

## 博林特 (002689.SZ) 电梯行业

评级：买入 维持评级

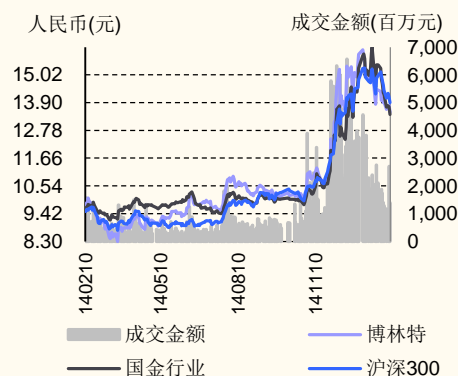
公司研究

市场价格(人民币): 13.23元  
 目标价格(人民币): 18.00-20.00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) 170.95  
 总市值(百万元) 7073.33  
 年内股价最高最低(元) 13.48/9.20  
 沪深300指数 3312.42  
 深证成指 10791.10



## 打磨机器人发力, 环保业务迎良机;

## 公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014	2015	2016
摊薄每股收益(元)	0.394	0.401	0.363	0.457	0.649
每股净资产(元)	4.03	3.26	3.60	4.72	5.41
每股经营性现金流(元)	0.54	0.44	0.46	0.62	0.82
市盈率(倍)	17.37	18.84	25.33	25.62	18.03
行业优化市盈率(倍)	16.80	31.31	38.70	44.60	44.60
净利润增长率(%)	-1.10%	32.12%	17.83%	40.12%	42.11%
净资产收益率(%)	9.78%	12.30%	13.11%	12.17%	15.10%
总股本(百万股)	309.88	402.84	523.70	583.70	583.70

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 公司是民族品牌电梯出口龙头: 公司 2010—2013 年净利润复合增速 39.9%, 公司 14 年股权激励定的未来 3 年年均增速为 20%。
- 电梯行业六大增长动力: 动力一: 人均电梯保有量有很大提升空间。动力二: 保障房电梯稳健增长。动力三: 城镇化持续促进电梯行业持续发展。动力四: 人口老龄化带动的需求。动力五: 老旧电梯改造需求增加。动力六: 一带一路出口需求。
- 公司六大增长动力: 主业稳健增长(电梯出口、保障房)。打磨机器人前景广阔。除尘脱硫脱硝系统迎来行业利好。公司是沈阳远大集团 A 股唯一上市平台, 集团还有环保、高端装备等优质资产, 未来想象空间大。公司受益于东北振兴规划。

## 投资建议

- 考虑到公司电梯主业将受益于保障房建设、一带一路出口推动下的稳健增长, 智能磨削机器人在军工、工程机械、汽车等诸多行业放量, 脱硝催化剂业务迎来环保大年, 背靠集团强有力支持, 公司目前市值仅 70 亿元, 建议投资者逢低建仓, 长期持有。

## 估值

- 预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.46/0.65/0.81 元, 对应 PE 分别为 28/20/16 倍, 买入评级, 目标价 18 元。

## 风险

- 电梯受地产行业拖累影响、电梯行业竞争加剧的风险、打磨机器人销量低于预期的风险。

后立尧 分析师 SAC 执业编号: S1130515020001  
 (8610)66216793  
 houliyao@gjzq.com.cn

## 内容目录

<b>1、公司是民族品牌电梯出口龙头</b> .....	4
1.1、公司是沈阳远大集团 A 股唯一上市平台 .....	4
1.2、公司产品 .....	5
1.3、公司财务分析 .....	6
<b>2、电梯行业</b> .....	7
2.1、电梯产业链 .....	7
2.2、电梯行业规模 .....	7
2.3、电梯行业竞争格局 .....	8
2.4、电梯行业六大增长动力 .....	9
<b>3、公司三大主业电梯、机器人、环保齐头并进</b> .....	12
3.1、主业稳健增长（电梯出口、保障房） .....	12
3.2、大股东注入机器人及环保资产 .....	12
3.2、打磨机器人前景广阔 .....	12
3.3、除尘脱硫脱硝系统 .....	15
3.4、公司是集团 A 股唯一的上市平台 .....	15
3.5、公司受益于东北振兴规划 .....	17
<b>4、盈利预测、估值与投资建议</b> .....	18
盈利预测 .....	18
估值与投资建议 .....	18

## 图表目录

图表 1：公司收入及净利润（百万元） .....	4
图表 2：公司收入构成 .....	4
图表 3：博林特先进的生产设备 .....	5
图表 4：公司提供电梯远程监控诊断服务 .....	5
图表 5：公司营销体系 .....	5
图表 6：公司产品包括：直梯、扶梯、自动人行道 .....	5
图表 7：公司整体毛利率水平逐渐提高 .....	5
图表 8：2013 年公司出口业务占比约 13% .....	5
图表 9：博林特应收款及存货周转天数 .....	4
图表 10：博林特资产负债率逐年下降 .....	5
图表 11：电梯主要组成部件 .....	5
图表 12：电梯产业链 .....	6
图表 13：国内外电梯需求量及电梯产量 .....	6
图表 14：1990-2010 年电梯行业连续 30 年高速增长 .....	7
图表 15：国内电梯市场市占率 .....	7
图表 16：电梯行业需求来源 .....	8

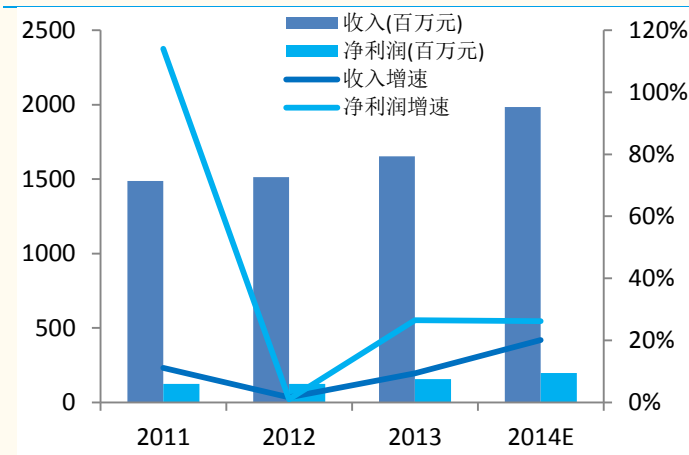
图表 17: 2014 年保障房累计开工套数 (万套) .....	8
图表 18: 2014 年保障房累计开工率 .....	9
图表 19: 2020 年后老龄化问题将逐步凸显 .....	9
图表 20: 青壮年劳动人口 (15—60 岁) 增速放缓 .....	10
图表 21: 老旧电梯改造需求预测 .....	10
图表 23: 李克强总理考察博林特公司 .....	11
图表 24: 丝绸之路经济带 .....	11
图表 25: 博林特电梯出口德国法兰克福 AIRRAIL .....	11
图表 26: 国内电梯累计出口金额 (万美元) 及同比增速 .....	11
图表 27: 机器人及环保资产注入方案 .....	12
图表 28: 公司智能感知加工系统用于铸件打磨行业 .....	12
图表 29: 公司的打磨机器人用于船舶行业 .....	12
图表 30: 人工打磨费时费力不标准 .....	15
图表 31: 机器人打磨轮毂省时省力又标准 .....	15
图表 32: 远大环境公司的除尘系统 .....	15
图表 33: 除尘系统原理图 .....	15
图表 34: 沈阳远大企业集团旗下三大集团公司 .....	15
图表 35: 核电用变频器产品 .....	15
图表 36: 污水处理设备: 刮吸泥、曝气滤池、格栅设备 .....	15
图表 37: 远大集团地铁屏蔽门产品 .....	15
图表 38: 人工打磨费时费力不标准 .....	15
图表 39: 远大集团超声波辅助加工装备 .....	15
图表 40: 远大集团农用机械 .....	16
图表 41: 公司主营业务预测 (单位: 百万元) .....	19

## 1、公司是民族品牌电梯出口龙头

### 1.1、公司是沈阳远大集团 A 股唯一上市平台

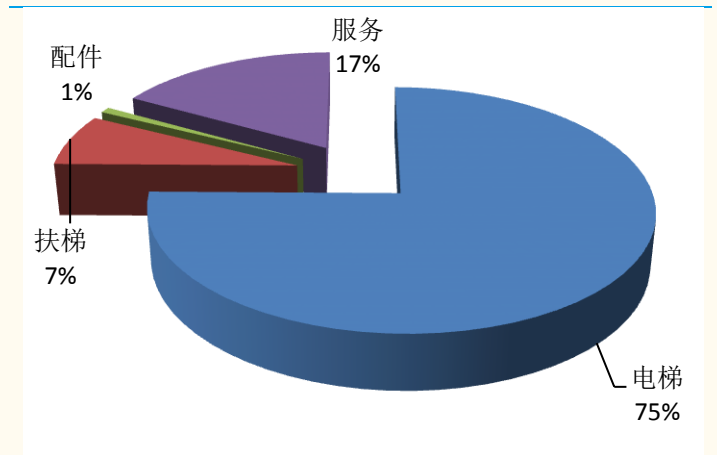
- **沈阳远大集团。**沈阳远大企业集团是以建筑幕墙、门窗和电梯制造为主导产业的大型多元化企业集团。集团由沈阳远大铝业集团、沈阳博林特电梯集团、沈阳远大机电集团三大集团公司组成，是集建筑幕墙、电梯制造、机电装备、风力发电、集成门窗和环境工程为主导产业的大型国际化企业集团。
- **远大博林特。**远大博林特电梯是中国最大的自有民族电梯品牌，2009 年度实现中国本土品牌出口额第一，凭借卓越的品质和优秀的性价比赢得世界客户的认可和采购，先后中标 2012 伦敦奥运会配套工程——希思罗机场、欧洲交通枢纽中心——法兰克福航空铁路中心、北京地铁、沈阳地铁的电梯项目。远大博林特连续两年入选中国电梯十强企业，标志着民族电梯品牌已经实现与国际知名品牌的全面抗衡。
- **公司连续多年业绩保持快速增长，产业规模快速扩张。**公司 2012 年登陆中小板，2010—2013 年营业收入从 13.4 亿增长至 16.5 亿元，净利润从 0.57 亿增长至 1.56 亿元，CAGR 分别为 7.2 和 39.9%。

图表 1：公司收入及净利润（百万元）



来源：公司资料，国金证券研究所

图表 2：公司收入构成



来源：公司资料，国金证券研究所

- **公司是民族品牌电梯出口龙头，订单高速增长。**作为我国民族电梯品牌中的领军企业之一，公司在海外市场的拓展上也已取得了一定的成绩。产品先后进入了包括俄罗斯、新加坡、智利、韩国、德国、英国在内的多个国家和地区，并成为法兰克福机场项目、伦敦希斯罗国际机场项目等国际重点项目的电梯及扶梯供应商。近两年，公司的收入和利润增速略有下滑，其主要原因是公司 IPO 后进入了高速成长期，业绩基数不断抬高，但下游需求的爆发式增长仍然使得公司面临产能不足的局面，所以导致近年来公司只能选择一些订单来做，即便在这样的情况下，公司每年新接订单仍然保持 30% 以上高增长，锁定了未来一年多时间的增长。根据公司在投资者接待平台披露，截止 2014 年 3 月，公司在手订单约 40 亿左右，有力保障了公司 2015 年业绩释放。
- **14 年净利润同比增长 21.8%：**公司公告 2014 年实现营业收入 19.6 亿元，同比增长 18.53%，归属于上市公司股东的净利润 1.9 亿元，同比增长 21.85%。公司从 2012 年上市以来，重点加强国内营销网络募投项目建设，目前国内营销网络已达到 50 多个，遍及全国各区域，加上 2013 年重庆电梯生产基地项目开始投产，2014 年公司销售订单量持续稳定增长，同时发货量和电梯验收量均有所提高。公司报告期内营业利润增长 45.30%，主要由于公司营业收入增长和产品销售毛利率升高所致；报告期内公司主营业务毛利率为 35.36%，上年同期为 33%，增加 2.36%，主要是公司 2014 年原材料采购价格降低所致。

- **限制性股票激励保障增长：**公司于 2014 年通过了限制性股票激励措施，激励计划授予所涉及的公司股票为 983 万股，占激励计划公告时公司股本总额的 2.44%。股票解锁的条件为，2014-2016 年，净利润同比增速分别为：25%、20%、20%，这意味着公司未来 2 年每年净利润增速至少在 20% 以上。

1.2、公司产品

- **公司产品：**公司主要产品包括乘客电梯系列、家用电梯系列、货梯系列、杂物电梯系列、商用自动扶梯和自动人行道系列、公交型自动扶梯系列等各系列电梯、自动扶梯、自动人行道。与竞争对手相比，公司拥有世界先进的生产设备，而且提供电梯远程监控和故障诊断服务。

图表 3：博林特先进的生产设备



来源：国金证券研究所

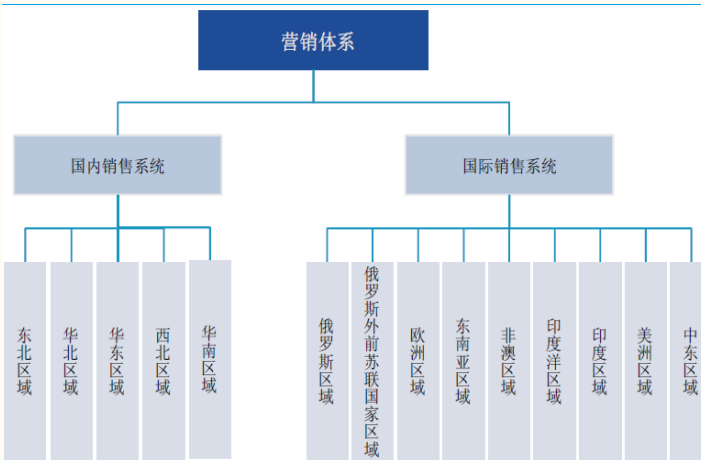
图表 4：公司提供电梯远程监控诊断服务



来源：国金证券研究所

- **公司产品交付存在一定季节性。**由于电梯产品的内陆运输成本问题，公司国内客户大多地处东北、华北地区，冬、春季节气候较为寒冷，房地产和基础设施建设行业一般有一定的停工期，因此对电梯的安装需求大多发生在第二、第三季度，考虑到从发货到安装、验收完成一般需 3-6 个月，第四季度的电梯验收比例高于其他季度，因此电梯发货量在第三季度处于高峰（近三年第一、二、三、四季度平均分别为 9.94%、25.96%、33.72%、30.38%）、验收则在第四季度的比例最高（近三年第一、二、三、四季度平均分别为 12.69%、24.15%、20.15%、43.01%）。

图表 5：公司营销体系



来源：公司资料，国金证券研究所

图表 6：公司产品包括：直梯、扶梯、自动人行道



来源：公司资料，国金证券研究所

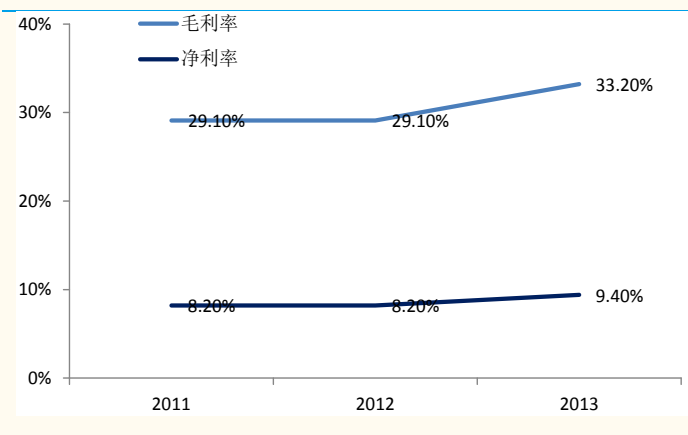
- **公司独特的直销模式。**公司在国内主要采用以直销为主、经销为辅的销售模

式，报告期内直销产品占公司国内销售额的比例都在 70%以上。这种模式下，公司拥有终端客户，安装服务质量受控，最大程度确保公司已在市场树立的良好形象；并且，由公司负责电梯运行的维修、保养服务，将为公司带来稳定的利润来源。而公司竞争对手康力电梯、江南嘉捷主要采取经销商模式，售后市场利润不能拿到。

### 1.3、公司财务分析

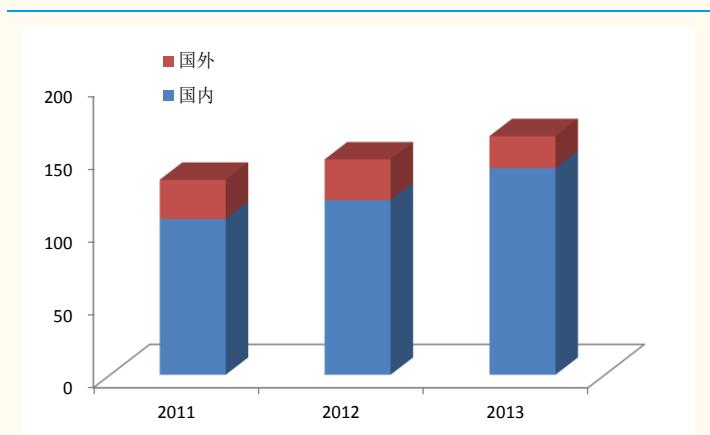
- **公司毛利率及净利率逐年提升：**2013 年公司主营业务毛利率为 33.32%，同比增加 4.16%，预计 2014 年毛利率仍将保持 33%以上。公司产品毛利率上升的主要原因系产品中主要原材料及外购件采购价格本期与同期相比有所下降，其次安装维保业务毛利率上升，因为公司将部分项目电梯安装业务由原外包调整为本公司自己的安装工人负责，成本降低。2011-2013 年，公司净利率从 8.2%上升至 9.4%。

图表 7：公司整体毛利率水平逐渐提高



来源：公司年报，国金证券研究所

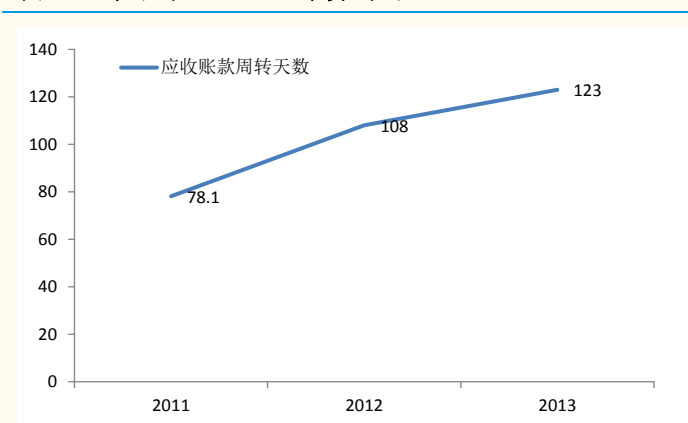
图表 8：2013 年公司出口业务占比约 13%



来源：公司年报，国金证券研究所

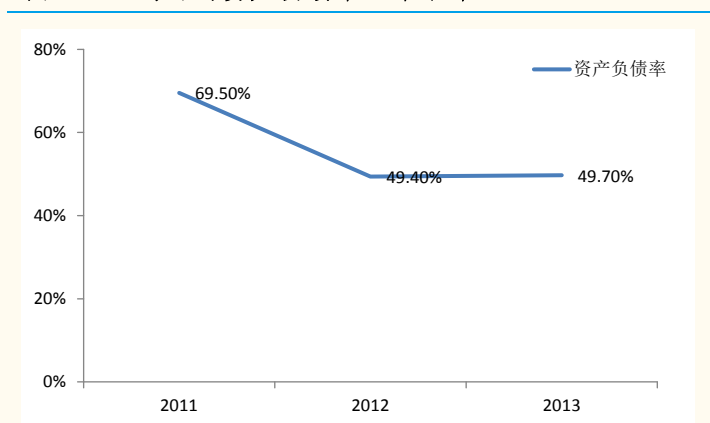
- **电梯行业上市公司对比。**2013 年博林特、上海机电、广日股份、康力电梯、江南嘉捷的毛利率分别为：33.2%、21.3%、21.8%、31.4%、26.9%。净利率分别为：9.4、9.2%、21.5%、12.4%、7.7%。
- **营运能力逐年提升，公司负债率低。**2010-2013 年公司应收账款周转天数由 78 天上升至 123 天，存货周转率天数由 3.2 天上升至 3.8 天。从负债率来看，2010-2013 年公司资产负债率一直保持在 50%以下，截止 2014 年前三季度，公司账面货币资金为 4.45 亿元。

图表 9：博林特应收款及存货周转天数



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 10：博林特资产负债率逐年下降



## 2、电梯行业

### 2.1、电梯产业链

- **电梯分类：**电梯按用途分为乘客电梯、载货电梯、客货电梯、病床电梯、住宅电梯、杂物电梯、观光电梯、船用电梯、汽车电梯、建筑施工电梯等。目前国内外使用最为普遍的电梯为曳引式电梯，其主要由机械系统和电气系统两部分组成。电梯产品的性能主要包括安全性、可靠性、先进性、高效性和舒适性。

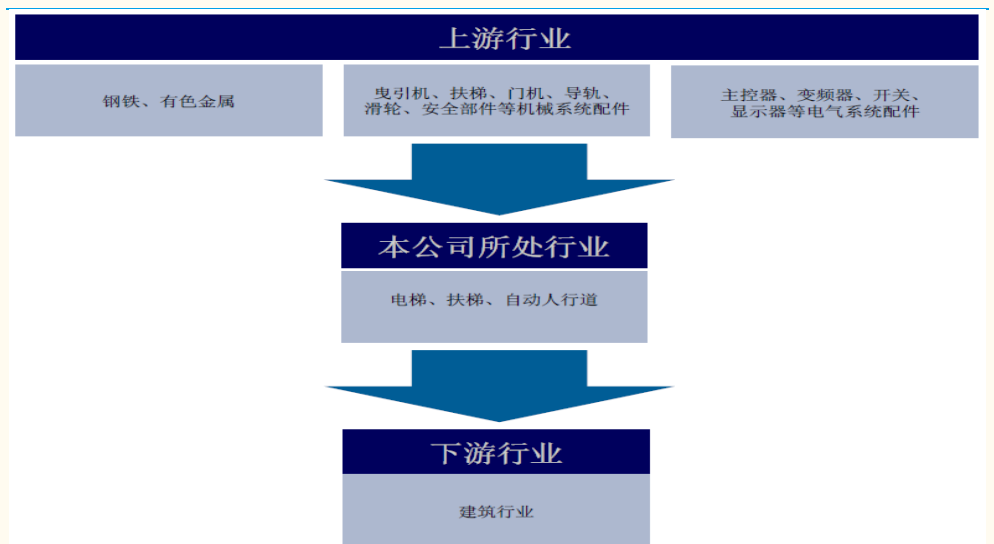
图表 11：电梯主要组成部件

	组成部分	主要功能	组成部件
机械系统	曳引系统	输出与传递动力,使电梯运行	曳引机、曳引钢丝绳、导向轮、反绳轮
	导向系统	限制轿厢和对重的活动自由度,使轿厢和对重只能沿着导轨作升降运动	导轨、导靴和导轨架
	轿厢	运送乘客和货物	轿厢架和轿厢体
	门系统	封住层站入口和轿厢入口	轿厢门、层门、开门机、门锁装置
	重量平衡系统	相对平衡轿厢重量,在电梯工作中能使轿厢与对重间的重量差保持在限额之内,保证电梯的曳引传动正常	对重装置、补偿装置
电气系统	电力拖动系统	提供动力,实行电梯速度控制	电动机、供电系统,速度反馈装置、电动机调速装置
	电气控制系统	对电梯的运行实行操纵和控制	操纵装置、位置显示装置,控制屏(柜)、平层装置、选层器
	安全保护系统	保证电梯安全使用	限速器、安全钳,缓冲器,端站保护装置

来源：公司网站、国金证券研究所

- **大型整机电梯制造企业对产业链控制较强。**电梯制造属于技术密集型产业，电梯制造技术是包含机械、电气、通讯、网络、制造工艺的一体化技术。电梯产业链上的各企业可区分为：电梯整机制造企业、电梯零配件生产企业、电梯安装工程企业、电梯安装、维修、保养服务企业。

图表 12：电梯产业链



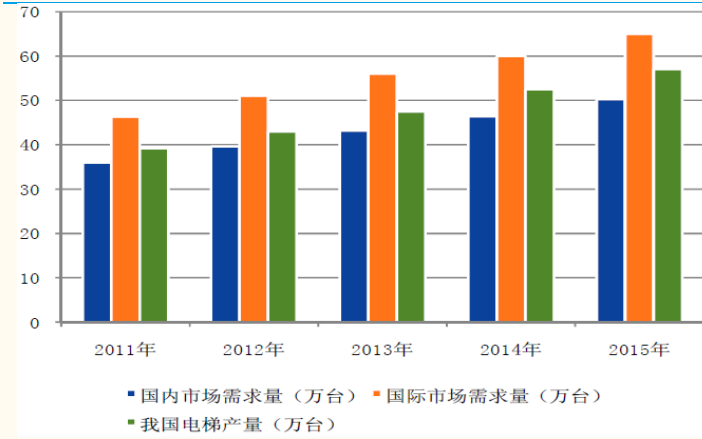
来源：公司网站、国金证券研究所

### 2.2、电梯行业规模

- **行业规模。**中国电梯行业协会预测电梯市场(含维保)增速 2012-2020 年有望达到 7.1%,仍是一个稳定增长的千亿市值市场,2020 年总电梯市场将接近 2000 亿元,对行业内公司来说,仍处于黄金发展期。

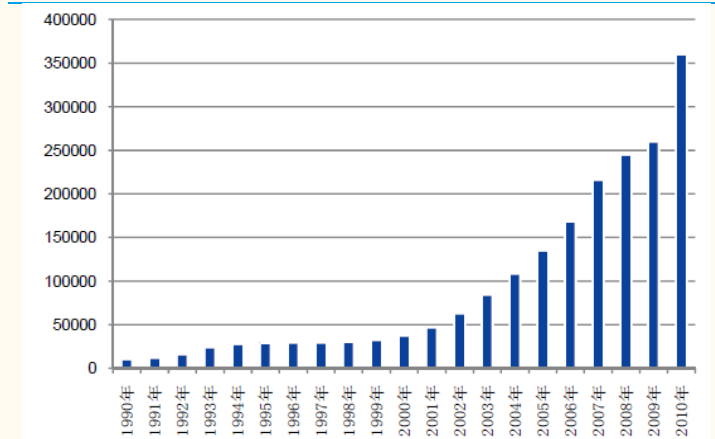
- 2011 年全国电梯采购规模是 35 亿元，2012 年电梯采购规模是 48 亿元，而 2013 年这一数字达到了 60.9 亿元。近两年政府采购电梯市场增速较快，主要得益于大量经济适用房建设以及轨道交通的快速发展，随着 3600 万套保障房陆续完工，政府采购电梯规模还会上一个台阶。

图表 5：国内外电梯需求量及电梯产量



来源：电梯协会、国金证券研究所

图表 6：1990-2010 年电梯行业连续 30 年高速增长



来源：电梯协会、国金证券研究所

### 2.3、电梯行业竞争格局

- **全球市场。**目前国际电梯市场基本由美国奥的斯、芬兰通力、瑞士迅达、德国蒂森、日本三菱、东芝、日立、富士达等八大名牌垄断，以上公司销售服务网点遍布世界各地广大中心城市，合计销量约占全球的 90%。
- **国内市场：**目前国内市场近 70% 左右仍为外资品牌企业占据。其中，奥的斯、三菱、日立三大品牌占据了国内 40-50% 的市场份额，迅达、通力、蒂森、东芝、富士达等其他外资品牌占据 20-30% 的市场份额，内资企业约占 30% 左右的份额。
- 在内资企业中，崛起了博林特、康力、江南嘉捷、东莞飞鹏、苏州申龙、苏州东南、河南许继等 7 家民族品牌电梯企业，这 7 家民族品牌电梯企业占内资电梯企业的 50% 左右的市场份额。其他 400 多家中小企业占据内资电梯市场其余 50% 左右的市场份额。

图表 17：国内电梯市场市占率

品牌	市占率
奥的斯、三菱、日立	45%
迅达、通力、蒂森、东芝、富士达等其他外资品牌	25%
进口电梯	1%
民族品牌	29%

来源：中国产业信息网、国金证券研究所

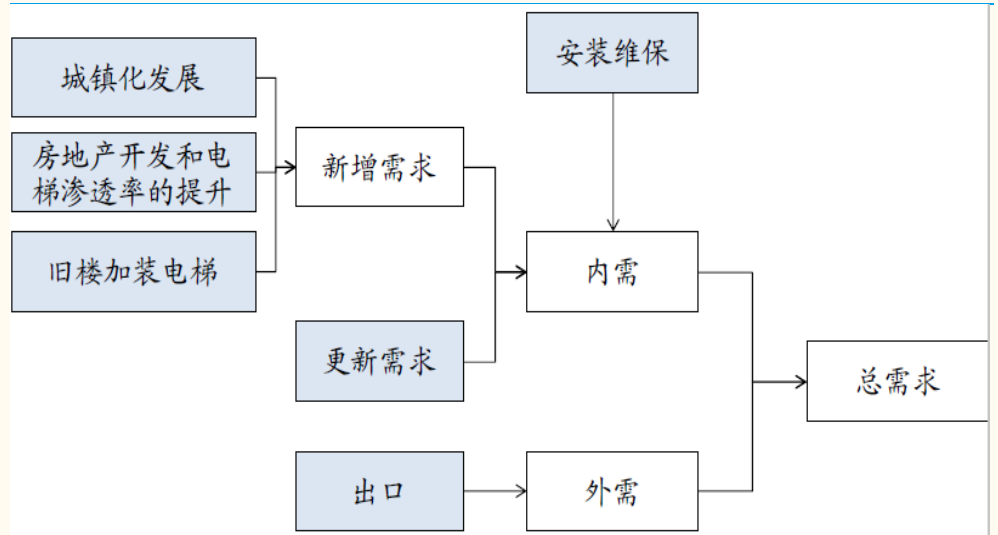
- **进口替代：**目前国内自主品牌企业市场份额已经从 2000 年的 20% 增加到 2011 年的 35%。
- **弱者淘汰，利好龙头公司做大做强。**在过去的 2014 年，我国房地产行业发展进入缓慢阶段，作为房地产重要配套产业的电梯行业，受到了直接的冲击，行业处于洗牌之中。产业发展格局发生显著变化，表现出强者更强，弱者更弱，行业已进入洗牌期，部分企业出现负增长，10 多家小型企业退出整机制造行业。2015 年预计将有 6%~10% 的整机企业退出电梯市场。



## 2.4、电梯行业六大增长动力

- 电梯行业在前几年高速增长以后进入稳定增长期。随着新型城镇化战略的推进，保障房建设，地铁建设，国家重大项目配套建设带来的新增电梯需求以及“电梯老龄化”带来的旧电梯更新改造的需求，在“十二五”期间电梯整机需求将保持相对平稳增长。

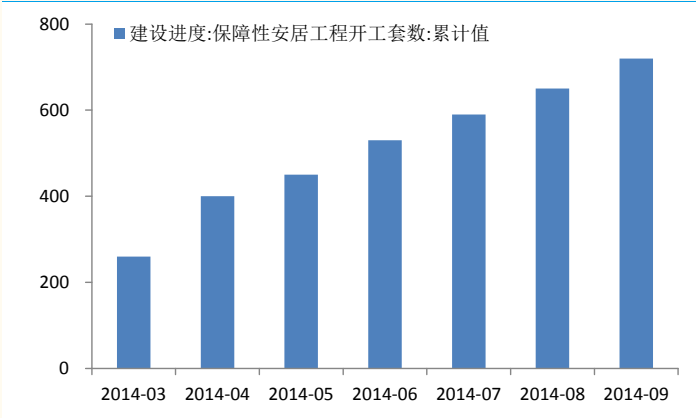
图表 16：电梯行业需求来源



来源：国金证券研究所

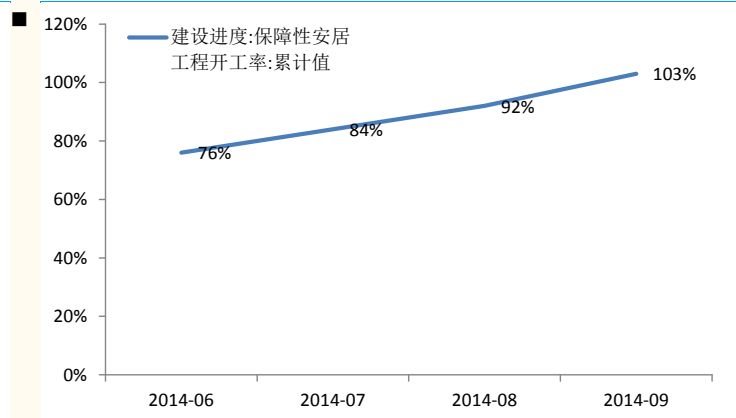
- 动力一：人均电梯保有量有很大提升空间。据中国电梯协会统计，截至 2010 年底，我国已登记注册的电梯数量超过 150 万台，是全球电梯保有量最多的国家，占全球电梯总量的 1/10。我国占全球 1/5 的人口使用着 1/10 的电梯，说明我国在用电梯的人均水准只是世界平均水平的一半；与发达国家相比，则仅仅是 1/10—1/20。从长远看，将来如果能达到世界平均水平，我国电梯保有量应在 300 万台左右，比现在的保有量将翻一倍。
- 动力二：保障房电梯占采购总额四成，稳健增长：2011 年国务院出台了 1000 万套保障性住房的年度建设规划，“十二五”期间全国要建成 3600 万套保障性住房，这将很大程度抵消商品房投资短期增速下滑对电梯需求带来的负面影响。2011 年-2013 年，全国保障房开工建设 2490 万套，完成“十二五”目标任务近七成。在房地产调控政策频出的背景下，保障房建设为电梯行业注入了新的活力。从各地电梯采购情况来看，保障房电梯项目成为主角。据统计，在 2013 年政府采购电梯市场上，保障房电梯采购规模约 26 亿元，占到了电梯采购总额的 40%。

图表 17：2014 年保障房累计开工套数（万套）



来源：wind、国金证券研究所

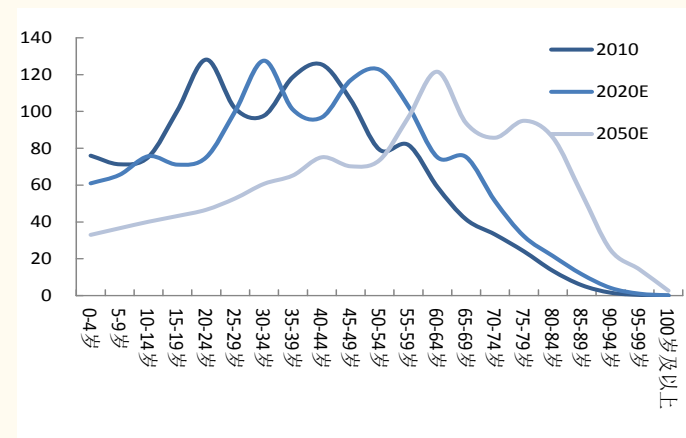
图表 88：2014 年保障房累计开工率



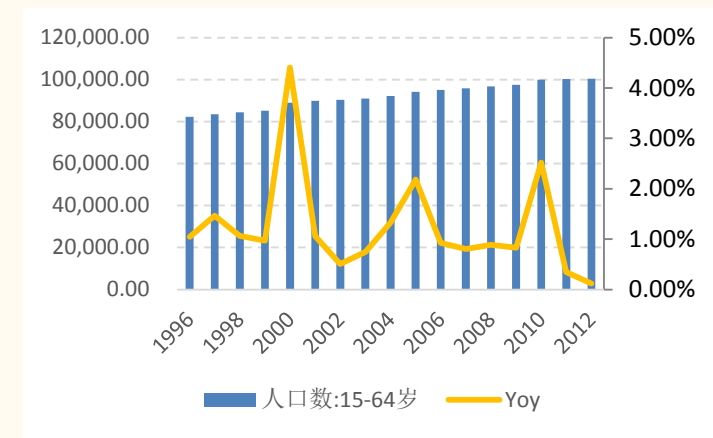
来源：wind、国金证券研究所

- **动力二：城镇化持续促进电梯行业继续发展：**城镇人口为影响电梯需求的主要因素，根据国家统计局公布数据，中国 1978 年城镇人口为 1.72 亿人，城镇化率为 17.9%，至 2009 年达到 6.22 亿人，城镇化率达到 46.6%。就欧美发达国家普遍 70%-80%的城镇化率来看，我国城镇化的空间仍然较大。《2008 年中国城市竞争力蓝皮书：中国城市竞争力报告》预计 2030 年我国城市化率将达到 65%以上，城市人口达 10 亿人左右。
- **动力三：人口老龄化带动的需求：**人口结构的老龄化是支持我国电梯消费市场稳定增长的又一重要因素，老龄人口的增长使得新建房屋建筑、公共基础设施都普遍具有安装电梯或扶梯的需求，同时还加大了对旧楼加装电梯的需求。根据中国统计年鉴：我国 65 岁以上老龄人口的比例呈现不断上升的趋势，2000 年我国老龄人口占总人口比例为 6.96%，至 2009 年达到 9.71%，未来 5-15 年还将是我国人口老龄化加速的时期。

图表 19：2020 年后老龄化问题将逐步凸显



图表 209：青壮年劳动人口（15—60 岁）增速放缓

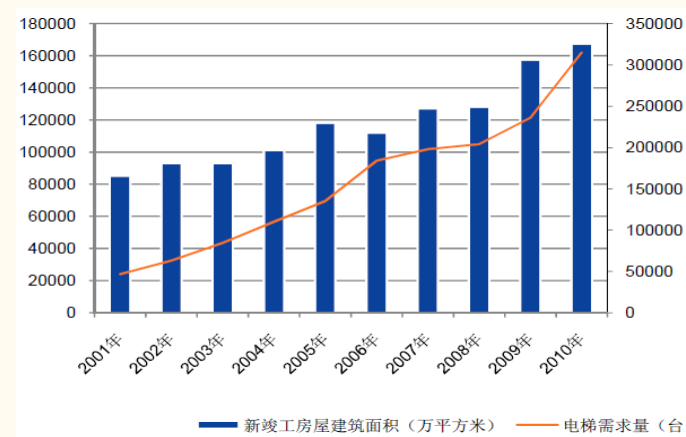


来源：中国产业信息网、国金证券研究所

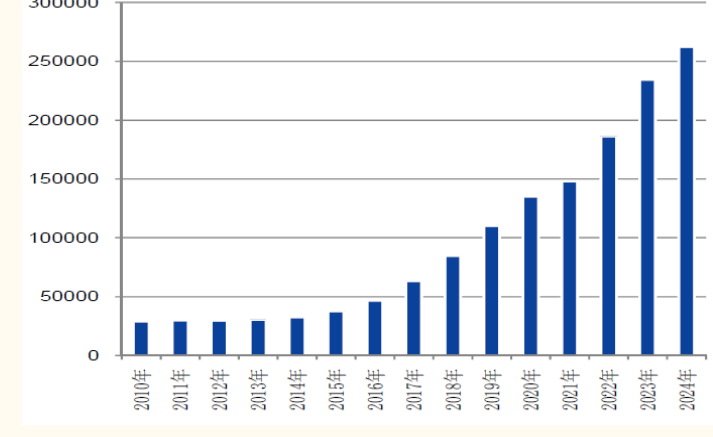
来源：中国产业信息网、国金证券研究所

- **动力四：老旧电梯改造需求，维保市场年均需求 240 亿元：**在城轨地铁、保障房需求加大的背景下，电梯保有量逐年增加，带动了旧电梯更新改造需求。电梯一般使用寿命为 15 年，预测 13 年至少有 3.5 万台电梯需要更新。目前我国电梯保有量超过 300 万台，每年新增 35 万台，按照每部平均 0.8 万元维保费用计算，每年维保市场需求约 240 亿元。目前公司维保收入占总收入比重约 15%，毛利率超过 40%，高于电梯主业 30%的毛利率。随着维保业务比重加大，公司未来整体毛利率水平有望上升。

图表 10：我国新建房屋和电梯需求量情况



图表 22：老旧电梯改造需求预测

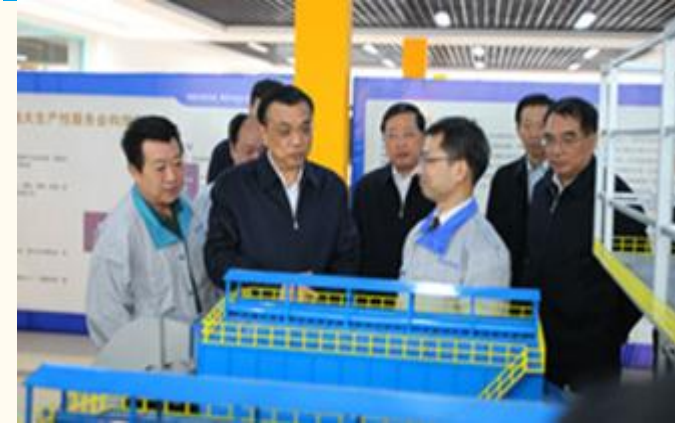


来源：中国产业信息网、国金证券研究所

来源：中国产业信息网、国金证券研究所

- **动力五：一带一路出口需求：**“丝绸之路经济带”是在古丝绸之路概念基础上提出的一个新的经济发展区域，通过现代化的综合交通通道和信息网络通道将丝绸之路沿线国家紧密联系起来，东牵亚太经济圈，西系欧洲经济圈，辐射东亚、中东南亚和欧洲以及北非区域，涵盖 40 多个国家 30 多亿人口，是横跨亚欧大陆的世界最长最具发展潜力的经济大走廊和战略性经济带。一带一路将输出国内交通、电力、通信等基础设施建设，直接拉动国内电梯出口需求。

图表 11：李克强总理考察博林特公司



来源：中国产业信息网、国金证券研究所

图表 124：丝绸之路经济带



来源：中国产业信息网、国金证券研究所

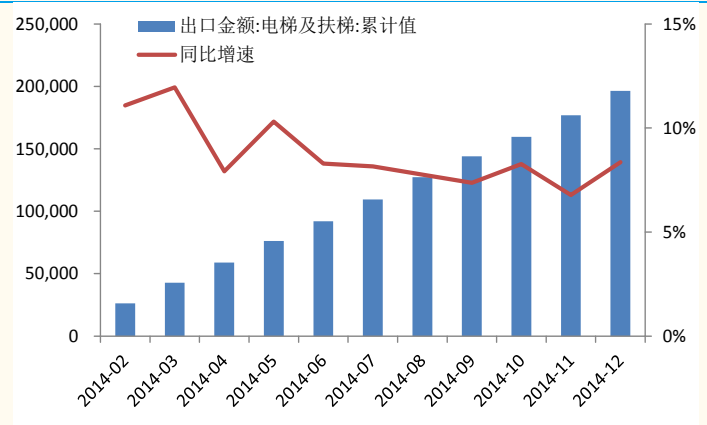
- 另一方面，发达国家既有电梯的改造更新及部分新兴发展中国家对新增电梯的庞大需求，国际电梯市场面临良好的发展前景。据电梯协会预测，未来五年内国际电梯需求量平均将以 10% 左右的速度增长。中国作为世界第一大电梯生产国，其电梯出口量也将随之持续增长。

图表 25：博林特电梯出口德国法兰克福 AIRRAIL



来源：中国产业信息网、国金证券研究所

图表 26：国内电梯累计出口金额（万美元）及同比增速



来源：中国产业信息网、国金证券研究所

### 3、公司三大主业：电梯、机器人、环保齐头并进

公司形成了电梯、机器人、环保设备三大主业，博林特是典型的“集团强、上市公司弱”状态，我们认为公司未来几年

#### 3.1、主业稳健增长（电梯出口、保障房）

- 公司优势：直销优势：公司在国内主要采用以直销为主、经销为辅的销售模式，报告期内直销产品占公司国内销售额的比例都在 70%以上。这种模式下，公司拥有终端客户，安装服务质量受控，最大程度确保公司已在市场树立的良好形象；并且，由公司负责电梯运行的维修、保养服务，将为公司带来稳定的利润来源。随着公司电梯保有量的不断扩大，公司负责维修、保养的电梯数量也将保持高速增长。2009 年、2010 年和 2011 年公司安装、维保收入分别为 6,138.76 万元、9,428.85 万元和 16,975.33 万元。根据发达国家电梯市场经验，安装、维保收入在未来将会成为我国电梯制造企业的重要收入来源。因此在公司的持续发展过程中，直销优势将更为凸显，必将带来持续、稳定的效益。

#### 3.2、大股东注入机器人及环保资产

- 公司公告拟定增不超过 5.43 亿元收购大股东的机器人及环保资产。公司将以本次非公开发行股票总数的 10%购买控股股东远大集团拥有的远大环境等值部分股权，发行底价为人民币 8.94 元，公司控股股东远大集团承诺以远大环境股权参与认购的股份数量不低于本次非公开发行股票总数的 10%、不超过本次非公开发行股票总数的 20%。除股份支付外，远大集团拥有的远大环境其余股权及智能磨削机器人系列技术由公司本次非公开募集的现金购买。本次拟购买的远大环境 100%股权评估价值为 1.58 亿元，本次拟购买的智能磨削机器人系列技术评估价值为 1.03 亿元。

图表 13：机器人及环保资产注入方案

序号	项目名称	收购价格 或项目投资总额	募集资金拟投入总额
<b>一、购买资产项目</b>			
1	收购远大环境 100%股权	18,500.00	远大集团将以其拥有的部分远大环境股权参与认购 <sup>注</sup> ，远大环境其余股权由公司本次非公开募集的现金购买，合计为 18,500.00 万元
2	购买“智能磨削机器人系列技术”	10,300.00	10,300.00
<b>二、增资及建设项目</b>			
1	增资沈阳远大环境工程有限公司	2,000.00	2,000.00
2	智能磨削机器人系统建设项目	9,535.00	9,535.00
<b>三、补充流动资金</b>		-	13,000.00
<b>募集资金净额</b>			<b>53,335.00</b>

来源：国金证券研究所

#### 3.2、打磨机器人前景广阔

- 在产品加工领域，很多铸件都需要进行去毛刺、打磨、抛光处理。传统的工艺通常采用手工进行打磨处理，而手工打磨不仅费时，打磨效果也不理想，效率低，而且操作者容易受伤。打磨工作现场的空气污染和噪声污染

也会损害操作者的身心健康，并且随着行业的发展对打磨的精度和速度等提出了越来越高的要求，一般工人已难以胜任这一项工作。为了提高磨削效率，机器人在打磨行业里的应用包括抛光、打磨、去毛刺等。机器人在打磨行业中的需求越来越广泛，已经成为了未来打磨行业发展的方向，因此大力发展和应用打磨机器人进行机械加工势在必行。

- 公司研发的国内首套具有智能感知加工系统的 ARSMA 机器人正在为大连船用推进器有限公司的船用推进器桨叶进行自动化处理。这项世界尖端技术填补了我国机器人在大型复杂曲面加工以及对难加工材料进行加工等领域的空白，从而提升“中国制造”精度。该系统还具备离线编程系统和高频振动辅助加工系统，使其更加适用于大型复杂曲面和难加工材料的机器人加工，将在航空航天、海洋船舶、汽车制造、轨道交通等领域得到广泛应用。
- 智能磨削机器人主要加工方式是铣削加工、去毛刺加工、铸件综合清理、抛光加工、超声波辅助加工。机器人可以自动识别工件行位偏差，对预设路径进行在线补偿；感知：机器人系统除执行预设命令外，还具有“力觉”、“视觉”，为机器人加工参数在线调整提供感知信息。具备三大优势：(1)、高效：超声波辅助机器人加工，可以大幅降低切削阻力，提高加工效率和加工精度；(2)、专家库：(3)、针对不同材质、不同类型工件、不同的加工工艺建立加工工艺专家库，提高编程效率。
- 打磨机器人竞争格局：目前市场上该领域的产品主要包括 ABB、Fanuc、Kuka、PushCorp 和 ATI。根据结构和工作方式的不同可分为“整体式”（ABB、Fanuc、Kuka）和“独立式”（PushCorp、ATI）力反馈机器人。根据目前的市场需求情况并结合公司销售团队的规模和发展情况，公司预测本项目建成并完全达产后，公司的机器人销量最终将达到 300 台/年。

#### (1) 铸铁件领域市场规模

- 中国是铸件生产大国，2013 年我国各类铸件总产量为 4,450 万吨，占世界产量的 40%，产值约 5,500 亿元。经验数据显示，每 10 台套机器人工作站（含两个机器人）连续不间断工作一年可打磨大型铸铁件 10 万吨，则 2013 年球磨铸铁磨削领域需要 1,160 台套机器人工作站（含两个机器人），灰铸铁磨削领域需要 2,050 台套机器人工作站（含两个机器人）。预测 2015 年球磨铸铁磨削领域需要 1,280 台套机器人工作站（含两个机器人），灰铸铁磨削领域需要 2,270 台套机器人工作站（含两个机器人）

图表 28：公司智能感知加工系统用于铸件打磨行业

沈阳远大研制出机器人智能感知加工系统



来源：国金证券研究所

## (2) 船用推进器领域

- 据统计分析我国 2013 年船舶用调距桨桨叶产量为 5,000 支，定距桨产量为 3,200 套。依据公司经验估算，打磨调距桨将需要 100 台套机器人系统；打磨定距桨需要 175 台套机器人系统。预测 2015 年调距桨产量为 6,612 支，定距桨产量为 4,232 套，打磨调距桨将需要 133 台套机器人系统；打磨定距桨需要 233 台套机器人系统。按照平均每台 300 万元计算，2015 年市场需求约 11 亿元。

图表 29: 公司的打磨机器人用于船舶行业  
沈阳远大研制出机器人智能感知加工系统



来源：国金证券研究所

## (3) 铝合金轮毂打磨机器人

- 随着全球汽车市场的持续火爆，尤其是中国汽车市场需求的不断扩大，整体汽车行业呈现出井喷式的发展。根据中国汽车工业协会统计：2014 年我国累计生产汽车 2372.29 万辆，同比增长 7.3%，销售汽车 2349.19 万辆，同比增长 6.9%，产销量保持世界第一。可见，汽车销售的持续快速增长必将带动国内整个汽车工业的高速发展。
- 铝合金轮毂生产是汽车产业中的重要组成部分，目前全球汽车铝合金轮毂使用率已达到 70% 以上。国内生产铝合金轮毂的企业已达到 80 多家。市场研究机构 Research and Markets 分析预测，全球汽车铝合金车轮行业 2014-2016 年将以 8.48% 的复合年均增长率增长，促成该市场增长的主要因素是全球各地不断增长的汽车需求量（数据来源于中国汽车工业协会）。由此预计到 2016 年时，仅国内铝轮毂企业的产量就将达到 1.7 亿只以上。
- 根据以上数据，公司预计 2014 年铝轮毂市场对磨削机器人的需求就将达到 1,100 台套，按照汽车轮毂行业平均售价 150 万计算，市场年均需求约 16.5 亿元，而到 2016 年这个需求将进一步增加到 1,360 台套。

图表 14：人工打磨费时费力不标准



来源：国金证券研究所

图表 31：机器人打磨轮毂省时省力又标准



来源：国金证券研究所

### 3.3、除尘脱硫脱硝系统

远大环境成立于 1999 年，是以环境工程设计、咨询、施工、安装、调试、运营和环保设备设计、制造、营销为主营业务的综合性环境工程公司。公司致力于向钢铁冶金公司、电力公司等客户提供除尘工程、脱硫工程的服务，并逐步向脱硝工程、水污染处理工程、垃圾处理工程领域不断拓展。

远大科技环保拥有先进的脱硫、脱硝、除尘、脱碳、脱汞技术和业绩。尤其是自主研发的新型高效节能混合电袋 Pm2.5 除尘技术和塑烧板除尘技术，受到李克强总理的高度赞扬和重视。此项除尘技术完整融合了静电除尘和布袋除尘的优点，Pm10 和 Pm2.5 除尘效率高、阻力小，粉尘排放浓度远低于国家排放标准，是一种具有国际先进水平的新型节能环保装备，是传统除尘设备的替代者。

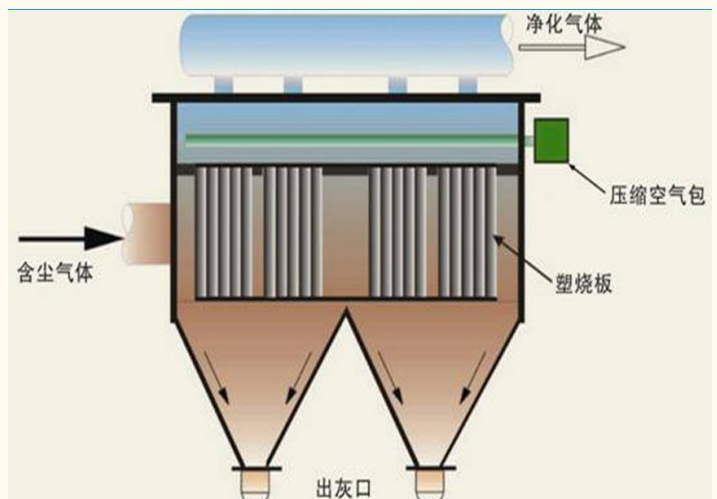
除尘、脱硫、脱硝等节能减排服务行业的下游为火电、钢铁、有色金属、水泥等高污染、高耗能行业，其中多数行业为国民经济发展的重要基础性、支柱性行业。下游行业的发展，将会促进本行业的进一步发展。国家已出台相关政策限制钢铁、水泥、电解铝和平板玻璃的产量和扩建，有色金属和钢铁产量将维持供过于求的局面。

图表 32：远大环境公司的除尘系统



来源：国金证券研究所

图表 33：除尘系统原理图



来源：国金证券研究所

### 3.4、公司是集团 A 股唯一的上市平台

公司是集团 A 股唯一上市平台。沈阳远大企业集团由沈阳远大铝业集团、沈阳

博林特电梯集团、沈阳远大机电集团三大集团公司组成。业务领域涵盖：建筑幕墙、电梯制造、科技电工、环境工程、工业住宅、工业自动化。目前博林特是集团唯一的 A 股上市平台，因此我们推测未来与制造业相关的集团业务有望继续整合到上市公司来。另外，远大集团旗下还有一个科技园区，从事高端装备相关研发，集团的技术支持也是博林特的优势之一。

图表 15：沈阳远大企业集团旗下三大集团公司

	上市平台	业务简介
远大铝业集团	远大中国 02789.HK	中国最大的一站式幕墙制造商, 2012 年收入 118 亿元
博林特电梯集团	博林特 002698	2013 年收入 16.5 亿元, 先后中标伦敦希思罗机场、法兰克福航空铁路中心、北京地铁、沈阳地铁的电梯项目。
远大机电集团	/	节能电机、风力发电机组,用于电站、化工、油田、煤炭、冶金、建材等领域

来源：国金证券研究所

远大以科技园为平台，聚集全球高端科技、人才、资金等多方优势，致力于先进工业加工制造技术的研发与推广。在超声波应用方面，远大重点关注大功率超声波在工业生产中的新型高端应用。远大通过引进海外人才，掌握了大功率超声波发生器、换能器的生产技术，水平与国外持平，远远领先国内同行。现在拥有超生辅助机加工技术、超声波熔体处理技术、超声悬浮技术、超声波 3D 打印技术等，应用范围广泛，加工精度高。在减振降噪方面，远大的基于智能压电材料的振动控制和应用技术可用于航空航天器、汽车、钻探行业以及水下舰船等的振动噪声控制。除了远大中国和博林特，远大集团比较重要的业务有：

(1)、科技电工业务：包括电机、风电、电力电子三大主力事业部。远大电机系统致力于在高效节能、提高工业生产率方面为各行业提供高效可靠的系统解决方案。远大电力电子专业生产中低压电气传动产品成套设备，正在承担国家重大专项子课题、第三代核电（AP1000）主冷却剂泵变频器的开发工作。

图表 35：核电用变频器产品



来源：国金证券研究所

图表 36：污水处理设备：刮吸泥、曝气滤池、格栅设备



来源：国金证券研究所

(2)、环境工程业务：沈阳远大环境工程有限公司主要从事废气净化、废水处理和固体废物处理，产品主要是除尘器、塑烧板。

(3)、工业住宅：沈阳瑞福工业住宅有限公司拥有 10 条生产线，可年产工业住宅 12000 套。产品包括：模块住宅、集成别墅、绿色墙板、整体卫浴。

(4)、工业自动化：远大工业自动化公司主要生产机械式立体车库设备。

(5)、农机：在农用机械方面，远大以“大农机、大农业”为发展方向，密切关注国内外农业技术发展动向，着眼于强化农业机械普及力度、提升农业生产规模效益。主要针对种植机械、中耕植保机械和收获机械进行市场分析、产品研发及推广。远大现已研制出玉米收割机等多种智能化大型农用机械。



(6)、现代化农业：远大智能滴灌技术能够在大量节约灌溉用水、保持肥料高效利用、大幅提高农作物质量与产量过程中不断改良土壤品质，此项技术既可广泛应用于一般性土地种植又能够在沙地、盐碱地、戈壁滩培育出高产良田。同时，智能滴灌技术可以通过互联网、手机等实现远程数据传输、远程监控、远程操作、自动化程度极高，特别适合于标准化、模块化、工业化大生产。此项技术能够在稳定、提高粮食产量的同时，恢复地下水，为重金属污染和垃圾围田赢得治理时间。创新智能滴灌技术不仅是治理土地荒漠化最有效的方法，更是推动全球农业生产和生态修复走上良性循环之路的有力保障。

图表 37：远大集团地铁屏蔽门产品



来源：国金证券研究所

图表 38：远大集团节能高压电机产品



来源：国金证券研究所

图表 16：远大集团超声波辅助加工装备



来源：国金证券研究所

图表 40：远大集团农用机械



来源：国金证券研究所

### 3.5、公司受益于东北振兴规划

国家发改委东北及老工业振兴司近日表示要集中力量做好《关于全面振兴东北地区等老工业基地的若干意见》上会审议、修改完善和出台后实施等各项工作，作为中长期战略性文件，对 2020 年之前乃至更长时期东北振兴工作进行总体部署，其中深化当地国企改革、推进传统产业升级、加快培育新兴产业、加快城市转型、支持民营经济发展会是重点。公司作为东北优秀的民营制造业企业，将承担起振兴东北工业基地的重任，并有望从中获得政策支持。

#### 4、盈利预测、估值与投资建议

##### 盈利预测

- 考虑到资产注入及增发摊薄，假设今年注入资产能贡献半年的利润。预测公司 2015-2017 的主营业务收入分别为 25.0 亿、32.9 亿和 39.4 亿元，同比增长 19.2%、26.9%和 31.6%；净利润分别为 2.67 亿、3.79 亿和 4.71 亿元，同比增长 40.1%、42.1%和 24.4%，EPS 分别为 0.46 元、0.65 元和 0.81 元，对应 PE 分别为 28、20、16 倍，买入评级，目标价 18 元。

##### 估值与投资建议

- 考虑到公司电梯主业将受益于保障房建设、一带一路出口推动下的稳健增长，智能磨削机器人在军工、工程机械、汽车等诸多行业放量，脱硝催化剂业务迎来环保大年，背靠集团强有力支持，公司目前市值仅 70 亿元，未来想象力巨大，建议买入。

图表 171: 公司主营业务预测 (单位: 百万元)

项 目	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
<b>电梯销售</b>					
销售收入 (百万元)	1,365.00	1,600.00	1,850.00	2,100.00	2,400.00
增长率 (YOY)	189.81%	17.22%	15.63%	13.51%	14.29%
毛利率	33.10%	35.50%	35.50%	35.50%	35.50%
销售成本 (百万元)	913.19	1,032.00	1,193.25	1,354.50	1,548.00
增长率 (YOY)	146.04%	13.01%	15.63%	13.51%	14.29%
毛利 (百万元)	451.82	568.00	656.75	745.50	852.00
增长率 (YOY)	352.48%	25.72%	15.63%	13.51%	14.29%
占总销售额比重	82.63%	81.22%	74.00%	63.83%	60.91%
占主营业务利润比重	82.07%	81.69%	74.04%	62.34%	58.74%
<b>电梯维保</b>					
销售收入 (百万元)	287.00	370.00	450.00	550.00	660.00
增长率 (YOY)	192.86%	28.92%	21.62%	22.22%	20.00%
毛利率	34.40%	34.40%	34.40%	34.40%	34.40%
销售成本 (百万元)	188.27	242.72	295.20	360.80	432.96
增长率 (YOY)	178.43%	28.92%	21.62%	22.22%	20.00%
毛利 (百万元)	98.73	127.28	154.80	189.20	227.04
增长率 (YOY)	224.98%	28.92%	21.62%	22.22%	20.00%
占总销售额比重	17.37%	18.78%	18.00%	16.72%	16.75%
占主营业务利润比重	17.93%	18.31%	17.45%	15.82%	15.65%
<b>机器人</b>					
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	100.00	400.00	600.00
增长率 (YOY)	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!	300.00%	50.00%
毛利率	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
销售成本 (百万元)	0.00	0.00	50.00	200.00	300.00
增长率 (YOY)	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!	300.00%	50.00%
毛利 (百万元)	0.00	0.00	50.00	200.00	300.00
增长率 (YOY)	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!	300.00%	50.00%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	4.00%	12.16%	15.23%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	5.64%	16.72%	20.68%
<b>远大环保</b>					
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	100.00	240.00	280.00
增长率 (YOY)	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!	140.00%	16.67%
毛利率	25.49%	25.49%	25.49%	25.49%	25.49%
销售成本 (百万元)	0.00	0.00	74.51	178.82	208.63
增长率 (YOY)	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!	140.00%	16.67%
毛利 (百万元)	0.00	0.00	25.49	61.18	71.37
增长率 (YOY)	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!	140.00%	16.67%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	4.00%	7.29%	7.11%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	2.87%	5.12%	4.92%
销售总收入 (百万元)	1652.00	1970.00	2500.00	3290.00	3940.00
销售总成本 (百万元)	1101.46	1274.72	1612.96	2094.12	2489.59
毛利 (百万元)	550.54	695.28	887.04	1195.88	1450.41
平均毛利率	33.33%	35.29%	35.48%	36.35%	36.81%

来源: 公司资料, 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	1,488	1,512	1,652	1,970	2,500	3,290
增长率		1.6%	9.3%	19.2%	26.9%	31.6%
主营业务成本	-1,055	-1,073	-1,103	-1,275	-1,613	-2,094
%销售收入	70.9%	70.9%	66.8%	64.7%	64.5%	63.7%
毛利	432	439	549	695	887	1,196
%销售收入	29.1%	29.1%	33.2%	35.3%	35.5%	36.3%
营业税金及附加	-12	-10	-15	-20	-25	-33
%销售收入	0.8%	0.7%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-153	-161	-216	-256	-325	-428
%销售收入	10.3%	10.7%	13.1%	13.0%	13.0%	13.0%
管理费用	-106	-119	-140	-187	-225	-296
%销售收入	7.1%	7.9%	8.5%	9.5%	9.0%	9.0%
息税前利润（EBIT）	161	148	178	233	312	440
%销售收入	10.8%	9.8%	10.8%	11.8%	12.5%	13.4%
财务费用	-15	-8	2	4	10	18
%销售收入	1.0%	0.5%	-0.1%	-0.2%	-0.4%	-0.5%
资产减值损失	-18	-21	-26	-25	-25	-25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	129	120	154	211	297	432
营业利润率	8.7%	7.9%	9.3%	10.7%	11.9%	13.1%
营业外收支	18	19	42	19	25	25
税前利润	147	139	196	230	322	457
利润率	9.9%	9.2%	11.9%	11.7%	12.9%	13.9%
所得税	-23	-17	-36	-39	-55	-78
所得税率	15.8%	12.0%	18.1%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	124	122	161	191	268	380
少数股东损益	0	0	-1	1	1	1
归属于母公司的净利润	124	122	161	190	267	379
净利率	8.3%	8.1%	9.8%	9.7%	10.7%	11.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	123	124	156	191	268	380
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	52	39	63	72	82	89
非经营收益	11	10	0	40	-18	-18
营运资金变动	-44	-4	-46	-119	-45	-71
经营活动现金净流	141	168	173	184	286	379
资本开支	-196	-188	-122	6	-174	-125
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	7	0	1	0	0	0
投资活动现金净流	-189	-188	-121	5	-174	-125
股权募资	0	584	0	0	533	0
债权募资	60	-110	-50	-173	0	1
其他	-16	-24	-104	-7	-59	-67
筹资活动现金净流	44	450	-154	-179	474	-66
现金净流量	-4	431	-103	10	586	188

资产负债表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	187	614	515	525	1,112	1,300
应收款项	447	594	676	745	945	1,244
存货	343	260	312	419	530	688
其他流动资产	106	71	45	66	83	107
流动资产	1,082	1,539	1,548	1,755	2,670	3,339
%总资产	61.0%	62.3%	59.4%	64.9%	71.5%	74.8%
长期投资	1	6	0	1	0	0
固定资产	399	557	690	623	734	790
%总资产	22.5%	22.5%	26.5%	23.0%	19.7%	17.7%
无形资产	250	319	316	322	328	334
非流动资产	693	930	1,059	948	1,065	1,126
%总资产	39.0%	37.7%	40.6%	35.1%	28.5%	25.2%
资产总计	1,775	2,469	2,607	2,702	3,734	4,465
短期借款	60	0	0	0	0	0
应付款项	719	812	964	1,038	1,315	1,715
其他流动负债	42	27	22	77	91	101
流动负债	821	839	986	1,115	1,406	1,816
长期贷款	200	150	100	100	100	101
其他长期负债	212	227	205	32	32	32
负债	1,234	1,220	1,298	1,255	1,546	1,957
普通股股东权益	541	1,249	1,312	1,450	2,190	2,508
少数股东权益	0	0	-3	-2	-1	0
负债股东权益合计	1,775	2,469	2,607	2,702	3,734	4,465

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	0.532	0.394	0.401	0.363	0.457	0.649
每股净资产	2.329	4.031	3.257	3.600	4.724	5.411
每股经营现金净流	0.605	0.544	0.436	0.458	0.618	0.819
每股股利	0.000	0.300	0.300	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	22.83%	9.78%	12.30%	13.11%	12.17%	15.10%
总资产收益率	6.96%	4.95%	6.19%	7.04%	7.14%	8.48%
投入资本收益率	16.96%	9.33%	10.34%	12.47%	11.33%	13.98%
增长率						
主营业务收入增长率	11.06%	1.64%	9.28%	19.22%	26.90%	31.60%
EBIT增长率	108.77%	-8.07%	19.91%	30.69%	34.30%	40.74%
净利润增长率	113.86%	-1.10%	32.12%	17.83%	40.12%	42.11%
总资产增长率	21.96%	39.11%	5.57%	3.67%	38.18%	19.56%
资产管理能力						
应收账款周转天数	79.2	109.7	125.3	120.0	120.0	120.0
存货周转天数	112.7	102.6	94.5	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	96.2	126.9	137.4	130.0	130.0	130.0
固定资产周转天数	82.3	70.7	104.9	117.0	94.7	76.4
偿债能力						
净负债/股东权益	13.53%	-37.16%	-31.69%	-29.36%	-46.22%	-47.80%
EBIT利息保障倍数	11.0	19.0	-73.3	-60.7	-31.2	-24.4
资产负债率	69.52%	49.42%	49.80%	46.43%	41.39%	43.83%

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	0	0	1	5	31
增持	0	0	0	0	11
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.30

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2013-03-08	增持	11.64	N/A
2	2013-04-24	增持	9.88	N/A
3	2013-08-23	增持	8.73	N/A
4	2013-10-23	增持	10.34	N/A
5	2014-10-24	买入	10.18	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：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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作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：021-61620767

传真：021-61038200

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：010-66216979

传真：010-66216793

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD