

## 春晖股份(000976)/轨交装备

 剥离化纤业务、聚焦轨交装备  
 打造国际一流轨交核心零部件供应商

**评级：买入(维持)**

市场价格：8.66

目标价格：11—12

分析师：王华君

执业证书编号：S0740517020002

Email: wanghj@r.qlzq.com.cn

联系人：于文博

Email: yuwb@r.qlzq.com.cn

联系人：范炜

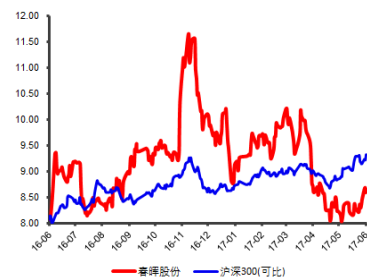
Email: fanwei@r.qlzq.com.cn

联系人：朱荣华

Email: zhurh@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,596
流通股本(百万股)	587
市价(元)	8.66
市值(百万元)	13821
流通市值(百万元)	5083

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

《春晖股份(000976)深度报告：迈向国际一流轨交装备核心供应商》  
2017.03.06

《轨交装备：香港富山收购世界最大轨交轮对制造商德国 BVV；春晖股份有望迈向国际一流轨交装备核心供应商》20170407

《春晖股份(000976)中报业绩盈利约7000万元并表香港通达，轨交设备业绩渐呈现》20160714

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	662.71	1,862.27	1,855.57	2,356.70	2,930.15
增长率 yoy%	-36.67%	181.01%	-0.36%	27.01%	24.33%
净利润	15.53	30.85	462.01	597.00	742.33
增长率 yoy%	107.34%	98.63%	1397.43%	29.22%	24.34%
每股收益(元)	0.03	0.02	0.29	0.37	0.47
每股现金流量	0.12	0.00	0.54	0.32	0.45
净资产收益率	6.52%	0.86%	11.45%	12.88%	13.81%
P/E	446	539	30	23	18
PEG	4.16	5.46	0.02	0.79	0.77
P/B	29.08	4.65	3.42	2.99	2.57
备注：					

**投资要点**
**■ 已签署资产转让协议，剥离化纤业务；将聚焦轨交装备**

公司剥离化纤业务，轻装上阵，将聚焦于轨交零部件行业。5月10号，公司已与弘和投资签署化纤业务相关资产及债务的转让协议，6月1日公司公告，已收到弘和投资支付的首期资产转让款1.48亿元；转让资产中的广东诚晖实业投资有限公司100%股权已于5月31日完成过户手续。

**■ 春晖股份：迈向国际一流轨交装备核心供应商，对标德国克诺尔、西屋制动**

春晖股份已由传统的化纤产业迈向轨道交通装备制造制造业。2016年2月3日，春晖股份非公开发行股票购买香港通达100%股权完成了股权交割。公司对标轨交零部件巨头德国克诺尔(收入50-60亿欧元，利润5-6亿欧元)、美国西屋制动(收入30亿美元左右，利润3-4亿美元，市值约80亿美元)。

**■ 收购香港通达进入轨交领域；主营高铁给水卫生系统、备用电源和制动闸片**

香港通达主营高铁给水卫生系统、备用电源和制动闸片。香港通达2015-2017年承诺业绩分别为3.12亿元、3.90亿元、4.5亿元，盈利能力较强。公司给水卫生系统、备用电源在动车组市占率超50%。

**■ 2016年香港通达实际完成净利润3.4亿元；业绩补偿已履行完毕**

香港通达公司于2016年度经审计的归属于母公司股东的净利润为3.43亿元，扣非净利润为3.22亿元，扣非净利润小于盈利承诺金额计6719万元，未完成比例为17.23%。公司公告于5月11号已收到业绩承诺方(春晖股份副董事长宣瑞国先生及上达公司)约6700万的业绩承诺补偿款，相关业绩承诺方2016年度承诺的业绩补偿已履行完毕。

**■ 公司有望通过高速车型的突破，形成业绩新增长点**

公司已拥有250公里车型刹车闸片供货，我们认为公司有望通过高速车型突破，或外延并购加快市场开拓速度，形成业绩新增长点。

**■ 新管理层具备国际化视野。第二大股东、公司副董事长宣瑞国在轨交领域经验丰富。宣瑞国同时是港股上市公司中国自动化集团(0569.HK)董事局主席。**
**■ 富山企业收购GMH铁路系统业务**

富山企业(实际控制人为春晖股份副董事长宣瑞国先生)于3月底正式完成对德国GMH集团轨交全部业务收购，包括“BVV”、“BTBE”以及“MWL”。其中，BVV具有175年历史，是世界最大的轨交车轮、车轴、轮对制造商，是中车、庞巴迪、阿尔斯通、西门子等轨交设备公司和中铁总、德铁、西班牙国铁、挪威国铁、瑞士铁路等全球各大轨交运营商的长期客户。宣瑞国先生收购BVV将促进公司在轨交零部件市场的全球布局。

**■ 看好未来并购整合，迈向国际一流轨交装备核心供应商。预计公司2017-2019年EPS分别为0.29/0.37/0.47元，对应PE分别为30/23/18，维持评级。**
**■ 风险提示：动车组招标量低于市场预期风险；公司高铁轨交零部件业务发展不及预期；制动闸片业务进展不及预期；外延并购进度低于市场预期。**

## 已签署资产转让协议，剥离化纤业务；将聚焦轨交装备

- 2017年5月10号，公司与弘和投资签署化纤业务相关资产及债务的转让协议，合同初步确定交易价格为2.9亿元（账面价值2.4亿元），在协议生效后2个工作日内，弘和投资即需支付初步确定总价款的51%，即人民币1.48亿元，剩余款项在交易标的交割完成之后支付。
- 公司6月1日公告，已收到弘和投资支付的首期资产转让款1.48亿元；转让资产中的广东诚晖实业投资有限公司100%股权已于2017年5月31日完成过户手续。
- 我们预计公司已完成化纤业务的交割，实现了亏损业务的剥离，轻装上阵，聚焦于轨交零部件行业。

## 迈向国际一流轨交装备核心供应商，对标德国克诺尔、西屋制动

### 定增募资，成功收购香港通达，迈向轨道交通装备制造

- 2015年1月22日春晖股份与通达集团签署《股权收购协议》，通过非公开发行募集资金的形式收购香港通达100%股权，交易对价33亿元，并于2016年2月实现资产交割，香港通达正式成为公司的全资子公司。香港通达主营轨交核心零部件，2015-2017年承诺业绩分别为3.12亿元、3.90亿元、4.5亿元，盈利能力较强。通过收购香港通达，春晖股份由传统的化纤产业迈向轨道交通装备制造。

### 香港通达：主营高铁给水卫生系统、备用电源系统、制动闸片

- 亚通达设备是国内在轨道交通领域为客户提供给水卫生系统、备用电源系统和制动闸片等智能、节能、环保的解决方案的主要企业之一，与南车四方等业内知名的轨道交通车辆整车制造企业建立了稳定的业务合作关系，主要产品卫生给水系统和备用电源系统在全国高铁动车组市场的市场占有率为50%左右。

### 对标德国克诺尔、西屋制动；目标成为国际一流轨交装备核心供应商

- 公司对标轨交零部件巨头德国克诺尔（未上市，收入50-60亿欧元，利润5-6亿欧元）、美国西屋制动（收入30亿美元左右，利润3-4亿美元，市值约80亿美元，市盈率约28倍），目标成为国际一流轨交装备核心供应商。
- **克诺尔：设立子公司+并购，打造国际领先轨交零部件企业。**克诺尔集团于1905年创立，总部设在德国慕尼黑，是世界领先的轨道车辆和商用车制动系统的制造商。克诺尔自1990年起，通过并购和国际化战略成长为轨交零部件国际巨头。
- 2000年至今，公司加大并购力度，先后收购了Westinghouse（西屋月台屏蔽门）、Bendix（刹车片和摩擦材料）、Zelisko（电力互感器等）、Microelettrica（开关设备）、Merak（轨道车辆空调系统），近两年又收购了SelectronSystemsAG（轨交车辆控制）、TMDFriction旗下的铁路交通部门（制动闸片）。
- 1985-2015年的20年间，克诺尔收入复合增速达到16%。2016年公司

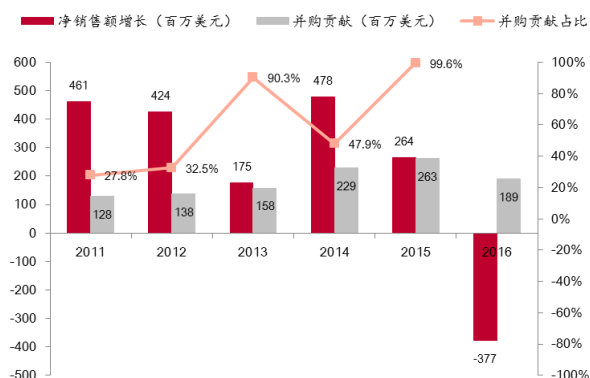
实现净销售额 54.94 亿欧元，净利润 5.50 亿欧元，其中轨道车辆部门净销售额 29.9 亿欧元，占比 54.5%。

**图表 1：克诺尔集团过去 20 年收入从 3 亿欧元增长至 58 亿欧元**

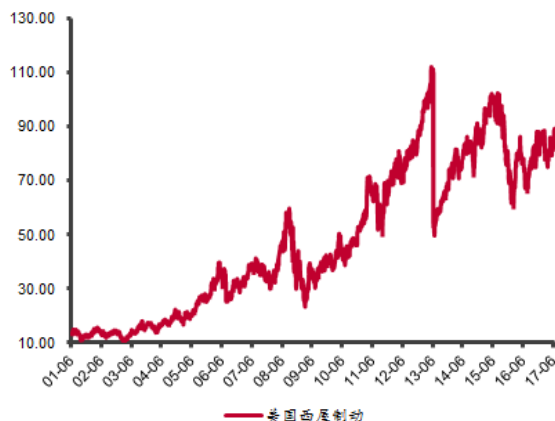


来源：克诺尔官网，中泰证券研究所

- **西屋制动：制动产品起家，并购助推全球发展。**西屋制动建立于 1869 年，从空气制动机起家，1999 年与动力工业公司（创立于 1970 年，主营业务为火车头制造，1991 年制定了收购火车头制造和配件公司的战略，于 1994 年上市）合并后形成了目前的西屋制动公司。西屋制动目前已发展为北美最大的铁路产品和服务供应商之一，是机车、货车、城轨车辆、巴士等精密工程部件及系统的全球供应商，在气动、机械、电子、系统集成、售后、维护与支持等各个领域拥有专用技术。公司销售的产品和提供的服务遍布全球近 130 个国家。
- 2010 年以来，西屋制动每年均实施 3 起以上并购，标的涉及刹车设备、铁路电子、机车检修等多个领域，标的所在地包括意大利、加拿大、英国、巴西、澳大利亚等多个美国外国家。
- 西屋制动产品的多元化及国际化进程中，并购起到了重要的作用。2011 至 2015 年并购对公司净销售额增长的贡献保持增长态势，最高达到 99.6%。
- 西屋制动产品的多元化及国际化进程中，并购起到了重要的作用。2011 至 2015 年并购对公司净销售额增长的贡献保持增长态势，最高达到 99.6%。2016 年，特色产品和电子产品、制动产品等多个产品板块销售额下滑，导致公司净销售额下降约 3.77 亿美元，但并购贡献了约 1.89 亿美元的增长。

**图表 2: 西屋制动近 6 年净销售额增长主要源于并购**


资料来源: 西屋制动, 中泰证券研究所

**图表 3: 西屋制动股价走势图**


资料来源: 中国铁路总公司, 中泰证券研究所

## 2016 年香港通达实际完成净利润 3.4 亿元; 业绩补偿已履行完毕

- 香港通达公司于 2016 年度经审计的归属于母公司股东的净利润为 3.43 亿元, 扣非净利润为 3.22 亿元, 扣非净利润小于盈利承诺金额计 6719 万元, 未完成比例为 17.23%。公司公告于 5 月 11 号已收到业绩承诺方(春晖股份副董事长宣瑞国先生及上达公司)约 6700 万的业绩承诺补偿款, 相关业绩承诺方 2016 年度承诺的业绩补偿已履行完毕。

