

银价上涨库存增值，技术升级产品迭代

2024 年 04 月 15 日

【投资要点】

- ◆ **业绩稳中向上，出货大幅增长。**公司 2023 年实现营业收入 102.90 亿元，同比增长 58.21%，实现归母净利润 4.42 亿元，同比增长 13.00%，其中 23Q4 公司实现营收 28.91 亿元，环比下降 10.15%，实现归母净利润 0.01 亿元环比下降 99.25%，主要原因是 PERC 电池亏损产线停线以及 23Q4 计提资产减值的影响。2023 年公司产能持续释放，国内总产能攀升至 3000 吨，海外产能达到 600 吨，全年公司光伏银浆出货 2002.96 吨，同比大幅增长 45.77%。
- ◆ **银价上涨，库存增值。**回顾白银价格历史走势，银价上涨多次与银浆企业毛利率改善同步，银浆企业原材料库存周期约为 1 个月，库存收益或在其中发挥重要作用。短期看，银价由金融属性主导，受海外通胀、联储降息预期及地区动乱多重因素影响，银价由年初不到 6000 元/kg 快速上涨至超过 7300 元/kg；中长期看，随着光伏新增装机提升及 N 型电池银耗增加，白银供需缺口或持续走扩，银价具备长期向上基础。我们认为，近期银价快速提升有望为公司带来可观的库存收益，中长期银价稳步向上也有利于公司毛利率持续改善。
- ◆ **技术升级产品迭代，N 型银浆加工费相对坚挺。**目前 TOPCon、HJT 等 N 型技术尚处生命周期前中期，仍有较多优化提升空间，其中与金属化相关的技术优化升级都会对银浆产品提升新要求，2023 年公司围绕“硼扩激光 SE 匹配银浆技术”，“高铜含低电阻低温浆料技术”，“LECO 烧结高性能银浆”，“P-Poly 低接触低复合银浆技术”，“OBB 高效低成本银浆技术”等多项光伏金属化关键技术进行突破创新，我们认为公司 N 型银浆有望通过持续产品迭代维持较高的加工费用。
- ◆ **原材料全面布局，生产成本逐步优化。**2023 年公司完成江苏连银股权（聚有银）收购，并派驻专业管理团队，实现了对聚有银全面整合、工艺优化及产线改造，23Q4 已实现吨级银粉出货。同时，公司计划投资建“高端光伏电子材料基地项目”及“专用电子功能材料工厂及研发中心建设项目”，项目建成后公司将具备 3,000 吨电子级银粉和 300 吨玻璃粉产能。我们预计，随着银粉及玻璃粉产能逐步导入，公司成本有望显著下降。

增持（维持）

东方财富证券研究所

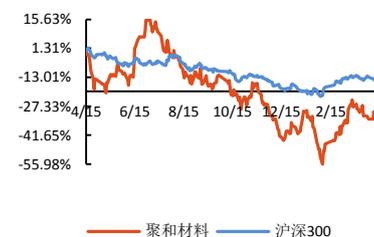
证券分析师：周旭辉

证书编号：S1160521050001

联系人：唐硕

电话：021-23586475

相对指数表现



基本数据

| | |
|---------------|--------------|
| 总市值（百万元） | 9440.79 |
| 流通市值（百万元） | 6843.45 |
| 52 周最高/最低（元） | 127.56/35.30 |
| 52 周最高/最低（PE） | 39.48/11.68 |
| 52 周最高/最低（PB） | 3.57/1.26 |
| 52 周涨幅（%） | -33.21 |
| 52 周换手率（%） | 367.37 |

相关研究

- 《业绩高增超预期，N 型出货快速提升》
2023.11.07
- 《业绩高增符合预期，N 型迭代强化盈利》
2023.08.23
- 《光伏银浆龙头，领航国产替代》
2022.12.09

【投资建议】

- ◆ 考虑到 23Q4 产业链价格剧烈波动，我们调整公司 2024-2025 年盈利预测，新增 2026 年预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 7.50/9.12/10.40 亿元，EPS 分别为 3.87/4.71/5.37 元，对应 PE 为 15/12/11 倍，维持“增持”评级。

盈利预测

| 项目\年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 10290.37 | 14902.59 | 18199.80 | 21007.02 |
| 增长率(%) | 58.21% | 44.82% | 22.13% | 15.42% |
| EBITDA（百万元） | 617.44 | 912.58 | 1049.74 | 1210.73 |
| 归属母公司净利润（百万元） | 442.08 | 749.97 | 912.39 | 1039.81 |
| 增长率(%) | 13.00% | 69.64% | 21.66% | 13.97% |
| EPS(元/股) | 2.67 | 3.87 | 4.71 | 5.37 |
| 市盈率 (P/E) | 20.07 | 14.63 | 12.03 | 10.55 |
| 市净率 (P/B) | 1.80 | 1.32 | 1.19 | 1.07 |
| EV/EBITDA | 16.32 | 8.40 | 7.80 | 4.49 |

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

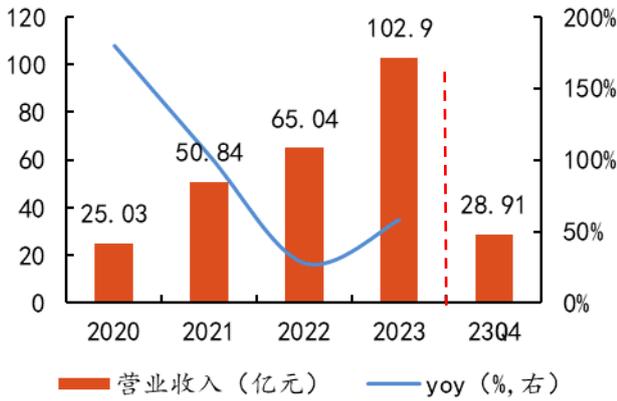
【风险提示】

- ◆ 下游需求不及预期；
- ◆ 技术迭代不及预期；
- ◆ 行业竞争加剧等。

1. 业绩稳中向上，出货大幅增长

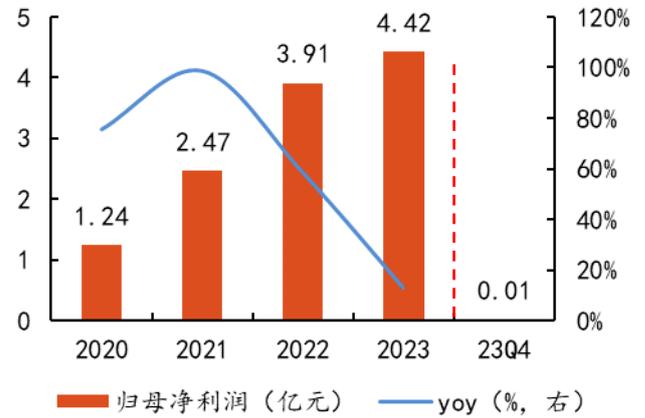
营收快速增长，利润稳中向上。2023 年公司实现营业收入 102.90 亿元，同比高增 58.21%，实现归母净利润 4.42 亿元，同比增长 13.00%，其中 23Q4 实现营业收入 28.91 亿元，环比下降 10.15%，实现归母净利润 0.01 亿元，环比下降 99.25%。23Q4 业绩阶段性承压，主要原因为 23Q4PERC 电池亏损停线及计提资产减值影响。

