

博林特(002689)调研报告

## 具有独立于行业的成长逻辑

### 投资要点

- **事件:** 日前,我们与公司董秘、证券部长就公司业务和未来发展,以及行业前景等领域进行了交流。
- **对民族电梯龙头的基本判断:** 由于房地产行业明年不被看好,电梯需求环境可能较差;但根据我们的测算,在城轨地铁、保障房需求加大,电梯配置密度提高、民族品牌市占率提高以及出口需求释放的拉动下,民族电梯龙头企业的增速将保持在20%以上。
- **博林特更有独立于行业的成长逻辑:** 首先,如果国内电梯需求整体不好,博林特大股东远大集团实力雄厚,储备资源较多,公司改名成为集团后可能有外延式增长机会,对企业持续增长带来较大预期;其次,对于国外市场,博林特的行动最早、最多,做了很多布局,而且包括大股东在内对国外的建筑领域都有积累,如果国内市场很糟糕,那么博林特的海外经过几年的耕耘即将迎来收获季;最后,公司的股权激励提供了业绩保障。
- **估值与评级:** 我们估算公司未来三年每股收益分别为0.40元、0.52元和0.65元,对应的动态PE为19倍、14倍和12倍,估值合理。我们判断公司股价向下空间很有限,为较稳健的选择,考虑到公司独特的增长逻辑,我们首次给予公司“增持”评级。
- **风险提示:** 海外市场拓展进度低于预期。

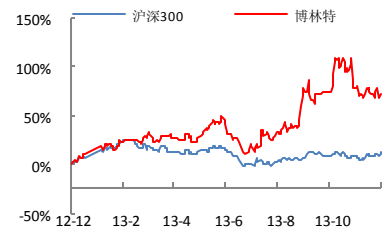
指标年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1512.18	1838.43	2250.02	2728.14
增长率	1.64%	21.58%	22.39%	21.25%
归属母公司净利润(百万元)	123.82	160.43	208.75	260.04
增长率	1.00%	29.57%	30.12%	24.57%
每股收益EPS(元)	0.31	0.40	0.52	0.65
净资产收益率ROE	9.90%	11.37%	12.89%	13.83%
PE	24	19	14	12
PB	2	2	2	2

数据来源:西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 庞琳琳  
执业证号: S1250513070002  
电话: 010-57631198  
邮箱: pll@swsc.com.cn  
研究助理: 唐静  
电话: 023-67898837  
邮箱: tjing@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源:西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	4.03
流通A股(亿股)	1.34
52周内股价区间(元)	4.51-9.17
总市值(亿元)	30.01
总资产(亿元)	26.16
每股净资产(元)	3.00

### 相关研究

## 公司的简况

公司成立于 2001 年 9 月，依托母公司远大集团的支持，从成立起便坚持“三自”（自主品牌、自主市场网络、自主核心技术）和“三位一体发展”（国际、国内、配件一体发展）的经营模式，经过 10 多年的发展，目前已成为集电梯产品的设计、制造、安装、维保售后服务及重要零部件制造为一体的全产业链经营模式的电梯企业。公司目标全产业链发展，核心部件大都为自制件，仅外购钢丝绳、导轨、电缆等配套部件，其电梯自制率达到 80%以上，部分型号自制率可达到 90%。

### 我们的基本判断

1、对民族电梯龙头的基本判断：由于房地产行业明年不被看好，电梯需求环境可能较差；但根据我们的测算，在城轨地铁、保障房需求加大，电梯配置密度提高、民族品牌市占率提高以及出口需求释放的拉动下，民族电梯龙头企业的增速将保持在 20%以上。

2、博林特更有独立于行业的成长逻辑：首先，如果国内电梯需求整体不好，博林特大股东远大集团实力雄厚，储备资源较多，公司改名成为集团后可能有外延式增长机会，对企业持续增长带来较大预期；其次，对于国外市场，博林特的行动最早、最多，做了很多布局，而且包括大股东在内对国外的建筑领域都有积累，如果国内市场很糟糕，那么博林特的海外经过几年的耕耘即将迎来收获季；最后，公司的股权激励提供了业绩保障。

3、估值与评级：我们估算公司未来三年每股收益分别为 0.40 元、0.52 元和 0.65 元，对应的动态 PE 为 19 倍、14 倍和 12 倍，估值合理。我们判断公司股价向下空间很有限，为较稳健的选择，考虑到公司独特的增长逻辑，我们首次给予公司“增持”评级。

4、风险提示：海外市场拓展进度低于预期。

## 问题 1：截止到现在公司新签订单和在手订单的状况？公司产品的价格有没有下降的趋势，今年的毛利率是怎么样的变化？

价格跟去年同期比稍微有一点下降，特别是出口那一块，但是降的非常少，对整个毛利率的影响是微乎其微的，因为有成本下降的因素。

毛利率在前三个季度在 32%多，同比上年度提高不到 3%，毛利率上升主要得益于大众原材料的价格下降。今年的折旧同比有一个降低，同时今年的收入同比稍微会上来一点，从整个占收入成本的比例上会有一个降低，这也跟规模释放是有关系的。但是同时募投项目没有最后投完，陆续还在按进度走，重庆的产能今年 2000 多台左右的样子，随着重庆项目产能释放固定成本就占整个收入比例还会降低，应该对规模效应逐渐体现出来，对毛利率是正向的影响。

在手订单 32 个亿左右，同比增长了 30%左右，在手订单相对来说还是比较充足的，为往后年度的收入增长奠定了基础。

## 问题 2：保障房和轨交这两块的销售特点，包括招投标的具体特点、产品的定价、盈利水平能不能对比介绍一下？包括他们后期的前景？

保障房的规模是比较大的，从公司自己投标和中标的程度上来看，单个的合同额比较大，并且是滚动开发。因为是政府主导，公司也愿意投这一类的标，本身保障房这一类要求产品的性价比比较高，相对来说对于合资品牌项目会要求国有品牌。

轨交最近也中了一些高铁项目，主要以扶梯为主，这一块要求扶梯提升的高度比较大，载重也比较多，毕竟是公共建筑使用项目，像地铁车站这一类的人流比较多，如果上下班大家集中做地铁，对承重这一块要求特别大。公司针对性的是载重性的，专门针对地铁使用来开发这一类的产品。

保障房也做出了保障房特点的产品，它的特点就是价格不是特别高，但是类似于装潢这一类的要求也不差。相对来说保障房的毛利相对于正常的商品房电梯毛利要低，但是规模比较大，所以带来的整个的毛利增加是比较多的。重载公交型的地铁毛利比较高，但是这一块产品产量相对比较小。

从发展上面看国家推出保障房项目的建设对于民族品牌公司是有利的，受益的主要是国有品牌：其一，国家这一类的项目倾向于使用民族品牌，其二，在每秒4米以下的电梯领域民族品牌在一线品牌和洋品牌几乎是没有什么差别的，所谓有的差别就是他们的规模更大，他们的销售额更多。另外地铁公交这一类的产品发展随着国家加强基础设施建设，这一快的需求量从公司的产品结构来看，这一块也是提升的，博林特的扶梯销售也是以重载公交型扶梯为主。

公司目前披露的扶梯型订单中地铁重载型比较多，当然普通类的扶梯也做，这一块要求成本效应达到一定的水平才做，规模也要有。

公司目前的销售额中，直扶梯的比例大概是2:8左右，20%是扶梯，80%是直梯，扶梯当中80%左右都是重载公交型的。

### **问题 3: 在保障房里面大家更关注性价比更关注民族品牌，但是在城轨这一块特别是重载型的特别是关注产品的质量或者是安全性，这样会不会在招标中会不会倾向于洋品牌？**

博林特的产品销售机构分国内国际来看大概20%是出口的，公司在国际上的竞争对手都是现在世界上排在一线的品牌，在国内也会遇到这些竞争对手。博林特跟他们这些洋品牌比更加有性价比，从技术安全措施上来说，电梯的安全性非常有保证的，有很多的级别来采取安全措施，通过等等一系列的安全保障来保证的。

大家也知道前一段时间发生过电梯事故，洋品牌知名的电梯发生安全事故，行业里面开会也在分析这个事情，他主要是发展太快造成的，没有管理跟上，可能是一个小小的螺丝故障带来的产品问题，主要是管理问题而不是技术问题。刚才也说到所有的电梯无论是洋品牌还是国有品牌，在安全保障上是有各种措施来保障的，比如说直梯上面有限速筏，下面有地坑，坑里面还有弹簧，有多少道管卡来保证安全。大家可能有遇到过溜车的问题，这个也是正常的；大家也遇到过关门的现象，最危险的就是扒门，上面有一个安全钳，只要这个钳在闭合状况那就证明你是安全的。只要不采取很危险的措施，比如说你扒门那你在里面就是很安全的。行业里面一直说这个问题，但是老百姓对这个懂的会相对少一些。在投标或者招标的过程当中，一般招投标的人在这个方面会懂的更多一些，当然也需要厂商来讲自己这一类的安全措施是哪些东西，采用哪些安全部件，采用的措施是什么。

博林特的安全措施，主管安全部件的人是董事长钦点的一个人，任何的部件更换研发都不需要到董事长那边审批；安全部件的更换研发都需要到董事长那一块去签字的，所以这一块大家对于博林特品牌的安全性请大家放心。

#### 问题 4：最近一年多应收账款增长的非常快，周转率也是往下走，这一块能不能解释一下，包括帐龄的风险度能不能简单介绍一下？

应收账款是跟我们的销售特点有关的，博林特的销售主要是以直销为主，经销为辅。比如说销售采用的是签合同就收 3%~5%的定金，到发货到安装就收到 60%到 70%的定金，等到安装完成还有剩余的部分。应收账款的增长就是跟销售模式有关系，经销模式占非常小，大约占 20%左右。经销模式是发货到代理商，代理商接货之后要完全把账款给我，可能个别的项目有质保金，但是几乎都是没有的。如果的模式都是改成经销模式，大量在各个地区发展经销商，把产品都卖给经销商，他去负责安装和维保，那应收账款就会减少。

另一方面是近年公司拿到的保障房项目特别多，保障房项目是政府主导型的，这边虽然不是欠款，但是要款不是像正常的合同来做，比如说签合同给百分之几，政府主导的项目要钱不能说费劲，但是周期比较长，等安装完成应该给安装款是，公司应该要对方的承建部门给这笔钱，他会拿承建部分的手续向政府相关部门去审批，然后去申请资金，环节比较长。但是从安全性上面来说，政府主导型的安全性更高，这里面几乎没有一笔坏账。再加上安装完成一般的货款可以达到 85%~90%，虽然应收账款在增长，但是坏账这三年加起来不到 200 万，坏账很小。但是公司也仍然按照比较严格的按照各年的帐龄来提坏账。

一般从签了一个单子到最后收尾款要看工期，公司是直销为主，如果是现场一点问题都没有按照正常的进度快的话 50 天左右工期就完成；大的项目公司会在现场派工程师。

预收款的增长基本上可以预示后期的销售额有一个比较好的增长。预期今年预收款增长的不是特别多，不到 100%，前几年更多。为什么今年不多呢，也是跟保障房项目有关系，保障房的钱不像正常的钱该到时候给就给。

#### 问题 5：公司刚上市的时候出口这一块的占比还是比较大的，这两年出口在整个收入的占比怎么越来越下降？

这个跟公司的整个销售战略有关系，近几年特别是公司上市以来，公司的管理层转变了一个观念是要先做强，原来的时候公司的概念要先做大，但是现在整个管理层的意念是要做强。海外这几年整个的出口额相对来说不是增长了，不像前几年增长那么快，主要的原因是跟领导的策略有关系，这一块的策略也是公司分析国内经济形势和国际经济形势得出来的策略，整个国际金融危机影响下，国际的经济形势要比国内的还要差。所以说公司在出口战略上也是做了一些调整，一些小项目或者合同额不高的项目就不去做这个标地。博林特是以直销为主的公司，如果说在国际上这个小的标地项目公司去做那么成本会更多，比如说差旅费或者售后维保的费用，如果一个项目非常小，还是要派售后、安装、维保工程师去做，除非这个项目达到一定程度公司才去做。在大的后金融危机背景下，可能除了一些发展中国家，特别是发达国家，他们的电梯需求量要远远低于国内，也可以从公司的募投项目建设上分析出来，公司把主要的募投项目建设主要在国内，所以说国际的收入这两年没有突出的增长。

