

否极泰来

——上海机电研究简报

研究简报

郭泰(分析师)

021-68865595

guotai@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010004

我们预计2019-2021年公司归母净利润10.99(-2.89)、14.07(-1.82)和17.23(-2.00),主要因下调2019-2021年收入增长预期和毛利率回升预期延后。2019年1-10月中国电梯产量增长14.4%,1-9月电梯行业利润总额增长26%,电梯行业回暖趋势延续,且呈“量增价稳”。基于未来中国电梯行业需求回暖趋势持续、预计2020年公司毛利率回升将带动归母净利润增长回升、估值大幅低于可比公司和超50亿元的账面现金,维持“强烈推荐”评级。

● “量增价稳”推动2019年前三季度电梯行业利润总额增26%

根据通力集团三季报,2019年前三季度中国电梯市场竞争依然激烈,但新设备市场的定价相当稳定。我们认为,2019年以来中国电梯行业回暖趋势持续,龙头公司新签订单、收入均较2018年改善,预计2019年中国电梯价格触底。根据国家统计局数据,2019年1-10月中国电梯及升降机产量95.5万台、同比增长14.4%;2019年前三季度中国规模以上电梯企业收入合计1956亿元、同比增长10.94%,利润总额134.48亿元、同比增长25.83%。

● 预计“量增价稳”或推动2020年上海机电归母净利润加速回升

预计2020年上海三菱电梯产量超10万台、复合增速约10%,上海三菱累计销量约100万台;随着三菱电梯存量持续增加、自维保率提升、更新改造项目增加等,预计2020-2021年电梯服务收入复合增速超10%。2019Q3单季度公司毛利率环比降幅收窄至0.17个百分点,我们预计随着前序订单结转和2019年中国电梯新梯销售价格触底、钢材价格下行等,预计2020年上海机电毛利率有望逐季回升,从而带动营业利润率上升和归母净利润加速回升。

● 悲观预期已反映,估值大幅低于可比公司均值,维持强烈推荐

我们认为,当前上海机电股价已反映2019年公司收入和归母净利润增速预期,最差时期已过。截止2019年11月30日,4家A股和2家国外上市可比公司算术平均PE为23.19倍、PB(LF)为3.67倍,大幅高于上海机电估值。基于中国电梯行业“量增价稳”或推动2020年上海三菱净利润加速回升和上海机电母公司可支配现金超50亿元,仍维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示:地产和基建建设周期拉长;应收账款信用减值的风险

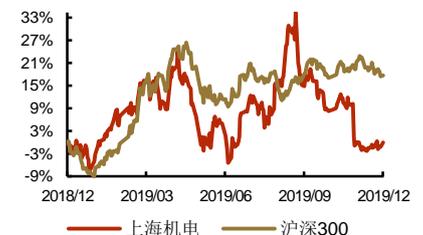
财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	19,471	21,234	22,271	24,206	26,615
增长率(%)	2.8	9.1	4.9	8.7	10.0
净利润(百万元)	1,390	1,268	1,099	1,407	1,723
增长率(%)	-4.1	-8.8	-13.3	28.0	22.5
毛利率(%)	21.8	19.1	16.8	18.5	19.7
净利率(%)	7.1	6.0	4.9	5.8	6.5
ROE(%)	19.0	16.3	13.1	14.5	15.4
EPS(摊薄/元)	1.36	1.24	1.07	1.38	1.69
P/E(倍)	11.2	12.2	14.1	11.0	9.0
P/B(倍)	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2

强烈推荐(维持评级)

市场数据	时间 2019.12.02
收盘价(元):	15.35
一年最低/最高(元):	14.45/20.8
总股本(亿股):	8.07
总市值(亿元):	123.8
流通股本(亿股):	8.07
流通市值(亿元):	123.8
近3月换手率:	32.7%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	3.47	-12.91	-18.59
绝对	0.52	-13.23	2.32

相关报告

《Q2毛利率继续受压,电梯业务或触底回升》2019-08-25

《电梯业务触底回升,改革之路渐行渐近》2019-07-24

《Q1盈利能力环比提升,或打造智能制造平台》2019-05-05

《扣非后业绩增速符合预期,精密减速器业务快速增长》2018-08-16

《精密减速器或将受益下游扩产,电梯现金牛是发展新业务的基石》2018-06-20

目 录

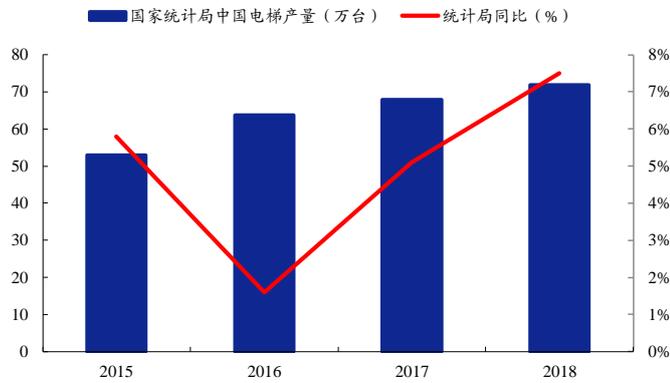
附：财务预测摘要.....	8
---------------	---

图表目录

图 1: 2017-2018 年中国电梯行业产量加速增长.....	3
图 2: 2019 年前 10 月中国电梯行业产量同比增长 14%.....	3
图 3: 2019 年前三季度中国电梯行业主营收入增 11%.....	3
图 4: 2019 年前三季度中国电梯行业利润总额增 26%.....	3
图 5: 2019Q3 中国电梯行业产成品库存增长加速.....	3
图 6: 2018 年中国电梯行业 TOP3 收入同时恢复增长.....	3
图 7: 2019H1 通力中国区和日立收入较 2018 年加速.....	4
图 8: 2018 年上海三菱电梯产量约为通力全球的 50%.....	4
图 9: 上海机电控股上海三菱并参股三菱电机.....	4
图 10: 2016-2019H1 电梯业务占上海机电收入约 94%.....	4
图 11: 2018 年主要上市公司电梯销售均价降幅收窄.....	4
图 12: 2018 年上海机电电梯销售均价降幅大幅收窄.....	4
图 13: 2018 年一线电梯公司电梯售价降幅快速收窄.....	5
图 14: 2018 年二线电梯公司电梯售价降幅继续扩大.....	5
图 15: 上海机电 2019Q3 单季度毛利率环比基本持平.....	5
图 16: 2019 年 11 月上海不锈钢卷价格开始下行.....	5
图 17: 预计 2020 年上海三菱销售电梯约 10 万台.....	5
图 18: 预计 2020 年上海三菱累计销售电梯约 100 万台.....	5
图 19: 预计 2019-2020 年机电电梯服务收入增速超 10%.....	6
图 20: 预计 2019-2020 年上海三菱电梯自维保量增长.....	6
图 21: 2018 年底上海机电母公司员工仅 26 人.....	6
图 22: 预计 2019 年底上海机电母公司现金超 50 亿元.....	6
图 23: 2019 年前三季上海机电营业利润率有所下降.....	7
图 24: 2016-2018 年上海三菱 ROE 高于通力和迅达.....	7
表 1: 可比公司估值比较.....	7

根据国家统计局数据，2019年1-10月中国电梯及升降机产量增14.4%；2019年前三季度规模以上电梯企业收入合计1956亿元、同比增长10.94%，利润总额134.48亿元、同比增长25.83%。虽然国家统计局数据包含升降机、且为规模以上企业，但历年趋势与电梯协会一致，2019年初至今国内电梯行业回暖趋势延续。

图1: 2017-2018年中国电梯行业产量加速增长



资料来源: 国家统计局、新时代证券研究所

图2: 2019年前10月中国电梯行业产量同比增长14%



资料来源: 国家统计局、新时代证券研究所

图3: 2019年前三季度中国电梯行业主营收入增11%



资料来源: 国家统计局、新时代证券研究所

图4: 2019年前三季度中国电梯行业利润总额增26%



资料来源: 国家统计局、新时代证券研究所

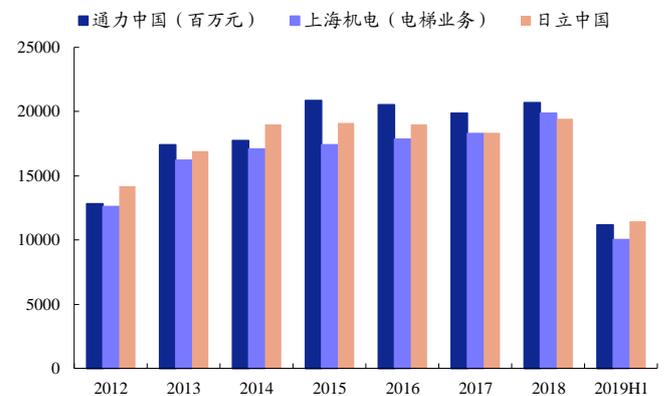
2018年中国电梯行业TOP3收入同时增长，2019H1日立电梯中国收入增长28.14%、通力中国区收入增长21.5%、迅达亚太区增长11.8%、上海三菱增长5%等证实行业回暖趋势。2019Q3电梯行业产成品库存加速增长，回暖趋势将持续。

图5: 2019Q3中国电梯行业产成品库存增长加速



资料来源: 国家统计局、新时代证券研究所

图6: 2018年中国电梯行业TOP3收入同时恢复增长



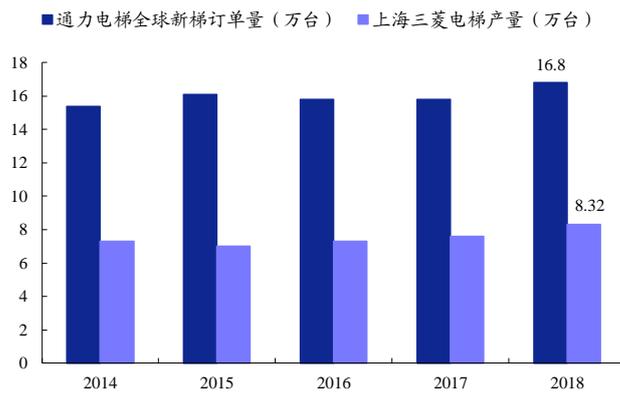
资料来源: 通力集团、上海机电、广日股份、新时代证券研究所
注: 通力中国区收入根据其亚太市场测算, 按照报表日汇率折算

图7: 2019H1 通力中国区 and 日立收入较 2018 年加速



资料来源: 通力集团、上海机电、广日股份、迅达控股、新时代证券研究所 注: 通力和迅达按报表日汇率折算

图8: 2018 年上海三菱电梯产量约为通力全球的 50%



资料来源: 通力集团、上海机电、新时代证券研究所

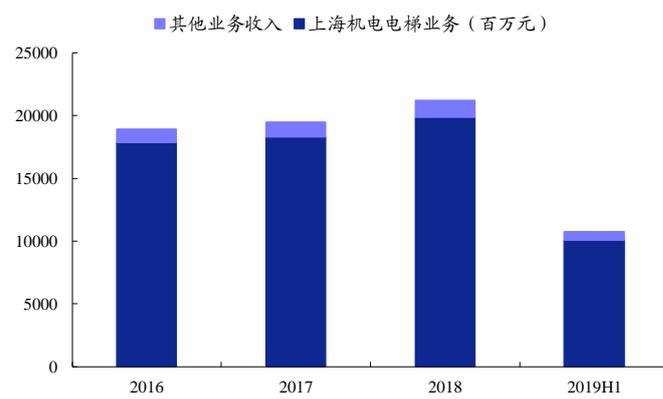
上海机电持有上海三菱 52% 股权, 并参股三菱电机电梯 40% 股权, 电梯业务占上海机电收入约 94%。上海三菱是中国唯一一家由中方控制和管理的合资电梯企业, 2018 年上海三菱电梯产量接近通力电梯全球的 50%。

