

方正电机 (002196)

海能汽车电子势头良好，新能源物流车和乘用车最受益标的

买入（首次）

2017 年 8 月 20 日

首席证券分析师 曾朵红

执业证书编号：S0600516080001

021-60199798

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 汪林森

执业证书编号：S0600517080001

010-66573527

wangls@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1049	1524	2045	2665
同比（%）	32	45	34	30
净利润（百万元）	118	168	214	298
同比（%）	100	42	28	39
毛利率（%）	25.4	25.7	25.7	26.7
ROE（%）	5.1	6.8	8.2	10.6
每股收益（元）	0.45	0.37	0.47	0.66
P/E	23.81	28.54	22.37	16.05
P/B	1.20	1.95	1.84	1.70

投资要点

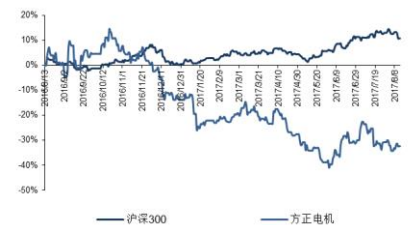
■ 方正电机受益于今年物流车和乘用车的放量。17 年新能源车按车型增速分化明显，其中专用车（物流车为主）累计增速 219%；其次是乘用车累计增速 36%；最差的是客车累计增速为下滑 54%。乘用车方面方正电机主要的下游是上汽通用五菱的宝骏，德沃仕主要是湖南江南汽车厂的众泰、荣成华泰和东风裕隆。物流车方面方正电机主要的下游是东风汽车，德沃仕主要是福建新龙马。17 年 1-7 月乘用车共计出货量 4504 台，16 年同期 608 台；物流车共计出货量 1597 辆，16 年同期仅 1 辆。宝骏 e100 是下半年乘用车看点，其余主流车企仍在布局。

■ 上半年扣非利润增长 21.2%，营收增长 15.8%。各板块中汽车应用表现亮眼，汽车应用板块营收增速近 50%。汽车应用板块中细分领域比较多，一是德沃仕和方正本部代表的新能源电机业务，这一块上半年有 5000 万的营收贡献；二是海能汽车电子方面的柴油机 ECU 控制器，燃气模块和 AMT 模块，这一块上半年有 1.2 个亿的营收贡献，利润贡献 0.38 亿，是公司的主要利润来源，全年的业绩对赌为 0.84 亿元，上半年重卡销量带动 ECU 增速 30%，同时油气价差扩大带来天然气 GCU 模块是翻倍的增速；三是座椅电机和雨刷电机，座椅电机主要供货延峰江森，间接供货特斯拉，未来这一块会是逐步加速的过程，雨刷电机主要依托浙江方正湖北汽车零部件子公司，营收贡献 0.34 亿，利润贡献 0.03 亿。其余两大板块是缝纫机和智能控制。其中家用智能控制主要依托深圳高科润，缝纫机未来会逐步转移到越南。

■ 盈利预测和投资建议：我们预计公司 2017-2019 年归属上市公司股东净利润为 1.68/2.14/2.98 亿元，同比增长 41.9/27.6/39.4%，EPS 分别为 0.37/0.47/0.66 元。我们认为 18 年方正电机的增速将会明显快于整车销量的增速，所以我们给予公司明年 35 倍的目标市值，目标价 16.5 元，对应 75 亿市值，首次给予买入评级。

■ 风险提示：新能源车发展不及预期，主要可能在一些牌照需求爆发后，三四线城市的消费需求不达预期；政策支持不达预期，目前新能源依赖补贴政策的支持，如果国家考虑过快的退坡补贴，新能源发展可能不及预期，同时双积分政策也存在推迟推出的风险。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	10.62
一年最低/最高价	9.53/14.57
市净率（倍）	1.99
流通 A 股市值（百万元）	2,687.11

