



Research and
Development Center

内外兼修，四轮驱动

—— 海伦哲（300201.sz）跟踪报告

2016年11月18日

范海波 行业分析师

杜煜明 研究助理

证券研究报告

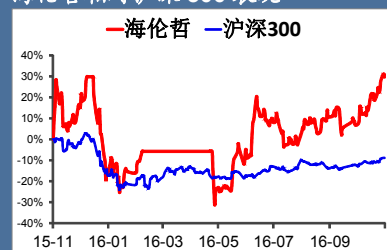
公司研究——跟踪报告

海伦哲 (300201.sz)



上次评级: 增持

海伦哲相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

公司主要数据 (2016.11.18)

收盘价 (元)	8.84
52 周内股价波动区间 (元)	7.09-22.98
最近一月涨跌幅 (%)	21.50
总股本 (亿股)	10.29
流通 A 股比例 (%)	82.98
总市值 (亿元)	93.60

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编: 100031

范海波 CFA, 行业分析师
执业编号: S1500510120021
联系电话: +86 10 83326800
邮箱: fanhaibo@cindasc.com

杜煜明 研究助理
联系电话: +86 10 83326727
邮箱: duyuming@cindasc.com

内外兼修, 四轮驱动

海伦哲 (300201.sz) 跟踪报告

2016 年 11 月 18 日

本期内容提要:

- ◆ **持续并购是海伦哲打造智能制造产业链的发展主线。**2011 年上市以来, 海伦哲通过历次外延式发展, 先后通过收购上海格拉曼、巨能伟业和连硕科技使得公司主营业务逐步由高空作业车与电力保障车辆扩展到军品与消防车 (包括消防机器人)、智能 LED 控制电源、智能集成及工业机器人设计与应用培训领域。2016 年并购两个标的公司失败后, 海伦哲表示一旦条件成熟, 公司将继续重点围绕智能制造这条主线实施并购重组活动, 打造智能制造全产业链。
- ◆ **四大业务板块齐头并进。**海伦哲旗下高空作业车及电力保障车辆; 军品、消防车 (包括消防机器人); 智能 LED 控制电源; 智能集成及工业机器人设计与应用培训四大业务业绩增长迅速。高空作业车与电力保障车辆获得国家电网 5.7 亿元大单, 有望于 2016 年年底大部分交付完成; 格拉曼军品中标陆军总装备部 2.17 亿元订单; 智能 LED 控制电源 2015 年营收同比增长 83.95%, 净利润增长 298.18%, 募投新产品“LED 显示屏用 IC 智能芯片”已于 9 月小批量投放市场; 自动化集成系统业务有望受益于 LED 与 3C 自动化改造浪潮, 保持快速增长。
- ◆ **今年有望业绩爆发。**2016 年前三季度, 海伦哲实现营业收入 7.89 亿元, 同比增长 56.83%; 归属母公司净利润为 3501 万元, 同比增长 399.23%。考虑到海伦哲过往三年营收、净利润集中在四季度释放的特点, 我们认为, 2016 年全年海伦哲营收、净利润将保持前三季度的高增长, 今年有望成为海伦哲的业绩爆发年。
- ◆ **盈利预测与投资评级:**我们预计海伦哲 2016 年至 2018 年的营业收入分别为 16.03 亿元、18.51 亿元和 22.16 亿元, 归属母公司净利润分别为 1.25 亿元、1.36 亿元和 1.55 亿元, 对应 EPS 分别为 0.12 元/股、0.13 元/股和 0.15 元/股。考虑到海伦哲内生与外延式发展势头良好, 四大业务板块快速发展, 我们维持对海伦哲的“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂:**外延式并购取得新进展; 高空作业车与电力保障车辆、消防机器人、3C 自动化生产线取得大订单。
- ◆ **风险因素:**宏观经济下行风险, 我国 3C 自动化进展缓慢; 高空作业车与电力保障车辆获取订单不及预期; 外延式并购进程不及预期;

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	575.91	821.35	1,603.07	1,850.73	2,215.86
增长率 YoY %	44.32%	42.62%	95.18%	15.45%	19.73%
归属母公司净利润(百万元)	16.48	25.57	124.52	135.83	154.75
增长率 YoY%	196.59%	55.17%	387.03%	9.08%	13.93%

毛利率%	26.18%	26.93%	31.37%	31.84%	31.48%
净资产收益率 ROE%	2.50%	3.54%	13.57%	12.08%	12.19%
每股收益 EPS(元)	0.05	0.07	0.12	0.13	0.15
市盈率 P/E(倍)	552	356	73	67	59
市净率 P/B(倍)	4.84	4.14	8.61	7.63	6.75

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2016 年 11 月 18 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
推动外延式发展，海伦哲打造智能制造产业链	3
公司业务板块	3
持续的并购重组是海伦哲的发展主线	3
四大业务板块推动海伦哲快速发展	4
多年营收快速发展，今年迎来业绩爆发	4
传统主业高空作业车是行业龙头	6
格拉曼：军品收获 2.17 亿元订单，消防机器人开始放量	9
收购巨能伟业，切入智能 LED 控制电源市场	12
并购连硕科技，分享工业自动化产业盛宴	13
股权激励彰显海伦哲信心	16
股权激励	16
员工持股计划	17
盈利预测、估值与投资评级	17
假设与盈利预测	17
风险因素	19

表 目 录

表 1: 美、日、中三国高空作业车使用密度对比（2015 年数据）	7
表 2: 我国高空作业车市场竞争格局	8
表 3: 消防车的分类	9
表 4: 我国消防车保有量与市场规模测算	10
表 5: 我国 LED 自动化生产线市场规模测算	15
表 6: 海伦哲股权激励情况	16
表 7: 海伦哲 2015-2018 摊销期权费用	17
表 8: 海伦哲主营业务收入预测	18

图 目 录

图 1: 海伦哲历史沿革	4
图 2: 公司营业收入及同比增长情况（单位：亿元）	5
图 3: 公司净利润及同比增长情况（单位：万元）	5
图 4: 公司毛利率与净利率	6
图 5: 公司业务结构（2015 年年报）	6
图 6: 海伦哲混合臂式高空作业车	8
图 7: 海伦哲绝缘臂式高空作业车	8
图 8: 我国消防车保有量预估（2013~2020，万辆）	10
图 9: 我国消防车市场规模预估（2014~2020，亿元）	10
图 10: 格拉曼举高喷射消防车	11
图 11: 格拉曼化学事故抢险救援消防车	11
图 12: 格拉曼消防灭火破拆机器人	12
图 13: 格拉曼消防灭火机器人	12
图 14: 格拉曼灭火、排烟、侦查机器人	12
图 15: 巨能伟业历年营收增长情况（百万元）	13
图 16: 巨能伟业历年净利润增长情况（万元）	13
图 17: 连硕科技主要合作伙伴	14
图 18: 连硕科技-LED 照明产品自动化生产线	14
图 19: 连硕科技-AOI 自动背光检测设备三代	14
图 20: 我国 LED 灯具产量预测（亿台）	15
图 21: LED 自动化生产线市场规模预测（亿元）	15

投资聚焦

核心观点/投资逻辑。

1.持续并购是海伦哲打造智能制造产业链的发展主线。2011 年上市以来，海伦哲通过历次外延式发展，先后通过收购上海格拉曼、巨能伟业和连硕科技使得公司主营业务逐步由高空作业车与电力保障车辆扩展到军品与消防车（包括消防机器人）、智能 LED 控制电源、智能集成及工业机器人设计与应用培训领域。2016 年并购两个标的公司失败后，海伦哲表示一旦条件成熟，公司将继续重点围绕智能制造这条主线实施并购重组活动，打造智能制造全产业链。

