

得润电子 (002055.SZ) 元件行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

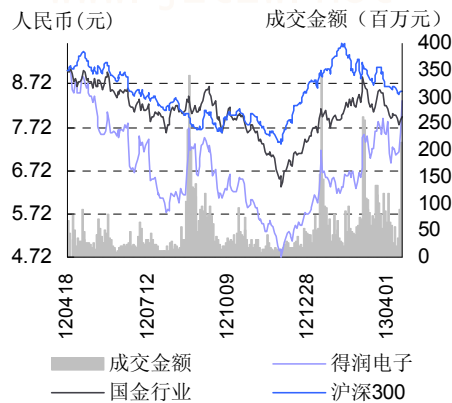
市价(人民币): 8.34元

股权激励业绩改善, 汽车连接器是新增长点

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)	402.24
总市值(百万元)	34.57
年内股价最高最低(元)	9.02/4.72
沪深 300 指数	2458.47
中小板指数	5140.75



公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.568	0.246	0.356	0.409	0.456
每股净资产(元)	5.27	2.83	3.04	3.35	3.70
每股经营性现金流(元)	-0.19	0.27	0.85	0.41	0.70
市盈率(倍)	34.88	23.31	23.44	20.41	18.28
行业优化市盈率(倍)	22.72	29.73	32.08	32.08	32.08
净利润增长率(%)	92.50%	-12.36%	44.47%	14.86%	11.62%
净资产收益率(%)	10.78%	8.69%	11.72%	12.22%	12.32%
总股本(百万股)	205.22	414.51	414.51	414.51	414.51

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **股权激励方案确定, 管理层改善业绩表现可期:** 1) 根据对公司的激励方案测算, 我们发现公司对于今年的业绩要求非常高, 今年需要实现业绩增长 44.13%。这证明公司对于今年业绩增长非常有信心。我们认为信心来自于汽车连接器和 PC 连接器两方面。2) 公司股权激励行权条件规定绩效考核目标为 2013-2015 年公司的净资产收益率不低于 10%。将净资产收益率纳入激励行权条件有利于防止公司盲目扩张或者低效率募投项目。3) 股权激励使使管理层经营过程中更加关心公司的长期价值。
- **2012 年致力于汽车连接器实力积累, 2013 将成为新增长点:** 1) 在汽车产业方面, 公司完成了高端汽车市场的布局, 公司收购意大利柏拉蒂电子公司股权开拓欧洲市场, 同时和德国 Kroschu 公司合资成立子公司切入一汽-大众的供应链, 在高端汽车电子配套市场布局取得了开拓式的进展。2) 由于国内汽车连接器线束行业承接汽车制造转移带来的本土化采购需求, 年增速超 15%。
- **切入联想供应链, 电脑连接器市场成长空间大:** 公司已经跟联想和戴尔取得初步合作, 未来将借助与泰科合作时积累下的 PC 连接器技术实力切入更多下游客户供应链, 从而不断向低端抢占市场。

承诺 44.1% 的增长, 目标价为 10.5, 给予“买入”评级

- 我们预测公司 2013-2015 年分别可以实现 EPS 0.356 元, 0.409 元和 0.456 元, 增长速度分别为 44.47%, 14.86% 和 11.62%。目前股价分别对应 23.44x13PE, 20.41x14PE 和 18.28x15PE。鉴于公司在连接器行业的技术领先, 未来汽车连接器整张可期, 我们给予 13 年 30 倍 PE, 目标价为 10.68 元。

风险

- 汽车连接器市场开拓不达预期。

邵洁 联系人
(8621)61038220
shaojie@gjzq.com.cn

程兵 分析师 SAC 执业编号: S1130511030015
(8621)61038265
chengb@gjzq.com.cn

马鹏清 联系人
(8621)61038324
mapq@gjzq.com.cn

内容目录

股权激励方案确定, 管理层改善业绩表现可期	3
股权激励方案已经确定, 股东利益和高管动力一致性增强	3
2012 年致力于汽车连接器实力积累, 2013 将成为新增长点	3
收购股权成立合资公司, 切入国内外高端汽车市场	3
国内汽车连接器线束行业承接产能转移市场大、年增速超 15%	4
切入电脑连接器新客户, 逐渐恢复成长	5
切入联想供应链, 电脑连接器市场成长空间大	5
承诺 44.1% 的增长, 目前股价为 10.5, 给予买入评级	6
上调盈利预测, 给予“买入”评级	6
附录: 三张报表预测摘要	8