基础数据

每股净资产（元）	5.33
资本负债率（%）	19.40
总股本（百万股）	450.90
流通 A 股（百万股）	253.02

相关研究

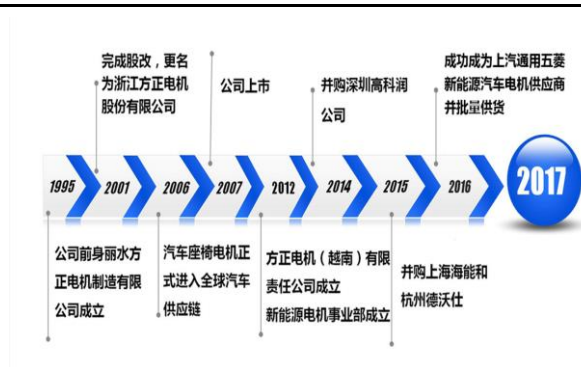
无

1. 三大板块中汽车业务不断提升

1.1. 公司重心逐步转移至汽车业务，新能源汽车是重中之重

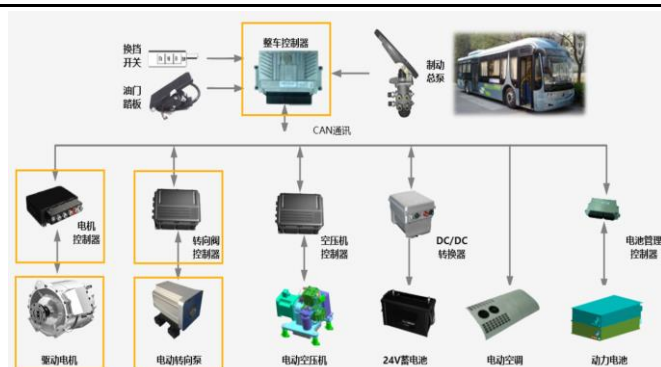
公司业务目前分三大板块汽车应用、缝纫机应用和智能控制应用。其中汽车应用板块中细分领域比较多，一是德沃士和方正本部代表的新能源电机业务，这是公司未来的发力点，也是我们看好公司未来放量的重点业务；二是海能汽车电子方面的柴油机 ECU 控制器，燃气模块和 AMT 模块，是目前公司的主要利润来源；三是座椅电机和雨刷电机，座椅电机主要供货延峰江森，间接供货特斯拉，未来这一块会是逐步加速的过程，雨刷电机主要依托浙江方正湖北汽车零部件子公司。其余两大板块是缝纫机和家用智能控制。其中家用智能控制主要依托深圳高科润，这一块主要的应用下游比较广泛，从家用电器到工业，再到新能源车，整体看发展比较平稳；缝纫机业务战略收缩，未来会逐步转移到越南。

图表 1：方正电机发展历程



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2：方正电机的新能源电机驱动系统



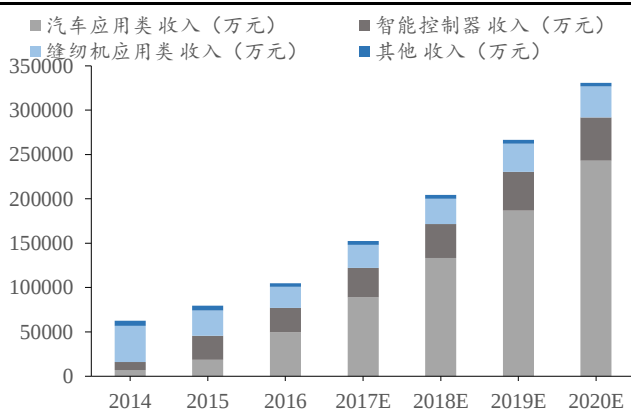
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 3：方正其他汽车产品