图表 1：公司营业收入变化（亿元，%）



资料来源：Choice深度资料，东方财富证券研究所

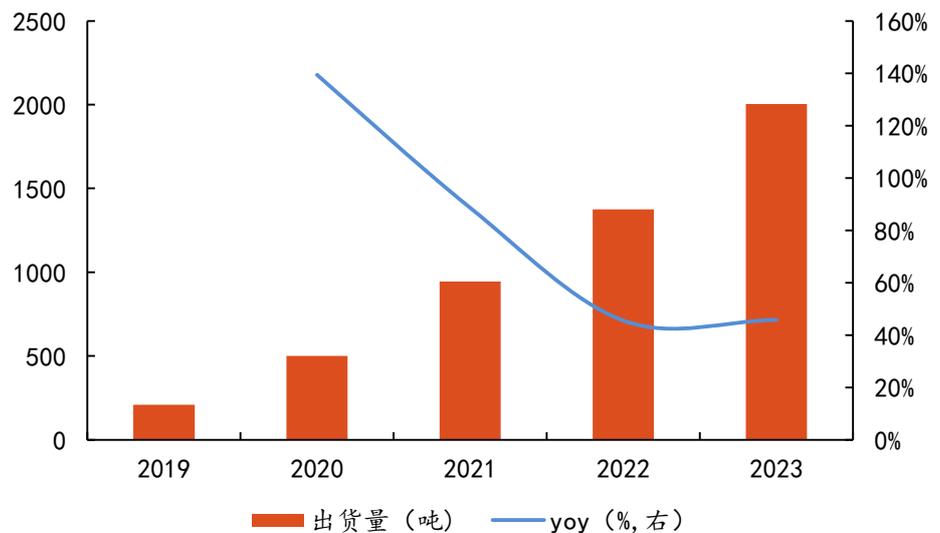
图表 2：公司归母净利润变化（亿元，%）



资料来源：Choice深度资料，东方财富证券研究所

产能持续释放，出货大幅增长。2023 年公司完成“年产 3000 吨导电银浆建设项目（二期）”及泰国 600 吨银浆项目投建，国内总体产能攀升至 3000 吨，海外产能达到 600 吨。公司 2023 年全年实现光伏银浆出货 2002.96 吨，同比增长 45.77%。

图表 3：公司光伏银浆出货量及同比增长（吨，%）

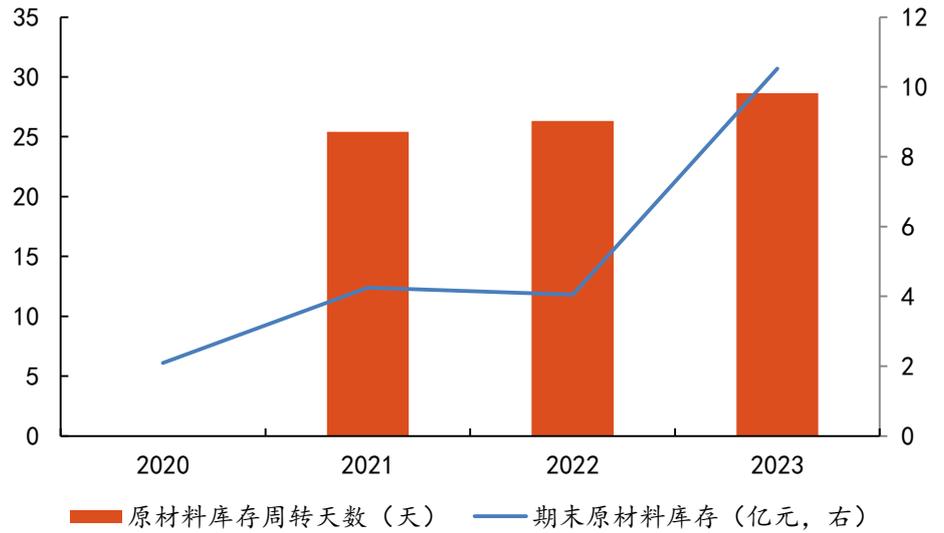


资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2. 银价上涨，库存增值

采购销售错位，库存收益明显。公司原材料库存周转天数约为 1 个月，而产品销售以周为单位，并且定价模式为白银现价+加工费，原材料采购与产品销售的错位为获取库存收益提供可能，尤其在原料价格快速或持续性上涨周期中。

图表 4：公司原材料库存周转天数及原材料库存（天，亿元）

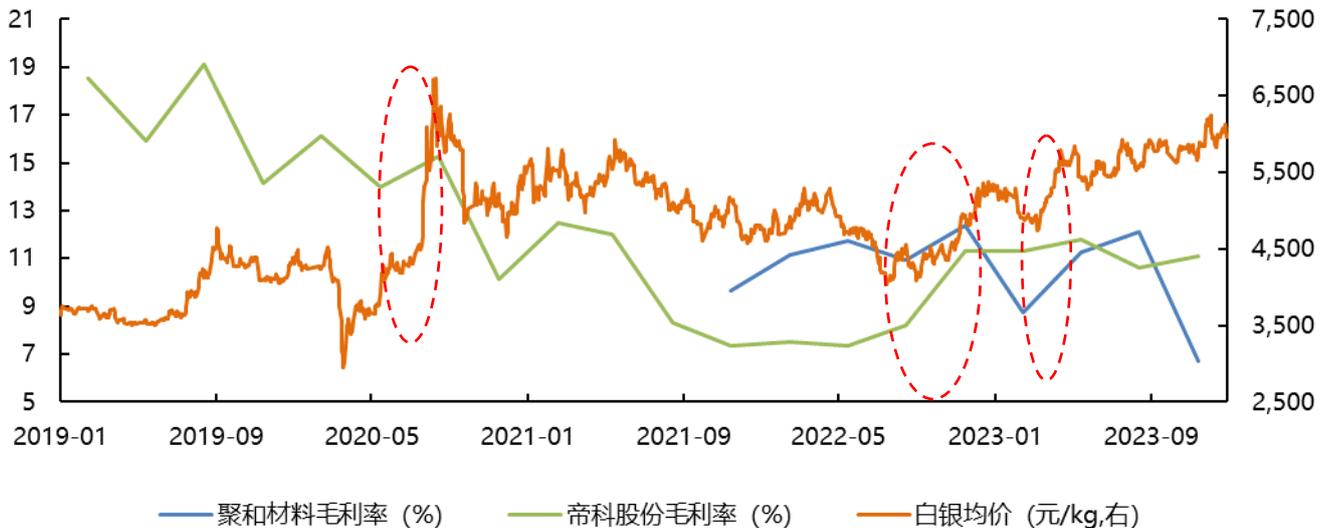


资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

注：原材料库存周转天数=365/原材料存货周转次数

白银价格走势与银浆企业毛利率变化多次同向。回顾白银价格走势与银浆企业毛利率变化，二者走势多次趋同，我们认为除去产品迭代、格局变化因素外，库存收益也在一定程度上强化了银浆企业盈利能力。

图表 5：白银价格走势与光伏企业毛利率变化（元/kg, %）

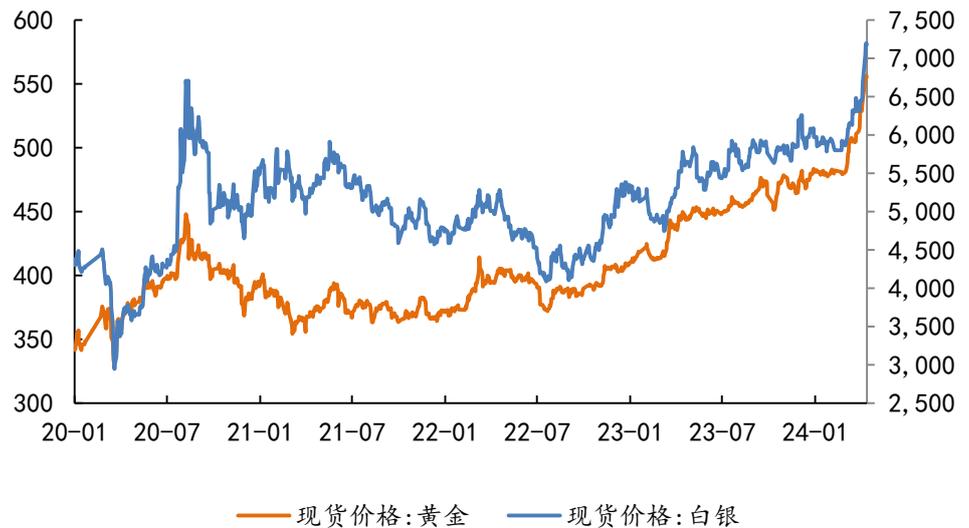


资料来源：Choice 行业经济数据库，Choice 深度资料，东方财富证券研究所

注：公司毛利率数据点移动至每季度季中，聚和材料 23Q4 毛利率急跌主要受 perc 亏损停线影响

短期金融属性主导，银价快速上涨。白银作为贵金属，兼具金融和商品双重属性，因此白银具备双重定价逻辑，一方面作为商品，其价格受市场供需影响，另一方面，与黄金走势相似，呈现出与实际利率的显著负相关性。短期看，受海外持续通胀、美联储降息预期及地区动乱等多重因素影响，以黄金、白银为代表的贵金属价格快速上涨，截至4月12日，白银现货价格自年初不到6000元/kg上涨至超过7300元/kg。

图表 6：黄金、白银价格走势（元/g, 元/kg）



资料来源：Choice 行业经济数据库，东方财富证券研究所

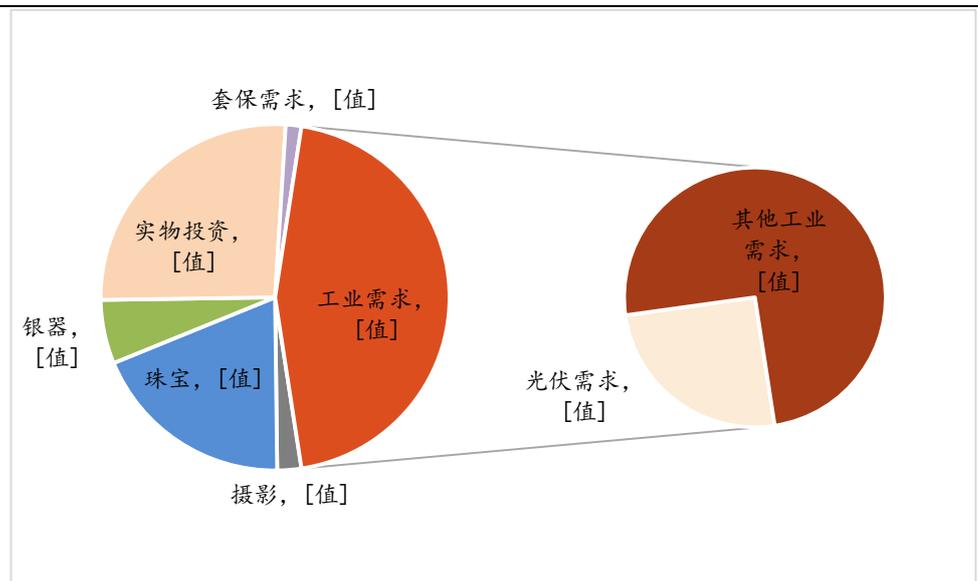
白银供给相对稳定，光伏用银持续提升奠定银价长期上涨基础。根据白银协会数据，白银供给相对稳定，每年供给量在3万吨上下，而来自工业领域的白银需求占比接近45%，其中光伏用银需求超过10%。随着光伏新增装机增长及N型电池用银增加，白银供需缺口或进一步拉大，为白银价格中长期上涨提供基础。根据白银协会预测，2024年白银需求将超过36700吨，供需缺口达到5000吨左右。

图表 7：全球白银供需情况（百万盎司）

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F |
|-------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 白银供给 | 1054.2 | 1046.9 | 1046.4 | 1011.7 | 1000 | 999.5 | 957.9 | 1004.5 | 1004.7 | 1024.9 |
| 白银需求 | 1011.9 | 1051.7 | 979.7 | 960.2 | 985.7 | 990 | 901.9 | 1055.6 | 1242.4 | 1167 |
| 工业需求 | 440.9 | 443.4 | 477.4 | 515.3 | 511.2 | 509.7 | 488.7 | 528.2 | 556.5 | 576.4 |
| 其中：光伏 | 48.4 | 54.1 | 93.7 | 101.8 | 92.8 | 97.8 | 100 | 110 | 140.3 | 161.1 |
| 摄影 | 41 | 38.2 | 34.7 | 32.4 | 31.4 | 30.7 | 26.9 | 27.7 | 27.5 | 26.4 |
| 珠宝 | 193.5 | 202.5 | 189.1 | 196.2 | 203.1 | 201.4 | 150.5 | 181.5 | 234.1 | 199.5 |
| 银器 | 53.5 | 58.3 | 53.5 | 59.4 | 67.1 | 61.3 | 31.2 | 40.7 | 73.5 | 55.7 |
| 实物投资 | 283 | 309.3 | 212.9 | 155.8 | 165.5 | 187 | 204.8 | 274 | 322.9 | 309 |
| 套保需求 | | | 12 | 1.1 | 7.4 | | | 3.5 | 17.9 | |
| 供需缺口 | 42.3 | -4.8 | 66.7 | 51.5 | 14.3 | 9.5 | 56 | -51.1 | -237.7 | -142.1 |