图9: 上海机电控股上海三菱并参股三菱电机



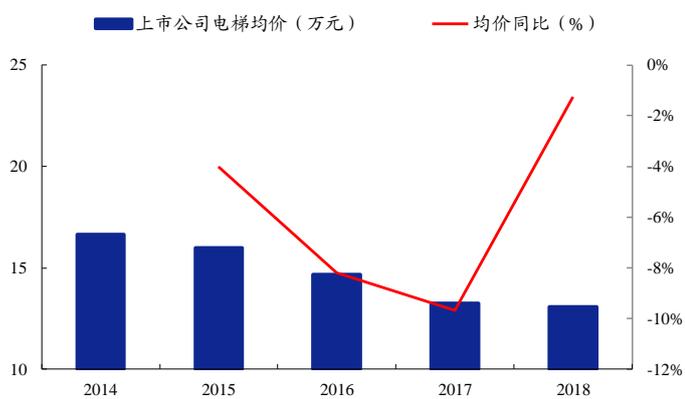
资料来源: 上海机电、新时代证券研究所

图10: 2016-2019H1 电梯业务占上海机电收入约 94%



资料来源: 上海机电、新时代证券研究所

图11: 2018 年主要上市公司电梯销售均价降幅收窄



资料来源: 三菱、康力、广日等公司公告、新时代证券研究所

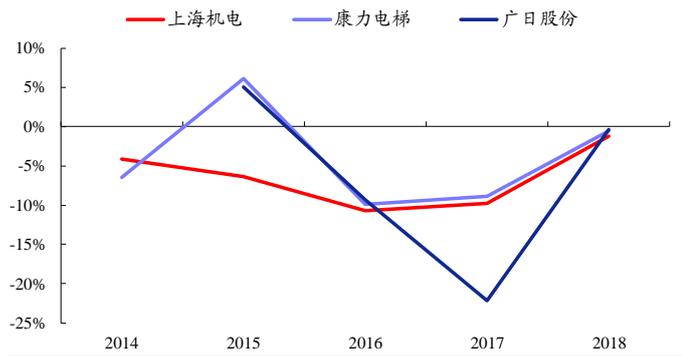
图12: 2018 年上海机电电梯销售均价降幅大幅收窄



资料来源: 上海机电公告、新时代证券研究所

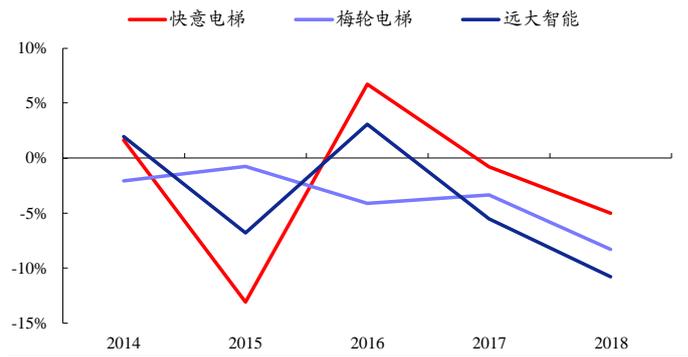
2018 年 6 家电梯上市公司销售电梯均价仅降-0.6%、好于 2016-2017 年的-8.5% 和-10.2%; 其中通力价格略升, 三菱、康力、广日微降, 但二线及三线品牌降价幅度较大。根据通力集团, 2019 年前三季度中国电梯市场竞争依然激烈, 但新设备市场的定价相当稳定。我们认为, 2019 年以来中国电梯行业回暖趋势持续, 龙头公司新签订单、收入均有均较 2018 年改善, 预计 2019 年中国电梯价格已触底。

图13: 2018年一线电梯公司电梯售价降幅快速收窄



资料来源: 上海机电、康力、广日公司公告、新时代证券研究所

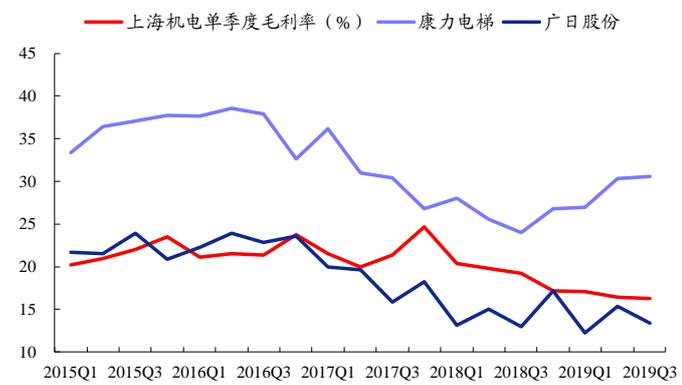
图14: 2018年二线电梯公司电梯售价降幅继续扩大



资料来源: 快意、梅轮、远大智能公告、新时代证券研究所;
注: 远大智能为其垂直电梯销售均价同比增速

自2018Q1以来上海机电单季度毛利率连续7个季度环比下降, 2019Q3为16.27%、环比降幅收窄至0.17个百分点。2019年11月以来钢材价格下行, 结合2019年中国电梯价格触底, 我们预计2020年上海机电毛利率有望逐季回升。

