

杰克股份 (603337.SH)

其它专用设备行业

评级：买入 首次评级

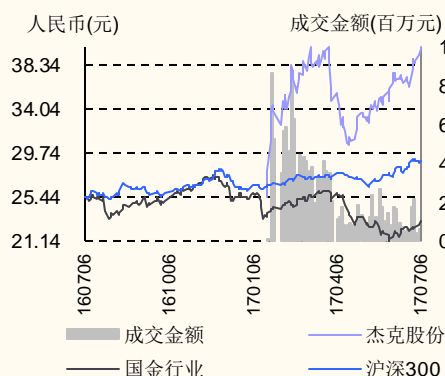
公司研究

市场价格(人民币): 40.07元
 目标价格(人民币): 47.00-50.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	51.67
总市值(百万元)	8,281.27
年内股价最高最低(元)	40.07/25.52
沪深300指数	3660.10
上证指数	3212.44



龙头受益行业集中, 裁床业务大有可为

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.097	1.422	1.426	1.788	2.066
每股净资产(元)	5.38	6.51	8.40	10.78	13.52
每股经营性现金流(元)	1.75	1.81	1.92	2.69	3.03
市盈率(倍)	N/A	N/A	28.10	22.42	19.40
行业优化市盈率(倍)	67.60	56.01	50.03	50.03	50.03
净利润增长率(%)	-12.59%	29.61%	33.72%	25.35%	15.56%
净资产收益率(%)	20.38%	21.84%	22.63%	22.12%	20.37%
总股本(百万股)	155.00	155.00	206.67	206.67	206.67

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司是缝制机械行业龙头, 份额扩张进入快速增长期。**杰克股份是国内缝制机械行业代表企业, 主要生产工业缝纫机和裁床, 市场份额国内第一, 全球第三, 并连续6年全球行业销量第一, 连续8年行业出口销量第一。公司高利润裁床业务持续扩张, 特种机业务稳步上升, 产品供不应求, 工业缝纫机中智能化产品比例持续提升, 顺应下游服装行业对缝纫机智能化的需求。2016年, 公司实现营业收入18.6亿元, 同比增长16.7%; 归母净利润2.2亿元, 同比增长29.6%。进入2017, 公司业绩再上台阶, 2017Q1公司营业收入同比上涨37.5%, 归母净利润同比增长53.46%。
- **受益于行业集中度提升, 进一步巩固行业龙头地位。**杰克股份近年来收入增长加速, 在缝制机械行业中市场份额由2013年的9.34%提高到2016年的11.79%。一方面是受益于下游服装行业向南亚、东南亚迁移, 加之公司覆盖全面的经销商布局, 使得境外收入持续提升, 能够在行业景气度下降的情况下取得优良业绩; 同时, 随着精益生产的推进和市场占有率的提升, 公司规模效益显现。未来受到下游服装行业对智能化机电一体化设备需求扩大、工业缝纫机产品结构调整和行业升级的影响, 行业将迎来一轮洗牌, 研发生产能力低下的中小企业将被淘汰出局, 优势资源向龙头企业靠拢, 行业集中度将持续提高。公司近年来投入大量人力物力进行智能化缝制设备研发, 研发人员占员工总数14.21%, 2016年投入研发费用9000万元, 占营业收入4.87%。同时, 公司募投项目将使产能翻番, 并完善国内外经销商网络, 有望在行业集中度提升的浪潮中扩大市场份额, 进一步巩固龙头优势地位。
- **裁床业务实现国产化, 产品放量支撑业绩增长。**公司2009年收购德国奔马, 拓展了缝前设备裁床和铺布机, 自此裁床业务成为公司继工业缝纫机外的另一大主营业务。2016年裁床业务实现销售收入3.6亿元, 占营收19.6%, 毛利率高达43.27%。公司自收购德国奔马后, 不断推进裁床国产化, 2010年公司在临海成立国内全资子公司拓卡奔马, 推进部件采购国产化、降低零部件成本, 随着销量的大幅增长, 形成规模效应, 使得产品成本不断降低, 裁床均价从2013年的85万元/台将至2016年的62万元/台, 毛利率提升至43.27%。随着募投产项目的推进, 裁床业务将实现产能翻倍, 有望成为公司业绩的主要增长点。
- **拓展上游电机电控, 提升核心部件自给率。**公司2014年收购浙江众邦电

潘贻立 分析师 SAC 执业编号: S1130515040004
 (8621)60230252
 panyili@gjzq.com.cn

卞晨曦 联系人
 biancy@gjzq.com.cn

机，提升机电一体化设备核心零部件伺服电机和电控系统的自给能力。电脑控制和伺服电机自给率从 2013 年的 30.24% 提高到 2016 年的 67.87%。随着自给率的提高，电机电控作为智能化缝纫机的重要零部件在生产成本中所占比例由 16% 降至 10%。

- **发布员工持股计划，职业经理人管理制度完善，业绩增长确定性强。**公司较早引进职业经理人进行管理，拥有多位技术背景雄厚、行业经验丰富的管理人员。公司 5 月发布员工持股计划，拟筹集资金总额不超过 3.3 亿元，参与人员包括公司核心管理人员及研发、营销、生产骨干员工，体现对公司业绩增长的信心。

盈利预测

- 我们预测公司 2017-2019 年营业收入为 23.9/29.8/34.9 亿元，分别同比增长 29%/25%/17%；归母净利润分别为 2.95/3.69/4.27 亿元，分别同比增长 34%/25%/16%；EPS 分别为 1.43/1.79/2.07 元，对应 PE 分别为 28/22/19 倍。

投资建议

- 我们认为缝制机械下游纺织服装行业需求回暖，行业产品升级、集中度逐渐提升，公司产品及销售网络布局完善，作为龙头有望不断扩张市场份额；公司裁床业务国产化成效明显、规模持续扩张，毛利稳定上升，未来有望成为增长点；公司拓展上游电机电控，提升自给率、降低成本，竞争实力进一步增强。我们给予公司“买入”评级，6-12 个月目标价为 47-50 元。

风险提示

- 下游纺织服装行业景气度下降，缝制机械行业市场竞争加剧。

内容目录

1、国内缝制机械行业龙头企业，市场份额全国第一	5
1.1、公司是国内缝制机械行业龙头企业	5
1.2、市场份额居国内第一，收入规模加速增长	6
2、缝制机械行业产品升级、集中度提高，下游回暖带动需求上升	10
2.1、缝制机械产品升级、行业集中度趋于提高	10
2.2、下游服装行业转型升级叠加产业迁移推动工业缝纫机需求上升	11
2.3、机电电控等配套零部件发展为机电一体化提供技术支持	13
3、行业龙头地位巩固，业绩高增长可期	15
3.1、持续研发投入+完善经销商网络，龙头地位进一步巩固	15
3.2、裁床业务稳步上升，未来潜力巨大	17
3.3、向上游拓展，机电电控自给率不断上升，提升产品毛利	18
3.4、发布员工持股计划，业绩高增长确定性强	18
4、盈利预测与投资建议	19
4.1、盈利预测	19
4.2、投资建议	19
风险提示	19

图表目录

图表 1：公司主要产品	5
图表 2：公司股权结构图	6
图表 3：全球同行业主要竞争对手市场份额	7
图表 4：公司近年营业收入	7
图表 5：公司近年归母净利润	7
图表 6：主营业务按产品拆分	8
图表 7：主要产品毛利率	8
图表 8：工业缝纫机主要产品拆分	8
图表 9：主要产品利润率变化	8
图表 10：按地区收入构成	9
图表 11：2016 年 1-6 月境外收入按区域拆分	9
图表 12：缝制机械行业分类	10
图表 13：我国工业用缝纫机进出口情况	11
图表 14：我国工业用缝纫机进出口均价	11
图表 15：国内行业主要企业业务布局	11
图表 16：纺织服装、服饰业当月出口交货值	12
图表 17：纺织服装、鞋、帽制造业固定资产投资完成额	12
图表 18：棉质、人造纤维服装对美国出口量（亿美元）	13
图表 19：我国缝制机械产品主要出口国	13

图表 20: 缝纫机伺服电机展示图.....	14
图表 21: 缝纫机电控展示图.....	14
图表 22: IPD (集成产品开发) 系统.....	15
图表 23: 研发投入对比.....	15
图表 24: 2016 上半年缝制机械行业发明专利申请量排行.....	15
图表 25: 公司新募资项目.....	16
图表 26: 经销商分布.....	16
图表 27: 海外经销商分布.....	16
图表 28: 国内经销商分布情况.....	17
图表 29: 裁床业务规模变化.....	17
图表 30: 裁床业务价格和毛利率变化.....	17
图表 31: 电机电控自给率及成本比例变化.....	18
图表 32: 公司员工持股计划.....	18
图表 33: 公司产品收入拆分.....	19

1、国内缝制机械行业龙头企业，市场份额全国第一

1.1、公司是国内缝制机械行业龙头企业

- 公司在国内缝制机械行业处于龙头地位。公司于 2003 年创建于我国缝制设备制造之都浙江台州，其缝纫机生产历史可追溯至 1995 年，多年来始终专注于工业缝制机械的研发、生产和销售。2008 年，通过入股浙江众邦，逐步实现原材料电机电控的自给；2009 年，通过收购德国奔马，公司介入裁床业务。2017 年 1 月，杰克股份在上交所主板挂牌上市。
- 公司主要生产中低端工业缝纫机和裁床，加大研发向高端市场渗透。公司的主要产品包括工业缝纫机、裁床、铺布机、电脑控制器及伺服电机等缝制机械产品。
 - 工业缝纫机业务，拥有平缝机、包缝机、绷缝机和特种机等四大系列约 500 个品种产品。其中，平缝机、包缝机、绷缝机又可按驱动配置的不同分为电脑车、直驱车和普通车。电脑车和直驱车配置电脑控制器和伺服电机，相较传统机械式驱动普通车停针精度高、峰值效率高，代表着工业缝纫机的发展方向。
 - 裁床业务，包括缝前设备铺布机和裁床，铺布机用于展开、铺平和裁割布料，裁床则用于裁剪服装、鞋帽、箱包、汽车内饰、家具等软性材料，一般搭配使用。目前，公司的裁床产品有单层和多层 2 个系列 5 个品种，铺布机产品有 2 个系列 10 个品种。

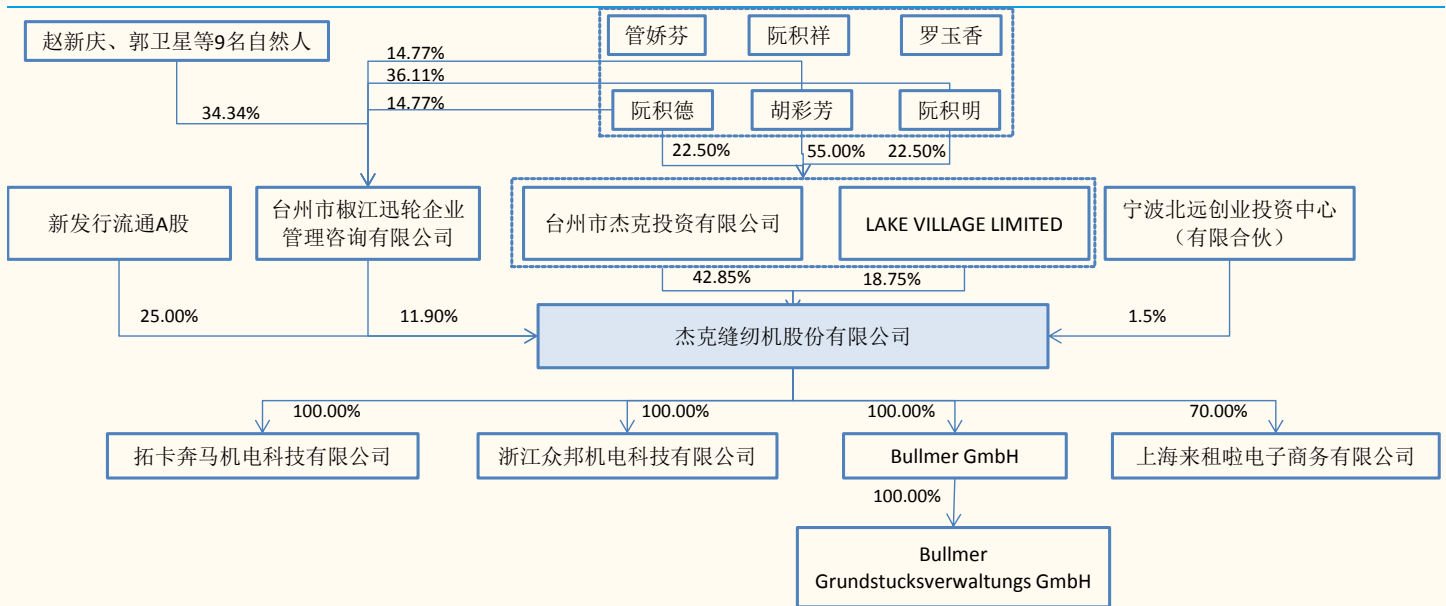
图表 1：公司主要产品

平缝机系列	A4 电脑平缝机		一体化设计，直驱电机驱动；适用于缝制衬衫、休闲装、羽绒服等
包缝机系列	自动电脑包缝机		采用内置式伺服电机驱动，智能化自动超高速包缝机；适用于包边缝制内裤、T 恤衫、一般棉料、针织衬衫、睡衣裤、儿童服装、西裤、休闲裤等
绷缝机系列	电脑直驱高速绷缝机		采用直驱方式，有效提高缝制效率；适用于针织面料、双面装饰缝、内衣或 T 恤领口处上滚条、毛毯、床上用品滚边用等面料的装饰缝制
特种机（含自动缝制单元）系列	自动模板机		具有程序自动识别功能，可实现傻瓜式操作，只需脚踏即可启动缝纫，无需熟练技术即可上岗操作，智能高效，实现从一人一机到一人多机；广泛应用于羽绒服、服装袖口、领口、箱包等大范围缝制或小件大批量缝制
	电子套结机		能实现套结、钉扣、小型花样缝制等功能，套结和钉扣功能方便转换；内置常用缝制花样，可直接通过 USB 接口更新缝制花样；适用于服装工艺的后道加工，如西裤、衬衫、牛仔裤、无纺布袋等加固缝及装饰缝
	电子平头锁眼机		主轴采用伺服电机驱动；内置常用花样，可直接通过 USB 接口升级软件、增加花样，针对中高端客户，适用于服装工艺的后道加工，用于加工各类服饰中的钮孔，主要缝制平头锁眼
裁床系列	高层裁床		最大裁割高度分为 50mm 和 80mm 两种，可以满足市场上绝大多数面料的要求
	单层裁床		高性能裁床，集成了多数奔马裁床所具备的优点；能够满足切割各种不同材料的需求，尤其是对于样品和模板的制作；各种不同裁头和工具的组合使用使其可以承担更广泛范围的不同材料的切割任务
铺布机系列	铺布机		铺布机与裁床配套使用，通过松布、送布、对边、断料等操作将成卷的或折叠的面料展开并逐层平铺在裁减台上，以便于裁床进行裁剪；本机采用机电一体化设计
电脑控制器与伺服电机系列	电脑控制器与伺服电机		公司的电脑控制器及伺服电机主要与公司的平缝机、包缝机、绷缝机等配套使用，部分对外销售，通过 DSP 控制电机、电磁铁等部件驱动缝纫机械结构动作，完成缝纫所需各类公益

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 多年来深耕缝制机械行业，较早实现“家族式管理”向“职业经理人管理”的转变。**公司实际控制人为阮积祥、胡彩芳，阮福德、管娇芬，阮积明、罗玉香夫妇，占股超过 60%。阮式兄弟自 1995 年起开始进入缝制机械行业，积累了超过 20 年的行业经验，对产业理解深刻，战略眼光独到。在金融危机前收紧大量非运营投资，回笼资本，2009 年金融危机期间逆势扩张，大胆进行海外并购，收购德国奔马介入缝前设备领域。多年发展，裁床业务持续增长，成为未来重要增长点。公司较早引入职业经理人团队进行管理，2006 年聘请曾为中国标准缝纫机集团有限公司总经理的赵新庆先生出任董事长。赵新庆先生在缝纫机行业有近 40 年工作经历，是缝纫机行业为数不多的技术带头人，上市前持有公司 0.75% 股份。总经理郭卫星先生，自 2000 年加入公司，从车间到管理层，是第三届全国缝纫机标准化技术委员会委员，行业经验丰富，上市前持有公司 0.75% 股份。

图表 2：公司股权结构图

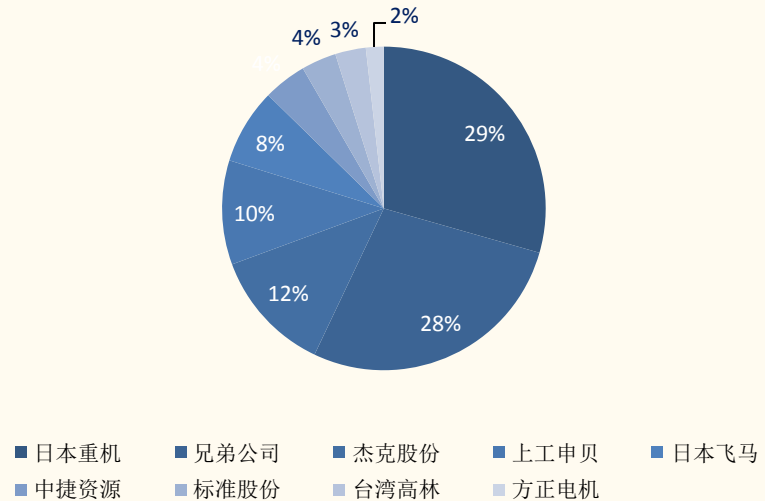


来源：招股说明书，国金证券研究所

1.2、市场份额居国内第一，收入规模加速增长

- 公司近年来市场份额领先，居全国第一。**根据缝制机械行业协会统计，杰克股份在缝制机械行业中市场份额居全国第一，由 2013 年度的 9.34% 提高到 2016 年的 11.79%，而同行业另外两家上市公司中捷资源和标准股份的市场份额减少，杰克近年来增长迅速，扩张趋势明显。对比全球同行业主要竞争对手，公司市场份额位居第三，并保持连续 6 年全球行业销量第一，连续 8 年行业出口销量第一。

