



2017-07-20

公司点评报告

买入/首次

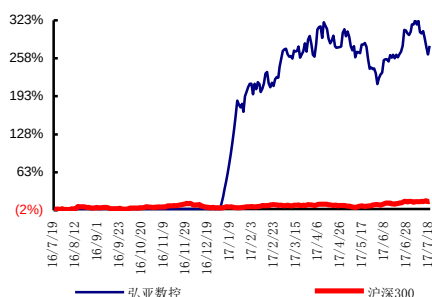
弘亚数控(002833)

昨收盘: 54.99

机械设备 专用设备

对国内板式家具机械龙头企业的深度思考

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	135/33
总市值/流通(百万元)	7,436/1,834
12 个月最高/最低(元)	61.36/14.56

证券分析师: 刘国清

电话: 021-61372597

E-MAIL: liugq@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517040001

联系人: 刘瑜

电话: 010-88695233

E-MAIL: liuyubj@tpyzq.com

联系人: 徐也

电话: 010-88695236

E-MAIL: xuye@tpyzq.com

近日,我们对国内板式家具机械龙头企业弘亚数控进行了调研,并对关系公司未来发展的几个重要问题进行了深入思考,结论如下:

1、板式家具机械行业成长性有多大? 板式家具机械行业增速主要来自几个层面: 1) 房地产新竣工+存量更新装修需求带来家具厂商固定资产投资; 2) 板式家具渗透率提升; 3) 板式家具行业自动化、数控化率提升带来设备升级换代需求。这三个层面 2017-2018 年对板式家具机械行业增速贡献在 31%和 18%左右, 短期行业需求的快速增长可能导致外资品牌产能供应不足, 有利于国产龙头趁机切入抢占市场。之后随着房地产增速进入下行周期以及此轮定制家具快速发展完成会逐渐弱化至个位数。

2、决定公司成长性的关键点有哪些? 1) 目前国内板式家具机械市场空间约 200 亿, 但市场非常分散, 排名第一的德国豪迈市占率估计 7%左右, 而公司作为前三名市占率估计在 3%左右。相比于其他成熟行业, 板式家具机械行业竞争格局更优, 假设公司未来 3 年内市占率能够到 5%, 则不考虑行业增速自身也能有 25%以上的增长。2) 相较于同行, 公司坚持轻资产运营模式, 而将更多精力放在供应链、经销商的管理以及产品研发创新上。公司财务数据优良, 同时具备规范新、灵活性和创新性, 为未来市场进攻和可持续发展储备了弹药。

3、公司较高的毛利率能够维持吗? 我们分别从成本端和收入端对公司毛利率高于同行的原因进行了分析, 发现所谓生产模式和销售模式的不同不是造成毛利率差异的主要原因, 而高毛利率产品的占比差异(即公司不同的产品结构)才是主要原因。因此, 随着产品线进一步完善, 公司高毛利率的封边机占比有可能略降, 但综合实力提升更有利于公司长远发展。

4、国外品牌(如德国豪迈)会通过价格战抢占中国市场吗? 我们认为虽然豪迈产品售价大幅高于公司, 但未来发生价格战的可能性较小。短期看, 豪迈与公司下游客户重叠较少, 且其订单已非常饱满, 基本不会和公司产生竞争; 中长期看, 虽然行业增速放缓竞争逐渐激烈, 但豪迈销售净利率大幅低于公司, 基本没有价格战的空间。反倒是公司自身, 由于售价相比国内其他产品高出 30%, 再加上有上市平台资金优势, 在市场进攻中可操作空间更大, 市占率有望得到提升。

盈利预测与投资建议: 我们认为公司是有望走出来的板式家具机械国产企业, 看好其长期发展。考虑到公司目前作为次新股已经享受一定溢价, 暂不给予目标价。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.69 元、2.26 元和 3.01 元, 对应 PE 为 33 倍、24 倍和 18 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	534.14	852.01	1162.87	1572.20
增长率	42.12	59.51%	36.49%	35.20%
归属母公司净利润（百万元）	155.13	227.88	305.69	407.23
增长率	74.01	46.90%	34.15%	33.21%
每股收益 EPS（元）	1.15	1.69	2.26	3.01
PE	48	33	24	18
PB	10.33	9.38	8.44	7.47

资料来源：WIND，太平洋证券整理

1 板式家具机械行业成长性有多大？

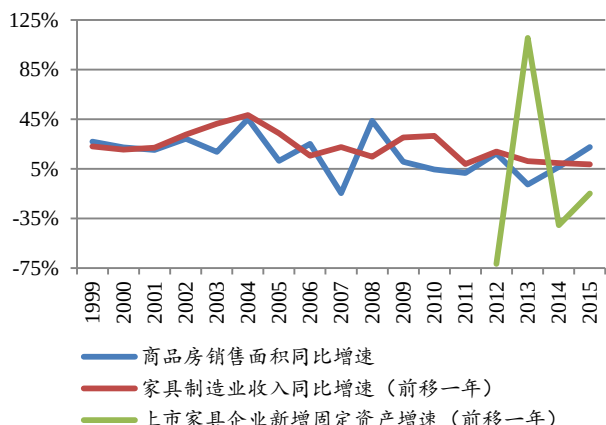
按照行业经验，板式家具收入占家具行业总收入比例约 45%，单位产值对应 5% 左右的设备投资需求。根据中国家具协会统计，2016 年我国家具行业规模以上企业累计完成主营业务 8559.5 亿元，则对应板式家具机械行业市场空间约为 200 亿元；根据产业信息网统计，2015 年全球家具企业总产值约 4550 亿美元，则对应板式家具机械行业市场空间约 102 亿美元（690 亿人民币）。

板式家具机械行业增速主要来自几个层面：1) 房地产新竣工+存量更新装修需求带来家具厂商固定资产投资；2) 板式家具渗透率提升；3) 板式家具行业自动化、数控化率提升带来设备升级换代需求。我们判断，这三个层面 2017-2018 年对板式家具机械行业增速贡献在 31% 和 18% 左右，短期行业需求的快速增长可能导致外资品牌产能供应不足（据悉豪迈订单已经排产到 2019 年），有利于国产龙头趁机切入抢占市场。之后随着房地产增速进入下行周期以及此轮定制家具快速发展完成会逐渐弱化至个位数。

1.1 今年国内增量+存量房对家具设备需求贡献 22% 以上增长

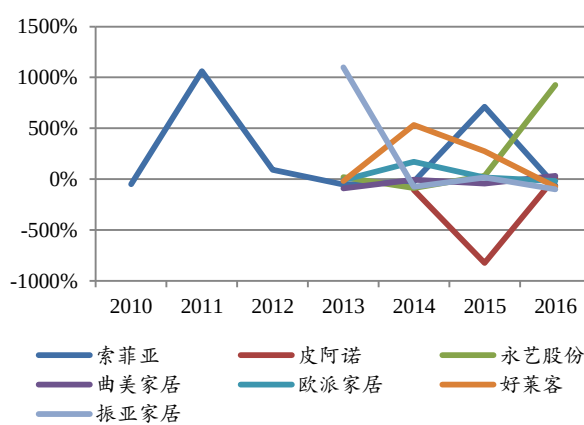
住宅销售情况体现到家具企业业绩上大概有 1 年滞后期，因此我们比较了过去 15 年住宅销售面积增速、家具制造业收入增速（前移一年）以及 7 家上市家具企业新增固定资产增速（加总，2011 年后才有数据），发现住宅销售与家具企业收入平均增长中枢基本一致，而固定资产增速与住宅销售相关性更强，且波动更大，说明家具企业的固定资产投资决策更多是以房地产市场需求为导向。此外，具体到每一家家具上市公司，其固定资产投资节奏具有独立性，与各自的设备投资周期、资金募集时间（如 IPO）等关系更大。

图表 1：住宅销售面积增速与家具企业收入增速、新增固定资产增速情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 2：家具企业近年新增固定资产增速



资料来源：各公司公告，太平洋证券整理

考虑到 1999 年之前住宅销售面积整体不大，我们以 1999 年至今的住宅销售面积总和近似作为存量房总面积，同时假设存量房每年重新装修的比例为 1%，在此基础上，我们对未来 3 年住宅增量销售和存量重装对家具及家具机械需求的影响进行了测算，如图表 3 所示，所得到的装修面积增速理想状态下应为家具制造业收入增速的前瞻性指标（提前一年且数值相仿）。由此，根据

我们的假设，2017-2019 年增量+存量住宅装修需求带来的家具制造业收入增长分别为 21.87%、10.20%和 2.77%；考虑到家具企业固定资产投资波动幅度大于收入，我们认为，2017-2018 年增量+存量房对家具设备需求增长的贡献将大于 22%和 11%，而之后其对家具设备需求的推动有可能大幅减弱。同时，增长需求和存量需求比例在 10:1 左右（由于没有考虑 1999 年之前的房子，实际情况比例会更小），且随着未来存量逐步增加这一比例将逐渐减小。

图表 3：房地产增量+存量需求对家具及家具机械的影响

	2016	2017E	2018E	2019E
新增住宅销售面积（亿平方米）	13.75	15.13	15.43	15.74
增速	22%	10%	2%	2%
存量面积（亿平方米）	120.71	135.84	151.28	167.02
存量翻新占比	1%	1%	1%	1%
存量翻新面积（亿平方米）	1.21	1.36	1.51	1.67
新增/存量需求比	11.39	11.14	10.20	9.42
合计装修面积（亿平方米）	14.96	16.49	16.94	17.41
增速	21.87%	10.20%	2.77%	2.75%

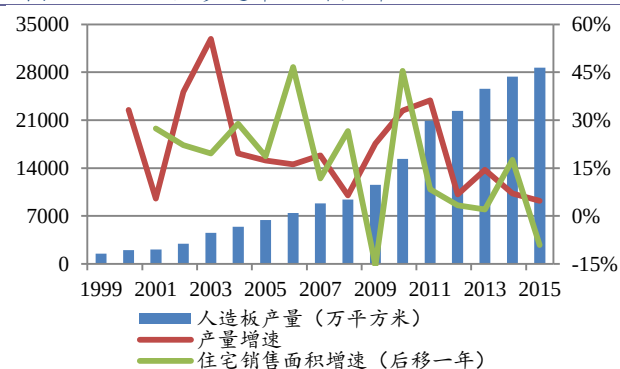
资料来源：WIND，太平洋证券整理

值得注意的是，虽然国内房地产市场已趋于成熟，但国外很多新兴市场国家正处于城镇化的快速发展阶段，其房地产增量的迅速提升能极大推动家具需求以及家具设备需求，也就是说全球 690 亿板式家具市场去掉中国 200 亿、欧美日韩等发达国家 200 亿，还有约一半是处于快速增长阶段的，这也为国内的板式家具机械厂商打开了增长空间。

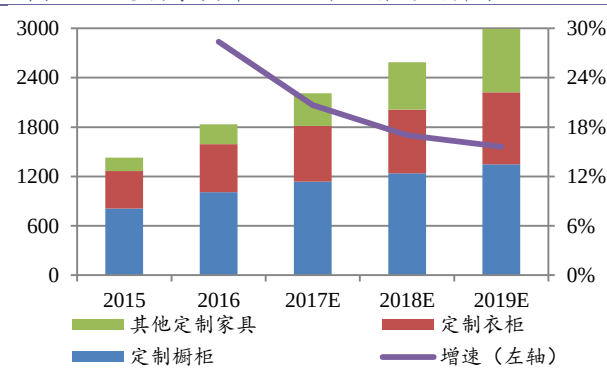
1.2 今年板式家具渗透率提升对家具设备需求贡献 8%左右增长

家具根据材料可以分为实木家具、板式家具、藤式家具、金属家具等，其中板式家具的主要原材料为人造板。我们统计了 1999 年至今人造板销售面积情况，发现其 2010-2015 年均复合增速达到了 16.89%，远大于 2009-2014 年住宅销售面积复合增速（4.89%），由此说明人造板渗透率是在不断提升的。

图表 4：人造板渗透率不断提升



图表 5：定制家具市场空间及增速测算(亿元)



从最近几年来看，定制家居行业的蓬勃发展是促进板式家具渗透率提升的重要因素。定制家居一般采用人造板为原材料，2016 年市场规模 1800 亿左右（对应设备需求约 85 亿，占板式家具机械需求比例约 42.5%）。据测算，2017-2019 年定制家具市场复合增速分别为 21%、17%和 16%，对应带来板式家具行业 2017-2019 年增速分别为 8.9%、7.2%和 6.8%。

1.3 自动化率提升也能推动板式家具设备需求增长

除了下游需求带动的设备增长以外，设备自身的进化也是一个增长驱动力，对于板式家具机械也不例外。过去我国的板式家具企业大多数处于传统的通用设备单件小批量生产模式，近年随着人力成本提升、加工要求提升、安全要求提升以及柔性化程度提升，行业产线设备的自动化升级越来越得到重视，加工中心、自动化整线等已经成为行业的发展趋势。自动化智能化是一个渐进的过程，会在未来很长一段时期内推动板式家具机械行业的发展，贡献稳定增长。

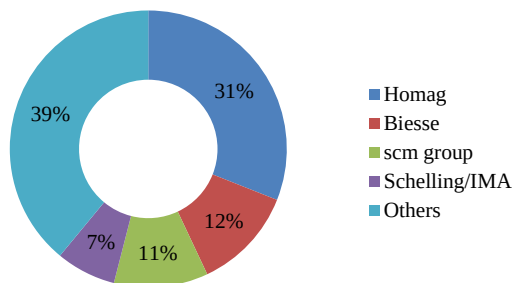
2 决定公司成长性的关键点有哪些？

判断公司自身的成长性可以主要转化为判断公司市占率提升的可能性和盈利能力的稳定性。

2.1 不错的竞争格局是公司市占率提升的基础

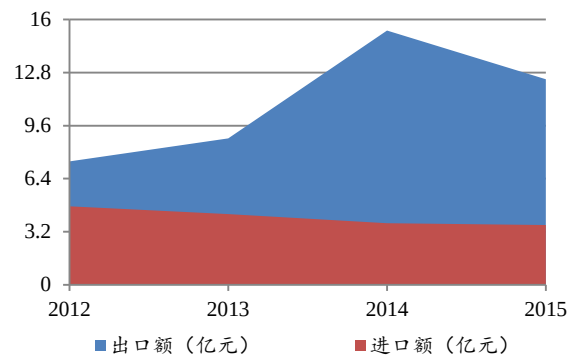
从国际木工机械市场来看，德国豪迈、意大利 Biesse、意大利 SCM 集团和的德国 IMA Schelling 集团的市场份额分别达到了 31%、12%、11%和 7%，这似乎已经是一个高度集中的行业（CR4=61%），新竞争者市占率提升难度较大。但是从国内市场来看，情况却不是这样。目前国内板式家具机械市场空间约 200 亿，市场非常分散，高端市场完全被外资品牌占据（主要是德国豪迈，2016 年在中国销售额 10+亿，市占率 7%左右），中高端市场包括公司（市占率 3%左右）以及南兴装备（市占率不到 3%）等，低端市场主要是一些小厂商。国内龙头公司与国外品牌目前下游竞争重合度较低。因此，虽然同样可归类为成熟行业，但板式家具机械相比于电梯、注塑机等行业竞争格局更优，国内龙头通过市占率提升逻辑走出来的外部阻力更小。假设公司能够在未来 3 年内将市占率提升至 5%，则不考虑行业增速公司自身也能有 25%以上的符合增速。

图表 6：2016 年国际木工机械市场格局



资料来源：Durr 公告，太平洋证券整理

图表 7：我国板式家具机械进出口额情况



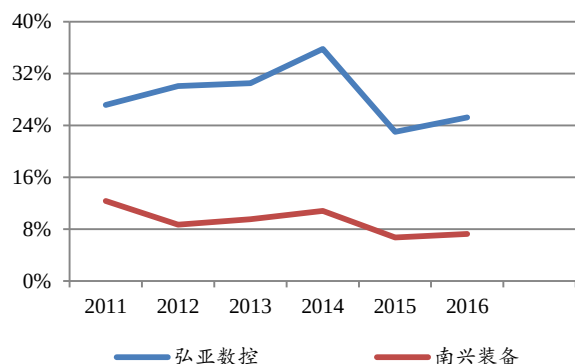
资料来源：中商情报网，太平洋证券整理

2.2 轻资产助力公司投入更多精力专注研发和管理

公司属于轻资产经营模式,近年 ROA 始终维持在 20%以上,比国内同行上市公司高 10 余个点。这主要是由于 1) 公司除软件以外的大部分零部件都是外购或外协模式,而同行很多零部件采用自制模式; 2) 公司 90%以上销售通过经销商实现,而同行采用经销、直销相结合的方式。在这种模式下,公司有更多的精力投入到供应链管理、经销商管理以及更重要的产品研发上,从而使公司能有充足的弹药和灵活性扩大市占率。

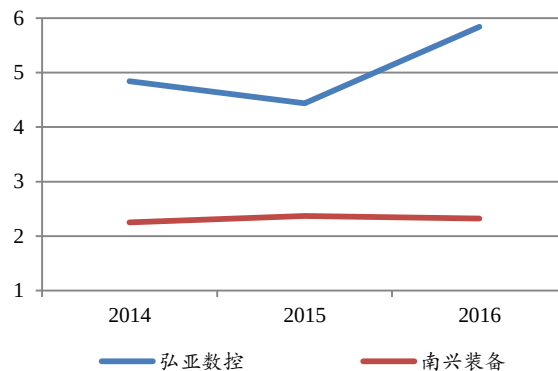
在供应链方面,公司充分利用地处广深地区产业配套资源丰富的优势外购外协零部件,建立了规范良好的供应商体系和采购机制,从国内国外多方选择(如主轴意大利进口,伺服国产)。在经销商方面,公司充分信任经销商,维护其在所定区域内的独家销售,同时给予其丰厚的毛利率空间(20%左右),并有望与重要的经销商进一步深入绑定,调动其积极性,互利共赢。供应和销售上潜移默化的影响体现在报表上就是公司存货周转更快(供应商体系好不用大量囤货)、销售费用比更低(直销少)、经营性现金流更好(款到发货),这为后面公司在市场上拼杀从而扩大市占率提供了充分的财务空间。

图表 8: ROA 比较



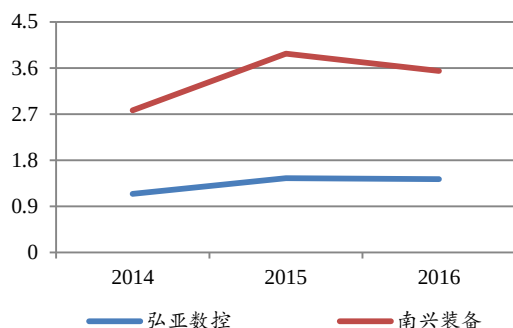
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 9: 存货周转率比较



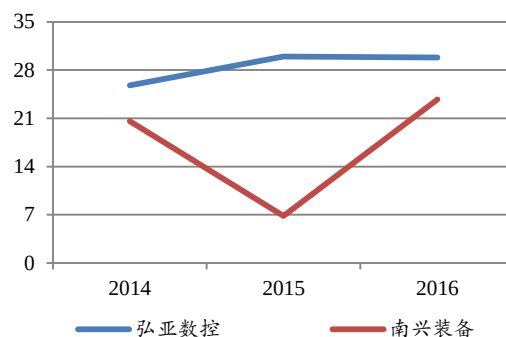
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 10: 销售费用比营收情况



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

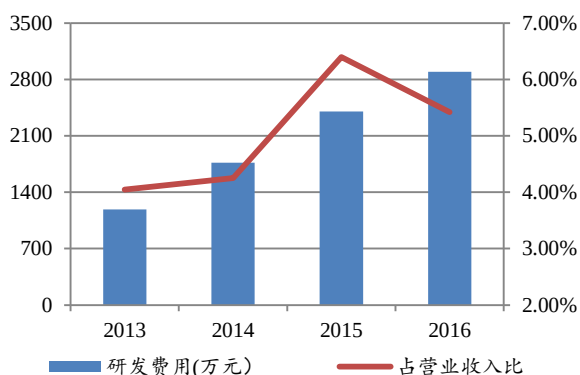
图表 11: 经营性现金流净额比营收情况



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

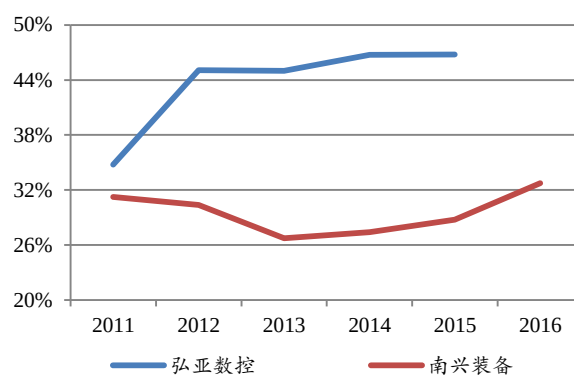
更重要的是，轻资产能让公司有更多精力专注研发。一般来说，当技术革新时，下游厂商对设备有较大升级换代动力，此时新设备厂商将有更大机会替代同类产品的老设备厂商。同时，只有不断的研发创新，国内设备厂商才有可能追上国际领先水平，提升产品性价比，实现可持续发展。公司一直坚持专注研发的战略，产品性能已经达到国内领先，逐步接近国际龙头的水平。以公司拳头产品封边机为例，其毛利率水平已经显著高于竞争对手，享受研发创新带来的溢价。2016年，公司向市场推出数控钻孔中心、数控水平钻、自动贴标机等新产品，在加上之前推出的加工中心，为后续 1-2 年内快速抢占市场提供了充足动力。

图表 12：公司研发投入情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 13：封边机毛利率比较

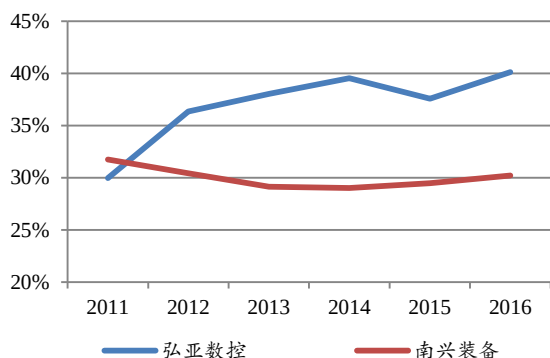


资料来源：WIND，太平洋证券整理

3 公司较高的毛利率能够维持吗？

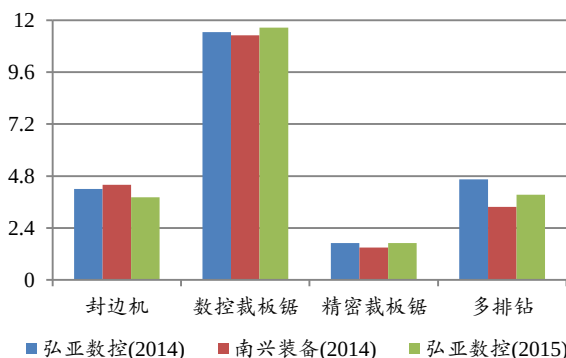
相较于南兴装备，公司毛利率明显更高，其可以分别从成本和收入端探究。

图表 14：销售毛利率比较



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 15：产品单位成本比较（万元）



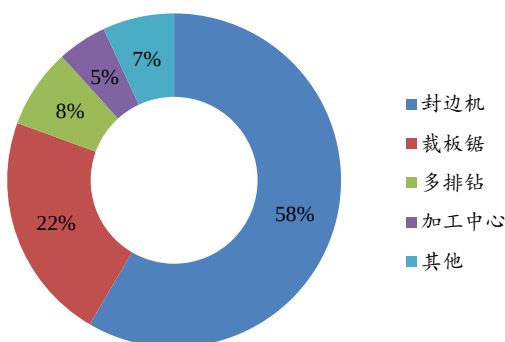
资料来源：WIND，太平洋证券整理

从成本端看，公司招股说明书对自身以及南兴装备近年的单位成本进行了测算，考虑到二者当时产量上有所差别（南兴装备体量更大），为剔除规模效益不同对单位成本的影响，我们仅将双方产量相当的封边机作比较，发行封边机的单位成本基本相当。由此说明，公司与南兴装备在生产模式（外协外购或自制）及销售模式（经销为主或经销直销结合）上的差异对成本端影响不

大，并不是两个产生公司毛利率差异的主要原因。事实上，2014 年公司封边机单位成本与南兴装备基本相近，其他主要产品单位成本还要略高于南兴装备。

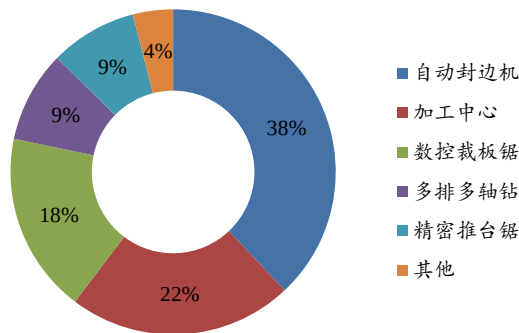
从收入端看，公司销售收入中 58%以上为拳头产品封边机，其毛利率比南兴装备高出约 14 个百分点；而南兴装备销售收入中高毛利率的数控裁板机占比仅有 17.98%（其毛利率比公司高出约 14 个百分点），正是由于这种产品结构的差异导致了公司与竞争对手毛利率上的显著差异。

图表 16：弘亚数控 2016 年收入结构



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 17：南兴装备 2016 年收入结构



资料来源：WIND，太平洋证券整理

考虑到完善产品线、整线化销售是板式机械行业发展的大方向，公司作为国内龙头也一定会加强除封边机以外产品的实力，从目前来看其毛利率都大幅低于封边机，因此一旦封边机占公司收入比例发生下降，公司毛利率大概率会受到影响。我们认为，长期来看公司毛利率有向下的风险，但维持在 32-35%水平问题不大，且毛利率略降更有利于公司长远持续发展。

4 国外品牌（如德国豪迈）会通过价格战与公司竞争吗？

中国市场是板式家具设备的重要市场，是各大企业的必争之地，而目前来看，公司是国内最有可能与德国豪迈抗衡的企业之一。短期看，德国豪迈与公司下游客户重叠度较低，且由于行业增速较快，其订单排产已经非常饱满（不打算扩产），基本不会与公司产生竞争。中长期看，随着行业增速放缓，各个设备厂商之间的竞争势必会越来越激烈。公司目前同类型产品售价大约为德国豪迈的 50-60%，那么德国豪迈有没有可能通过价格战来抢占中国市场呢？我们认为这种可能性也是比较小的。首先，以德国豪迈为例，其 2014 年 EBIT Margin 仅为 4%，即使德国 Durr 收购后进行了一系列的梳理规范 2016 年 Operating EBIT Margin 也不过 6.6%，其 2020 年的目标是实现 8-10% 的 EBIT Margin。相较于公司 28% 左右的销售净利率，德国豪迈价格战的可操作性还是比较弱的。

相反，由于公司目前产品比同类型国产设备售价高出 30% 左右，公司在这方面的空间有可能更大。而且公司目前基本是款到发货，作为国内唯二的两个板式家具机械上市公司资金优势更强，在中长期的竞争中可操作性空间明显优于其他国内企业，提升市占率的概率更大。

5 盈利预测与投资建议

我们认为公司是有望走出来的板式家具机械国产企业，看好其长期发展。考虑到公司目前作为次新股已经享受一定溢价，暂不给予目标价。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.69 元、2.26 元和 3.01 元，对应 PE 为 33 倍、24 倍和 18 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 18：分产品预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
合计				
营业收入	534.14	852.01	1,162.87	1,572.20
yoy		59.51%	36.49%	35.20%
营业成本		521.85	718.77	978.06
毛利率		38.75%	38.19%	37.79%
封边机				
收入	312.12	499.39	649.21	811.51
yoy		60%	30%	25%
成本		264.68	350.57	438.22
毛利率		47%	46%	46%
裁板锯				
收入	118.24	177.36	248.30	335.21
yoy		50%	40%	35%
成本		133.02	183.74	244.70
毛利率		25%	26%	27%
多排钻				
收入	41.15	57.61	77.77	101.11
yoy		40%	35%	30%
成本		43.21	56.77	72.80
毛利率		25%	27%	28%
加工中心				
收入	25.56	63.90	115.02	230.04
yoy		150%	80%	100%
成本		46.01	80.51	161.03
毛利率		28%	30%	30%
其他				
收入	37.07	53.75	72.56	94.33
yoy		45%	35%	30%
成本		34.94	47.17	61.32
毛利率		35%	35%	35%

资料来源：WIND，太平洋证券整理

6 风险提示

行业增长大幅低于预期的风险；公司新产品销售低于预期的风险；公司产品毛利率大幅下滑的风险等。

机械行业分析师介绍

刘国清，太平洋证券机械行业首席分析师，浙江大学管理专业硕士，从事高端装备等领域的行业研究工作，擅长产业链调研，尤其精通工业自动化相关板块。金融行业从业六年以上，代表作包括《机器人趋势》等。在进入金融行业之前，有八年的实业工作经历，曾经在工程机械和汽车等领域，从事过生产技术，市场与战略等方面的工作。

刘瑜，太平洋证券机械行业分析师，北京大学工学硕士，曾就职于西南证券研发中心，2017年6月加盟太平洋证券，善于通过行业及公司基本面发掘投资机会。

徐也，太平洋证券机械行业助理分析师，英国 Strathclyde 大学海上石油平台专业硕士，曾就职于西南证券研发中心，于2017年7月加盟太平洋证券。

钱建江，太平洋证券机械行业分析师，华中科技大学工学硕士，曾就职于国元证券研究中心，2017年7月加盟太平洋证券，善于自下而上把握投资机会。

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	534.14	852.01	1162.87	1572.20
营业成本	319.79	521.85	718.77	978.06
营业税金及附加	6.95	7.67	9.30	11.79
销售费用	7.64	11.08	14.54	19.65
管理费用	37.93	51.12	69.77	94.33
财务费用	-0.09	-1.31	-1.48	-1.70
资产减值损失	0.19	0.00	0.00	0.00
投资收益	15.55	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	177.28	261.60	351.96	470.06
其他非经营损益	4.55	3.46	3.67	3.75
利润总额	181.83	265.06	355.64	473.81
所得税	25.69	37.18	49.94	66.58
净利润	156.14	227.88	305.69	407.23
少数股东损益	1.01	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	155.13	227.88	305.69	407.23
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	347.65	384.59	439.34	504.82
应收和预付款项	25.21	43.30	58.96	78.85
存货	63.98	104.40	143.80	195.67
其他流动资产	101.13	161.31	220.17	297.67
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	45.63	45.63	45.63	45.63
固定资产和在建工程	212.83	192.81	172.78	152.75
无形资产和开发支出	31.40	27.97	24.53	21.10
其他非流动资产	1.35	1.35	1.35	1.35
资产总计	829.20	961.36	1106.56	1297.84
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	81.43	131.15	179.46	243.84
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	22.79	31.48	39.94	51.08
负债合计	104.22	162.62	219.40	294.92
股本	133.36	135.22	135.22	135.22
资本公积	274.98	274.98	274.98	274.98
留存收益	289.75	369.72	458.14	573.90
归属母公司股东权益	706.16	779.92	868.34	984.10
少数股东权益	18.82	18.82	18.82	18.82
股东权益合计	724.98	798.74	887.16	1002.92
负债和股东权益合计	829.20	961.36	1106.56	1297.84
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	189.84	283.76	373.95	491.83
PE	48.27	32.86	24.50	18.39
PB	10.33	9.38	8.44	7.47
PS	14.02	8.79	6.44	4.76
EV/EBITDA	36.34	24.55	18.48	13.92

现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	156.14	227.88	305.69	407.23
折旧与摊销	12.66	23.46	23.46	23.46
财务费用	-0.09	-1.31	-1.48	-1.70
资产减值损失	0.19	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-70.74	-60.29	-57.13	-73.74
其他	61.15	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流净额	159.30	189.74	270.55	355.25
资本支出	-0.52	0.00	0.00	0.00
其他	9.38	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流净额	8.86	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	304.76	1.86	0.00	0.00
支付股利	-85.00	-147.91	-217.28	-291.47
其他	9.45	-6.76	1.48	1.70
筹资活动现金流净额	229.21	-152.81	-215.80	-289.77
现金流量净额	397.71	36.93	54.75	65.48
财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
销售收入增长率	42.12%	59.51%	36.49%	35.20%
营业利润增长率	78.12%	47.56%	34.54%	33.55%
净利润增长率	77.67%	45.95%	34.15%	33.21%
EBITDA 增长率	73.15%	49.47%	31.78%	31.52%
获利能力				
毛利率	40.13%	38.75%	38.19%	37.79%
三费率	8.51%	7.15%	7.12%	7.14%
净利率	29.23%	26.75%	26.29%	25.90%
ROE	21.54%	28.53%	34.46%	40.60%
ROA	18.83%	23.70%	27.63%	31.38%
ROIC	44.05%	53.53%	62.15%	71.54%
EBITDA/销售收入	35.54%	33.30%	32.16%	31.28%
营运能力				
总资产周转率	0.86	0.95	1.12	1.31
固定资产周转率	2.38	4.22	6.40	9.72
应收账款周转率	24.15	26.35	23.98	24.11
存货周转率	5.84	6.20	5.79	5.76
销售商品提供劳务收	117.38	—	—	—
资本结构				
资产负债率	12.57%	16.92%	19.83%	22.72%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	5.65	4.52	4.10	3.77
速动比率	4.98	3.84	3.42	3.08
每股指标				
每股收益	1.15	1.69	2.26	3.01
每股净资产	5.36	5.91	6.56	7.42
每股经营现金	1.18	0.00	0.00	0.00

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。