## 公司有望通过高速车型的突破, 形成业绩新增长点

- 公司已拥有 250 公里车型刹车闸片供货, 我们认为公司有望通过高速车型突破, 或外延并购加快市场开拓速度, 形成业绩新增长点。
- 动车组制动闸片属于耗材, 每年动车组需定期更换, 随着动车组存量的继续增长, 闸片市场空间将持续扩大。闸片的更换频率与列车的工作环境及强度相关, 公司在时速 200-225km 的 200 列 CRH2 应用的闸片, 更换周期为 2 年, 每两年形成更新收入 5880 万元, 平均每列 29.4 万元, 单片价格为 2900 元, 毛利率 38% 左右。
- 截至 2015 年, 我国动车组保有量达 1.76 万辆, 300 公里以上动车组, 每辆动车配制制动闸片 20 片, 一标准列动车组需配 160 片; 200-250 公里动车, 动车、拖车比例配制不同, 一般每辆动车配制制动闸片 16 片, 每辆拖车制动闸片 32 片, 一标准列动车组需配制制动闸片 160 片-192 片。国产后 300 公里动车制动闸片预计 1 万元/片, 200-250 公里动车制动闸片 4000 元/片, 并按动车年更换制动闸片 3.5 次计算, 目前高铁制动闸片市场容量大约 56 亿元, 未来随着动车组保有量提升, 市场空间有望持续增长。

## 新管理层具备国际化视野

### 第二大股东、副董事长宣瑞国先生在轨交领域经验丰富

- 通达实控人、春晖第二大股东宣瑞国先生拥有轨交、自动化行业丰富背景, 现任中国自动化集团董事局主席及执行董事。宣瑞国先生 1999 年

成立北京康吉森自动化设备技术有限责任公司，2007年7月12日以中国自动化集团有限公司的名字在香港主板上市，2008年累计收购北京交大微联76.7%股权，2011年7月完成南京华士51%的股权收购，2012年9月完成对吴忠仪表的全资收购。通过一系列产业整合及并购，实现上市公司收入规模从2007年上市时的4亿元快速提高至2012年22亿元。

- 春晖股份通过此次定增引入新管理团队，新团队极具国际视野，熟悉国际资本运作，对春晖未来在高铁行业外延并购及资源整合提供了强大动力。
- **行业低谷成功收购通达集团，体现战略眼光。**2011-2012年由于行业政策变动等原因，全国铁路固定资产投资进入低谷，2012年铁道部动车组招标基本停滞，亚通达设备处于无新增动车组订单状态。2012年11月，宣总长期看好高铁行业，对行业复苏有信心，以4.85亿元收购通达集团100%股权。2015年香港通达实现净利润约3.2亿元，此次重组全部股权对价33亿元，增值近6倍。
- **运作交大微联，展现资本与产业整合能力。**北京交大微联成立于2000年，专注于轨道交通信号系统产品的研发、生产和销售，是铁道部认定的几家计算机联锁系统等信号系统设备生产企业之一。2008年，自动化集团累计以3.03亿元收购交大微联76.7%股权，并在2015年3月，将上述股权以8.11亿对价出售，实现增值168%（交大微联最终为神州高铁收购）。对于交大微联的收购，不仅大力拓展了自动化集团铁路技术及开发业务，并与其本身提供的铁路连锁系统（RIS）形成互补，在中国自动化集团上市时，铁路信号领域业务只占整个集团的15%，而仅仅两年后，便占到了整个集团营收的50%，增长可见一斑。
- **收购吴忠仪表体现运营能力。**2011年收购之初吴忠仪表营业额不足两亿人民币，经过近5年的高速发展，2014年吴忠仪表全年订单突破14亿人民币，成为中国本土最大的调节阀生产企业。在石油化工自动化领域，吴忠仪表承接了数个国家大型调节阀国产化项目，如中海油1500米深海钻探、中石油西气东输项目，且顺利完成调节阀研发任务，目前正在积极探索火电、核电方面的高端阀门国产化，其技术水平、制造能力、设计能力已可以同国外一流企业抗衡。
- **目标瞄准世界一流企业，未来有望加快轨交行业并购整合。**现在中国自动化集团有限公司旗下已经有6家公司分别服务石化和铁路两大块，集团组建有一只专注于轨交行业的并购团队。在2013年，宣瑞国先生在对自动化集团的发展中表示：更注重打造企业的核心价值，强化行业综合解决方案能力，提升企业整体的竞争力；不会纯粹地进行规模扩张，除非是横向行关联度强的收购或整合。
- 我们认为春晖在新管理团队加入后，未来将专注于轨交行业，精耕细作，加快轨交行业并购整合，努力迈向世界一流轨交零部件企业。