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表目录

图表 1: 公司股权激励具体方案	3
图表 2: 2007 年全球连接器主要应用领域的市场比重	4
图表 3: 国内人均 GDP 增长将推动汽车销量	5
图表 4: 汽车电子在每辆汽车上的应用持续增长	5
图表 5: 2005-2009 年全球各区域汽车连接器销售额增速	5
图表 6: 2003-2008 年全球各区域连接器销售额增速	5
图表 7: 2009 年全球连接器主要应用领域的市场比重	6
图表 8: 全球电脑连接器市场规模预测 (亿美元)	6
图表 9: 销售预测	7

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

股权激励方案确定，管理层改善业绩表现可期

股权激励方案已经确定，股东利益和高管动力一致性增强

- 公司在 3 月 13 日发布了股权激励计划，并在 4 月 16 日发布了关于股票期权激励计划授予的公告。此次股权激励授予有利于公司今年的长期发展，加强了管理高层和股东利益的联系，驱动管理层在未来几年将强公司治理结构，努力开拓市场，实现业绩增长。
 - 股权激励使高层对个人利益最大化的追求转化为最大限度地对企业利益最大化的追求或者两者追求方向一致，使管理层经营过程中更加关心公司的长期价值，防止管理层的短期行为。
 - 公司股权激励行权条件规定绩效考核目标为 2013-2015 年公司的净利润增长率每年保持在 20%以上，净资产收益率不低于 10%。将净资产收益率纳入激励行权条件有利于防止公司盲目扩张或者低效率募投项目。而净利润增长率 20%的条件保证了公司实现长期增长。
 - 根据对公司的激励方案测算，我们发现公司对于今年的业绩要求非常高，今年需要实现业绩增长 44.13%。这证明公司对于今年业绩增长非常有信心。我们认为信心来自于汽车连接器和 PC 连接器两方面。

图表1：公司股权激励具体方案（按照 2012 年报净利润数据重新测算）

项目	2012	2013	2014	2015
净利润增长率目标（以2012年为基期）		20.00%	44.00%	72.80%
净利润目标值	10,208.23	11,355.48	13,626.58	16,351.89
净资产收益率目标值		10%	10%	10%
满足净资产收益率指标的净利润目标值		13,125.97	14,584.41	16,204.90
净利润实际目标值		13,125.97	14,584.41	16,351.89
按净资产收益率目标值同比增长率（以2012	10,208.23	28.58%	42.87%	60.18%
激励成本（以授权日股价6.61元计算）		1,587.42	1,107.38	571.88
加上激励成本后的净利润实际目标值		14,713.39	15,691.79	16,923.77
实际净利润同比增长率（以2012年为基期）		44.13%	53.72%	65.79%
EPS目标值	0.246	0.355	0.378	0.408

