

# 北方股份(600262)

公司研究/调研报告

## 在手订单充足，业绩增长确定性强

民生精品---调研报告/机械行业

2012年8月14日

### 报告摘要:

- **市场空间拓展是今年机械行业主要投资逻辑，出口大幅增长保证全年业绩**  
公司为传统矿用自卸车龙头企业，市占率达 70-80%。传统年份露天煤矿、水泥、金属矿山和水电工程等其他行业各占 1/4，但今年出口和露天煤矿是主要增长点。国外露天煤矿和金属矿山远多于中国，且以传统矿用车为主。公司国外市场扩至全球 52 个国家和地区，主要出口蒙古、印尼、缅甸、俄罗斯（加入 WTO 带来一定机会）等国，正在拓展巴西和澳大利亚。
- **矿用自卸车将受益矿山大型化和安全意识提高**  
国内原以小型矿山为主，安全意识较低，因此大量使用价格低但寿命短的宽体自卸车。矿山大型化和安全意识日益提高将提升传统矿用车采购比例。
- **公司控股75%的阿特拉斯工程机械将逐步扭亏为盈**  
主要生产液压挖掘机的阿特拉斯已累计亏损 1.83 亿元，2011 年底净资产仅余 3611 万元。公司严格计提减值损失，同时减少挖掘机并逐步增加矿用车和其他主机配套零部件生产。
- **原有3倍新产能有序释放，突破收入增长的产能瓶颈**  
公司 2007-2011 年净利润 CGAR 达 48%，但产能限制使期间营收 CGAR 仅为 13.3%，毛利率提高、地方扶持是主要原因。未来毛利将维持稳定，而三倍产能新厂区顺利投产是未来业绩增长保障，预计今年释放产能 600 台左右。
- **背靠兵器工业集团，资产结构优化空间较大**  
公司背靠兵器工业下属内蒙古北方重工，其 2010 年营业收入百亿，其中军品（收入 30 亿元左右）盈利能力较强，但受 360 无缝钢管垂直挤压机项目拖累整体盈利能力较弱。集团在 2009 年引入中信证券、金石投资等 9 家战略投资者，后续几年将进入产业资本要求的投资回报期，长期看资产注入可期。
- **维持“强烈推荐”：调整目标价至19元，相当于12-14PE分别为18X、15X和12X**  
我们上调 12-14 年 EPS 分别为 1.03、1.29、1.59 元，按照 12 年主营 EPS 20 倍 PE、营业外收入 10 倍 PE 给予 6 个月目标价 19 元。
- **股价催化剂及风险提示**  
催化剂：(1) 业绩超预期；(2) 煤炭价格企稳回升；(3) 出口或者国内大型订单。  
风险提示：国内外经济或煤炭价格大幅下滑，导致需求下降或产品延期交付的风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	2,111	2,495	2,880	3,340
增长率（%）	10.99%	18.22%	15.43%	15.97%
归属母公司股东净利润（百万元）	126	176	219	271
增长率（%）	72.22%	39.60%	24.80%	23.63%
每股收益（摊薄后，元）	0.74	1.03	1.29	1.59
PE	17.64	12.63	10.12	8.19
PB	/	4.03	3.45	2.92
毛利率（%）	25.3%	24.6%	25.1%	25.1%

资料来源：民生证券研究所

### 强烈推荐

维持

目标价：19 元

### 交易数据（2012-8-13）

收盘价（元）	12.39
近 12 个月最高/最低	24.09/11.23
总股本（百万股）	170.00
流通股本（百万股）	66.00
流通股比例%	38.82%
总市值（亿元）	21.06
流通市值（亿元）	8.18

### 该股与沪深 300 走势比较



### 分析师

分析师：张微  
执业证号：S0100512050001  
邮箱：zhangwei\_sh@mszq.com

联系人：刘利  
电话：(8610)8512 7661  
Email：liuli@mszq.com

### 相关研究

- 1、《北方股份(600262)调研报告-业绩增长逻辑清楚，低估值军工股向上空间较大》2012.2.27
- 2、《北方股份（600262）业绩点评-业绩超出预期，主营保持快速增长》2012.8.14