2.四大业务板块齐头并进，全面围绕智能制造产业链。海伦哲旗下高空作业车及电力保障车辆；军品、消防车（包括消防机器人）；智能 LED 控制电源；智能集成及工业机器人设计与应用培训四大业务业绩增长迅速。高空作业车与电力保障车辆获得国家电网 5.7 亿元大单，有望于 2016 年年底大部分交付完成；格拉曼军品中标陆军总装备部 2.17 亿元订单；智能 LED 控制电源 2015 年营收同比增长 83.95%，净利润增长 298.18%，募投新产品“LED 显示屏用 IC 智能芯片”已于 9 月小批量投放市场，目前已经取得小批量订单，有望成为新的利润增长点；自动化集成系统业务有望受益于 LED 与 3C 自动化改造浪潮，保持快速增长。

海伦哲的发展重心是智能制造，2016 年 5 月 19 日与 9 月 20 日，海伦哲董事会通过决议，拟分别出资 2000 万元于上海与深圳成立“上海海伦哲智能制造研究院”与“深圳市海伦哲智能制造技术研究院”从事智能制造装备基础创新研发；运动控制与伺服驱动、传感器、机器人产品的开发、生产与销售；人工智能、工业云、智慧工厂等智能制造技术研究，今后海伦哲将进一步整合旗下业务板块，全面打造智能制造产业链。

3.今年有望业绩爆发。2016 年前三季度，海伦哲实现营业收入 7.89 亿元，同比增长 56.83%；归属母公司净利润为 3501 万元，同比增长 399.23%。考虑到在 2013-2015 三年里，海伦哲前三季度营收均为全年营收的 60%左右，净利润集中在四季度释放的特点，我们认为，2016 年全年海伦哲营收、净利润将保持前三季度的高增长，今年有望成为海伦哲的业绩爆发年。

股价催化剂

外延式并购取得新进展；高空作业车与电力保障车辆、消防机器人、3C 自动化生产线取得大订单。

盈利预测与投资评级

我们预计海伦哲 2016 年至 2018 年的营业收入分别为 16.03 亿元、18.51 亿元和 22.16 亿元，归属母公司净利润分别为 1.25 亿元，1.36 亿元和 1.55 亿元，对应 EPS 分别为 0.12 元/股、0.13 元/股和 0.15 元/股。考虑到海伦哲内生与外延式发展势头良好，四大业务板块快速发展，我们维持对海伦哲的“增持”评级。

风险因素

宏观经济下行风险，我国 3C 自动化进展缓慢；高空作业车与电力保障车辆获取订单不及预期；外延式并购进程不及预期。

推动外延式发展，海伦哲打造智能制造产业链

公司业务板块

徐州海伦哲专用车辆股份有限公司是引进国际先进技术，专业生产以高空作业车与消防车为主的专用车辆的国家定点企业。公司主营产品包括高空作业车、电力保障车辆、军品、消防车（包括消防机器人）、智能 LED 控制电源、智能集成及工业机器人设计与应用培训。公司成立于 2005 年 3 月，于 2011 年 4 月 7 日成功登陆资本市场，股票代码 300201.sz。

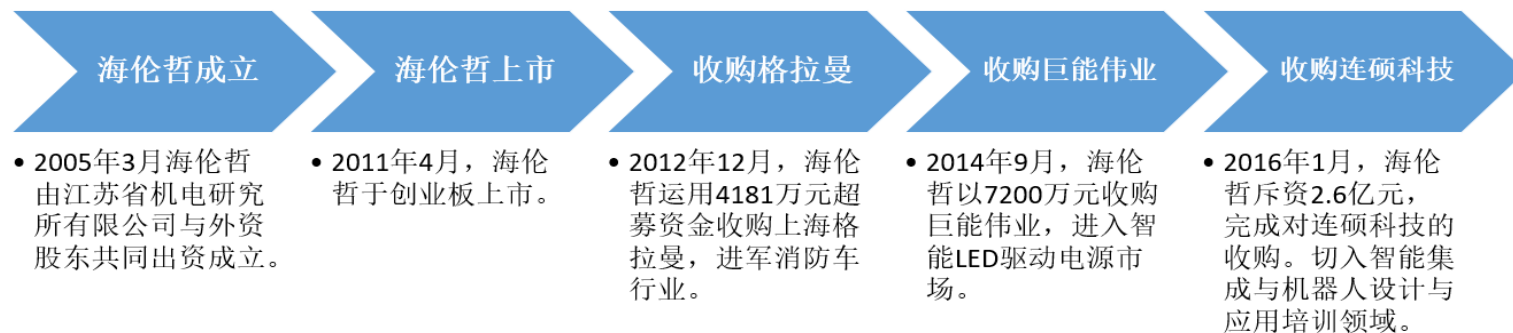
按业务板块划分，海伦哲主营业务可以划分为以下四个板块。

- 1.高空作业车与电力保障车辆。海伦哲是国内高空作业车行业的龙头企业，主要产品覆盖折叠臂式、伸缩臂式、混合臂式（折叠+伸缩）等结构形式，目前国内最高 45 米及最低 7.5 米的高空作业车均出自于海伦哲。电力保障车辆主要包括旁路带电作业车(组)、电源车、电力抢修车等产品，高空作业车产品及电力保障车辆主要应用于电力、市政、园林、石化、通信等行业。
- 2.军品与消防车（包括消防机器人）。海伦哲于 2012 年底收购格拉曼后进入消防车行业，格拉曼主要产品包括军品与消防车（包括消防机器人）。消防车主要包括泡沫水罐消防车、抢险救援消防车、举高喷射消防车、化学洗消消防车等；消防机器人系列产品涵盖十余种不同功能的消防机器人，可以有效应对事故现场的复杂工况。军品主要包括为军方供应的装备、车辆以及特种消防机器人。在“8.12 天津滨海新区爆炸事故”、“7.16 日照石化火灾事故”、“4.6 漳州 PX 项目爆炸事故”、“4.22 靖江油库爆炸事件”等重大事故中，海伦哲消防车与消防机器人表现出了优异的性能和多样化的灭火战斗手段，特别是消防机器人可以替代消防官兵迅速靠近火场并高效灭火，起到不可替代的作用。
- 3.智能 LED 驱动电源。海伦哲于 2014 年收购了巨能伟业 100%股权，进入智能 LED 电源行业。巨能伟业是 LED 驱动电源的综合服务供应商，主要从事各类 LED 驱动电源及相关产品的研发、生产、销售及服务，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。经过两年的研发，巨能伟业 LED 显示屏用 IC 智能芯片已开始组织投产，已经于 2016 年 9 月小批量投放市场。
- 4.智能集成及工业机器人设计与应用培训。海伦哲于 2016 年 1 月完成对连硕科技 100%股权的收购，进入智能制造解决方案市场。连硕科技是能够为客户提供智能制造解决方案和服务的工业机器人的集成应用商，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，并于 2015 年开始积极拓展工业机器人教育培训业务，发展潜力巨大。其下游客户主要分布在 3C 行业、LED 照明行业、光电显示行业，目前正积极拓展食品包装、精密组件装配、五金抛光打磨等多种新兴应用领域。

持续的并购重组是海伦哲的发展主线

2011 年上市以来，海伦哲通过历次外延式发展，先后通过收购上海格拉曼、巨能伟业和连硕科技使得公司主营业务逐步由高空作业车与电力保障车辆扩展到军品与消防车（包括消防机器人）、智能 LED 控制电源、智能集成及工业机器人设计与应用培训领域。2016 年 2 月海伦哲停牌，拟并购两家智能制造类企业，然而在尽职调查的过程中，海伦哲发现其中一家标的公司（主要从事工业机器人 3C 电子应用领域产品的代理和综合解决方案服务）目前尚不具备收购条件；而对于另一家标的公司（主要从事锂离子电池自动化生产设备的研发设计制造与销售），在即将完成本次并购预案并将要启动申报流程时，因与对方主要股东就标的估值、业绩承诺、锁定期、经营管理等交易的核心条款讨论过程中，对于某些核心条款未能达成一致，使得公司不得不于 2016 年 5 月终止对标的公司的并购重组。海伦哲表示，一旦条件成熟，公司将继续重点围绕智能制造这条主线实施并购重组活动，打造智能制造全产业链。