来源：公司公告 国金证券研究所整理

2012 年致力于汽车连接器实力积累，2013 将成为新增长点

收购股权成立合资公司，切入国内外高端汽车市场

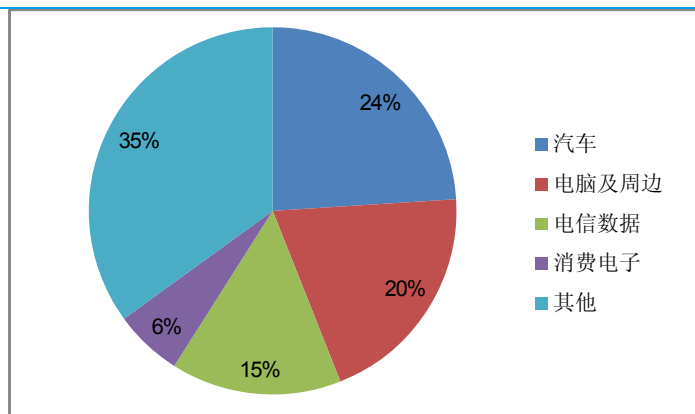
- 在汽车产业方面，公司完成了高端汽车市场的布局，在国内汽车力求新的发展，同时通过布局欧洲市场进入高端汽车电子配套市场。虽然天海收购失败，但是公司收购意大利柏拉蒂电子公司股权开拓欧洲市场，同时和德国 Kroschu 公司合资成立子公司切入一汽-大众的供应链，在高端汽车电子配套市场布局取得了开拓式的进展。
 - 公司注资柏拉蒂电子，布局欧美汽车市场。公司受让和注资柏拉蒂电子（深圳）和意大利柏拉蒂电子公司股权，分别掌握 75%和 51%的股权。柏拉蒂电子分别在中国，波兰和乌克兰设有子公司，涵盖消费电子、汽车行业、工业和电脑通信应用四大领域连接器，产品全部销往欧美地区。
 - 公司与德国 Kroschu 公司设立合资公司，切入一汽-大众国内高端汽车供应链。公司与 Kromberg & Schubert Eastern Asia AG 共同投资设立合资公司，被正式确定为即奥迪 A3 项目汽车线束批量供应商。合资公司已完成一汽-大众供应商资格认证，正式成为其战略供应商，并可为一汽-大众提供产品开发和配套。

- 德国 Kroschu 公司是德国最大的专业汽车电子连接器及线束制造企业之一。公司是 Audi A3 发动机线束的原配供应商，长期为世界知名汽车品牌宝马、奔驰、一汽大众、奥迪、斯柯达、保时捷等提供优质服务，形成了稳定的长期合作关系，拥有行业领先的开发设计能力和先进的高端制造能力。
- 公司投资 1.55 亿元在合肥的汽车线束募投项目，该募投项目将在 2013 年底正式投产，有望在 2014 年正式贡献业绩。合肥得润公司一直致力于家电和汽车连接器的研究，已经成为江汽集团重要供应商。

国内汽车连接器线束行业承接产能转移市场大、年增速超 15%

- 从需求总量上看，汽车连接器是最大的连接器细分市场。据 Bishop& Associates 统计，2007 年全球汽车连接器市场规模达 108 亿元，占比 24%；另据智多星统计，2008 年国内汽车连接器市场规模达 64 亿元，占比超 12%。预计国内连接器和线束整体市场规模在 370 亿元左右。
- 据我们和资深业内人士交流，汽车连接器和线束约占汽车采购成本的 5%~8%，平均每辆 2000 元左右，2011 年我国销售汽车 1850 万辆，对应 370 亿元的市场规模，可能没有像相关机构统计预测的 800 亿元市场规模那么大（线束和连接器重复算），但这个市场依然很大。