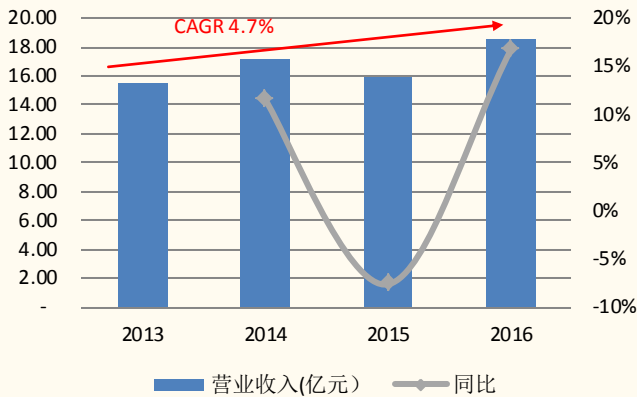
图表 3：全球同行业主要竞争对手市场份额



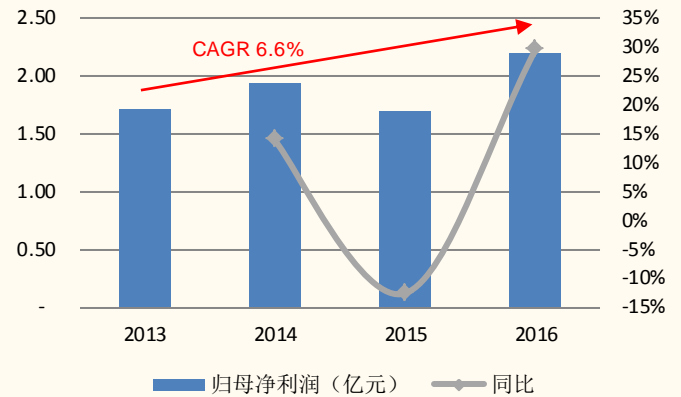
来源：招股说明书，国金证券研究所

- 公司近年来营业收入总体上升，17Q1 增长加速。2016 年，公司实现营业收入 18.6 亿元，同比增长 16.7%，归母净利润 2.2 亿元，同比增长 29.6%。除 2015 年营收因下游服装行业萎缩，占营业收入 30% 的电脑平缝机销量下降，导致营业收入下滑外，公司 2013-2016 年间营业收入总体呈上升趋势，营业收入实现 4.7% 的复合增长，归母净利润复合增速达 6.6%。进入 2017 年，公司业绩再上台阶，2017Q1 公司营业收入同比增长 37.5%，归母净利润同比增长 53.46%。

图表 4：公司近年营业收入



图表 5：公司近年归母净利润

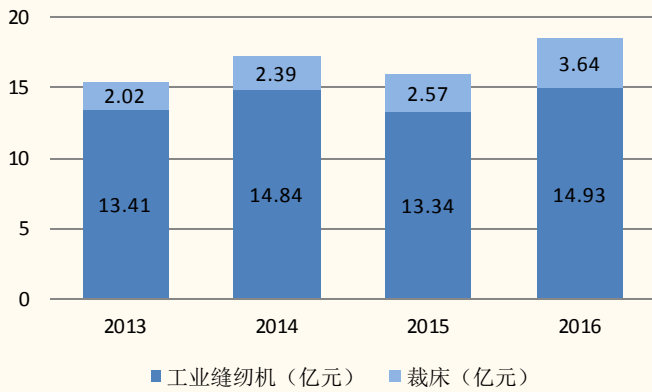


来源：招股说明书，公司年报，国金证券研究所

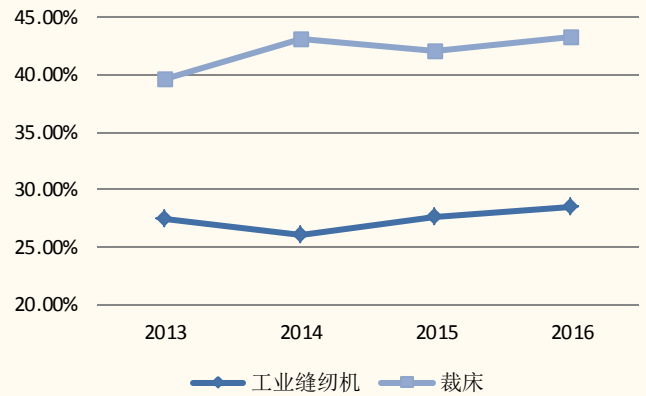
来源：招股说明书，公司年报，国金证券研究所

- 毛利率处于行业中上游水平，高利润裁床业务不断扩张。公司 2016 年毛利率达到 31.31%，高出可比公司平均毛利水平 25.69% 近 6 个百分点，处于行业中上游水平。其中，裁床业务 2016 年毛利率达到 43.27%，较上期上升 1.3 个百分点，裁床业务实现销售收入 3.64 亿元，同比上涨 41.7%。自 2009 年收购德国奔马拓展裁床业务以来，公司大力推进裁床国产化，开拓服装生产企业的裁床市场，提高裁床使用率，裁床业务扩张迅速，年复合增速达 15.9%。随着公司募集资金，推进年产 300 台自动裁床技改项目，裁床业务规模将进一步扩大。

图表 6：主营业务按产品拆分



图表 7：主要产品毛利率

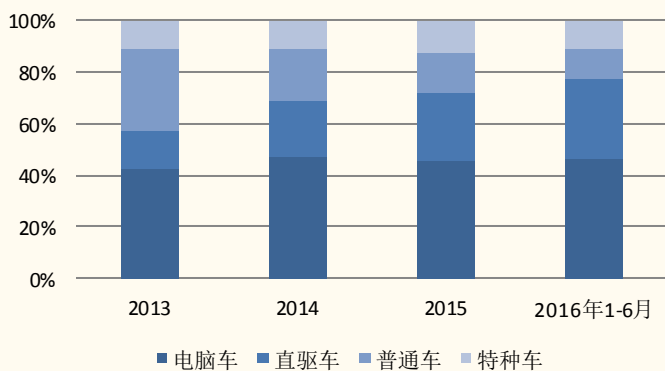


来源：招股说明书，国金证券研究所

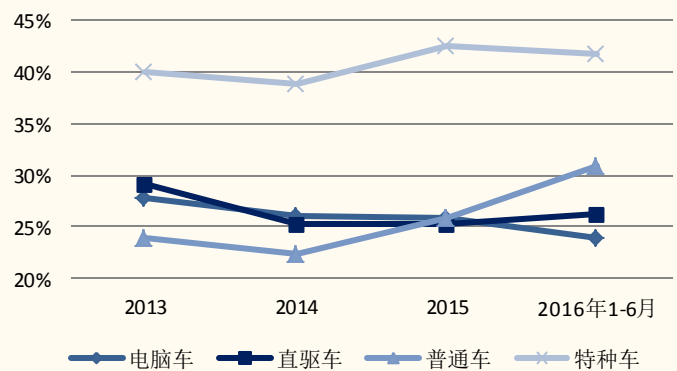
来源：招股说明书，国金证券研究所

- **智能化机电一体缝纫机增长迅猛，自动化工装改进提升效率。**受下游服装行业转型升级影响，公司产品结构相应调整，智能化直驱车、电脑车销售占比大幅提升，从 2013 占工业缝纫机自制整机业务的 57.3% 提高到 2016 年上半年的 77.5%，普通车业务收缩。从毛利率上看，直驱车和电脑车毛利并未上升，甚至小幅下降，主要是由于公司为扩大市场进行价格调整所致，从普通车毛利的持续提升可以看出公司精益生产已初见成效，成本控制能力大大提升。同时，公司在推进自动化生产设备改进，椒江新厂区联网智能缝纫机项目引进的全自动精加工复合生产线等项目实施后，产品精加工车间员工人数可从 315 人减少到 40 人，生产效率提高 20%，车间单位产品能耗减少 35%，降低生产成本，进一步实现规模效益。
- **特种机业务持续提升。**特种机方面，2016 年毛利率高达 41.7%。近年来，“快时尚”已经成为服装行业的发展趋势，随着服装生产工艺的多样化，对特种工业缝纫机和自动缝制单元的需求不断上升，国内特种工业缝纫机迎来高速发展。公司特种机以自动化程度高、性价比高的优势，一直处于供不应求状态，但是销售收入只实现小幅上涨，主要受限于 1.8 万台的年产能，通过募集资金推进年产 2 万台特种工业缝纫机技改项目，未来将实现产能翻番，满足市场需求。