图15: 上海机电2019Q3单季度毛利率环比基本持平



资料来源: 上海机电、康力电梯、广日股份、新时代证券研究所

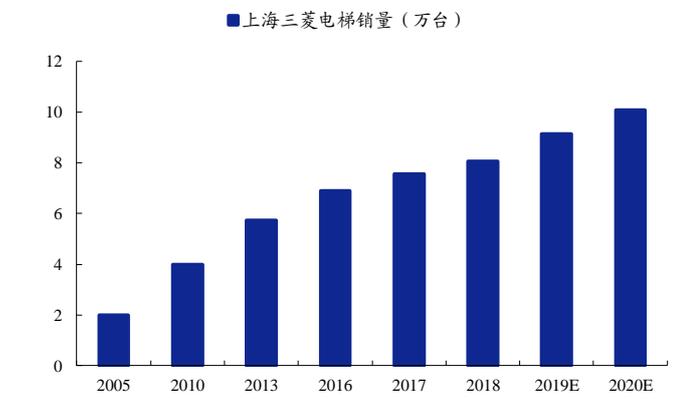
图16: 2019年11月上海不锈钢卷价格开始下行



资料来源: 钢之家、新时代证券研究所

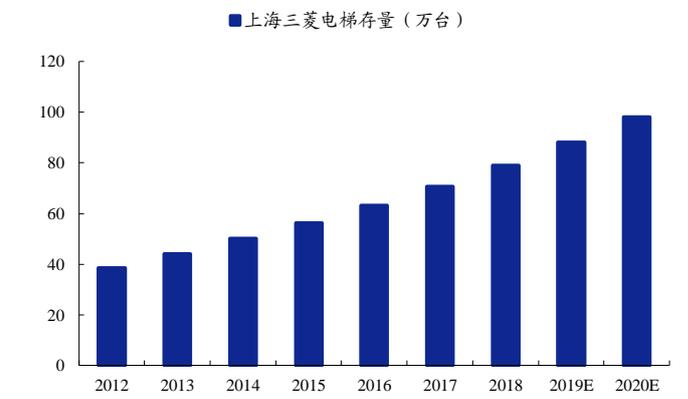
2005-2018年上海三菱电梯销量由2万台连续增长至8.08万台, 2019年11月12日上海三菱第90万台电梯出厂发货。我们预计, 2019年上海机电电梯销量约9万台、2020年约10万台, 至2020年底上海三菱累计销售电梯超过100万台将是电梯服务收入增长的有力保障。

图17: 预计2020年上海三菱销售电梯约10万台



资料来源: 上海机电、新时代证券研究所预测

图18: 预计2020年上海三菱累计销售电梯约100万台

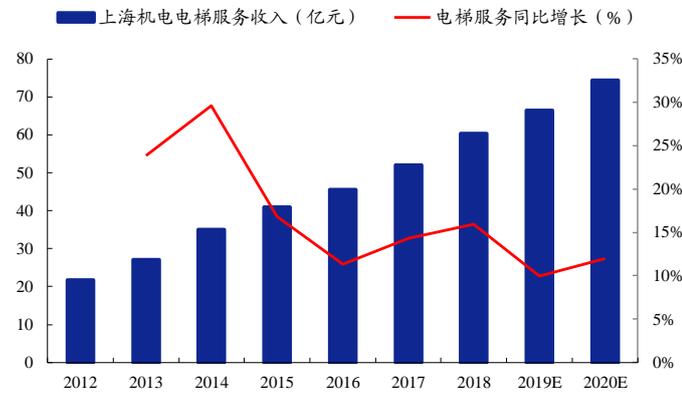


资料来源: 上海机电、新时代证券研究所预测

上海三菱电梯服务包括电梯安装、改造维修和维保服务等, 2018年底上海机电维保电梯总量约30万台; 2018年电梯服务业务收入超过60亿元、同比增长约

16%，电梯服务占电梯业务的比重超过 30%。我们预计，2019-2020 年上海三菱电梯销量约 9 万台和 10 万台，2020 年底累计销售超过 100 万台，未来随着上海三菱电梯存量持续增加、自维保率提升、更新改造项目增加等，预计 2020 年电梯服务收入增速超 10%，电梯业务结构逐步趋向于国际巨头通力电梯。

图19: 预计 2019-2020 年机电电梯服务收入增速超 10%



资料来源: 上海机电、新时代证券研究所预测

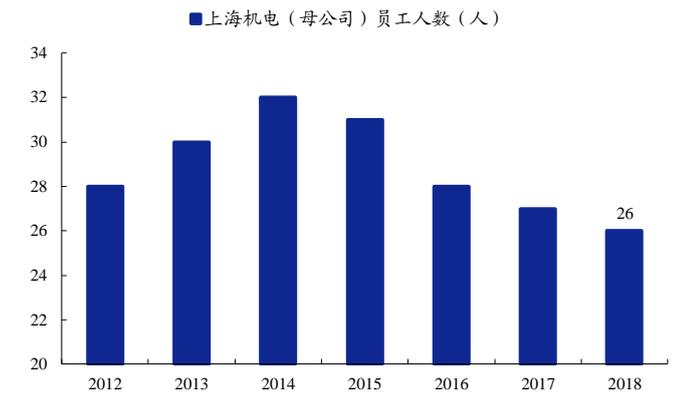
图20: 预计 2019-2020 年上海三菱电梯自维保量增长



资料来源: 通力集团、上海机电、新时代证券研究所预测

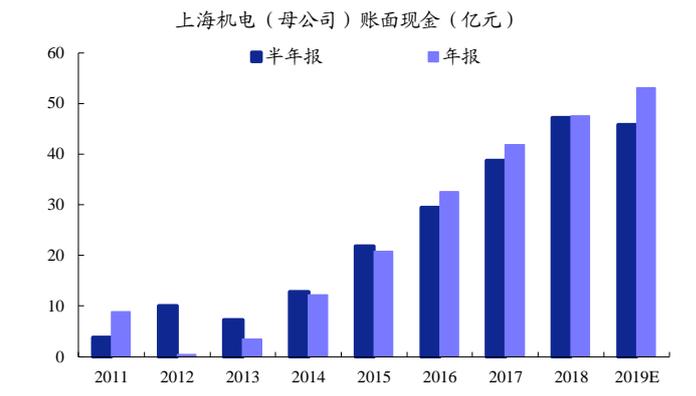
2014-2018 年上海机电（母公司）持续取得上海三菱等控股和参股公司现金分红，母公司扣除当年度向上海机电的股东分红后的剩余现金直接推动母公司账面现金增长，截止 2018 年底母公司账面现金 47.54 亿元、2019Q3 末为 52.64 亿元，我们预计 2019 年底将达到约 53 亿元。至 2018 年底，上海机电（母公司）员工总人数仅 26 人，无经营类资产、几乎无负债和收入，因此母公司账面现金与其控股公司经营无关、即不是运营资金。此外，我们认为上海机电（母公司）账面现金不同于合并报表账面现金，上海机电可以完全自由支配该账面现金。基于上海机电（母公司）获取控股和参股公司等分红现金的持续性、非运营资金和自由支配权利等考量，我们给予 2019 年底该现金资产 1 倍 PB 估值。

图21: 2018 年底上海机电母公司员工仅 26 人



资料来源: 上海机电、新时代证券研究所

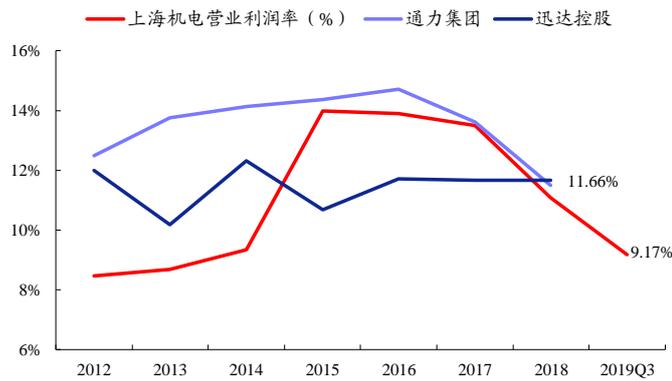
图22: 预计 2019 年底上海机电母公司现金超 50 亿元



资料来源: 上海机电、新时代证券研究所预测

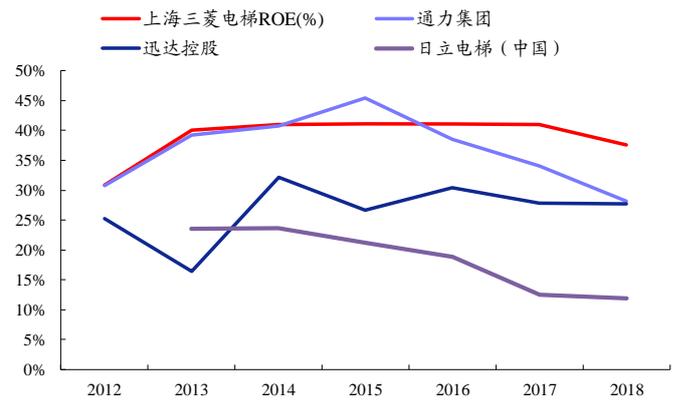
2019 年前三季度上海机电实现收入 166.15 亿元、同比增长 4.43%；营业利润 15.24 亿元、同比下降约 23%，主要因毛利率同比下降 3.2 个百分点使得毛利减少 3.92 亿元和信用减值损失增加 1.24 亿元。2019Q3 单季度公司毛利率环比降幅收窄，我们预计随着前序订单结转和 2019 年中国电梯新梯销售价格触底、钢材价格下行等，预计 2020 年上海机电毛利率有望逐季回升，从而带动营业利润率回升。

图23: 2019年前三季度上海机电营业利润率有所下降



资料来源: 通力集团、上海机电、迅达控股、新时代证券研究所

图24: 2016-2018年上海三菱ROE高于通力和迅达



资料来源: 通力集团、上海机电、迅达控股、新时代证券研究所

2016-2018年上海三菱 ROE 依次为 41.13%、41%和 37.63%，高于同期通力集团、迅达控股和日立电梯(中国)。虽然 2019 年前三季度上海三菱净利润下降幅度较大，但我们认为随着 2020 年电梯业务毛利率逐季回升，上海三菱仍有能力获取较高的 ROE 水平。

表1: 可比公司估值比较

股票代码	公司简称	收盘价	EPS(元、欧元、瑞士法郎)				PE				PB	当前市值(亿元)
		11/30	2017	2018	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	2019(LF)	
002367.SZ	康力电梯	6.69	0.41	0.02	0.32	0.42	16.32	334.50	20.91	15.93	1.82	53
600894.SH	广日股份	7.06	0.46	0.16	0.55	0.66	15.35	44.13	12.84	10.70	0.80	61
002774.SZ	快意电梯	7.40	0.22	0.21			33.64	35.24			2.39	25
603321.SH	梅轮电梯	7.82	0.25	0.16			31.28	48.88			2.30	24
KONE	通力集团	56.96	1.89	1.74	1.87	2.05	30.14	32.74	30.46	27.79	8.37	225
Schindler	迅达控股	237.4	7.82	8.21	8.31	9.16	30.35	28.91	28.55	25.90	6.33	237
算术平均							26.18	37.98	23.19	20.08	3.67	
600835.SH	上海机电	15.18	1.36	1.24	1.07	1.38	11.17	12.24	14.12	11.03	1.38	155

资料来源: 上海机电来自新时代证券研究所预测, 其他可比公司数据来自于 WIND 和彭博, 通力集团单位为欧元、迅达控股单位为瑞士法郎

目前 A 股上市公司中规模较大的有广日股份、康力电梯、快意电梯和梅轮电梯与上海机电业务类似, 国外上市可比公司有通力电梯和迅达控股。按照 WIND 一致预期和彭博资讯预期数据(2019 年 11 月 30 日), 上述可比公司对应 2017-2019 年算术平均 PE 分别为 26.18 倍、37.98 倍(剔除康力电梯)和 23.19 倍; 算术平均 PB(LF) 为 3.67 倍。

我们预计 2019-2021 年上海机电营业总收入 222.7 (-5.37)、242 (-12.37) 和 266 (-15.31) 亿元; 归母净利润 10.99 (-2.89)、14.07 (-1.82) 和 17.23 (-2.00), 同比依次增长-13.3%、28%和 22.5%, 下调盈利预测主要因下调 2019-2021 年收入增长预期和毛利率回升预期延后。我们认为, 当前上海机电股价已反映 2019 年公司收入和归母净利润增速预期。基于未来中国电梯行业需求回暖趋势持续、公司毛利率回升带动营业利润率回升、且当前公司估值大幅低于可比公司 PE 和 PB 估值水平, 维持“强烈推荐”评级。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	28504	28450	29599	32656	35222	营业收入	19471	21234	22271	24206	26615
现金	14414	13209	13737	14766	16214	营业成本	15227	17179	18520	19724	21375
应收票据及应收账款合计	3130	3597	4383	4766	5255	营业税金及附加	118	88	89	104	109
其他应收款	222	366	245	411	317	营业费用	707	724	742	787	838
预付账款	1892	1484	1609	1849	1980	管理费用	1298	649	653	726	785
存货	8746	8981	9175	10354	10915	研发费用	0	697	702	741	812
其他流动资产	100	813	450	510	541	财务费用	-219	-266	-279	-278	-287
非流动资产	5016	5211	5434	5744	6053	资产减值损失	85	146	160	136	120
长期投资	2311	2342	2702	3052	3383	公允价值变动收益	0	-9	-2	-3	-4
固定资产	1557	1531	1519	1525	1528	其他收益	38	38	38	38	38
无形资产	394	362	366	355	374	投资净收益	335	307	384	365	350
其他非流动资产	754	976	846	812	768	营业利润	2626	2353	2093	2649	3233
资产总计	33520	33662	35033	38400	41275	营业外收入	76	74	75	74	75
流动负债	20717	20156	20056	21554	22124	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	35	39	37	38	37	利润总额	2701	2426	2167	2722	3306
应付票据及应付账款合计	2355	2899	2549	2891	2866	所得税	340	290	256	338	410
其他流动负债	18328	17218	17470	18625	19221	净利润	2361	2136	1912	2385	2896
非流动负债	373	376	386	381	383	少数股东损益	971	867	812	978	1173
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	1390	1268	1099	1407	1723
其他非流动负债	373	376	386	381	383	EBITDA	2503	2256	1971	2525	3100
负债合计	21090	20532	20442	21935	22507	EPS(元)	1.36	1.24	1.07	1.38	1.69
少数股东权益	2395	2326	3138	4116	5289						
股本	1023	1023	1023	1023	1023	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	2039	2039	2039	2039	2039	成长能力					
留存收益	6898	7734	8969	10509	12380	营业收入(%)	2.8	9.1	4.9	8.7	10.0
归属母公司股东权益	10036	10804	11453	12349	13479	营业利润(%)	-0.3	-10.4	-11.0	26.5	22.0
负债和股东权益	33520	33662	35033	38400	41275	归属于母公司净利润(%)	-4.1	-8.8	-13.3	28.0	22.5
						获利能力					
						毛利率(%)	21.8	19.1	16.8	18.5	19.7
						净利率(%)	7.1	6.0	4.9	5.8	6.5
						ROE(%)	19.0	16.3	13.1	14.5	15.4
						ROIC(%)	-30.4	-37.8	-31.5	-37.0	-40.9
						偿债能力					
						资产负债率(%)	62.9	61.0	58.3	57.1	54.5
						净负债比率(%)	-113.0	-97.9	-91.7	-87.5	-84.5
						流动比率	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6
						速动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
						应收账款周转率	7.0	6.3	5.6	5.3	5.3
						应付账款周转率	7.2	6.5	6.8	7.3	7.4
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.36	1.24	1.07	1.38	1.69
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.64	0.07	0.76	1.41	1.95
						每股净资产(最新摊薄)	9.81	10.56	11.20	12.07	13.18
						估值比率					
						P/E	11.2	12.2	14.1	11.0	9.0
						P/B	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2
						EV/EBITDA	1.5	2.2	2.7	2.1	1.6

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1930	188	774	1447	1992
净利润	2361	2136	1912	2385	2896
折旧摊销	232	224	205	228	256
财务费用	-219	-266	-279	-278	-287
投资损失	-335	-307	-384	-365	-350
营运资金变动	-577	-1791	-718	-531	-547
其他经营现金流	467	193	38	8	24
投资活动现金流	952	1246	-83	-181	-239
资本支出	170	264	-98	-60	-11
长期投资	49	0	-360	-30	-330
其他投资现金流	1172	1510	-541	-271	-581
筹资活动现金流	-1242	-1416	-163	-237	-305
短期借款	5	5	-2	1	-1
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-1	-1	0	0	0
其他筹资现金流	-1246	-1420	-161	-239	-304
现金净增加额	1611	34	528	1028	1449

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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、竞争性因素以及新时代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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

郭泰，首席机械行业分析师，上海交通大学硕士，证券从业经验6年，2017年12月进入新时代证券研究所。2013-2017年曾先后就职于中信建投证券和国泰君安证券，任机械行业分析师。2014年新财富军工行业第1名团队成员，2015年新财富机械行业第6名，2016年金牛奖装备制造业第3名，2017年新财富机械行业入围。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

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。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>