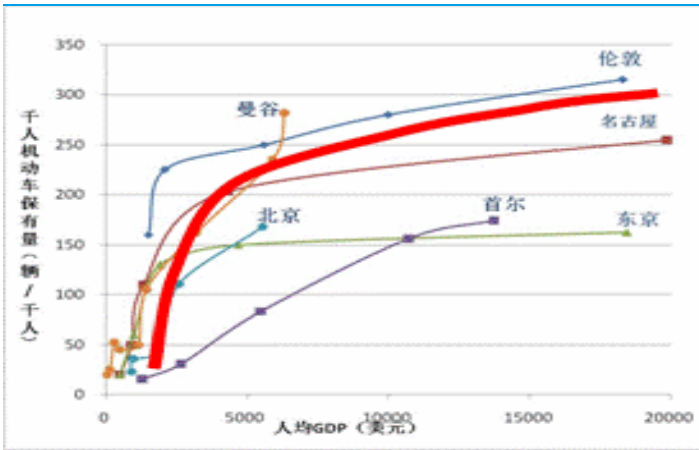
图表2: 2007 年全球连接器主要应用领域的市场比重



来源: Bishop&Associates, 国金证券研究所

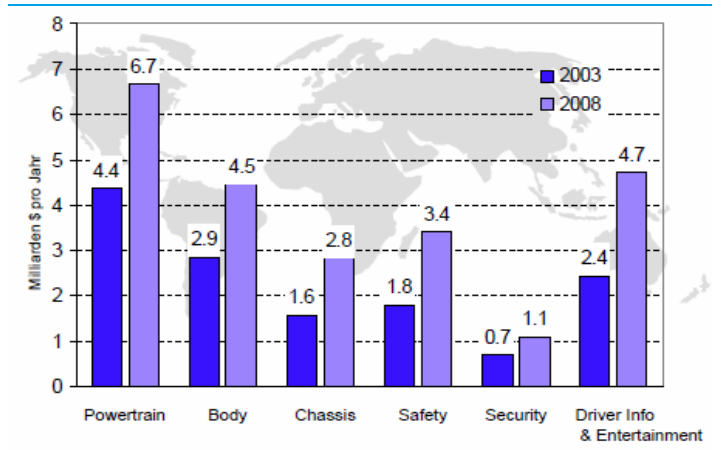
- 从需求增量上看，未来几年国内汽车连接器需求年均增速将超过 15%。一方面国内汽车销量将以每年 5%-10% 高于全球的速度增长，另一方面，随着汽车电子化提升，单车所使用的连接器数量将从几百个翻倍到上千个。
- 国内汽车销量相比全球的超额增长空间有 2 倍。2010 年我国汽车销量 1826 万辆，人均汽车保有量仅 47.8 辆/千人，相当于美国 1917 年、日本 1964 年、韩国 1988 年的水平，假设未来达到 2007 年全球 144 辆/千人的平均水平，并按现有保有量和销量之比推算，未来国内汽车年销量将达到 5700 万辆左右。
- 每辆汽车上应用的连接器数量将再提升一倍。随着汽车音响、导航、安全、娱乐、通信等汽车电子的发展，预计到 2015 年平均每辆车用到的电子器件将达 \$400，2004 年为 \$223，其中将用到 600-1000 个电子连接器，远大于目前几百个的数量；而目前国内每辆汽车用到的连接器成本只有几百元人民币，远落后于国外 125~150 美元的水平。

图表3: 国内人均 GDP 增长将推动汽车销量



来源: 北京交通委员会, ZVEI/Bosch, 国金证券研究所

图表4: 汽车电子在每辆汽车上的应用持续增长



- 从产能转移上看, 国内将继续承接全球汽车连接器产能, 增速更快。该判断源于三个需求: 1、汽车制造转移带来的本土化采购需求; 2、国内过度依赖国外厂家倒逼国产化需求; 3、国产低档车的电子化需求。
- 随着全球汽车制造业向我国转移, 我国也将成为汽车连接器的生产基地作为本土化配套, 以降低采购和生产成本。2003-2008 年我国连接器市场的年复合增速为 19.84%, 是同期全球市场总体增速的 2.2 倍。
- 国内连接器市场主要以进口为主, 存在国产化需求。当前国外汽车连接器厂家占有 60%-70% 的市场份额, 国产厂家只占有 30%-40% 的市场份额; 每年进口的汽车连接器约占当地进口连接器总值的 25%。
- 另外, 随着汽车电子从进口、合资中高端汽车走向国产中低端汽车, 作为主要为国产汽车配套的国内汽车连接器厂商有望承接更多产能。

图表5: 2005-2009 年全球各区域汽车连接器销售额增速

地区	销售额 (亿美元)		市场占有率		4年复合增速
	2005	2009	2005	2009	
欧洲	31.4	36.7	33%	31%	4.0%
北美	23.8	29.4	25%	25%	5.5%
日本	20.9	23.0	22%	19%	2.4%
亚太	8.6	11.6	9%	10%	8.0%
中国	4.8	8.4	5%	7%	15.3%
其它	5.7	9.2	6%	8%	12.8%
总计	95.0	118.3	100%	100%	12.8%

来源: IEK, Bishop&Associates, 国金证券研究所

图表6: 2003-2008 年全球各区域连接器销售额增速

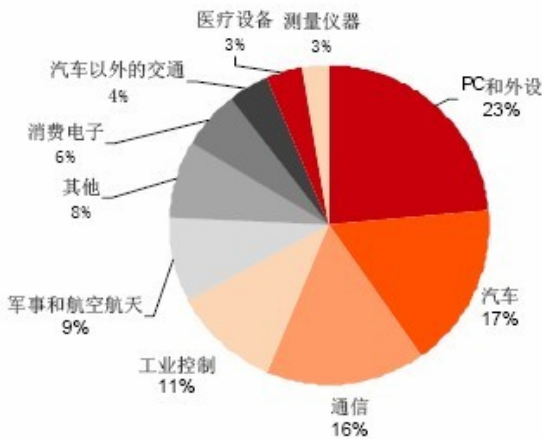
地区	销售额 (亿美元)		市场份额		5年复合增速
	2003	2008	2003	2008	
北美	82.39	110.11	29.05%	25.26%	5.97%
欧洲	72.40	104.51	25.53%	23.97%	7.62%
日本	49.13	68.90	17.32%	15.80%	7.00%
中国	30.55	75.53	10.77%	17.32%	19.84%
亚太	33.22	51.64	11.71%	11.84%	9.22%
其它	15.92	25.30	5.61%	5.80%	9.71%
总计	283.61	435.99	100.00%	100.00%	8.98%

切入电脑连接器新客户, 逐渐恢复成长

切入联想供应链, 电脑连接器市场成长空间大

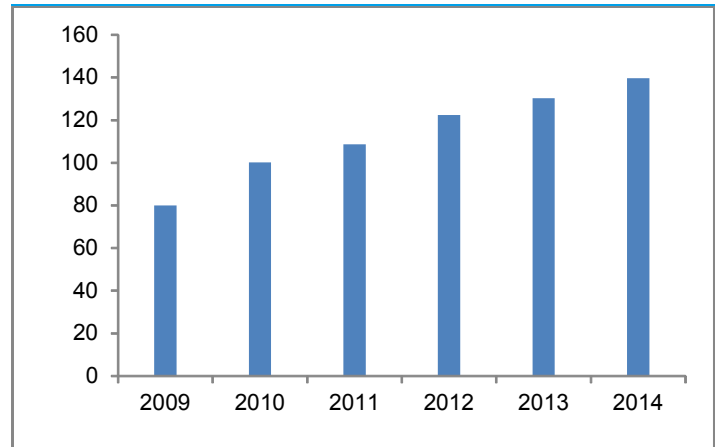
- 公司已经跟联想和戴尔取得初步合作, 未来将借助与泰科合作时积累下的 PC 连接器技术实力切入更多下游客户供应链, 从而不断向低端抢占市场。从整个市场规模看, 电脑连接器一直是主要的连接器市场, 2009 年曾超过汽车连接器成为最大的细分市场, 占了连接器整体产值的 23%, 市场规模达到 80 亿美元, 而公司所在的 CPU 和 DDR 连接器市场是其中的核心。
- CPU 和 DDR 连接器是最核心、技术壁垒较高的电脑连接器, 英特尔 Capella 新平台的 CPU Socket 连接器价格高达 3-4 美元, DDR 连接器在 0.5 美元左右, 以 2011 年全球 3.53 亿台电脑出货量计算, 公司所在的 CPU 和 DDR 连接器市场规模在 15 亿美元左右。

图表7: 2009年全球连接器主要应用领域的市场比重



来源: Bishop&Associates, 国金证券研究所

图表8: 全球电脑连接器市场规模预测(亿美元)



www.jtzw.net

承诺 44.1%的增长, 目前股价为 10.5, 给予买入评级

上调盈利预测, 给予“买入”评级

- 我们预测公司 2013-2015 年分别可以实现 EPS 0.356 元, 0.409 元和 0.456 元, 增长速度分别为 44.47%, 14.86%和 11.62%。目前股价分别对应 23.44x13PE, 20.41x14PE 和 18.28x15PE。鉴于公司在连接器行业的技术领先, 未来汽车连接器整张可期, 我们给予 13 年 30 倍 PE, 目标价为 10.68 元。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jtzw.net

图表9: 销售预测

项 目	2011	1H12	2012	1H13	2013E	2014E	2015E
家电连接器							
销售收入 (百万元)	1,159.83	0.00	1,281.59	1,300.00	1,300.00	1,495.00	1,644.50
增长率 (YOY)	105.36%	#DIV/0!	10.50%	#DIV/0!	1.44%	15.00%	10.00%
毛利率	19.22%	0.00%	18.92%	18.62%	18.62%	18.32%	18.32%
毛利 (百万元)	222.92	0.00	242.48	242.06	242.06	273.88	301.27
增长率 (YOY)	#REF!	#REF!	8.77%	#DIV/0!	-0.17%	13.15%	10.00%
占总销售额比重	78.34%	#DIV/0!	70.93%	67.89%	67.89%	66.66%	66.66%
占主营业务利润比重	84.68%	#DIV/0!	75.01%	70.43%	70.43%	68.23%	68.23%
汽车连接器							
销售收入 (百万元)	30.00	0.00	85.00	100.00	100.00	115.00	126.50
增长率 (YOY)	855.51%	#DIV/0!	183.33%	#DIV/0!	17.65%	15.00%	10.00%
毛利率	14.15%	0.00%	17.66%	18.63%	18.63%	19.00%	19.00%
毛利 (百万元)	4.25	0.00	15.01	18.63	18.63	21.85	24.04
增长率 (YOY)	#REF!	#REF!	253.56%	#DIV/0!	24.14%	17.27%	10.00%
占总销售额比重	2.03%	#DIV/0!	4.70%	5.22%	5.22%	5.13%	5.13%
占主营业务利润比重	1.61%	#DIV/0!	4.64%	5.42%	5.42%	5.44%	5.44%
电脑连接器							
销售收入 (百万元)	232.26	0.00	363.25	417.74	417.74	480.40	528.44
增长率 (YOY)	811.93%	#DIV/0!	56.40%	#DIV/0!	15.00%	15.00%	10.00%
毛利率	12.60%	0.00%	15.57%	17.00%	17.00%	18.00%	18.00%
毛利 (百万元)	29.26	0.00	56.55	71.03	71.03	86.47	95.12
增长率 (YOY)	#REF!	#REF!	93.23%	#DIV/0!	25.61%	21.74%	10.00%
占总销售额比重	15.69%	#DIV/0!	20.10%	21.81%	21.81%	21.42%	21.42%
占主营业务利润比重	11.12%	#DIV/0!	17.49%	20.67%	20.67%	21.54%	21.54%
其他连接器							
销售收入 (百万元)	58.42	0.00	76.93	97.18	97.18	152.44	167.68
增长率 (YOY)	2.61%	#DIV/0!	31.70%	#DIV/0!	26.31%	56.86%	10.00%
毛利率	11.70%	0.00%	12.00%	12.30%	12.30%	12.60%	12.60%
毛利 (百万元)	6.83	0.00	9.23	11.95	11.95	19.21	21.13
增长率 (YOY)	#REF!	#REF!	35.08%	#DIV/0!	29.47%	60.69%	10.00%
占总销售额比重	3.95%	#DIV/0!	4.26%	5.07%	5.07%	6.80%	6.80%
占主营业务利润比重	2.60%	#DIV/0!	2.86%	3.48%	3.48%	4.78%	4.78%
销售总收入 (百万元)	1480.50	0.00	1806.77	1914.91	1914.91	2242.83	2467.11
销售总成本 (百万元)	1217.24	0.00	1483.51	1571.24	1571.24	1841.42	2025.56
毛利 (百万元)	263.26	0.00	323.27	343.67	343.67	401.41	441.55
平均毛利率	17.78%	#DIV/0!	17.89%	17.95%	17.95%	17.90%	17.90%

