

2015 年 06 月 09 日

证券研究报告·新股分析报告

德尔股份 (300473) 汽车



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

汽车转向泵制造专家, 储备丰富的汽车电子技术

投资要点

- **汽车转向泵制造专家。**公司目前主要从事汽车转向泵和齿轮泵的研发、生产和销售; 同时, 公司具备批量生产自动变速箱油泵的能力, 已完成电动助力转向系统 (EPS) 电机的产品开发并进入试装阶段, 并成功研发电液泵和无钥匙进入及启动系统等产品。2013 年, 公司的转向泵市场占有率达到 23.45%, 处于行业前列水平。
- **利润率显著高于行业平均水平, 盈利能力较强。**公司 14 年综合毛利率达到 36.9%, 净利率高达 19.7%。公司产品的利润率水平显著高于行业平均水平, 盈利能力强。
- **汽车转向泵进入快速发展期。1、进口替代利好龙头企业。**经过多年发展, 我国转向泵产品的生产工艺和质量都有较大提升, 自主品牌转向泵企业、尤其是其中的领先企业, 已通过向国内的合资汽车品牌或者全球专业的汽车零部件巨头提供产品等方式, 逐步进入全球汽车零部件供应体系; **2、汽车转向泵售后市场将大有可为。**汽车转向泵产品属于汽车转向系统的机械液压构件, 存在损耗性的特点。且 14 年全年汽车保有量 1.54 亿辆, 未来几年, 随着我国汽车保有量的进一步提高, 汽车零部件售后市场对汽车转向泵产品的需求将呈现快速增长的态势。
- **规模、技术、客户资源优势明显。**公司是行业龙头, 公司转向泵市占率处于行业前列。此外, 公司还具有技术领先、客户资源优势和丰富的配套经验, 新产品储备丰富等优势。
- **募投项目缓解产能压力, 提升产品品质。**公司本次拟公开发行不超过 2500 万股, 计划募集资金净额 67286 万元, 用于转向泵产能扩建和技术升级等项目, 募投项目的实施将缓解产能压力, 积极扩大公司转向泵产品的生产规模和种类, 提升公司核心竞争力。
- **盈利预测与估值。**公司本次拟公开发行不超过 2500 万股, 以公司 IPO 后总股本 1 亿股计算, 我们预计公司 2015-2017 年的 EPS 分别为 1.65 元、1.96 元、2.26 元。参考可比公司平均估值水平, 结合公司的经营情况, 给予公司 2015 年 40 倍估值, 对应股价 66 元。
- **风险提示:** 募投项目投产进度或不达预期, 下游增长或放缓。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	674.48	796.60	950.96	1091.24
增长率	10.14%	18.11%	19.38%	14.75%
归属母公司净利润 (百万元)	135.02	164.70	196.45	226.49
增长率	3.08%	21.98%	19.28%	15.29%
每股收益 EPS (元)	1.35	1.65	1.96	2.26
净资产收益率 ROE	17.95%	10.71%	11.66%	12.23%
PE	21.30	17.46	14.64	12.70
PB	3.88	1.87	1.71	1.55

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 高翔

执业证号: S1250515030001

电话: 023-67898841

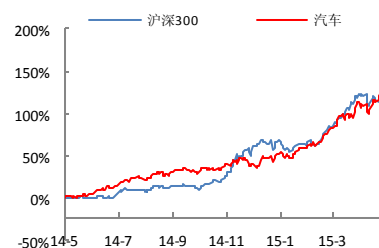
邮箱: gaax@swsc.com.cn

联系人: 简洁

电话: 023-67610282

邮箱: jjie@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源: 西南证券

本次发行情况

发行前总股本(万股)	7500
本次发行(万股)	2500
发行后总股本(万股)	-
2014 年每股收益(摊薄后)(元)	1.8
2014 年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	1.67

主要指标 (2014 年)

每股净资产(元)	9.69
毛利率(%)	36.85
流动比率(倍)	3.12
速动比率(倍)	2.66
应收账款周转率 (次)	5.11
资产负债率(合并报表)(%)	31.53
净资产收益率 (加权平均) (%)	19.53

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1. 汽车转向泵制造专家.....	1
2. 利润率显著高于行业平均水平，盈利能力较强.....	1
3. 汽车转向泵进入快速发展期.....	3
3.1 进口替代利好龙头企业.....	3
3.2 汽车转向泵售后市场将大有可为.....	3
4. 规模、技术、客户资源优势明显.....	4
4.1 行业龙头，公司转向泵市占率处于行业前列.....	4
4.2 技术领先.....	4
4.3 客户资源优势和丰富的配套经验.....	5
4.4 新产品储备丰富.....	6
5. 募投项目缓解产能压力，提升产品品质.....	6
6. 盈利预测.....	7

图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 营业收入（百万元）及增速.....	2
图 3: 净利润（百万元）及增速.....	2
图 4: 毛利率.....	2
图 5: 净利率.....	2
图 6: 各产品毛利率.....	3
图 7: 公司主要客户.....	5

表 目 录

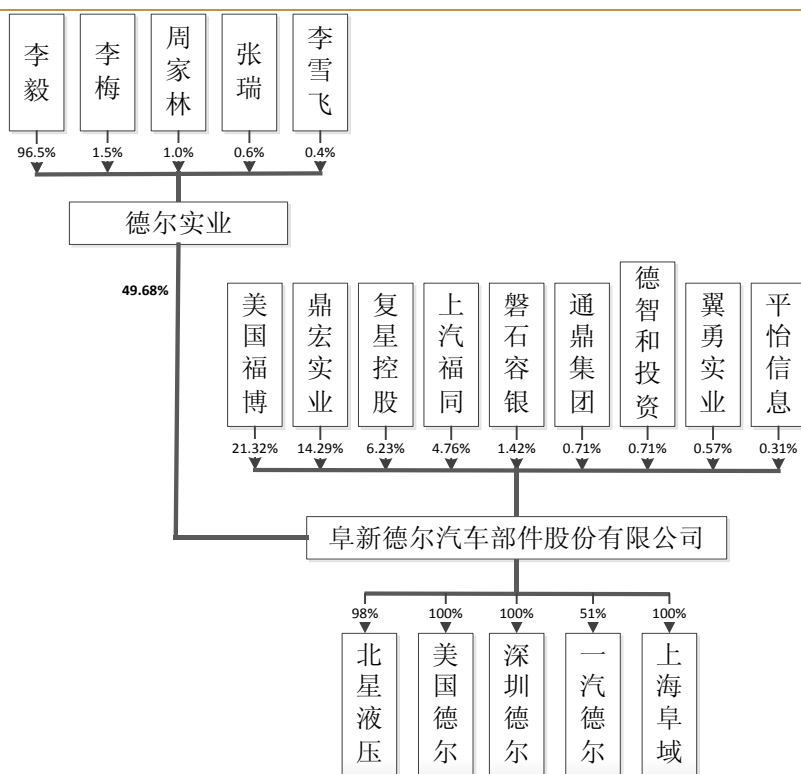
表 1: 各产品收入占比.....	2
表 2: 2011-2013 年, 公司转向泵产品的国内配套市场份额情况.....	4
表 3: 募投项目介绍.....	6
表 4: 分业务收入（百万元）及增速.....	7
表 5: 可比公司盈利及估值水平.....	7
附表: 财务预测与估值.....	8

1. 汽车转向泵制造专家

公司目前主要从事汽车转向泵和齿轮泵的研发、生产和销售；同时，公司具备批量生产自动变速箱油泵的能力，已完成电动助力转向系统 (EPS) 电机的产品开发并进入试装阶段，并成功研发电液泵和无钥匙进入及启动系统等产品。

德尔实业通过直接和间接方式共持有公司 5325.17 万股股份，合计持股比例为 71%，为公司的控股股东。李毅先生持有公司控股股东德尔实业 96.5% 的股权，为公司的实际控制人。

图 1：公司股权结构

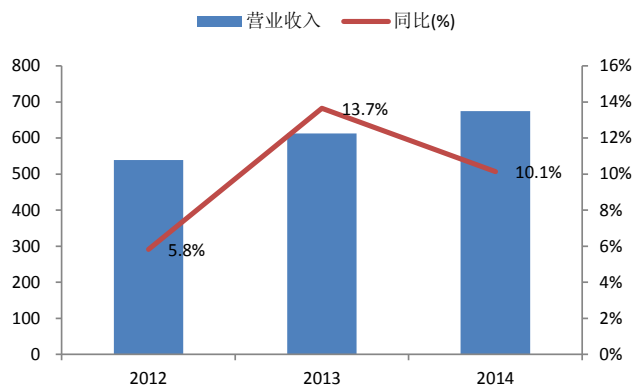


数据来源：公司网站，西南证券

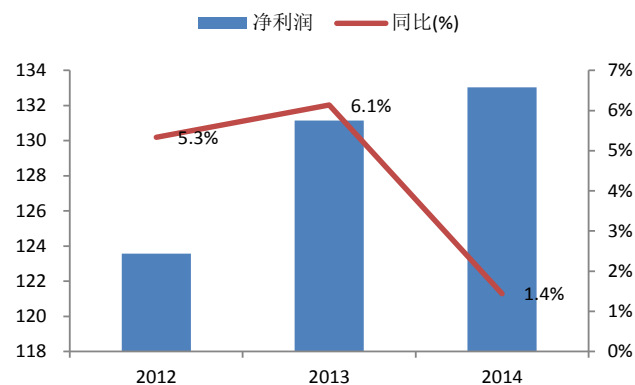
14 年底，公司的汽车转向泵产品的产能达 270 万台/年，拥有 110 多个系列、1800 多个规格的产品，可广泛应用于乘用车、商用车整车和发动机配套领域。2013 年，公司的转向泵市场占有率达到 23.45%，处于行业前列水平。

2. 利润率显著高于行业平均水平，盈利能力较强

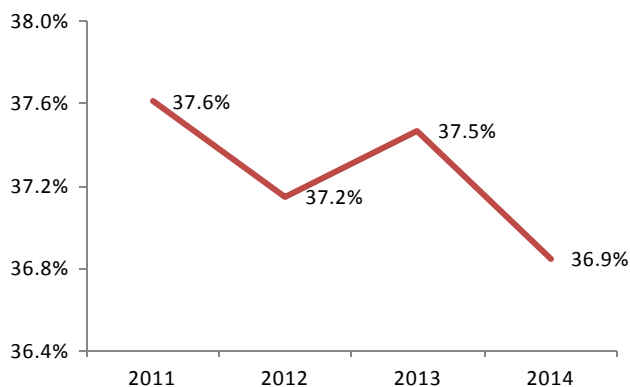
公司 2014 年营业收入 6.7 亿元，同比增长 10.1%，净利润 1.3 亿元，同比增长 1.4%。公司产品的利润率水平较高，14 年综合毛利率达到 36.9%，净利率高达 19.7%。公司产品的利润率水平显著高于行业平均水平，盈利能力强。

图 2: 营业收入 (百万元) 及增速


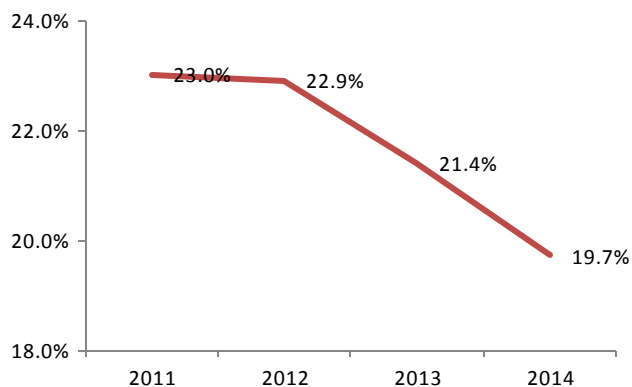
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 3: 净利润 (百万元) 及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 4: 毛利率


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 5: 净利率


数据来源: 公司公告, 西南证券

在公司的各个产品中, 转向泵是公司业绩的主要贡献者。2014 年, 这一产品在公司全年收入中占比达到 93.5%。其中乘用车转向泵贡献全年收入的 68.7%, 商用车转向泵贡献公司全年收入的 24.8%。

利润率方面, 占公司收入比重最大的转向泵, 14 年的毛利率达到 38%, 显著高于汽车行业平均利润率水平。其中, 乘用车转向泵毛利率为 39.4%, 高于商用车转向柱毛利率。除转向泵外, 变速箱油泵的利润率也较高, 但因其占比过小, 对公司利润影响微不足道。

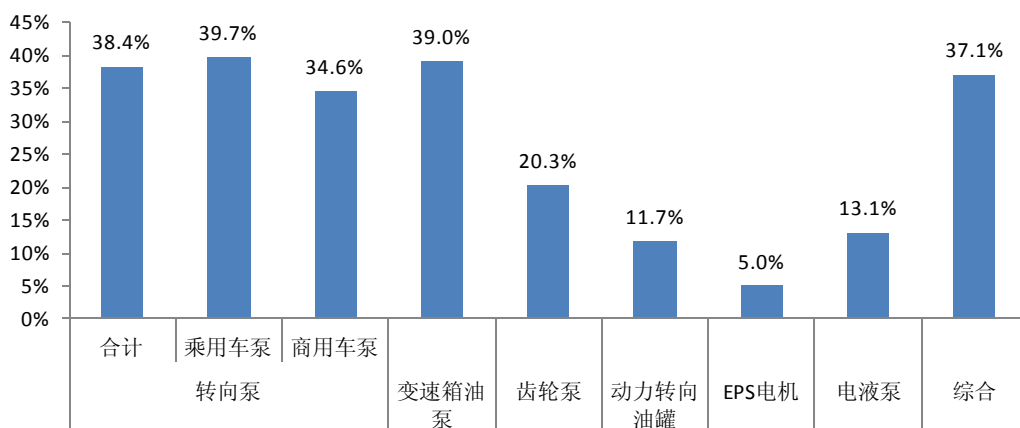
表 1: 各产品收入占比

	2012	2013	2014
转向泵	93.67%	93.09%	93.45%
其中: 乘用车泵	66.89%	69.29%	68.65%
商用车泵	26.78%	23.80%	24.80%
变速箱油泵	-	0.03%	0.04%
齿轮泵	6.33%	6.88%	5.54%
动力转向油罐	-	-	0.95%
EPS 电机	-	-	0.00%

	2012	2013	2014
电液泵	-	-	0.01%
综合	100%	100%	100%

数据来源：公司网站，西南证券

图 6：各产品毛利率



数据来源：公司网站，西南证券

3. 汽车转向泵进入快速发展期

3.1 进口替代利好龙头企业

自上世纪 90 年代以来，如美国通用汽车和福特汽车等大型汽车企业纷纷剥离其零部件业务，专注于整车生产，通过系统化、模块化采购和同步研发将零部件生产和产品研发转移至零部件厂商，以合理配置资源、大幅降低成本。

全球采购给各国的汽车零部件企业带来了新的机遇，尤其是新兴市场国家的汽车零部件企业，由于其具备相对较低的劳动力成本、达到或接近国际先进水平的生产技术，正逐渐进入国际大型汽车制造企业及汽车零部件制造企业（一级供应商）的全球零部件供应体系。

经过多年发展，我国转向泵产品的生产工艺和质量都有较大提升，在耐久性、可靠性、噪声控制、清洁度控制等方面达到或接近国际先进水平，自主品牌转向泵企业、尤其是其中的领先企业，已通过向国内的合资汽车品牌或者全球专业的汽车零部件巨头提供产品等方式，逐步进入全球汽车零部件供应体系。

3.2 汽车转向泵售后市场将大有可为

目前，国内对汽车转向泵的需求主要为整车配套市场、占总需求量 70%以上，其他是售后市场。近年来，随着中国汽车保有量的迅速扩大，汽车转向泵的市场总体规模也在逐步扩大。

汽车零部件的售后市场规模取决于具体产品的损耗性、通用性和替换成本。有些零部件产品的售后市场规模较大，如悬挂与制动系统、信息娱乐系统等——前者的损耗性较大，后

者的替换成本较低、个性化需求较为广泛，但有些则几乎没有售后市场，如车身与内饰——几乎很少进行更替。

汽车转向泵产品属于汽车转向系统的机械液压构件，存在损耗性的特点——在商用车，尤其是重型卡车、大型客车等车型上表现得较为突出。在通用性方面，虽然，转向泵产品型号众多，但其技术成熟，可同类替换性较强；加之转向泵产品价格相对较为便宜，替换成本不高，转向泵售后市场的规模较为可观。

14 年全年汽车保有量 1.54 亿辆，未来几年，随着我国汽车保有量的进一步提高，汽车零部件售后市场对汽车转向泵产品的需求将呈现快速增长的态势。

4. 规模、技术、客户资源优势明显

4.1 行业龙头，公司转向泵市占率处于行业前列

从全球范围来看，汽车转向泵的生产企业总体数量不多、供应较为集中，主要系德国采埃孚、美国耐世特、日本昭和、韩国永信等几家专业公司，为各自的主要客户（如德国大众汽车集团、通用汽车、丰田汽车、韩国现代等）提供长期服务，并为这些客户的扩张提供全球范围内的零部件供应支持。

在国内汽车转向泵市场，主要参与者有南京采埃孚、北京永信、浙江万安、德尔股份等。除了这些规模较大的企业之外，国内还有较多的自主品牌中小企业，主要分布在浙江和广东两省，集中在国内汽车售后市场供货。

目前，我国专业生产汽车转向泵产品的主要厂家大约有 20 余家，按目标市场不同分为两类：其一，以配套市场为主，代表企业为采埃孚转向泵金城（南京）有限公司和德尔股份等；其二，以售后市场为主。德尔股份 13 年的市场占有率近 24%，处于行业前列，且公司实力雄厚，已经受益于进口替代，目前已成功进入通用、日产、康明斯等国际知名品牌的采购体系。

表 2：2011-2013 年，公司转向泵产品的国内配套市场份额情况

	2013 年		2012 年		2011 年
	数量	增幅	数量	增幅	
公司转向泵销量（万台）	235	16.92%	201	10.44%	182
全国 HPS 装车量（万辆）	1002	15.94%	865	-3.51%	896
全国汽车产量（万辆）	2212	14.76%	1927	4.63%	1842
公司转向泵市场占有率	23.45%		23.28%		20.29%

数据来源：公司公告，西南证券

4.2 技术领先

公司是高新技术企业、国家火炬计划重点高新技术企业、辽宁省制造业信息化科技工程示范企业、辽宁省知识产权“兴业强企工程”试点单位，公司技术中心被认定为辽宁省企业技术中心。

公司一直高度重视主要产品的相关技术的积淀和不同种类、型号产品的开发，获得发明及实用新型专利 60 余项，已累计开发转向泵产品 1800 多个型号。公司的各项专利都具有较强的实践意义，有效提升了公司的经济利益。此外，公司在技术专利、专有技术上也有长期的积累。

4.3 客户资源优势和丰富的配套经验

一方面，凭借较强的研发创新能力和技术实力，公司产品质量和性能处于行业领先地位；另一方面，公司近年来持续通过国内外客户的产品认证程序，与整车厂商和发动机厂商建立了长期稳定的战略合作配套关系，积累了大量优质的客户资源。目前，公司的主要下游客户如下所示：

图 7：公司主要客户

比亚迪汽车		上汽通用五菱	
东风康明斯		一汽海马	
一汽轿车		一汽解放	
南京依维柯		上汽依维柯红岩	
江铃汽车		玉柴机器	
云内动力		上海采埃孚转向系统有限公司	
华晨汽车		江淮汽车	
力帆汽车		吉利汽车	

数据来源：公司网站，西南证券

由于能够提供较高质量的产品和较完善的配套服务，公司近年来获得了众多荣誉或奖项，如：华晨中华质量管理奖、东风康明斯最佳合作奖、江铃汽车优秀供应商奖、通用汽车质量卓越奖等。

4.4 新产品储备丰富

公司报告期内通过技术引进和研发投入，陆续成功开发自动变速箱油泵、EPS 电机、电液泵以及 PEPS 等新产品，其中：自动变速箱油泵产品充分利用公司长期积累的汽车转向泵产品的研发生产经验，可以广泛配套用于自动变速箱国产化项目，目前已经小批量供货；EPS 电机是 EPS 系统的核心部件，产品目前已经提供下游客户试装；电液泵产品是公司结合转向泵和 EPS 电机技术并通过控制系统综合开发、研制成功的新产品，可广泛满足中高档乘用车和要求转向助力较大的电动车；PEPS 等汽车电子新产品是为了加快满足国产自主品牌汽车电子化需要的技术储备。这些新产品的研制开发及陆续试装和逐步批量化，将使公司逐步摆脱对单一产品的依赖，加强公司的市场竞争力，更好地提升公司应对市场变化的抗风险能力。

5. 募投项目缓解产能压力，提升产品品质

公司本次拟公开发行不超过 2500 万股，计划募集资金净额 67286 万元，用于汽车转向助力泵扩产和技术升级项目、自动变速箱油泵生产线项目、EPS 电机技术研发及产业化项目、EPS 电机产业化项目、电液泵技术研发及产业化项目、无钥匙进入及启动系统 PEPS 产业化项目以及转向泵、电机核心部件建设项目。

表 3：募投项目介绍

序号	项目名称	投资总额（万元）	募集资金使用金额（万元）	项目建设周期
1	汽车转向助力泵扩产和技术升级项目	27,134.64	19,437.93	2 年
2	自动变速箱油泵生产线项目	12,953.83	12,553.83	2 年
3	EPS 电机技术研发及产业化项目	6,813.16	5,713.16	2 年
4	EPS 电机产业化项目	9,009.06	9,009.06	2 年
5	电液泵技术研发及产业化项目	7,410.71	7,410.71	2 年
6	无钥匙进入及启动系统 PEPS 产业化项目	6,805.51	6,805.51	2 年
7	转向泵、电机核心部件建设项目	6,355.80	6,355.80	2 年
合计		76,482.71	67,286.00	-

数据来源：公司公告，西南证券

此次募投项目实施的效用：1、将显著缓解公司产能不足的压力。2014 年，公司汽车转向助力泵的产能利用率为 98.47%，产销率达到 98.80%，产能利用率和产销率保持在较高水平。随着公司国外市场和国内市场、尤其是国内售后市场的持续扩张，公司未来的销售规模和市场占有率将有较大幅度的提升，增加投资以扩大产能已势在必行。2、进一步提升产品品质的需要。汽车转向系统行业发展迅速，市场竞争日趋激烈。公司需要不断地提高产品质量，扩大产品种类，才能在激烈的市场竞争中立于不败。首先，本项目将采用新型先进设备和自动化设备，进一步促进公司生产从人工和半自动状态向自动化生产转变，从而有效降低生产中的人为失误，提高产品质量；其次，项目的实施将促进公司技术改造和研发、检测能力的提升，完善生产工艺流程，提高生产效率，这将全面改善公司的生产状况，提高产品一次装配合合格率；最后，先进生产线的建设，使公司具有生产高端产品所必须的生产条件，不仅产品质量因而提高，还将扩大产品线长度，增强公司的竞争能力和优势。公司可以在保证产品品质的基础上，不断丰富产品体系，根据液压转向助力技术应用范围的变化，将不同的

产品诉求进一步细化、差异化，通过自主研发推出更多型号产品，进一步推动公司从竞争日益同质化的市场环境中脱颖而出。

6. 盈利预测

假设 1: 公司募集项目顺利投产, 汽车转向泵 15、16、17 年收入增速分别为 20%、20%、15%。

假设 2: 齿轮泵、动力转向油罐非此次募投资金投向。参考 12-14 年平均增速, 给予齿轮泵、动力转向油罐 15-17 年 10%、10%、10% 的增速。

表 4: 分业务收入（百万元）及增速

		2014	2015	2016	2017
转向泵	收入	621.64	745.97	895.16	1029.44
	增速	10.2%	20.0%	20.0%	15.0%
齿轮泵	收入	36.86	40.55	44.60	49.06
	增速	-11.5%	10.0%	10.0%	10.0%
动力转向油罐	收入	6.33	6.96	7.66	8.43
	增速	-	10.0%	10.0%	10.0%
变速箱油泵	收入	0.29	0.58	1.04	1.67
	增速	70.6%	100.0%	80.0%	60.0%
电液泵	收入	0.05	0.10	0.20	0.40
	增速	-	100.0%	100.0%	100.0%
EPS 电机	收入	0.01	0.05	0.10	0.30
	增速	-	400.0%	100.0%	200.0%
合计		674.48	796.61	950.97	1091.24
增速		10.1%	18.1%	19.4%	14.8%

数据来源: 公司公告, 西南证券

公司本次拟公开发行不超过 2500 万股, 以公司 IPO 后总股本 10000 万股计算, 我们预计公司 2015-2017 年的 EPS 分别为 1.65 元、1.96 元、2.26 元。参考可比公司平均估值水平, 结合公司的经营情况, 给予公司 2015 年 40 倍估值, 对应股价 66 元。

表 5: 可比公司盈利及估值水平

公司名称	最新股价	EPS		PE	
		2015E	2016E	2015E	2016E
精锻科技	21.02	0.56	0.79	37.54	26.61
亚太股份	26.06	0.64	0.78	40.72	33.41
中原内配	19.39	0.38	0.45	51.03	43.09
登云股份	60.41	0.59	0.7	102.39	86.30
平均值	-	-	-	57.92	47.35

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	674.48	796.60	950.96	1091.24	净利润	133.37	164.70	196.45	226.49
营业成本	425.92	501.86	599.10	687.48	折旧与摊销	27.44	28.32	29.26	30.74
营业税金及附加	5.27	6.22	7.43	8.52	财务费用	-1.10	0.27	0.37	0.50
销售费用	39.41	44.97	53.80	62.03	资产减值损失	6.24	2.00	2.00	2.00
管理费用	50.45	55.02	67.47	77.44	经营营运资本变动	-11.41	-61.64	-55.70	-52.27
财务费用	-1.10	0.27	0.37	0.50	其他	-15.75	-4.25	-2.88	-3.61
资产减值损失	6.24	2.00	2.00	2.00	经营活动现金流净额	138.80	128.99	169.49	203.84
投资收益	2.46	2.00	2.50	3.00	资本支出	-36.73	-15.00	-20.00	-25.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	6.64	2.00	2.50	3.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-30.09	-13.00	-17.50	-22.00
营业利润	150.74	188.27	223.29	256.27	短期借款	0.00	-30.00	0.00	0.00
其他非经营损益	9.02	8.98	11.98	14.98	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	159.76	197.24	235.26	271.24	股权融资	0.00	672.89	0.00	0.00
所得税	26.71	32.55	38.82	44.76	支付股利	-30.00	-40.51	-49.41	-58.93
净利润	133.04	164.70	196.45	226.49	其他	-9.36	-0.51	-0.37	-0.50
少数股东损益	-1.65	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-39.36	601.88	-49.78	-59.43
归属母公司股东净利润	135.02	164.70	196.45	226.49	现金流量净额	69.72	717.87	102.21	122.41
资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	352.46	1070.33	1172.54	1294.94	成长能力				
应收和预付款项	343.45	410.51	486.66	559.28	销售收入增长率	10.14%	18.11%	19.38%	14.75%
存货	122.54	143.32	172.18	198.18	营业利润增长率	-0.30%	24.90%	18.60%	14.77%
其他流动资产	3.95	5.07	5.98	6.80	净利润增长率	1.45%	23.79%	19.28%	15.29%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	4.52%	22.47%	16.63%	13.68%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	194.81	184.92	179.10	176.80	毛利率	36.85%	37.00%	37.00%	37.00%
无形资产和开发支出	44.25	40.41	36.98	33.54	三费率	13.16%	12.59%	12.79%	12.83%
其他非流动资产	21.06	21.1	21.1	21.1	净利率	19.73%	20.67%	20.66%	20.76%
资产总计	1082.52	1876.03	2074.89	2291.00	ROE	17.95%	10.71%	11.66%	12.23%
短期借款	30.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.44%	12.29%	8.78%	9.47%
应付和预收款项	230.70	256.91	308.15	356.18	ROIC	28.19%	31.77%	33.59%	34.82%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.25%	27.22%	26.60%	26.35%
其他负债	80.67	81.13	81.71	82.24	营运能力				
负债合计	341.37	338.04	389.86	438.42	总资产周转率	0.68	0.54	0.48	0.50
股本	75.00	100.00	100.00	100.00	固定资产周转率	3.75	4.29	5.53	6.64
资本公积	344.48	992.37	992.37	992.37	应收账款周转率	4.94	4.98	5.04	4.95
留存收益	307.28	431.47	578.51	746.06	存货周转率	3.60	3.68	3.72	3.65
归属母公司股东权益	727.00	1523.84	1670.88	1838.44	销售商品/劳务收到的现金/营业收入	73.56%	—	—	—
少数股东权益	14.15	14.15	14.15	14.15	资本结构				
股东权益合计	741.15	1537.99	1685.03	1852.58	资产负债率	31.53%	18.02%	18.79%	19.14%
负债和股东权益合计	1082.52	1876.03	2074.89	2291.00	带息债务/总负债	8.79%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.12	6.27	5.89	5.72
					速动比率	2.66	5.72	5.34	5.17
					股利支付率	22.22%	24.59%	25.15%	26.02%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	177.08	216.86	252.91	287.50	每股收益	1.35	1.65	1.96	2.26
PE	21.30	17.46	14.64	12.70	每股净资产	7.41	15.38	16.85	18.53
PB	3.88	1.87	1.71	1.55	每股经营现金	1.39	1.29	1.69	2.04
PS	4.26	3.61	3.02	2.64	每股股利	0.30	0.41	0.49	0.59
EV/EBITDA	10.24	8.23	6.65	5.42					
股息率	1.04%	1.41%	1.72%	2.05%					

数据来源：WIND，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，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，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

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

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@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

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

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-50755210

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn