

康尼机电(603111)/专用设备

**“轨道交通+消费电子”双主业促业绩持续高增长
追加锁定期及减持补偿承诺彰显信心**
评级：买入（维持）

市场价格：11.27

目标价格：15

分析师：王华君

执业证书编号：S0740517020002

电话：010-59013814

Email: wanghj@r.qizq.com.cn

联系人：于文博

Email: yuwb@r.qizq.com.cn

联系人：范炜

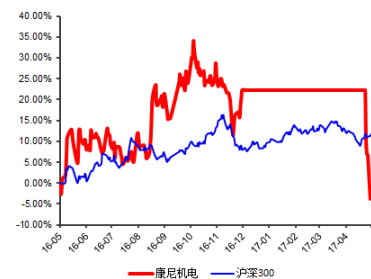
Email: fanwei@r.qizq.com.cn

联系人：朱荣华

Email: zhurh@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	738.38
流通股本(百万股)	383.63
市价(元)	11.27
市值(百万元)	8,321.54
流通市值(百万元)	4,323.51

股价与行业-市场走势对比

相关报告

《康尼机电(603111)：业绩略超市场预期；轨道交通/新能源汽车/智能制造优质标的》2016.4.20

《铁路设备：城轨建设门槛或降低；轨交零部件重点推荐鼎汉技术、康尼机电》2016.5.17

《轨交装备：受益一带一路、PPP核心零部件自主化空间大》2017.3.27

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,656.43	2,010.15	2,231.38	2,525.05	2,917.63
增长率 yoy%	26.55%	21.35%	11.01%	13.16%	15.55%
净利润	183.83	239.94	282.65	336.82	402.72
增长率 yoy%	30.40%	30.53%	17.80%	19.17%	19.56%
每股收益(元)	0.62	0.32	0.38	0.46	0.55
每股现金流量	0.30	0.08	0.69	0.44	0.39
净资产收益率	15.49%	17.63%	18.00%	17.66%	17.44%
P/E	46	45	30	25	21
PEG	1.52	1.48	1.70	1.33	1.09
P/B	7.16	7.97	5.32	4.23	3.36

备注：上述盈利预测暂不考虑龙昕科技并购；考虑龙昕科技并购后，备考 PE 为 23/18/15 倍。

投资要点
■ 并购龙昕科技，“轨道交通+消费电子”双主业促业绩持续高增长

公司为轨交装备门系统龙头企业。公司拟 34 亿元并购龙昕科技，龙昕科技处于消费电子精密结构件行业，市场发展前景广阔。本次交易完成后，上市公司将形成“轨道交通+消费电子”双主业经营格局，资产、收入、利润规模将明显提升，上市公司抵御宏观经济波动的能力，及整体抗风险能力将进一步增强。

■ 公告收购预案二次修订稿，追加锁定期及减持补偿承诺

追加不减持承诺：第一大股东资产公司及四名内部董事，以及交易对方廖良茂、田小琴、众旺昕，承诺 36 个月内（2017 年 8 月 1 日至 2020 年 7 月 31 日）不减持。若 2017-2019 年业绩低于承诺累计金额，则追加不减持承诺至 2021 年；若 2020-2021 年业绩低于目标值，则以本公司/本人当年度通过减持实际获得的金额为限，对上市公司就前述业绩差额部分进行现金补偿。

按以上股份追加锁定承诺，在龙昕科技 2017-2019 年分别不低于 2.38 亿元、3.08 亿元、3.88 亿元的业绩承诺基础上，追加 2020-2021 年净利润不低于 4.65 亿元、5.35 亿元的业绩承诺。追加承诺彰显了对龙昕科技经营信心。

■ 龙昕科技消费电子表面处理占据市场领先地位，业绩有望持续高增长

龙昕科技在消费电子表面处理细分领域占据领先地位，公司产品覆盖了 O PPO、VIVO、华为、TCL、三星、LG 等品牌旗舰机型。2016 年实现营收 10.2 亿元，同比增长 45.4%，净利润 1.8 亿元，同比增长 29.6%。

在原有的塑胶、金属材质精密结构件表面处理业务的基础上，龙昕提前布局陶瓷、玻璃等新材料表面处理业务及进行技术储备，并加大 VR 头显、智能玩具、智能穿戴等新产品的开发，培育新的业绩增长点。

■ 交易前后不改变无实际控制人格局

本次交易前上市公司股权结构较为分散，不存在实际控制人，第一大股东资产经营公司持股比例 11.52%。交易后，不考虑配套募集资金影响，上市公司第一大股东仍将是资产经营公司，所持股票占发行后总股本的比例为 9.51%；第二大股东金元贵持股比例为 6.11%；交易对方廖良茂、田小琴及众旺昕合计获得的股票占发行后总股本的比例为 8.23%，上市公司股权结构不会发生明显变化，不存在实际控制人的情形不会改变。本次交易不会导致公司控制权的变化，本次交易不构成重组上市。

■ 标动核心供应商，轨交装备主业业绩持续较快增长

公司主营轨交门系统，在城轨市场占有率超过 50%；并成为标动（标准动车组）核心供应商，动车市场不断扩大，受益城轨地铁快速增长和动车招标逐步恢复。新能源汽车行业短期受补贴新政影响，但长期将维持较高景气度。

暂不考虑龙昕科技并购，预计公司 2017-2019 年业绩为 2.8/3.4/4.0 亿元，对应 PE 为 30/25/21 倍。考虑龙昕科技收购，公司 2017-2019 年备考业绩为 5.2/6.5/7.9 亿元，备考 PE 为 23/18/15 倍；维持“买入”评级。

■ 风险提示：龙昕科技业绩不如预期，动车组招标低于预期风险。

内容目录

一、并购龙昕科技，形成“轨道交通+消费电子”双主业经营格局.....	- 3 -
二、公司追加锁定期及减持补偿承诺.....	- 3 -
三、龙昕科技在表面处理细分领域占据领先地位，业绩有望持续高增长.....	- 3 -
四、交易前后不改变无实际控制人格局.....	- 6 -
五、下游持续景气保障轨交装备主业业绩持续增长.....	- 6 -
六、盈利预测：预计业绩持续快速增长，维持“买入”评级.....	- 8 -

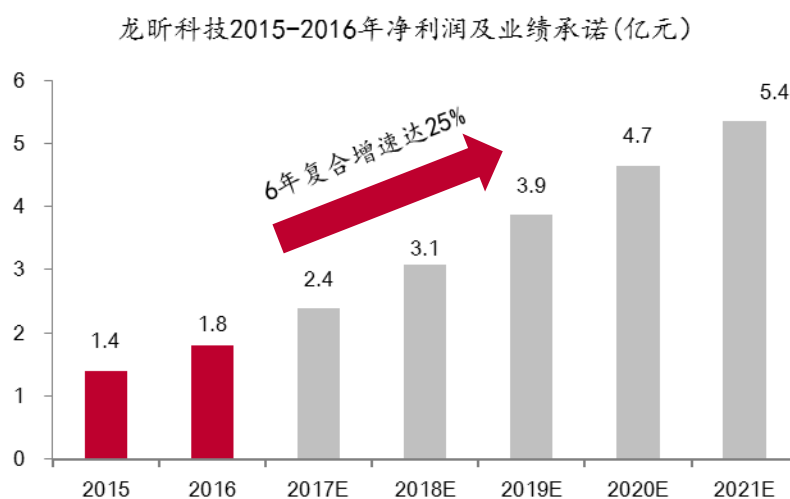
一、并购龙昕科技，形成“轨道交通+消费电子”双主业经营格局

- 公司拟发行股票及支付现金并购龙昕科技，交易对价 34 亿元。龙昕科技处于消费电子精密结构件行业，市场发展前景广阔，2015 年度和 2016 年度营业收入分别为 6.5 亿元、10.2 亿元，实现归母净利润分别为 1.4 亿元、1.8 亿元，业绩呈现快速增长趋势。
- 本次交易完成后，上市公司将形成“轨道交通+消费电子”双主业经营格局，资产、收入、利润规模将明显提升，上市公司抵御宏观经济波动的能力，及整体抗风险能力将进一步增强。