## 一、在手订单充足，全年业绩增长有保障

### (一) 公司是非公路矿用自卸车龙头企业

我国尚无统一非公路(矿用)自卸车产品标准,按照技术特点可分为传统自卸车和宽体自卸车,宽体自卸车由重卡改装而成,吨位小、成本低但故障率高,适用于小成本投入的小型矿山。国外传统自卸车应用比例较高,其造价高昂(约为宽体自卸车价格的4-6倍),但其吨位大、使用寿命长(10-20年,宽体自卸车一般只有3年)。近年来宇通重工、陕西同力等企业以重卡为基础,开发了宽体自卸车,以价格优势对传统矿用车市场造成一定冲击,但传统自卸车仍以10-15%复合增速增长。

协会预计十二五末期传统矿用车市场规模100亿,五年CGAR达15%。2010年传统矿用车和宽体自卸车分别销售约700台和5000台,协会预计十二五末期分别实现销售2000台和30000万台,产值分别为100亿和150亿。

北方股份是传统矿用车系列最全的龙头企业,市场份额一直维持在70-80%。北方股份从上世纪90年代开始与TEREX合作开发矿用自卸车,是国内最早进入该领域的企业之一,已经形成25-40吨铰接式矿用自卸车、50-90吨机械轮式岩斗型、煤斗型矿用自卸车和洒水车、100-326吨电动轮式矿用自卸车,在内资企业中产品系列最全,传统矿用车市场份额仍旧保持在70%-80%。三一重工、天业通联等企业近年进入矿用车领域,但其仍处于市场开发阶段。电动轮矿用自卸车主要竞争对手为湘电,其技术90年代来源于小松,同时卡特彼勒等国际巨头在国内也有部分市场(如神华新疆五彩湾露天煤矿项目选用793D-220吨大型矿用卡车)。

表1: 非公路(矿用)自卸车分类及主要参与者

自卸车种类	传统自卸车		宽体自卸车
	电动轮	机械轮	
适合范围	≥100吨	<100吨	一般<40吨
	造价低但故障率高	造价高但故障率低	造价低、故障率较高
国际供应商	美国的CATERPILLAR、日本的KOMATSU、美国的TEREX、美国的EUCLID-HITACHI、白俄罗斯的BELAZ等合计占1/2		
国内成熟供应商	北方股份、湘电股份合计占1/4 首钢重汽等其他占1/4	北方股份、中环动力、本溪北方重汽、首钢重汽	宇通重工、陕西同力、泰安航天、湖北三江万山等
国内新进入者	中冶京诚(湘潭)重工、首钢重汽、徐工等		三一、天业通联等

资料来源:民生证券研究所

### (二) 出口和露天煤矿发力,已经完成全年排产任务

非公路自卸车主要用于矿山(露天煤矿、铁矿、有色矿等)、水泥、水电工程等行业。根据以往经验,煤矿、水泥、矿山(铁矿、有色矿等)和水电工程等其他项目各占1/4。随着水泥产销量下滑,出口、露天煤矿(合计占60%以上)和金属矿山(占比1/4-1/5)是今年的主要需求来源,根据6个月排产周期计算,目前在手订单已经可以满足全年生产任务。

## 1、露天煤矿受益于矿山大型化和煤电一体化

矿山大型化是大势所趋，相对宽体自卸车，传统矿用自卸车具有单次运输量大、使用寿命长、维护成本低的特点，是矿山大型化的最大受益者。根据《煤炭工业发展“十二五”规划》，“十二五”期间国家将继续推进煤炭产业兼并重组，煤炭企业由当前的 11000 家减少到 4000 家，将形成 6~8 个大型煤炭企业集团，煤炭资源将进一步集中，矿业开采呈现大型化发展趋势。同时，“十二五”规划强调优先建设露天煤矿、特大型矿井和煤电一体化项目，在蒙东（东北）基地、内蒙古东部、褐煤矿区和新疆基地优先建设大型露天煤矿。

我国露天煤矿资源占比低，且煤质相对较差，发展相对滞后。**煤电一体化的实施，有望加快露天煤矿的开采。**如近期国际煤炭网报道，公司与北方魏家峁煤电有限责任公司签订了 29 台矿用汽车销售合同，合同总额超四亿元。北方魏家峁煤电有限责任公司是中国华能集团北方联合电力公司首家煤电一体化项目基地。据了解，北方股份矿用汽车将用于该公司规划的年产 1200 万吨的露天煤矿。露天矿一期工程于 2009 年 3 月 3 日取得国家发改委核准批复，将于 2012 年 10 月开始试生产。

表 2：2007 年底以来获批或开工的露天煤矿项目

投产/获批日期	项目名称	产能（万吨/年）
2012.05	新疆金能矿业黑山头露天煤矿	600
2012.04	内蒙古贺斯格乌拉露天煤矿	1200
2012.04	新疆天池能源准东大井矿区南露天煤矿	1000（一期，总计 3000）
2011.12	内蒙古大雁矿区扎尼河露天煤矿	600
2011.11	内蒙古成功煤田一号露天煤矿	2000
2011.02	内蒙古胜利矿区胜利东二号露天煤矿二期工程	2000
2010.10	山西百川煤业有限公司浑源露天煤矿	600
2010.06	伊吾县兴盛 300 万吨露天煤矿	300
2010.04	华电煤业新疆准东煤田西黑山露天煤矿一期	600
2010.03	内蒙古鄂尔多斯市准格尔矿区铤尖露天煤矿	300
2008.12	大唐国际内蒙古胜利矿区东二号露天煤矿一期	1000
2008.10	黑龙江鸭山宝清矿区朝阳露天煤矿	1100
2008.07	内蒙古白音华矿区一号露天煤矿	700
2008.07	内蒙古白音华矿区三号露天煤矿	1400
2008.02	准格尔矿区魏家峁露天煤矿一期	600
2007.12	内蒙古锡林郭勒白音华二号露天煤矿一期	500

资料来源：发改委，相关网站，民生证券研究所

## 2、出口空间较大，未来占比有望进一步提高

出口主要受益于全球矿产资源投资和相关制造业向中国转移的趋势。以露天煤矿为例，有关数据显示，我国露天采煤只占不到 5%，井工开采煤炭产量占 95% 以上，而世界主要产煤国如加拿大露天开采产量比重为 88%、德国为 78%、美国为 61.5%、俄罗斯为 56%。

公司矿用自卸车技术来源方 TEREX 在英国生产基地每年生产 200 台左右，与北方股份在国际市场具有战略互补作用。公司国外市场扩至全球 52 个国家和地区，主要出口蒙古、印尼、缅甸、俄罗斯等国，正在拓展巴西和澳大利亚。2012 年 5 月底，力拓与湘电签订 4 台 230 吨矿用自卸车订单，必和必拓、淡水河谷、英美资源等其他大型跨国矿业公司也均有在中国采购的计划，这将为公司带来机遇。



历史经验看，出口产品毛利率较国内稍高，仅 2007-2008 年例外。

中国神华、兖州煤业等大型企业加快布局海外权益，对公司出口布局构成利好。如兖州煤业在澳大利亚的权益储量已达 27.08 亿吨，神华集团已经计划在澳大利亚新南威尔士州建立一个年产 1000 万吨的露天煤矿。

公司目前仍旧为阿富汗“中冶江铜艾娜克铜矿项目”28 台“TEREX”牌 MT4400AC 型电动轮矿用车的唯一投标单位，投标文件有效期为 2012 年底。中冶江铜阿富汗项目在美国阻挠下进展并不顺利，现在距离招标已经 3 年，预计重新招投标的可能性较大。

图 1：北方股份生产的主要非公路自卸车



载重量 91 吨的 TR100 机械轮式岩斗型矿用自卸车



堆装容积 52.9 立方米的机械轮式 TR60-c 煤斗型矿用自卸车



装载容积 85 立方米的 TR100-W 矿用洒水车



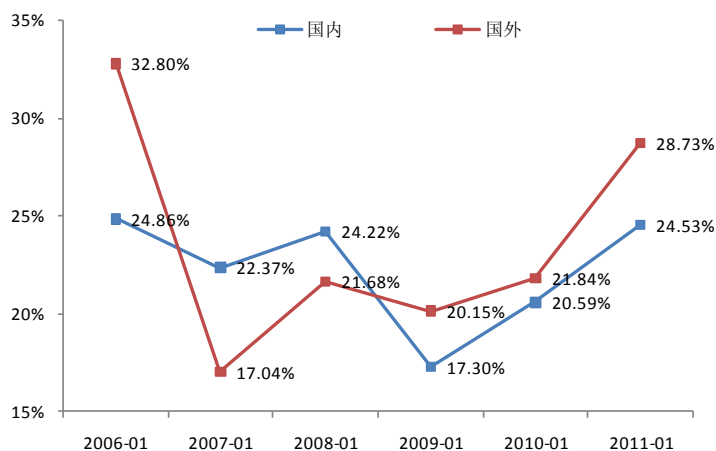
载重量 38 吨的 TA40 铰接式矿用自卸车



载重量 326 吨的 MT5500B 电动轮矿用自卸车

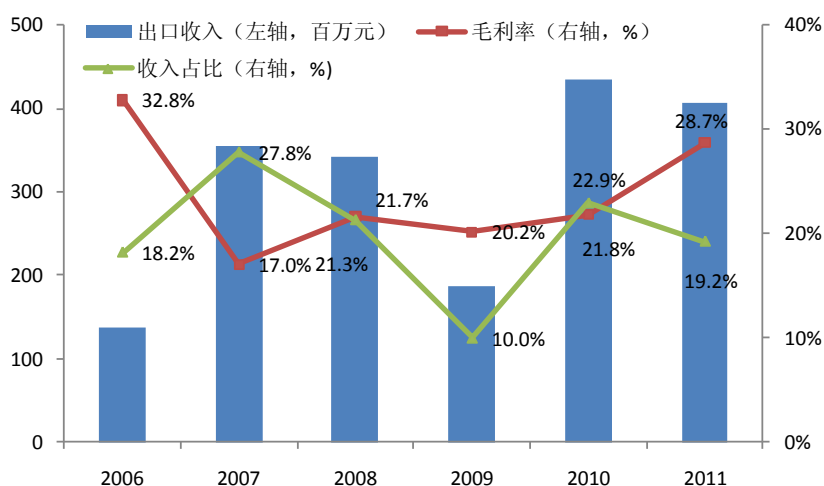
资料来源：公司网站，民生证券研究所

图 2: 北方股份国内与国外产品毛利率对比 (%), 除 07、08 年外出口毛利率高



资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

图 3: 北方股份出口收入、占比及毛利率, 历史经验看出口产品毛利稍高



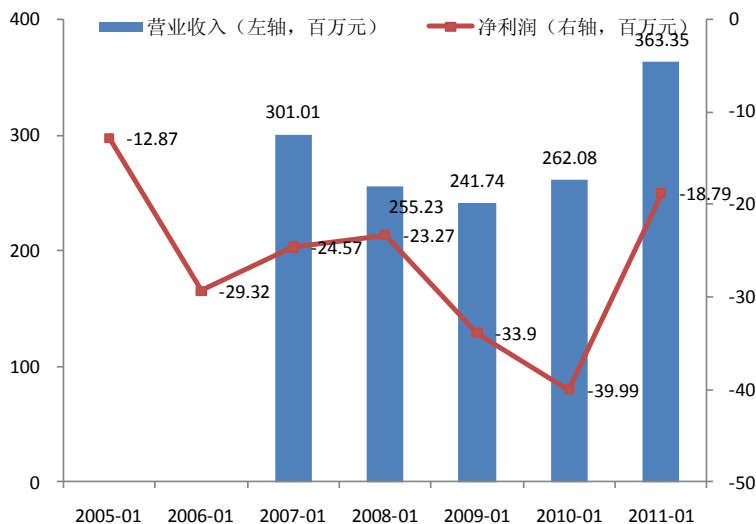
资料来源: 上市公司公告, 民生证券研究所

## (二) 加强零部件生产, 阿特拉斯有望进一步减亏

公司于 2004 年与德国 ATLAS-TEREX 共同出资设立阿特拉斯工程机械有限公司 (北方股份持股 75%), 主要生产液压挖掘机。但由于各方面原因, 一直处于亏损状态, 已累计亏损 1.83 亿元, 净资产已经由 2007 年的 1.52 亿元减少至 2011 年底的 3611 万元。

针对这一状况, 公司以严格的会计处理计提减值损失, 同时逐步增加矿用车和其他主机配套零部件生产 (焊接件为主), 2011 年挖掘收入只占其总收入的 1/3, 是当年营业收入大幅增长和减亏 2200 万的主要原因。今年有望进一步减亏, 甚至实现盈亏平衡。

图 4: 控股 75% 子公司阿特拉斯工程机械有限公司有望进一步减亏



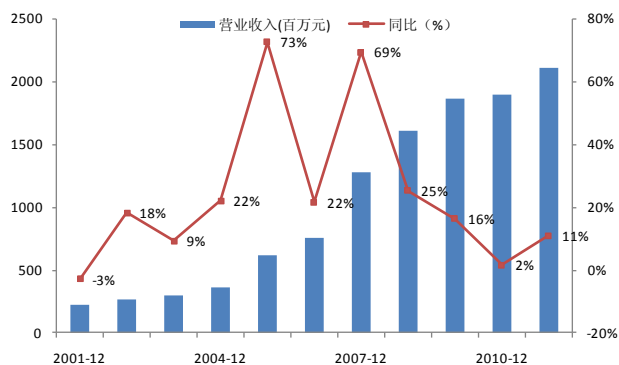
资料来源: 公司网站, 民生证券研究所

## 二、三倍新产能投产顺利, 奠定未来增长基础

### (一) 毛利和营业外收入提升造就 2007-2011 年净利润 CGAR 48%

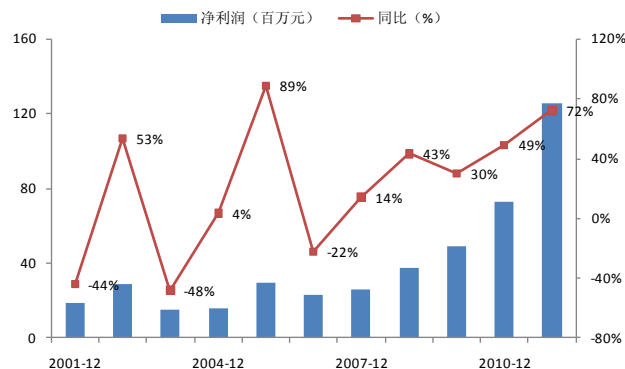
公司 2007-2011 年净利润 CGAR 达 48%, 但由于产能瓶颈限制, 期间营业收入 CGAR 仅为 13.3%, 关键因素是: (1) 毛利率由 2009 年最低的 17.7% 提高至 2011 年的 25.3%; (2) 营业外收入由 -0.83 百万元提高至 21.53 百万元; (3) 由于高层相继出走, 公司于 2010 年 5 月通过了《总经理考核奖励办法》, 主要根据营业收入总额和净利润额两项指标考核、奖励总经理, 对超额完成部分按照规则进行奖励。2010、2011 年净利润增速分别为 49% 和 72%。

图 5: 北方股份 04-08 年收入增速较快, 近两年 CGAR 仅 6%



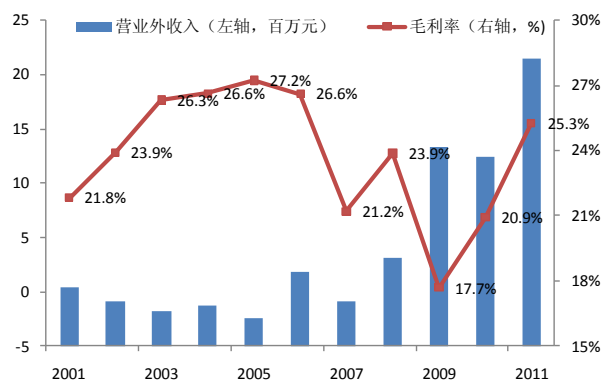
资料来源: 上市公司公告, 民生证券研究所

图 6: 北方股份 07 年以来净利润大幅增长



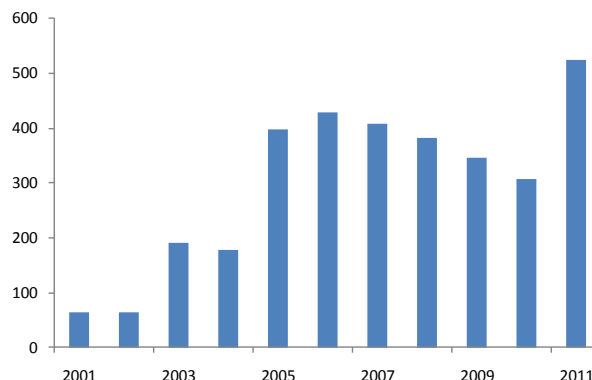
资料来源: 上市公司公告, 民生证券研究所

图 7: 北方股份近年营业外收入和毛利率大幅提升



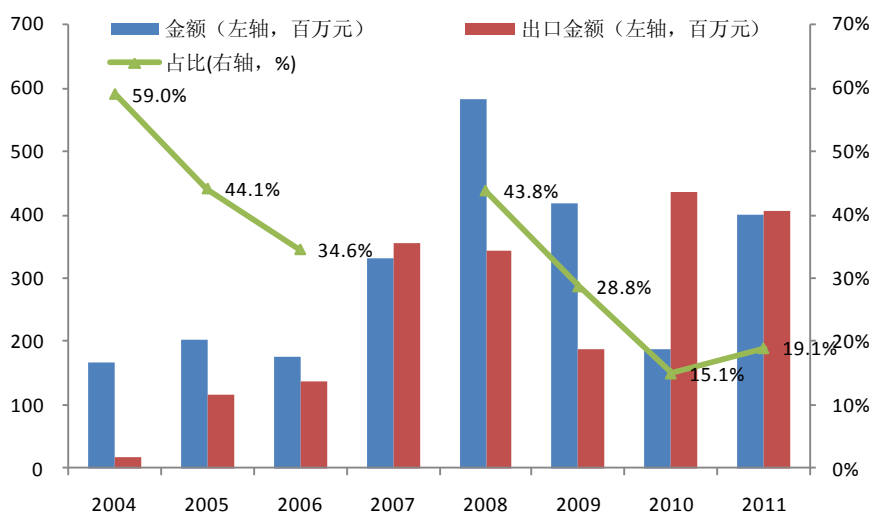
资料来源: 上市公司公告, 民生证券研究所

图 8: 北方股份固定资产 (百万元), 03-05 年为扩张周期



资料来源: 上市公司公告, 民生证券研究所

图 9: 北方股份从关联方 TEREX 进口零部件金额及占比, 总体呈下降趋势



资料来源: 上市公司公告, 民生证券研究所

## 1、始于 08 年的进口税率调整为非公路矿用自卸车行业带来机遇

2008 年财政部发文明确扶持内资矿用自卸车企业发展, 实行进口零部件增值税退税, 同时取消进口整车免税政策。财政部于 2008 年 2 月发文《财政部关于调整大型非公路矿用自卸车及其关键零部件、原材料进口税收政策的通知 (财关税[2008]20 号)》, 自 2008 年 1 月 1 日起, 对国内企业为开发、制造大型非公路矿用自卸车 (包括额定装载质量不小于 108 吨的大型电动轮非公路矿用自卸车和额定装载质量不小于 85 吨的大型机械传动非公路矿用自卸车) 而进口部分关键零部件、原材料所缴纳的进口关税和进口环节增值税实行先征后退。自 2008 年 4 月 1 日起, 进口额定装载质量不大于 328 吨的非公路电动轮自卸车、额定装载质量不大于 40 吨的非公路铰接式自卸车和所有规格的机械传动非公路刚性自卸车, 一律停止执行进口免税政策。

## 2、零部件国产化、人民币升值等提高近几年毛利率

零部件进口替代、进口零部件税收优惠、产品结构优化、产能利用率提高、人民币升值等是过去三年毛利提升的主要推动力。

发动机、传动箱、电控系统、耐磨钢板等关重零部件和部分原材料需依靠进口，但从公司公告的从关联方 TEREX 进口金额看，进口替代的效应较为明显。人民币升值有利于进口零部件采购成本下降，但随着进出口平衡，这一因素的影响弱化。

### 3、地方扶持是营业外收入大幅增长的主要原因，近两年仍较为确定

2009 年以来，包头稀土高新技术产业开发区定期给予公司财政扶持，并分两次给予 5400 万提升核心竞争力项目扶持资金。由于上述 5400 万尚未确认，以及定期财政扶持的可持续性，我们预计营业外收入近年不会出现大幅下滑。

表 3：北方股份 2009 年以来主要营业外收入和支出来源

日期	资金来源	项目	金额，万元
2012.06	包头稀土高新技术产业开发区财政局	2010 年上半年财政扶持资金	498.57
2012.04	北方重工	出售旧厂区厂房及部分不可拆迁设备溢价	3,284.67
2011.12	北方股份	未决诉讼损失	-2,749
2011.08	包头稀土高新技术产业开发区财政局	2010 年上半年财政扶持资金	1,447.26
2011.01	包头稀土高新技术产业开发区政府	财政扶持资金	3,000
2010.11	包头稀土高新技术产业开发区财政局	提升在重型非公路矿用车领域的核心竞争力	2,400
2010.02	包头稀土高新技术产业开发区财政局	2009 年上半年财政扶持资金	806.61
2009.04	包头稀土高新技术产业开发区财政局	2008 年上半年财政扶持资金	943.7

资料来源：公司公告，民生证券研究所

公司已经启动国家级《重型非公路矿用车联合工程研究中心》项目建设（这标志着“重型非公路矿用车”领域的国家级研究中心已落户北方股份），预计将继续获得申请国家投资经费和内蒙古自治区经费资助。

## （二）毛利率将维持稳定，产能快速释放将成为主要业绩增长动力

一季度毛利由去年全年的 25.3% 提高至 27.88%，已经接近历史最好水平（历史单季度最高为 2000 年的 35.27%），再大幅提高的可能性不大。

**1000 台矿用车投产顺利，突破产能瓶颈。**2010-2011 年收入 CGAR 只有 6.2%，产能瓶颈是主要原因：原厂区产能为 300 台，实际产量已达 500 台。新厂区（按照 45 吨当量计算，规划产能 1000 台）投产顺利。公司将根据下游需求逐步释放产能，预计今年释放产能 600 台左右。

## 三、背靠兵器工业，长期看外延式发展仍可期

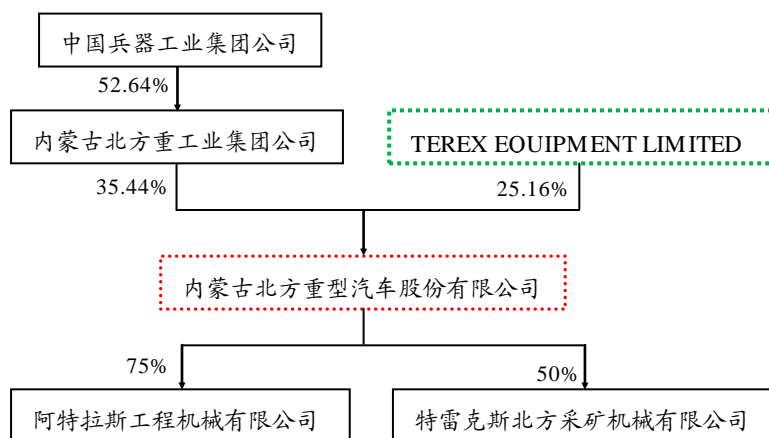
公司控股股东为兵器工业集团下属内蒙古北方重工业集团（以下简称集团），在 2009 年引入中信证券、金石投资等 9 家战略投资者完成股份制改造，后续几年将进入产业资本要求的投资回报期。

集团 2010 年营业收入突破 103 亿，其中军品、特种钢及延伸产品、矿用车及工程机械产品三大核心业务收入 73 亿（三项业务收入大致为 30 亿、20 亿、20 亿），煤矿综采设备、专用汽车两大主导民品等收入 30 亿。其中军品盈利能力较强，但投资较大的 360



无缝钢管垂直挤压机项目处于产业化初期，集团整体的盈利能力有限，2013 年有望改善。

图 10：公司控股股东为兵器工业集团下属内蒙古北方重工业集团，但外资企业 TEREX 持股 25.16%，为第二大股东



资料来源：公司公告，民生证券研究所

北方股份是内蒙古北方重工集团下属唯一上市公司，其外资股东 TEREX 持股比例较高成为向集团外延式发展的主要障碍。随着公司对 TEREX 的依赖日益降低（目前其不参与日常管理，只参与技术工作），外延式发展的可能性日益提高，但仍需等待集团盈利能力变强。

## 四、盈利预测与投资建议

我们上调 12-14 年 EPS 分别为 1.03、1.29、1.59 元，维持“强烈推荐”投资评级，按照 12 年主营 EPS 20 倍 PE、营业外收入 10 倍 PE 给予 6 个月目标价 19 元，对应 11-14 年 PE 分别为 26X、18X、15X 和 12X。

### 公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	2,111	2,495	2,880	3,340
减：营业成本	1,577	1,881	2,158	2,501
营业税金及附加	8	10	12	13
销售费用	109	127	144	164
管理费用	175	202	230	267
财务费用	52	70	60	50
资产减值损失	78	60	70	80
加：投资收益	10	12	15	18
二、营业利润	122	157	221	283
加：营业外收支净额	22	50	40	40
三、利润总额	143	207	261	323
减：所得税费用	22	33	42	52
四、净利润	121	174	219	271
归属于母公司的利润	126	176	219	271
五、基本每股收益 (元)	0.74	1.03	1.29	1.59
主要财务指标				
项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
EV/EBITDA	24.44	17.18	15.00	13.46
成长能力:				
营业收入同比	10.99%	18.22%	15.43%	15.97%
营业利润同比	73.4%	28.9%	40.7%	27.9%
净利润同比	92.07%	43.58%	26.05%	23.6%
营运能力:				
应收账款周转率	3.40	3.98	3.69	3.58
存货周转率	2.18	2.19	2.16	2.17
总资产周转率	0.66	0.74	0.78	0.81
盈利能力与收益质量:				
毛利率	25.3%	24.6%	25.1%	25.1%
净利率	6.0%	7.0%	7.6%	8.1%
总资产净利率 ROA	3.8%	5.2%	5.9%	6.6%
净资产收益率 ROE	14.3%	18.0%	19.5%	20.5%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.37	1.34	1.38	1.43
资产负债率	71.9%	70.6%	69.0%	67.2%
长期借款/总负债	19.2%	17.8%	16.4%	15.1%
每股指标:				
每股收益	0.74	1.03	1.29	1.59
每股经营现金流量	0.23	0.53	0.45	0.78
每股净资产	5.28	6.09	7.13	8.40

资产负债表				
项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	518	475	423	449
应收票据	203	239	276	321
应收账款	555	699	864	1,002
预付账款	49	58	72	84
其他应收款	27	32	37	43
存货	1,040	1,240	1,423	1,650
其他流动资产	0	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>2,392</b>	<b>2,744</b>	<b>3,096</b>	<b>3,548</b>
长期股权投资	51	56	56	56
固定资产	525	537	547	545
在建工程	19	39	59	69
无形资产	151	148	145	142
其他非流动资产	0	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	<b>804</b>	<b>779</b>	<b>806</b>	<b>812</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,196</b>	<b>3,523</b>	<b>3,902</b>	<b>4,359</b>
短期借款	525	525	525	525
应付票据	75	89	102	119
应付账款	474	565	649	752
预收账款	81	115	132	153
其他应付款	49	70	70	70
应交税费	31	30	30	30
其他流动负债	54	54	54	54
<b>流动负债合计</b>	<b>1,740</b>	<b>2,045</b>	<b>2,249</b>	<b>2,489</b>
长期借款	442	442	442	442
其他非流动负债	0	0	0	0
<b>非流动负债合计</b>	<b>442</b>	<b>442</b>	<b>442</b>	<b>442</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,299</b>	<b>2,487</b>	<b>2,691</b>	<b>2,931</b>
股本	170	170	170	170
资本公积	399	399	399	399
留存收益	319	459	635	852
少数股东权益	9	7	7	7
<b>所有者权益合计</b>	<b>897</b>	<b>1,036</b>	<b>1,211</b>	<b>1,428</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>3,196</b>	<b>3,523</b>	<b>3,902</b>	<b>4,359</b>
现金流量表				
项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流量	39	90	76	132
投资活动现金流量	(63)	(52)	(45)	(22)
筹资活动现金流量	(41)	(105)	(104)	(104)
现金及等价物净增加	(67)	(68)	(72)	6

## 分析师与行业专家简介

**刘利**，高级工程师，清华大学机械工程及自动化专业本科、材料科学与工程学博士，三年钢铁、汽车行业工作经验，2011年3月加盟民生证券研究所，从事机械、军工行业研究。

**张微**，企业管理硕士，机械自动化学士，2008年3月进入证券行业从事机械行业研究，2012年4月加盟民生证券，专注工程机械、机床及新业务模式板块研究。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹塘	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
韦珂嘉	北京	010-85127772	13701050353	weikejia@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
刘毅	广深	0755-22662101	13760348848	liuyi_sz@mszq.com
许力平	广深	020-87374866	18601368846	xuliping@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

## 民生证券研究所：

**北京：**北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

**上海：**浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 200120

**深圳：**深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% ~ 10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

## 免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

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，均为本公司的商标、服务标识及标记。