

**投资评级：买入（首次）**

收盘价（元）	35.71
目标价（元）	--
上次目标价（元）	不适用

# 汇川技术 ( 300124.SZ )

## ——自动化与新能源车牵引业绩出谷

**韩伟琪** 执业证书编号：S1100515080001  
 机械 (021)68416988\*206  
 e-mail hanweiqi@cczq.com

### 核心观点

- ◆ 15年H1汇川通用伺服产品收入增长70%，好于预期。机器人自动生产线整体解决方案是公司目前的转型方向，目前公司在通用伺服上已初具规模，工业视觉也已投入商业化应用，新上的机器人专用控制器、中型PLC以及EtherCAT总线技术也基本成形，公司工业4.0战略的拼图正不断完善。
- ◆ 今年以来新能源车市场呈井喷之势，公司于宇通的1对1合作开展顺利，宇通前三季新能源客车完成9千辆销售，全年预计实现1.6万辆产销，由此将带动公司电机控制系统销量和收入大幅增长。同时公司在新能源乘用车领域的开发预计在17年落地销售，届时将成为新的看点。
- ◆ 汇川斥资2.85亿收购江苏经纬，切入民营城轨牵引及控制系统领域。“十三五”期间国内城市轨交规划提速，市场空间年均超过100亿元，江苏经纬与斯柯达电气长期深度合作，现又有汇川在电机控制领域的技术沉淀，巩固了民营轨交核心部件领先的地位，业绩有望保持25%左右的增速。
- ◆ 受制下游制造业景气不理想，公司电梯控制等工控、变频器收入上半年出现小幅下滑，不过进入Q3以后，行业订单开始回暖，预计全年收入规模能与14年基本持平，且得益于变频器新品上市、电梯维保市场启动，上述业务的盈利能力或有小幅的提升。
- ◆ 我们预计公司2015、16年实现营业收入分别为27.23亿元和36.55亿元，YoY分别增长21.41%和34.25%，实现净利润分别为7.69亿元和9.92亿元，YoY分别增长15.37%和39.00%，EPS为0.982元和1.267元。按9月30日收盘价计，公司15、16年P/E为40倍和31倍，首次覆盖建议给予买入建议。

### 川财证券研究所

成都：  
 交子大道177号中海国际B座17楼，  
 610041  
 总机：(028) 86583000  
 传真：(028) 86583002

### 财务和估值数据摘要

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入（百万元）	1193	1726	2243	2723	3655
增速	13.20%	44.64%	29.94%	21.41%	34.25%
归属母公司股东净利润（百万元）	318	560	666	769	992
增速	-6.60%	76.38%	18.94%	15.37%	29.00%
总股本（百万股）	388.8	388.8	782.45	782.45	782.45
EPS（元）	0.817	1.441	0.852	0.982	1.267
P/E（X）	48.57	27.54	46.60	40.39	31.31

## 以伺服系统为核心，推进工业自动化整体解决方案

### 2015H1，通用伺服系统收入增长超7成，好于预期

汇川技术 2015 年上半年运动控制类产品实现收入 1.81 亿元，YoY+16.95%，其中通用伺服产品收入超过 1 亿元，YoY 增长 75%，好于年初预期。