## 富山企业收购 GMH 铁路系统业务

- 富山企业（实际控制人为春晖股份副董事长宣瑞国先生）于2017年3月底正式完成对德国GMH集团轨交全部业务收购，包括“BVV”、“BTBE”以及“MWL”。

- 其中，BVV 具有 175 年历史，是世界最大的轨交车轮、车轴、轮对制造商，是中车、庞巴迪、阿尔斯通、西门子等轨交设备公司和中铁总、德铁、西班牙国铁、挪威国铁、瑞士铁路等全球各大轨交运营商的长期客户。
- 我们认为宣总收购 BVV 将促进公司在轨交零部件市场的全球布局；同时，公司将协助 BVV 在中国市场进一步拓展，提高对中国中车等客户的服务能力。

## 投资建议及风险提示

### 投资建议：看好未来并购整合，维持“买入”评级

- 公司在动车组给水卫生系统和备用电源系统龙头位置，未来将扩展“北车”市场，并开拓产品新的应用领域。
- 公司已拥有 250 公里车型刹车闸片供货，我们认为公司有望通过高速车型突破，或外延并购加快市场开拓速度，形成业绩新增长点。
- 公司二股东宣瑞国先生在轨交行业丰富背景、独到理解与深厚客户基础，公司新管理层具有国际化视野、港股资本运作和海外资产并购经验，未来有望加强轨交行业国内外优质资产并购整合。
- 看好未来并购整合，迈向国际一流轨交装备核心供应商。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.29/0.37/0.47 元，对应 PE 分别为 30/23/18 倍，维持公司“买入”评级。

### 风险提示

- 动车组招标量低于市场预期风险。
- 公司高铁轨交零部件业务发展不及预期。
- 制动闸片业务进展不及预期。
- 外延并购进度低于市场预期。

**图表 1：春晖股份三张表预测**

损益表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,046,384	662,714	1,862,268	1,855,569	2,356,701	2,930,153
增长率	-15.12%	-36.7%	181.0%	-0.4%	27.0%	24.3%
营业成本	-1,055,842	-618,022	-1,400,759	-1,216,567	-1,481,360	-1,847,555
% 销售收入	100.9%	93.3%	75.2%	65.6%	62.9%	63.1%
毛利	-9,458	44,693	461,509	639,002	875,341	1,082,599
% 销售收入	-0.9%	6.7%	24.8%	34.4%	37.1%	36.9%
营业税金及附加	-2,333	-2,073	-23,265	-14,492	-23,924	-26,315
% 销售收入	0.2%	0.3%	1.2%	0.8%	1.0%	0.9%
营业费用	-12,104	-7,671	-24,253	-22,822	-29,839	-36,569
% 销售收入	1.2%	1.2%	1.3%	1.2%	1.3%	1.2%
管理费用	-73,621	-28,895	-130,614	-105,525	-149,658	-176,355
% 销售收入	7.0%	4.4%	7.0%	5.7%	6.4%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	-97,516	6,054	283,377	496,163	671,921	843,360
% 销售收入	-9.3%	0.9%	15.2%	26.7%	28.5%	28.8%
财务费用	-32,398	-23,927	-32,410	-2,664	14,397	23,393
% 销售收入	3.1%	3.6%	1.7%	0.1%	-0.6%	-0.8%
资产减值损失	-83,746	-438	-178,099	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	-445	764	611	550
% 税前利润	0.0%	0.0%	-	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	-213,661	-18,312	72,423	494,263	686,929	867,303
营业利润率	-20.4%	-2.8%	3.9%	26.6%	29.1%	29.6%
营业外收支	1,471	33,686	19,585	48,645	19,585	19,585
税前利润	-212,189	15,374	92,008	542,907	706,514	886,888
利润率	-20.3%	2.3%	4.9%	29.3%	30.0%	30.3%
所得税	0	-11	-63,556	-86,865	-113,042	-141,902
所得税率	-	0.1%	69.1%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	-212,189	15,363	28,452	456,042	593,472	744,986
少数股东损益	-528	-170	-2,402	-5,972	-3,533	2,661
归属于母公司的净利润	-211,662	15,534	30,854	462,014	597,004	742,325
净利润率	-20.2%	2.3%	1.7%	24.9%	25.3%	25.3%

