

老板电器 (002508.SZ)

白色家电行业

评级: 买入 上调评级

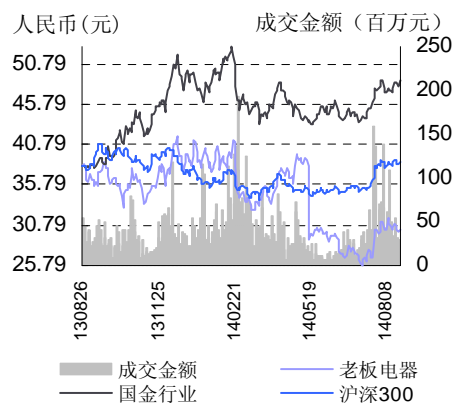
公司研究简报

市价(人民币): 30.20元  
 目标(人民币): 38.10-40.30元

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)	311.75
总市值(百万元)	9,664.00
年内股价最高最低(元)	41.73/25.79
沪深300指数	2342.86
中小板综指	7172.87



## 相关报告

- 《高毛利产品和渠道推动业绩再超预期》，2014.1.10
- 《份额提升、新品给力,公司业绩再超预期》，2013.10.28

**蔡益润** 分析师 SAC 执业编号: S1130513080013  
 (8621)60230249  
 caiyr@gjzq.com.cn

**黄挺** 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028  
 (8621)60230220  
 huangting@gjzq.com.cn

## 抓住城镇化机遇, 深耕三四级市场

## 公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	1.675	1.506	1.689	2.238	2.931
每股净资产(元)	6.75	7.95	7.92	10.06	12.86
每股经营性现金流(元)	1.27	1.26	1.60	1.80	2.22
市盈率(倍)	22.30	10.64	17.88	13.49	10.30
行业优化市盈率(倍)	9.39	11.62	11.92	11.92	11.92
净利润增长率(%)	43.34%	43.87%	40.17%	32.51%	30.94%
净资产收益率(%)	15.52%	18.94%	21.33%	22.26%	22.80%
总股本(百万股)	160.00	256.00	320.00	320.00	320.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **下阶段经营战略规划介绍:** 近期我们参加了老板电器 1H14 业绩说明会, 公司将下阶段经营战略总结为“思变思进、激励激活、下放下沉、共享共赢”十六字, 提出把握“城镇化”历史机遇, 加强对经销商团队的激励, 改革渠道体系, 深耕细作三四级市场, 实现各利益方共同分享成长。
- **渠道体系改革计划介绍:** 公司计划将原大区划分为若干小片区, 由原一级代理商负责中心区域, 将外围片区分给新经销商。新经销商直接与总部对接, 深耕外围三四级市场。原一级代理商可以参股新经销公司并分红, 但不控股、不干预决策, 模式类似有限合伙人。今年 10 月公司将在 8 个地区开展新模式, 优先考虑市场空白多、占有率低的地区, 逐步推广至全国。
- **对渠道体系调整持乐观态度:** 公司积极投放产能、主动调整渠道体系反映了对行业和自身发展前景的信心。若改革成功, 将有助于开发三四级市场、实现渠道扁平化; 而潜在风险主要是: 1) 三四级高端市场容量问题, 2) 如何协调原一级代理商和新经销商的利益分配, 充分调动双方积极性。我们认为这些问题处于可控范围: 1) 三四级城市的高端市场存在, 且城镇化有望释放农村消费力, 2) 原代理商仍保有中心区域, 短期冲击小, 长期可分享外围市场成长收益, 3) 公司的产品销售良好、渠道利润丰厚, 增强总部的议价能力, 4) 公司主管营销的副总裁经验丰富, 应可协调各方利益。因此尽管在过程中会存在波折, 但我们对渠道调整成效持乐观态度。

## 投资建议

- 预计渠道体系调整在短期产生严重负面影响的概率较小, 而成效将在 2-3 年后逐步体现, 预计 2014-2016 年公司收入为 36、48、63 亿元, 同比增长 36%、33%、31%, EPS 为 1.69、2.24、2.93 元, 净利润增速为 40%、33%和 31%。
- 现价 30.2 元对应 17.9x14PE/13.5x15PE。我们认为估值可以维持 15-20 倍: 厨电行业具有成长性, 城镇化有望提供增量; 市场集中度将继续提高; 公司拥有优质品牌, 利润率高, 竞争优势强。考虑估值切换空间, 给予 17-18x15PE, 对应目标价 38.1-40.3 元, 给予买入评级。

## 风险

- 三四级城市的高端市场容量低于预期。原一级代理商与新经销商之间产生激烈矛盾。

## 内容目录

下阶段经营战略：深耕三四级市场，确保各方共享成长.....	3
潜在矛盾应可控，乐观看待渠道体系调整 .....	3
吉林省渠道建设情况的介绍.....	4
盈利预测和投资建议 .....	6
风险提示 .....	6
附录：三张报表预测摘要 .....	7

## 图表目录

图表 1：吉林省老板电器销售业绩（按终端价） .....	5
图表 2：吉林省各渠道占比.....	5
图表 3：上半年吉林省 KA 渠道销售情况.....	5
图表 4：上半年吉林省地方通路销售情况.....	5
图表 5：吉林省地县级市场销售情况 .....	6
图表 6：吉林省橱柜渠道销售情况.....	6
图表 7：吉林省橱柜渠道有效网点数量.....	6

## 下阶段经营战略：深耕三四级市场，确保各方共享成长

- 近期我们参加了老板电器 2014 年中期业绩说明会，公司在会上提出了下一阶段经营战略和渠道调整计划，归纳为“**思变思进、激励激活、下放下沉、共享共赢**”十六个字，成为关注焦点。
- **思变思进：**
  - 在宏观经济增速下滑、国家推进“城镇化”战略的背景下，公司必须创新求变以抓住机会、保持发展。公司的思路是首先保证研发投入和产能投放。公司已经购买 200 亩土地，在建产能包括 250 万台油烟机，将于 2016 年释放。
  - 其次，加强多个渠道的推广。在专卖店渠道，完善一二级市场、渗透三四级市场。公司现有专卖店 1900 余家，计划在 2016 年增加到 3000 家。在电商渠道，重视和主流电商渠道（包括天猫、京东、苏宁易购等）进行合作。在工程渠道，在抓好品牌定位的前提下稳步发展，宁缺毋滥。
- **激励激活：**
  - 目前公司在全国有 62 家一级代理商，实行代理制，独立核算财务，但总部对代理商拥有很大管理权。这些代理商通过银创投持有上市公司股份，在理顺激励方面取得良好的成效。
  - 总部计划让一级代理公司也向股份制发展，给予各地经销商的核心团队成员以充分的激励，使员工从打工者转变为合伙人，改变心态，实现团队制胜。
- **下放下沉：**
  - 公司近年在一二级市场的发展趋势良好，收入快速增长、市占率大幅提高，专卖店覆盖率达到 87%；但是在三四级市场还有大片空白地区，专卖店覆盖率仅为 40%，且门店质量较低。
  - 公司认为国家的“城镇化”战略将提供难得的历史机遇，必须重视三四级市场的开发，将之放在战略目标的高度来对待。
  - 公司开发三四级市场的举措是进行模式下沉，把深耕一二级市场的模式和经验复制到三四级市场。
- **共享共赢：**
  - 公司计划把现有的销售大区划分为若干个小片区，中心城市仍由原一级代理商负责，而外围新片区由新经销商开发，并和总部直接对接，意味着他们也将成为新一级代理商。未来一级代理商的数量可能从现在的 62 名增加到 200-300 名。公司要求新片区以直营店为主，便于深耕市场。
  - 原有一级代理商将参股新的经销公司，提供资金和指导，但不干预决策，仅享有分红权（类似于有限合伙制中的有限合伙人，Limited Partner）。原一级代理商在新公司中的持股比例不超过 49%，不控股。
  - 今年 10 月开始，新渠道模式将在 8 个地区率先开展，首先从市场空白多、占有率低的地区开始，再逐步推广到全国。目前计划的进度是每半年推进 10 个地区。同时，公司将在 10 月送 62 名一级代理商到长江商学院读书，提高思想认识和管理能力。

## 潜在矛盾应可控，乐观看待渠道体系调整

- 我们认为，公司积极投放产能、主动调整渠道体系是为了把握增长机会，反映了公司对行业和自身发展前景的信心。

- 从行业角度来看，厨电行业目前年销量约为 2000 万台，与冰箱 4000 万台内销量相比有很大增长空间，而城镇化有望进一步提高三四级市场的消费能力。公司 13 年销量为 120 万台，占市场份额仅为 6%，也存在提升空间。
- 公司已经投入新产能建设，2016 年将实现年产 450 万台油烟机，是现有产能的 2 倍。这一方面体现了公司看好自身的发展前景，另一方面将迫使公司努力保持收入快速增长，以消化新增产能。因此公司通过调整渠道和激励体系，驱使一级代理商下沉至利润较薄、但前景广阔的三四级市场。
- 如果公司的渠道模式改革成功，将带来两大利好：
  - 将原有大区划分为小片区，有利于经销商深耕三四级市场。
  - 新代理商成为一级代理商，直接与总部对接，形成扁平化的渠道，加快信息传递和市场反应速度。
- 在渠道模式改革中可能存在的风险有：
  - 三四级城市的高端市场空间是否足以支撑公司的销售；
  - 渠道体系调整是否会损伤原一级代理商的利益，导致渠道混乱；
  - 如何确定入股和分红比例、如何建立新经销商的选拔和撤换机制，以充分调动双方的积极性；
  - 新经销商人才如何培养。
- 我们认为，这些潜在的问题和矛盾处于可控范围：
  - 三四级城市的平均消费水平低于一二线城市，但是部分拥有较好的旅游、自然资源的县镇市场仍具备很强消费能力，更重要的是城镇化进程将有助于释放农村消费潜力。目前，公司部分产品在三四级市场的售价甚至高于一二线城市，单价达 4.9 万元的奢侈油烟机在三四级市场的销量超过一二线城市，显示了三四级市场的消费潜力。
  - 在部分经济欠发达的片区，中心城市的销售占比极高，例如吉林省 70% 的销售额来自长春市、云南省 80% 的销售额来自昆明市，而这些中心城市仍由原一级代理商负责，仅将外围地区分给新经销商，因此短期内原一级代理商受到的冲击较为有限，而长期则有望从外围地区的发展中获益。
  - 入股、分红、退出机制的具体制定需要和原一级代理商详细商谈，但我们认为，公司有动力推进渠道改革，产品销售良好、渠道盈利丰厚增强了公司的议价能力，同时公司主管营销的副总裁赵总经验丰富、能力突出，综合这些因素，公司应可化解潜在矛盾。
  - 在人才储备方面，经过多年发展，老板现有的经销商团队中不乏能力较强的年轻人，同时原经销商可以给予指导。
- 总体而言，尽管过程中将存在波折，但我们看好公司的渠道体系调整方向，并对效果持较乐观的态度。
  - 短期来看，如果新公司在培育期内未能产生足够收益（培育期为 1-2 年，从第 2-3 年开始盈利），原一级代理商的利益可能受到一定损伤，但同时也可以更专注于核心市场的开发来弥补。
  - 长期来看，原代理商和新经销商的利益和积极性能否得到保障则将取决于具体的入股和分红比例。
  - 如果本次渠道调整能够取得成功，则成效有望在 2-3 年后得到体现。

### 吉林省渠道建设情况的介绍

- 吉林省是我国农业大省，工业欠发达，1H14 吉林省 GDP 增速为 6.8%，低于当期全国平均增速 0.6 个百分点。但老板电器在吉林的销售状况良好，2013 年完成销售 1.1 亿元，2014 年目标为 1.5 亿元，同比增长 36%。

图表1: 吉林省老板电器销售业绩 (按终端价)

	2011 年	2012 年	2013 年	1H14	2014 年 E
零售量 (台)	31797	36069	43521	27975	56577
零售量 YoY		13%	21%		30%
零售额 (万元)	6558	7940	11354	6399	15442
零售额 YoY		21%	43%		36%
均价 (元)	2062	2201	2609	2287	2729

来源: 公司资料, 国金证券研究所

- 吉林省销售渠道包括:
  - KA 渠道: 专指苏宁、国美等全国性通路。
  - 地方家电连锁: 吉林省当地大型连锁百货欧亚集团、华生集团。
  - 橱柜渠道: 与全省大型橱柜品牌、店面进行合作, 包括橱柜商城、家装商城等。
  - 专卖店: 包括一二级市场直营专卖店和三四级市场加盟专卖店。
  - 个体经销商: 包括加盟专卖店、三四级经销商等通路。
  - 网、团、异业联盟: 分别指网络销售、团购、异业联盟等新兴销售渠道;
  - 工程渠道: 专指精装房采购。

图表2: 吉林省各渠道占比

渠道	KA	地方 KA	地方家电	专卖店	橱柜	家装/设计师/个人	个体	小区/团购	工程
网点数量	44	16	5	26	32	64	29	5	2
网点占比	19.7%	7.2%	2.2%	11.7%	14.3%	28.7%	13.0%	2.2%	1.0%
销售量占比	32.8%	30.4%	6.5%	17. %	6.1	0.5%	5.9%	0.1%	0.1%

来源: 公司资料, 国金证券研究所

- 吉林渠道策略: KA 市场稳健经营、深度合作; 地方通路抓基础建设, 管理模式下沉; 新兴渠道全面合作, 实现多渠道、多元化深度发展。
- KA 渠道: “老板”是战略核心合作品牌; 第一门店选位、第一战略主推、最佳形象展示支持; 今年 KA 渠道厨电板块增长基本持平, 老板增长率高居第一。
- 地方通路: 客群关系紧密; 厅房信置最佳, 面积最大; 最佳形象展示支持。今年地方通路家电增长不足 5%, 老板增长率仍为第一。销售业绩并不逊于 KA 渠道。

图表3: 上半年吉林省 KA 渠道销售情况

单位: 万元	1H13	1H14	YoY
国美	778	972	25%
苏宁	890	1128	27%

图表4: 上半年吉林省地方通路销售情况

单位: 万元	1H13	1H14	YoY
欧亚集团	1498	1787	19%
华生集团	303	417	38%

来源: 公司资料, 国金证券研究所

■ 专卖店:

- 在一二级市场，专卖店的形式包括直营专卖店和加盟专卖店，其中在地级市均为直营专卖店，目前有 11 家，下半年计划再开 3 家；而加盟专卖店仅 3 家。2013 年，一二级市场专卖店的销售业绩为 363 万元，今年上半年完成销售 466 万元，全年销售目标为 1000 万元。
- 在地、县级市场，渠道模式主要为加盟专卖店和个体经销商。其中个体经销商主要指综合性家电商场或橱柜、家装门店，未来将逐步将个体经销商转变为专卖店。目前来看，加盟专卖店的单产显著高于个体经销商门店。

图表5: 吉林省地县级市场销售情况

万元	2011	2012	2013	1H14	2014E
零售额	717	1143	1547	1035	2078
YoY		59%	35%		34%

来源: 公司资料, 国金证券研究所

- 橱柜渠道: 长春市橱柜市场的主流销售集中在几个大型商场、家装建材商场和橱柜专营商场，橱柜品牌集中度高；老板电器在各大家装建材商城都有自己的专柜，同时与橱柜的主流品牌进行合作，随其店面拓展顺利进入地、县级城市。

图表6: 吉林省橱柜渠道销售情况

万元	2011	2012	2013	1H14	2014E
零售额	342	497	749	488	1466
YoY		45%	51%		50%

来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表7: 吉林省橱柜渠道有效网点数量

单位: 个	2012	2013	2014
有效网点数量	20	27	32

### 盈利预测和投资建议

- 预计渠道体系调整在短期产生严重负面影响的概率较小，而成效将在 2-3 年后逐步体现，预计 2014-2016 年公司收入为 36.1、48.0、62.8 亿元，同比增长 36.1%、32.9%、30.8%，净利润为 5.41、7.16 和 9.38 亿元，同比增长 40.2%、32.5%和 30.9%。EPS 为 1.69、2.24、2.93 元。
- 现价 30.2 元对应 17.9×14PE/13.5×15PE。出于以下原因，我们认为公司的估值可以保持 15-20 倍：厨电行业销量具有成长性，城镇化有望提供增量；市场集中度较低，有提升空间；公司拥有优质品牌，利润率高，竞争优势较强。考虑估值切换空间，给予 17-18×15PE，对应目标价 38.05-40.29 元，给予买入评级。

### 风险提示

- 三四级城市的高端市场容量低于预期。
- 原一级代理商与新经销商之间产生激烈矛盾。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	1,534	1,963	2,654	3,612	4,801	6,280	货币资金	1,023	1,120	1,280	1,498	1,548	2,023
增长率		28.0%	35.2%	36.1%	32.9%	30.8%	应收款项	308	464	596	804	1,089	1,492
主营业务成本	-729	-911	-1,209	-1,596	-2,138	-2,805	存货	291	316	449	490	679	938
%销售收入	47.5%	46.4%	45.6%	44.2%	44.5%	44.7%	其他流动资产	9	41	16	21	28	36
毛利	805	1,052	1,445	2,016	2,663	3,475	流动资产	1,631	1,940	2,340	2,813	3,344	4,488
%销售收入	52.5%	53.6%	54.4%	55.8%	55.5%	55.3%	%总资产	85.0%	83.2%	83.5%	79.4%	73.9%	77.4%
营业税金及附加	-15	-22	-28	-36	-48	-63	长期投资	1	1	0	1	0	0
%销售收入	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	248	347	364	630	1,077	1,197
营业费用	-488	-599	-798	-1,145	-1,498	-1,947	%总资产	12.9%	14.9%	13.0%	17.8%	23.8%	20.6%
%销售收入	31.8%	30.5%	30.1%	31.7%	31.2%	31.0%	无形资产	38	42	94	98	104	109
管理费用	-113	-162	-210	-260	-336	-427	非流动资产	288	392	462	731	1,183	1,308
%销售收入	7.4%	8.3%	7.9%	7.2%	7.0%	6.8%	%总资产	15.0%	16.8%	16.5%	20.6%	26.1%	22.6%
息税前利润 (EBIT)	188	269	408	575	781	1,039	<b>资产总计</b>	<b>1,919</b>	<b>2,332</b>	<b>2,803</b>	<b>3,544</b>	<b>4,527</b>	<b>5,796</b>
%销售收入	12.3%	13.7%	15.4%	15.9%	16.3%	16.5%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	24	29	36	37	43	50	应付款项	374	541	696	883	1,162	1,507
%销售收入	-1.6%	-1.5%	-1.3%	-1.0%	-0.9%	-0.8%	其他流动负债	35	50	65	128	155	187
资产减值损失	-3	-1	-4	0	-3	-6	流动负债	409	591	761	1,011	1,317	1,694
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	n.a	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>409</b>	<b>591</b>	<b>761</b>	<b>1,011</b>	<b>1,317</b>	<b>1,695</b>
营业利润	210	297	440	612	821	1,082	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,510</b>	<b>1,727</b>	<b>2,036</b>	<b>2,535</b>	<b>3,218</b>	<b>4,114</b>
营业利润率	13.7%	15.1%	16.6%	16.9%	17.1%	17.2%	少数股东权益	0	14	6	-2	-8	-13
营业外收支	8	10	4	15	15	15	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,919</b>	<b>2,332</b>	<b>2,803</b>	<b>3,544</b>	<b>4,527</b>	<b>5,796</b>
税前利润	218	307	444	627	836	1,097	<b>比率分析</b>						
利润率	14.2%	15.7%	16.7%	17.3%	17.4%	17.5%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-31	-45	-66	-94	-125	-165	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.1%	14.6%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.558	1.675	1.506	1.689	2.238	2.931
净利润	187	262	378	533	710	933	每股净资产	5.899	6.746	7.952	7.921	10.056	12.857
少数股东损益	0	-6	-8	-8	-6	-5	每股经营现金净流	0.535	1.266	1.261	1.603	1.802	2.221
归属于母公司的净利润	187	268	386	541	716	938	每股股利	0.000	0.300	0.200	0.130	0.130	0.130
净利率	12.2%	13.7%	14.5%	15.0%	14.9%	14.9%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	12.38%	15.52%	18.94%	21.33%	22.26%	22.80%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	9.74%	11.49%	13.76%	15.25%	15.82%	16.18%
净利润	187	262	378	533	710	933	投入资本收益率	10.72%	13.19%	17.02%	19.29%	20.68%	21.52%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	14	26	40	39	60	91	主营业务收入增长率	24.54%	27.96%	35.21%	36.12%	32.90%	30.82%
非经营收益	0	-1	2	-14	-15	-15	EBIT增长率	26.36%	42.69%	51.85%	40.85%	35.83%	32.99%
营运资金变动	-64	36	-96	-45	-179	-298	净利润增长率	39.19%	43.34%	43.87%	40.17%	32.51%	30.94%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>137</b>	<b>324</b>	<b>323</b>	<b>513</b>	<b>577</b>	<b>711</b>	总资产增长率	13.95%	21.51%	20.17%	26.45%	27.74%	28.03%
资本开支	-141	-166	-119	-294	-494	-195	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	-30	31	-1	0	0	应收账款周转天数	26.8	26.4	25.5	26.5	28.0	32.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	134.6	121.7	115.4	112.0	116.0	122.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-141</b>	<b>-196</b>	<b>-87</b>	<b>-295</b>	<b>-494</b>	<b>-195</b>	应付账款周转天数	83.0	99.6	106.3	105.0	103.0	101.0
股权募资	0	0	0	0	9	0	固定资产周转天数	29.3	64.5	45.7	40.1	56.6	61.8
债权募资	0	20	0	0	0	1	<b>偿债能力</b>						
其他	-48	-51	-77	0	-42	-42	净负债/股东权益	-67.74%	-64.32%	-62.71%	-59.16%	-48.23%	-49.31%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-48</b>	<b>-32</b>	<b>-77</b>	<b>0</b>	<b>-33</b>	<b>-41</b>	EBIT利息保障倍数	-7.9	-9.1	-11.5	-15.7	-18.2	-20.7
<b>现金净流量</b>	<b>-52</b>	<b>97</b>	<b>158</b>	<b>218</b>	<b>50</b>	<b>475</b>	资产负债率	21.33%	25.36%	27.15%	28.54%	29.10%	29.24%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	1	8	18	18	52
增持	0	4	6	6	19
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.31	1.27	1.26	1.27

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 2013-03-27	买入	26.11	30.90 ~ 32.60
2 2013-04-11	买入	26.29	32.94 ~ 34.77
3 2013-04-24	买入	31.81	34.77 ~ 36.60
4 2013-04-25	增持	31.12	34.77 ~ 36.60
5 2013-07-26	增持	37.51	N/A
6 2013-08-15	增持	38.98	40.50 ~ 40.50
7 2013-10-28	增持	37.80	N/A
8 2014-01-10	增持	38.69	N/A

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。



**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**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4  
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7BD