通用伺服产品下游主要对应 3C 类产品、家电、LED 以及最近旺销的锂电池制造设备等的自动化生产线，包括精密机床、工业机器人/机械手等。

目前汇川通用伺服的主要竞争对手是日本松下、台湾台达等，拥有进口替代的概念，未来的竞争对手则是瞄准了安川、三菱等日系企业。

### 我们认为生产线自动化改造是通用伺服增长的主要驱动力

从 3C 类等下游产销量情况看，相关行业的景气并不佳，我们从 Wind 摘取了几个数据：

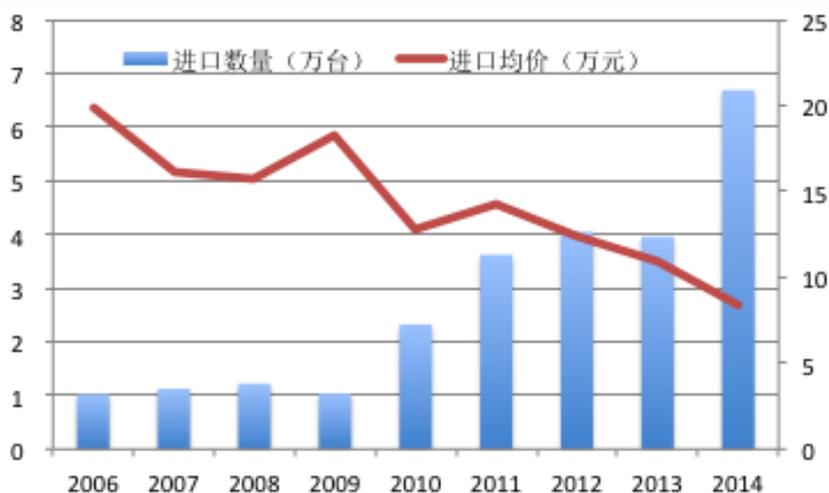
2015 年前 8 月，中国手机产量累计 YoY-1.3%、PC 累计 YoY-11.2%、NB 累计 YoY-12.65%；中国电子元器件企业主营业务收入增长约 7.5%、视听类设备企业收入增长约 3.7%；

2015 年 H1 全球手机出货量 YoY+1.4%、平板 YoY-6.7%。

但同时，2015 年前 8 月，计算机、通信及其他电子设备行业固定资产投资完成额为 5679.7 亿元，YoY+17.6%，电气机械及器材制造业固定资产完成额为 7172.9 亿元，YoY+10.5%。

我们由此判断，就 15 年 H1 而言，国内 3C、家电等行业的产能改革并未随消费市场调整而停滞，企业对生产效率的提升仍在进行，而引进以机床、工业机器人为主的自动化生产线则是时下越来越主流的方式。

图表一：中国进口机器人数量及均价



资料来源：IFR，Wind，川财证券研究所

目前中国制造业的劳动力开始显现出短缺的情况，生产线员工薪酬要求提升（考虑奖金、福利、社保等成本综合一年在7~8万元左右），且流动性加大（短期合同或临时工比例提升）；而另一方面，工业机器人的价格则逐年回落，目前进口/外资中高端轻型机器人价格约为20~25万元/台，而低端的或是国产机器人则在10万元/台甚至更低，并且价格下降的趋势仍在持续，以四大家族为主的外资机器人供应商的促销力度也愈演愈烈。Wind数据显示，根据IFR统计，2014年中国进口工业用机器人均价已经降至8.3万元/台左右。

即便是中高端机器人按3年折旧，其成本已与传统人力工人相当，企业仅需额外负担生产线或机器人的维护费用。加之机器人工作精度、效率和一致性都要优于人力，所以我们认为机器人或机床的自动生产线已经开始形成替代传统流水线工人的趋势，且在不断加快。

综上，我们认为汇川上半年通用伺服产品增长超预期的主要驱动力来自于制造业厂商的生产线自动化改造，尤以珠三角一带为多，而随着中国刘易斯拐点出现，这一趋势将愈演愈烈，由此保障了汇川通用伺服系统及其他自动化生产线部件的市场需求。

## 拼图逐步完整，未来将转型成工业4.0自动化整体解决方案提供商

除了原有的通用变频器，汇川通用伺服产品规模和成熟度不断提升；另一个拥有自主核心部件及软件技术的机器视觉也开始小范围应用以积累经验，目前汇川为益海嘉里提供了生产线油品检测的初步应用案例。

15年公司新上了中型PLC（可编程逻辑控制器，Programmable Logic Controller）和机器人专用控制器两个新的核心产品，通过总线将其他产品连接在一起，共同构建统一的驱动与控制平台。并率先引进EtherCAT（以太网控制自动化技术），研发生产基于EtherCAT总线的中型PLC，搭配与之配套的变频器和伺服，填补了工业自动化与信息互联物理层面的空缺。

汇川意在成为机器人自动化生产线整体解决方案的供应商，为生产线集成商

或者机器人本体制造商提供解决方案和核心部件、软件等。产业链的拼图正不断完整——旗下通用伺服系统已初具规模，控制器和工业视觉也已基本成形，面向工业 4.0 的信息互联也已完成了硬件和通讯技术的布局。

公司方面也公告表示，将来会继续加大在工业 4.0 领域的投资力度，投资并购方向包括核心部件、MES 系统、系统集成等。

## 与宇通保持强强合作，行业东风中破浪前行

### 新能源车电控产品增长快速，强强合作延续

15 年 H1，汇川新能源车电机控制系统实现 1.6 亿元收入，YoY+70%，得益于政府继续大力支持国内新能源车产业发展，下游新能源车销量大幅增长的同时，上游核心部件的订单量也随之快速提升。

今年汇川与宇通客车续签了新能源客车电机控制系统的排他性合作协议，将继续保持强强合作的格局。

单一大客户的合作模式可谓有利有弊：弊在于单一客户易导致订单需求波动较大，供需链相对封闭；而利则在于整车厂商对新的产品开发能得到核心部件供应商全力支持，研发进度得以加快，部件与产品的适配性也会提升，而供应商能得到更多产品应用端的数据和经验，新产品订单需求稳定、销售周期加快。权衡而言，利大于弊，尤其考虑到汇川与宇通都是细分行业中的龙头企业。

### 预计宇通客车 15 年新能源车产销达到 1.6 万辆，16 年高增长将延续

15 年成中国新能源车爆发之年已无须多言，工信部数据显示 1~8 月国内新能源车产量达到 12.35 万辆，YoY 增长 3 倍，8 月单月为 2.45 万辆，YoY 增长近 4 倍，全年预计能够达到 22 万辆左右的产销量水平，增长约 3 倍左右。其中商用车前 8 月产量累计达到 3.85 万辆，YoY 增长 3.6 倍，8 月单月为 8,588 辆，预计 15 年全年能够达到 7.5 万辆左右，增长约 3.7 倍左右，且其中客车将占商用车中 90% 的份额，其次为物流车、清洁车等专用车辆。

宇通客车 15 年前三季度完成约 9,000 辆左右的新能源客车产销，已经超过了 14 年全年 7,405 辆的水平，市占率超过 25%，虽不及 14 年，但仍是国内当之无愧的龙头。

目前宇通客车已经推出 E7、E8、E6、E10 和 E12 多个规格的新能源纯电动客车，加之混合动力/超级电容客车也拥有 10~18 米的齐全规格，宇通新能源车团队已经完成了下游主流客车品类的全覆盖。

即便是以宇通 Q3 月均 1,700 辆左右的产销水平推算，全年宇通新能源客车亦能达到 1.4 万辆。但一般来说 Q4 都是国内客车的销售高峰，加之 16 年起国内新能源客车补贴政策更新，门槛提高将导致大部分客车产品的实际补贴金额相对 15 年的金额有所下降，故我们认为年末“提前消费”现象会助长新

能源客车的产销量。

图表二： 15、16 年中国新能源客车补贴政策对比

政策年份	车辆类型	单位载质量能量消耗量 ( $E_{kg}$ , Wh/km·kg)	车长 (m)		
			6≤L<8	8≤L<10	L≥10
2015	EV	/	30	40	50
	PHEV	/	/	/	25
2016	EV	$E_{kg}<0.3$	30	40	50
		$0.3\leq E_{kg}<0.4$		36	46
		$0.4\leq E_{kg}<0.5$		32	42
		$0.5\leq E_{kg}<0.6$	26	/	/
		$0.6\leq E_{kg}<0.7$	22	/	/
	PHEV(含增程式混合动力客车、双源无轨客车等)	17	20	23	
	快充 EV	10	12	15	

资料来源：工信部，川财证券研究所

注：17、18 年补贴标准较 16 年分别下降 10%和 20%

之前中国政府颁布的中国制造 2025 战略看，其中明确提到了节能与新能源车，即是说“十三五”乃至“十四五”，节能与新能源车都将是重点发展的产业之一。

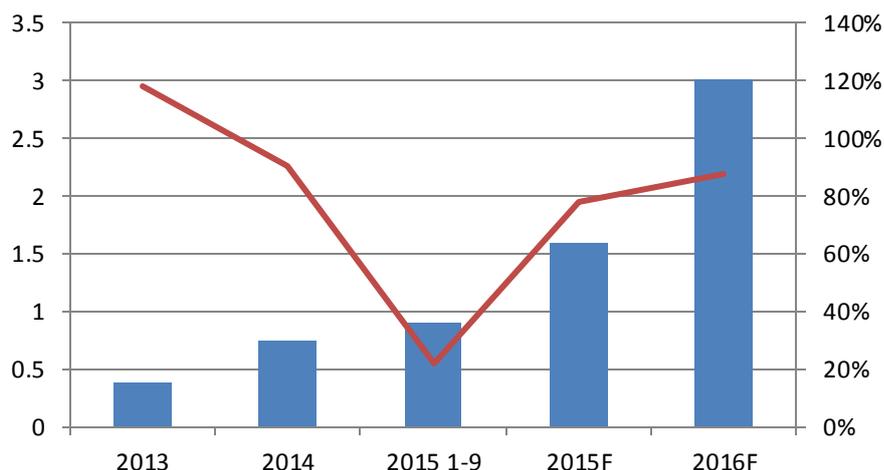
图表三： 中国制造 2025 规划重点领域与方向

10 大重点发展领域	23 个重点方向
新一代信息技术产业	集成电路及专用设备、信息通信设备、操作系统与工业软件、智能制造核心信息设备
高档数控机床和机器人	高档数控机床与基础制造装备、机器人
航空航天装备	飞机、航空发动机、航空机载设备与系统、航天装备
海洋工程装备及高技术船舶	海洋工程装备及高技术船舶
先进轨道交通装备	先进轨道交通装备
节能与新能源汽车	节能汽车、新能源汽车、智能网联汽车
电力装备	发电装备、输变电装备
农机装备	农业装备
新材料	先进基础材料、关键战略材料、前沿新材料
生物医药及高性能医疗器械	生物医药、高性能医疗器械

资料来源：工信部，川财证券研究所

我们初步预计，2016 年中国新能源车产销量水平将达到月均 3.5 万辆左右，全年合计为 42 万辆左右。就宇通而言，我们预期其 15 年销量能达到 3 万辆左右（月均 2,500 辆），增速接近翻番（较 15 年预期值）。在此基础上，作为宇通电控独家专属供应商的汇川技术，其新能源车电控系统销量水平有望实现与其同步的增速（不排除因合同金额交付确认导致的收入与出货量差生的暂时不匹配）。

图表四： 宇通客车新能源客车销量及增速（单位：万辆，%）



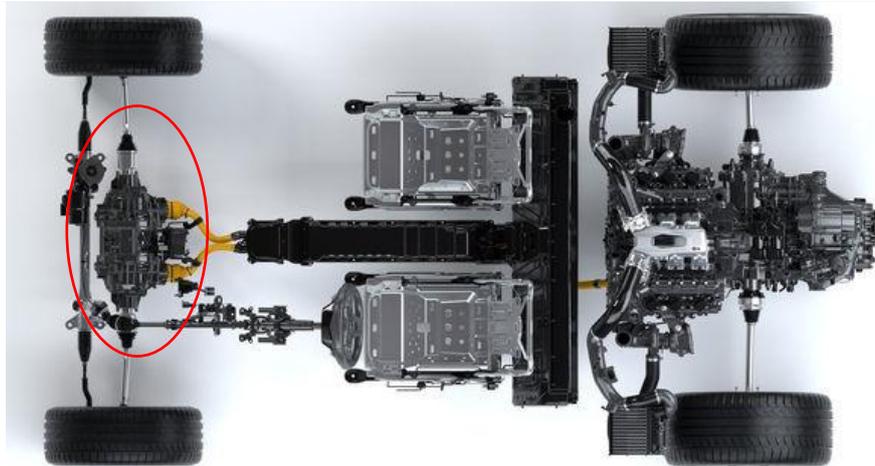
资料来源：宇通客车，川财证券研究所

### 客车用电控成 15、16 年增长主力，乘用车用产品预计 17 年问世

鉴于宇通新能源客车快速增长的预期，我们给予公司新能源产品营收 80% 左右的增长预期，其中光伏向产品收入占比将大幅缩小（光伏逆变器市场竞争剧烈，公司已逐步退出这一市场，仅作去库存的销售）。

如上述所言，我们看好新能源客车连年快速成长的前景，汇川与宇通合作规模不断扩大的同时，对新型产品的项目开发也在推进当中，如新一代的“轮边电机+电控”的驱动系统。

图表五：轮边电机示意图（前置两台轮边电机为前桥提供动力）



资料来源：Acura，川财证券研究所

在新能源乘用车电机控制领域，汇川起步相对国内其他电机/电控企业要晚一些，目前尚未有商业化量产产品推出，合作开发的客户则包括海马、东风等车企，据公司介绍，公司与东风、海马的合作始于 14 年，考虑到新车型开发、路试等时间需要，预计汇川参与的乘用车产品可能要等到 17 年以后才能正式上市。届时可能是国内新能源乘用车市场从萌芽初期的爆发，到相对成熟而快速成长转变的一个阶段，消费者购买新能源车的理念愈发深刻，同

时核心部件成本下降带来的车辆价格下降将使市场规模明显扩大，同时消费者对车型的性能及安全性方面的要求也将远高于现在。所以我们认为汇川产品切入乘用车市场的时间点，应是新能源车市场真正成长——而非仅是增长的时点，故从产业角度来讲，不可谓迟。

而汇川凭借其在电机控制方面的积累和优势，其产品相较于其他车企逆向开发生产的电控，在安全性、可靠性方面可能更值得信赖，加之汽车纵向产业链的分工合作现象是为常态，我们认为汇川在乘用车用电控领域将实行“一对多”的供应合作模式，其产品产销量将明显超出商用车产品的数量。

## 7月并表江苏经纬，切入城市轨道交通核心部件领域

汇川先后斥资 2.85 亿元，收购江苏经纬轨道交通设备有限公司 50% 股份（原股东马建锋持有另 50% 股份）。江苏经纬主营轨道交通牵引与控制系统，是轨道交通车辆的核心部件之一，继与捷克斯柯达电气长期合作，并受让了斯柯达对于轨道交通设备的设计技术和生产工艺后，江苏经纬在国内该领域的核心竞争力仅次于中国中车，是民营企业中的领军人物。

图表六：江苏经纬牵引电机：



资料来源：公司网站

图表七：江苏经纬牵引逆变器：

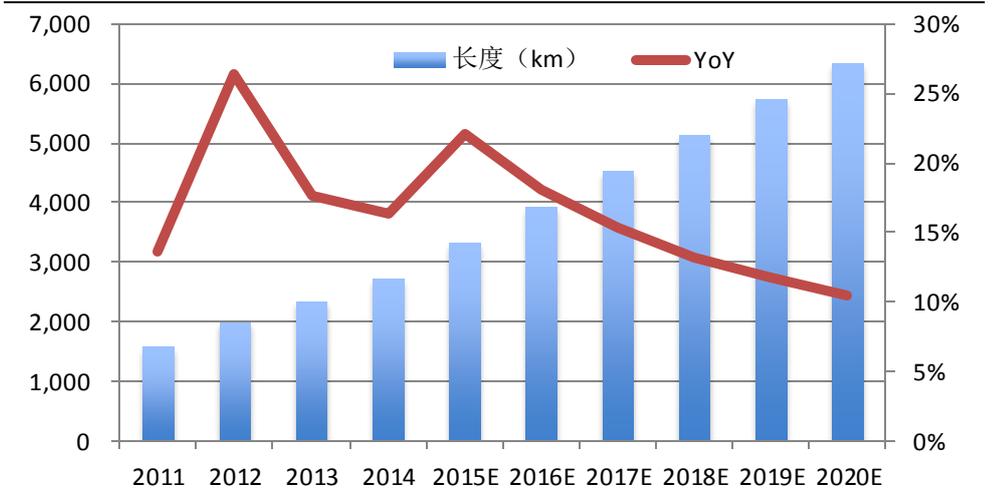


资料来源：公司网站

江苏经纬目前业务集中在江苏地区，具体如苏州地铁 2 号线及延伸段工程车辆牵引系统项目（总计 40 列）已经完成交付，4 号线及支线项目（总计 40 列）也已开始供货，同时与青岛四方车辆厂合作的青岛城阳区有轨电车示范线项目也在有力推进。

中国轨道交通市场空间广阔，未来几年将进入快速增长阶段。按照各城市城轨、地铁发展规划，2020 年全国将建成城轨、地铁 6,200 公里（15~20 年的 CAGR 达到 14.7%），2050 年将建成 11,700 公里，占世界总里程一半以上。根据中国城市轨道交通协会等行业数据和测算，2015 年~2020 年全国轨道交通牵引与控制系统(含备品备件、独立件)年均需求量约 100 亿元(含地铁、有轨电车、轻轨)。

图表八： 中国城市轨道交通线路长度（累计）



资料来源：交通部，川财证券研究所

江苏经纬 2014 年实现收入 6,267 万元、归母净利润 990 万元；15 年 Q1 单季营收为 1,002 万元，净亏损 338 万元（因 Q1 为招标及交付淡季，业务量较少所致）。我们看好城轨交通建设在中国省会及二线城市铺开建设的速度，预计江苏经纬 2015 年能够完成营收约 7,800 万元，YoY+24%，实现归母净利润 1,243 万元，YoY+26%。

图表九： 江苏经纬营收及盈利预期

	2014	2015Q1	2015E	2016E
营业收入	62.67	10.02	77.71	94.81
营业利润	8.85	-3.46	11.15	13.94
归母净利润	9.90	-3.38	12.43	15.64

资料来源：公司公告，川财证券研究所

江苏经纬原实际控制人马建锋也承诺积极开拓江苏经纬市场业务，协助江苏经纬在中国国内（且不含苏州、深圳）的城市地铁招标中至少成功获取一条完整的牵引系统订单，如果达不到此业绩目标，马建锋愿意向汇川技术以无偿或不超过一元人民币对价转让所持的江苏经纬 5% 股权，并承担相关税费。

我们认为，汇川收购江苏经纬后协同效应将明显增强，经纬轨道交通相关灌设备可依托其电机控制、变频器等技术方面的强项，有望进一步提高经纬牵引与控制系统的可靠性和性能，同时降低采购和维护成本、提高日常维护的响应速度；汇川本身也可吸收引进斯柯达电气的工艺技术，提升汇川在大功率变频控制方面的产品竞争力。

## 其余业务处于调整阶段，变频器业务下半年已有回暖

汇川其他业务包括电梯一体化控制器、通用变频器、注塑机伺服及光伏逆变

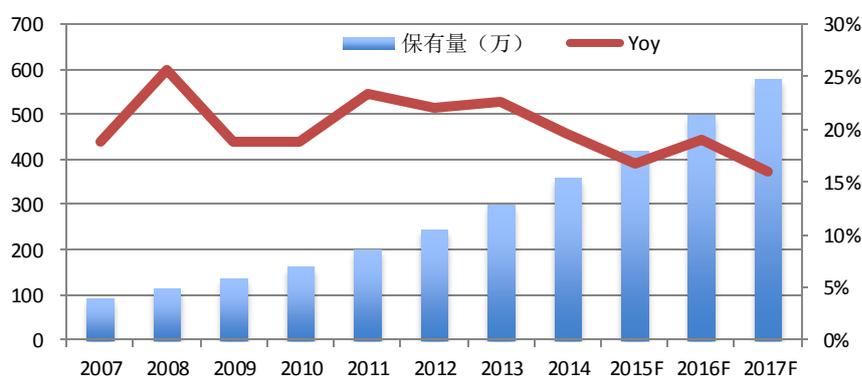
器等，其中光伏逆变器业务公司已打算退出，目前处在去库存的阶段。

## 电梯维保市场提振一体化控制器需求

经济大环境不佳压制了对房地产行业依赖性很强的电梯产业，导致汇川上半年电梯一体化控制器收入确认 3.8 亿元，YoY-3%。不过年中频发的电梯安全事故明显刺激了电梯售后维保市场，一波旧梯改造、维修、更换的大潮正在来临。

Wind 数据显示，2014 年底，全国电梯保有量约 360 万台，年内新增近 60 万台，预计 2015 年底，国内电梯保有量会达到 420 万台左右。

图表十：中国电梯保有量及预期



资料来源：Wind，川财证券研究所

汇川是全球最大的电梯一体机控制系统制造商和方案提供商，累计销量接近百万，目前公司客户主要为国内电梯厂商，如嘉捷、康力等，另外与通力等合资/外资企业也开展合作。

公司方面表示，进入下半年以来，一体化控制器的订单情况已开始回暖，预计全年营收规模应能与 14 年持平或有小幅增长。

## 通用变频器需求同样好转，产品结构优化

受制行业景气整体不佳，15 年 H1 汇川通用变频器收入实现 2.1 亿元，YoY-3% 左右，不过得益于新产品上市，业务毛利率仍有提升：公司新推 MD500、MD290 等新产品，大功率的 MD880（多点传动）、MD810 等，结构继续优化。

十几年来汇川做到了国内工控的龙头地位，技术实力已经超过安川等日系企业，目前仅较西门子、ABB 等欧洲企业有些许差距。

同样地，公司工控类产品进入 Q3 后订单开始回暖，加之新产品上市，预计变频器类产品 15 年能够实现小幅的增长。

另外注塑机专用伺服控制器上半年收入下滑 18% 后，目前需求亦有改善，全年预计可以与 14 年基本持平。

## 盈利预期与投资建议

汇川技术是国内工控和新能源车电控的双料龙头，传统变频器已跻身世界第一集团，通用伺服也紧追安川等日系大佬。我们认为公司是“将题材融入企业业绩”的优质标的，是工业 4.0 与中国制造 2025 战略、新能源车战略以及轨道交通装备的三重受益标的。虽然制造业现下低迷对公司今年的业绩增速造成压力，但新能源车和通用伺服系统的规模已开始迅速扩大，将成为公司 15~17 年最重要的增长点（根据我们的模型，上述两块业务 15、16 年占公司营收比例分别达到 38%和 47%），江苏经纬也能“Plug-and-Play”贡献业绩，所以 15 年 H1 公司 9.4%的 EPS 增速很可能是阶段性的低点。

我们预计公司 2015、16 年实现营业收入分别为 27.23 亿元和 36.55 亿元，YoY 分别增长 21.41%和 34.25%，实现净利润分别为 7.69 亿元和 9.92 亿元，YoY 分别增长 15.37%和 39.00%，EPS 为 0.982 元和 1.267 元。

按 10 月 09 日收盘价 39.70 元（315 亿市值）计，公司 15、16 年 P/E 为 40 倍和 31 倍，首次覆盖建议给予买入建议。

## 风险提示

制造业景气下降，工业 4.0 和中国制造 2025 战略实际落地低于预期

报表预测						现金流量表					
利润表	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	
营业收入	1193	1726	2243	2723	3655	经营性现金净流量	716	976	524	577	
减: 营业成本	570	814	1116	1388	1857	投资性现金净流量	-254	-181	-80	-95	
营业税金及附加	11	15	20	26	35	筹资性现金净流量	-115	-204	-308	-339	
营业费用	145	187	207	223	296	<b>现金流量净额</b>	<b>347</b>	<b>591</b>	<b>137</b>	<b>142</b>	
管理费用	209	250	343	419	534						
财务费用	-59	-67	-69	-46	-37						
资产减值损失	6	12	11	14	15						
加: 投资收益	0	0	3	20	15						
<b>营业利润</b>	<b>311</b>	<b>514</b>	<b>617</b>	<b>719</b>	<b>970</b>						
加: 营业外收入	58	155	159	160	170						
减: 营业外支出	2	1	0	0	1						
<b>利润总额</b>	<b>367</b>	<b>667</b>	<b>775</b>	<b>878</b>	<b>1139</b>						
减: 所得税	47	98	85	83	114						
少数股东损益	3	9	24	26	34						
<b>归属母公司净利润</b>	<b>318</b>	<b>560</b>	<b>666</b>	<b>769</b>	<b>992</b>						
资产负债表	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	财务分析和估值指标					
货币资金	2002	2100	1836	1744	1308	<b>盈利能力 (%)</b>					
应收帐款	476	771	1184	1326	1990	毛利率	52.20	52.84	50.23	49.03	49.19
存货	156	322	439	488	595	净利率	26.62	32.46	29.71	28.23	27.13
<b>流动资产合计</b>	<b>2680</b>	<b>3292</b>	<b>3989</b>	<b>4128</b>	<b>4541</b>	ROE	11.74	17.33	18.28	19.73	22.93
长期股权投资	0	0	4	5	5	ROA	10.68	14.76	14.26	15.26	17.80
固定资产合计	202	207	219	241	301	<b>成长能力 (%)</b>					
在建工程	7	91	236	295	274	销售收入增长率	13.20	44.64	29.94	21.41	34.25
无形资产	65	130	120	134	141	净利润增长率	-6.60	76.38	18.94	15.37	29.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>293</b>	<b>503</b>	<b>683</b>	<b>909</b>	<b>1029</b>	<b>资本结构</b>					
<b>资产总计</b>	<b>2973</b>	<b>3795</b>	<b>4671</b>	<b>5037</b>	<b>5570</b>	资产负债率 (%)	8.99	14.80	21.95	22.66	22.36
流动负债	245	528	974	1091	1200	流动比率	10.96	6.24	4.09	3.78	3.78
长期负债	23	34	51	50	45	速动比率	10.32	5.63	3.64	3.34	3.29
<b>负债合计</b>	<b>267</b>	<b>562</b>	<b>1025</b>	<b>1141</b>	<b>1245</b>	<b>经营效率</b>					
股本	389	389	782	782	782	总资产周转率	0.42	0.51	0.53	0.56	0.69
资本公积	1567	1620	1328	1461	1475	存货周转率	2.83	3.40	2.93	2.99	3.43
未分配收益	646	940	1154	1246	1557	<b>业绩和估值</b>					
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>2692</b>	<b>3072</b>	<b>3468</b>	<b>3700</b>	<b>4033</b>	EPS	0.817	1.441	0.852	0.982	1.267
少数股东权益	14	162	178	196	216	BPS	6.96	8.32	4.66	4.98	5.53
<b>股东权益合计</b>	<b>2706</b>	<b>3234</b>	<b>3646</b>	<b>3896</b>	<b>4325</b>	P/E	48.57	27.54	46.60	40.39	31.31
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2973</b>	<b>3795</b>	<b>4671</b>	<b>5037</b>	<b>5570</b>	P/B	5.70	4.77	8.52	7.97	7.18

## 分析师承诺

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%

## 免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：J19651000。

©版权所有 2015 年川财证券有限责任公司