图 1：海伦哲历史沿革



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

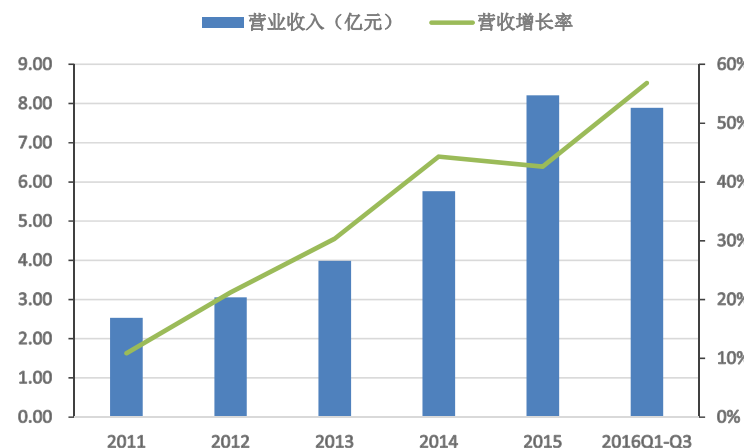
四大业务板块推动海伦哲快速发展

多年营收快速发展，今年迎来业绩爆发

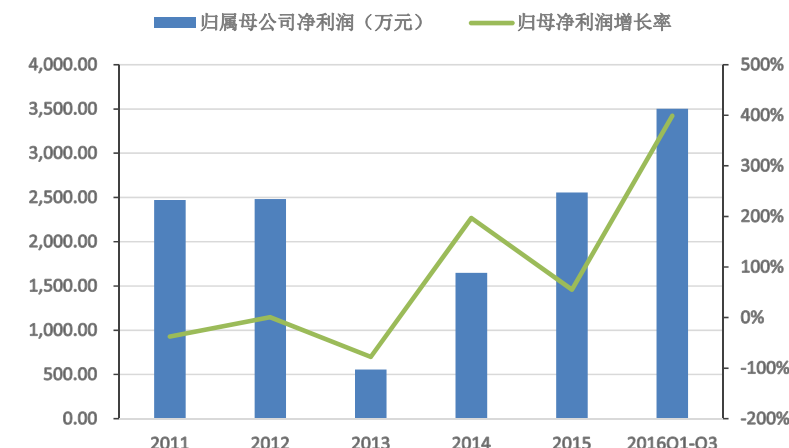
2011 年以来，海伦哲保持了较为快速的发展。2015 年海伦哲营业收入为 8.21 亿元，同比增长 42.62%；2015 年海伦哲归属母公司净利润为 2557 万元，同比增长 55.17%。毛利率较为稳定，保持在 25% 以上，并从 2014 年以来持续回升；净利率从 2013 年起企稳回升。2011-2015 年，海伦哲的营收实现了快速的增长，但是整体上净利率却维持在较低水平，主要由于以下几点原因：

- 海伦哲在上市以来，成功实施了三次外延式扩张，业绩并表是海伦哲营收增长的主要原因；

- 2011-2015 年，海伦哲传统主业——高空作业车业务营收规模从 2.03 亿增长到 2.81 亿，消防车业务自收购并表以来规模快速增长，从 2012 年的 0.15 亿增长到 2015 年的 3.02 亿；
- 管理费用占营收比重较高，2013-2015 年三年平均为 16.30%。主要原因为：公司重视产品研发，研发投入一直保持较高水平，三年平均占营收比重为 5.88%；股权激励行权费用提升管理费；公司新建办公大楼，厂房提升了固定资产折旧从而增加管理费用；
- 收购标的公司时，标的公司所投资研发项目主要处于初期阶段，短期内未能实现收入、创造利润；
- 外延式并购后，消化整合标的公司耗费了一定成本。

图 2：公司营业收入及同比增长情况 (单位：亿元)


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：公司净利润及同比增长情况 (单位：万元)


资料来源：Wind，信达证券研发中心

2016 年以来，海伦哲实现了营收与净利润的快速增长。2016 年前三季度，营业收入为 7.89 亿元，同比增长 56.83%；归属母公司净利润为 3501 万元，同比增长 399.23%。业绩实现爆发式增长主要源自以下几点：

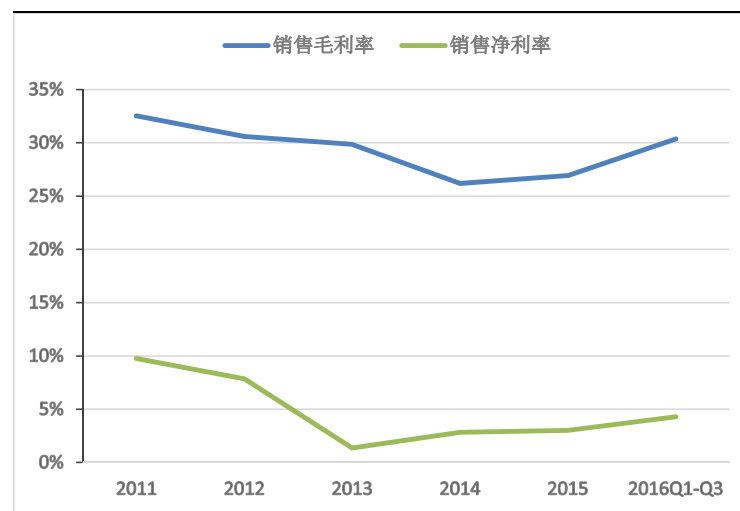
- 2016 年 6 月 8 日，公司高空作业车产品中标国家电网“2016 年车辆第一次竞争性谈判采购项目”，中标金额为 5.7 亿元，占该项目高空作业车招标金额的 70%，该订单中已有部分产品在第三季度完成交付，我们预计年底能够大部分交付完成。
- 公司于 2016 收购的连硕科技并表，致使公司前三季度营业收入增加 1.66 亿元、净利润增加 2921 万元；
- LED 智能电源业务（巨能伟业）受益于驱动电源产品销售良好等因素，该业务营业收入增加 7859 万元，同比增长

18.54%，实现净利润 1162 万元。另外，募投产品“显示屏用 IC 智能芯片”已于 2016 年 9 月小批量投放市场，有望进一步提升公司业绩。

此外，海伦哲于 2016 年 9 月 28 日发布公告，子公司格拉曼中标陆军总装备部 2.17 亿元订单，产品将于 2017 年底全部交付使用。基于以上几点因素，考虑到在 2013-2015 三年里，海伦哲前三季度营收均为全年营收的 60% 左右，净利润集中在四季度释放的特点，我们认为，2016 年全年海伦哲营收、净利润将保持前三季度的高增长，今年有望成为海伦哲的业绩爆发年。

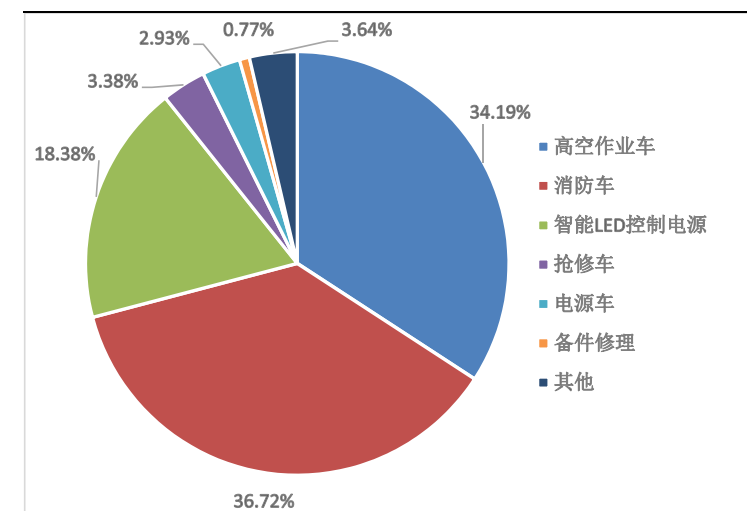
从公司的业务结构上看，根据 2015 年年报数据，按营收占比公司前三大业务为：高空作业车、消防车与智能 LED 控制电源业务，2016 年上半年以上三项业务毛利率分别为 25.41%、28.58%、23.15%。2014 年以来，公司业务结构持续改善，毛利率企稳回升。伴随着连硕科技（毛利率为 43.06%）的并表与毛利率较高的消防机器人（毛利率约为 40%）的放量，海伦哲整体毛利率有望继续升高。

图 4：公司毛利率与净利率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：公司业务结构（2015 年年报）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

传统主业高空作业车是行业龙头

高空作业车是一种将作业人员、工具、材料等通过作业平台举升到空中指定位置进行各种安装、维修等作业的专用高空作业机械。高空作业车既属于专用汽车又属于工程机械，是一种重要的施工设备。同属高空作业机械，高空作业车与高空作业平台有以下几点区别：

- 高空作业车具有汽车底盘，能够较为方便的实现长途移动；高空作业平台不具有汽车底盘，需要将其装载在专用运输车辆中实现长途运输。
- 高空作业车的主要应用在电力、市政、园林、通信、抢险救灾等领域；高空作业平台由于自身不能实现快速的长途运动从而主要应用在建筑行业。
- 下游市场的不同使得客户使用产品的方式有所差别。高空作业车的下游客户通常直接购买产品，而高空作业平台的下游客户通常通过中介商租赁设备进行作业。

用高空作业车进行高空作业是一种先进的登高作业方式，其使用密度与国民经济的发展水平密切相关。据高空作业机械杂志 *Access International* 统计，2015 年全球高空作业车销量约为 2.3 万台，其中美国约为 1.3 万台，日本约为 4370 台，中国约为 3000 台。以“每百亿美元 GDP 销售台数”作为衡量一国高空作业车使用密度的指标（见表 1），美国的使用密度为 7.24，日本的使用密度为 10.60，中国的使用密度仅为 2.76。考虑到我国近年来工业转型升级，人工进行高空作业对安全的要求逐步提升从而增购高空作业设备等因素，我们认为，我国高空作业车使用密度仍有很大的增长空间，我国高空作业车市场有望持续保持较快增速发展。

表 1：美、日、中三国高空作业车使用密度对比（2015 年数据）

	销量	GDP（百亿美元）	每百亿美元 GDP 销售台数（台/百亿美元）
美国	13000	1794.7	7.24
日本	4370	412.23	10.60
中国	3000	1086.64	2.76

资料来源：Access International，世界银行，信达证券研发中心整理

高空作业车业务是海伦哲的传统主业，主要产品覆盖折叠臂式、伸缩臂式、混合臂式（折叠+伸缩）等结构形式，目前国内最高 45 米及最低 7.5 米的高空作业车均出自于海伦哲。此外，海伦哲亦生产电力保障车辆，主要包括旁路带电作业车(组)、电源车、电力抢修车等产品，高空作业车产品及电力保障车辆主要应用于电力、市政、园林、石化、通信等行业。

图 6：海伦哲混合臂式高空作业车


资料来源：中国二手车城网，信达证券研发中心

图 7：海伦哲绝缘臂式高空作业车


资料来源：商车网，信达证券研发中心

从高空作业车市场竞争格局来看，海伦哲占据着行业的龙头地位，由于海伦哲高空作业车在市场上价格较高，从销售额上看，海伦哲市场占有率较销售数量口径更高。公司先后于 2015 年与 2016 年中标国家电网“2015 年电源项目第二批竞争性谈判（车辆）项目”9256 万元（约占招标额的 50%）与“2016 年车辆第一次竞争性谈判采购项目”5.7 亿元（约占招标额 70%），进一步提升了公司高空作业车的市场占有率，巩固了公司在国内高空作业车行业的龙头地位。

表 2：我国高空作业车市场竞争格局

2014 年排名	企业名称	2014 年（辆）	2013 年（辆）	2012 年（辆）
1	海伦哲	584	504	470
2	杭州爱知	479	366	410
3	徐工机械	289	168	102
4	湖北江南	246	708	98
5	湖北程力	229	279	204
6	北方交通	150	254	165
7	厦工楚胜	133	142	41
8	北京三兴	62	-	-
9	杭州中汽	59	50	47
10	北京凯特	51	-	46
	前十名合计	2282	2589	1629
	年总产量	2473	2814	1780

前十名占总产量比重	92.28%	92.00%	91.52%
海伦哲市场占有率	23.62%	17.91%	26.40%

资料来源：中国汽车技术研究中心《专用汽车行业月度数据服务报告》，信达证券研发中心整理

格拉曼：军品收获 2.17 亿元订单，消防机器人开始放量

海伦哲于 2012 年底以 4181 万元超募资金收上海购格拉曼后进入消防车行业，目前格拉曼主要产品包括军品与消防车（包括消防机器人）。

消防车是人们用于灭火，辅助灭火或消防救援的机动消防技术装备，是根据不同施救对象和灭火战斗的需要而设计制造成适合于消防人员乘用、装备各种消防器材或灭火剂的车辆。消防车的首要用途就是将消防人员运送到事故现场，提供所需的水、泡沫、干粉等灭火介质，并且车上携带消防人员常用的一些工具。按结构对消防车的种类进行划分，可将其分为四类，详见表 3。

表 3：消防车的分类

消防车分类	该种类常见消防车
罐类消防车	水罐消防车、泡沫消防车、干粉消防车、供水消防车、干粉消防车等
抬高类消防车	云梯消防车、登高平台消防车、抬高喷射消防车等
特种消防车	化学洗消车、嘴被泡沫消防车、化学事故抢险救援消防车等
抢险救援消防车	排烟消防车、照明消防车、勘察消防车、通讯指挥消防车等

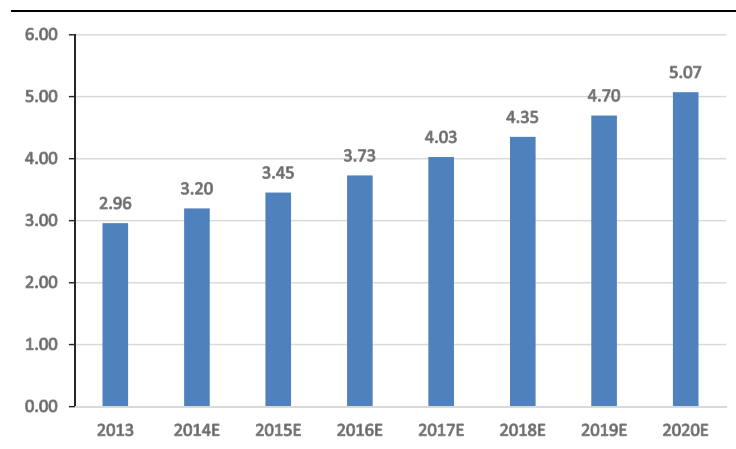
资料来源：信达证券研发中心整理

根据《发达国家的消防制度》（中国社会科学网）与中国产业信息网数据，美国和德国的消防车保有量均超过 7 万辆，而我国消防车保有量仅 2.96 万辆，专职消防队员约为 11.58 万人（《中国消防年鉴 2014》数据），不论是人均消防车保有量还是消防队员配备的消防车数量，我国均与发达国家有较大差距。随着我国经济的发展和消防工作的投入，地方和企事业单位的加入，各经济发达地区对新型、高性能消防车的需求，政府与人民对消防安全逐步提高重视，我们认为未来几年我国消防车市场将实现较快增长。按到 2020 年，我国专职消防队员数量增长至 15 万人，按照平均每 3 名专职消防队员配备一辆消防车计算，至 2020 年，我国消防车保有量有望增至约 5 万辆，按每辆消防车售价 100 万元测算，2016~2020 年我国消防车市场规模分别为 65 亿元、70 亿元、76 亿元、82 亿元和 88 亿元，五年合计为 380 亿元。

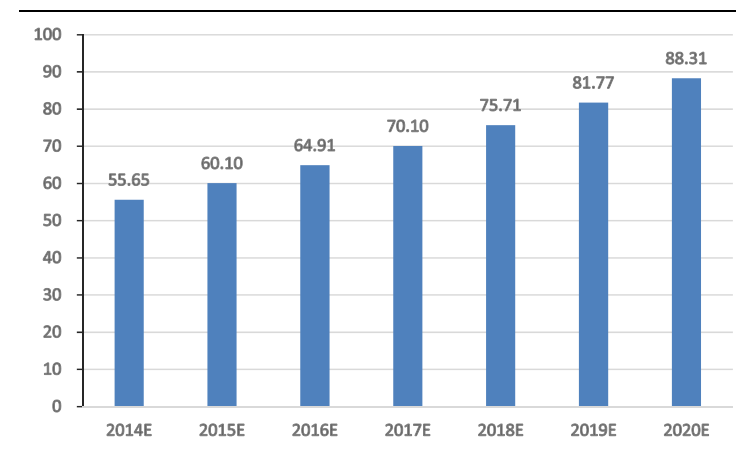
表 4：我国消防车保有量与市场规模测算

	保有量 (万辆)	保有量更新 10% (万辆)	每年增量 (万辆)	当年采购总量 (万辆)	当年市场规模 (亿元)
2013	2.96	0.30			
2014E	3.20	0.32	0.24	0.56	55.65
2015E	3.45	0.35	0.26	0.60	60.10
2016E	3.73	0.37	0.28	0.65	64.91
2017E	4.03	0.40	0.30	0.70	70.10
2018E	4.35	0.43	0.32	0.76	75.71
2019E	4.70	0.47	0.35	0.82	81.77
2020E	5.07	0.51	0.38	0.88	88.31

资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

图 8：我国消防车保有量预估 (2013~2020, 万辆)


资料来源：信达证券研发中心

图 9：我国消防车市场规模预估 (2014~2020, 亿元)


资料来源：信达证券研发中心

上海格拉曼的前身是上海消防器材总厂，该厂于 1918 年在上海成立，是我国最早成立的消防车和消防装备企业，是中国人民解放军装备承制单位。2012 年 12 月，海伦哲收购了格拉曼 100% 的股权，使格拉曼成为海伦哲公司的全资子公司。海伦哲收购格拉曼后，结合海伦哲在高空作业车领域的优势，加强了格拉曼的研发、生产能力。目前，格拉曼具有各类生产和检测设备 400 余台套，具备年产 1000 台各类消防车的能力。公司的主要产品有各类水罐、泡沫、干粉消防车；抢险救援消防车；化学救援车；多功能照明消防车；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；多功能消防机器人；消防泵以及军工产品等，是国内同行业产品品种最为齐全的消防车企业之一，其中化学事故救援和化学洗消类消防车装备到解放军各军种，这些产品与消防机器人、强臂破拆消防车、抢险救援和举

高喷射双臂消防车、远程大流量供水消防车等产品构成了公司富有特色的产品群。目前格拉曼消防机器人已经形成十余台为一套的系列产品，产品功能齐全，在国内处于领先地位。

图 10: 格拉曼举高喷射消防车



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 11: 格拉曼化学事故抢险救援消防车



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

消防机器人是特种机器人的一种，它作为特种消防设备可以替代消防队员接近火灾现场实施有效的灭火救援作业，开展各项火场侦察与抢险任务，尤其是在危险性大或者消防队员不易接近的场合，消防机器人的应用将大大提高消防部门扑灭恶性火灾的能力，对减少国家财产损失和灭火救援人员的伤亡具有重要的作用。早在上世纪 80 年代，在日本等发达国家，消防机器人就已经开始应用于各项由火灾引起的大型事故的抢险救援活动中，消防机器人的应用有效降低了消防员受到伤害的几率，提升了抢险救灾的效率。

格拉曼消防机器人系列产品涵盖十余种不同功能的消防机器人，可以有效应对事故现场的复杂工况。在“8.12 天津滨海新区爆炸事故”、“7.16 日照石化火灾事故”、“4.6 漳州 PX 项目爆炸事故”、“4.22 靖江油库爆炸事件”等重大事故中，海伦哲消防车与消防机器人表现出了优异的性能和多样化的灭火战斗手段，特别是消防机器人可以替代消防官兵迅速靠近火场并高效灭火，起到不可替代的作用，历次卓越的表现给公安消防系统各级官兵留下了深刻而良好的印象。

图 12: 格拉曼消防灭火破拆机器人



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

图 13: 格拉曼消防灭火机器人



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

图 14: 格拉曼灭火、排烟、侦查机器人



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

此外, 格拉曼是解放军总装备部、空军、海军、火箭军等的装备承制单位, 具有三级军工保密资格认证, 部分产品供应军方, 可以满足军方的定制化需求。2016 年 9 月 28 日, 海伦哲发布公告, 子公司格拉曼与陆军装备部于 2016 年 9 月 27 日签订了总金额为 2.17 亿元订单, 约占格拉曼 2015 年营收的 66%, 产品将于 2017 年底全部交付使用。我们认为, 此次格拉曼中标陆军总装备部的大单体现了军方对格拉曼产品质量、技术的认可, 为今后格拉曼继续拓宽渠道, 建立企业良好形象提供了有力的支持。

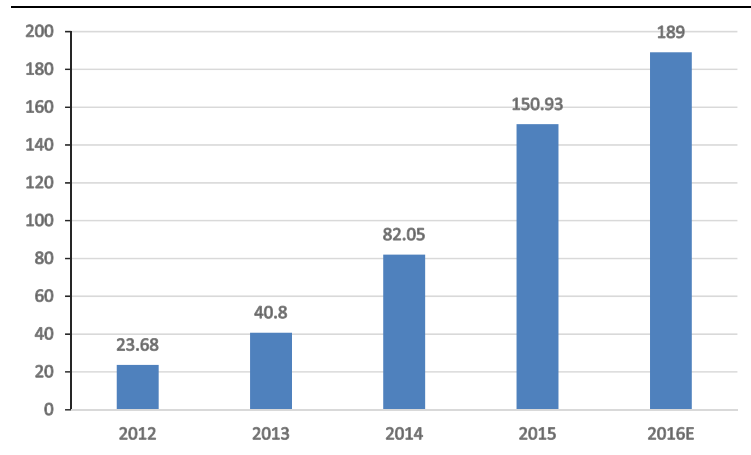
收购巨能伟业, 切入智能 LED 控制电源市场

2014 年 9 月, 海伦哲以 7200 万元收购了巨能伟业 100% 股权, 进入智能 LED 控制电源行业, 收购时 2015-2017 年三年的利润承诺为 2000 万元、2600 万元与 3380 万元。巨能伟业是 LED 驱动电源的综合服务供应商, 主要从事各类 LED 驱动电源及相关产品的研发、生产、销售及服务, 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。

收购巨能伟业以来, 巨能伟业市场知名度、技术水平不断提升, 经营业绩实现了快速的发展。2015 年巨能伟业实现营业收入 1.51 亿元, 同比增长 83.95%, 实现净利润 2099 万元, 同比增长 298.18%; 2016 年前三季度, 巨能伟业实现营业收入 7859 万元, 继续保持较为快速增长。经过两年的研发, 巨能伟业 LED 显示屏用 IC 智能芯片已开始组织投产, 已经于 2016 年 9 月

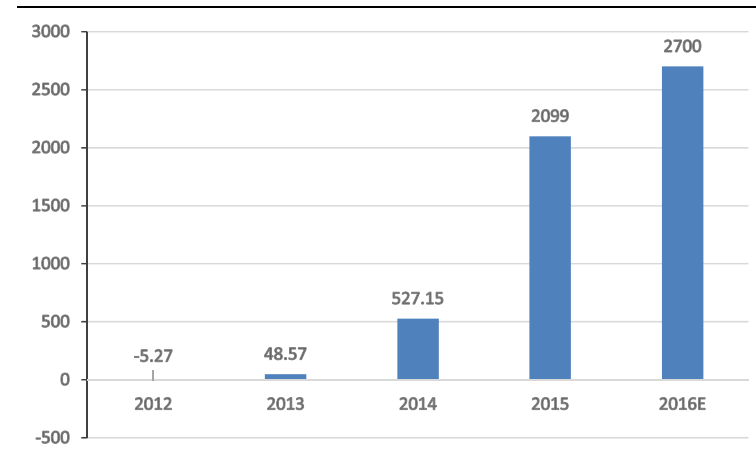
投放市场，目前该产品已经取得小批量订单。由于该产品在性价比、可靠性和光色品质等方面成效显著，能更好地满足客户需求，我们认为，该产品有望成为巨能伟业新的利润增长点，促进巨能伟业业绩高速增长从而助力海伦哲业绩增厚。

图 15: 巨能伟业历年营收增长情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 16: 巨能伟业历年净利润增长情况 (万元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

并购连硕科技，分享工业自动化产业盛宴

海伦哲于 2016 年 1 月完成对连硕科技 100% 股权的收购，进军智能制造解决方案市场。

深圳连硕自动化科技有限公司，成立于 2011 年，是为客户提供世界级智能制造解决方案和服务的国家“高新技术企业”和“双软企业”。连硕科技旗下有连硕智能集成事业部和连硕教育事业部、五个子公司，分别服务于 LED 照明、光电显示、3C（穿戴设备）等行业，专注于系统集成、机构设计、制程工艺、工业 4.0 教育培训四大专业领域。主要业务有一机、二代、四线，即工业机器人集成应用、智能视觉检测自动化设备（AOI II & AOI III）、LED 照明产品自动化生产线、食品包装自动化生产线、精密组件装配自动化生产线、五金抛光打磨机器人生产线。

2015 年，连硕科技成为意大利柯马机器人战略合作伙伴，相继与木林森、长方半导体、伟志光电、雷曼光电、九洲光电、欧普照明、联创光电、华磊光电、TCL、创维电子、康舒电子等众多上市公司建立长期合作伙伴关系。公司凭借技术与资源优势，逐渐扩张自身客户资源，成为国内领先的工业自动化设备方案提供商。

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，产品可以为客户大幅提高生产效率，并实现智能

化生产和检测。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，连硕科技正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 17：连硕科技主要合作伙伴

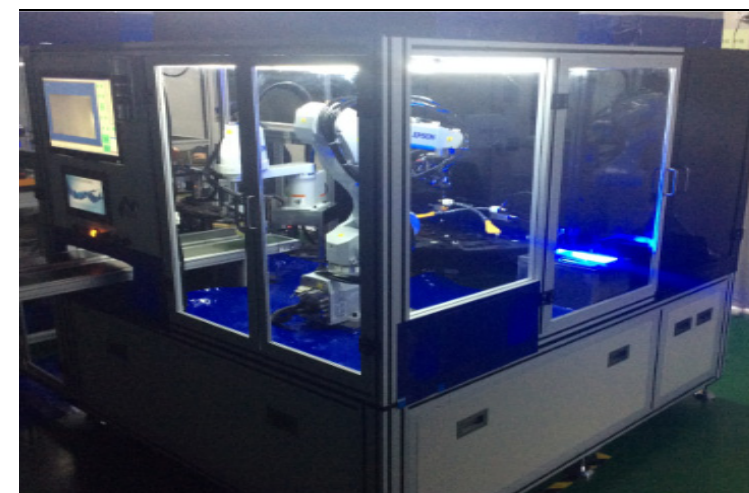


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 18：连硕科技-LED 照明产品自动化生产线



图 19：连硕科技-AOI 自动背光检测设备三代



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

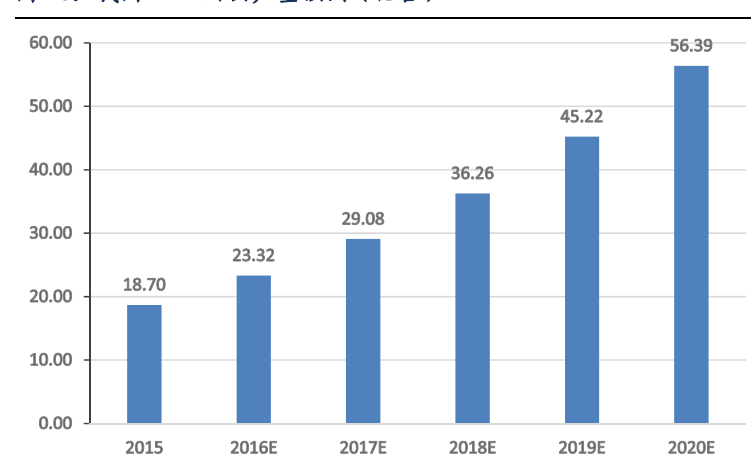
LED 灯具自动化生产是连硕科技产品的应用领域之一。根据中国产业信息网数据，2015 年我国 LED 灯具产量约为 18.7 亿台，至 2020 年 LED 灯具产量有望达到 56.4 亿台，复合增长率达 25%。按 2015 年我国 LED 自动化生产设备渗透率 20%，2020 年达到 80% 测算，2016-2020 年，年均自动化渗透率提升 12%。按每条 LED 自动化生产线每小时生产 800 只，每天工作 16 小时，年开工 280 天测算，2016-2020 年我国每年需要新增 LED 自动化生产线 104、149、210、291、401 条，按每条生产线 350 万元计算，未来五年合计市场规模约 40 亿元。

表 5：我国 LED 自动化生产线市场规模测算

	渗透率	LED 灯具产量 (亿只)	新增 LED 自动化生产线数量 (条)	市场规模 (亿元)
2015	20%	18.70		
2016E	32%	23.32	104	3.63
2017E	44%	29.08	149	5.21
2018E	56%	36.26	210	7.34
2019E	68%	45.22	291	10.20
2020E	80%	56.39	401	14.02

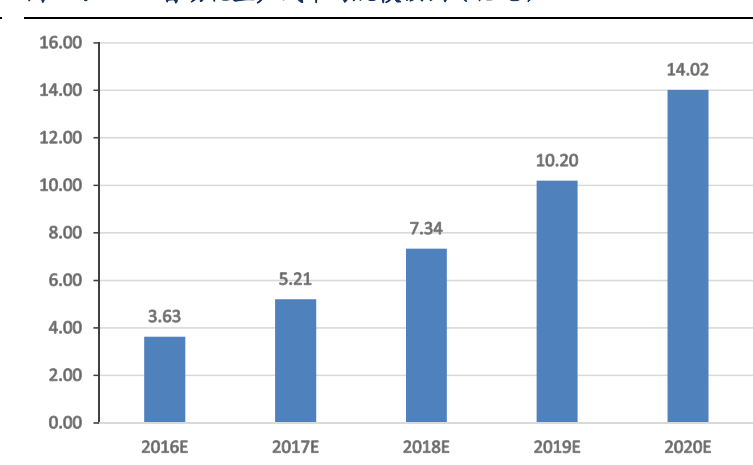
资料来源：信达证券研发中心

图 20：我国 LED 灯具产量预测 (亿台)



资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

图 21：LED 自动化生产线市场规模预测 (亿元)



资料来源：信达证券研发中心

此外，3C 自动化市场也是连硕科技深耕领域之一，连硕科技“机器人撕膜应用系统”、“自动背光检测设备”、“液晶屏贴合系统”、“3C 精密驱动膜组件自动化生产线”等产品可以广泛应用于 3C 自动化市场。据 FMI 预测，未来 5 年全球 3C 市场将以

15.5%的复合增长率增长，到 2020 年，全球 3C 市场规模有望达到 2.98 万亿美元。我国是全球 3C 制造业中心，产能居于全球首位，但是普遍处在产业链的下游，企业利润偏低。随着我国人口红利的逐渐消失，提高 3C 生产设备的自动化率是降低成本的有效途径。目前我国 3C 自动化渗透率尚处于 15%-20%左右，预计 2020 年有望达到 60%以上，根据中国自动化网预测，2016 年我国 3C 自动化设备市场空间约为 720 亿元，到 2020 年 3C 生产线的“存量改造+增量自动化生产线”所对应的市场规模有望达到 2500 亿元。我们认为，连硕科技产品和技术与我国 3C 自动化改造需求相契合，连硕科技有望受益于我国 3C 自动化改造浪潮带来的确定性利好，保持快速增长。

受益于行业的高度景气，连硕科技业绩亮眼。海伦哲在收购连硕科技时，连硕科技原全体股东承诺：2016-2019 年，连硕科技实现扣非后归属母公司净利润为 2100 万元、3000 万元、4000 万元和 5200 万元。仅 2016 年 2-9 月（2016 年 2 月起连硕科技并表），连硕科技实现营业收入 1.66 亿元，实现净利润 2971 万元，远超 2100 万元的全年目标。我们认为，在行业景气的延续下，伴随着连硕科技逐渐将产品拓展到食品包装、精密组件装配等市场，未来几年连硕科技将继续保持高速增长，为海伦哲带来可观利润。

股权激励彰显海伦哲信心

近几年，海伦哲实现了快速的发展，公司上下对海伦哲未来良好前景信心十足，于 2015 年推出了股权激励和员工持股计划。

股权激励

2015 年 4 月 28 日，海伦哲发布股权激励预案，以定向增发的形式向 76 名公司高管与中层干部合计授予 2190 万份股票期权，占总股本的 5.99%，其中首次授予 1971 万份，预留 219 万份（预留期权已超期未授予，目前已注销），详见表 6。2015 年 8 月 26 日，海伦哲对激励对象进行首次授予股票期权，行权价格为 8.245 元。去除因员工离职等因素注销的 90 万份股票期权后，2015-2018 年，摊销期权费用分别为 1576.91 万元、2510.42 万元、1175.68 万元和 348.31 万元，合计为 5611.32 万元（详见表 7）。

表 6：海伦哲股权激励情况

行权期	行权时间	行权比例	行权考核条件
首次授予股票期权			
第一次行权	2016.8-2017.8	30%	2015 年扣非后归母净利润不低于 2000 万元，较 2014 年增长 190.67%
第二次行权	2017.8-2018.8	30%	2016 年扣非后归母净利润不低于 2500 万元，较 2014 年增长 263.34%
第三次行权	2018.8-2019.8	40%	2017 年扣非后归母净利润不低于 4000 万元，较 2014 年增长 481.34%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 7: 海伦哲 2015-2018 摊销期权费用

期权批次	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	合计
期权费用 (万元)	1576.91	2510.42	1175.68	348.31	5611.32

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

员工持股计划

2015 年 8 月 17 日, 海伦哲股东大会审议通过了《关于<员工持股计划(草案)>及其摘要的议案》, 同意公司实施员工持股计划并委托上海锦臻资产管理有限公司成立“锦臻稳定价值 1 号资产管理计划”进行管理, 通过二级市场购买等法律法规许可的方式取得并持有海伦哲股票。截止至 2016 年 9 月 30 日, 公司员工持股计划持有海伦哲股票 1287.78 万股, 占公司总股本的 1.25%。

盈利预测、估值与投资评级

假设与盈利预测

军品与消防车 (格拉曼): 消防车业务有望伴随着我国消防市场的增长而持续增长; 消防机器人业务逐渐打开, 2015 年开始销售, 2016 年目标为 100 台, 我们预计消防机器人销量将实现爆发。考虑到军品方面, 9 月 28 日海伦哲子公司格拉曼与陆军总装备部签订的 2.17 亿订单将于 2017 年底前交付, 我们预计海伦哲 2016 年、2017 年和 2018 年军品与消防车业务将增长 40.98%、14.65%和 15.27%。2013-2015 年该业务三年毛利率平均为 22.84%, 考虑到 2015 年消防机器人开始有销量但仅为 5 台, 而 2016 年起消防机器人 (毛利率较高, 约为 40%以上) 开始打开市场, 我们假设 2016 年至 2018 年海伦哲军品与消防机器人毛利率稳定在 30%左右;

自动集成控制系统 (连硕科技): 2016 年 2-9 月 (连硕科技于 2016 年 2 月并表), 连硕科技实现营业收入 1.66 亿元, 实现净利润 2971 万元, 远超收购时 2100 万元的业绩承诺。我们认为, 在行业景气的延续下, 伴随着连硕科技逐渐将产品拓展到食品包装、精密组件装配等市场, 未来几年连硕科技将继续保持高速增长, 考虑到行业特点, 连硕科技四季度将确认较多收入, 我们预测 2016 年全年连硕科技有望实现营业收入 2.5 亿元, 我们假设 2017、2018 年营收增长率为 35%。考虑到连硕科技 2014-2015 年毛利率平均值约为 47%, 我们假设 2016 年至 2018 年连硕科技毛利率稳定在 47%左右;

高空作业车: 高空作业车是海伦哲的传统龙头产品。2016 年海伦哲中标国家电网 5.7 亿元订单, 中标产品有望于 2016 年年底大部分交付完成, 考虑到以上因素和 2013-2015 年海伦哲高空作业车业务营收规模, 保守估计 2016 年全年高空作业车

业务有望实现营业收入 6 亿元；我国高空作业车使用密度较欧美发达国家仍有极大差距，我国高空作业车销量有望伴随着经济的发展而逐渐提高，考虑到今后大订单的不确定性，我们假设 2017、2018 年高空作业车业务收入规模每年增长 10%。2013-2015 年高空作业车平均毛利率约为 29%，我们假设 2016 年至 2018 年高空作业车业务毛利率稳定在 29%左右；

智能 LED 控制电源（巨能伟业）：2016 年前三季度，巨能伟业实现营业收入 7859 万元，继续保持较快增长。巨能伟业“LED 显示屏用 IC 智能芯片”已于 2016 年 9 月投放市场，目前该产品已经取得小批量订单。我们认为，该产品有望成为巨能伟业新的利润增长点，促进巨能伟业业绩高速增长从而助力海伦哲业绩增厚。我们假设 2016 年至 2018 年智能 LED 电源业务营业收入增速分别为 25%、25%和 22%，三年间毛利率稳定在 25%左右；

抢修车和电源车：抢修车与电源车所占营收规模较小，且这两项业务每年营收变动较大。2016 年上半年抢修车业务营收同比增长 166%，电源车业务营收同比增长 240%。考虑到这两项业务收入确认主要集中在四季度的特点，我们保守估计 2016-2018 年抢修车业务营收增长率分别为 30%、20%和 20%；电源车业务营收增长率分别为 40%、40%和 35%；毛利率稳定在 25%左右。

我们对海伦哲分业务收入预测如下表所示：

表 8：海伦哲主营业务收入预测

	2014 (A)	2015 (A)	2016 年 (E)	2017 年 (E)	2018 年 (E)
军品与消防车					
营业收入 (亿元)	2.71	3.02	4.80	5.50	6.34
营收增长	63.47%	11.15%	40.98%	14.65%	15.27%
毛利率	19.82%	20.77%	30.00%	30.00%	29.00%
自动集成控制系统					
营业收入 (亿元)			2.50	3.38	4.56
营收增长				35.00%	35.00%
毛利率			48.00%	48.00%	47.00%
高空作业车					
营业收入 (亿元)	2.27	2.81	6.00	6.00	6.60
营收增长	30.10%	23.54%		10.00%	10.00%
毛利率	29.29%	28.23%	29.00%	29.00%	28.00%
智能 LED 控制电源					
营业收入 (亿元)		1.51	1.89	2.36	2.88
营收增长			25.00%	25.00%	22.00%

毛利率		27.24%	25.00%	25.00%	25.00%
抢修车					
营业收入 (亿元)	0.34	0.28	0.36	0.44	0.52
营收增长	99.38%	-17.25%	30.00%	20.00%	20.00%
毛利率	33.37%	26.41%	25.00%	25.00%	25.00%
电源车					
营业收入 (亿元)	0.17	0.24	0.34	0.47	0.64
营收增长	44.79%	45.01%	40.00%	40.00%	35.00%
毛利率	21.23%	52.13%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 (注: 智能电源与自动集成系统业务由于为并购项目, 过往数据未并表显示)

估值与投资评级

我们预计海伦哲 2016 年至 2018 年的营业收入分别为 16.03 亿元、18.51 亿元和 22.16 亿元, 归属母公司净利润分别为 1.25 亿元, 1.36 亿元和 1.55 亿元, 对应 EPS 分别为 0.12 元/股、0.13 元/股和 0.15 元/股。考虑到海伦哲持续并购, 打造智能制造产业链; 四大板块业务齐头并进快速发展; 订单充足, 今年业绩有望爆发, 我们维持对海伦哲的“增持”评级。

风险因素

宏观经济下行风险, 我国 3C 自动化进展缓慢; 高空作业车与电力保障车辆获取订单不及预期; 外延式并购进程不及预期。

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	762.40	835.78	1,548.57	1,770.48	2,064.59
货币资金	157.69	178.73	366.37	371.25	399.23
应收票据	11.20	11.58	6.41	12.13	15.63
应收账款	226.64	366.11	641.23	747.56	903.44
预付账款	117.85	37.21	55.01	93.25	106.79
存货	204.15	202.69	440.10	506.83	600.04
其他	44.86	39.45	39.45	39.45	39.45
非流动资产	314.42	482.78	586.52	673.65	762.80
长期投资	0.00	0.00	7.68	7.68	7.68
固定资产	211.59	216.60	227.55	235.69	240.13
无形资产	67.64	175.11	262.34	339.80	418.33
其他	35.19	91.07	88.95	90.49	96.65
资产总计	1,076.81	1,318.56	2,135.09	2,444.13	2,827.39
流动负债	395.19	508.72	901.82	1,076.73	1,307.80
短期借款	190.00	188.15	338.15	438.15	538.15
应付账款	129.71	185.45	355.95	394.25	478.29
其他	75.47	135.12	207.72	244.33	291.36
非流动负债	5.40	22.18	172.18	172.18	172.18
长期借款	0.00	14.60	164.60	164.60	164.60
其他	5.40	7.58	7.58	7.58	7.58
负债合计	400.59	530.90	1,073.99	1,248.91	1,479.98
少数股东权益	9.57	9.32	4.76	3.06	0.49
归属母公司股东权益	666.66	778.34	1,056.34	1,192.16	1,346.91
负债和股东权益	1076.81	1318.56	2135.09	2444.13	2827.39

主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	575.91	821.35	1,603.07	1,850.73	2,215.86
同比(%)	44.32%	42.62%	95.18%	15.45%	19.73%
归属母公司净利润	16.48	25.57	124.52	135.83	154.75
同比(%)	196.59%	55.17%	387.03%	9.08%	13.93%
毛利率(%)	26.18%	26.93%	31.37%	31.84%	31.48%
ROE(%)	2.50%	3.54%	13.57%	12.08%	12.19%
每股收益(元)	0.05	0.07	0.12	0.13	0.15
P/E	552	356	73	67	59
P/B	4.84	4.14	8.61	7.63	6.75
EV/EBITDA	72.58	50.47	56.31	48.62	42.85

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	575.91	821.35	1,603.07	1,850.73	2,215.86
营业成本	425.14	600.19	1,100.24	1,261.43	1,518.29
营业税金及附加	3.18	5.78	10.92	11.94	14.99
营业费用	39.53	46.43	97.08	112.83	134.02
管理费用	90.93	127.40	240.46	285.63	339.35
财务费用	9.57	12.74	18.92	28.07	34.13
资产减值损失	2.71	5.96	9.84	10.85	13.89
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.26	0.57	0.28	0.37	0.41
营业利润	5.12	23.42	125.90	140.34	161.58
营业外收入	11.40	4.16	6.05	7.20	5.81
营业外支出	0.16	0.18	0.12	0.15	0.15
利润总额	16.36	27.40	131.83	147.39	167.23
所得税	0.04	2.57	11.86	13.27	15.05
净利润	16.32	24.83	119.96	134.13	152.18
少数股东损益	-0.16	-0.74	-4.56	-1.70	-2.57
归属母公司净利润	16.48	25.57	124.52	135.83	154.75
EBITDA	45.49	68.12	170.57	199.60	228.82
EPS (摊薄)	0.02	0.02	0.12	0.13	0.15

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	35.24	89.41	-124.58	42.81	76.99
净利润	16.32	24.83	119.96	134.13	152.18
折旧摊销	19.34	27.72	19.33	22.91	26.34
财务费用	9.78	13.01	19.40	29.30	35.25
投资损失	-0.26	-0.57	-0.28	-0.37	-0.41
营运资金变动	-9.91	5.93	-291.89	-152.96	-148.95
其它	-0.03	18.50	8.89	9.81	12.58
投资活动现金流	-90.51	-60.08	-121.85	-108.63	-113.76
资本支出	-5.76	-20.19	-114.45	-109.00	-114.17
长期投资	6.00	-42.74	0.28	0.37	0.41
其他	-90.75	2.85	-7.68	0.00	0.00
筹资活动现金流	25.22	-13.26	434.07	70.70	64.75
吸收投资	0.00	22.98	158.95	0.00	0.00
借款	35.00	20.90	300.00	100.00	100.00
支付利息或股息	10.63	16.27	24.88	29.30	35.25
现金净增加额	-30.05	16.07	187.64	4.89	27.98

研究团队简介

范海波，CFA，有色/钢铁行业高级研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management , Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

杜煜明，研究助理。中国人民大学国际贸易学硕士，大连理工大学化工机械专业学士。2016 年 7 月加入信达证券研发中心，从事机械军工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何 欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。