图表 8：工业缝纫机主要产品拆分



图表 9：主要产品利润率变化



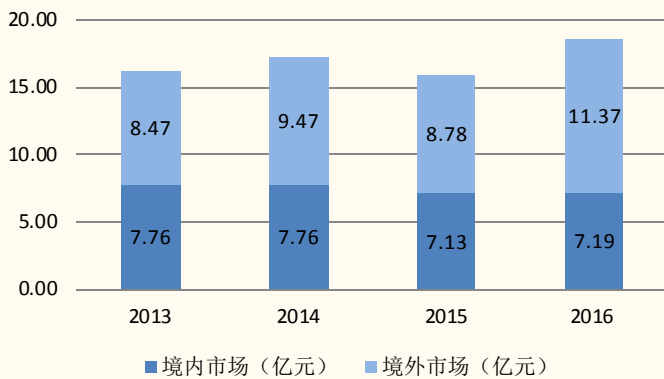
来源：招股说明书，国金证券研究所

来源：招股说明书，国金证券研究所

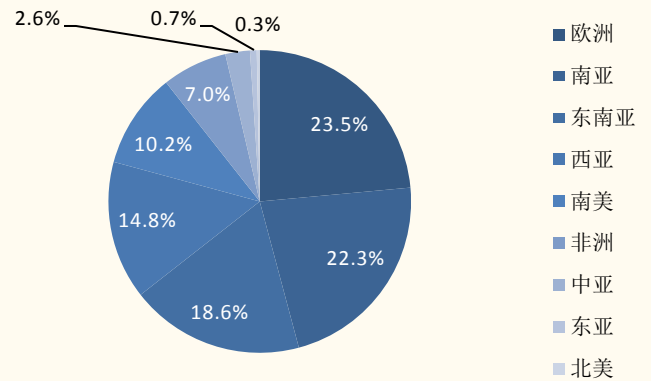
- **公司境外收入不断拓展，毛利率上升，境内外市场并进发展。**公司连续 8 年来产品出口销量行业第一，2016 实现境外销售收入 11.37 亿元，同比增长 29.5%，占总收入 61%，境外销售毛利率达 34.4%。一方面，境外收入的增长来自于近年来服装企业外迁对缝制机械的采购增加，公司的海外经

销商布局顺应了这一趋势。公司目前有海外经销商 248 家，覆盖了亚洲、南美、非洲、欧洲，聚焦具有增长潜力的发展中国家服装企业。另一方面，境外收入的增长来自于收购德国奔马后，凭借其在国际市场中的影响力，提升了欧洲等高端市场占有率。境内外销售的平衡有利于公司把握市场机会，抵消境内外市场波动风险，公司抓住了 08、09 年服装企业外迁对工业缝纫机的需求，大力拓展海外经销商，从近年来境外市场收入的持续提升可见成果。同时，公司没有偏废其国内市场，境内经销商数量 2014、2015 年实现了同比 33%和 22%的增长，大力拓展了国内经销商网络，目前有国内经销商 717 家，能够在国内服装企业对智能化缝纫机需求提升时，抓住机遇，把握境内市场。

图表 10: 按地区收入构成



图表 11: 2016 年 1-6 月境外收入按区域拆分



来源: 招股说明书, 公司年报, 国金证券研究所

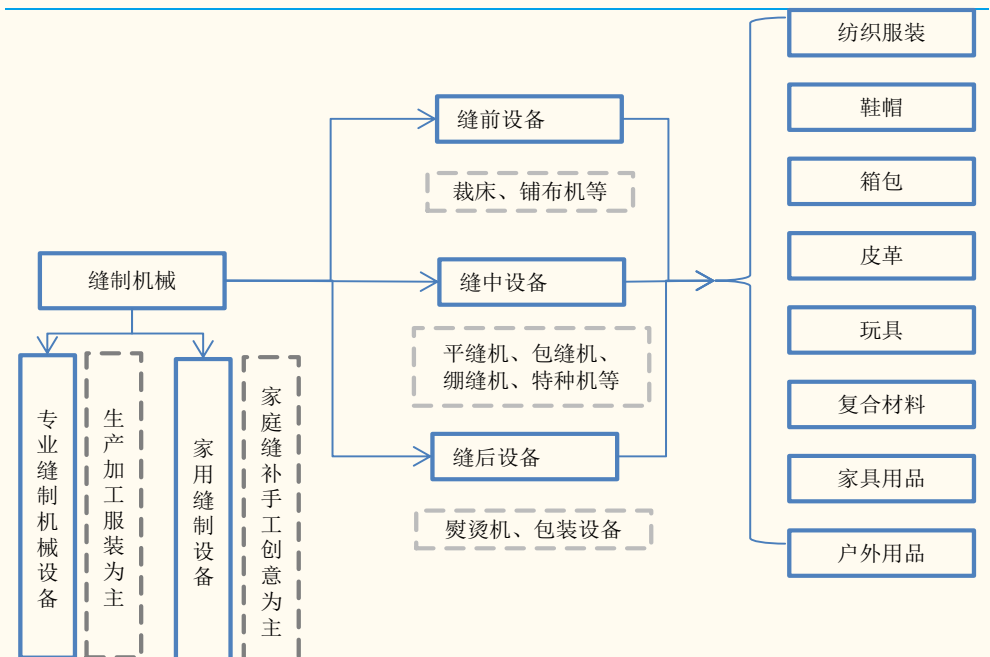
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

2、缝制机械行业产品升级、集中度提高，下游回暖带动需求上升

2.1、缝制机械产品升级、行业集中度趋于提高

- **缝制机械是我国轻工振兴重点领域之一，专业缝制机械设备占主要市场。**缝制机械行业是以生产缝纫机为主，裁剪、熨烫及粘合等机械为辅的专业设备制造业，是我国轻工振兴计划及轻工“十二五”规划重点发展领域之一，涉及多种学科和多种精密技术，属于劳动密集型和技术密集型相结合的行业，由零部件供应商、整机制造商、经销商、研究机构等组成。缝制机械按照用途可分为专业缝制机械设备和家用缝制机械设备，按照缝制工序先后顺序可分为缝前设备、缝中设备和缝后设备。其中，工业缝纫机涉及行业广泛，除服装行业外，还大量应用于鞋帽、玩具、箱包、运动器械、皮革、军工、航天、化工、室内装饰等需要重叠缝合和装饰的领域。

图表 12：缝制机械行业分类

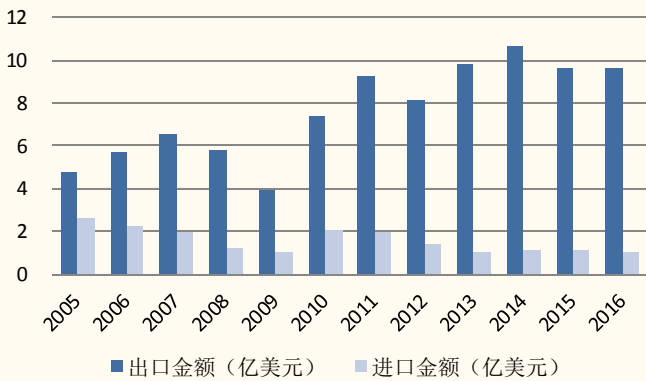


来源：招股说明书，国金证券研究所

- **缝制机械行业进入去库存阶段，2017 年以来止跌企稳趋势显现。**由于下游纺织服装行业产业升级及布局转移，导致缝制机械行业 2016 年内外市场增长动力偏弱，总体需求疲软。针对这一现状，行业企业一方面主动减产、去库存，稳定企业正常发展，另一方面紧抓国际制造业转移机遇，积极开拓海外市场，加快技术创新，以智能制造激发市场新需求，推动行业平稳发展，加快行业增长动力转换。据中国缝制机械协会统计数据显示，行业百家骨干整机生产企业 2016 年累计完成工业总产值 141.9 亿元，同比增长 3.09%；累计生产缝制机械整机产品 504.4 万台，同比下降 3.61%，行业生产规模有所缩减。工业缝纫机方面，行业百家骨干整机生产企业在 2016 年累计生产工业缝纫机 337 万台，同比增长 0.47%，呈现止跌趋稳的趋势。
- **我国是缝制机械出口大国，主要以出口中低端产品为主，行业集中度较低。**我国缝制设备产量约占世界总产量 75%以上，近年来出口工业用缝纫机总体呈上升态势，进口金额下降，但是就进出口产品均价来看，进口产品在 2000-3000 美元/台，而出口产品均价仅为 250-300 美元/台，进出口产品价格近 10 倍的差异体现了我国在工业缝制设备生产技术方面的不足。我国主要生产出口中低端产品，而德国缝纫机公司以高端技术为优势，领跑高

