

今年迎来业绩拐点，有屏终端战略顺利推进

——同洲电子（002052）调研报告

2012 年 3 月 13 日

强烈推荐/上调

同洲电子

调研报告

报告摘要:

- **公司多年在前端平台的开拓已经进入播种期。**公司在机顶盒业务繁荣之际便着手转型，目前已经通过为广电运营商搭建前端平台的方式，覆盖了接近 7000 万户用户，随着有线网络本身从单向向双向互动的升级，以及电视机终端的简单化向智能化转变的潮流，公司多年耕耘的土地已经可以开始播种，通过智能一体机，智能机顶盒，以及和其他电视终端厂商可能的合作，公司未来的业务将从无屏终端转向有屏终端以及视频服务运营商。目前在武汉与深圳地区的销售情况良好。
- **机顶盒业务仍有潜力可挖，未来两年仍能为转型贡献收益。**我国拥有有线电视用户 2 亿户，数字化率过半，但是双向化率以及高清化率依然不高，公司的高清机顶盒占比的不断提高已经带动公司机顶盒业务毛利率反转回升。广电总局要求在 2015 年前完成 2 亿户直播星用户的覆盖，相应的直播星机顶盒招标以及零售也是业绩增长的动力之一。
- **毛利率提升与费用率控制将是今年业绩提升的重要因素。**公司前两年费用率过高主要由于大规模的扩充研发人员投入新业务的研发。同洲目前已经拥有超过 1300 人的研发队伍，随着大规模前期研发的结束，今年的管理费用将得到很好的控制，甚至有可能减少，这将使公司今年业绩反转的重要动力。
- **盈利预测与投资建议：**公司业绩的短期增长在于产品毛利率的提升以及费用率的控制。机顶盒市场仍有 3-4 年的景气时间，随着公司有屏终端业务的不断深化，公司智能电视以及平板电脑领域的表现值得期待，我们看好公司利用机顶盒业务景气的机会成功转型。我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.05 元，0.44 元和 0.81 元，对应 PE 分别为 204 倍，24 倍和 13 倍，我们上调评级至“强烈推荐”，半年目标价 13 元。
- **风险提示：**智能一体机销售不顺、费用率超预期、应收账款计提。

财务指标预测

指标	09A	10A	11E	12E	13E
营业收入（百万元）	1990	2301	2121	3034	3871
增长率（%）	-5.3%	15.6%	-7.8%	43.1%	27.6%
净利润（百万元）	48	-118.4	18.4	151.4	276.9
增长率（%）	-55.7%	-347%	-116%	724%	82.9%
每股收益(元)	0.16	-0.35	0.05	0.44	0.81
净资产收益率（%）	3.8%	-10.5%	1.6%	12%	18.6%
PE	67	-31	199	24	13
PB	2.9	3.2	3.2	2.9	2.5

王玉泉

执业证书编号：S1480510120008

TMT 行业分析师

联系人：陈虎

010-66554038

chenhu@dxzq.net.cn

资产负债表数据

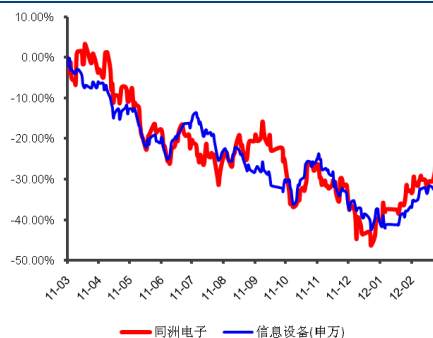
(9.30)

总资产（百万元）	2736.3
股东权益（百万元）	1049.2
每股净资产（元）	3.07
市净率（X）	3.47
负债率（%）	61.7

交易数据

52 周股价区间（元）	6.9-14.8
总市值（万元）	365400
流通市值（万元）	278600
52 周日均换手率	1.52

52 周股价走势图



资料来源：wind

相关研究报告

1.《平台为轴，终端与分成两翼齐飞》

2011.7.1

目 录

1. 借助平台优势进入有屏终端市场.....	3
1.1 三年耕耘换来有线运营商前端平台领先地位	3
1.2 平台优势+电视智能化浪潮，同洲迎来战略转型窗口期	4
2. 未来三年传统机顶盒领域仍能贡献增长	6
2.1 有线机顶盒双向化与高清化空间依然广阔	6
2.2 户户通直播星招标带动卫星机顶盒业务增长	7
3. 毛利率提升与费用率控制助公司业绩走出拐点	8
3.1 高清机顶盒出货量提升拉动毛利率	8
3.2 大规模投入期结束，公司费用率涨势得到遏制	9
4. 盈利预测与投资建议.....	9

表格目录

表 1: 同洲电子平台解决方案.....	3
表 2: 村村通卫星直播机顶盒招标.....	8
表 3: 同洲电子主营业务分项预测.....	10
表 4: 同洲电子盈利预测简表.....	10

插图目录

图 1: 三网融合背景下有线网络腹背受敌.....	4
图 2: 我国电视行业的发展简史.....	5
图 3: 同洲推出高清智能一体机.....	6
图 4: 2008-2011Q1 双向用户覆盖率与渗透率	7
图 5: 截止 2011 年 Q3 我国高清标清机顶盒保有量占比	7
图 6: 2009-2011Q3 我国高清机顶盒出货量	7
图 7: 截止 2011 年 Q3 我国高清标清机厂商保有量占比	7
图 8: 同洲电子 2007-2010 年销售收入与毛利率.....	9
图 9: 同洲电子 2010 年前三季度收入与毛利率.....	9
图 10: 银河电子 2010 年及 2011 年前三季度管理费用（万）	9
图 11: 同洲电子 2007-2010 年研发费用与管理费用（万）	9

1. 借助平台优势进入有屏终端市场

1.1 三年耕耘换来有线运营商前端平台领先地位

同洲电子从 2008 年开始大规模的有线网络前端业务平台的研与推广，通过买断以及免费赠送获取增值业务分成等方式，迅速占领有线网络前端业务平台。同洲的数字电视解决方案涵盖了从业务/应用开发平台、运营支撑层、内容管理层、业务控制层、业务使能层、承载传输层和家庭终端层的所有方面。

截止 2011 年，同洲数字电视业务平台覆盖 15 个省（其中 11 个省已全面覆盖），覆盖用户近 7000 万；并且与 8 个省市开展数字电视互动业务合作运营。全国三网融合首批 12 个试点城市中，深圳、武汉、哈尔滨、南京、杭州的广电网络均与同洲电子深入合作。非试点地区则包括成都广电、广西省网、吉林省网、天津广电、合肥广电等主要省市，均采用了同洲解决方案。通过三年的布局，同洲电子已经建立了自己在有线电视前端运营平台强大的客户基础与领先优势。

表 1：同洲电子平台解决方案

	内容	合作运营商
数字电视解决方案	解决方案涵盖了从业务/应用开发平台、运营支撑层、内容管理层、业务控制层、业务使能层、承载传输层和家庭终端层的所有方面；	武汉广电，深圳天威、成都兴网、哈尔滨、齐齐哈尔、台州、荆门
经济型互动数字电视解决方案	提供从数字化前端解决方案到互动电视平台解决方案，从双向网络解决方案到机顶盒终端产品解决方案，同时包括资金解决方案和数字化整体转换工程实施方案，	整体转换进入全国三十多个省市，覆盖用户数量超过 1500 万。整体解决方案设备国际市场连续八年全国同行出口第一，批量出口到欧洲、中东、东南亚、北美、南美、北非、澳大利亚等地区。
广电 SDP 三网融合解决方案	完整的端到端方案，涵盖了从业务/应用开发平台、运营支撑层、内容管理层、业务控制层、业务使能层、承载传输层和家庭终端层的所有方面。为合作伙伴提供图形化的开发测试工具，降低开发业务的门槛，满足互联网应用、SP 业务和行业应用的快速开发、测试和部署上线需求。	全国覆盖用户超过 6000 万 首批 12 个试点城市中，深圳、武汉、哈尔滨、南京、杭州；成都广电、广西省网、吉林省网、天津广电、合肥广电
个性化增值业务	包括便民信息、咨询娱乐、电视生活、行业视窗、政务系列，互动娱乐平台等业务	吉林省网、江苏省网、深圳、武汉、襄阳、哈尔滨、中山、成都、合肥、新疆独山子、揭阳、齐齐哈尔、台州、寿光、天津、兰州

资料来源：公司网站，东兴证券研究所

1.2 平台优势+电视智能化浪潮，同洲迎来战略转型窗口期

同洲电子提出了无屏终端向有屏终端转型的战略，既凭借机顶盒以及视频前端平台长期积累的客户资源以及运营经验，迅速切入智能电视行业这个更大，更具有持续性的行业。我们认为同洲在竞争中拥有独特的优势：1）有线网络运营商在生存压力下，寻求业务和终端的升级，而同洲将是有线运营商极为倚重的供应商。2）智能电视与传统电视行业有着不同的竞争逻辑，同洲等靠近内容的后进者存在后发制人的机会。

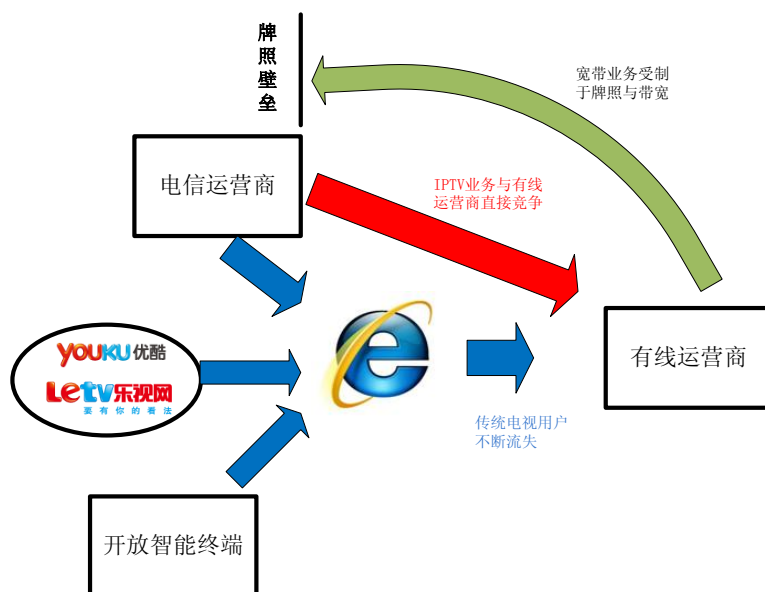
1.2.1 有线运营商业务升级压力加大

有线网络运营商传统收费业务已经遇到增长瓶颈，费用涨价以及用户数的增加潜力极其有限。更关键的是传统的现金牛业务在市场环境变化以及竞争对手不断施压下也不再显得那么稳固：

1. 电信运营商的光纤到户计划不断的缩小着自己网络速度与有线网络同轴电缆的距离。北京，上海，深圳等发达地区的用户实际使用带宽迅速提升至高清级别。
2. 固步自封的有线网络与开放创新的互联网精神不相适应，三网融合甚至已经成为电信网与互联网的融合，本应是自己与电信网络运营商共同拥有的互联网用户与有线网络渐行渐远。
3. IPTV 用户的增长将进入新的快车道，试点城市大幅增加，CNTV 与百视通的合作意味着有线网络运营商的传统业务面临巨大挑战。

同洲作为长期深耕广电领域的解决方案提供商，在有线网络公司给予业务转型，升级用户体验的阶段，同洲与有线网络的愿景高度一致，可以很快达成深入合作。

图 1：三网融合背景下有线网络腹背受敌

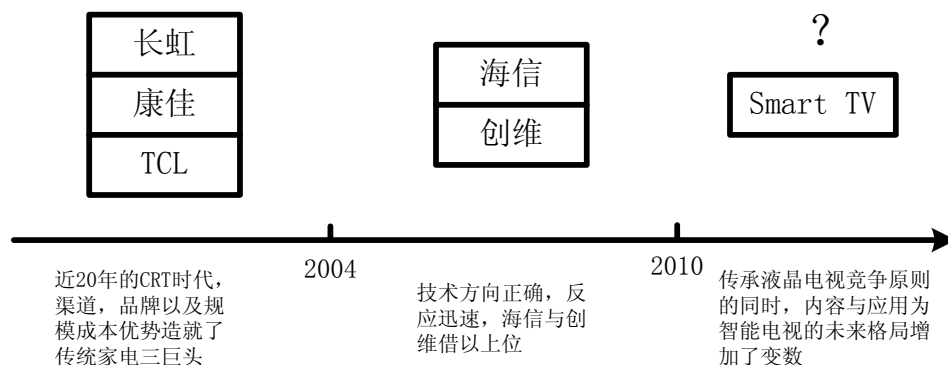


资料来源：东兴证券研究所

1.2.2 智能电视或将掀起电视行业新一轮洗牌

我国电视行业竞争已经经历了 CRT 电视以及液晶电视两个重要的发展时期。CRT 时代长虹、康佳代表国内厂商崛起，从外资品牌争夺市场份额。液晶面板时代海信创维凭借技术领先以及市场研判成为最大的赢家。而智能电视时代将是一个全新的竞争格局，我们有必要重新审视一下这个行业已有竞争者以及新进入者在未来的博弈中的走向。

图 2：我国电视行业的发展简史



资料来源：东兴证券研究所

智能电视时代，无论是技术方面，还是运营方面，都和传统的电视行业发生了很大的变化，行业格局存在洗牌的可能。未来行业竞争逻辑的变化主要有：

1. 智能电视时代，玩家数量剧增，市场份额将趋向分散。相比于过去比较封闭的电视制造行业，智能电视将这个行业与传统的 IT 制造业彻底的融合，市场将更加分散。缺少寡头的环境有利于新进入者。
2. 智能电视的价值不仅仅局限于声像效果的展现，内容与应用成为吸引用户的关键。我们认为，类比智能手机，将来硬件解决方案的成熟会使得绝大部分智能电视品牌的硬件差异越来越模糊，内容与应用等构成的生态系统将成为品牌的核心竞争力。

1.2.3 以智能一体机为主打的多屏战略大有可为

同洲电子于 2011 年正式推出现代牌智能一体机，立足于广电运营商，内置高清双向机顶盒，符合开放的智能电视精神，采用安卓操作系统，同时具备 wifi，蓝牙和 CableModem 的无线互联功能，并拥有时下高端电视的 3D，高清等显示功能。同时公司还推出了类似苹果电视机顶盒的高清智能机顶盒，提供给家中已有电视机的用户购买。

图 3：同洲推出高清智能一体机



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

智能机通过有线运营商渠道（有线网络营业部）进行销售，由于智能一体机销售的同时也为有线网络运营商发展 ARPU 较高的高端客户，得到了有线运营商的大力支持，借助有线运营商良好的用户信誉，同洲的一体机销售情况良好。目前同洲电子的智能一体机主要在武汉和深圳两个地区销售。其中武汉地区采用的类似电信运营商的 0 元购机的终端补贴政策，目前日均销售 30 台左右。同时公司准备年内将销售渠道拓展到 12 个城市以上。

此外，同洲电子还将充分利用平台优势，探索与其他厂商合作机会。相比于市场上主要针对电信宽带网的智能电视，同洲电子是业内第一家有针对性的服务广电有线运营商的终端生产厂商。但我们判断，市场会逐渐认识并重视广电网络对智能终端的需求，而同洲凭借前端平台的优势以及在广电智能终端的经验，在与其他智能电视厂商合作的过程中拥有先发优势，尤其是在其前端平台覆盖 7000 万户的地区，凭借对于智能终端与有线运营商之间借口的垄断性优势，公司有望与其他厂商达成深度合作并快速将此模式复制推广。

2. 未来三年传统机顶盒领域仍能贡献增长

2.1 有线机顶盒双向化与高清化空间依然广阔

我国拥有有线电视用户约 2 亿户，截止 2011 年底，数字化率仍不到 60%。同时，在已经数字化的用户中，双向网覆盖用户与渗透用户分别为 5000 万户和 1000 万户，高清机顶盒的渗透率仅为 5%。

我国将于 2015 年关闭模拟电视信号，意味着近 8000 万户模拟电视用户将在四年内完成数字化整转，标清机顶盒需求平均每年 2000 万。

面对电信光纤到户的压力，我们认为有线运营商将加大双向化以及高清化，假设到 2015 年在已有用户中双向化以及高清化渗透率分别达到 60%和 40%，则平均每年双向机顶盒以及高清机顶盒的需求为 1300 万台和 1000 万台。

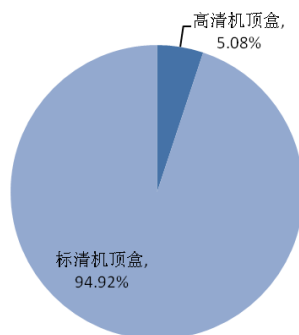
目前我国有线机顶盒每年出货量为 2500 万台左右，相比于上面所计算的需求而言还比较少，因此我们认为直到 2015 年，我国有线电视机顶盒市场需求依然强劲。

图 4：2008-2011Q1 双向用户覆盖率与渗透率



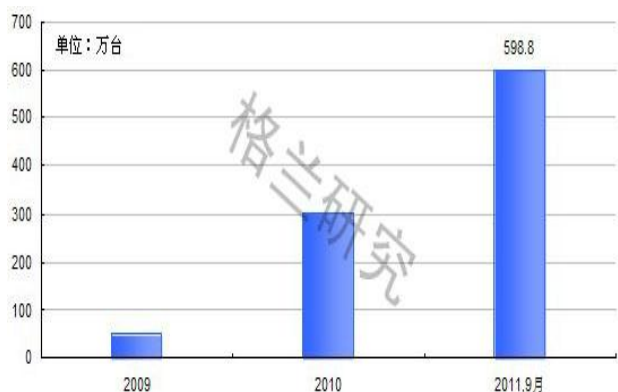
资料来源：格兰研究，东兴证券研究所

图 5：截止 2011 年 Q3 我国高清标清机顶盒保有量占比



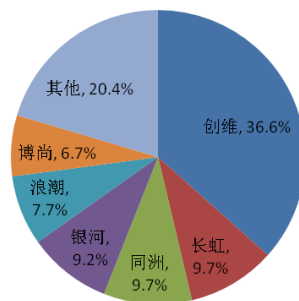
资料来源：格兰研究，东兴证券研究所

图 6：2009-2011Q3 我国高清机顶盒出货量



资料来源：格兰研究，东兴证券研究所

图 7：截止 2011 年 Q3 我国高清标清机厂商保有量占比



资料来源：格兰研究，东兴证券研究所

2.2 户户通直播星招标带动卫星机顶盒业务增长

2011 年公司卫星机顶盒业务同比下滑，主要由于 2011 年没有村村通卫星机顶盒招标。2011 年 8 月，国家发改委、广电总局编制印发了《全国“十二五”广播电视村村通工程建设规划》。《规划》明确，“到 2015 年底，基本完成广播电视村村通工程建设任务，逐步改善服务农村的高山骨干无线发射台站基础设施条件，基本实现广播电视“户户通”。广电总局明确广播电视直播卫星达到 2 亿户用户的普及的时间表，力争 2011 年完成 1000 万户，2012 年要达到 5000 万户，2013 年达到 1 亿户，2014 年达到 1.5 亿户，2015 年全部完成。

根据历史招标数据，在前两次招标中，同洲电子的市场份额在 7%-10%之间，2012 年我国户户通机顶盒的需求在 4000 万台左右，意味着公司户户通直播星的订单有望超过 300 万台。

表 2：村村通卫星直播机顶盒招标

公司	第一批招标（万台）	第二批招标（万台）
海信	53	100
九州	56	83
同洲	48	54
上广电	50	28
长虹	58	57
神州	56	57
海尔	45	58
创维	0	78
银河	0	32
TCL	0	51
熊猫	0	49
如意	0	48
航天	0	54
希典	0	59
科林	0	52
合计	366	865

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

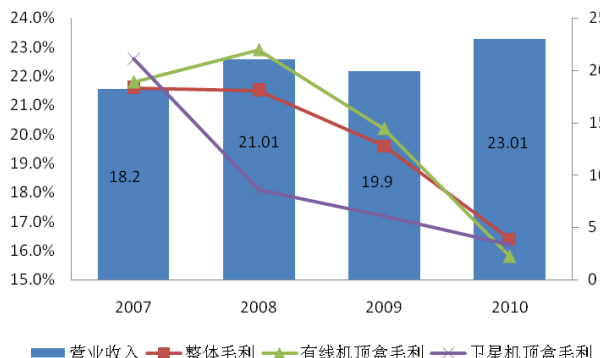
3. 毛利率提升与费用率控制助公司业绩走出拐点

3.1 高清机顶盒出货量提升拉动毛利率

公司去年二三季度毛利率大幅提升至 20%以上，高清机顶盒出货量占比不断提升贡献较大。我们判断高清机顶盒的毛利率应在 23%-25%左右，比标清机顶盒高 6-7 个百分点。同时高清机顶盒的单价是标清机顶盒的两倍以上。

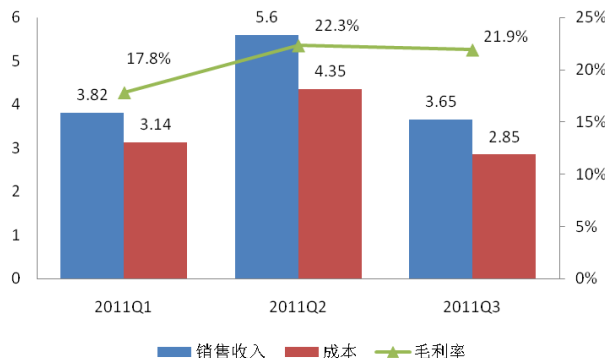
从公司 2011 年前三季度毛利率的变动趋势可以看出，高清机顶盒占比的提升使得公司机顶盒业务毛利率出现上升拐点，同时我们判断，随着公司 2012 年和 2013 年高清机顶盒占出货比例的进一步提高，可以对冲掉因为价格下跌带来的毛利率下滑，20%以上的毛利率将能够得到维持。

图 8：同洲电子 2007-2010 年销售收入与毛利率



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 9：同洲电子 2010 年前三季度收入与毛利率



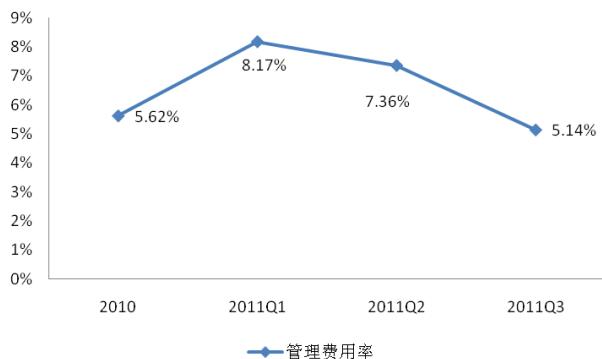
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

3.2 大规模投入期结束，公司费用率涨势得到遏制

公司研发费用在 09 年开始逐年明显提升，管理费用提升很大一部分是技术人员薪酬的支出，包括新招聘技术人员以及对技术人选实行的绩效奖励工资，2010 年公司职工薪酬支出增加 4500 万，占管理费用增加额 6500 万的近 70%。公司在管理费用的投入最主要体现在了公司专业技术人才队伍的规模上，公司目前拥有超过 1300 人的专业技术团队，收获的是在运营前端系统上的领先地位以及转型后的广阔成长空间。

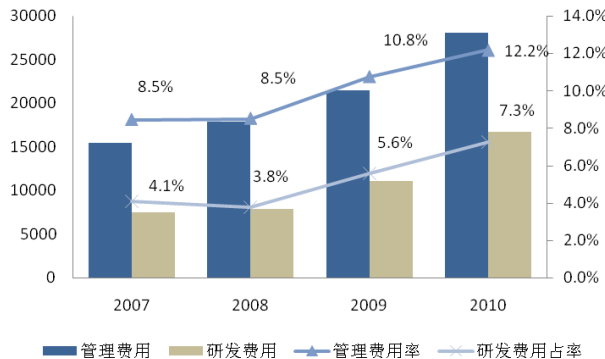
随着公司在视频前端系统，视频云平台以及智能电视等领域布局的结束，我们判断公司短期内不会有大规模的人员招聘，公司的管理费用将告别大幅上涨，在收入较快增长的背景下，管理费用率将大幅下降。无论是与公司过去费用率纵向比较，还是与同行业公司的横向比较，公司的费用率均有较大的降低空间。

图 10：银河电子 2010 年及 2011 年前三季度管理费用（万）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 11：同洲电子 2007-2010 年研发费用与管理费用（万）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

公司业绩的短期增长在于产品毛利率的提升以及费用率的控制。根据我们测算机顶盒市场仍有 3-4 年的景气时间，随着公司产品结构的不断优化，公司的毛利率有望长时

间保持在 20%以上，同时费用率也会因为大规模研发的暂告一段落而降低。公司业绩今年将大幅提升。未来随着公司有屏终端业务的不断深化，公司在智能电视以及平板电脑领域的表现值得期待，我们同时看好公司利用机顶盒业务景气的时间成功转型。我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.05 元，0.42 元和 0.78 元，对应 PE 分别为 204 倍，24 倍和 13 倍，我们上调评级至“强烈推荐”。

表 3：同洲电子主营业务分项预测

		2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入	有线机顶盒	720.0	1050.0	1323.0	1667.0	2100.4
	卫星接收机	1005.0	1038.0	1349.4	1754.2	2280.5
	地面机顶盒	114.0	45.0	57.6	73.7	94.4
	其他	0.0	85.7	85.7	85.7	85.7
	一体机			0.0	300.0	300.0
同比增速	有线机顶盒	-14.4%	45.8%	-5.0%	35.0%	15.0%
	卫星接收机	15.5%	3.3%	-18.0%	20.0%	20.0%
	地面机顶盒	-44.9%	-60.5%	10.0%	10.0%	10.0%
	其他	NA	NA	160.0%	40.0%	40.0%
	一体机			0.0%	100.0%	100.0%
毛利率	有线机顶盒	20.1%	15.7%	21.0%	22.0%	23.0%
	卫星接收机	17.2%	16.2%	17.0%	17.0%	17.0%
	地面机顶盒	30.7%	24.4%	26.0%	26.0%	26.0%
	其他	NA	16.0%	30.0%	30.0%	30.0%
	一体机	NA	NA	28.0%	28.0%	28.0%

资料来源：东兴证券研究所

表 4：同洲电子盈利预测简表

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万元）	1,989.8	2,301.0	2,121.0	3,034.4	3,870.9
主营收入增长率	-5.3%	15.6%	-7.8%	43.1%	27.6%
净利润（百万元）	48.0	(118.4)	18.4	151.4	276.9
净利润增长率	-55.7%	-346.6%	-115.5%	723.9%	82.9%
ROE	3.8%	-10.5%	1.6%	12.0%	18.6%
EPS（元）	0.16	(0.35)	0.05	0.44	0.81
P/E	66.9	(30.6)	198.9	24.1	13.2
P/B	2.9	3.2	3.2	2.9	2.5

资料来源：东兴证券研究所

表 5：三张表预测

利润表	2009A	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
营业收入	1,989.81	2,300.95	2,120.98	-7.82%	3,034.42	43.07%	3,870.91	27.57%
营业成本	1,599.51	1,922.58	1,687.09	-12.25%	2,372.78	40.64%	2,991.77	26.09%
营业费用	94.87	138.28	180.28	30.38%	182.06	0.99%	193.55	6.31%
管理费用	214.15	280.18	233.31	-16.73%	273.10	17.05%	309.67	13.39%
财务费用	23.75	19.28	34.70	79.99%	35.87	3.37%	52.25	45.65%
投资收益	0.01	3.14	30.00	854.72%	20.00	-33.33%	20.00	0.00%
营业利润	15.36	(109.52)	(39.59)	N/A	150.60	N/A	303.67	101.64%
利润总额	58.33	(76.49)	22.41	N/A	184.60	723.89%	337.67	82.92%
所得税	10.39	43.30	4.03	-90.69%	33.23	723.89%	60.78	82.92%
净利润	47.95	(119.79)	18.37	N/A	151.37	723.89%	276.89	82.92%
归属母公司净利润	48.00	(118.39)	18.37	N/A	151.37	723.89%	276.89	82.92%
资产负债表	2009A	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
货币资金	589.00	688.88	318.15	-53.82%	455.16	43.07%	580.64	27.57%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	978.85	1,091.44	1,016.91	-6.83%	1,454.86	43.07%	1,855.92	27.57%
预付款项	54.62	11.88	45.62	284.11%	93.07	104.03%	152.91	64.29%
存货	264.39	389.21	323.55	-16.87%	455.05	40.64%	573.76	26.09%
流动资产合计	2,000.13	2,319.40	1,834.07	-20.92%	2,643.91	44.16%	3,400.20	28.61%
非流动资产	764.92	682.97	471.18	-31.01%	416.35	-11.64%	361.51	-13.17%
资产总计	2,765.05	3,002.36	2,305.25	-23.22%	3,060.26	32.75%	3,761.71	22.92%
短期借款	771.25	848.51	415.13	-51.08%	815.57	96.46%	1,083.13	32.81%
应付帐款	333.65	498.66	416.00	-16.58%	585.07	40.64%	737.70	26.09%
预收款项	124.36	24.43	26.55	8.68%	29.59	11.43%	33.46	13.08%
流动负债合计	1,367.07	1,717.55	1,004.34	-41.52%	1,633.25	62.62%	2,108.18	29.08%
非流动负债	147.29	153.81	155.21	0.91%	160.21	3.22%	165.21	3.12%
少数股东权益	0.70	1.59	1.59	0.00%	1.59	0.00%	1.59	0.00%
母公司股东权益	1,249.98	1,129.41	1,144.11	1.30%	1,265.21	10.58%	1,486.72	17.51%
净营运资本	633.06	601.85	829.73	37.86%	1,010.66	21.81%	1,292.02	27.84%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
净利润	47.95	(119.79)	18.37	N/A	151.37	723.89%	276.89	82.92%
折旧摊销	51.54	55.67	0.00	N/A	54.84	N/A	54.84	0.00%
净营运资金增加	433.32	(31.21)	227.88	N/A	180.94	-20.60%	281.35	55.50%
经营活动产生现金流	(86.28)	35.34	151.94	329.98%	(182.28)	N/A	(19.46)	N/A
投资活动产生现金流	(105.46)	(157.52)	127.68	N/A	(20.00)	N/A	(20.00)	N/A
融资活动产生现金流	569.78	223.94	(650.35)	N/A	339.29	N/A	164.94	-51.39%
现金净增(减)	378.05	101.76	(370.73)	N/A	137.02	N/A	125.47	-8.42%

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王玉泉

清华大学博士，2008 年加盟东兴证券研究所，从事 TMT 行业研究。

联系人简介

陈虎

复旦大学硕士，2010 年加盟东兴证券研究所，从事传媒行业研究。

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。