现金流量表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-212,189	15,363	28,452	456,042	593,472	744,986
少数股东损益	0	0	0	-5,972	-3,533	2,661
非现金支出	127,466	28,918	217,905	35,015	38,168	40,437
非经营收益	30,144	23,304	36,430	-34,371	-14,761	-14,700
营运资金变动	178,902	5,386	-287,881	398,066	-104,122	-46,667
经营活动现金净流	124,322	72,971	-5,094	848,781	509,223	726,716
资本开支	-26,954	-900	11,414	-11,958	23,044	29,028
投资	0	0	-2,907,779	0	0	0
其他	0	0	-186,274	764	611	550
投资活动现金净流	26,954	900	-3,105,467	12,722	-22,433	-28,477
股权募资	0	0	3,305,254	0	0	0
债权募资	-133,763	95,182	115,205	-411,678	0	0
其他	-30,252	-28,549	-25,012	-16,551	-5,435	-5,435
筹资活动现金净流	-164,015	66,633	3,395,447	-428,229	-5,435	-5,435
现金净流量	-12,739	140,504	284,886	433,273	481,355	692,803

资产负债表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	121,630	196,533	467,557	906,802	1,391,690	2,081,833
应收款项	51,020	45,782	662,687	344,210	486,754	584,645
存货	93,745	92,410	316,642	179,495	217,807	271,964
其他流动资产	5,595	6,474	12,636	10,953	12,512	14,235
流动资产	271,990	341,199	1,459,522	1,441,461	2,108,763	2,952,676
% 总资产	39.5%	46.7%	32.4%	32.1%	40.9%	49.1%
长期投资	1,052	1,023	993	993	993	993
其他投资	358,625	332,621	311,269	308,333	305,631	304,234
% 总资产	52.1%	45.5%	6.9%	6.9%	5.9%	5.1%
无形资产	57,100	55,510	2,729,134	2,733,743	2,740,906	2,750,479
非流动资产	416,777	389,154	3,045,693	3,047,365	3,051,826	3,060,002
% 总资产	60.5%	53.3%	67.6%	67.9%	59.1%	50.9%
资产总计	688,768	730,354	4,505,215	4,488,826	5,160,589	6,012,679
短期借款	110,818	206,000	411,678	0	0	0
应付款项	302,892	274,678	320,705	289,044	338,502	425,737
其他流动负债	51,278	10,533	100,211	71,119	99,953	119,822
流动负债	464,988	491,211	832,594	360,163	438,455	545,559
长期贷款	0	0	83,617	83,617	83,617	83,617
其他长期负债	0	0	16,155	16,155	16,155	16,155
负债	464,988	491,211	932,366	459,935	538,227	645,331
普通股股东权益	222,824	238,357	3,574,465	4,036,480	4,633,484	5,375,809
少数股东权益	955	785	-1,617	-7,589	-11,122	-8,461
负债股东权益合计	688,768	730,354	4,505,215	4,488,826	5,160,589	6,012,679

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	-0.361	0.026	0.019	0.290	0.374	0.465
每股净资产 (元)	0.380	0.406	2.240	2.530	2.904	3.369
每股经营现金净流 (元)	0.212	0.124	-0.003	0.536	0.321	0.454
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-94.99%	6.52%	0.86%	11.45%	12.88%	13.81%
总资产收益率	-30.73%	2.13%	0.69%	10.31%	11.59%	12.36%
投入资本收益率	-46.02%	2.44%	2.43%	12.97%	16.99%	20.98%
增长率						
营业总收入增长率	-15.12%	-36.67%	181.01%	-0.36%	27.01%	24.33%
EBIT增长率	-46.57%	106.21%	4580.98%	75.09%	35.42%	25.51%
净利润增长率	-116.11%	107.34%	98.63%	1397.43%	29.22%	24.34%
总资产增长率	-27.31%	6.04%	515.67%	-0.36%	14.97%	16.51%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.5	10.7	44.4	33.2	36.9	35.7
存货周转天数	40.4	55.0	53.3	53.9	53.7	53.7
应付账款周转天数	63.6	82.0	39.3	53.5	48.8	50.3
固定资产周转天数	147.0	190.4	63.1	60.0	45.4	34.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-4.83%	3.96%	0.78%	-20.43%	-28.30%	-37.23%
EBIT利息保障倍数	-3.0	0.3	8.7	186.2	-46.7	-36.1
资产负债率	67.51%	67.26%	20.54%	10.07%	10.28%	10.60%

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。