

海 伦 哲 (300201.SZ)

特种车行业

评级：买入 首次评级

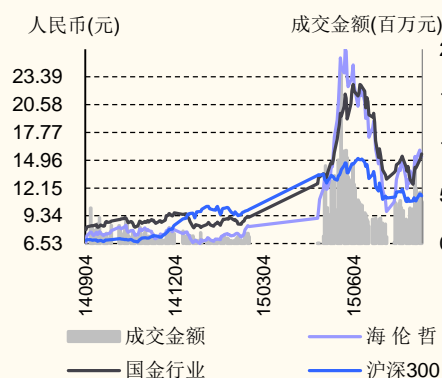
公司研究

市场价格(人民币): 15.33 元
 目标价格(人民币): 20.00-20.00 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) 350.22
 总市值(百万元) 5,594.30
 年内股价最高最低(元) 26.18/6.06
 沪深 300 指数 4016.13



重视消防安全，关注消防机器人及独家核事故处理车配置需求，连硕机器人职教潜力无限

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.016 | 0.047 | 0.179 | 0.285 | 0.409 |
| 每股净资产(元) | 1.85 | 1.89 | 2.05 | 2.32 | 2.71 |
| 每股经营性现金流(元) | -0.14 | 0.10 | -0.12 | 0.01 | 0.05 |
| 市盈率(倍) | 351.65 | 144.84 | 85.76 | 53.70 | 37.49 |
| 行业优化市盈率(倍) | 212.69 | 472.46 | 943.56 | 943.56 | 943.56 |
| 净利润增长率(%) | -77.63% | 196.59% | 296.42% | 59.70% | 43.23% |
| 净资产收益率(%) | 0.85% | 2.47% | 9.05% | 12.80% | 15.66% |
| 总股本(百万股) | 352.00 | 352.00 | 365.40 | 365.40 | 365.40 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **格拉曼消防车业务稳定增长，具备军品生产资质及核事故处理救援车辆独家技术：**2014 年消防车业务成为公司第一大业务，随着消防安全受到重视，公安部消防局对各地消防队的消防机器人配备投入加大，新产品消防机器人订单有望逐步增量，同时格拉曼新生产基地投入建设，产能将进一步增强。格拉曼具备军品资质并注重中高端市场研发，同时还拥有独家的核事故处理及救援车技术。受事件驱动因素影响，关注度也有望提高。
- **连硕科技谋划机器人专业人才市场蓝海：**公司拟发行股份 2.6 亿元，收购连硕科技 100% 股权并对其增资。连硕科技提供硬件、软件和自动化解决方案，同时已成为国内唯一一家教育培训和自动化系统集成的厂商，针对解决智能工厂技术人员缺口，同时对学员进行收费教育，提供高薪就业岗位。
- **巨能伟业智能驱动 IC 芯片将是新增长点：**巨能伟业的技术核心是控制系统和智能 IC 芯片。公司研发 LED 驱动 IC 芯片计划 8 月推出产品并进入跑马圈地阶段，LED 行业巨大的市场规模将促使业务成为公司新的增长点。
- **2015 上半年，公司实现营业收入 2.62 亿元，同比增长 22.38%；但净利润亏损-1,111 万元，同比大幅下降的原因：**一是子公司格拉曼上年同期收到国税局退税款 927 万，而今年同期无此项收入；二是公司传统高空作业车及消防车客户订单受季节性特征影响因素较大，业绩主要在下半年体现。考虑到巨能伟业第三季度的 LED 新产品投放，以及连硕科技的下半年业绩并表等因素，业绩有望在下半年集中释放。

投资建议

- 公司传统主业高空作业车产品需求恢复、消防车业务稳定增长且具备军品生产资质和核事故处理独家技术；随着消防安全受到重视，消防机器人后续配置需求值得关注；巨能伟业智能驱动 IC 芯片、连硕科技机器人职业教育市场需求巨大，将为公司带来新的发展空间和利润增长点。我们给予“买入”评级，6 个月目标价 20 元。

估值

- 我们按照连硕科技今年下半年业绩并表计算，预测公司 2015-2017 年的主营业务收入分别为 9.13 亿元、12.24 亿元、15.71 亿元，分别同比增长 58.53%、34.06%、28.35%；归母净利润 65 百万元、104 百万元、149 百

潘贻立 分析师 SAC 执业编号: S1130515040004
 (8621)60230252
 panyili@gjzq.com.cn

万元，分别同比增长 296.42%、59.70%、43.23%；EPS 分别为 0.18/0.29/0.41 元，目前对应 PE 分别为 86/54/37 倍。

风险

- 政府预算收紧，市政、园林领域需求下滑；募投项目产能利用率不高以及市场竞争加剧；已签合同订单在履行过程中存在不可抗力或违约责任影响的风险；收购整合所带来的管理层风险等。

内容目录

| | |
|---|----|
| 1、公司介绍 | 5 |
| 1.1、发展历程 | 5 |
| 1.2、业务概述 | 5 |
| 1.3、财务分析 | 6 |
| 2、消防车业务蓬勃发展 | 9 |
| 2.1、城市消防站建设标准催生百亿消防车市场 | 9 |
| 2.2、收购格拉曼深入消防车领域 | 9 |
| 2.3、落实消防车新生产基地建设提高产能 | 10 |
| 3、传统业务高空作业车恢复增长 | 11 |
| 3.1、高空作业车比登高作业更加安全高效 | 11 |
| 3.2、高空作业车市场需求恢复 | 11 |
| 3.3、电网特高压线路建设拉动高空作业车等产品的需求 | 12 |
| 4、拟购连硕科技，谋划智能生产线及机器人专业人才市场蓝海 | 14 |
| 4.1、并购智能制造方案供应商 | 14 |
| 4.2、并购产生协同效应 | 15 |
| 4.3、开办机器人职业教育，谋划专业人才市场蓝海 | 15 |
| 5、子公司巨能伟业进军 LED 驱动电源市场 | 17 |
| 5.1、以多元化发展为导向，再度收购优质资源 | 17 |
| 5.2、收购巨能促进双方协同发展 | 17 |
| 5.3、智能驱动 IC 芯片将是新增长点，巨大市场规模激发业绩信心 | 18 |
| 6、盈利预测与投资建议 | 19 |
| 6.1、盈利预测 | 19 |
| 6.2、投资建议 | 19 |

图表目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图表 1：公司发展历程 | 5 |
| 图表 2：公司高空作业及其他产品 | 6 |
| 图表 3：公司消防车产品：泡沫消防车 | 6 |
| 图表 4：公司营业收入稳定增长（百万元） | 7 |
| 图表 5：公司净利润恢复增长（万元） | 7 |
| 图表 6：各主要产品销售占比 | 7 |
| 图表 7：公司各产品毛利率 | 7 |
| 图表 8：研发投入与期间费用占营业收入比重 | 8 |
| 图表 9：公司 ROE 与销售毛利率 | 8 |
| 图表 10：2013-2020 年我国消防车保有量测算（辆） | 9 |
| 图表 11：格拉曼部分新产品 | 10 |
| 图表 12：高空作业车与传统登高作业方式比较 | 11 |

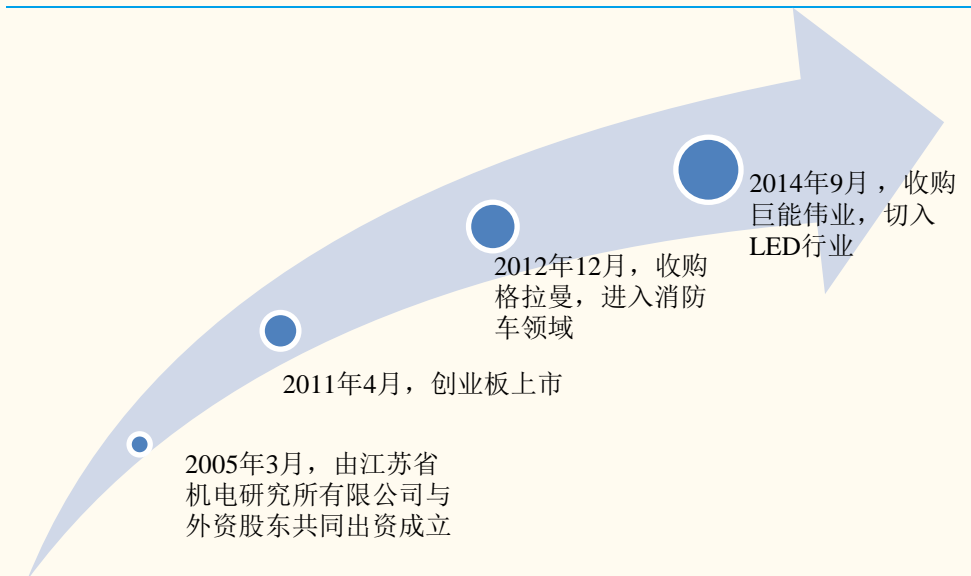
| | |
|---|----|
| 图表 13: 公司传统业务收入恢复增长 | 12 |
| 图表 14: 2014 年公司收入分行业情况 | 12 |
| 图表 15: 2015 年特高压电网规划图 | 13 |
| 图表 16: 连硕科技子公司情况 | 14 |
| 图表 17: 连硕科技主要产品 | 14 |
| 图表 18: 2015-2019 年 LED 照明行业自动化生产线市场容量预测 | 15 |
| 图表 19: 连硕机器人培训中心参加深圳机械展 | 16 |
| 图表 20: 巨能伟业部分电源产品 | 17 |
| 图表 21: 公司主营业务收入拆分——按产品分类预测 | 20 |

1、公司介绍

1.1、发展历程

- 公司原为引进国际先进技术与外资合资成立、专业生产以高空作业车为主的专用车辆的国家定点企业。公司成立于 2005 年 3 月，经股改变更为股份有限公司后，于 2011 年 4 月 7 日成功登陆创业板市场。公司实际控制人为丁剑平先生，持有控股股东江苏省机电研究所有限公司 67.78% 股权。公司于今年 7 月 15 日复牌后发布了增持计划，形式为员工持股，参加人员包含公司董事、监事、高管、中层管理人员及骨干员工，拟筹资金额不低于 4000 万元。
- 经过多年发展，公司现为国内领先的高空作业车、消防车产品及服务提供商。公司坚持“技术领先型的差异化”发展战略，确立了“以研发创新为基础、以差异化设计定制为核心、以柔性制造为支撑、以精细化服务为保障”的经营模式，自成立以来一直致力于为电力、市政、园林、石化、通信、消防等行业领域，为客户提供包括高空作业方案设计、产品开发、生产制造、技术支持及维修保养在内的全面的高空作业车、消防车产品及服务解决方案。

图表 1：公司发展历程



来源：公司公告，国金证券研究所

1.2、业务概述

- 公司致力于专用车辆行业，主营产品包括军品、消防车、高空作业车和电力保障车辆。公司是国内高空作业车行业的龙头企业，并于 2012 年 12 月份收购格拉曼后高起点进入消防车行业。2014 年公司并购巨能伟业，LED 驱动电源及相关产品进入公司业务范围。
- 公司是国内智能化高空作业车龙头企业，高端产品市场占有率位居行业前列。公司在电力、石化、通信等高空作业车高端产品应用领域市场占有率位居行业第一，在路灯、园林等行业市场占有率位居第二。公司作为率先开发出智能化高空作业车产品的龙头企业，是目前国内唯一能够完全自主研发并批量生产销售智能化、联动折叠+伸缩、多组折叠+伸缩混合臂架产品的企业。公司拥有的移动式专用高空作业装备已成为装备制造行业中的重要施工设备，对国民经济高效运行具有重要保障作用。在高空作业领域，公司已是国内产品结构型式最丰富、产品作业高度最大的高空作业车产品及服务提供商。

图表 2：公司高空作业及其他产品



来源：公司网站，国金证券研究所

- 子公司格拉曼消防车系列齐全，拥有国内独家核事故救援车辆技术。消防车是公司另一核心业务，子公司格拉曼在引进、消化、吸收国外先进技术的基础上，研制开发了常压、高低压、中低压、多压系列消防泵，以及装备这些泵的轻型、中型、重型水罐、泡沫消防车系列。公司生产的消防车、消防泵遍布全国各地，主要提供给公安消防部队及大型工矿企业。此外，格拉曼是国内唯一一家防化洗消车生产单位，独家拥有核事故处理及救援车辆技术。

图表 3：公司消防车产品：泡沫消防车



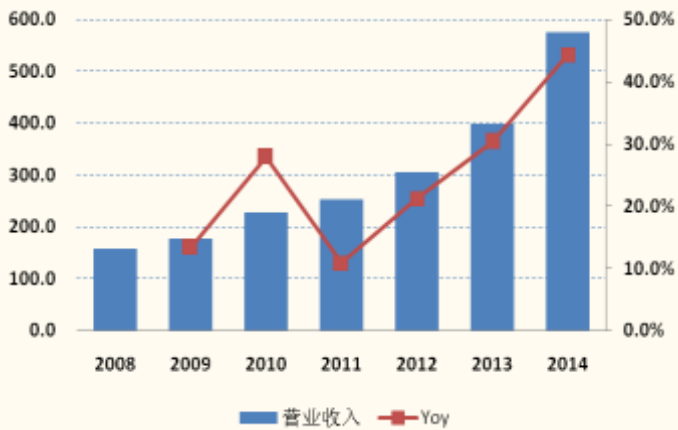
来源：公司网站，国金证券研究所

1.3、财务分析

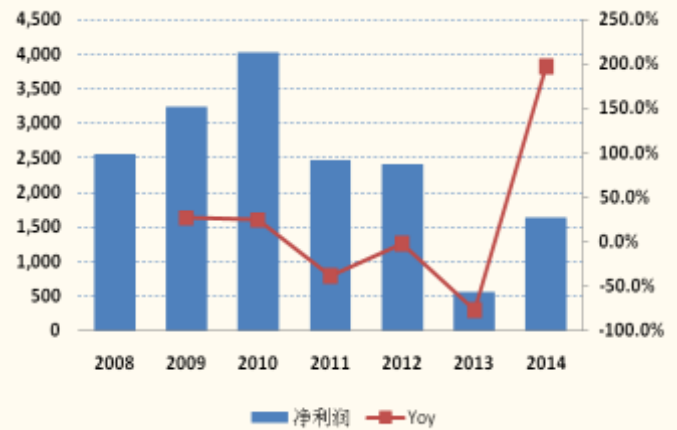
- 电力系统需求恢复正常，营业收入持续增长、净利润改善向好。由于市场需求降低、运营成本增加等因素的影响，公司近两年销售收入虽有增长，但净利润不断下滑。2014 年，国内电力系统需求恢复正常，同时公司加大了营销体系建设，高空作业车销售突破 600 台，取得历史最好水平；消防车业务收入继续保持较快的增长趋势，公司业绩得到改善。2014 年，公司实现营业收入 5.76 亿元、净利润 1632 万元，分别同比增长 43.23%、197.47%。未来几年，国内特高压电网规划、“一带一路”带动电力设施出口，将使公司各业务版块受益，业绩将稳定增长。

- **2015 上半年，公司实现营业收入 2.62 亿元，同比增长 22.38%；实现净利润-1,111 万元，同比大幅下降的原因：**一是子公司格拉曼上年同期收到国税局退税款 927 万，而今年同期无此项收入；二是公司传统高空作业车及消防车客户订单受季节性特征影响因素较大，业绩主要在下半年体现。考虑到巨能伟业第三季度的 LED 新产品投放，以及连硕科技的下半年业绩并表等因素，业绩有望在下半年集中释放。今年国家电网第一批高空作业车订单公司拿到 90 多台、价值 9000 多万，约占招标总量的 70%，保证了下半年业绩实现。

图表 4：公司营业收入稳定增长（百万元）



图表 5：公司净利润恢复增长（万元）

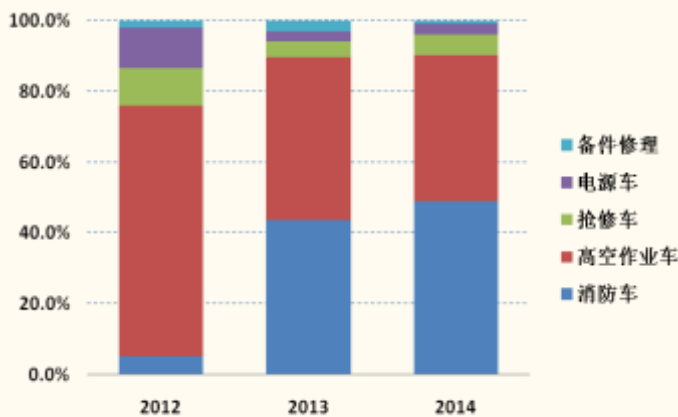


来源：wind, 国金证券研究所

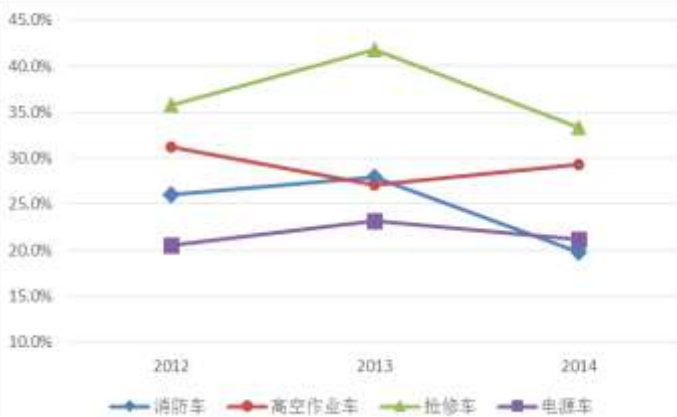
来源：wind, 国金证券研究所

- **收入结构逐渐变化，消防车成公司第一大业务。**公司近年来营业结构逐渐发生变化，2014 年消防车实现营业收入 2.7 亿元，占总收入比例为 49.1%，高于高空作业车 7.95 个百分点，成为公司第一大业务。消防车业务的快速成长，来自于军队采购产品新增 1.5 亿元订单。2014 年底，格拉曼在手订单 2.32 亿元，充分保障了 15 年业绩。随着消防车产能的扩张，消防车业务将维持公司第一大业务地位。
- 公司两大核心业务中，高空作业车毛利率 2014 年回升至 29.3%，相比 13 年增加 2.2 个百分点。消防车业务由于部队采购部分的军品是各单位进行联合承制，毛利率低于其他消防车产品毛利率，使得消防车整体毛利由 13 年的 27.9% 下降为 14 年的 19.8%。其他业务毛利保持稳定或虽有波动，但业务规模较小，对公司影响不大。

图表 6：各主要产品销售占比



图表 7：公司各产品毛利率



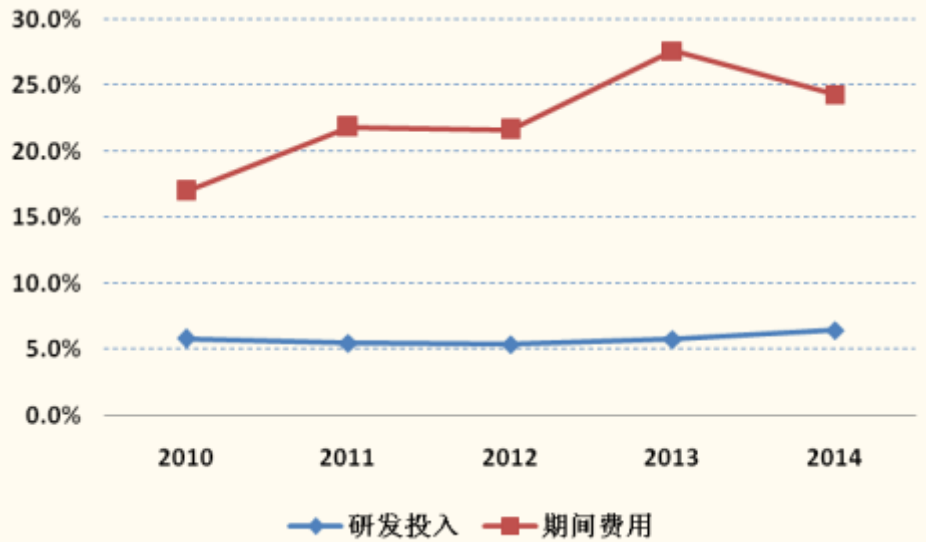
来源：wind, 国金证券研究所

来源：wind, 国金证券研究所

- **公司重视研发投入，近两年占营收比例均保持增长。**2014 年公司研发投入 3,723 万元，占营业收入比例 6.45%。公司近几年期间费用占营业收入的比重不断提升，2013 年达到 27.62%。进入 14 年，公司有效控制人员规模，

同时严格控制住占比较大的管理费用，全年整体期间费用占营业收入的比重为 24.31%，同比下降 3.31%。

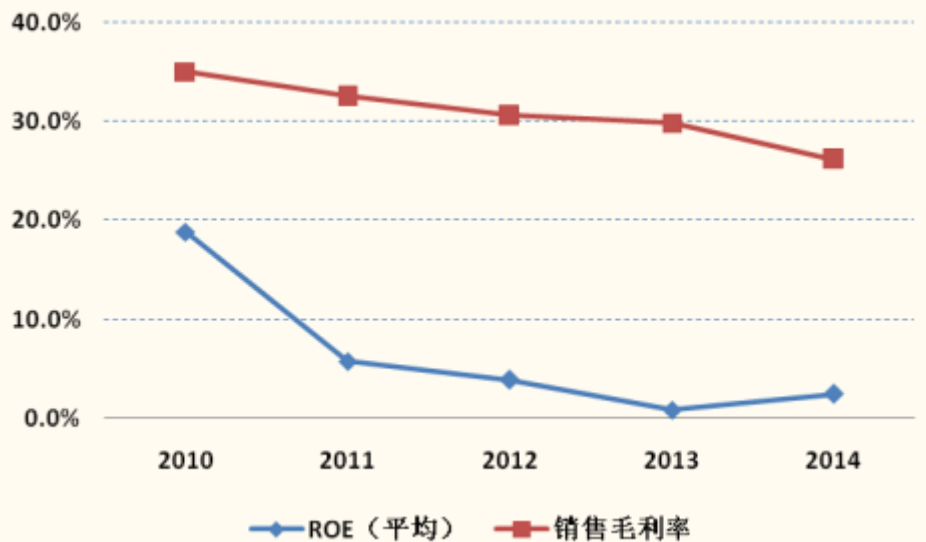
图表 8：研发投入与期间费用占营业收入比重



来源：wind,国金证券研究所

- 盈利能力方面，公司毛利率水平不断降低，2014 年毛利率为 26.18%，比 2013 年下降 3.67 个百分点。主要原因是消防车、电力保障车辆的毛利率都有所下降，但其占营业收入的比重都同时增大，因而公司整体毛利率有所下降。2014 年公司实施了一系列的降本增效工程，净资产收益率止住之前不断下滑的趋势，由 2013 年的 0.85% 增长至 2014 年的 2.50%。

图表 9：公司 ROE 与销售毛利率



来源：wind,国金证券研究所

- 为了充分调动公司高层管理人员及员工的积极性，公司近期公布了员工持股计划（草案），本员工持股计划募集资金总额上限为 2,500 万元，参加本期员工持股计划的员工总人数不超过 117 人，其中公司董事、监事、高级管理人员 13 人。

2、消防车业务蓬勃发展

2.1、城市消防站建设标准催生百亿消防车市场

- **消防车有刚性需求，主要应用于公安消防部队。**国家消防条例要求乡镇级建有消防站，如果确实能够做到这点，对消防车的需求量就很大。消防车的采购通过政府主导招标、财政拨款，下游需求稳定。军方、机场等公共卫生设施和工业企业等需求随着经济的快速增长和人民安全意识的提高也在不断增长。
- **按《城市消防站建设标准》测算，2016年消防车需求量超8000台，对应市场规模160亿元。**根据《城市消防站建设标准》，城市必须设立普通消防站，地级以上城市设立特勤消防站，有任务需要的城市可设水上、航空等专业消防站；对消防站配备车辆进行调整，每个普通消防站必须配备消防车4-6辆；乡镇建或二级普通消防站配备2-3辆。按此标准估算，我国消防车的保有量应该在5万台左右。假设2020年配备完成，对比消防车现保有量仅2.3万台，预计2016年需求量将超过8000台，若按照单台价格200万计算，则2016年消防车市场总规模有望达到160亿元。

图表 10：2013-2020 年我国消防车保有量测算（辆）

| 年份 | 保有量 | 更新量 | 新增 | 总需求 |
|-------|-------|------|------|-------|
| 2015年 | 29163 | 2916 | 3464 | 6381 |
| 2016年 | 33874 | 3387 | 4711 | 8099 |
| 2017年 | 39653 | 3965 | 5779 | 9745 |
| 2018年 | 45703 | 4570 | 6050 | 10620 |
| 2019年 | 49889 | 4989 | 4186 | 9175 |
| 2020年 | 50000 | 5000 | 111 | 5111 |

来源：中国产业信息网，国金证券研究所

2.2、收购格拉曼深入消防车领域

- 2012年11月30日海伦哲作为唯一报名的竞拍者，通过向上海联合产权交易所申请，采取竞价摘牌的方式，取得格拉曼100%的股权以及消防车生产经营资质，从而找到了新的发展空间。2014年消防车业务成为公司第一大业务。
- **格拉曼产品齐全、质量稳定、管理基础扎实、客户资源广泛，且地处上海，具备区域地理优势。**公司收购格拉曼后，瞄准中高端消防车市场，加大研发投入，成功研发出举高喷射消防车、重型大功率供水消防车、超强力喷射压制消防车、抢险救援消防机器人等10余种产品。
- 上半年格拉曼开发了电动机器人、AP45/B、PM180、PM35/QL、SG250等多项新产品。随着国家消防安全问题越来越受到重视，公安部消防局对各地消防队的消防机器人配备投入加大，新产品消防机器人订单逐步增量。

图表 11: 格拉曼部分新产品

多剂联用涡喷消防车



重型水罐/泡沫消防车



抢险救援机器人



灭火排烟机器人



来源: 公司网站, 国金证券研究所

- **格拉曼具备军品生产资质及核事故处理救援车辆独家技术。**格拉曼是国内最早从事消防车产品经营的中外合资企业, 主要从事军用消防车、中和冲洗车、喷洒车各类水罐消防车、泡沫消防车等产品的研发、生产和销售, 是解放军总装备部、空军、海军和二炮部队的装备承制单位, 具备军品生产资质。国务院核事故应急办要求核事故发生后要 1 个小时内能够及时反应处理, 目前已成立核应急大队, 核应急装备需求较大, 且核应急装备属于非标产品, 格拉曼拥有独家的核事故处理及救援车辆技术, 是目前国内唯一取得相关资质的消防车企业。
- 格拉曼今年上半年实现主营业务收入 9,252 万元, 比同期略有减少。其中: 民品收入 7,647 万元, 同比增加 22.9%; 军品由于有约 3,200 万元的产品应军方要求推至下半年交付而影响当期收入的实现, 因而同比有所下降。

2.3、落实消防车新生产基地建设提高产能

- **消防车新基地建设项目开始启动。**在松江区政府大力支持下, 公司通过收购上海茸航高分子材料有限公司 100% 股权方式, 获得 74.5 亩建设土地, 用于消防车新生产基地的建设, 解决了格拉曼目前靠租赁上海电气老厂房经营的后顾之忧。新生产基地目前除建设工程规划许可证、建设工程安全质量报监、建设工程施工许可证等 3 项审批尚在进行外, 其余各项审批手续均已基本完成, 预计 8 月初可以开工建设, 最快明年三季度能投入生产。新基地将用以满足各省、市、县的消防队、中石化、中石油等特大型企业集团的消防队和解放军总装备部、海军、空军和二炮部队等客户需求。
- 预计此建设项目 2018 年达产后, 年产各类智能化高端消防灭火机器人、抢险救援机器人、智能化重型水罐泡沫消防车、远程大流量供水消防车、涡喷消防车、18-55 米举高喷射消防车和登高平台消防车、举高喷射和强臂破拆多功能消防车等可达 850 台(套), 年营业收入为 70,875 万元, 在国内智能消防车市场份额将达到 15% 左右, 进入前五位。

3、传统业务高空作业车恢复增长

3.1、高空作业车比登高作业更加安全高效

- 高空作业车相对于传统登高作业更加安全高效，是衡量一个国家对安全生产重视程度和施工文明程度的重要标志。高空作业车作为先进、安全的登高作业技术装备替代了落后的登高梯、脚蹬、吊篮等作业方式，作为装备制造行业中的重要施工设备，对国民经济高效运行具有重要保障作用，其保有量也是衡量一个国家对安全生产的重视程度和施工文明程度的重要标志。

图表 12：高空作业车与传统登高作业方式比较

| 项目 | 图示 | 优点 | 缺点 |
|--------------------|--|---|---|
| 传统登高作业 (脚手架、吊篮) |  | <ul style="list-style-type: none"> ➢ 结构简单 ➢ 投资少 ➢ 作业技能要求低 | <ul style="list-style-type: none"> ➢ 安全事故高发 ➢ 作业效率低、劳动强度大 ➢ 必须另配动力才能进行钻孔、压接线缆等作业 |
| 高空作业车 |  | <ul style="list-style-type: none"> ➢ 安全控制措施全面 ➢ 作业效率高、场地适应性强 ➢ 具有多种作业功能 ➢ 自身具有动力，可配置电、液压等工具 | <ul style="list-style-type: none"> ➢ 结构复杂 ➢ 投资大 ➢ 对车辆操作人员的技术素质和技能要求较高 |

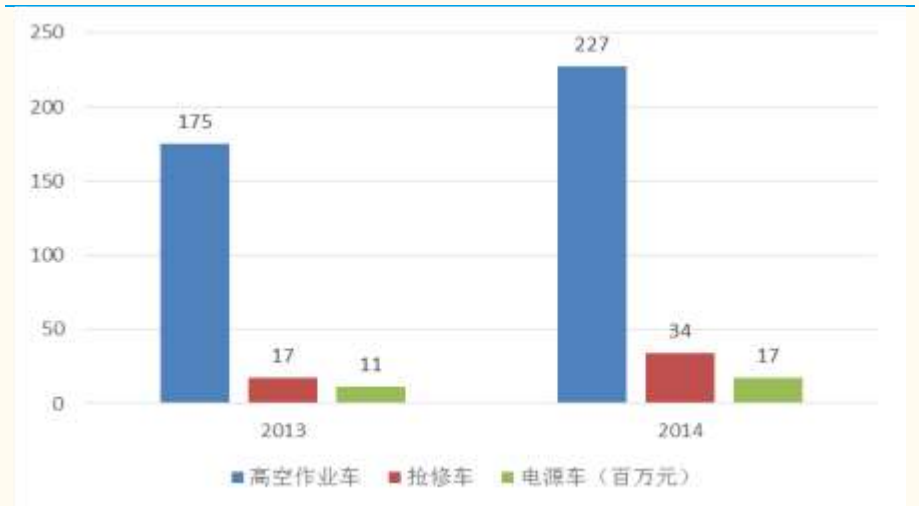
来源：国金证券研究所

- 根据中国产业信息网的研究报告，高空作业车在欧美发达国家已广泛应用到几乎所有高工作业场所，我国高空作业车应用远远落后于发达国家和地区，目前仅在电力、国防、市政、通讯、园林及消防行业中使用，国外需求量较大的建筑、物业管理等行业我国仍处于培育期。国民经济发展水平的提高和企业资金实力的提升，将推动高空作业车长期稳定增长。

3.2、高空作业车市场需求恢复

- 市场需求恢复，收入大幅增长。随着电力系统需求恢复正常，以及公司对营销体系建设的力度加大，高空作业车销售收入有较大幅度增长。2014 年公司高空作业车、抢修车和电源车合计实现销售收入 2.78 亿元，同比增加 36.9%。
- 公司集中优势资源加大智能型、大高度高空作业车等附加值较高的高端产品的拓展力度，逐步减少折叠臂类附加值较小的产品的销售，收到很好效果。上半年共实现各类高空作业车销售 9,227.45 万元，同比增长 11.80%。

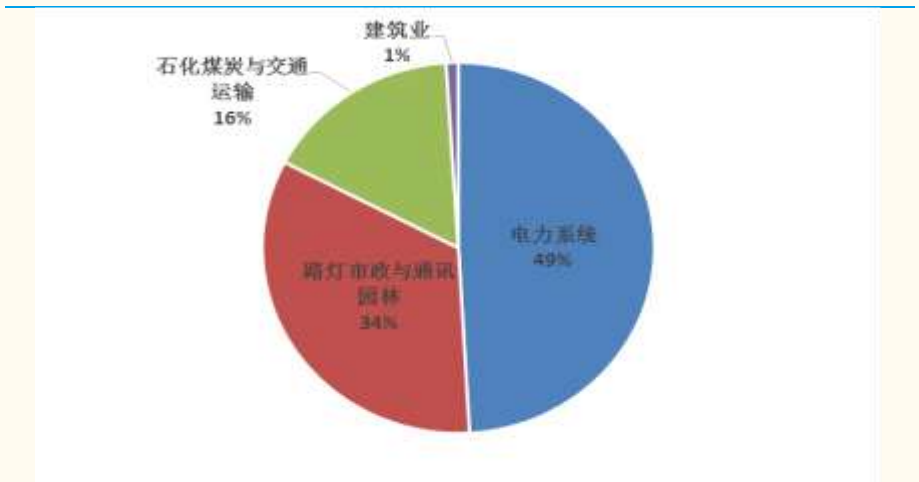
图表 13: 公司传统业务收入恢复增长



来源: wind, 国金证券研究所

- 高空作业车收入主要来自电力系统、路灯市政、通讯园林等行业。从行业情况来看，2014 年来自电力系统的营业收入为 1.33 亿元，同比增长 45.71%，占全部主营收入的 23.49%；特别是专供电力系统的电源车、抢修车等产品，实现营业收入 5,019 万元，同比增长 77.28%。路灯市政与通讯园林行业作为公司高空作业车产品的传统客户，实现营业收入 9,092 万元，同比增长 15.86%，占全部主营收入的 16.05%。

图表 14: 2014 年公司收入分行业情况



来源: wind, 国金证券研究所

3.3、电网特高压线路建设拉动高空作业车等产品的需求

- 特高压电网建设将带动电源和相关产业投资 1.7 万亿。2015 年国家电网特高压线路建设规划为“五交八直”，共 13 条，计划到 2020 年建成“五纵五横”，合计 27 条特高压线路。国家电网表示，随着后续特高压工程的加快推进，新增特高压电网投资将达到 4500 亿元，带动电源和相关产业投资 1.7 万亿。因此未来五年会是特高压行业的黄金发展周期，从而拉动特高压相关的大高度高空作业车、绝缘高空作业车及电力保障车辆等产品需求。

图表 15: 2015 年特高压电网规划图



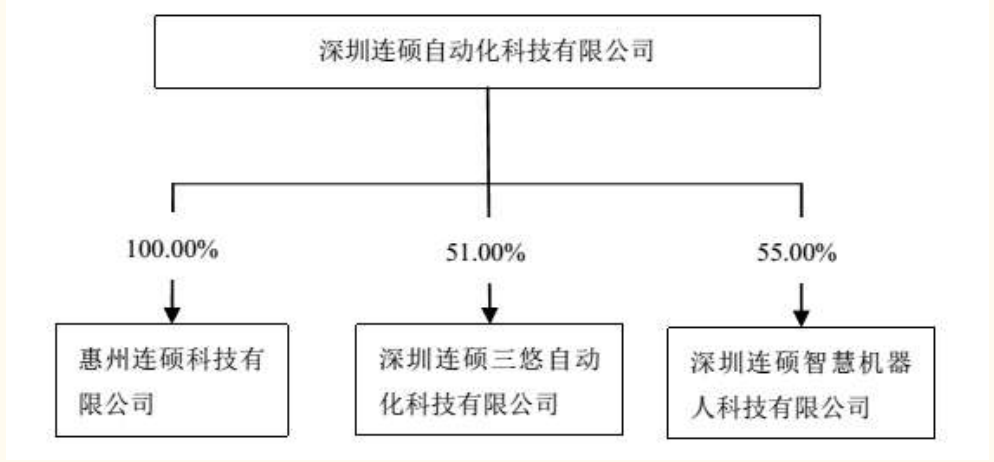
来源：国金证券研究所

4、拟购连硕科技，谋划智能生产线及机器人专业人才市场蓝海

4.1、并购智能制造方案供应商

连硕科技是一家为客户提供智能制造方案和服务的供应商，致力于为客户产品生产和品质检测提供自动化的解决方案，主要从事各类工业自动化智能生产线和光电产品自动光学检测设备的研发、生产和销售。另外，连硕科技在工业机器人的集成应用及软件开发等方面具有较强的竞争优势。今年4月海伦哲发布公告拟发行股份2.6亿元，收购连硕科技100%股权并对其增资，目前正在组织进行半年报的审计等工作，计划于8月份上报证监会。此方案必将对公司未来快速发展起到强有力的支撑作用；同时，也为公司围绕智能制造、提升公司整体智能化水平产生协同效应。**连硕科技承诺业绩2015年不低于2,100万元，2016年3000万元，2017年4000万元。**

图表 16：连硕科技子公司情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- 连硕科技主要产品包括各类工业自动化智能生产线和光电产品自动光学检测设备。目前，工业自动化智能生产线下游客户主要分布在LED照明行业，未来连硕科技将进一步将工业自动化智能生产线推广应用于食品包装、精密组件装配、五金抛光打磨等领域；自动光学检测设备下游客户主要分布在LED显示行业。

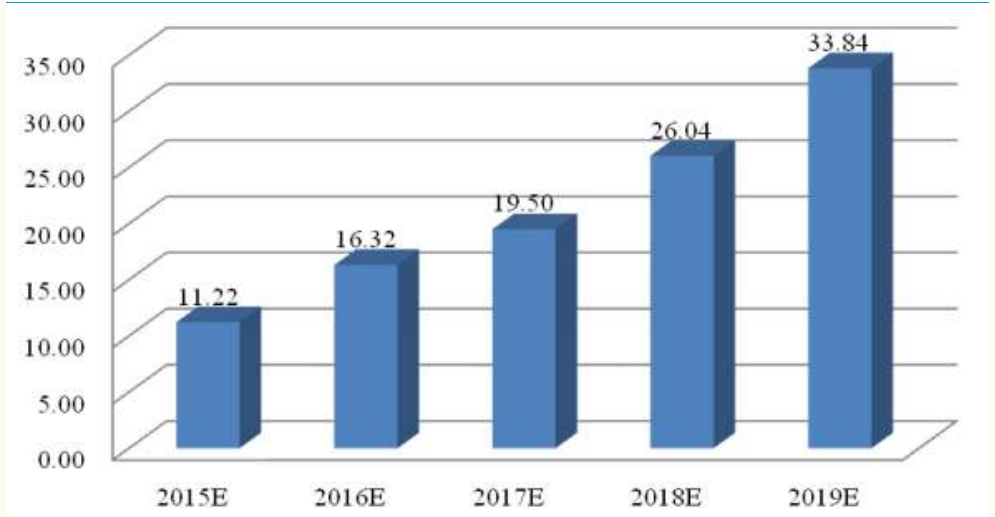
图表 17：连硕科技主要产品

| 序号 | 产品名称 | 图示 | 用途 |
|----|--------------|--|-----------------|
| 1 | LED照明自动化生产线 |  | 主要应用于LED各种灯具的制造 |
| 2 | 光电产品自动光学检测设备 |  | 主要应用于各类光电产品的检测 |

来源：公司公告，国金证券研究所

- 随着下游 LED 照明行业的快速发展，其对自动化生产线需求旺盛。根据中国产业信息网对未来五年国内 LED 灯具产量预测数据，如果按照每条自动化生产线每小时 1,000 只的产量，每天生产线开工 20 个小时，一年 250 个工作日计算，则 2015 年-2019 年国内 LED 照明行业分别需要自动化生产线 374 条、544 条、650 条、868 条和 1128 条，按每条自动化生产线 300 万元计算，则 2014 年-2019 年 LED 照明自动化生产线市场容量测算如下：

图表 18：2015-2019 年 LED 照明行业自动化生产线市场容量预测



来源：公司公告，国金证券研究所

4.2、并购产生协同效应

- 公司将借助连硕科技这一优质平台继续拓展在智能制造领域的业务规模和业务水平，扩大和提升公司在智能制造市场的影响力。连硕科技也将利用上市公司资金、研发、管理、品牌和行业优势，加强新产品、新技术开发，提高企业管理水平，提升市场开发能力，进一步提高企业盈利水平。
- 现阶段，连硕科技的主要客户为 LED 行业的上市公司，与海伦哲全资子公司深圳市巨能伟业技术有限公司的客户之间存在重叠的情形；同时由于连硕科技在机器人集成应用方面具有丰富的经验和优势，可有效服务于海伦哲客户对部分轻量级机器人应用的需求，如电力维修、市政维护等方面。
- 连硕科技自成立以来主要依靠自身盈利积累、银行贷款及股东借款来发展，在资金瓶颈方面受到明显制约。本次交易完成后，连硕科技将成为上市公司子公司，一方面，连硕科技可以利用上市公司的平台，通过间接融资更好更快地能获得银行贷款，另一方面，上市公司可以进行股权、债务融资等方式获取资金，加大对连硕科技研发项目的直接投入，为其新产品的开发、培育和市场拓展提供有力保障。

4.3、开办机器人职业教育，谋划专业人才市场蓝海

- 按照工信部的发展规划，到 2020 年，工业机器人装机量将达到 100 万台，大概需要 20 万工业机器人应用相关从业人员。以此推算，从 2015 年开始到 2020 年，平均每年需要培养 4 万名左右的工业机器人应用人才。机器人火爆的需求市场与国内目前相关技术人才的紧缺形成了鲜明的对比，专业技术人才的紧缺已经开始制约工业机器人市场的进一步扩大。
- 连硕科技提供的不仅仅是硬件、软件，还包括服务和解决方案，让客户能够放心地使用机器人。目前是国内唯一一家教育培训和自动化系统集成公司，也是第一家专业做机器人职业教育的机构，以“培养机器人指挥官”为长期目标，解决机器人推广使用当中的两个主要问题：管理和售后服务。机构针对解决智能工厂技术人员缺口，目前已有师资 100 名，并得到了七家知名机器人本体制造商提供机器人和教程，与深圳职院和深圳大学合作，正处于积极跑马圈地的阶段。关于职业教育的模式，将采用公司帮助客户

做集成，提供自动化解决方案，同时培训人才，进行收费教育，并提供高薪就业岗位。目前招生范围覆盖 16 个地区。机器人职业技能培训分为初级、中级、高级，培训周期为 3-6 个月，8000 元左右基础入学费，并可通过银行按揭形式支付。

图表 19: 连硕机器人培训中心参加深圳机械展



来源：公司公告，国金证券研究所

5、子公司巨能伟业进军 LED 驱动电源市场

5.1、以多元化发展为导向，再度收购优质资源

- 巨能伟业主要做 LED 显示屏驱动电源和 LED 照明驱动电源，公司虽然成立只有两年多，但管理层遵循技术创新路线，公司发展很快。尤其是其正在研发的 LED 显示屏所需核心控制系统部件智能驱动 IC 芯片，由于新产品一旦投放市场，需要大量的资金支撑，因而发展遇到资金瓶颈。在此情况下，巨能伟业的股东希望通过并购方式来解决其发展中的困难。经过考察，海伦哲认可其成长性和团队事业心，有望在驱动电源 IC 设计领域有所突破，并认为智能 IC 芯片投放市场后将取得广阔的前景，因此在 2014 年三季度对其实施了并购活动，即拟出价 7,200 万元以发行股份及支付现金的方式收购深圳巨能伟业 100% 的股权。此项 IC 芯片的相关技术的发明专利已获受理，若能实现产业化将带来超预期业绩空间。
- 公司在坚持“技术领先型的差异化”发展战略基础上，积极贯彻“内生式增长”与“外延式发展”并举的经营方针。此次收购将是继海伦哲 2012 年 100% 收购格拉曼后，又一次充分利用资本市场实现进一步外延式扩张，对公司具有重要战略意义。公司以多元化发展为导向，不断通过有效整合并购优质资源持续提升市场竞争力，也充分表明公司认识到外延式发展对成长的重要性。此次并购是公司从资本运作层面的一次尝试，也是为今后再度实施并购重组活动积累经验。

5.2、收购巨能促进双方协同发展

- LED 驱动电源行业具有良好的发展空间，巨能伟业在 LED 驱动电源技术成熟度、产品研发、综合解决方案提供等方面具有较强的市场竞争力，企业文化年轻有活力。2013 年巨能伟业正式成为佛山照明的战略合作伙伴，以此为契机，巨能伟业的照明业务得到了快速稳定的增长。除了商用业务，巨能伟业同时积极向民用市场拓展。公司 2013 年新成立了民用产品事业部，围绕手机、平板等智能终端生产研发一些移动电源的产品，并尝试开拓一些电子消费品适配器的代工业务。

图表 20：巨能伟业部分电源产品

LED 照明电源



防水电源



照明灯饰电源



防雨电源



来源：国金证券研究所

- 由于海伦哲的主要客户集中于电力、市政、消防、园林、石化、通信等领域，客户大多为 LED 照明设备特别是大功率 LED 驱动电源设备的终端用户，而巨能伟业为 LED 驱动电源的综合服务供应商，在 LED 驱动电源行业处于领先水平，产品主要应用于路灯市政、园林、通信等领域的 LED 显

示屏及 LED 照明，两者之间具有一定的客户重合效应，不但可以利用双方的技术优势，研发相关产品，还可在有利于海伦哲本身的多元化经营发展的同时支撑巨能伟业的快速发展。在与海伦哲的协同发展方面，巨能伟业还可利用高空作业车的车载广告宣传、大屏幕展示、市政路灯改造等项目，充分发挥广告宣传的积极作用。

5.3、智能驱动 IC 芯片将是新增长点，巨大市场规模激发业绩信心

- 巨能伟业采用新的 LED 显示屏驱动 IC 技术后，由于采用变流驱动技术，使得驱动 IC 作用于显示屏后，显示屏的灰度、刷新率、扫描数得以大幅提高，最小支持电流、最低亮度和用量得以大幅下降，且在提高画面质量的同时，大幅度降低生产成本和销售价格。客户购买成本仅三分之一，使用成本可节省 60%，具有明显的竞争优势。此项新产品 11 月可出样品，经过测试和客户试用成功后，12 月可实现试生产。
- **技术独家应用下游产业，植入产品有望开发新市场想象空间。**LED 驱动 IC 芯片是国内唯一，利亚德采购的是公司的产品。技术核心是控制系统和智能 IC 芯片，IC 可以做到逐点控制，解决大批量问题。公司研发 LED 驱动 IC 芯片计划 8 月推出产品并进入跑马圈地阶段。LED 行业巨大的市场规模将促使此项业务成为公司新的增长点。
- **未来 LED 有望催生上千亿的巨大市场。**根据 LED 产业统计数据显示，2013 年 LED 驱动电源行业市场规模 130 亿，2015 年行业规模有望超过 200 亿。巨能伟业地处产业基地长三角，未来有望凭借地理优势及上市公司平台的支持迅速提高市占率，成为海伦哲未来业绩增长点。
- 巨能伟业目前年收入 1 亿元左右，其市场份额还比较小，但是在智能驱动电源方面技术先进，竞争优势明显。公司凭借对智能 IC 芯片能够研发成功并投放市场的决心，以及对企业发展的信心，**承诺 15-17 年净利润不低于 2000 万元、2600 和 3380 万元，年增长率 30%**，根据现在情况今年完成业绩承诺没有问题。
- 今年上半年，公司研发的两款厚度仅为 17MM 的目前市场上最薄的智能电源产品已投放市场，满足了显示屏小间距产品客户的需求；同时对所有老产品进行了升级，提高了产品品质及产品效率，使产品成本降低了 15% 左右；所研发的控制卡、IC 智能芯片已处试验阶段，为下半年业绩提升提供了可能。

6、盈利预测与投资建议

6.1、盈利预测

- 我们按照连硕科技今年下半业绩并表计算，预测公司 2015-2017 年的主营业务收入分别为 9.13 亿元、12.24 亿元、15.71 亿元，分别同比增长 58.53%、34.06%、28.35%；归母净利润 65 百万元、104 百万元、149 百万元，分别同比增长 296.42%、59.70%、43.23%；EPS 分别为 0.18/0.29/0.41 元，目前对应 PE 分别为 86/54/37 倍。

6.2、投资建议

- 公司传统主业高空作业车产品需求恢复、消防车业务稳定增长且具备军品生产资质和核事故处理独家技术；随着消防安全受到重视，消防机器人后续配置需求值得关注；巨能伟业智能驱动 IC 芯片、连硕科技机器人职业教育市场需求巨大，将为公司带来新的发展空间和利润增长点。我们给予“买入”评级，6 个月目标价 20 元。

图表 21: 公司主营业务收入拆分——按产品分类预测

| 项 目 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| 消防车 | | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 15.40 | 165.99 | 271.33 | 345.00 | 468.00 | 647.00 |
| 增长率 (YOY) | #DIV/0! | 977.95% | 63.47% | 27.15% | 35.65% | 38.25% |
| 毛利率 | 26.08% | 27.92% | 19.82% | 20.00% | 22.00% | 24.00% |
| 销售成本 (百万元) | 11.38 | 119.64 | 217.55 | 276.00 | 365.04 | 491.72 |
| 增长率 (YOY) | #DIV/0! | 951.12% | 81.84% | 26.86% | 32.26% | 34.70% |
| 毛利 (百万元) | 4.02 | 46.34 | 53.78 | 69.00 | 102.96 | 155.28 |
| 增长率 (YOY) | #DIV/0! | 1054.00% | 16.04% | 28.30% | 49.22% | 50.82% |
| 占总销售额比重 | 5.03% | 41.60% | 47.11% | 37.79% | 38.24% | 41.18% |
| 占主营业务利润比重 | 4.29% | 38.90% | 35.67% | 29.22% | 30.38% | 34.90% |
| 高空作业车 | | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 206.41 | 174.70 | 227.28 | 262.00 | 303.00 | 351.00 |
| 增长率 (YOY) | 1.48% | -15.36% | 30.10% | 15.27% | 15.65% | 15.84% |
| 毛利率 | 31.27% | 27.12% | 29.29% | 29.00% | 29.00% | 29.00% |
| 销售成本 (百万元) | 141.86 | 127.32 | 160.71 | 186.02 | 215.13 | 249.21 |
| 增长率 (YOY) | 2.79% | -10.25% | 26.23% | 15.75% | 15.65% | 15.84% |
| 毛利 (百万元) | 64.54 | 47.38 | 66.57 | 75.98 | 87.87 | 101.79 |
| 增长率 (YOY) | -1.26% | -26.60% | 40.51% | 14.13% | 15.65% | 15.84% |
| 占总销售额比重 | 67.42% | 43.78% | 39.47% | 28.70% | 24.75% | 22.34% |
| 占主营业务利润比重 | 68.91% | 39.77% | 44.15% | 32.17% | 25.93% | 22.88% |
| 电力保障车辆及其他 | | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 84.34 | 58.37 | 77.30 | 91.00 | 108.00 | 128.00 |
| 增长率 (YOY) | 138.15% | -30.79% | 32.43% | 17.73% | 18.68% | 18.52% |
| 毛利率 | 29.77% | 43.52% | 39.36% | 35.00% | 35.00% | 35.00% |
| 销售成本 (百万元) | 59.23 | 32.97 | 46.87 | 59.15 | 70.20 | 83.20 |
| 增长率 (YOY) | 154.75% | -44.34% | 42.18% | 26.19% | 18.68% | 18.52% |
| 毛利 (百万元) | 25.11 | 25.40 | 30.42 | 31.85 | 37.80 | 44.80 |
| 增长率 (YOY) | 106.41% | 1.16% | 19.77% | 4.69% | 18.68% | 18.52% |
| 占总销售额比重 | 27.55% | 14.63% | 13.42% | 9.97% | 8.82% | 8.15% |
| 占主营业务利润比重 | 26.81% | 21.32% | 20.18% | 13.49% | 11.15% | 10.07% |
| 巨能伟业 | | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | | | | 170.00 | 220.00 | 280.00 |
| 增长率 (YOY) | | | | #DIV/0! | 29.41% | 27.27% |
| 毛利率 | | | | 23.00% | 24.00% | 24.00% |
| 销售成本 (百万元) | | | | 130.90 | 167.20 | 212.80 |
| 增长率 (YOY) | | | | #DIV/0! | 27.73% | 27.27% |
| 毛利 (百万元) | | | | 39.10 | 52.80 | 67.20 |
| 增长率 (YOY) | | | | #DIV/0! | 35.04% | 27.27% |
| 占总销售额比重 | | | | 18.62% | 17.97% | 17.82% |
| 占主营业务利润比重 | | | | 16.56% | 15.58% | 15.10% |
| 连硕科技 | | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | | | | 45.00 | 125.00 | 165.00 |
| 增长率 (YOY) | | | | #DIV/0! | 177.78% | 32.00% |
| 毛利率 | | | | 45.00% | 46.00% | 46.00% |
| 销售成本 (百万元) | | | | 24.75 | 67.50 | 89.10 |
| 增长率 (YOY) | | | | #DIV/0! | 172.73% | 32.00% |
| 毛利 (百万元) | | | | 20.25 | 57.50 | 75.90 |
| 增长率 (YOY) | | | | #DIV/0! | 183.95% | 32.00% |
| 占总销售额比重 | | | | 4.93% | 10.21% | 10.50% |
| 占主营业务利润比重 | | | | 8.57% | 16.97% | 17.06% |
| 销售总收入 (百万元) | 306.14 | 399.05 | 575.91 | 913.00 | 1224.00 | 1571.00 |
| 销售总成本 (百万元) | 212.47 | 279.93 | 425.14 | 676.82 | 885.07 | 1126.03 |
| 毛利 (百万元) | 93.67 | 119.12 | 150.77 | 236.18 | 338.93 | 444.97 |
| 平均毛利率 | 30.60% | 29.85% | 26.18% | 25.87% | 27.69% | 28.32% |

来源: 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) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|-----------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 主营业务收入 | 306 | 399 | 576 | 913 | 1,224 | 1,571 | 货币资金 | 181 | 176 | 158 | 160 | 170 | 170 |
| 增长率 | | 30.3% | 44.3% | 58.5% | 34.1% | 28.3% | 应收款项 | 195 | 261 | 275 | 418 | 561 | 720 |
| 主营业务成本 | -212 | -280 | -425 | -677 | -885 | -1,126 | 存货 | 180 | 205 | 204 | 278 | 352 | 447 |
| %销售收入 | 69.4% | 70.1% | 73.8% | 74.1% | 72.3% | 71.7% | 其他流动资产 | 29 | 37 | 125 | 145 | 189 | 240 |
| 毛利 | 94 | 119 | 151 | 236 | 339 | 445 | 流动资产 | 585 | 679 | 762 | 1,002 | 1,272 | 1,578 |
| %销售收入 | 30.6% | 29.9% | 26.2% | 25.9% | 27.7% | 28.3% | %总资产 | 64.9% | 67.5% | 70.8% | 71.4% | 73.4% | 74.4% |
| 营业税金及附加 | -1 | -3 | -3 | -5 | -7 | -9 | 长期投资 | 26 | 25 | 23 | 23 | 23 | 23 |
| %销售收入 | 0.4% | 0.8% | 0.6% | 0.5% | 0.6% | 0.6% | 固定资产 | 208 | 226 | 213 | 286 | 335 | 409 |
| 营业费用 | -27 | -34 | -40 | -50 | -64 | -79 | %总资产 | 23.1% | 22.4% | 19.8% | 20.4% | 19.3% | 19.3% |
| %销售收入 | 8.7% | 8.5% | 6.9% | 5.5% | 5.2% | 5.0% | 无形资产 | 81 | 75 | 72 | 85 | 93 | 102 |
| 管理费用 | -40 | -70 | -91 | -96 | -129 | -157 | 非流动资产 | 316 | 328 | 314 | 401 | 461 | 544 |
| %销售收入 | 13.1% | 17.6% | 15.8% | 10.5% | 10.5% | 10.0% | %总资产 | 35.1% | 32.5% | 29.2% | 28.6% | 26.6% | 25.6% |
| 息税前利润 (EBIT) | 26 | 12 | 17 | 86 | 140 | 201 | 资产总计 | 900 | 1,007 | 1,077 | 1,403 | 1,733 | 2,121 |
| %销售收入 | 8.3% | 3.0% | 3.0% | 9.4% | 11.4% | 12.8% | 短期借款 | 81 | 155 | 190 | 354 | 472 | 607 |
| 财务费用 | 1 | -6 | -10 | -15 | -24 | -32 | 应付款项 | 147 | 165 | 187 | 266 | 371 | 473 |
| %销售收入 | -0.2% | 1.5% | 1.7% | 1.6% | 1.9% | 2.0% | 其他流动负债 | 14 | 21 | 18 | 48 | 60 | 73 |
| 资产减值损失 | -1 | -4 | -3 | 0 | 0 | 0 | 流动负债 | 242 | 341 | 395 | 668 | 903 | 1,153 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| %税前利润 | 0.0% | 0.0% | 1.6% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 负债 | 247 | 345 | 401 | 672 | 908 | 1,158 |
| 营业利润 | 25 | 2 | 5 | 71 | 116 | 169 | 普通股股东权益 | 649 | 652 | 667 | 721 | 815 | 954 |
| 营业利润率 | 8.2% | 0.4% | 0.9% | 7.8% | 9.5% | 10.7% | 少数股东权益 | 4 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 营业外收支 | 3 | 3 | 11 | 5 | 5 | 5 | 负债股东权益合计 | 900 | 1,007 | 1,077 | 1,403 | 1,733 | 2,121 |
| 税前利润 | 28 | 4 | 16 | 76 | 121 | 174 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 9.2% | 1.1% | 2.8% | 8.3% | 9.9% | 11.1% | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 所得税 | -4 | 1 | 0 | -11 | -17 | -24 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 14.9% | -27.2% | 0.3% | 14.0% | 14.0% | 14.0% | 每股收益 | 0.141 | 0.016 | 0.047 | 0.179 | 0.285 | 0.409 |
| 净利润 | 24 | 5 | 16 | 65 | 104 | 149 | 每股净资产 | 3.685 | 1.852 | 1.894 | 2.049 | 2.316 | 2.710 |
| 少数股东损益 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金净流 | -0.268 | -0.139 | 0.100 | -0.124 | 0.012 | 0.046 |
| 归属于母公司的净利润 | 25 | 6 | 16 | 65 | 104 | 149 | 每股股利 | 0.030 | 0.000 | 0.000 | 0.030 | 0.030 | 0.030 |
| 净利率 | 8.1% | 1.4% | 2.9% | 7.2% | 8.5% | 9.5% | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 3.83% | 0.85% | 2.47% | 9.05% | 12.80% | 15.66% |
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | 总资产收益率 | 2.76% | 0.55% | 1.53% | 4.65% | 6.02% | 7.04% |
| 净利润 | 24 | 5 | 16 | 65 | 104 | 149 | 投入资本收益率 | 2.94% | 1.85% | 1.96% | 6.75% | 9.25% | 10.95% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 增长率 | | | | | | |
| 非现金支出 | 12 | 22 | 22 | 19 | 23 | 28 | 主营业务收入增长率 | 21.22% | 30.35% | 44.32% | 58.53% | 34.06% | 28.35% |
| 非经营收益 | 4 | 5 | 7 | 11 | 20 | 29 | EBIT 增长率 | 4.22% | -53.33% | 43.85% | 399.12% | 63.71% | 43.31% |
| 营运资金变动 | -88 | -82 | -10 | -139 | -143 | -191 | 净利润增长率 | 0.48% | -77.63% | 196.59% | 296.42% | 59.70% | 43.23% |
| 经营活动现金净流 | -47 | -49 | 35 | -44 | 4 | 16 | 总资产增长率 | 21.58% | 11.84% | 6.94% | 30.33% | 23.45% | 22.44% |
| 资本开支 | -25 | -28 | -6 | -99 | -75 | -105 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 投资 | -37 | 10 | -84 | 0 | 0 | 0 | 应收账款周转天数 | 163.6 | 178.2 | 143.6 | 135.0 | 135.0 | 135.0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 存货周转天数 | 217.5 | 251.2 | 175.7 | 150.0 | 145.0 | 145.0 |
| 投资活动现金净流 | -62 | -18 | -91 | -99 | -75 | -105 | 应付账款周转天数 | 127.3 | 142.8 | 98.5 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 股权募资 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 214.6 | 205.4 | 134.1 | 97.7 | 81.5 | 80.6 |
| 债权募资 | 41 | 74 | 35 | 163 | 118 | 135 | 偿债能力 | | | | | | |
| 其他 | -8 | -12 | -10 | -18 | -38 | -46 | 净负债/股东权益 | -15.24% | -3.24% | 4.78% | 26.54% | 36.68% | 45.39% |
| 筹资活动现金净流 | 33 | 62 | 25 | 145 | 81 | 89 | EBIT 利息保障倍数 | -46.3 | 1.9 | 1.8 | 5.9 | 5.9 | 6.3 |
| 现金净流量 | -75 | -5 | -30 | 2 | 10 | 0 | 资产负债率 | 27.47% | 34.30% | 37.20% | 47.92% | 52.40% | 54.58% |

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 | 0 | 0 | 0 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

来源：朝阳永续

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：021-60753903

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