资料来源：Silver Institute 白银协会，东方财富证券研究所

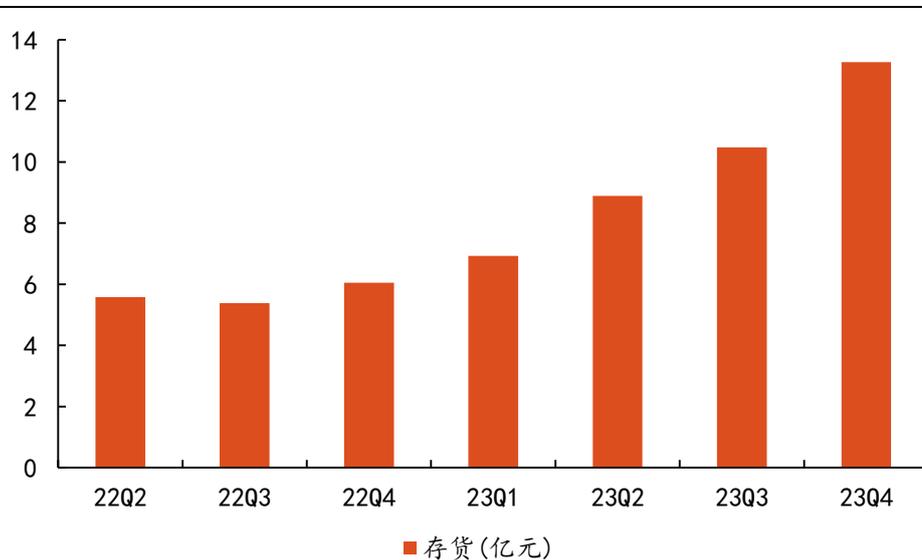
图表 8：2022 年白银需求结构



资料来源：Silver Institute 白银协会，东方财富证券研究所

我们认为，近期银价快速上涨有望为公司带来可观的库存收益，同时银价具备中长期上涨基础，有利于公司毛利率持续改善。

图表 9：公司存货变化情况（亿元）



资料来源：Choice 行业经济数据库，东方财富证券研究所

注：公司存货主要为原材料库存

3. 技术迭代稳定加工费用，自产原料降低生产成本

技术升级推动银浆产品迭代，为银浆加工费提供支撑。市场担心主链成本压力向辅材传导导致公司盈利下滑，我们认为产能过剩背景下技术迭代将进一步加速以淘汰落后产能达到产能出清目的，目前看 TOPCon、HJT 等 N 型技术尚在生命周期前中期，仍有较多优化提升空间，如 LECO、光注入、OBB 和 N 型双面 poly 等新技术，每一项技术升级和优化都将对银浆提出新要求，N 型银浆有望通过持续迭代维持溢价空间。

公司 2023 年围绕“超窄线宽快速印刷技术”，“高醋酸可靠性烧结体系技术”，“硼扩激光 SE 匹配银浆技术”，“高铜含低电阻低温浆料技术”，“LECO 烧结高性能银浆”，“P-Poly 低接触低复合银浆技术”，“OBB 高效低成本银浆技术”等多项光伏金属化关键技术进行突破创新，为银浆产品持续迭代提供技术基础，N 型银浆加工费有望维持相对高位。

图表 10：TOPCon 提效路径



资料来源：光伏们公众号，东方财富证券研究所

图表 11：公司部分在研项目

| 项目名称 | 进展或阶段性成果 | 拟达到目标 | 技术水平 | 具体应用前景 |
|--|--|--|------|---|
| 光伏建筑一体化组件用高性能导电胶开发 | 已导入客户供应体系，进行量产 | 完成光伏建筑一体化组件用高性能导电胶开发并实现量产。 | 国内领先 | 本项目的实施使得我们在 BIPV 市场保持强有力的竞争力，能满足客户多样化的需求。 |
| N-TOPCon 电池选择性发射极（B-SE）高接触无机体系及超细线印刷技术 | 完成系列产品开发升级，实现客户端全类型 B 扩选择性发射极技术电学、印刷选配以及量产 | 优化 N-TOPCon 电池高效导电银浆关键技术及成套产品开发，以实现以下目标：①实现与选择性发射极$1m\Omega$的接触电阻，电池转化效率提升 0.15%；②实现$13\mu m$线宽印刷要求。 | 国内领先 | 成套产品转化效率领先、电池应用良率、成本领先。助力一线客户 TOPCon 实现 25.5%量产效率突破，加速该技术成为行业的主流产品。 |
| >27%薄膜硅-晶体硅异质结（HJT）太阳电池高导电低成本复合银浆技术 | 完成大比例贱金属替代产品开发，实现客户端精细丝网以及激光转印技术匹配以及小规模量产 | 优化 HJT 低温银浆配方及制备工艺，以实现以下目标：①提升低温浆料印刷性，满足$14\mu m$线宽印刷要求；②提高细栅导电率；③开发低成本材料对银的替代，完成 50%及以下银含产品开发。 | 国内领先 | 转化效率领先、产品技术领先。通过项目实施，将显著缩小 HJT 与主流 PERC、TOPCon 等电池的金属化成本差异。 |
| >26%全钝化全背电极（XBC）电池中高温导电银浆技术 | 完成 n-TBCp、npoly 以及 p-TBCnpoly 产品配方定型以及客户端差异化性能满足，技术持续精进中 | 完成对 X-BC 浆料的客户端技术需求调研，完成内部配方初步开发及客户端多轮匹配性测试 | 国内领先 | 本项目实施将为 XBC 等新型高效器件结构提供潜在的浆料金属化解决方案。 |
| SMBB 晶硅太阳电池 | 完成系列低固含主栅银浆开发 | 优化 SMBB 电池高效主栅浆料配方，以实现 | 国内领先 | 产品主栅连接线印刷性大幅提升，提升产品良 |
| 高效主栅银浆开发 | 级，老化拉力、印刷能力等全面满足 15~18 主栅 SMBB 高技术性能要求并实现主流客户端量产覆盖。 | 以下目标：①实现$15\mu m$线宽快速印刷要求；②开发小于 82%固含产品，并保证焊接拉力和可靠性。 | | 率 0.2%。实现单片电池主栅浆料耗量降低 2mg。 |
| N 型光伏电池技术专用高导电球形银粉研发及产业化 | 基本完成小试配方开发 | 完成产品性能设计定型和配方验证。 | 国内先进 | Topcon 全系列银浆 |

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

自产银粉逐步导入，原料成本有望持续优化。2023 年公司完成江苏连银股权（聚有银）收购，并派驻专业管理团队，实现了对聚有银全面整合、工艺优化及产线改造，23Q4 已实现吨级出货。同时，公司计划投建“高端光伏电子材料基地项目”及“专用电子功能材料工厂及研发中心建设项目”，项目建成后公司将具备 3,000 吨电子级银粉和 300 吨玻璃粉产能。随着银粉及玻璃粉产能逐步导入，公司成本有望显著下降。

资产负债表 (百万元)

| 至 12 月 31 日 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 流动资产 | 6794.01 | 10793.83 | 11685.10 | 13078.78 |
| 货币资金 | 748.80 | 3867.08 | 3446.85 | 6246.14 |
| 应收及预付 | 2854.07 | 3752.80 | 4386.54 | 3629.50 |
| 存货 | 1327.01 | 1269.39 | 1908.90 | 1239.33 |
| 其他流动资产 | 1864.13 | 1904.56 | 1942.81 | 1963.81 |
| 非流动资产 | 701.74 | 770.47 | 862.25 | 943.04 |
| 长期股权投资 | 228.52 | 228.52 | 228.52 | 228.52 |
| 固定资产 | 160.35 | 235.74 | 306.84 | 372.80 |
| 在建工程 | 43.31 | 46.66 | 48.33 | 49.16 |
| 无形资产 | 115.30 | 135.30 | 150.30 | 160.30 |
| 其他长期资产 | 154.25 | 124.25 | 128.25 | 132.25 |
| 资产总计 | 7495.75 | 11564.30 | 12547.35 | 14021.82 |
| 流动负债 | 2552.50 | 3242.64 | 3313.20 | 3747.76 |
| 短期借款 | 1930.28 | 2130.28 | 2230.28 | 2280.28 |
| 应付及预收 | 476.21 | 861.65 | 778.04 | 1116.90 |
| 其他流动负债 | 146.00 | 250.71 | 304.87 | 350.58 |
| 非流动负债 | 23.41 | 23.91 | 24.01 | 24.11 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 23.41 | 23.91 | 24.01 | 24.11 |
| 负债合计 | 2575.91 | 3266.55 | 3337.21 | 3771.87 |
| 实收资本 | 165.63 | 188.59 | 188.59 | 188.59 |
| 资本公积 | 3526.22 | 6131.21 | 6131.21 | 6131.21 |
| 留存收益 | 1219.97 | 1969.94 | 2882.33 | 3922.14 |
| 归属母公司股东权益 | 4919.84 | 8297.75 | 9210.14 | 10249.95 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 负债和股东权益 | 7495.75 | 11564.30 | 12547.35 | 14021.82 |

利润表 (百万元)

| 至 12 月 31 日 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 10290.37 | 14902.59 | 18199.80 | 21007.02 |
| 营业成本 | 9280.21 | 13378.65 | 16396.93 | 18949.38 |
| 税金及附加 | 15.46 | 29.81 | 36.40 | 42.01 |
| 销售费用 | 39.97 | 59.61 | 72.80 | 84.03 |
| 管理费用 | 86.84 | 134.12 | 145.60 | 168.06 |
| 研发费用 | 294.48 | 476.88 | 600.59 | 672.22 |
| 财务费用 | 38.61 | 39.12 | 3.85 | 20.90 |
| 资产减值损失 | -47.70 | -5.00 | -5.00 | -5.00 |
| 公允价值变动收益 | -12.70 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 41.29 | 44.71 | 54.60 | 63.02 |
| 资产处置收益 | -0.23 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他收益 | 28.60 | 32.79 | 40.04 | 46.22 |
| 营业利润 | 498.02 | 831.90 | 1013.27 | 1154.64 |
| 营业外收入 | 0.59 | 1.50 | 0.60 | 0.80 |
| 营业外支出 | 0.52 | 0.10 | 0.10 | 0.10 |
| 利润总额 | 498.09 | 833.30 | 1013.77 | 1155.34 |
| 所得税 | 56.98 | 83.33 | 101.38 | 115.53 |
| 净利润 | 441.11 | 749.97 | 912.39 | 1039.81 |
| 少数股东损益 | -0.98 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司净利润 | 442.08 | 749.97 | 912.39 | 1039.81 |
| EBITDA | 617.44 | 912.58 | 1049.74 | 1210.73 |

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

| 至 12 月 31 日 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| 经营活动现金流 | -2663.75 | 264.09 | -519.58 | 2742.08 |
| 净利润 | 441.11 | 749.97 | 912.39 | 1039.81 |
| 折旧摊销 | 72.35 | 31.27 | 42.23 | 53.20 |
| 营运资金变动 | -3237.27 | -521.39 | -1465.95 | 1665.18 |
| 其它 | 60.06 | 4.25 | -8.24 | -16.12 |
| 投资活动现金流 | 133.18 | 46.11 | 21.10 | 29.72 |
| 资本支出 | -100.37 | -129.60 | -130.50 | -130.30 |
| 投资变动 | 233.55 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| 其他 | 0.00 | 75.71 | 51.60 | 60.02 |
| 筹资活动现金流 | 2361.68 | 2808.09 | 78.24 | 27.49 |
| 银行借款 | 2936.47 | 200.00 | 100.00 | 50.00 |
| 债券融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 0.00 | 2627.94 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | -574.79 | -19.85 | -21.76 | -22.51 |
| 现金净增加额 | -171.93 | 3118.29 | -420.23 | 2799.29 |
| 期初现金余额 | 716.00 | 544.07 | 3662.35 | 3242.12 |
| 期末现金余额 | 544.07 | 3662.35 | 3242.12 | 6041.41 |

主要财务比率

| 至 12 月 31 日 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长 | 58.21% | 44.82% | 22.13% | 15.42% |
| 营业利润增长 | 16.48% | 67.04% | 21.80% | 13.95% |
| 归属母公司净利润增长 | 13.00% | 69.64% | 21.66% | 13.97% |
| 获利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 9.82% | 10.23% | 9.91% | 9.79% |
| 净利率 | 4.29% | 5.03% | 5.01% | 4.95% |
| ROE | 8.99% | 9.04% | 9.91% | 10.14% |
| ROIC | 7.03% | 7.59% | 7.91% | 8.30% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 (%) | 34.36% | 28.25% | 26.60% | 26.90% |
| 净负债比率 | 24.33% | - | - | - |
| 流动比率 | 2.66 | 3.33 | 3.53 | 3.49 |
| 速动比率 | 2.12 | 2.88 | 2.88 | 3.09 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 1.37 | 1.29 | 1.45 | 1.50 |
| 应收账款周转率 | 5.64 | 6.51 | 6.69 | 11.01 |
| 存货周转率 | 7.75 | 11.74 | 9.53 | 16.95 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 2.67 | 3.87 | 4.71 | 5.37 |
| 每股经营现金流 | -16.08 | 1.59 | -3.14 | 16.56 |
| 每股净资产 | 29.70 | 42.85 | 47.57 | 52.94 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 20.07 | 14.63 | 12.03 | 10.55 |
| P/B | 1.80 | 1.32 | 1.19 | 1.07 |
| EV/EBITDA | 16.32 | 8.40 | 7.80 | 4.49 |

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。