当然这种策略下不是放弃国际市场，如果各位持续关注博林特，国际可能会走进场战略，或者找一些发展中国家，加强这个市场网络建设的战略。



## 问题 6: 因为现在的电梯发展非常快, 以后保有量会越来越增加, 现在的维保业务也是非常重要的, 现在公司在维保业务上面的发展有什么样的规划?

博林特的销售方式是直销, 其中有一个特点是维保业务是公司自己做的, 自己负责安装维保也是公司自己负责的。维保业务发展公司一直很看重, 当时董事长定业务发展战略的时候就定了要有自己的品牌、自己的技术和自己的市场。其中自己的市场就包括自己的销售人员和自己的售后、维保人员, 近年的服务业务(维保和安装)一直都是保持在 20% 左右的增长, 前三个季度是 35% 以上的增长。

明年最起码有一、两部电梯的法规要执行, 其中就有《特种设备安全法》或者是电梯维保业务这一块进行规范。现在市场上整个是有规范但是执行的不严格, 可能就几个人成立了维保公司, 但是明年就不一样了。企业有一个年检制度, 过一段时间要改成报告制度, 在做报告的时候对这种特殊行业比如说电梯维保行业, 要找研发试验塔, 要把自己的电梯安装上去一遍再拆下来, 要有这么一个过程才在所谓的特业的资格检查才过关的, 将来这个行业一定会审核的, 这个法律的实施一定会有利于生产制造型的企业和以直销为主的企业。假设只生产制造但是不做销售, 没有销售人员, 都是委托给经销商去销售, 那么这个业务对他的发展也不是说完全有利, 他如果提前做准备和建设, 那么他的维保业务或者是服务业务也会对他有一个支撑。博林特这一块一直是以直销为主, 安装维保也是一直放在自己的手里面, 所有的法律法规的实施会对博林特更有利。

维保前几年价格市场比较乱, 刚才说了几个人就可以做维保业务。前几年因为各种公司太多了, 价格也很乱, 相对给价格造成了一定的困难, 无序竞争价格就非常低。公司的维保都是有固定的报价, 有固定的体系, 公司有五大区域, 五大区域有多少台电梯, 多少价格进行维保, 你换什么件享受什么价格, 有各式各样的政策, 有规范的体系来保证维保市场的规范化运作。

其中跟第三方的价格比公司一定会有优势的, 博林特更专业, 有一些人不知道问题发生在哪里会乱更换配件或者使用其他的技术, 包括从这方面来讲博林特提供的东西会更专业一点, 因为量在那儿, 维保有维保的政策, 比如有多少台电梯在当地建仓库, 配置多少人, 多少的服务工程师, 达到这些量的时候成本和毛利也是锁定的, 公司不允许销售人员和服务人员乱去提高价格, 乱收其他的费用, 这个是保证了市场的有序性, 也是维护了博林特的品牌。跟外面无序的公司来比, 不单是价格, 博林特的服务也是更好。

## 问题 7: 公司维保队伍建设规划? 维保点的布局跟产品销售的布局会是同步一样的还是会设不一样的点?

公司最近也在调研, 在市场上无论是维保还是销售, 刚才说了在销售上是分为直销和经销, 但是经销商如果到一定程度公司在某个区域想做直销化的时候, 公司会考虑把经销商适当进行收购, 其中包括维保队伍的建设。维保队伍的建设更依赖于公司自己, 从技术培训到部件的安装、组装都是要经过一系列的培训、考试、上岗要求然后才到各个销售维保点去的, 两个方面都会进行充分的准备。至于会不会考虑收购一些很成熟的维保企业小团队, 公司在做调研但是还没有一个很成型的收购案例, 在现在正在研究。

从组织框架上来说是一个领导来管的, 但是他是两套体系, 下面分销售和维保也是两个管理体系, 他们各自的政策和管理措施都是不一样的, 他们两个不是同步进行的。销售可能

从方式上来讲是直销和经销，比如说在当地的市场占有率不多或者是台数比较少的情况下就完全委托给经销商，在这种情况下公司就不会去建设自己的维保站，不会配置维保仓库和维保配件；但是当销售量达到一定程度的时候，比如说在一个县级市有 200 台~300 台量的时候，通过统计分析会建自己的维保站点，但这个时候不一定建设销售分公司，这两个不是同步进行，各有各的政策。

### **问题 8: 今年的经济市场是不错的，但是往前看很多人觉得明年房地产投资会往下走，今年这么好的行情明年不太会持续，怎么看整个电梯行业的发展？**

这个问题也是公司的管理层近几年讨论的比较多问题，就是说从宏观数据上来看房地产一直在打压，那为什么跟房地产相关的电梯都在增长，也在担心明年是不是不会有这么好了。去年年底各位到公司来的分析师也都很不看好，这种判断大家也是合情合理的，国家对于房地产不是保持着支撑的态度去的，大家也认为电梯业跟房地产业的关系性是十分紧密的。公司的管理层认为可能房地产打压，政府打压的是房价，但是从来没有打压不给老百姓房子住。比如说保障房，政府一直推保障房的建设，拿保障房的指标作为地方考核的重要指标了，政府从来没有不给老百姓房子住，他也在要求有房子住，但是政府又依赖于土地收入来保障他的财政收入，所以多少年来房地产的价格一直是打压不下去的，即使政府还在打压房地产，但是老百姓的住房需求，比如说城镇化的建设和保障房的建设仍然会带动电梯销售的增长。至于火爆程度会不会像今年一样，这一块管理层没有很肯定的数字，但是对于未来两、三年的发展增长管理层还是有信心的，再加上安装维保收入的扩大，加上海外政策的调整会保证业绩持续发展几年。公司在股权激励当中也是把业绩调整到 20~30% 左右，说明是管理层的信心。

### **问题 9: 国内的电梯行业里面有两种生产模式，一种是集中一个生产基地用很多设备来提高效率，另外一个做地区的布局，公司觉得哪一种发展模式更适合公司的发展？**

管理层也在战略讨论中说过这个问题，不能说哪个好与不好，是适合不适合。公司自己的想法一个是布局上要完善同时加强自动化建设两条腿走路，布局上在重庆那边今年的产能 2000~3000 台是没有问题的，沈阳基地的产能提升，陆续把产能配套包括自动化建设加上自己的设备升级也进行了完善；再下一步可能会考虑在所谓的珠三角或者是长三角选择一个基地建设，同时考虑在发展中国家（国际）进行生产基地的建设，这个都是战略上的考虑。这些方式都在考虑，对于一线发展品牌来说毕竟还是短短发展十年跟发展上百年企业比还是新兵有很多学习的地方，但是坚持的是要走自己的品牌和营销网络、技术发展，这个是坚定不移的，在国际上仍然是这么做。在国际上投标跟国际的大品牌竞争中国的民族品牌只有 BLT，公司管理层也是很坚定信心走品牌化的建设。

### **问题 10: 公司表示在国内和国外会建一些物流的生产基地，想问一下这个意图和现在国内外的进展。**

国内很方便，现在已经拿到地的在哈尔滨、昆明已经有了，在上海也租到地了，在上海是兄弟单位做物流的。国内这一块的进展相对来说是按计划走的；国际上要看公司在当地市场订单的情况然后做战略的部署，可能大家知道多一点是公司在哈萨克斯坦项目，但是这个项目目前一段是有官方的接触，最近的人员在做前阵还没有具体谈，也看当地的市场订单到什

么样子然后才决定到底建设成什么样的状况，具体是这样的。其他国际的区域也在做调研，主要是看订单区的情况再决定建设成什么程度。

**问题 11: 在海外布局上做的是最多的，公司这样做也是比较早，将来除了中亚这一块将来还有什么地方有这样的机会？**

所谓的难和不难针对的是目标实现，整个管理层包括下面的团队做事情还是很有方法和策略的，也很有信心。至于说整个的战略布局上，国际上公司从来没有放弃，在国际竞争上 BLT 也是响当当的品牌，康董事长把他下面的博林幕墙建设成国际市场上数一数二的品牌，他的目标也是想把博林特建设成国际上数一数二的品牌。这个方面来讲公司会面临各种各样的问题，无论是市场上、管理上、技术上面的问题，但是董事长说过很多问题是可以复制的，在这个方面也是让大家进行所谓的鼓励。用不了三、五年大家会看到公司的市场占有率的提升看到公司的业绩回报。

**附录：财务预测表 (单位：百万元)**

资产负债表					主要财务比率				
单位：百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位：百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	636.98	493.49	694.25	911.65	<b>营业收入</b>	1512.18	1838.43	2250.02	2728.14
应收和预付款项	665.27	419.12	910.90	706.47	增长率 (%)	1.64%	21.58%	22.39%	21.25%
存货	259.74	497.13	442.45	718.71	归属母公司股东净利润	123.82	160.43	208.75	260.04
其他流动资产	0.03	0.03	0.03	0.03	增长率 (%)	1.00%	29.57%	30.12%	24.57%
长期股权投资	0.19	0.19	0.19	0.19	每股收益 (EPS)	<b>0.31</b>	<b>0.40</b>	<b>0.52</b>	<b>0.65</b>
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.42	0.35	0.70	0.59
固定资产和在建工程	556.54	639.77	658.00	616.23	销售毛利率	29.06%	32.24%	31.27%	29.95%
无形资产和开发支出	318.73	311.71	304.69	297.66	销售净利率	8.19%	8.73%	9.28%	9.53%
其他非流动资产	5.77	5.77	5.77	5.77	净资产收益率 (ROE)	9.90%	11.37%	12.89%	13.83%
<b>资产总计</b>	<b>2443.25</b>	<b>2367.20</b>	<b>3016.28</b>	<b>3256.72</b>	投入资本回报率 (ROIC)	14.02%	13.84%	14.87%	17.17%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	市盈率 (P/E)	24	19	14	12
应付和预收款项	811.62	725.15	1165.48	1145.88	市净率 (P/B)	2	2	2	2
长期借款	150.00	0.00	0.00	0.00	<b>利润表</b>				
其他负债	231.14	231.14	231.14	231.14	单位：百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>负债合计</b>	<b>1192.77</b>	<b>956.29</b>	<b>1396.62</b>	<b>1377.02</b>	<b>营业收入</b>	1512.18	1838.43	2250.02	2728.14
股本	309.88	309.88	309.88	309.88	减：营业成本	1072.71	1245.68	1546.39	1911.08
资本公积	731.63	731.63	731.63	731.63	营业税金及附加	10.49	12.75	15.60	18.92
留存收益	208.97	369.41	578.16	838.20	营业费用	161.46	248.19	281.25	313.74
归属母公司股东权益	1250.48	1410.91	1619.66	1879.70	管理费用	119.14	156.27	180.00	204.61
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	7.79	-13.20	-18.81	-26.13
<b>股东权益合计</b>	<b>1250.48</b>	<b>1410.91</b>	<b>1619.66</b>	<b>1879.70</b>	资产减值损失	21.07	0.00	0.00	0.00
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2443.25</b>	<b>2367.20</b>	<b>3016.28</b>	<b>3256.72</b>	加：投资收益	1.65	0.00	0.00	0.00
					<b>公允价值变动损益</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
					其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
					<b>营业利润</b>	<b>121.17</b>	<b>188.74</b>	<b>245.59</b>	<b>305.93</b>
					加：其他非经营损益	13.99	5.00	5.00	5.00
					<b>利润总额</b>	140.53	188.74	245.59	305.93
					减：所得税	16.71	28.31	36.84	45.89
					<b>净利润</b>	<b>123.82</b>	<b>160.43</b>	<b>208.75</b>	<b>260.04</b>
					减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
					<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>123.82</b>	<b>160.43</b>	<b>208.75</b>	<b>260.04</b>

现金流量表				
单位：百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	170.42	141.34	279.98	239.29
投资性现金净流量	-190.88	-150.00	-100.00	-50.00
筹资性现金净流量	450.18	-134.83	20.79	28.10
<b>现金流量净额</b>	<b>429.35</b>	<b>-143.49</b>	<b>200.76</b>	<b>217.40</b>

数据来源：WIND,西南证券



## 独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

## 西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 西南证券研究发展中心

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼  
邮编：400023  
电话：(023) 63725713  
网站：www.swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层  
邮编：100033  
电话：(010) 57631234  
邮箱：research@swsc.com.cn