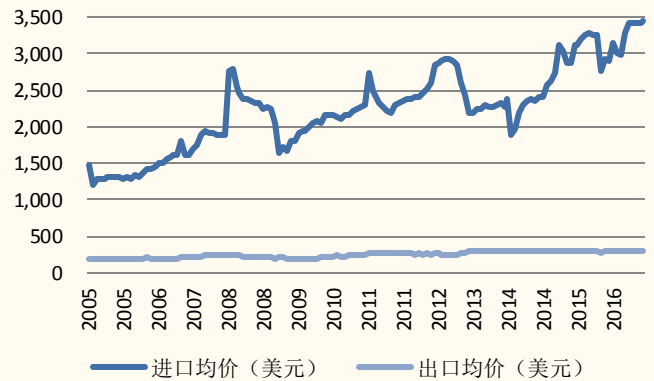
档市场，日本公司则凭借性价比优势，在中档产品市场占有大半的市场份额。中低端产品因为比较容易复制，降低了行业进入壁垒，产生了大量跟随龙头企业复制产品而非自主研发的中小整机制造企业，降低行业集中度的同时造成产品同质化现象严重，下游客户的转换成本低，因此导致了中低端产品议价能力有限。根据中国缝制机械协会数据，对骨干整机销售收入进行测算，上市的5家主要缝制设备厂商占市场份额约为30%，行业集中度较低。

图表 13：我国工业用缝纫机进出口情况



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 14：我国工业用缝纫机进出口均价



来源：海关总署，国金证券研究所

- **产品结构升级，行业洗牌持续中，行业集中度将大幅提升，龙头企业有望脱颖而出。**《中国制造 2025》战略规划指出，到 2025 年，行业具备充分满足市场用户需求及市场引导和创造能力，实现由缝制机械制造强国向创造强国的转变。工业智能化已迫在眉睫，政府在积极推进骨干企业跨地区、跨所有制兼并重组，淘汰制造能力低下的中小企业，引导优势资源向行业龙头靠拢。同时，下游服装行业转型升级也进一步倒逼产品结构升级和行业转型。行业内，上工申贝先后收购德国杜克普·爱华、百福、KSL，并与宝石集团合资成立上工宝石，打造“工业 4.0”基地，杰克收购德国奔马，并曾入股飞跃、中捷等共同成立的新飞跃，龙头企业不断强强联合，聚集优势资源，淘汰落后产能，行业集中度在提升。国家统计局数据显示，2013 年缝制机械行业规模以上企业数量有 253 家，相比 2012 年减少 9.6%，但企业主营业务收入增长 10.3%。可以预见，小型缝制设备企业在行业需求放缓，整体去库存，缩减产能的周期中将逐渐被行业领导者凭借更强适应能力挤出市场，大型企业市场份额将继续提升。

图表 15：国内行业主要企业业务布局

	铺布机	裁床	家用缝纫机	电机电控	精密零部件	平缝机	包缝机	绷缝机	特种机	曲折缝机	暗缝机	工业绣花机	3D 自动缝纫	厚料机
杰克股份	√ 拓卡奔马	√ 拓卡奔马		√ 浙江众邦	√ 杰克精密	√	√	√	√					
上工申贝			√			√	√	√	√				√	√
标准股份 (转型新能源汽车核心零部件供应商)					√	√		√						
中捷资源 (转型矿业失败)				√		√	√	√	√					
方正电机			√	√		√								
飞跃集团			√			√								
宝石集团							√	√		√	√			

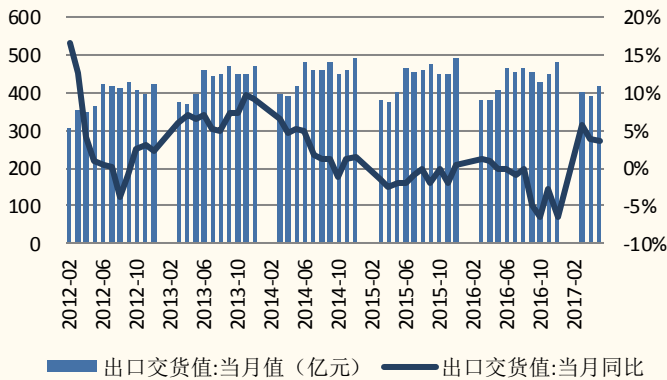
来源：各公司年报，国金证券研究所

2.2、下游服装行业转型升级叠加产业迁移推动工业缝纫机需求上升

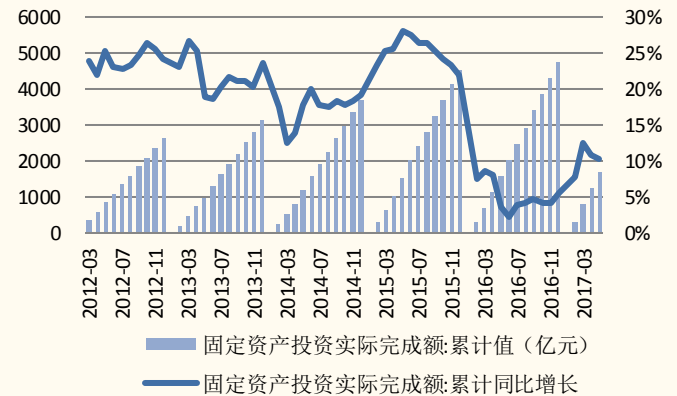
- **2017 年以来纺织服装行业呈现回暖趋势，行业固定资产投资增速升至两位数。**2016 年下游纺织服装业生产增速放缓，据国家统计局数据，2016 年中国服装行业规模以上企业累计完成服装产量 314.52 亿件，同比下降

1.64%；工业增加值增速为 3.8%，较 2015 年下降 0.6 %。2017 年 3-5 月分别实现工业增加值同比 7.0%、6.3%、7.5%的上升，同比增长率较去年同期分别提升 2.1%、0.9%、2.3%。纺织服装行业出口交货值进入 2017 年以来也呈现小幅回升，同比增长 5.6%、3.9%、3.5%，同比增长率较去年同期分别提升 4.5%、2.9%、3.6%。固定资产投资方面，纺织服装行业 2016 年实际完成年度投资 4780.91 亿元，同比增长 5.57%，2017 年以来，行业投资完成额增长率有所提升，由 2016 年个位数增长提升到两位数增长。

图表 16：纺织服装、服饰业当月出口交货值



图表 17：纺织服装、鞋、帽制造业固定资产投资完成额

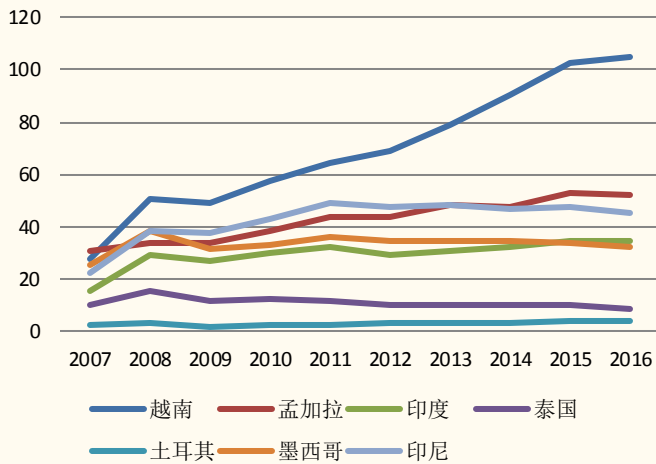


来源：招股说明书，国金证券研究所

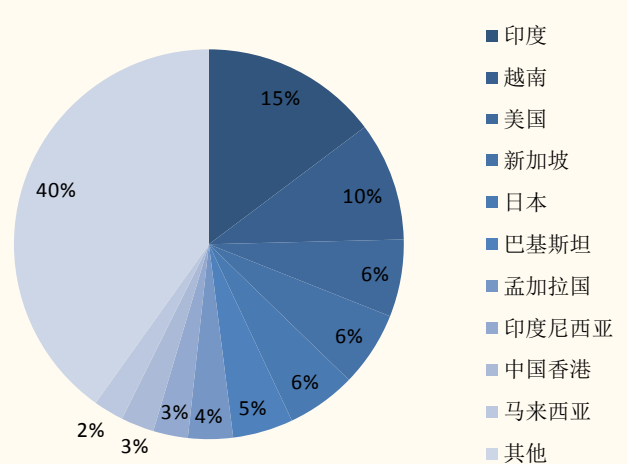
来源：国家统计局，国金证券研究所

- **纺织服装行业转型产生缝制机械智能化的更新换代需求。**近年来，在熟练技工等人力资源缺乏、劳动力等生产要素成本上行的压力下，国内纺织服装、箱包等行业掀起了“机器换人”的风潮，对智能化、自动化、节能化的机电一体化产品的需求日益增强。同时，工信部发布的《轻工业发展规划（2016-2020 年）》也提到大力发展智能化工业缝制系统，用技术红利替代人口红利。另一方面，服装行业产品转型升级过程中，电商化、“快时尚”导致服装生产由大批量向多品种小批量快速转变，生产工艺的变化使得对特种机的需求上升。劳动力成本提高叠加服装行业自身转型，驱动缝制设备升级，对智能化、自动化机电一体化设备和特种缝纫机的需求增长将成为拉动行业发展的一大驱动力。
- **服装行业向东南亚国家迁移带来工业缝纫机需求上升。**随着国内劳动力成本不断上升，2008 年以来，中国服装产商陆续开始向东南亚、南亚国家迁移，东南亚、南亚国家服装产业迅速崛起，其中越南、印度、孟加拉增势尤其迅猛。伴随服装企业外迁所带来的是这些国家对工业缝纫机需求的上升，根据 2016 年上半年海关统计出口数据，印度、越南、孟加拉均是我国缝制机械产品出口大国，占比分别达到 15%、10%和 4%。而南亚和东南亚服装厂商目前也是公司的重要发展对象，公司 248 家境外经销商中，南亚和东南亚分别占到 25%和 16%，经销商布局顺应大势。

图表 18：棉质、人造纤维服装对美国出口量（亿美元）



图表 19：我国缝制机械产品主要出口国



来源：Office of Textile and Apparel, 国金证券研究所

来源：海关总署, 国金证券研究所

2.3、电机电控等配套零部件发展为机电一体化提供支持

- **电机电控技术不断发展，成为机电一体化的核心。**随着纺织服装行业对缝制设备更新换代需求的上升，机电一体化成为行业趋势，其中伺服电机和电控系统作为机电一体化的重要零部件，其应用愈加广泛。
- 伺服电机是机电一体化设备中的重要零部件，是《中国制造 2025》战略规划中要突破的智能核心装置。作为缝制机械的核心部件及驱动装置，缝制机械用电机发展经历了离合器电机、涡轮异步电机和永磁伺服电机三个阶段。从 20 世纪 80 年代后期开发应用以来，随着微处理器和自动控制技术的发展、稀土永磁材料制造工艺的完善及其性价比不断提高，永磁伺服电机已经成为缝制机械机电一体化的重要特征。且伺服电机因其节能效果明显，得到了国家政策的大力支持，发展迅速。工业缝纫机在实际工作中约有 30%左右的时间处于停止状态（给料、操作间歇等），永磁伺服电机在控制器通电后处于待机状态，仅在操作人员启动缝纫后才转动，并可根据实际状况调整电机转速，节能效果明显；且电机内部没有摩擦接触部件，机械维护成本较低。伺服控制技术其应用范围在持续扩大，继在平缝机等常规机种上成功应用之后，在其他缝制机械产品领域也呈现广泛应用的趋势。
- 电控控制系统为机械设备工业控制计算机及装置，集伺服驱动、多轴联动等自动化核心技术，是电控类机械设备整机产品的“神经中枢”和“大脑系统”。作为机电一体化的核心，电控系统是提升国产缝制设备竞争力的关键，未来将向信息化、智能化、集成化和节能环保方面发展。

图表 20: 缝纫机伺服电机展示图



来源: 百度图片, 国金证券研究所

图表 21: 缝纫机电控展示图



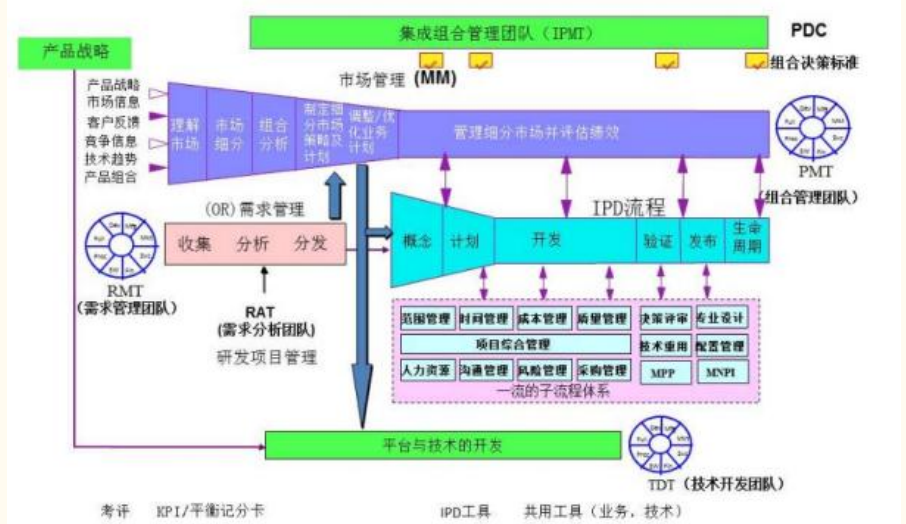
来源: 大豪科技官网, 国金证券研究所

3、行业龙头地位巩固，业绩高增长可期

3.1、持续研发投入+完善经销商网络，龙头地位进一步巩固

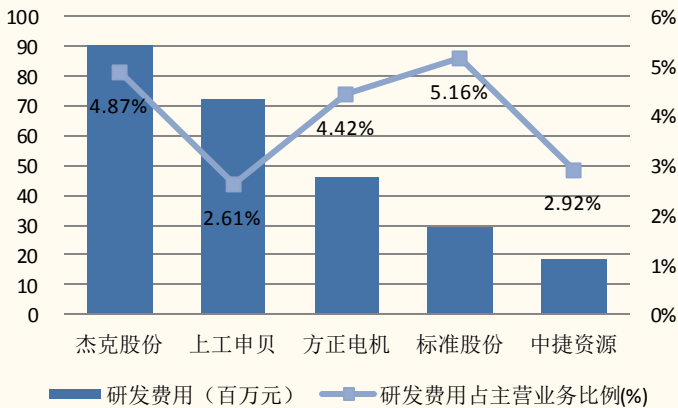
- **自主品牌集中，影响力不断提升。**目前国内缝制机械行业公司为扩大销售，多采取多品牌策略，导致品牌影响力分散。公司的自制整机主要为杰克（Jack）和布鲁斯（Bruce）两大自主品牌产品，少量为贴牌销售，自主品牌销售占收入的比例逐年增长，由2013年89.5%上升至2016年98.1%，品牌影响力不断提升。
- **持续研发投入，发明专利申报数量全行业第一，构筑竞争壁垒。**作为行业骨干企业，公司参与制定多项行业技术标准，并成为唯一的缝制机械行业“国家企业技术中心”。近年来公司研发投入持续增长，2016年研发费用占营业收入4.87%，处于行业领先水平。公司研发人员占员工总数的14.21%，采用IPD（集成产品开发）管理系统，使得产品研发紧跟市场需求，并实现跨部门协作。目前，公司有727项专利、29项软件著作权和170项注册商标，2016年上半年以37项发明专利居缝制机械行业发明类专利申报总量榜首。

图表 22：IPD（集成产品开发）系统



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 23：研发投入对比



来源：wind，国金证券研究所

图表 24：2016 上半年缝制机械行业发明专利申请量排行

2016 年上半年缝制机械行业发明专利申请量排行榜		
序号	申请人	数量
1	杰克缝纫机股份有限公司	37
2	广东溢达纺织有限公司	25
3	桂林溢达纺织有限公司	20
4	天津宝盈电脑机械有限公司	19
5	樊秀英	10
6	JUKI 株式会社	9
7	拓卡奔马机电科技有限公司	8
8	宁波舒普机电股份有限公司	7
9	太仓市鑫泰针织有限公司	7
10	浙江美机缝制机有限公司	6

(数据检索截止日期：2016 年 7 月 12 日)

来源：中国缝制机械协会，国金证券研究所

- **募投项目扩大产能，为市场扩张做充分准备。**随着行业集中度的不断提升，拥有自主研发能力的龙头企业有望通过产品升级和规模效应不断扩大市场份额，将中小企业淘汰出局。面对产品智能化的趋势，公司已做好了充足的产能扩张准备，公司募投的 4 个项目将实现工业缝纫机、裁床、伺服电机在内的全线产品产能翻倍，公司业绩有望进入高速增长阶段。

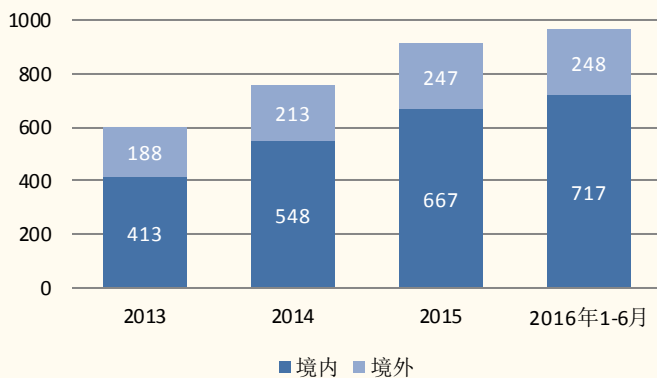
图表 25：公司新募投资项目

项目	2015 年销量	投资金额	投资必要性
年产 100 万台智能节能工业缝纫机项目	约 60 万台	112602.91 万元	进一步适应行业发展趋势，提高劳动生产率，降低生产成本，有助于公司扩大市场份额、赶超世界领先品牌
年产 2 万台特种工业缝纫机技改项目	1.8 万台	16782.99 万元	提升特种工业缝纫机的市场份额，全面缩小与全球领先品牌的差距
年产 45 万台永磁伺服电机技改项目		10591.31 万元	有助于增强公司伺服电机自给率，完善零部件配套体系
年产 300 台自动裁床技改项目	293 台	12361 万元	加快裁床国产化步伐，提升公司缝制设备产业链综合实力

来源：招股说明书，国金证券研究所

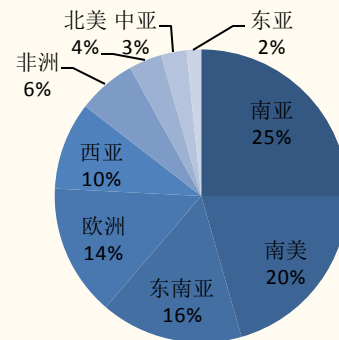
- **公司管理层战略眼光独到，布局经销商网络抓住机遇。**公司工业缝纫机主要通过经销商进行销售，由于下游客户为分散的中小型服装生产企业，渠道管理尤为重要。公司采用 CRM（客户关系管理）系统，对经销商进行培训，并进行末位淘汰。目前公司拥有国内经销商 717 家、国外 248 家，经销商网络逐年扩大，覆盖了亚洲、南美、非洲、欧洲，聚焦具有增长潜力的发展中国家服装企业。受益于早年对海外尤其南亚和东南亚市场的经销商布局，使得公司能够抓住下游服装行业外迁的机遇，境外收入逐年增长。未来，公司看重国内服装行业“机器换人”带来的缝制设备更新换代需求提升，积极拓展国内经销商网络，2014、2015 年分别完成经销商数量同比 33%和 22%的增长。

图表 26：经销商分布



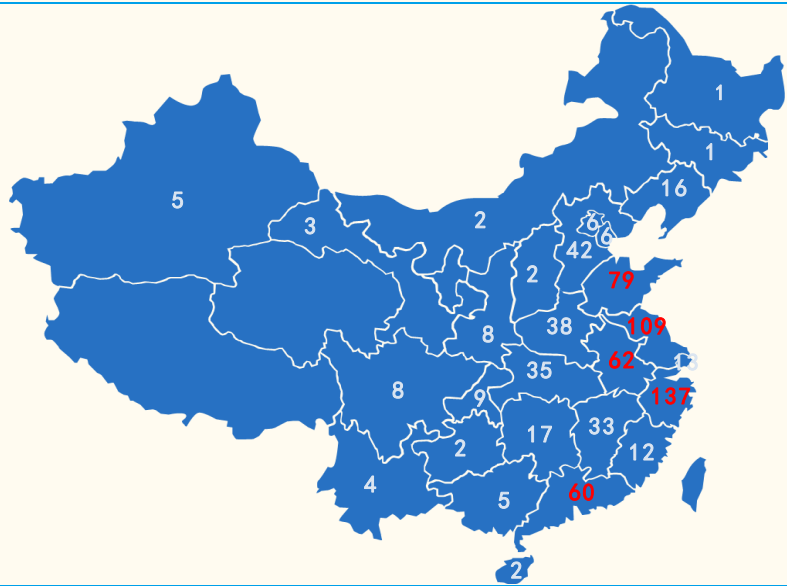
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 27：海外经销商分布



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 28：国内经销商分布情况

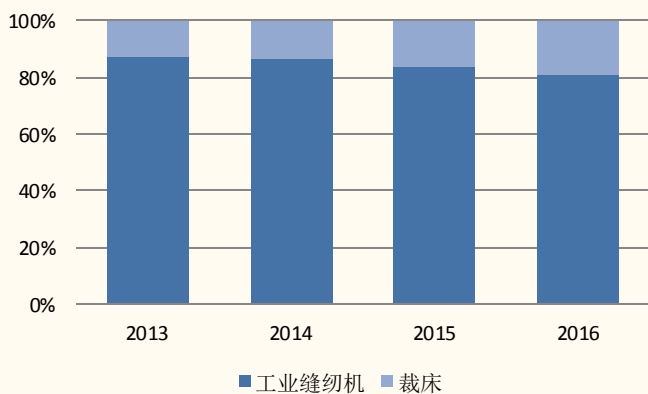


来源：招股说明书，国金证券研究所

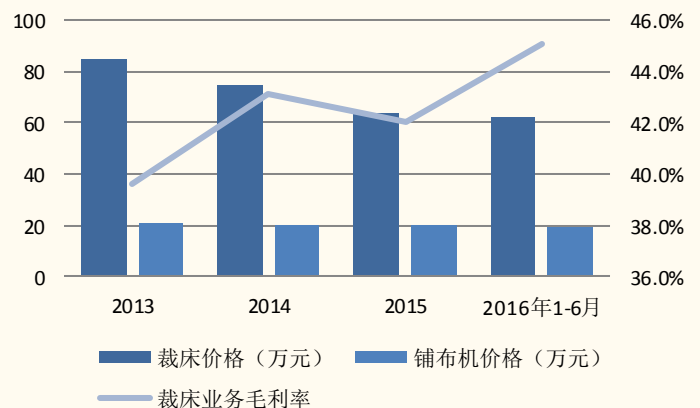
3.2、裁床业务稳步上升，未来潜力巨大

- 裁床收入持续扩张，毛利率上升。**公司裁床业务主要包括裁床、铺布机等缝前设备。2009 年，公司通过德国奔马收购艾斯特奔马的主要资产介入裁床业务，由此实现了缝制机械产品线和产业链的延伸。2010 年起，公司通过子公司拓卡奔马逐步实施裁床业务国产化，主要满足服装行业的需求。裁床业务近年来呈明显扩张趋势，2016 年裁床业务实现销售收入 3.64 亿元，占主营业务比例达到 19.6%，同比增长 41.78%。由于拓卡奔马持续推进部件采购国产化，降低了零部件成本，再加之随着销量的大幅增长，形成规模效应，使得产品成本不断降低，裁床价格持续降低但是毛利率却逐年走高，裁床均价从 2013 年的 85 万元/台将至 2016 年的 62 万元/台，毛利率 43.27%。裁床业务的快速扩张主要系缝纫机与裁床的协同效应带来成本降低与客户资源共享，由此促进了裁床业务收入规模的提升。

图表 29：裁床业务规模变化



图表 30：裁床业务价格和毛利率变化



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

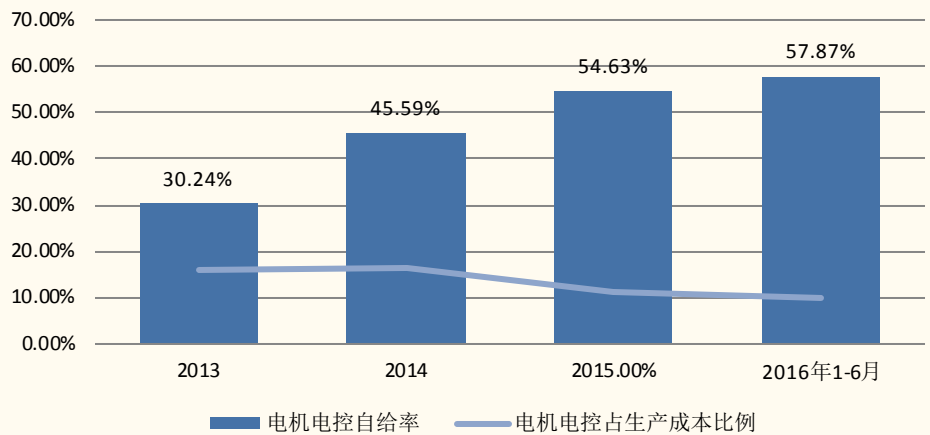
- 裁床应用范围扩大，未来发展潜力巨大。**近年来，裁床的下游应用领域呈现明显扩散趋势，由最初的纺织服装行业领域逐渐向产业用纺织品、交通运输领域、特种材料领域等下游行业扩张。公司的裁床业务主要采取直销方式，目前已可生产用于纺织服装、航空、汽车、家装领域的多款裁床，

并能根据用户需求进行二次开发、量身定做，客户包括 Hugo Boss、空中客车公司、奥迪等公司。裁床业务有望成为公司未来业绩主要增长点，若公司年产 300 台自动裁床技改项目推行顺利，能够实现裁床产量翻番，加快裁床国产化的同时实现规模经济，进一步推动裁床在国内的应用和普及。

3.3、向上游拓展，机电电控自给率不断上升，提升产品毛利

- **入股浙江众邦，向上游拓展，提升机电电控自给率。**公司 2008 年入股浙江众邦机电科技股份有限公司，浙江众邦成立于 2004 年，主要从事于工业缝纫机伺服节能电机的研发生产和销售。公司于 2014 年对其进行全资收购，浙江众邦成为公司全资子公司。自此公司将业务拓展至上游机电电控的生产，完善了缝纫机零部件的供给。2013 年来，公司电脑控制和伺服电机自给率从 30.24% 提高到 67.87%。随着自给率的提高，机电电控作为智能化缝纫机的重要零部件在生产成本中所占比例由 16% 降至 10%，降低了生产成本，提升规模效应。公司募投资建设年产 45 万台永磁伺服电机技改项目，永磁伺服电机节能效果明显，机械维护成本较低，将有助于进一步增强公司伺服电机自给率，完善零部件配套体系。

图表 31：机电电控自给率及成本比例变化



来源：招股说明书，国金证券研究所

3.4、发布员工持股计划，业绩高增长确定性强

- **发布员工持股计划，绑定核心员工利益。**公司 5 月公告向公司董事、监事、高级管理人员赵新庆、郭卫星、阮林兵、黄展洲、谢云娇、车建波、阮美玲、王吉明合计 8 人和其他员工合计不超过 642 人开展员工持股计划，出资金额上限为 3.3 亿元，其中董监高认购上限为 0.53 亿元，预计涉及股票数量 1892 万股，占现有总股份的 9.15%，流通 A 股的 36.4%。资金来源为控股股东合法薪酬、自筹资金、控股股东可为员工提供借款。公司推出持股计划绑定核心员工利益，未来业绩增长确定性增强。

图表 32：公司员工持股计划

持有人	参与本计划的出资金额上限 (万元)	占员工持股计划总份额的比例	解锁期
董监高赵新庆、郭卫星等 8 人	5300	16%	分三期解锁，12 个月、24 个月、36 个月后，分别按照认购总份额 50%、25%、25% 大的比例解锁
其他员工 (不超过 642 人)	27700	84%	
合计	33999	100%	

来源：公司公告，国金证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

- 我们预测公司 2017-2019 年营业收入为 23.9/29.8/34.9 亿元，分别同比增长 29%/25%/17%；归母净利润分别为 2.95/3.69/4.27 亿元，分别同比增长 34%/25%/16%；EPS 分别为 1.43/1.79/2.07 元，对应 PE 分别为 28/22/19 倍。

4.2、投资建议

- 我们认为缝制机械下游纺织服装行业需求回暖，行业产品升级、集中度逐渐提升，公司产品及销售网络布局完善，作为龙头有望不断扩张市场份额；公司裁床业务国产化成效明显、业务规模持续扩张，毛利稳定上升，未来有望成为增长点；公司拓展上游机电电控，提升自给率、降低成本，竞争实力进一步增强。我们给予公司“买入”评级，6-12 个月目标价为 47-50 元。

风险提示

- 下游纺织服装行业景气度下降，缝制机械行业市场竞争加剧。

图表 33：公司产品收入拆分

项 目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
工业缝纫机					
销售收入（百万元）	1,334.34	1,492.68	1,860.00	2,260.00	2,590.00
增长率（YOY）	-10.10%	11.87%	24.61%	21.51%	14.60%
毛利率	27.63%	28.40%	28.00%	27.50%	27.00%
销售成本（百万元）	965.66	1,068.76	1,339.20	1,638.50	1,890.70
增长率（YOY）	-12.12%	10.68%	25.30%	22.35%	15.39%
毛利（百万元）	368.68	423.92	520.80	621.50	699.30
增长率（YOY）	-4.31%	14.98%	22.85%	19.34%	12.52%
占总销售额比重	83.84%	80.38%	77.80%	75.95%	74.30%
占主营业务利润比重	77.27%	72.84%	69.54%	67.41%	65.57%
裁床					
销售收入（百万元）	256.64	363.87	530.00	715.00	895.00
增长率（YOY）	7.45%	41.78%	45.66%	34.91%	25.17%
毛利率	42.02%	43.27%	43.00%	42.00%	41.00%
销售成本（百万元）	148.80	206.42	302.10	414.70	528.05
增长率（YOY）	9.51%	38.73%	46.35%	37.27%	27.33%
毛利（百万元）	107.84	157.45	227.90	300.30	366.95
增长率（YOY）	4.73%	46.00%	44.75%	31.77%	22.19%
占总销售额比重	16.12%	19.59%	22.17%	24.03%	25.68%
占主营业务利润比重	22.60%	27.05%	30.43%	32.57%	34.41%
销售总收入（百万元）	1591.62	1857.14	2390.60	2975.70	3485.80
销售总成本（百万元）	1114.46	1275.18	1641.71	2053.67	2419.29
毛利（百万元）	477.16	581.96	748.89	922.03	1066.51
平均毛利率	29.98%	31.34%	31.33%	30.99%	30.60%

来源：公司公告，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,723	1,592	1,857	2,391	2,976	3,486
增长率		-7.6%	16.7%	28.7%	24.5%	17.1%
主营业务成本	-1,235	-1,114	-1,275	-1,642	-2,054	-2,419
%销售收入	71.7%	70.0%	68.7%	68.7%	69.0%	69.4%
毛利	488	477	582	749	922	1,067
%销售收入	28.3%	30.0%	31.3%	31.3%	31.0%	30.6%
营业税金及附加	-10	-11	-15	-19	-24	-28
%销售收入	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-87	-98	-118	-143	-179	-209
%销售收入	5.1%	6.2%	6.4%	6.0%	6.0%	6.0%
管理费用	-198	-199	-221	-275	-333	-383
%销售收入	11.5%	12.5%	11.9%	11.5%	11.2%	11.0%
息税前利润 (EBIT)	193	169	228	311	386	446
%销售收入	11.2%	10.6%	12.3%	13.0%	13.0%	12.8%
财务费用	-6	10	16	2	11	19
%销售收入	0.4%	-0.6%	-0.8%	-0.1%	-0.4%	-0.6%
资产减值损失	-4	-8	-18	-2	-1	0
公允价值变动收益	-7	2	0	0	0	0
投资收益	8	1	1	3	5	8
%税前利润	3.7%	0.6%	0.5%	0.9%	1.2%	1.6%
营业利润	185	173	227	314	402	473
营业利润率	10.7%	10.9%	12.2%	13.1%	13.5%	13.6%
营业外收支	41	21	25	25	28	30
税前利润	226	194	251	339	430	503
利润率	13.1%	12.2%	13.5%	14.2%	14.5%	14.4%
所得税	-31	-25	-30	-44	-60	-75
所得税率	13.6%	12.8%	12.1%	13.0%	14.0%	15.0%
净利润	196	169	221	295	370	427
少数股东损益	1	-1	0	1	1	1
归属于母公司的净利润	195	170	220	295	369	427
净利率	11.3%	10.7%	11.9%	12.3%	12.4%	12.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	196	169	221	295	370	427
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	43	58	74	48	49	52
非经营收益	10	0	0	-29	-33	-38
营运资金变动	-14	45	-15	-17	31	28
经营活动现金净流	234	272	280	298	417	470
资本开支	-264	-118	-101	-67	-62	-60
投资	4	-44	-84	0	0	0
其他	2	38	5	3	5	8
投资活动现金净流	-258	-124	-180	-64	-57	-52
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	22	-65	72	-135	0	1
其他	-23	-31	-127	-5	-2	-2
筹资活动现金净流	-1	-96	-55	-140	-2	-1
现金净流量	-25	52	45	94	358	417

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	132	145	297	391	749	1,166
应收款项	194	230	265	319	397	465
存货	407	340	376	427	535	630
其他流动资产	32	60	236	239	243	245
流动资产	764	775	1,173	1,376	1,923	2,506
%总资产	51.9%	49.7%	59.0%	61.4%	68.0%	72.6%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	562	623	658	695	729	760
%总资产	38.2%	40.0%	33.1%	31.0%	25.8%	22.0%
无形资产	134	143	143	151	158	166
非流动资产	708	785	816	863	905	944
%总资产	48.1%	50.3%	41.0%	38.6%	32.0%	27.4%
资产总计	1,472	1,560	1,989	2,239	2,828	3,450
短期借款	123	29	135	0	0	0
应付款项	570	534	687	774	967	1,139
其他流动负债	67	73	97	108	134	157
流动负债	759	635	919	881	1,101	1,296
长期贷款	11	40	7	7	7	8
其他长期负债	13	51	53	49	49	49
负债	783	726	979	936	1,157	1,353
普通股股东权益	689	834	1,009	1,303	1,670	2,096
少数股东权益	0	-1	0	0	1	1
负债股东权益合计	1,472	1,560	1,989	2,239	2,828	3,450

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.255	1.097	1.422	1.426	1.788	2.066
每股净资产	4.447	5.383	6.512	8.404	10.777	13.522
每股经营现金净流	1.512	1.753	1.806	1.922	2.692	3.035
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.010	0.010	0.010
回报率						
净资产收益率	28.23%	20.38%	21.84%	22.63%	22.12%	20.37%
总资产收益率	13.21%	10.90%	11.08%	13.16%	13.06%	12.38%
投入资本收益率	20.24%	16.20%	17.32%	20.69%	19.80%	18.01%
增长率						
主营业务收入增长率	11.52%	-7.63%	16.68%	28.73%	24.48%	17.14%
EBIT增长率	1.40%	-12.85%	35.10%	36.77%	24.08%	15.43%
净利润增长率	13.80%	-12.59%	29.61%	33.72%	25.35%	15.56%
总资产增长率	8.44%	5.96%	27.47%	12.61%	26.28%	21.99%
资产管理能力						
应收账款周转天数	36.5	36.4	34.6	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	127.2	122.3	102.4	95.0	95.0	95.0
应付账款周转天数	116.3	107.6	102.4	98.0	98.0	98.0
固定资产周转天数	69.0	98.2	119.1	90.4	71.9	61.5
偿债能力						
净负债/股东权益	0.24%	-9.28%	-15.47%	-29.56%	-44.48%	-55.29%
EBIT利息保障倍数	32.1	-17.2	-14.6	-140.2	-34.1	-23.1
资产负债率	53.19%	46.56%	49.25%	41.82%	40.90%	39.21%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD