

政策红利，外延拓展，比翼双飞

天银机电 (300342.SZ)

推荐 首次评级

核心观点:

投资要点

(一) 冰箱压缩机配件细分行业龙头

天银机电主业为冰箱压缩机配套零部件，起动机产品是公司收入主要来源，公司冰箱压缩机 PTC 起动机占据市场 30%左右份额，无功耗起动机占国内市场份额 50%以上。无功耗起动机产品均价约为传统起动机一倍，产品净利率在 30%以上。

(二) 拟收购华清瑞达 51%股权，正式进军军工电子

12月28日，公司公告拟以 1.8 亿现金，收购华清瑞达 51%股权，对应估值 PE 约为 14-16 倍。华清瑞达主要产品以雷达目标模拟器等军工电子产品为主。预计 2014 年净利润在 800 万-900 万，预计 2015 年利润在 2000 万以上。2015-2017 年合计利润不少于 7500 万。

此次收购，公司将正式进入军工电子领域。中国新一任领导人高度重视军工信息化，我国军队信息化建设将迎来跨越式发展。公司实际控制人多年以来在军工领域有一定的资源积累，收购完成后，公司将取得军工资质，华清瑞达将作为公司军工业务平台拓展对应的军工业务。

华清瑞达在雷达模拟上拥有全国领先技术，已通过总装备部资格现场审查。经过四年的业务拓展和客户积累，2015 年后将进入订单收入确认以及快速发展期。公司外延军工电子领域，将成为未来发展的又一动力。

(三) 冰箱能效标准最快 15 年上半年出台，无功耗起动机产业替代比例有望翻倍，传统业务充分享受产业升级红利

冰箱行业现行的能效等级为 2009 年公布。目前冰箱新能效等级已修订完成，尚处在上报审批阶段，预计在 2015 年上半年能够正式出台。新能效等级实施后，将极大推动无功耗起动机产品应用，预计替代比例将提高到 60%左右。

公司在无功耗起动机产品上拥有多项技术专利，产量占国内无功耗起动机市场份额 50%以上，是加西贝拉、黄石东贝等压缩机厂主要供应商。公司作为无功耗起动机细分领域绝对龙头，将充分受益产业升级带来的红利。预计公司 2015 年无功耗起动机销量有望突破 2000 万套，新增利润约 2000 万左右。

投资建议

尽管冰箱行业整体增长乏力，高端化趋势已很明显。公司所在细分市场，具有一定专业性和进入壁垒。公司占据 30%左右稳定份额，规模和盈利较为稳定。未来期待新政落地的催化，推动业绩增长。同时，此次收购华清瑞达，正式进军军工电子领域，为公司未来发展提供新空间。预计公司 14、15 年 EPS 0.47、0.74 元，对应 15 年估值 24X，给予“推荐”评级。

风险提示: 收购进程低预期。

分析师

郝雪梅

☎: 0755-82838453

✉: haoxuemei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512070002

袁浩然

☎: 0755-82830346

✉: yuanhaoran@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512030002

林寰宇

☎: 0755 82837313

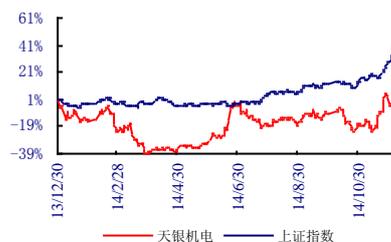
✉: Linhuanyu_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130513100001

市场数据 时间 2014.12.28

A 股收盘价(元)	17.86
A 股一年内最高价(元)	21.48
A 股一年内最低价(元)	11.68
上证指数	3168.02
市净率	5.47
总股本(万股)	20000.00
实际流通 A 股(万股)	6650.00
限售的流通 A 股(万股)	13350.00
流通 A 股市值(亿元)	13.63

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

一、冰箱压缩机行业配件龙头

天银机电成立于 2002 年 8 月，主业为开发和生产冰箱压缩机配套零部件。主要产品包括，冰箱压缩机起动机（无功耗起动机、PTC 起动机、整体式迷你 PTC 起动机）、吸气消音器、接线盒、热保护器以及变频压缩机控制器等。其中，起动机产品是公司收入主要来源，公司冰箱压缩机 PTC 起动机占据市场 30% 左右份额，无功耗起动机占国内市场份额 50% 以上。

公司下游为冰箱压缩机企业。冰箱压缩机经过多年的竞争和整合，格局已相对稳定，行业前五市场份额在 70% 以上。公司的产品主要供应给华意压缩、黄石东贝等国内龙头企业，以及恩布拉科、SECOP 公司等国际知名冰箱压缩机企业。下游客户群稳定。

2013 年公司收入 4.5 亿元，同比增长 23.5%，净利润 1.0 亿元，同比增长 25.3%。

图 1: 公司收入规模增长 (单位: 百万元, %)

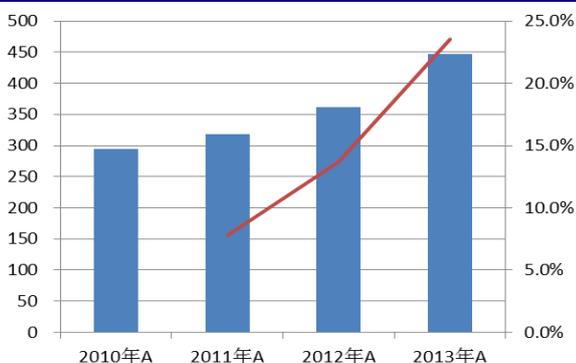
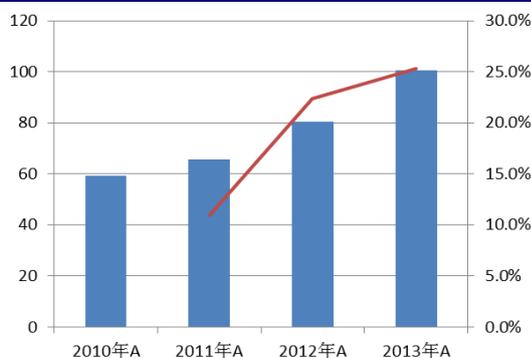


图 2: 公司净利润增长 (单位: %)

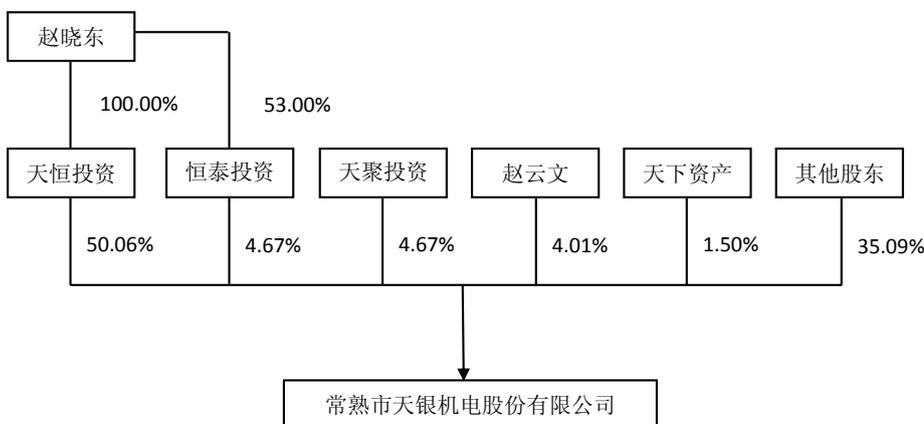


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

二、公司股权结构

公司实际控制人为赵晓东和赵云文。赵晓东系赵云文之子，通过直接、间接分别持有上市公司 52.5% 和 4.01% 股权，公司中高级管理人员及业务骨干亦通过恒泰投资、天聚投资间接持有公司约 9.35% 股份。公司 1.34 亿股 (66.5% 股份) 将于 2015 年 7 月 27 日解禁。

图 3: 公司股权结构图



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

三、拟收购华清瑞达 51% 股权，正式进军军工电子

12 月 28 日，公司公告拟以 1.8 亿现金，收购华清瑞达 51% 股权，对应估值 PE 约为 14-16 倍。华清瑞达主要产品以雷达目标模拟器等军用电子产品为主。团队主要由国内仿真领域专家和清华大学、北京理工大学、北京航空航天大学等名校毕业的高精尖研究人员组成。

华清瑞达在雷达模拟上拥有全国领先技术，已通过总装备部资格现场审查。经过四年的业务拓展和客户积累，2015 年后将进入订单收入确认以及快速发展期。公司外延军工电子领域，将成为未来发展的又一动力。2013 年华清瑞达收入和净利分别为 2304 万元和 954 万元。随着公司订单逐步进入收获期，2014 年后公司收入增长快速，毛利率和净利率水平也有大幅提升，预计 2014 年净利润在 800 万-900 万，预计 2015 年利润在 2000 万以上。2015-2017 年合计利润不少于 7500 万。

中国新一任领导人高度重视军工信息化，我国军队信息化建设将迎来跨越式发展。此次收购，公司将正式进入军工电子领域。公司实际控制人多年以来在军工领域有一定的资源积累，收购完成后，公司将取得军工资质，华清瑞达将作为公司军工业务平台拓展对应的军工业务。

目前收购事项仅为初步意向，后续还需根据具体的审计情况以及利润承诺情况，再进行详细作价。

预计最快将在 2015 年 1 月完成收购。

四、公司近期经营状况

2014 年前三季度公司收入 3.1 亿元，下降 7.9%，净利润 0.7 亿元，同比下降 13.4%。2014 年随着节能惠民政策结束，高能效冰箱消费占比有所下降，影响公司明星产品无功耗起动机增长低于预期，造成收入和盈利的下降。

(一) 无功耗起动机增长低预期，影响 2014 年业绩增长

2014 年以来，公司下游冰箱及压缩机行业整体增长乏力。根据产业在线数据，1-7 月，冰箱压缩机行业总产量同比增 2.5%，1-9 月冰箱行业总产量基本持平。前三季度，公司 PTC 销量增长 26%，但高均价高毛利的无功耗起动机销量出现一定下滑，加上均价下降影响，造成公司收入和盈利出现一定程度下降。

2013 年国家实施节能惠民补贴，高能效冰箱占比得到明显提升，但随着政策退出，冰箱压缩机厂商为节省成本，减少无功耗起动机产品的采购，这是影响公司 2014 年业绩增长低预期的主要原因。

尽管国内市场增长乏力，公司出口关键客户订单取得一定突破。2014 年出口表现出色，上半年实现收入 800 万，大幅增 5 倍，预计全年有望实现超千万规模。公司出口上还在持续发力，将成为明年增长重要贡献之一。

此外，公司变频控制器（电器组件）增长迅猛，上半年实现 171.7% 的大幅增长。

表 1: 公司 2014 年上半年收入分产品增长情况

分产品	营业收入 (2014H1)	收入占比 构成	营业收入 同比	营业收入 (2013H1)	收入占比 构成
起动机	108	55.1%	-20.7%	136	63.0%
无功耗起动机	56	28.9%	-39.6%	93	43.4%
PTC 起动机	46	23.7%	13.6%	41	18.9%
整体式迷你型 PTC 起动机	5	2.5%	-	-	-
吸气消音器	35	18.1%	-2.1%	36	16.8%
电器接线盒	13	6.4%	-15.8%	15	6.9%
电器组件	10	5.4%	171.7%	4	1.8%
热保护器	9	4.8%	-19.6%	12	5.4%
其他	20	10.2%	35.0%	15	6.8%
合计	195	100.0%	-9.4%	215	100.0%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 2: 公司 2014 年上半年收入分地区增长情况

分地区	营业收入 (2014H1)	收入占比 构成	营业收入 同比	营业收入 (2013H1)	收入占比 构成
内销	187	55.6%	-13.3%	216	67.8%
外销	8	2.4%	535.2%	1	0.4%
合计	195	58.1%	-10.0%	217	68.2%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

(二) 出口增长成亮点

国内市场, 受冰箱行业需求低迷, 以及政策推出进程低预期影响, 造成行业竞争加剧, 产品单价及毛利率出现一定下滑。

出口方面, 海外压缩机厂商对零部件稳定性要求更高, 公司出口毛利率相比内销更高。随着公司出口大客户取得突破, 2014 年以来出口毛利率还在不断提升。

1-9 月, 公司净利率 22.4%, 同比下降 1.4 个百分点。

表 3: 公司 2014 年上半年毛利率分产品

分产品	毛利率 (2014H1)	毛利率 (2013H1)	同比变化
起动机	41.0%	42.8%	-1.8%
无功耗起动机	48.9%	50.7%	-1.8%
PTC 起动机	32.2%	26.7%	5.6%
整体式迷你型 PTC 起动机	32.6%	-	-
吸气消音器	37.4%	37.6%	-0.2%
电器接线盒	26.1%	23.8%	2.3%
电器组件	11.9%	15.2%	-3.3%
热保护器	23.4%	19.0%	4.4%
其他	28.0%	22.5%	5.5%
合计	35.6%	37.5%	-1.9%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

(三) 2014 年前三季度利润表各项对比

表 4： 2014 年前三季度利润表各项对比

科目(单位: 百万)	2014Q1-3	2012Q1-3	同比
一、营业总收入	306	332	-7.9%
二、营业总成本	227	242	-6.1%
其中：营业成本	199	215	-7.5%
毛利率(简单测算)	34.9%	35.2%	-0.25%
营业税金及附加	2	2	
销售费用	7	7	-6.8%
销售费用率	2.3%	2.2%	0.0%
管理费用	23	21	5.2%
管理费用率	7.4%	6.4%	0.9%
财务费用	-5	-5	
资产减值损失	2	1	
加：公允价值变动收益	0	0	
投资收益及其它	0	0	
三、营业利润	79	90	-12.7%
加：营业外收入	2	3	
减：营业外支出	0	0	
四、利润总额	81	93	-13.4%
减：所得税费用	12	14	-13.9%
综合所得税率	15.1%	15.2%	-0.1%
五、净利润	68	79	-13.4%
归属于母公司净利润	68	79	-13.4%
净利润率	22.4%	23.8%	-1.4%
少数股东损益	0	0	
少数股东损益占比	0.0%	0.0%	
六、总股本	200	200	
七、按期末股数简单每股收益：	0.34	0.39	
毛利率减销售费用率	32.7%	33.0%	-0.3%

五、下游需求稳定，产业升级催生节能型零配件需求

(一) 冰箱需求稳定，高端化、节能化趋势明显

公司下游产业，冰箱行业，经过多年的发展，目前已基本完成普及。2011年后，无论是冰箱产量还是压缩机产量，行业都没有大的增长。

图 4: 冰箱产量 (单位: 万台, %)

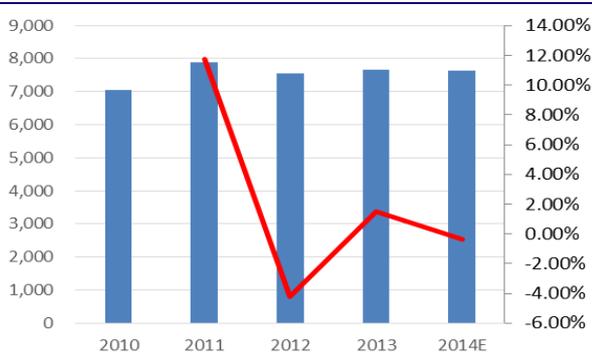
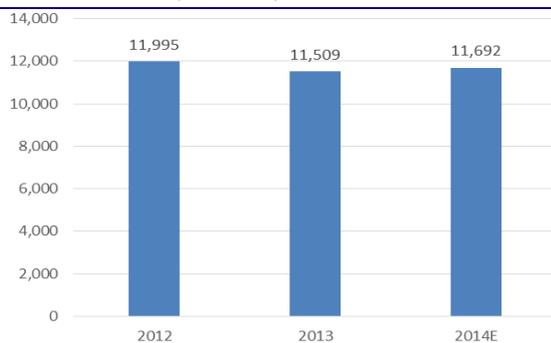


图 5: 压缩机产量 (单位: 万台, %)



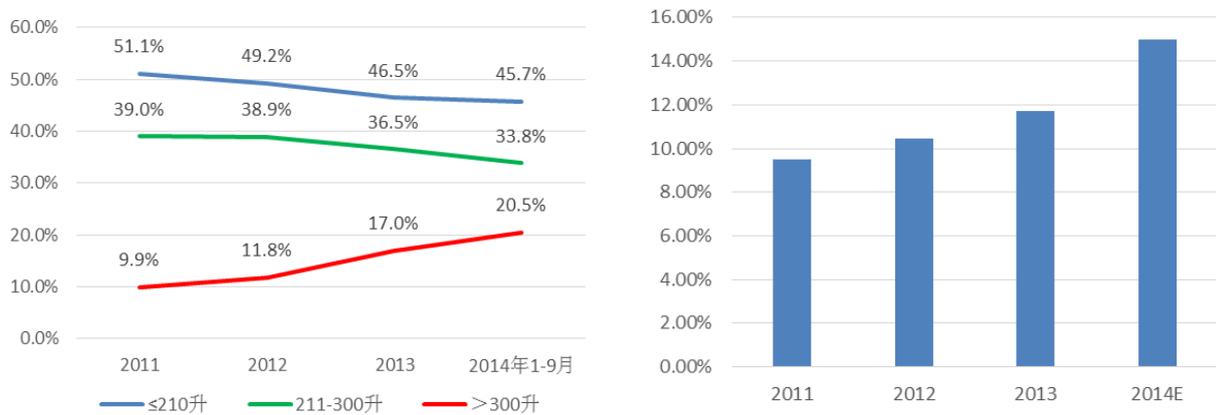
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究部

尽管行业总量增长不足, 但近几年产业升级趋势明显, 高端化、节能化产品占比不断提升。根据中怡康的数据, 2011年以来, 300升以上大容量冰箱占比从不足10%, 提升到20.5%, 210升以下的冰箱占比已从51%下降到45.7%。随着冰箱容量的增长, 对高效压缩机的需求将会大幅提升。

变频冰箱占比也大幅提升, 2011年冰箱变频占比不足10%, 预计2014年变频占比将提升到15%左右。变频冰箱相比定频冰箱, 解决多温区控制问题, 同时拥有大容量保鲜、速冷、节能、降噪等多方面优势。随着消费者对健康、舒适的追求, 变频冰箱的需求还将不断释放。相比欧美60%以上占比, 我国冰箱变频销售占比还有很大提升空间。

图 6: 大容量冰箱占比提升明显 (单位: %)

图 7: 变频冰箱占比提升明显 (单位: %)



资料来源：产业在线，中国银河证券研究部

(二) 新能效标准箭在弦上，政策推动产业升级

目前冰箱行业现行的能效等级为 2009 年公布的 GB12021.2-2008《家用电冰箱耗能量限定值及能效等级》。根据中怡康数据，达到 1 级能效标准的冰箱占比在 80%以上。龙头冰箱企业，海尔及海信冰箱基本以一级能效为主。

2013 年 10 月，定频空调、洗衣机、平板电视、油烟机及空气能热水器五类家电产品已进行能效等级调整，并与 2014 年 10 月起全面执行新能效标准。国家标准管理委员会于 2013 年末开始酝酿进行冰箱新能效标准修改。后因多种原因，新能效等级迟迟未能落地。我们从行业协会了解到，目前冰箱新能效等级已修订完成，尚处在上报审批阶段，预计在 2015 年上半年能够正式推出。预计新能效等级将现有能效标准提升 20%左右。

此外，家电领跑者计划从 2013 年开始酝酿，旨在对行业超高能效节能产品进行有针对性补贴，以推动行业升级，引导消费者新消费习惯。预计领跑者计划也有望在明年推出，高能效冰箱产品受政策激励，有望占比继续提升。

六、 升级推动传统业务发展，收购带来军工业务大发展

(一) 政策即将落地，无功耗起动机产业替代比例有望翻倍

冰箱行业未来发展，主要以更新换代、产业升级推动。新能效等级政策将极大推动产业向高能效、节能环保方向发展。目前冰箱新能效等级已修订完成，尚处在上报审批阶段，预计在 2015 年上半年能够正式推出。

冰箱实现能效等级提升有多重途径，压缩机作为冰箱耗能重要一环，提升压缩机 COP 值达到节能效果。冰箱压缩机提效，其中最为经济和快捷的就是将传统 PTC 起动机替换为无功耗起动机。目前无功耗起动机售价 9 元左右，约为传统起动机成本两倍，使用无功耗起动机功耗小于 0.05W，而 PTC 起动机功耗 2-5W。使用无功耗起动机能够将冰箱压缩机能效 (COP 值) 提升 10%左右，节能优势明显。

新能效等级实施后,预计将直接推动无功耗起动器的普及。目前全市场无功耗起动器普及率预计在 30%左右,其中,高效压缩机(COP>1.7)基本全部完成无功耗起动器替代,小功率压缩机中无功耗起动器占比还不高。

新能效等级实施后,预计无功耗起动器产品替代比例将提高到 60%左右。1) 高效压缩机占比将大幅提升,2) 小功耗压缩机中,无功耗起动器的使用能大大提升压缩机能效及稳定性,新能效等级将加快无功耗起动器普及。

公司在无功耗起动器产品上拥有多项技术专利,产量占国内无功耗起动器市场份额 50%以上,是加西贝拉、黄石东贝等压缩机厂主要供应商。公司作为无功耗起动器细分领域绝对龙头,将充分受益产业升级带来的红利。

预计公司 2015 年无功耗起动器销量有望突破 2000 万套,新增利润约 2000 万左右。

(二) 变频冰箱占比有望大幅提升,助推变频压缩控制器放量增长

目前我国主要城市变频冰箱销量占比在 15%左右,相比欧美发达国家 60%以上变频冰箱占比,还有很大提升空间。变频冰箱相比定频,直接提升冰箱节能水平。随着冰箱新能效等级落地,预计未来变频冰箱销售占比将有大幅提升。

变频冰箱推进主要由冰箱制造厂商主导,压缩机厂商与冰箱制造企业合作开发变频控制器等核心零部件。目前恩不拉科和加西贝拉产能有 600 万台,主要以自供为主。

行业主要竞争对手包括日本金刚石。相比竞争对手,公司产品拥有优势包括:1) 成本优势。公司变频控制器均价 120 元左右,金刚石在 150 元左右。2) 定制化优势。公司与加西贝拉等压缩机厂合作紧密,可以根据压缩机厂特定型号需求进行定制,节省成本,提高效率。

变频控制器与公司起动器等冰箱配件产品面对的是相同供应链体系。公司从 2013 年开始准备变频压缩控制器,目前已进入主流变频压缩机厂商供应链体系。2014 年三季度末开始批量供应,首批月供应量千台,预计年内有望实现 2 万台左右销量。明年新能效等级制度落地后,国内变频冰箱占比预计还有大幅提升。公司凭借成本优势和渠道优势,变频控制器有望实现放量增长。预计明年控制器销量超过 50 万台,贡献利润超过 1500 万。

(三) 出口突破大客户订单,规模、盈利水平均有大幅贡献

公司以外销售主要以国内销售为主。随着国内冰箱增长放缓,公司积极拓展海外渠道。2014 年,公司在出口客户供应上,取得较大突破。目前已取得恩布拉科巴西消音器产品长期供应体系、土耳其 Arcelik 无功耗起动器以及消音器供应体系等。未来还有可能在墨西哥和俄罗斯有所突破。

海外压缩机厂商对零配件采购有更为严格的技术、工艺要求,对供应商筛选也更为苛刻。出口产品均价和盈利水平相比国内更高、供应量更为稳定。随着公司出口客户突破,未来出口将成为公司增长重要贡献。预计 2015 年出口有望实现收入 4000 万以上。

(四) 创新品类: 整体式无功耗起动器

公司创新产品,整体式起动器,整合起动器和保护器,售价约 5 元左右,小于起动器+保

护器的售价。公司通过产品设计实现结构创新，节省原材料，提高产品性能同时，盈利水平也大幅提升，毛利率预计在 40% 以上。

近几年公司培养和引导客户需求，无功耗整体式起动器和 PTC 整体式起动器都有较大增长，预计年内有望实现 300 万只销量，明年有望突破千万只。

(五) 进军军工：开启长期发展新空间

中国新一任领导人高度重视军工信息化，我国军队信息化建设将迎来跨越式发展。此次收购，公司将正式进入军工电子领域。公司实际控制人多年以来在军工领域有一定的资源积累，收购完成后，公司将取得军工资质，华清瑞达将作为公司军工业务平台拓展对应的军工业务。

七、盈利预测

尽管冰箱行业整体增长乏力，高端化趋势已很明显。公司所在细分市场，具有一定专业性和进入壁垒。公司占据 30% 左右稳定份额，规模和盈利较为稳定。未来期待新政落地的催化，推动业绩增长。同时，此次收购华清瑞达，正式进军军工电子领域，为公司未来发展提供新空间。预计公司 14、15 年 EPS 0.47、0.74 元，对应 15 年估值 24X，给予“推荐”评级。

表 5：盈利预测表

科目(单位: 百万)	2012 年 A	2013 年 A	2014 年 E	2015 年 E
一、营业总收入	362	447	427	662
营业收入增长率	13.7%	23.5%	-4.5%	55.1%
二、营业总成本	269	332	318	479
其中：营业成本	231	297	283	413
毛利率(简单测算)	36.1%	33.4%	33.7%	37.6%
营业税金及附加	2	3	3	4
销售费用	8	10	10	15
销售费用率	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%
管理费用	26	30	31	48
管理费用率	7.2%	6.7%	7.4%	7.3%
财务费用	-0	-8	-10	-1
资产减值损失	2	0	2	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其它	0	0	0	0
三、营业利润	92	115	108	183
加：营业外收入	2	4	3	3
减：营业外支出	0	0	0	0
四、利润总额	95	119	111	186

减：所得税费用	14	18	17	28
综合所得税率	15.1%	15.2%	15.2%	15.2%
五、净利润	80	101	94	158
归属于母公司净利润	80	101	94	148
净利润率	22.2%	22.5%	22.1%	22.3%
少数股东损益	0	0	0	10
少数股东损益占比	0.0%	0.0%	0.0%	6.3%
六、总股本	200	200	200	200
七、按期末股数简单每股收益：	0.40	0.50	0.47	0.74
净利润增长率	22.4%	25.3%	-6.2%	56.2%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

袁浩然，行业证券分析师；郝雪梅，行业证券分析师；林寰宇，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

格力电器、美的电器、青岛海尔、海信电器、TCL、苏泊尔、老板电器、华帝股份、兆驰股份、美菱电器、奥马电器、ST 科龙、合肥三洋、小天鹅、三花股份、华声股份、蒙发利、九阳股份、万和电气、爱仕达、哈尔斯、阳光照明、常发股份、康盛股份等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn