

公司研究/调研报告

2017年05月14日

家用电器/小家电 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 13.17
合理价格区间(元): 17.20~19.35

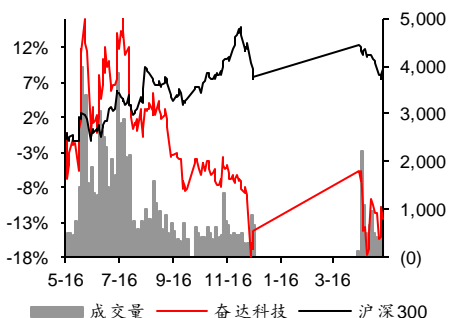
张立聪 执业证书编号: S0570514040003
研究员 0755-82776409
zhanglicong@htsc.com

王鹤岱 0755-82776413
联系人 wanghedai@htsc.com

相关研究

- 1《奋达科技(002681,买入): 订单延后, 马上回来》2017.04
- 2《奋达科技(002681,买入): 并购苹果供应商, 利润增厚近五成》2017.04
- 3《奋达科技(002681,买入): 业绩加速高速增长, 剑指苹果产业链》2017.03

股价走势图



资料来源: Wind

切入苹果新产品, 订单超预期

奋达科技(002681)

A 客户订单 18 亿元

近日, 我们调研了奋达科技, 与公司领导进行了深入交流。富诚达获得大量 A 客户订单, 目前已达 18 亿元。同时, VIVO 订单恢复、索尼订单大增叠加下游客户智能音箱放量, 全年业绩高速增长可期。

差异化竞争策略, 富诚达订单饱满

富诚达具有较强的产品技术开发、模治具设计加工以及非标自动化设备开发能力, 通过优化生产工艺流程, 成本低于竞争对手。通过差异化的竞争策略和价格策略, A 客户订单高速增长; 以新机型双摄支架为例, 市场份额与台资厂商平分秋色。截至目前, 富诚达在手订单 18 亿元, 其中大部分为新机型料号。

并购破除产能瓶颈, 份额提升推动高速发展

富诚达在产品的设计、模治具开发等前制程能力较强, 欧朋达 PVD、表面处理、阳极等后制程能力较强, 本次并购将提升双方的金属件制造能力。同时, 奋达自有与可调用 CNC 设备近 3000 台, 将为富诚达提供产能支撑, 破除产能瓶颈, 内置结构件与外观小件订单将保持高速增长。同时, 富诚达多年专注于不锈钢加工, 随着与 A 客户合作关系更加稳定, 未来有望实现业务拓展, 进入 A 客户不锈钢中框领域。

欧朋达订单延后, 智能音箱放量

由于子公司欧朋达大客户 VIVO 订单延后以及固定资产投入较大财务费用增加, 奋达一季度业绩受到影响。随着 VIVO 出货恢复, 公司业绩将重回增长轨道。同时, 公司积极拓展业务半径开发新客户, 索尼订单翻倍; T 公司新产品连接件也正处于打样阶段, 未来有望量产。此外, 奋达原有主营电声业务, 受益于欧美市场下游客户智能音箱放量, 2017Q1 业绩同比增长近 50%, 全年来看高速增长将延续。

全年业绩增长明确, 维持“买入”评级

奋达 2017Q1 业绩主要受 VIVO 订单延后确认影响, 欧朋达全年经营态势不变。索尼订单大增, 叠加电声业务智能音箱新品放量, 业绩贡献显著, 全年来看公司将延续高速增长。同时, 并购标的富诚达为 A 客户金属件供应商, 2017 年订单有望超预期, 并大概率超额兑现业绩承诺。预计奋达科技 2017-2019 年 EPS 分别为 0.43/0.58/0.77 元, 给予 2017 年 40-45 倍 PE, 目标价格区间为 17.20-19.35 元, 维持“买入”评级。近期由于市场风格与一季报影响, 奋达股价有所回调。公司原有主业与富诚达业绩有待释放, 建议投资者积极关注。

风险提示: 外观件材料急速迭代, 原材料与人工成本上涨。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,247
流通 A 股(百万股)	601.03
52 周内股价区间(元)	12.35-30.12
总市值(百万元)	16,418
总资产(百万元)	4,079
每股净资产(元)	2.32

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,724	2,104	2,692	3,435	4,381
+/-%	59.61	21.98	27.98	27.60	27.52
归属母公司净利润(百万元)	293.36	385.26	533.93	720.10	954.55
+/-%	101.72	31.33	38.59	34.87	32.56
EPS (元, 最新摊薄)	0.24	0.31	0.43	0.58	0.77
PE (倍)	53.38	40.64	29.33	21.74	16.40

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司概况

- 奋达科技目前已形成四大业务板块，主营产品包括电声、健康电器、智能穿戴、金属外观件，目前积极布局智能制造、大健康 and 移动医疗产业链。奋达科技园二期刚刚建成，建筑面积的增长也为未来10年的发展奠定了基础平台。
- 电声产品：1993年涉足，目前有蓝牙音箱、sound bar 音响、wifi 音响三类产品，2016年有7个多亿的销售收入，1个多亿的利润。今年推出智能音箱新产品，类似于亚马逊的 Echo 音响。
- 美发电器：出口到欧美地区，定位于高端专业市场，现在向家用市场延伸。2016年收入5个多亿，利润1个多亿，未来增长点主要来自产品品类的拓展。
- 智能穿戴：2010年开始布局，2013年发布第一款智能手表。经过6年的发展，产品形态、性能进一步提升，2016年给华为的智能手环销量超过100万只。还有联想和 Intel 的智能鞋子（主要做智能模块）、智能眼镜和手表，未来智能穿戴会向大健康方向发展。
- 金属结构件：2014年并购欧朋达，近年随着金属件渗透率提升，收入快速增长，客户包括OV、索尼、卡西欧、大疆创新等。2016年收入7.6亿元，利润1.6亿元。
- 业绩：一直坚持内生+外延增长，2012-2016年CAGR超过50%。
- 奋达原有业务是ODM为主，80-90%来自出口，现在并购的金属件主要是为消费类电子厂商提供配件。原有电器业务可能会往下走，收购品牌端企业，目前世界TOP8品牌厂商都是公司客户。智能穿戴领域会上走，包括应用级芯片与传感器（已经投了艾普科和光聚）、机器学习、算法等，往健康和运动两个领域发力。

富诚达

- 富诚达专注于3C领域结构件的开发和制造，奋达主要看重富诚达三方面能力：(1) 产品的工程技术开发能力，客户给一张图纸，能变成毛利率可观的结构件产品；产品包括手机五金件、平板电脑零配件、智能穿戴产品、散热类零件等。(2) 模具具的设计加工能力。(3) 非标自动化设备开发能力。
- 交易对价28.95亿元，2017-2019年业绩承诺分别为2.0亿、2.6亿、3.5亿元。接到的料号，从2011年参与到A客户手机系列开发（主要做Phone和Watch），最早开发的料号2-3个，截至现在料号有122个，包括iPhone老机型（5、5S、6、6P）和iWatch的料号，更多的是7S、7S Plus和8的料号。原有的料号主要集中在内置的精密结构件，今年也接了很多外观的小件，像摄像头的金属圈、按键等等。今年接到的18亿订单里面，有超过一半是今年拿到的外观小件订单。
- 2016年收入和利润略有下降，是因为为了保证A客户的开发，战略放弃了国内某些客户，研发费用支出同比增加了1500万左右。2016年增加了6个高管，扩展为9个高管，从苹果系、捷普和微软引进了新的人才，薪酬福利费用有所增加。2016年与星展银行有一笔汇率锁定，汇兑亏损900万。
- 富诚达股权结构包括3个自然人和持股平台，持股平台成立于2016年12月31日与重组草案公告时间窗口，原来的员工持股计划打算参与配套融资，但后来由于新的政策出来，配套这部分要以新股发行上市首日前20日均价9折往上询价，出于团队激励的需要，在草案前做了一次股权激励，持股平台持有富诚达3.38%股份。

协同效应

- 协同是本次并购的核心逻辑。富诚达国外除了A客户之外，还做了Intel的Watch、Facebook VR和AR眼镜上的配件（虽然量很小）、谷歌硬件产品的金属结构件。同时也开发了新的客户，比如August的电子锁、Knowles的耳机（从2016年5月份开始每个月有500万的营业额，一直持续到11月份）。2015-2016业务半径拓展，客户结构更加均衡。
- 富诚达国内客户以华为为主，2015-2016年智能穿戴设备每年的收入都在4000多万左右。除了智能穿戴之外，还在积极开发华为的手机，预计2017年7-8月就能拿到华为手机的供应商代码。华为希望富诚达能参与开发华为系列手机的内置金属结构件，但是因为A客户的保密协议，所以拿到供应商代码之后，产品也更有可能是外观小件、中框和后盖。

- 欧朋达原有客户以 OV、索尼为主，也扩展到了卡西欧、大疆、T 公司 3 系产品的汽车连接件（已经在打样），从市场角度来看业务协同性比较好。
- 产能协同：欧朋达偏后制程，锻和冲有很长历史，后制程 PVD 业务、表面处理、阳极产线能力比较强，VIVO 的亮黑色和金属的纯白色都是欧朋达自主开发。富诚达偏前制程（图纸、设计、工程开发、模治具设计开发、锻、冲、CNC、焊接）。同时，富诚达专注于不锈钢的结构件，欧朋达近几年以铝材居多，并能够提升金属件的制造能力。同时，产能方面，欧朋达的 CNC 设备可用来生产富诚达老料号的生产。富诚达和欧朋达淡旺季错开，比如 3 月把欧朋达的 CNC 设备可以用来协调来富诚达成熟老料号的制程。
- 从 2015 年 2 月开始，奋达在消费电子智能终端领域一直往产业链上游走，收购富诚达后产品线将逐步覆盖结构件、外观件、中框、接口、连接片以及内置所有精密结构件的制造。
- 2016 年底富诚达的 CNC 设备不到 1000 台，2017 截至目前买了 300 台，供应链提供的可控制的机器有 700-800 台，CNC 和自动车床苹果最近又增加了 186 台，去年年底到现在，CNC 保有量翻了一番。加上欧朋达原有的 2000 多台，可以调用的有 1000 多台，奋达+富诚达加起来的 CNC 设备有 5000 台，为富诚达完成收入目标提供产能保障。

Q&A

富诚达&欧朋达

Q: 除了买设备以外，扩产方面有什么难点吗？

- 富诚达目前所在的工业园区，厂房都已被它租完，CNC 车床场地和轻工业厂房不一样，要求承重 8-10 吨。奋达清溪工业园已经开工建设，目前欧朋达也协助富诚达解决了 1000 台 CNC 的场地问题，从 3 月已经开始量产，5 月底 1000 台 CNC 就会满产，欧朋达 H 区已经匀给富诚达在用。
- Fanuc 和不 Brother 的设备卖的特别火，今年的订单很难满足需求，金属结构和外观小件的精细加工对设备要求比较高，国产的设备可以做初加工，做二次精细加工精度不够，内置结构小件对精度要求很高。
- 富诚达 2016 年底去硅谷抢单时就已经关注到产能问题，在富诚达高管去硅谷谈订单之前，上市公司就已经给了支持措施，今年的产能没有问题。

Q: 有无用过创世纪的机器？

- 创世纪的机器和沈机差不多，富诚达也租赁了很多沈机的机器，一个月付给沈机 4500 元/台。一年以后续租，两年换新机器。这些机器对精密件的精细加工来说，精度还是不够的。

Q: 根据富诚达拿订单的策略，20%的净利率是否能维持？

- 规模越大，毛利率和净利率呈下降区域，无法做到很强的正相关。
- 富诚达的价格策略，不是单纯的压低价格，而是以工艺改造为基础。富诚达可以将 700 多秒的工艺流程缩短至 320 秒，所以在 0.9 美元的价格毛利率还能超过 40%。
- 料号多了以后，可成、米亚、绿点、领胜包括科森跟富诚达都有竞争关系，富诚达采取差异化竞争策略，放弃有些料号。
- 涉及到新产品开发的，比如 iPhone7S、iPhone7S Plus、iPhone8 每一个双摄支架，富诚达都抢到单。7S 和 8 一共有 6 家报开发，但最后拿到订单的只有富诚达和富士康两家。做一个零部件 CNC 一开始要转 720 秒，富诚达经过优化可以降到 320 秒，最新可以降到 280 秒，工艺流程的改进有助于提高毛利率。
- 4 分钱的弹片，材料费几厘钱，如果没自动化设备，最后会亏钱。2016 年富诚达开发出非标准自动化设备以后，毛利率可以达到 50-60%。

Q: 欧朋达把 1000 台产能划给了富诚达，大客户是否要重新审厂？产能是否能马上释放？

- 去年并购时已经做了规划，A 客户已经在 3 月份审过了欧朋达的设备。

Q: 富诚达使用欧朋达的产能, 是否会影响欧朋达的业绩?

- 从 2016 年开始欧朋达固定资产投入已经有 4 个多亿, 主要是为了买 Fanuc 和 Brother 的 CNC 设备。
- 富诚达和欧朋达的合作还是按照供应商来, 富诚达开发出模具夹具, 欧朋达跑 CNC, 价格会比别的供应商好一些, 而且富诚达也很难在市场上找到这么多产能。比如 CNC 是 50 元/小时, 富诚达会根据 CNC 的运行时间进行账款结算, 实际上填补了欧朋达淡季的经营业绩。
- 2017 年欧朋达目标收入 11 亿, 本身也必须要有产能保障。对欧朋达来说, Q2 属于生产淡季, 两边的产能利用效率都有所提升。

Q: A 客户会推出玻璃外壳, 对富诚达业务会有什么影响?

- 富诚达认识到了客户结构单一的问题, 2016 年 A 客户收入占比 89.3%, 长远来看会均衡客户结构, 不能只盯着手机产业链。
- 陶瓷材料、玻璃改变的只是外观, A 客户新产品主要改变了后盖。内部的精密结构件和非塑胶材质结合在一起, 需要更精巧的设计, 结构件的单价会提升。富诚达本身业务主要做内部精密结构件和外观小件, 所以业务影响不大。
- 如果以后取消外设和外壳, 内置精密结构件数量会增加, 精密密度增加单个货值也会增加, 富诚达主营精密结构件, 所以更有利。
- 欧朋达本身做中框和后盖, 同时也在进行材料和客户的转型。目前, 除了 VIVO 和索尼的手机之外, 卡西欧、大疆无人机、T 公司都是欧朋达的客户。

Q: 18 个亿 forecast 订单里面, 支架有 3-4 个亿, 其它是什么?

- iPhone 7S、iPhone 7S Plus、iPhone 8 每个料号的单价, 尚未掌握。122 个料号, 大类来讲主要是 iPhone 和 iWatch, iPhone 主要是外观小件和内置结构件, 今年外观小件冲了很大的量, 有超过 10 个亿都是外观小件。
- 内置结构件有一些是老料号, 一直到 7 都有, 新的料号主要是 7S、7S Plus 和 8, 7S 和 7S Plus 好多料号都已经量产。iPhone 8 的很多料号, 虽然配件交了以后整机是否能出来现在还无法判断, 但富诚达向 EMS 工厂的交期是确定的。

Q: 未来是否有可能进入大件的中框?

- 完全有这个可能, A 客户 8 系产品希望用不锈钢, 富诚达一开始经营的就是不锈钢。
- 富诚达现在考虑的更多的是产能承诺是否能够兑现。就 A 客户而言, 2017 年订单增长两倍多, 对 2009 年才成立的富诚达是个考验。

Q: A 客户 AVL 资质, 管理团队的因素有哪些?

- 富诚达高管来自富士康, 团队建设和内部激励非常好。分管市场的副总 (苹果系), 去年才到位, 目前跟 A 客户的交流仍是以大股东为主。

电声&美发

Q: 美发和电声为什么表现这么好?

- 电声业务推出了新产品智能音箱, 国外销量增长比较快。
- 美发产品线横向拓展, 在向家用市场渗透, 同时产品也有所升级, 美发是定制模式, 新产品客户兴趣度比较高。

Q: 智能音响是国外品牌代工还是?

- 音响是 ODM 和 OBM 双轮驱动, 欧美市场是 ODM 为主, 与一流品牌合作, 增长主要来自欧美市场。
- 智能音响 78 美元一台, 毛利率很可观。

Q: 2017Q1 业绩为什么有所下滑?

- 一季度为全年业绩低点。欧朋达订单延后到二季度, 资产投入也比较大财务费用增加较多。2016Q1 业绩 5350 万, 其中美发和音响 2400 万, 欧朋达 2950 万; 2017Q1 业绩 4600 万, 欧朋达是 1000 万, 美发和电声 3600 万增长 50%。

股权激励

Q: 富诚达并购之前的股权激励, 主要是哪些对象?

- 主要针对富诚达的管理团队 45 个人。

Q: 一开始计划员工持股参与配套融资, 后面变成了股权激励, 原因是什么?

- 奋达建议参与配套融资, 但 2 月融资新政参与的价格不知道, 参与配套的话要锁 36 个月, 询价发生的话锁 12 个月。所以在 2 月份做了老股转让, 员工购买了 270 万股 (富诚达总股本 8000 万股), 购买对价 8.18 元, 卖给上市公司的价格折算下来是 36.18 元, 每股有 28 元, 要计入费用。
- 公司也反复考量, 为了达到交易, 同时激励核心技术骨干和管理层, 有助于富诚达未来迅速成长, 所以最后同意。交易所也发了问询函, 公司也已给予回复。

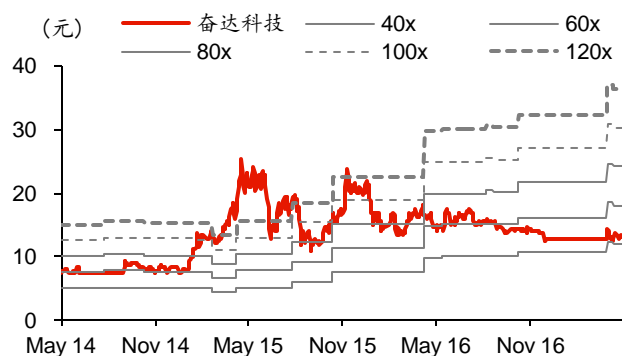
Q: 目前公司是否有股权激励的规划?

- 会向董事会建议 2018 年做富诚达股权激励。

2017 年暂时没有计划做股权激励。

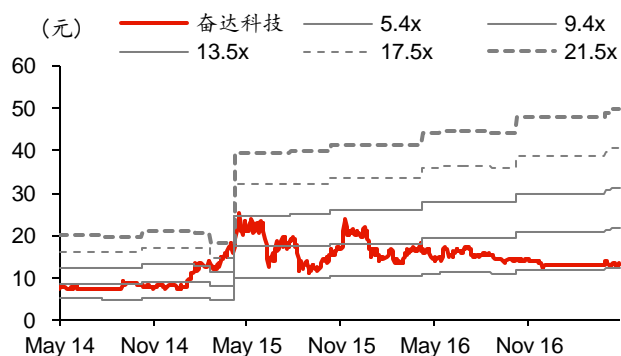
PE/PB - Bands

图表 1: 奋达科技历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 2: 奋达科技历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,464	1,868	2,619	3,517	4,670
现金	610.29	836.06	1,373	1,912	2,662
应收账款	489.83	533.29	683.11	888.23	1,122
其他应收账款	49.85	28.60	53.85	66.37	81.46
预付账款	7.50	9.69	10.17	13.80	17.25
存货	270.88	414.15	435.70	574.60	728.45
其他流动资产	36.00	46.23	62.53	62.34	58.41
非流动资产	1,659	2,278	2,126	2,091	2,042
长期投资	84.42	79.88	53.34	58.76	62.44
固定资产投资	375.43	548.57	683.42	700.84	659.54
无形资产	74.79	139.22	168.33	202.84	240.12
其他非流动资产	1,125	1,510	1,221	1,129	1,080
资产总计	3,124	4,146	4,745	5,608	6,711
流动负债	517.45	816.38	745.43	903.05	1,062
短期借款	0.00	122.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	362.40	375.78	487.73	616.31	769.13
其他流动负债	155.05	318.60	257.70	286.75	292.68
非流动负债	119.97	489.37	510.64	531.83	552.20
长期借款	105.00	77.50	96.33	116.28	136.45
其他非流动负债	14.97	411.87	414.31	415.56	415.75
负债合计	637.42	1,306	1,256	1,435	1,614
少数股东权益	1.87	3.29	4.96	7.35	10.45
股本	617.62	1,247	1,247	1,247	1,247
资本公积	1,135	603.81	603.81	603.81	603.81
留存公积	775.61	1,099	1,633	2,316	3,237
归属母公司股	2,484	2,837	3,484	4,166	5,087
负债和股东权益	3,124	4,146	4,745	5,608	6,711

现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	232.65	358.89	441.33	555.39	735.71
净利润	293.93	386.68	535.60	722.49	957.65
折旧摊销	41.90	63.58	76.19	92.30	100.22
财务费用	(28.75)	(17.41)	(32.22)	(57.53)	(82.63)
投资损失	(9.53)	(3.93)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(88.20)	(109.23)	(154.62)	(212.50)	(251.19)
其他经营现金	23.30	39.20	16.38	10.62	11.66
投资活动现金	(415.30)	(410.83)	56.61	(59.07)	(54.80)
资本支出	374.95	689.64	0.00	0.00	0.00
长期投资	65.06	0.00	(93.31)	16.46	9.29
其他投资现金	24.71	278.81	(36.70)	(42.61)	(45.51)
筹资活动现金	315.14	506.06	39.31	42.29	69.15
短期借款	0.00	122.00	(122.00)	0.00	0.00
长期借款	105.00	(27.50)	18.83	19.94	20.17
普通股增加	314.50	629.03	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	800.43	(531.39)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(904.80)	313.92	142.48	22.35	48.98
现金净增加额	147.36	464.94	537.26	538.61	750.07

利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,724	2,104	2,692	3,435	4,381
营业成本	1,222	1,454	1,816	2,284	2,875
营业税金及附加	9.58	11.19	14.54	18.46	23.58
营业费用	46.70	42.36	53.84	72.14	96.37
管理费用	152.56	183.62	232.88	295.43	376.74
财务费用	(28.75)	(17.41)	(32.22)	(57.53)	(82.63)
资产减值损失	3.08	11.37	8.61	9.53	9.22
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.53	3.93	0.00	0.00	0.00
营业利润	329.06	422.39	598.67	813.56	1,083
营业外收入	11.82	19.16	17.00	16.00	16.00
营业外支出	0.34	0.59	0.51	0.53	0.52
利润总额	340.54	440.95	615.16	829.03	1,098
所得税	46.60	54.28	79.57	106.54	140.43
净利润	293.93	386.68	535.60	722.49	957.65
少数股东损益	0.58	1.42	1.67	2.39	3.10
归属母公司净利润	293.36	385.26	533.93	720.10	954.55
EBITDA	342.21	468.56	642.64	848.34	1,100
EPS(元)	0.48	0.31	0.43	0.58	0.77

主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	59.61	21.98	27.98	27.60	27.52
营业利润	103.37	28.36	41.73	35.90	33.07
归属母公司净利润	101.72	31.33	38.59	34.87	32.56
获利能力(%)					
毛利率	29.15	30.88	32.55	33.52	34.38
净利率	17.01	18.31	19.83	20.96	21.79
ROE	11.81	13.58	15.33	17.28	18.76
ROIC	13.53	14.88	19.77	24.96	30.94
偿债能力					
资产负债率(%)	20.41	31.49	26.47	25.58	24.05
净负债比率(%)	19.60	17.38	9.29	9.68	9.86
流动比率	2.83	2.29	3.51	3.89	4.40
速动比率	2.30	1.77	2.91	3.24	3.69
营运能力					
总资产周转率	0.76	0.58	0.61	0.66	0.71
应收账款周转率	4.77	3.97	4.27	4.22	4.20
应付账款周转率	4.34	3.94	4.21	4.14	4.15
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.31	0.43	0.58	0.77
每股经营现金流(最新摊薄)	0.19	0.29	0.35	0.45	0.59
每股净资产(最新摊薄)	1.99	2.28	2.79	3.34	4.08
估值比率					
PE(倍)	53.38	40.64	29.33	21.74	16.40
PB(倍)	6.30	5.52	4.49	3.76	3.08
EV_EBITDA(倍)	44.40	32.43	23.64	17.91	13.81

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com