



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

# 领先的LED照明产品和方案供应商

——勤上光电（002638）

2011年11月11日

建议申购

勤上光电

新股定价

## 摘要:

- **本土领先的LED照明产品和方案供应商。**公司从事照明产品的研发、生产和销售，在产业链上，公司位于LED照明产业链芯片-封装-应用中的下游应用，但公司也购买芯片进行封装，但封装都用到公司内部的照明产品中，不对外销售。户外照明和室内照明在内的LED功能照明是在公司LED景观照明业务的基础上发展起来，是公司主营业务的发展方向，收入已经超过公司一半。
- **LED照明市场前景广阔明朗。**LED照明在各应用领域都具备明显的优势，随着激烈的竞争、规模效应、生产效率的提高、芯片发光效率的提高、散热和结构设计的简化，目前LED应用已经具备成本优势。全球LED照明渗透率将从2011年的10%达到2012年的15%，中国半导体照明市场未来3年的复合增长率也将超过50%。
- **公司未来的竞争力来自于品牌、渠道、应用和商业模式的创新。**对于LED产业，上游LED芯片拼的是技术、资金和规模。下游终端照明产品拼的是品牌、渠道、应用创新和商业模式的创新。中游拼的是规模和成本，受两头挤压，最为尴尬。
- **盈利预测与估值。**预期11-13年公司净利润为1.17亿，1.61亿，1.9亿，对应的摊薄后的eps分别为0.62、0.86、1.05元。国内同类LED公司11年均PE为32倍，考虑到勤上光电在国内照明领域有较强的竞争能力，给予公司11年30倍-33倍的估值区间，建议询价区间为18.6元-20.46元，上市后目标价为25.8元。

## 财务指标预测

指标	10A	11E	12E
营业收入(百万元)	636	832	1,118
增长率(%)	15.1%	30.8%	34.4%
净利润(百万元)	117	161	196
增长率(%)	44.2%	37.7%	21.9%
每股收益(元)	0.62	0.86	1.05
净资产收益率(%)	13.11%	/	/
PE	/	/	/
PB	/	/	/

王玉泉

计算机行业分析师

执业证书编号: S1480510120008

联系人 唐敏

010-66554040

tangmin@dxzq.net.cn

询价区间

18.4-20.46

上市首日定价区间

20.46-22.50

## 发行上市资料

总股本(万股)	18733.5
发行量(万股)	4683.5
发行日期	2011-11-16
发行方式	网下询价+网上申购
保荐机构	国信证券
预计上市日期	2011-11

## 发行前财务数据

每股净资产(元)	6.15
净资产收益率(%)	13.11
资产负债率(%)	35.28

## 主要股东和持股比例

东莞勤上	34.53%
其它股东	23.77%

## 目 录

1 本土领先的照明产品和方案供应商.....	3
1.1 户外照明和室内照明是公司未来的主要发展方向 .....	3
1.2 公司未来目标和战略 .....	5
1.3 股权结构和本次发行情况 .....	6
2 LED 照明市场前景明朗广阔.....	6
2.1 LED 照明各领域应用优势明显，价格已具备竞争力.....	6
2.2 LED 照明将从 12 年开始进入高速渗透期，容量巨大 .....	9
3 公司未来竞争力：品牌、渠道、应用和商业模式创新 .....	10
4 募投项目分析：产能大幅增加.....	12
5 盈利预测与估值.....	12
5.1 盈利预测 .....	12
5.2 估值与定价 .....	13
6 风险提示.....	14

## 表格目录

表 1: LED 照明在各领域的竞争优势.....	6
表 2: 募集项目投资情况.....	12
表 3: 募投前后产能变化.....	12
表 4: 勤上光电盈利预测简表.....	13
表 5: 国内同类 LED 公司估值表.....	13

## 插图目录

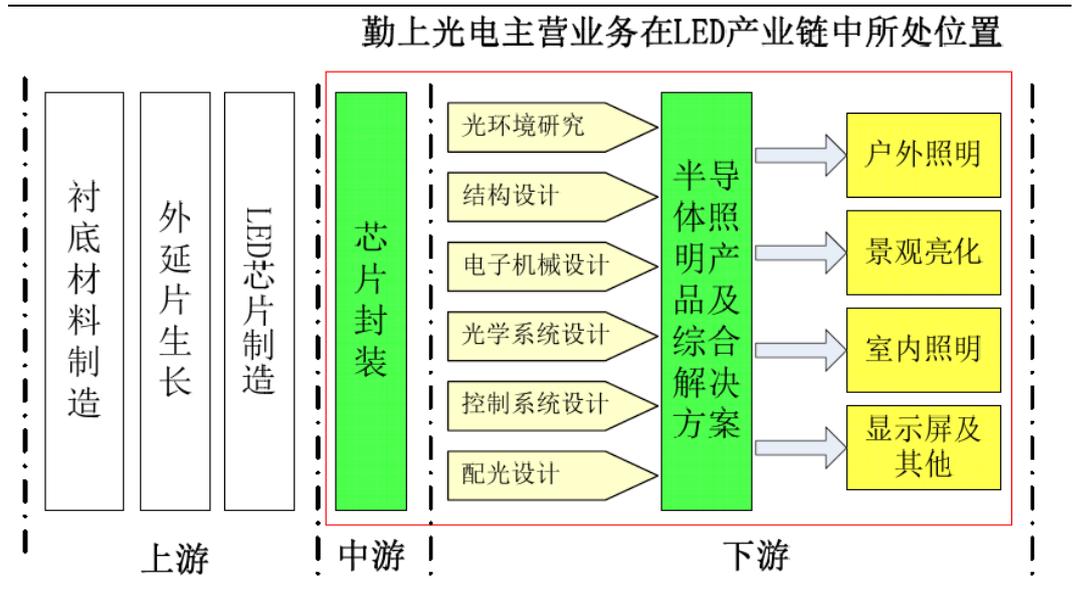
图 1: 勤上光电在 LED 产业链中所处的位置 .....	3
图 2: 户外照明产品.....	3
图 3: 景观照明产品.....	4
图 4: 室内照明产品.....	4
图 5: 08-10 年主营业务收入变化 .....	4
图 6: 2010 年收入结构.....	5
图 7: 公司发行前股权结构.....	6
图 8: 主流白光 LED 三季度报价.....	7
图 9: 100-120lm 大功率冷白光芯片价格变化 .....	8
图 10: 120-140lm 大功率冷白光芯片价格变化 .....	8
图 11: 半导体照明细分市场 .....	9
图 12: 2009-2013 年 LED 照明市场渗透率变化 .....	10
图 13: 中国照明市场规模.....	10

## 1 本土领先的照明产品和方案供应商

### 1.1 户外照明和室内照明是公司未来的主要发展方向

公司从事照明产品的研发、生产和销售，在产业链上，公司位于 LED 照明产业链芯片-封装-应用中的下游应用，但公司也购买芯片进行封装，但封装都用到公司内部的照明产品中，不对外销售。

图 1：勤上光电在 LED 产业链中所处的位置



资料来源：招股说明书

最近三年(08年-11年)公司的主营业务收入分别为 4.57 亿、4.24 亿、5.52 亿，2011 年上半年收入为 3.19 亿。主营业务产品分为四类：户外照明、景观亮化、室内照明、显示屏及其它。

图 2：户外照明产品



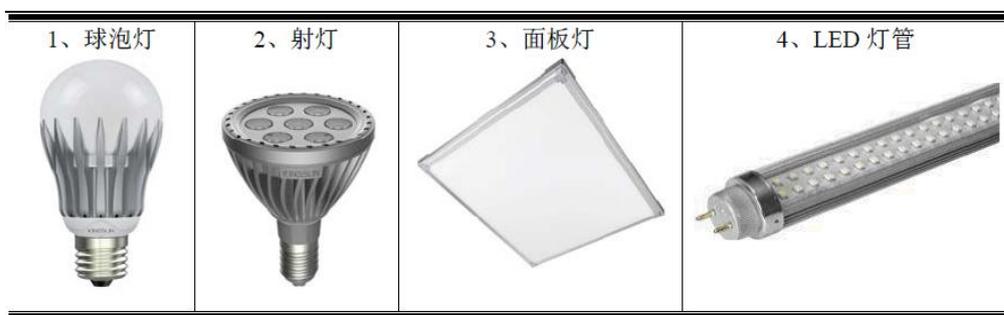
资料来源：招股说明书

图 3：景观照明产品



资料来源：招股说明书

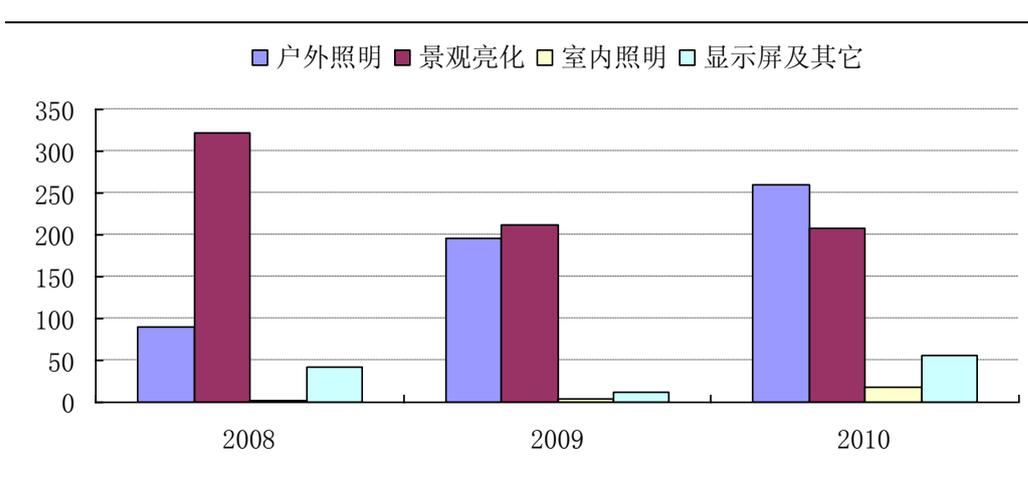
图 4：室内照明产品



资料来源：公司招股说明书

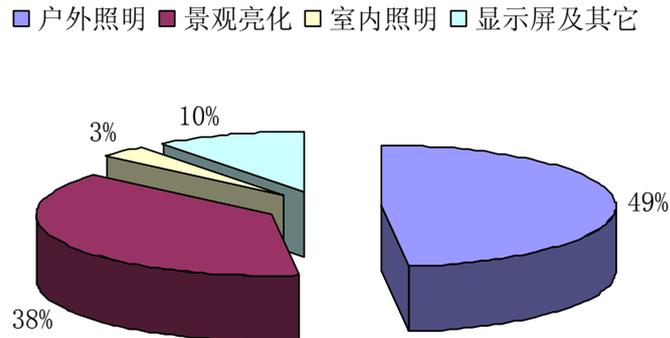
08-10 年各类产品收入结构如下图 2 所示，户外照明和室内照明在内的 LED 功能照明是在公司 LED 景观照明业务的基础上发展起来，是公司主营业务的发展方向，收入已经超过公司一半，如图 3 所示。

图 5：08-10 年主营业务收入变化



资料来源：招股说明书 东兴证券

图 6：2010 年收入结构



资料来源：招股说明书 东兴证券

2008 年、2009 年、2010 年，公司在景观亮化半导体照明领域的市场占有率分别为 3.88%、2.16%和 1.73%，在户外半导体照明领域的市场占有率分别为 11.82%、19.42%和 15.31%，在室内半导体照明领域的市场占有率分别达到 24.47%、12.44%和 17.54%。

## 1.2 公司未来目标和战略

半导体照明替代传统照明刚刚开始，未来空间巨大，公司目前已经取得了领先优势，公司努力发展成为半导体照明时代具有世界级品牌影响力的民族企业。

产品方面，公司将建立与绝大部分现存传统功能性照明产品对应的替换性 LED 照明标准化产品体系，计划到 2013 年底，公司产品库中 LED 照明常规标准化产品达到 4000 款以上。

同时，针对不同照明应用场景的内在需求和新建项目，根据 LED 照明自身的优势和环境特点，公司将继续大力以应用需求为出发点在每一细分照明应用领域开发先导型创新应用产品，同时着手进行照明建材化的前沿技术研究工作和产品开发工作。

公司将通过基础研究、应用技术研究、集成技术研究和产品开发紧密配合，创新型产品开发和改进型产品开发分部进行，公司本部和产学研机构有效合作的立体化产品开发模式进一步提升新产品的开发能力，大幅缩短新产品开发周期。

市场方面，公司将在国内建立八大区域运营管理中心，并逐步将其扩展到每个省、自治区和直辖市。公司将不断完善区域运营管理中心的职能，将其发展成为经销商的开发、服务和管理机构，并将其建设成为分布在各地的 LED 产品展销中心和光体验中心；同时，公司的区域运营管理中心还将与总部的战略营销部门一道，积极拓展本区域内项目市场，发展项目合作伙伴，协助提升经销伙伴的项目运作能力。公司计划在 2012 年之前建立起覆盖国内一线城市和主要二线城市的经销商体系，并在此基础上

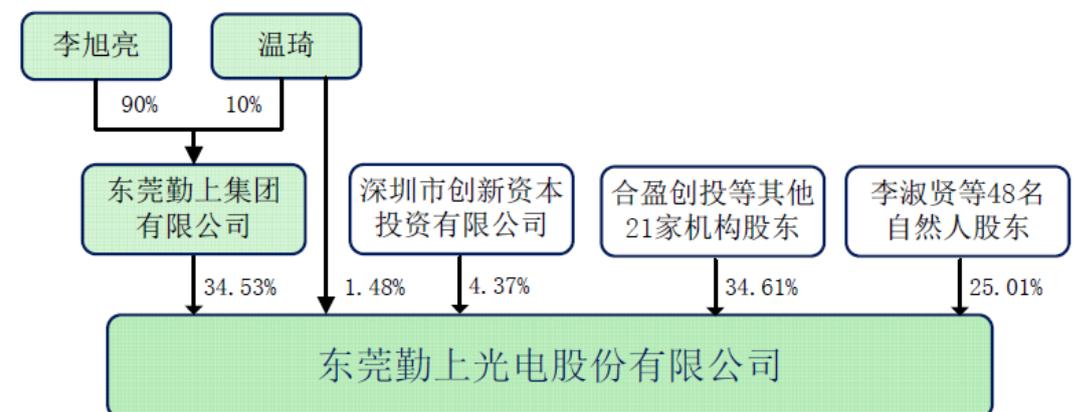
建立起以专卖店为主的终端销售渠道，争取在 2014 年之前通过连锁加盟方式发展专卖店 800 家以上。

公司将与照明设计机构、照明工程实施单位以及照明设计师建立良好的互动关系。2011 年开始，公司将成立专门的部门负责与上述单位和个人进行日常化的信息沟通，及时听取其对公司新产品开发的意见和建议，及时传递公司最新的产品信息，适时召开新产品发布会和产品培训会，组织公司自身的设计资源为其提供协同服务，令公司品牌成为工程照明领域 LED 照明的首选品牌。

### 1.3 股权结构和本次发行情况

公司拟公开发行人 4683.50 万股，发行后总股本为 1.87 亿股，发现股本占发行后总股本的 25%，募集资金用于户外照明、室内照明、景观照明的业务的拓展。发行前公司的股权结构如下图所示。

图 7：公司发行前股权结构



资料来源：招股说明书

## 2LED 照明市场前景明朗广阔

### 2.1LED 照明各领域应用优势明显，价格已具备竞争力

与传统照明相比，半导体照明有四大优势：1、在节能效果、工作寿命、环保等方面有突出。2、在配光设计方面有更广阔的应用空间，更好的满足不同应用场景的需求。3、能充分利用信息控制技术，实现照明的智能化。4、可以提供更能满足应用需求的解决方案。

表 1：LED 照明在各领域的竞争优势

应用领域	优 势
户外	1、LED 灯具有很强的光的指向性，没有光的漫射，保证光效； 2、通过配光（即二次光学设计）和智能控制提高光照效率，达到节能目的。
景观	1、LED 灯响应速度快、易于控制，可以实现光色的快速多样变化，构造出许多动态效果；可进行大规模的集中控制，将整个建筑外墙作为一个显示屏； 2、灯具的外型设计上具有很高的灵活性，可根据需要定制灯具的尺寸或做成点状、线状或面光源，更好的实现见光不见灯的效果。
室内	1、半导体照明光的可控性强，灯具设计上具有很高的灵活性，可根据需要做成点状、线状或面光源，容易进行个性化设计； 2、显色性好、无频闪，能够取得更好的照明效果，给人舒适的照明体验。
新能源	LED 是低压直流器件，直流的特点使 LED 特别适合与太阳能、风电进行结合。
医疗	1、显色性强，增加了人体血液与其他组织、脏器的色差，使手术视野更清晰； 2、无红外、紫外辐射，可有效避免手术创面失水和感染； 3、可通过照度系统调节工作面照度，使光线更加舒适，减少医生的视觉疲劳。
农业	1、育苗时遇到阴雨天光照不足，应用 LED 光源制成的补光灯比普通灯节能； 2、LED 光可控性强，可以通过调节光波有针对性地诱虫、灭虫。
展示	1、光的指向性强，可以按要求突出显示商品； 2、LED 灯不含紫外光，不对艺术品或对紫外敏感物品造成伤害。
低温	1、即使在零下 40 摄氏度的环境下，也能不需要特殊的电路或程序设计瞬间启动。 2、LED 在低温环境下发光效率几乎不受影响，甚至有可能好于常温环境。
汽车	1、LED 光源没有灯丝、灯泡或密封气体的结构，具有极高的抗震性能； 2、LED 灯通电后具有极快的响应速度，适用于刹车灯； 3、LED 灯产生的辐射热量很低，灯腔中温度变化很小，前照灯常用的耐热金属材料可以被取代。不仅材料成本得以降低，而且避免了防锈防腐等不环保的工艺。
特种照明	LED 光源抗震性、耐受性、密封性好，且热辐射低、体积小、便于携带，可广泛应用于防爆、野外作业、矿山、军事行动等特殊工作场所或恶劣工作环境之

资料来源：招股说明书

之前限制 LED 照明其大规模应用的一直是昂贵的成本，目前随着激烈的竞争、规模效应、生产效率的提高、芯片发光效率的提高、散热和结构设计的简化，目前 LED 应用已经具备成本优势。根据 LEDinside 数据显示，芯片过去 4 个季度每季度价格环比下降 10%。单颗 1 瓦 100-120lm 大功率芯片 3 季度价格已经比去年 3 季度下降了 40%，120-140lm 芯片降低了 30%。

图 8：主流白光 LED 三季度报价

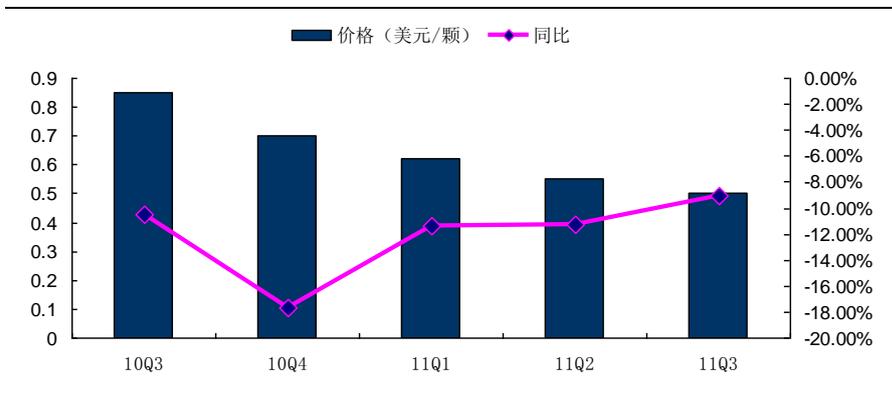
主流白光LED报价 (US\$美元)

应用	封装种类	电流 (mA)	电压 (Typical)	光强度//光效	2011第三季价格 (US\$美元)		
					高点	低点	涨跌幅%
电视	5630	120	3.2	28-34lm	0.13	0.09	-12%
显示屏	3020	20	3.2	1800-2000	0.06	0.03	-5%
	3014	20	3.2	1900-2200	0.07	0.03	-5%
笔记本	0.8t	20	3.2	2000-2300	0.08	0.04	-8%
	0.8t LV	20	2.8-3.0	2200-3000	0.15	0.07	-7%
手机	0.4t/0.6t	20	3.2	1400-1800	0.07	0.05	-8%
	0.6t	20	3.2	1900-2500	0.15	0.06	-10%
大功率	Cool white	350	3.2	100-120 (lm)	0.85	0.50	-8%
		350	3.2	120-140 (lm)	1.20	0.80	-9%

Source: LEDinside

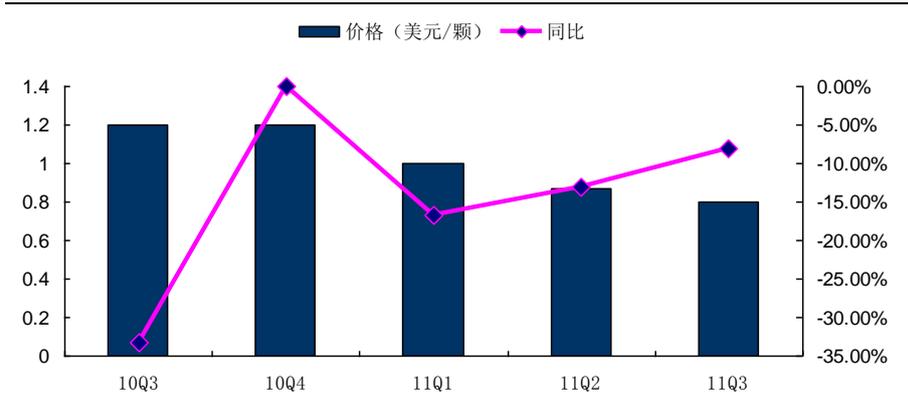
资料来源: LEDinside

图 9: 100-120lm 大功率冷白光芯片价格变化



资料来源: LEDinside 东兴证券

图 10: 120-140lm 大功率冷白光芯片价格变化



资料来源: LEDinside 东兴证券

根据 LEDinside 提供的信息, 取代传统 40 瓦白炽灯泡亮度规格的 LED 灯泡均价 2011 年以来呈现持续稳定下滑的态势, 今年 9 月份国际市场平均零售价已达到 23.6 元美

金，与 2010 年同期相比，下滑幅度约为 20%，而个别厂商的战斗机种甚至有更高的下滑幅度。若从区域市场的价格变化来看，以往价格最低的区域是在日本，但是在 2011 年 5 月开始，韩国市场出现美金近 12 元的 LED 灯泡产品。取代 60 瓦白炽灯泡的 LED 灯泡产品价格今年加速下滑，2011 年 9 九月的价格显示，仅仅是一季价格跌幅高达 13%，且平均零售价已跌破美金 40 元。由国际一线大厂在内的照明领导厂商所推出替代传统 60 瓦、亮度 800 流明的 LED 灯泡，目前最低价格也低于 25 美元，可说是最具有价格竞争力。

LEDinside 表示，国际市场上期待的甜蜜点，也就是可接受的最佳价格为美金 10 元，由于目前 LED 每年跌价大约在 35-40%之间，加上电子、机构、散热等零组件价格下滑，及参考历史灯泡价格走势，预期取代传统 40 瓦的 LED 灯泡售价在美金 10 美元的目标，将会于 2012 年的第二季前到达，而替代传统 60 瓦的 LED 灯泡价格，也可望于 2013 年上半年达到目标，市场逐步打开的速度会加快，LED 灯泡的春天可望更早来临。

除此之外，各国政府对绿能产业的奖励、补助政策中，除了太阳能发电的奖励补贴政策外，也应该纳入 LED 照明，以价格补贴的方式，反应 LED 灯泡节省的电费、能源消耗与碳排放。预期在各国提高对 LED 产业扶植与奖励的政策公布，以及相关的产业标准更齐备后，LED 照明市场的未来将更为光明。

## 2.2 LED 照明将从 12 年开始进入高速渗透期，容量巨大

图 11：半导体照明细分市场

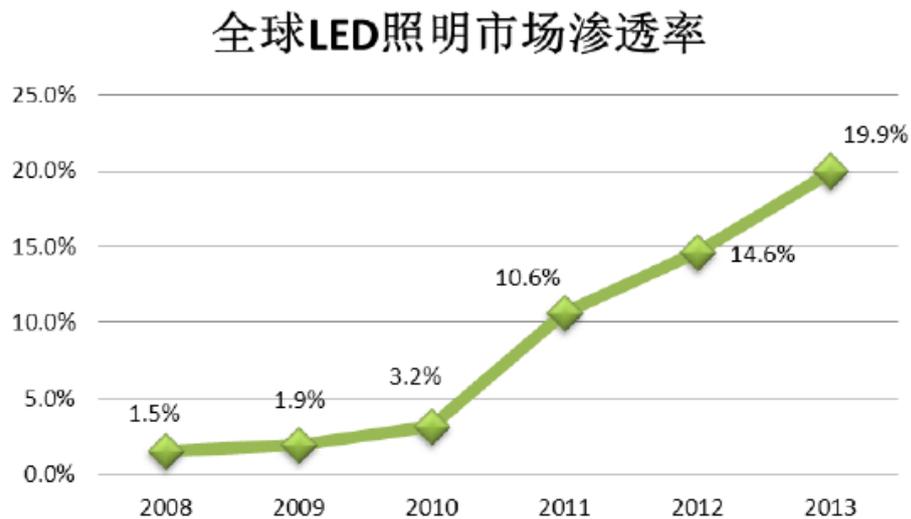


资料来源：招股说明书

Philips 预计在 2010-2020 年全球照明行业将以平均 6% 的速度增长，预计 LED 照明占通用照明领域的比例在 2015 年将达到 50%，LED 照明产品将全面进入传统照明领域。DIGITIMES 研究结果表明，2010 年全球的照明市场总体规模达到了 1302.07 亿美元。全球的 LED 照明市场规模在未来几年内将面临高速增长，DIGITIMES 预

计全球的 LED 照明将于 2013 年增长到 316.15 亿美元。图 12 为 DIGITIMES 预计的 2009-2013 年全球 LED 照明市场渗透率。根据中国照明协会的预估，中国 LED 照明市场规模未来 3 年复合增长率也达到 50%。

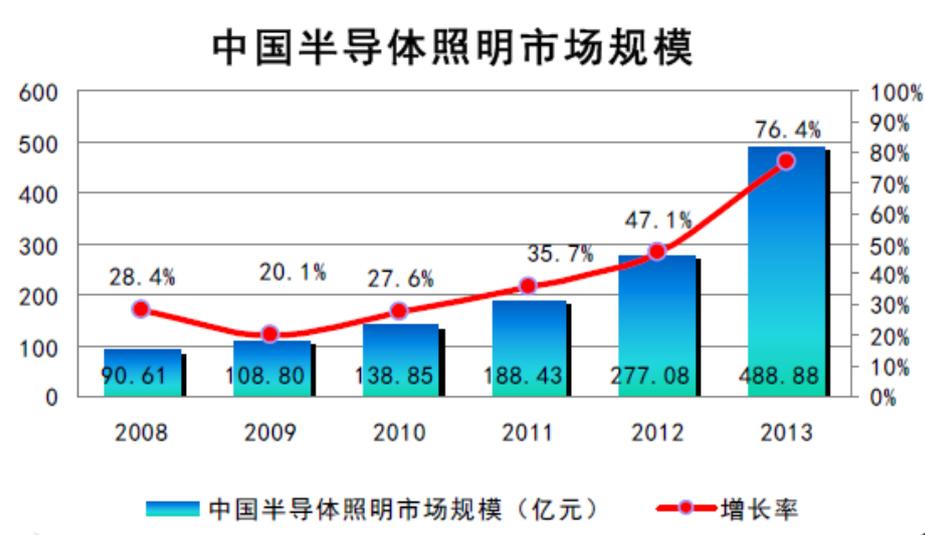
图 12: 2009-2013 年 LED 照明市场渗透率变化



数据来源：中国照明学会、DIGITIMES, 2010/12

资料来源：招股说明书

图 13: 中国照明市场规模



数据来源：中国照明学会

资料来源：招股说明书

### 3 公司未来竞争力：品牌、渠道、应用和商业模式创新

我们认为，对于 LED 产业，上游 LED 芯片拼的是技术、资金和规模。下游终端照明产品拼的是品牌、渠道、应用创新和商业模式创新，当然，产品质量是基础，但这并不容易拉出差距。中游拼的是规模和成本，受两头挤压，最为尴尬。

作为照明终端公司，勤上光电在品牌和渠道建设、应用和商业模式创新方面在国内已经是先行者，未来非常有可能取得成功，做大做强。公司在照明领域已经辛勤耕耘了很多年，目前的市场份额在户外照明和室内照明已经较高，其实这已经体现了公司的综合优势。

在 2008 年、2009 年、2010 年，公司在户外半导体照明领域的市场占有率分别为 11.82%、19.42%和 15.31%，在景观亮化半导体照明领域的市场占有率分别为 3.88%、2.16%和 1.73%，在室内半导体照明领域的市场占有率分别达到 24.47%、12.44%和 17.54%。

在品牌建设上，公司确立了在半导体照明行业打造世界级知名品牌的战略目标。公司产品致力于成为“LED 照明产品可靠性和稳定性的代表”、公司 LED 照明综合解决方案致力于成为“性价比最优的全新照明实现方式”、公司致力成为“LED 照明专家”，这就是勤上品牌的核心诉求。经过不懈的努力，报告期末在中国质量品牌测评中心等单位主办的评选活动中，勤上品牌荣获“中国著名品牌”。

渠道方面，从 2007 年开始，公司利用自身在大功率 LED 照明领域的先发优势，在 LED 路灯、隧道灯等户外照明和景观照明领域，积极发展各地照明工程公司为代理商；并从 2009 年开始，公司制定和实施了战略合作伙伴计划，与各地具有本地化资源的企业结成紧密型合作关系；2010 年公司启动了室内照明产品招商计划，开始了专卖店和加盟店的建设。目前，公司正在着手进行各区域运营管理中心和光展示中心建设，大力发展经销商并为之提供优质服务。公司立体化营销网络的布局已初步形成，将利用本次发行募集的资金进行更大力度的投入。而在国际市场上，公司一方面利用原来从事海外出口业务积累的客户资源开拓市场，另一方面也正在各个国家积极发展公司的产品代理商。

应用创新方面，2008 年，公司研制的大功率 LED 路灯被科技部等六部委确定为国家重点新产品。报告期内公司不断进行产品的升级，至 2010 年中期，公司以 LED 路灯、隧道灯为主的大功率户外照明产品的技术架构平台已经从第一代升级到第三代，基于新一代平台开发的系列大功率 LED 路灯、隧道灯、泛光灯、广告灯等产品采用了模块化结构、插件式拆装、无热岛效应的散热方式，产品创新优势更加明显。目前公司已经开发出 33 款户外照明产品、157 款室内照明产品和 78 款景观照明产品，为公司在各细分照明应用领域提供领先的照明解决方案奠定了基础。公司强大的产品创新能力不仅体现在公司标准产品体系的建立和完善上，更体现在公司个性化产品和解决方案的提供能力上。

商业模式创新方面，公司率先使用 EMC 模式（合同能源管理），并已从获利匪浅。EMC 是一种新型的市场化节能机制，其实质就是一种以减少的能源费用来支付节能项目成本的节能业务方式。简言之，采取 EMC 模式，买方不用支付任何额外费用，即可“零成本”更换新的节能型设备。

## 4 募投项目分析：产能大幅增加

公司本次募集资金主要用于 LED 户外照明和室内照明产品的扩产和新产品的研发。

表 2：募集项目投资情况

项目名称	项目总投资 (万元)	募集资金使用 金额(万元)	项目备案文号
LED 户外照明与景观照明项目	20,338.14	20,338.14	111900397029008
LED 室内照明项目	14,111.95	14,111.95	111900397029006
LED 照明研发设计中心项目	7,660.14	7,660.14	111900397029007
公司营运管理中心项目	4,233.10	4,233.10	111900397029009
合计	46,343.33	46,343.33	-

资料来源：招股说明书

**LED 户外照明与景观照明项目：**本项目将建设封装车间、压铸车间、注塑车间、CNC 车间、装配老化车间，形成从光源封装到主要元配件加工、成品装配、老化检验等从封装到灯具制造全过程的自主制造能力，项目设计产能为年产 LED 路灯 99 万套，LED 隧道灯 12 万套，投光灯 15 万套。本项目预计达产期在 2013 年，达产后盈亏平衡点 40.50%。项目静态投资回收期（税后）：5.24 年。

**室内照明项目：**现有产品的产能已经不能满足市场需求，公司计划建设新的 LED 室内照明生产体系，打造包括压铸、注塑、机加工、封装和灯具装配在内的完整的 LED 室内照明产品制造单元。项目设计产能为年产 LED 节能灯管 220 万盏，LED 球泡 110 万盏，LED 筒灯 75 万盏，吸顶灯 25 万盏。本项目预计达产期在 2013 年，项目静态投资回收期（税后）：5.55 年，本项目达产第一年的盈亏平衡点为 49.81%。

表 3：募投前后产能变化

产能	当前产能	募投增加产能
户外照明（万 套）	15	路灯（99）、隧道灯（12）、投光灯 （15）
景观灯（万套）	265	/
室内照明	38	LED 节能灯管（220 万）、球泡灯（110 万）筒灯（75 万）、吸顶灯（25 万）

资料来源：公司资料 东兴证券研究所

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

关键假设：

1、户外照明产品 11-13 年复合增长率 40%，毛利率维持在 34%左右，虽然价格在下降，但公司可以通过规模生产、原材料价格的下降、工艺的改进进行消化

2、室内照明产品 12 年大规模启动，公司基数较小，12 年收入增长 100%，13 年再增长 100%，毛利维持在 35%。

3、景观亮化未来符合增长率在 10%，大致于宏观经济增速一致，毛利维持不变

我们预期 11-13 年公司收入分别为 6.36 亿，8.32 亿，11.18 亿，增长率为 15.1%、30.8%、34.4%，净利润为 1.17 亿，1.61 亿，1.9 亿，对应的摊薄后的 eps 分别为 0.62、0.86、1.05 元。

**表 4：勤上光电盈利预测简表**

利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	552	636	832	1118
营业成本	373	417	541	749
营业税金及附加	1	2	2	3
销售费用	27	32	42	56
管理费用	44	48	60	80
财务费用	10	1	(2)	(0)
投资收益	(2)	0	0	0
资产减值及公允价值变动	1	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	97	137	189	230
营业外净收支	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>97</b>	<b>137</b>	<b>189</b>	<b>230</b>
所得税费用	16	21	28	35
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>81</b>	<b>117</b>	<b>161</b>	<b>196</b>

资料来源：东兴证券研究所

## 5.2 估值与定价

国内同类 LED 公司 11 年均 PE 为 32 倍，区间分布于 25 倍-33 倍之间，勤上光电在国内照明领域的较强的竞争能力，我们给予公司 11 年 30 倍-33 倍的估值区间，参考我们对其 11 年摊薄后 eps 0.62 元的预测，对应的发行价格区间 18.6 元-20.46 元。上市后目标价为 25.8 元，对应 12 年 30 倍估值。

**表 5：国内同类 LED 公司估值表**

	股价		eps		pe	
	2011-11-10	11 (E)	12 (E)	11	12	
国星光电	21.7	0.6	0.8	33.9	26.2	

奥拓电子	18.8	0.8	1.0	24.6	18.6
乾照光电	21.6	0.6	0.8	36.0	25.7
雷曼光电	23.9	0.4	0.6	56.6	40.0
鸿利光电	21.0	0.6	0.9	35.0	23.0
洲明科技	20.3	1.0	1.3	20.3	15.4
瑞丰光电	18.5	0.6	0.8	32.7	22.3
联建光电	25.4	0.8	1.0	33.8	25.3
阳光照明	19.8	0.8	0.9	25.3	21.9
士兰微	13.4	0.5	0.7	26.7	19.1
三安光电	15.1	0.5	0.6	29.9	24.8

资料来源：wind 东兴证券研究所

## 6 风险提示

LED 行业陷入恶性竞争，价格大幅下滑。

### 分析师简介

王玉泉

清华大学计算机博士，2008 年加盟东兴证券研究所，从事计算机行业研究，TMT 研究小组组长

### 联系人简介

唐敏

中科院半导体研究所硕士，两年电子行业从业经验，2010 年加盟东兴证券研究所，从事电子元器件行业研究。

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。