二、公司追加锁定期及减持补偿承诺

- 公司 5 月 17 日公告收购预案二次修订稿，在本稿中第一大股东资产公司及四名内部董事，以及交易对方廖良茂、田小琴、众旺昕追加了不减持及补偿承诺。
- 承诺 36 个月内（2017 年 8 月 1 日至 2020 年 7 月 31 日）不减持。若龙昕科技 2017-2019 年业绩低于承诺累计金额 93,366 万元，则追加不减持承诺至 2021 年。若龙昕科技 2020 年度实现净利润低于 46,519.20 万元，则在 2020 年度按比例，以当年度通过减持实际获得的金额为限，对上市公司就前述业绩差额部分进行现金补偿。若龙昕科技 2021 年度实现净利润低于 53,497.08 万元，则在 2021 年度按比例，以减持实际获得的金额为限，对上市公司就前述业绩差额部分进行现金补偿。
- 按以上股份追加锁定承诺，在龙昕科技 2017-2019 年分别不低于 23,800 万元、30,800 万元、38,766 万元的业绩承诺基础上，追加 2020-2021 年净利润不低于 46,519 万元、53,497 万元的减持补偿承诺。追加承诺彰显了对龙昕科技经营信心。

图表 1：追加承诺彰显了对龙昕科技经营信心



资料来源：Wind，中泰证券研究所

三、龙昕科技在表面处理细分领域占据领先地位，业绩有望持续高增长

- 龙昕科技为行业领先的消费电子精密结构件表面处理整体解决方案提供商，主营业务为塑胶、金属及新材料精密结构件的表面处理工艺研发和

生产制造服务，具体包括塑胶精密结构件的生产及表面处理，金属精密结构件的表面处理，并具备其他各类材质结构件的特殊涂装、真空镀膜等表面处理服务能力。

图表 2：龙昕科技表面处理的相关产品



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：龙昕科技主要工艺和核心技术

序号	工艺名称	工艺介绍
1	真空镀膜	真空镀（PVD、物理气相沉积）是指在真空条件下，采用物理方法，将材料源表面气化成气态原子、分子或部分电离成离子，并通过低压气体（或等离子体）过程，在基体表面沉积成具有某种特殊功能薄膜的技术。
2	特殊涂装	特殊涂装是指利用喷塑机等设备，在静电条件下将涂装材料均匀附着于结构件表面，形成基础涂层，再经过高温烘烤、紫外固化等工序，获得不同种类效果的最最终涂层。
3	镭雕	镭雕（激光加工）指通过透镜将光能量聚集以获取高能量密度，并利用光热效应进行加工处理。在普通镭雕的基础上，3D 镭雕技术可实现弧面的金属纹理加工；二次镭雕技术可实现光哑同体效果。
4	纳米注塑	纳米注塑（NMT）是指通过酸处理将金属表面形成纳米级孔洞，并将塑胶注射成型在金属表面，得到塑胶与金属一体化的技术。
序号	核心技术	技术介绍
1	千米级 7 涂 8 烤真空镀膜涂装工艺	通过喷涂、真空镀膜技术，实现数码壳高品质各种颜色外观效果，通过多次涂装技术，达到表面涂层硬度 3H 以上，以及石头震动耐磨 2 小时以上，适合高性能要求产品，具有高附加值。
2	真空电镀 7 涂 7 烤超薄涂装镀膜技术	通过喷涂、真空镀膜技术，实现数码壳高品质各种颜色外观效果，减少油漆油量，通过多次薄涂技术，达到表面涂层硬度 3H 以上，以及石头震动耐磨 2 小时以上，适合高档产品
3	模扣机的前后模倒装双色注塑技术	通过加装模扣机，使双色模具实现前后模倒装，降低模具制造成本，提升产量。模具制造成本减低 20%，产量提高 10%。
4	阳极氧化及光面倒角的哑面金属外壳技术	利用两种不同的激光技术，结合高质感纳米喷涂和镜面 NCVM 镀膜，达到光哑同体的金属外观效果，具有价格竞争力和高附加值。
5	消费类电子产品结构件	通过材料表面阳极氧化或腐蚀、仿陶瓷油漆技术、喷涂技术、光学镀，实现表

表面涂装陶瓷工艺技术 面陶瓷外观效果和硬度耐磨性能，同时有优良的延展性和耐冲击性能。改善金属表面质感，显著提升产品附加值。

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- 龙昕科技建有省级工程中心和实验室，现有员工 1100 多人，其中研发人员 303 人。数码产品的真空镀膜技术已位于国际先进、国内领先水平，模具制造位于国内先进水平，目前已获得了 12 项软件著作权，70 多项专利。

图表 4：龙昕科技有限公司生产线



资料来源：东莞时间网，中泰证券研究所

- 凭借国内领先的精密模具设计开发能力、纳米注塑技术、真空镀技术、自动装配技术，加之良好的产能实力，优秀的管理团队和国际化的营销队伍，龙昕科技与国内外知名消费电子厂商建立了良好的长期合作关系。龙昕科技的产品及技术服务广泛应用于 OPPO、VIVO、华为、TCL、ADVAN、MICROMAX、LAVA 等品牌的旗舰机型，且在平板电脑结构件方面是万利达的主要供应商、VR 头显方面是 TCL 的首要战略合作方、乐视智能家居产品结构件及精细表面处理的合作方。

图表 5：龙昕科技应用产品包含各大品牌中高端旗舰手机



华为 mate8
京东售价 2999-3899 元



华为 mate9
京东售价 3899-4499 元



OPPO A59S
京东售价 1999 元



VIVO X9

京东售价 2798-2998 元



LG G5

京东售价 2099 元

资料来源：公司公告，京东，中泰证券研究所

- IDC 的统计数据 and 预测报告表明，未来全球智能手机市场将保持稳定增长，2018 年出货量达 18.73 亿部；平板电脑有望受“二合一”类产品驱动，逐渐扭转销量颓势；VR 头显市场则有望迎来爆发行情，未来五年复合增长率达 75.5%。受益于消费电子终端市场强劲需求的驱动，精密结构件表面处理行业发展迅速，市场前景广阔。
- 在原有的塑胶、金属材质精密结构件表面处理业务的基础上，龙昕提前布局陶瓷、玻璃等新材料表面处理业务及进行技术储备，并加大 VR 头显、智能玩具、智能穿戴等新产品的开发，培育新的业绩增长点。
- 2016 年 9 月龙昕科技签约大朗项目，计划投资 30 亿元购买用地 151.9 亩建设项目总部，建成投产后预计年产值达 30 亿元，有望促进公司业绩持续高增长。

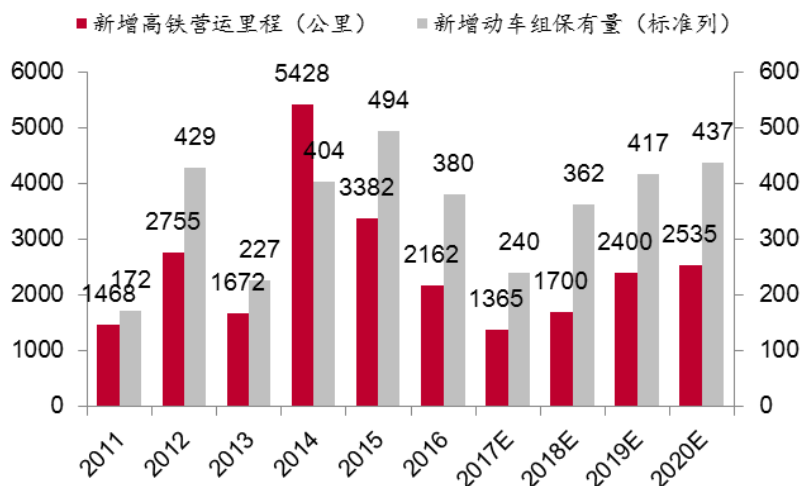
四、交易前后不改变无实际控制人格局

- 本次交易前，上市公司股权结构较为分散，不存在实际控制人，第一大股东是资产经营公司，持股比例为 11.52%。
- 本次交易后，不考虑配套募集资金影响，上市公司第一大股东仍将是资产经营公司，所持股票占发行后总股本的比例为 9.51%；第二大股东金元贵持股比例为 6.11%；交易对方廖良茂、田小琴及众旺昕合计获得的股票占发行后总股本的比例为 8.23%，上市公司股权结构不会发生明显变化，仍然十分分散，不存在实际控制人的情形不会改变。
- 本次交易不会导致公司控制权的变化，本次交易不构成重组上市。

五、下游持续景气保障轨交装备主业业绩持续增长

- 公司老业务主营轨交门系统，在城轨市场市占率超过 50%；并成为标动核心供应商，动车市场占比有望达到 50%，将受益城轨地铁快速增长和动车招标逐步恢复。
- 从 2016 年 12 月 13 日到 2017 年 1 月 19 日，铁总陆续招标 160 标准列动车组。中铁投 2017 年 1 月 18 日公告，采购 350 公里动车组（长编）15 列，250 公里动车组 20 列；2016 年 12 月 13 日招标 250 公里动车组 70 列，2016 年 12 月 15 日招标 250 公里动车组（高寒）20 列，250 公里动车组（长编）10 列。
- 我们认为中铁总招标有望逐步恢复正常，动车组招标呈现“多批量、小批次”特点，同时不排除大规模集中招标可能。近 5 年动车组保有量年均增长 387 标准列，高铁运营里程年均增长 3080 公里，随着高铁投产新线触底反弹，2017-2020 年均招标有望稳定在 350-400 列。

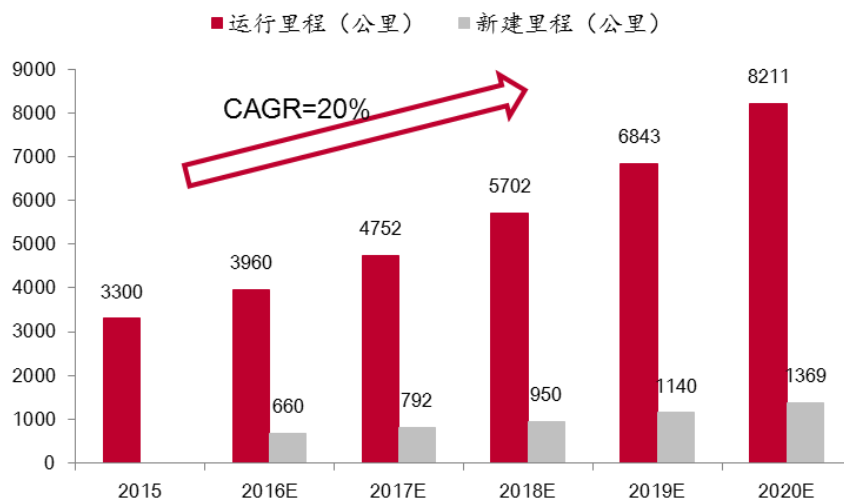
图表 6: 动车组新增有望随通车高铁运营里程触底反弹



资料来源: 国家铁路局, 中泰证券研究所 (2010、2011 年为按组计)

- 假设“十三五”末我国城市轨道交通总里程实现翻番, 则未来 5 年年均复合增速将达到 15%。我们预计“十三五”期间城市轨道交通建设速度有望超预期, 到 2020 年城市轨道交通实际新建里程有望达到 5000 公里, 年复合增速有望超过 20%。

图表 7: 预计“十三五”期间我国城市轨道交通新建里程有望达到 5000 公里, 年复合增速超过 20%

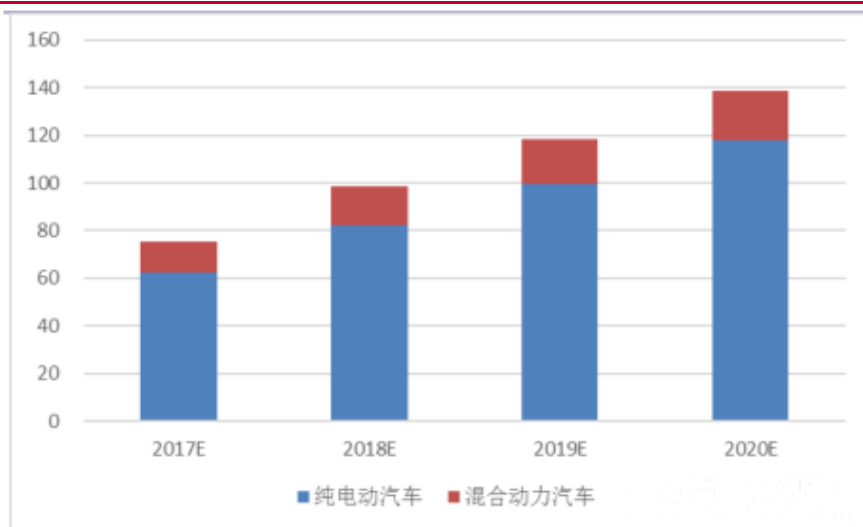


来源: 中国铁路总公司, 中泰证券研究所

- 据中国中车公告, 2016 年中车实现城轨地铁销售 4962 辆, 同比增长 23.3%, 2017 年 1 季度, 由于交付的城市轨道车辆同比增加, 城轨与城市基础设施业务收入同比大幅增长 42.16%。我们认为城轨地铁车辆已经开启高增长, 而且未来增速将不断加速。
- 新能源汽车行业短期受补贴新政影响, 但长期将维持较高景气度。截止到 2016 年底, 我国累计生产纯电动汽车 75.1 万辆, 混合动力汽车 22.2 万辆。目前, 我国新能源乘用车还主要集中在限购城市, 北京只推广纯电动, 上海以混合动力为主, 新能源乘用车将向其他限购城市传导。现有新能源客车主要集中在城市公交和公司班车领域, 多个城市明确规定,

未来新增的公交车大部分或全部是新能源汽车，城市公交市场的渗透率接近 26% 新能源客车将小幅增长。在城市用专用车领域只有纯电动车型，且处于起步阶段，未来替代空间最大。

图表 8：预计 2017—2020 年我国新能源汽车将保持较快增长



来源：中国产业发展研究网，中泰证券研究所

- 轨交行业及新能源汽车行业持续景气保障公司业绩持续增长。

六、盈利预测：预计业绩持续快速增长，维持“买入”评级

- 公司主营轨交门系统，在城轨市场市占率超过 50%；并成为标动核心供应商，动车市场不断扩大，将受益城轨地铁快速增长和动车招标逐步恢复。新能源汽车行业短期受补贴新政影响，但长期将维持较高景气度。下游持续景气保障公司业绩持续增长。
- 不考虑并购，预计公司 2017-2019 年业绩为 2.8/3.4/4.0 亿元，对应 PE 为 30/25/21 倍。
- 考虑本次龙昕科技收购，公司 2017-2019 年备考业绩为 5.2/6.5/7.9 亿元，备考 PE 为 23/18/15，维持“买入”评级。
- 风险提示：轨道交通行业投资及铁总招标不及预期；龙昕科技业绩不及预期；并购进程不及预期。

图表 9: 康尼机电盈利预测

损益表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,308,924	1,656,427	2,010,149	2,231,380	2,525,051	2,917,627
增长率	25.68%	26.5%	21.4%	11.0%	13.2%	15.5%
营业成本	-815,744	-1,017,788	-1,247,929	-1,370,976	-1,538,655	-1,760,882
% 销售收入	62.3%	61.4%	62.1%	61.4%	60.9%	60.4%
毛利	493,180	638,639	762,220	860,404	986,396	1,156,745
% 销售收入	37.7%	38.6%	37.9%	38.6%	39.1%	39.6%
营业税金及附加	-13,973	-15,992	-19,737	-21,726	-24,689	-28,468
% 销售收入	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-85,657	-111,188	-129,657	-145,879	-164,341	-190,176
% 销售收入	6.5%	6.7%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
管理费用	-224,375	-306,180	-342,568	-390,998	-438,411	-508,130
% 销售收入	17.1%	18.5%	17.0%	17.5%	17.4%	17.4%
息税前利润 (EBIT)	169,175	205,279	270,258	301,801	358,955	429,971
% 销售收入	12.9%	12.4%	13.4%	13.5%	14.2%	14.7%
财务费用	-20,828	-10,419	-7,729	8,051	16,776	23,207
% 销售收入	1.6%	0.6%	0.4%	-0.4%	-0.7%	-0.8%
资产减值损失	-167	-4,369	-8,221	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	12,202	5,705	7,871	8,579	9,177
% 税前利润	0.0%	5.3%	1.9%	2.2%	2.0%	1.8%
营业利润	148,179	202,694	260,013	317,722	384,309	462,355
营业利润率	11.3%	12.2%	12.9%	14.2%	15.2%	15.8%
营业外收支	19,337	26,899	39,310	35,379	38,917	42,809
税前利润	167,515	229,593	299,323	353,101	423,226	505,164
利润率	12.8%	13.9%	14.9%	15.8%	16.8%	17.3%
所得税	-24,218	-34,688	-43,760	-52,006	-62,717	-74,371
所得税率	14.5%	15.1%	14.6%	14.7%	14.8%	14.7%
净利润	143,297	194,906	255,563	301,095	360,510	430,792
少数股东损益	2,333	11,080	15,622	18,442	23,686	28,077
归属于母公司的净利润	140,964	183,826	239,941	282,653	336,824	402,715
净利率	10.8%	11.1%	11.9%	12.7%	13.3%	13.8%

资产负债表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	632,448	406,548	292,289	576,436	784,020	1,047,432
应收款项	554,930	1,022,193	1,333,403	1,158,485	1,358,795	1,589,244
存货	343,043	405,004	385,509	457,424	504,693	580,896
其他流动资产	30,394	292,904	187,358	198,538	196,738	202,355
流动资产	1,560,816	2,126,648	2,198,559	2,390,882	2,844,245	3,419,926
% 总资产	85.3%	83.8%	81.9%	82.5%	84.0%	86.1%
长期投资	3,650	3,650	3,650	3,650	3,650	3,650
固定资产	214,327	348,047	415,998	443,015	480,439	494,421
% 总资产	11.7%	13.7%	15.5%	15.3%	14.2%	12.4%
无形资产	41,545	49,797	58,755	51,668	50,515	47,766
非流动资产	268,206	411,728	486,765	506,695	542,966	554,200
% 总资产	14.7%	16.2%	18.1%	17.5%	16.0%	13.9%
资产总计	1,829,022	2,538,376	2,685,324	2,897,578	3,387,211	3,974,126
短期借款	205,000	310,000	190,000	0	0	0
应付款项	553,244	938,005	911,011	940,434	1,185,661	1,313,555
其他流动负债	75,970	117,700	159,028	226,551	181,119	209,347
流动负债	834,214	1,365,705	1,260,039	1,166,984	1,366,780	1,522,902
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	18,402	6,820	7,698	7,698	7,698	7,698
负债	852,615	1,372,525	1,267,737	1,174,683	1,374,478	1,530,600
普通股股东权益	953,584	1,186,622	1,361,164	1,569,979	1,906,802	2,309,518
少数股东权益	18,281	52,740	63,803	82,245	105,931	134,008
负债股东权益合计	1,824,480	2,611,887	2,685,324	2,826,906	3,387,211	3,974,126

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.488	0.622	0.325	0.383	0.456	0.545
每股净资产 (元)	3.301	4.018	1.843	2.126	2.582	3.128
每股经营现金净流 (元)	0.752	0.303	0.083	0.686	0.445	0.393
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	14.78%	15.49%	17.63%	18.00%	17.66%	17.44%
总资产收益率	7.73%	7.04%	8.93%	9.75%	9.94%	10.13%
投入资本收益率	26.75%	15.29%	17.48%	23.97%	24.93%	26.31%
增长率						
营业总收入增长率	25.68%	26.55%	21.35%	11.01%	13.16%	15.55%
EBIT增长率	23.50%	21.34%	31.65%	11.67%	18.94%	19.78%
净利润增长率	20.49%	30.41%	30.53%	17.80%	19.17%	19.56%
总资产增长率	33.43%	43.16%	2.92%	7.90%	16.90%	17.33%
资产管理能力						
应收账款周转天数	115.7	110.6	140.8	122.4	124.6	129.3
存货周转天数	133.2	134.1	115.6	121.8	119.7	120.4
应付账款周转天数	143.0	150.0	141.5	144.9	145.5	144.0
固定资产周转天数	52.9	54.8	63.9	66.4	63.0	58.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-43.98%	-7.79%	-7.18%	-34.89%	-38.95%	-42.87%
EBIT利息保障倍数	8.1	19.7	35.0	-37.5	-21.4	-18.5
资产负债率	46.73%	52.55%	46.99%	43.03%	40.63%	38.56%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。