来源: 国金证券研究所整理

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	1,554	1,915	2,243	2,467
增长率	2.9%	23.2%	17.1%	10.0%
主营业务成本	-1,269	-1,571	-1,841	-2,026
% 销售收入	81.6%	82.1%	82.1%	82.1%
毛利	285	344	401	442
% 销售收入	18.4%	17.9%	17.9%	17.9%
营业税金及附加	-8	-5	-6	-6
% 销售收入	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-34	-38	-46	-51
% 销售收入	2.2%	2.0%	2.1%	2.1%
管理费用	-109	-115	-137	-150
% 销售收入	7.0%	6.0%	6.1%	6.1%
息税前利润 (EBIT)	135	186	213	234
% 销售收入	8.7%	9.7%	9.5%	9.5%
财务费用	-19	-4	-4	-4
% 销售收入	1.2%	0.2%	0.2%	0.2%
资产减值损失	-4	-4	-6	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	111	178	203	225
营业利润率	7.1%	9.3%	9.1%	9.1%
营业外收支	12	5	7	10
税前利润	123	183	210	235
利润率	7.9%	9.6%	9.4%	9.5%
所得税	-17	-30	-35	-39
所得税率	14.0%	16.5%	16.5%	16.5%
净利润	105	153	176	196
少数股东损益	3	5	6	7
归属于母公司的净	102	147	169	189
净利率	6.6%	7.7%	7.6%	7.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	105	153	176	196
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	67	84	104	114
非经营收益	14	3	-3	-6
营运资金变动	-75	111	-108	-14
经营活动现金净流	112	351	169	291
资本开支	-98	-203	-137	-90
投资	-36	-1	0	0
其他	7	0	0	0
投资活动现金净流	-127	-204	-137	-90
股权募资	15	-24	0	0
债权募资	-11	193	14	-155
其他	-39	-2	-46	-46
筹资活动现金净流	-36	167	-32	-201
现金净流量	-51	314	0	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	267	581	581	581
应收款项	1,062	1,053	1,207	1,267
存货	368	321	375	410
其他流动资产	15	65	76	83
流动资产	1,711	2,020	2,239	2,341
% 总资产	72.3%	72.2%	73.1%	74.2%
长期投资	4	5	4	4
固定资产	580	709	751	737
% 总资产	24.5%	25.3%	24.5%	23.3%
无形资产	66	62	67	72
非流动资产	654	778	823	815
% 总资产	27.7%	27.8%	26.9%	25.8%
资产总计	2,366	2,798	3,062	3,156
短期借款	362	560	574	417
应付款项	675	777	885	974
其他流动负债	43	90	99	104
流动负债	1,080	1,427	1,558	1,496
长期贷款	59	59	59	60
其他长期负债	4	0	0	0
负债	1,143	1,486	1,616	1,555
普通股股东权益	1,175	1,259	1,387	1,534
少数股东权益	48	53	59	66
负债股东权益合计	2,366	2,798	3,062	3,156

比率分析

	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标				
每股收益	0.246	0.356	0.409	0.456
每股净资产	2.835	3.037	3.346	3.702
每股经营现金净流	0.269	0.847	0.407	0.702
每股股利	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率				
净资产收益率	8.69%	11.72%	12.22%	12.32%
总资产收益率	4.32%	5.27%	5.53%	5.99%
投入资本收益率	7.04%	8.03%	8.56%	9.42%
增长率				
主营业务收入增长率	2.92%	23.23%	17.12%	10.00%
EBIT增长率	-19.22%	37.98%	14.71%	10.00%
净利润增长率	-12.36%	44.47%	14.86%	11.62%
总资产增长率	14.04%	18.26%	9.46%	3.05%
资产管理能力				
应收账款周转天数	121.1	90.0	90.0	85.0
存货周转天数	89.0	75.0	75.0	75.0
应付账款周转天数	102.5	95.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	129.4	123.7	107.5	92.7
偿债能力				
净负债/股东权益	12.55%	2.84%	3.52%	-6.52%
EBIT利息保障倍数	6.9	45.6	52.3	57.1
资产负债率	48.31%	53.11%	52.78%	49.29%

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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	1	2
增持	4	4	4	7	16
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.00	1.95	1.92

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-03-20	增持	9.05	21.38 ~ 21.38
2 2012-04-05	增持	8.54	20.00 ~ 20.00

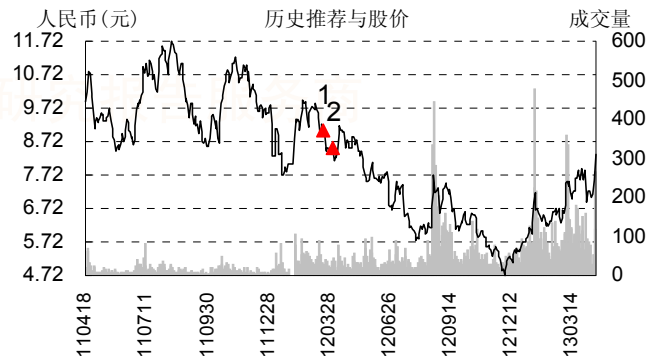
来源：国金证券研究所

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20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 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%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

特别声明:

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为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。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net