

## 溢价转让近 9% 股权，焊机龙头再起航

公司动态

### ◆高溢价股权转让，公司引入新战投

2017年2月公司完成股权转让，第一大股东徐爱平和第二大股东潘磊向千鑫恒投资协议转让公司股权，转让数量合计占公司总股本的 8.85%，转让价格为 13 元/股。转让完成后，公司第一大股东和第二大股东仍分别为徐爱平和潘磊；千鑫恒成为第三大股东，公司不存在实际控制人。目前股价较转让价格仍有 20% 以上折价，上涨动力较强。

### ◆主业稳定，集中度有望进一步提升

公司的主要产品为逆变焊机、内燃发电焊机、机器人及专用电焊机。公司现有产品种类齐全，涵盖几百款机型，下游应用领域非常广泛，主要包括军工、航空航天、核电、高速铁轨、石油管道建设、铁路建设、建筑装饰施工、五金加工、家电行业、自行车、家具等。其中，逆变电焊机是公司的主要产品，收入占比超过 90%。逆变焊机行业集中度较高，排名前十位的厂商占据了超 70% 的市场份额。我们预计到 2018 年，电焊机市场的行业容量将达到至少 100 亿元，而行业内超过 95% 的企业年产值在 1 亿元以下，佳士科技作为行业内前三的企业，将享受行业集中度提高带来的红利。

### ◆资金充足，为转型奠定基石

公司立足焊机主业，积极关注机器人行业和智能装备行业的转型升级。千鑫恒进入后，为公司带来新的增长动力，后续将助力公司更快完成转型。截止至 2016 年 3 季度，公司账面现金超过 15 亿元，资产负债率仅为 12.56%，为公司战略转型提供保障。公司积极调整业务结构，加强对子公司的经营管控，大力推动机器人业务的发展，寻求产业转型机遇。

### ◆估值与评级

我们预测公司 2016~2018 年的 EPS 分别为 0.20 元，0.25 元和 0.31 元，可比公司瑞凌股份对应 2017 年的估值为 50 倍左右，我们给予佳士科技 2017 年 50 倍的估值，对应目标价 12 元，予以“增持”评级。

### ◆风险提示

市场竞争加剧风险，公司转型进度不达预期的风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	588	625	706	805	922
营业收入增长率	0.61%	6.23%	12.91%	14.09%	14.53%
净利润 (百万元)	52	77	99	127	159
净利润增长率	-24.46%	47.41%	28.23%	28.54%	24.51%
EPS (元)	0.10	0.15	0.20	0.25	0.31
ROE (归属母公司) (摊薄)	2.75%	3.88%	4.61%	5.66%	6.69%
P/E	93	63	49	38	31

### 增持 (首次)

当前价/目标价：10.42/12.00 元

目标期限：6 个月

### 分析师

刘 晓波 (执业证书编号：S0930512080003)

021-22169177

[liuxb@ebsecn.com](mailto:liuxb@ebsecn.com)

### 联系人

肖沛

0755-82542930

[xiaop@ebsecn.com](mailto:xiaop@ebsecn.com)

王琦

021-22169076

[wangqi16@ebsecn.com](mailto:wangqi16@ebsecn.com)

### 市场数据

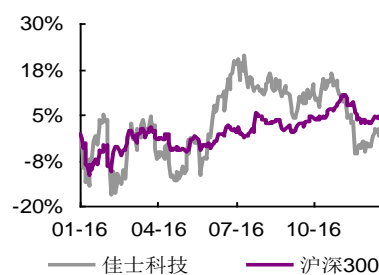
总股本(亿股)：5.08

总市值(亿元)：52.57

一年最低/最高(元)：8.08/12.24

近 3 月换手率：85.54%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	4.56	3.07	5.58
绝对	5.95	0.41	18.16

### 相关研报

## 1、千鑫恒投资溢价 30% 受让公司 8.85% 股权

2017 年 2 月，公司完成股权转让。公司第一大股东徐爱平女士和第二大股东潘磊先生分别向千鑫恒投资协议转让其持有的公司股份 2496 万股和 1999 万股，分别占公司股份总数的 4.91% 和 3.94%，二人合计转让公司股份 4495 万股，占公司总股本的 8.85%。转让价格为 13 元/股，溢价超过 30%，转让总价款为 5.8 亿元。

转让完成后，徐爱平女士持有公司 14.74% 股权，仍为第一大股东；潘磊先生持有公司 11.81% 股权，为第二大股东；千鑫恒持有公司 8.85% 股权，成为第三大股东，公司不存在实际控制人。

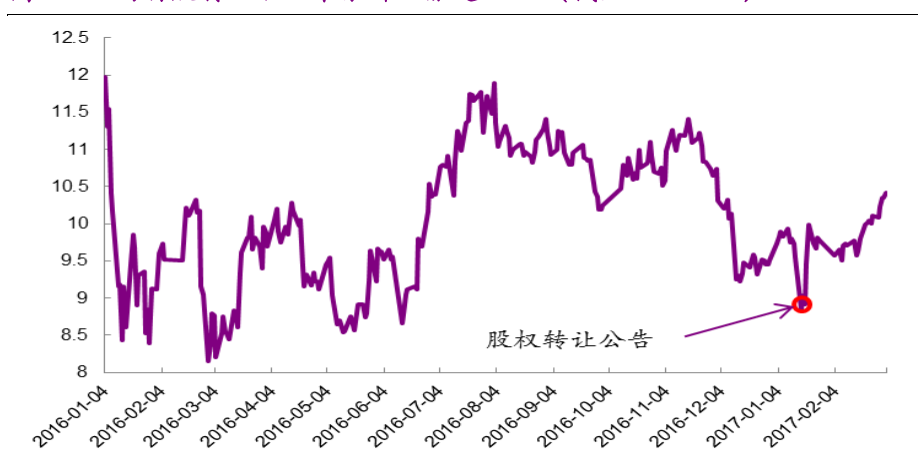
表 1：本次股权转让前后主要股东持股变化情况

股东名称	转让前持有股份		转让后持有股份	
	股数 (股)	占总股本比例	股数 (股)	占总股本比例
徐爱平	99,846,032	19.66%	74,886,032	14.74%
潘磊	79,996,339	15.75%	60,006,339	11.81%
千鑫恒	0	0	44,950,000	8.85%

资料来源：公司资料

股权转让事件提振公司股价，自发布股转公告以来，公司股价累计上涨了超过 10%（截止至 2017 年 3 月 3 日），但目前股价较千鑫恒的受让价格 13 元/股仍有 20% 的折价，仍有较强的上涨动力。

图 1：公司自股转公告以来累计上涨超 10%（截至 2017.3.3）

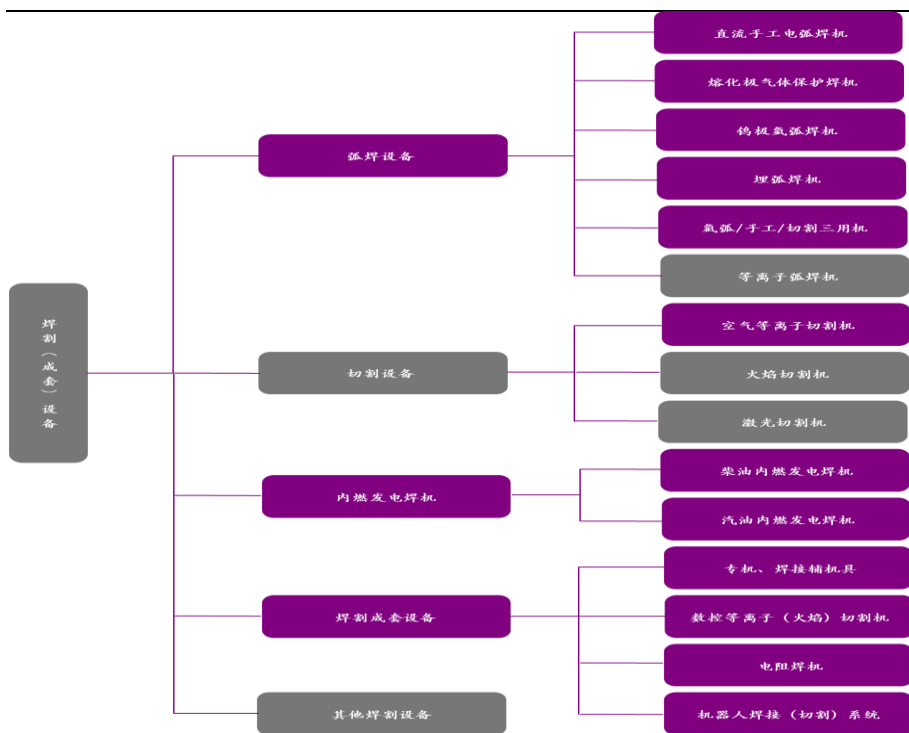


资料来源：wind

## 2、公司主业经营稳定，业务规模持续扩大

公司的主要产品为逆变焊机、内燃发电焊机、机器人及专用电焊机。公司现有产品种类齐全，涵盖几百款机型，下游应用领域非常广泛，主要可以分为三个方面：1) 高精尖领域，如军工、航空航天、核电、高速铁轨等；2) 重型工业领域，如石油管道建设、铁路建设、钢结构、压力容器、车辆制造、船舶制造、电力电站设备等；3) 轻工民用领域，如建筑装饰施工、五金加工、家电行业、自行车、家具等。

图 2：公司主要产品



资料来源：公司招股说明书

公司业务可分为以下四部分：

- 1、逆变电焊机是目前公司的主要产品，收入占比超过 90%。公司主要产品逆变焊机与非逆变焊机相比，更加高效节能，体积更小，重量更轻，同时还具有良好的动特性和弧焊工艺性能。
- 2、内燃电焊机为子公司重庆运达的产品。由于重庆运达生产经营困难，连年亏损，公司对其进行减资并调整了经营模式，业务规模处于收缩状态。
- 3、专用电焊机及焊接辅机具、数控等离子（火焰）切割机、电阻焊机和机器人焊接（切割）系统等业务均由子公司成都佳士负责经营。但近年来发展不佳，处于亏损状态，为降低成都佳士亏损对合并报表的影响，公司对其进行减资，相关业务规模也在调整和缩减当中。
- 4、焊接机器人业务是公司进行转型的一个尝试，目前在公司整体经营中占比较小，现有产品主要为弧焊机器人。

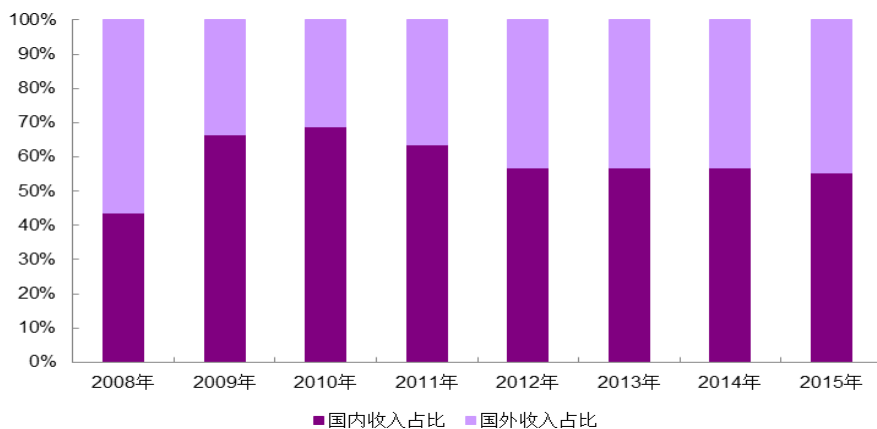
表 2：逆变焊机的主要优点

序号	逆变焊机优点	说明
1	高效节能	由于逆变器体积较小，铜损和铁损大为降低，逆变焊机的效率较高，可以达到 80%~90%，比非逆变焊机省电 1/3 以上
2	体积小、重量轻	逆变焊机的整机重量仅为非逆变焊机的 1/5~1/10，整机体积也只有非逆变焊机的 1/10~1/3
3	具有良好的动特性和弧焊工艺性能	逆变焊机采用电子控制电路，动态响应快，易于实现复杂的输出特性，可以根据不同的焊接工艺要求设计出合适的外特性，有利于实现焊接过程的数字化、自动化和智能控制

资料来源：公司招股说明书

公司焊割设备产品中，有超过 40% 出口国外，受益于人民币贬值的影响，海外销售增长较快，收入占比逐年提升。

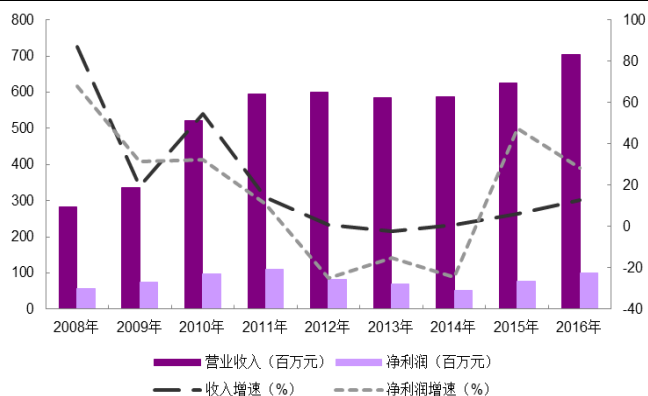
图 3：公司海外业务收入占比超过 40%



资料来源：wind

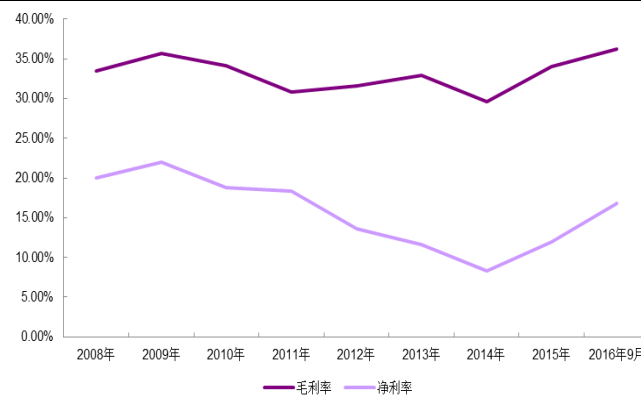
自 2015 年起公司业绩有所回暖。2016 年公司实现营业收入超 7 亿元，同比增长 12.91%，实现归母净利润 9910 万元，同比增长 28.21%。同时由于成本管理较好，费用控制得当，公司毛利率和净利率水平明显提升。

图 4：公司营业收入和净利润保持稳定增长



资料来源：wind

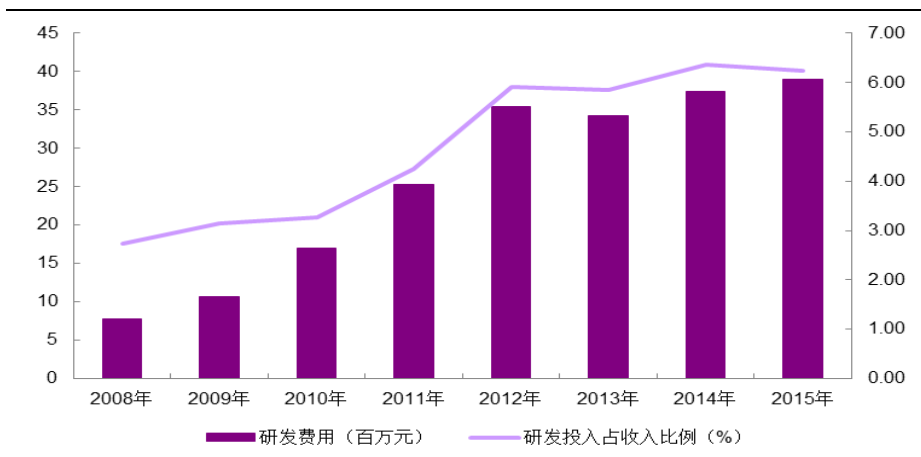
图 5：近两年毛利率和净利率水平稳步提升



资料来源：wind

公司注重研发，自 2012 年起，每年研发费用都保持在 3000 万元以上，近两年研发投入占收入比例都超过了 6%，在行业中处于较高水平。为顺应市场需求，公司产品不断推陈出新，目前在研产品主要包括新型切割机、熔极气体保护焊机、宽输入电压逆变焊机、逆变小电流焊机等。

图 6：公司每年研发费用及占收入比例情况



资料来源：wind

表 3：公司目前主要在研项目进展

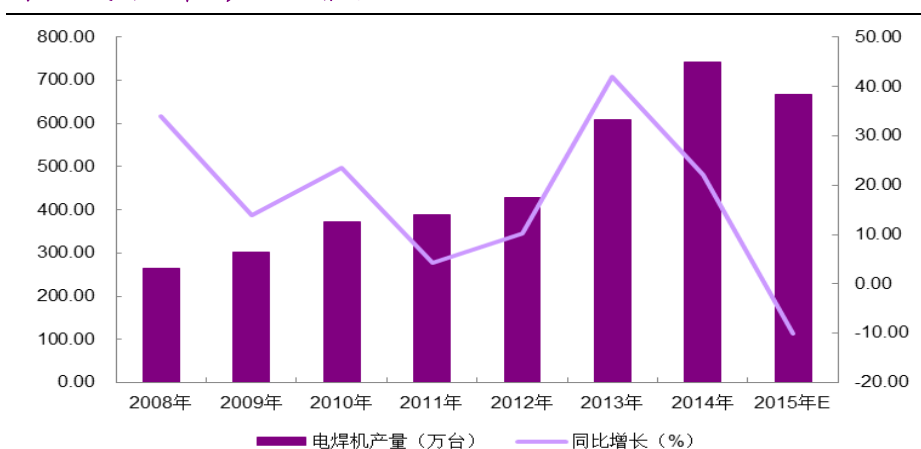
序号	项目/机型	进展情况	拟达到的目标	是否按照计划实施
1	某型号切割机	小批试产中	形成批量生产	是
2	某型号新型熔化极气体保护焊机	正在研发中	形成批量生产	是
3	宽输入电压逆变 MMA 焊机	正在研发中	形成批量生产	是
4	新型逆变小电流 MIG 焊机	正在研发中	形成批量生产	是

资料来源：公司资料

### 3、焊机行业进入成熟期，集中度有望进一步增强

电焊机市场增速较为稳定，根据统计局的数据显示，2014 年我国电焊机的产量突破 700 万台，同比增长 22%。2015 年遭遇市场冰点，行业增速有所下滑。但由于近期经济有所复苏，带动下游需求回暖，我们预计到 2018 年，电焊机产量有望突破 1000 万台。如果按照每台均价 2000 元左右估算，电焊机的市场容量将达到 100 亿元。

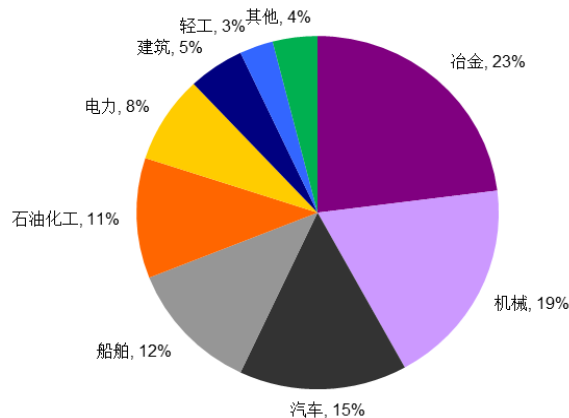
图 7：我国电焊机产量及增速



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

从应用行业来看，逆变焊机在冶金、工程机械、汽车、船舶制造、石油化工等领域应用的比例较高。这些行业主要为传统行业，需求增长较为稳定，带动逆变焊机行业平稳增长。

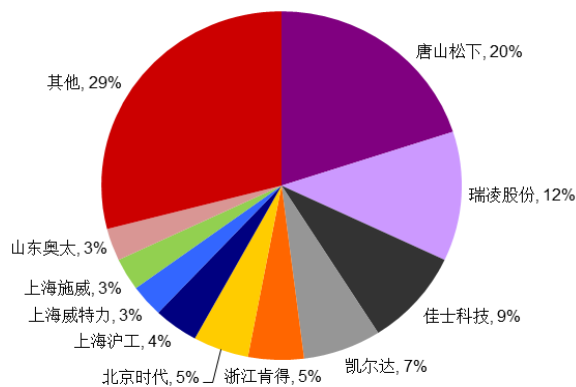
图 8：逆变焊机主要应用领域



资料来源：中国百科网

目前我国焊割设备制造企业总数大约在 700 家左右，规模以上的生产企业约在 400 家左右，其中年产值在 1 亿元以上的企业只有 20 多家。逆变焊机是各个焊割设备制造企业的主流产品，一般来说逆变焊机在每家企业所有产品种类中的占比能达到 60% 以上。虽然该领域企业众多，但在逆变焊机产品中，集中度较高，前十名的厂商占据了超 70% 的市场份额，剩下的几百家企业逆变焊机的年平均销售额仅 200 多万元。

图 9：逆变焊机领域前十大厂商市场份额占比



资料来源：中国百科网

在逆变焊机领域，佳士科技、北京时代、山东奥太、瑞凌股份处于国内第一阵营，技术水平处于国内领先地位。国外厂商在国内逆变焊机领域的市场份额很小，其竞争力主要体现在数字化焊机、自动化焊机及机器人上。国外较大的焊割设备生产商主要有林肯、米勒、福尼斯和伊萨等。

表 4: 国外主要焊割设备制造企业

序号	企业名称	说明
1	美国林肯电气公司	全球最大的电焊设备和电焊材料生产公司之一，总部位于美国俄亥俄州克利夫兰市，林肯在世界 18 个国家拥有生产经营企业和合资企业，销售遍及世界 160 个国家
2	美国米勒电器制造有限公司	美国著名的专门从事焊接电源研发生产的公司，2004 年，在华投资成立了北京米勒电气制造有限公司
3	奥地利福尼斯公司	世界著名的焊机制造商，总部位于奥地利，主要产品为脉冲 MIG 焊机，年销售量欧洲第一
4	瑞典伊萨集团公司	全球最大的焊割成套设备和焊材跨国公司之一，焊接切割产品全球供应的领军企业，在手工焊接和切割设备、焊材、焊接自动化、切割系统领域，伊萨产品具有世界领先水平

资料来源：公司招股说明书

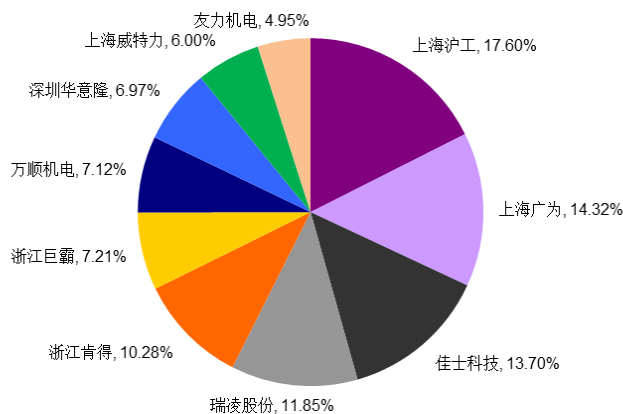
表 5: 国内焊割设备各细分领域的一线品牌

焊割设备细分领域		行业内主要企业
逆变焊机	MOSFET 逆变焊机	佳士科技、瑞凌股份
	单管 IGBT 逆变焊机	佳士科技、上海威特力
	模块 IGBT 逆变焊机	佳士科技、北京时代、山东奥太
CO <sub>2</sub> 气体保护焊机	逆变	佳士科技、北京时代、山东奥太
	非逆变	唐山开元、欧地希

资料来源：公司招股说明书

公司的产品出口竞争力较强。根据中国电焊机出口分析报告的数据指出，2014 年共有 1592 家企业出口电焊机，出口的总金额约为 5.73 亿美元。其中出口前三位的企业分别为上海沪工焊接集团股份有限公司，上海广为焊接设备有限公司，深圳市佳士科技股份有限公司。

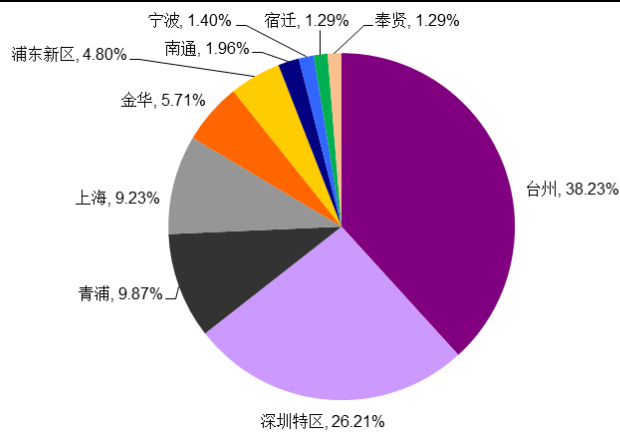
图 10: 2014 年电焊机出口企业前十名占比



资料来源：2014 中国电焊机出口分析报告

从出口较多的国内市场来看，台州、深圳特区、青浦三个地区占据前三位，总共出口金额约为 3.77 亿美元，占到了总出口金额的 74%。其中深圳特区的主要出口企业包括佳士科技和瑞凌股份两家在深交所上市的公司，这两家公司依靠上市公司的品牌效应以及募集资金的资金优势，在逆变焊机领域快速发展，研发水平和技术专利稳居国内产品前列。

图 11：2014 年电焊机出口地区前十位占比



资料来源：2014 中国电焊机出口分析报告

## 4、谋求战略转型，开辟全新发展空间

### 1、充分利用自身优势，向工业机器人行业进军

公司发展工业机器人业务的优势在于自身拥有雄厚的资金实力、较强的技术储备、丰富的弧焊工艺技术和机器人系统集成经验。

公司于 2010 年就已涉足工业机器人领域，积极布局机器人业务的发展。2014 年，公司与固高科技和川崎重建立了合作关系，并推出了佳士焊接机器人新品，得到业内认可，其主要技术指标及可靠性均已达到设计要求，目前公司机器人已实现少量销售。

另外，2011 年公司子公司成都佳士设立之初就已切入机器人领域，2014 年初设立全资子公司深圳佳士机器人，现有产品主要为弧焊机器人。

虽然目前机器人业务对公司业绩贡献不大，但未来公司仍将关注机器人行业 and 智能装备行业，寻找业绩稳定并具有持续增长能力的并购标的。

### 2、与中航证券合作，积极寻找优质并购标的

2015 年 7 月 14 日，公司与中航证券签订了《佳士科技与中航证券合作协议》。中航证券将利用丰富的资源、国内网络优势及专业调研能力，在军工、先进制造业、金融、电子信息技术、能源与环保新材料等重点领域内，寻找适合于佳士科技进行投资的优质企业。

与中航证券的合作有助于公司在战略转型上迈出更加积极的步伐，公司后续转型值得期待。

## 5、超额完成股权激励考核目标，业绩确定性高

公司 2015 年向 132 名激励对象授予 906.20 万股限制性股票，激励对象包括公司董事、中高级管理人员、核心技术（业务）人员等，授予价格为 7.89 元/股。激励计划授予的限制性股票，解锁期的 3 个会计年度中，分年度进行绩效考核，以达到绩效考核目标作为激励对象的解锁条件。



表 6：首次授予限制性股票的各年度绩效考核目标

解锁期	业绩考核目标
第一个解锁期	以 2014 年业绩为基数，2015 年净利润增长率不低于 15%
第二个解锁期	以 2014 年业绩为基数，2016 年净利润增长率不低于 35%
第三个解锁期	以 2014 年业绩为基数，2017 年净利润增长率不低于 65%

资料来源：公司资料

以解锁条件来看，公司 15、16 两年业绩均完成解锁条件，17 年净利润只需不低于 8650 万元便可达标。由于公司经营稳健，16 年已经实现 9910 万净利润，我们认为 17 年业绩完成考核目标难度不大。

## 6、盈利预测与估值

公司作为国内电焊机生产销售前十位的厂商，在业内具有一定的品牌效应，技术实力较为突出。我们测算到 2018 年左右，电焊机市场的行业空间将达到至少 100 亿元，行业集中度进一步增强，公司市占率有望进一步提升。公司主要产品为逆变电焊机，目前国内市场的逆变率仍处在较低水平，产品的更新换代不断加剧，有利于优质企业的发展。

公司公布 2016 年业绩快报，全年实现营业收入 7.06 亿元，同比增长 12.91%，实现归母净利润 9910 万元，同比增长 28.21%。我们预计公司未来几年的销售收合增速可以达到 10%~15%，净利润增速可以达到 25%~30%。

表 7：佳士科技业绩拆分表

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
逆变电焊机	收入(百万元)	521.1	519.7	577.7	654.6	749.5	861.9
	增速	-5.5%	-0.3%	11.2%	13.3%	14.5%	15.0%
	毛利率	33.2%	30.7%	34.2%	36.0%	36.8%	37.0%
专用电焊机	收入(百万元)	21.4	36.3	18.3	22.8	27.5	31.0
	增速	99.3%	69.9%	-49.6%	24.5%	20.8%	12.9%
	毛利率	10.8%	11.4%	9.6%	10.3%	12.0%	13.0%
内燃电焊机	收入(百万元)	27.3	21.3	16.7	14.6	13.1	12.1
	增速	-6.1%	-22.0%	-21.4%	-12.8%	-10.2%	-7.8%
	毛利率	35.3%	30.0%	43.6%	45.0%	43.0%	38.5%
合计	收入(百万元)	584.7	588.2	624.9	705.5	805.0	921.9
	增速	-2.5%	0.61%	6.23%	12.91%	14.09%	14.53%
	毛利率	32.9%	29.6%	34.0%	34.9%	35.8%	35.9%

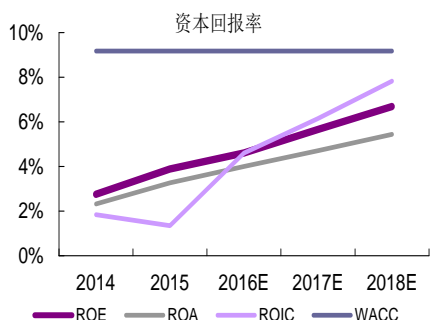
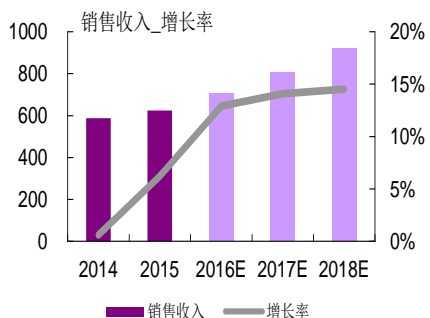
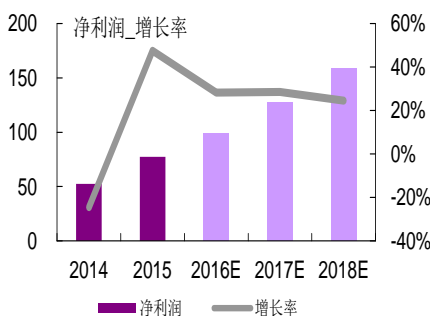
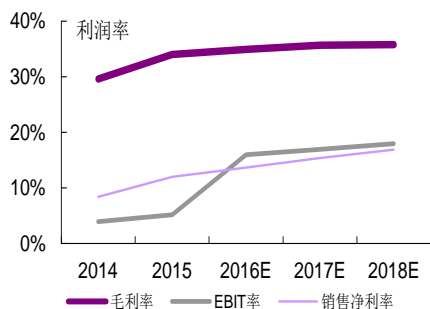
资料来源：光大证券研究所

我们预测公司 2016~2018 年的 EPS 分别为 0.20 元，0.25 元和 0.31 元，可比公司瑞凌股份对应 2017 年的估值在 50 倍，我们给予佳士科技 2017 年 50 倍的估值，对应目标价 12 元，予以“增持”评级。

## 7、风险分析

市场竞争加剧的风险；

公司转型进度不达预期的风险。



利润表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>588</b>	<b>625</b>	<b>706</b>	<b>805</b>	<b>922</b>
营业成本	414	412	459	518	592
折旧和摊销	29	28	28	30	32
营业税费	5	5	5	6	7
销售费用	44	52	54	47	47
管理费用	78	97	92	104	112
财务费用	-36	-56	-2	-8	-15
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	-3	-3	-3	-3
<b>营业利润</b>	<b>59</b>	<b>86</b>	<b>112</b>	<b>141</b>	<b>178</b>
<b>利润总额</b>	<b>60</b>	<b>93</b>	<b>118</b>	<b>147</b>	<b>185</b>
少数股东损益	-3	-2	-3	-4	-3
<b>归属母公司净利润</b>	<b>52.43</b>	<b>77.29</b>	<b>99.11</b>	<b>127.39</b>	<b>158.62</b>

资产负债表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>总资产</b>	<b>2119</b>	<b>2289</b>	<b>2400</b>	<b>2630</b>	<b>2859</b>
流动资产	1630	1825	1945	2156	2387
货币资金	1015	180	322	573	803
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	116	119	113	104	95
应收票据	60	74	75	80	94
其他应收款	12	9	9	11	9
存货	189	179	161	129	118
可供出售投资	20	20	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	15	15	15	15	14
固定资产	411	387	408	419	413
无形资产	31	29	27	26	25
<b>总负债</b>	<b>207</b>	<b>296</b>	<b>250</b>	<b>385</b>	<b>495</b>
无息负债	207	296	250	385	495
有息负债	0	0	0	0	0
<b>股东权益</b>	<b>1912</b>	<b>1993</b>	<b>2150</b>	<b>2245</b>	<b>2364</b>
股本	222	507	508	508	508
公积金	1502	1315	1330	1343	1359
未分配利润	185	240	314	400	505
少数股东权益	5	2	-1	-4	-7

现金流量表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	<b>100</b>	<b>127</b>	<b>94</b>	<b>303</b>	<b>261</b>
净利润	52	77	99	127	159
折旧摊销	29	28	28	30	32
净营运资金增加	187	959	62	-129	-56
其他	-169	-937	-95	274	127
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-256</b>	<b>-1027</b>	<b>-33</b>	<b>-53</b>	<b>-32</b>
净资本支出	-25	-5	-50	-50	-30
长期投资变化	15	15	0	0	0
其他资产变化	-246	-1037	17	-3	-3
<b>融资活动现金流</b>	<b>-41</b>	<b>61</b>	<b>80</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
股本变化	0	286	1	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	-12	89	-47	135	110
<b>净现金流</b>	<b>-197</b>	<b>-835</b>	<b>142</b>	<b>251</b>	<b>230</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	0.61%	6.23%	12.91%	14.09%	14.53%
净利润增长率	-24.46%	47.41%	28.23%	28.54%	24.51%
EBITDA 增长率	-30.75%	15.39%	133.82%	18.52%	18.90%
EBIT 增长率	-51.74%	40.94%	249.11%	20.84%	21.72%
<b>估值指标</b>					
PE	93	63	49	38	31
PB	3	2	2	2	2
EV/EBITDA	24	80	33	27	22
EV/EBIT	54	149	42	33	26
EV/NOPLAT	66	185	51	39	31
EV/Sales	2	8	7	6	5
EV/IC	1	2	2	2	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	29.59%	33.99%	34.94%	35.65%	35.80%
EBITDA 率	8.85%	9.62%	19.91%	20.69%	21.47%
EBIT 率	3.89%	5.16%	15.96%	16.91%	17.97%
税前净利润率	10.27%	14.89%	16.73%	18.32%	20.10%
税后净利润率 (归属母公司)	8.91%	12.37%	14.05%	15.83%	17.21%
ROA	2.32%	3.27%	4.00%	4.71%	5.44%
ROE (归属母公司) (摊薄)	2.75%	3.88%	4.61%	5.66%	6.69%
经营性 ROIC	1.84%	1.34%	4.60%	6.14%	7.82%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	8.37	6.63	9.19	6.64	5.80
速动比率	7.40	5.98	8.43	6.24	5.51
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.10	0.15	0.20	0.25	0.31
每股红利	0.02	0.03	0.06	0.07	0.09
每股经营现金流	0.20	0.25	0.19	0.60	0.51
每股自由现金流(FCFF)	-0.28	-1.74	-0.02	0.43	0.38
每股净资产	3.75	3.92	4.23	4.43	4.67
每股销售收入	1.16	1.23	1.39	1.58	1.81

资料来源：光大证券、上市公司

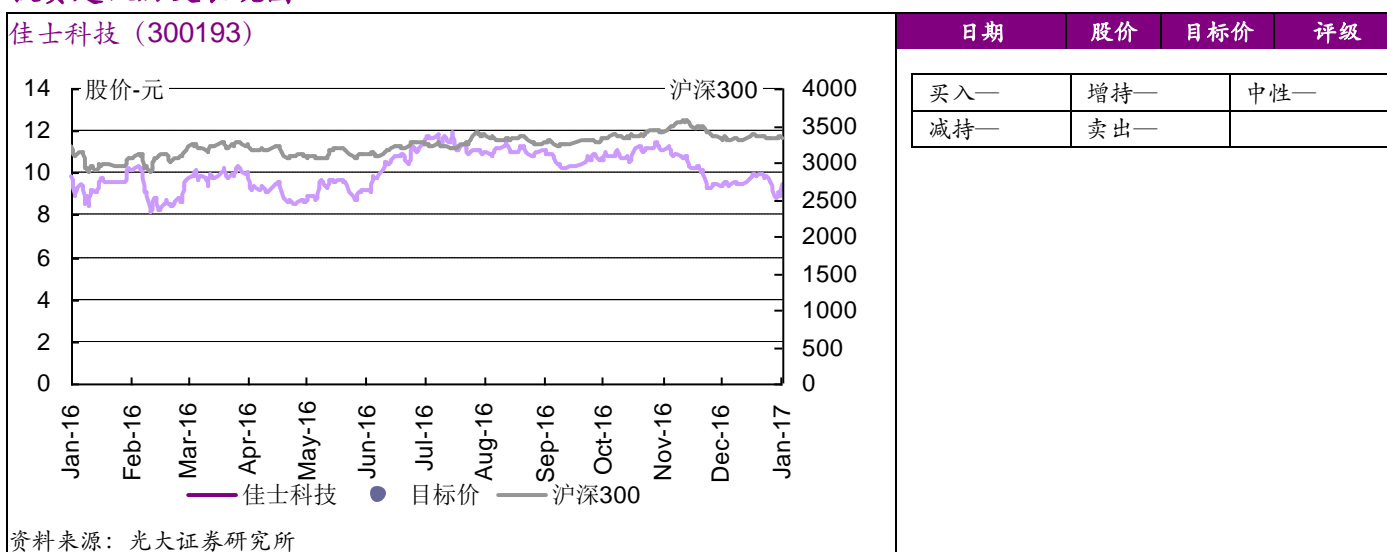
## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

刘 晓波，上海财经大学国际工商管理学院世界经济学硕士。2007 年入行从事行业研究，先后历经消费、周期，于 2010 年加盟光大证券，负责农业研究；后组建光大证券中小市值研究团队。现于光大证券负责农业&中小市值研究，擅长把握行业发展趋势以及重点公司研究。

## 投资建议历史表现图



## 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebscn.com	
	威德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	