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 4：方正电机未来重点发展的电机驱动系统



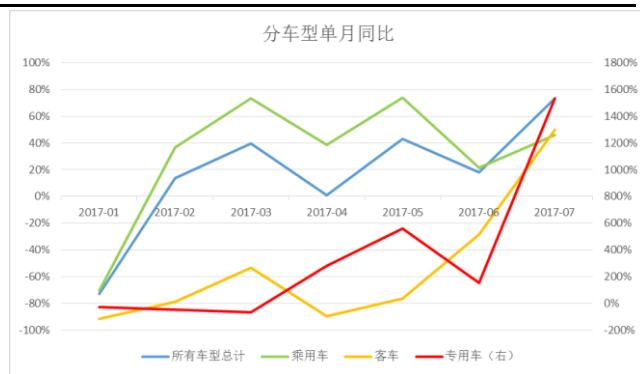
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司计划 2017 年新能源汽车电子业务占到营业收入的 50%和净利润的 70%；缝纫机电机年产达到 600 万套，全球占有率达到 80%；座椅电机年产达到 460 万套，2020 年目标年产达到 1300 万套；电控系统业务增长较快，公司战略目标为 2020 年销售收入达到 50 亿。

1.2. 17 年 1-7 月物流车增速明显，方正市占率逐步提升

17 年新能源车按车型增速分化明显，其中专用车（物流车为主）增速比较高，7 月单月增速高达 1536%，主要原因是去年上半年物流车未上目录基数比较低，全年累计增速 219%；其次是乘用车，在 2 月份同比开始转正，7 月份同比达到 46%，全年累计增速 36%；最差的是客车，7 月份同比开始转正，7 月份同比达到 50%，全年累计下滑 54%。在电机电控板块中反应比较明显，下游客车占比高的企业，上半年业绩均同比下滑，因为客车单机价格高营收占比大。

图表 5：1-7 月份分车型增速单月同比



资料来源：节能网，东吴证券研究所

图表 6：1-7 月份分车型销量统计

	2017-01	2017-02	2017-03	2017-04	2017-05	2017-06	2017-07
所有车型	4,332	9,593	33,179	35,041	47,393	54,824	63,070
单月同比	-73%	14%	40%	1%	43%	18%	73%
乘用车	3,791	9,105	30,691	31,886	42,090	41,516	45,261
单月同比	-71%	37%	74%	38%	74%	22%	46%
专用车	313	185	786	1,968	3,330	6,420	10,813
单月同比	-30%	-46%	-68%	280%	557%	152%	1536%
客车	228	303	1,702	1,177	1,973	6,888	6,996
单月同比	-91%	-79%	-53%	-89%	-76%	-29%	50%

资料来源：节能网，东吴证券研究所

1.3. 方正随下游放量，客户布局逐步拓展

乘用车方面方正电机主要的下游是上汽通用五菱的宝骏，德沃仕主要是湖南江南汽车厂的众泰、荣成华泰和东风裕隆。物流车方面方正电机主要的下游是东风汽车，德沃仕主要是福建新龙马。乘用车 17 年 1-7 月共计出货量 4504 台，16 年同期 608 台，16 年全年 3805 台；物流车 17 年 1-7 月年共计出货量 1597 辆，16 年同期仅 1 辆，16 年全年 1352 辆。

图表 7：方正电机和德沃仕电机出货量

	电机供应商	2016(1-7月) 合计	2017 (1-7月) 合计	同比	16 年 (1-7月) 市占率	17 年 (1-7月) 市占率	2016 全年合计
纯电乘用车	杭州德沃仕电动科技有限公司	608	3187	524%	1%	2%	3777
	浙江方正电机股份有限公司	0	1317	/	0%	1%	28
纯电专用车	杭州德沃仕电动科技有限公司	0	681	/	0%	3%	1316
	浙江方正电机股份有限公司	1	916	91600%	0%	4%	36

资料来源：节能网，东吴证券研究所

短期看由于今年乘用车方面整个市场在分化，同时也是市场洗牌的过程，各大车企都在选择更多的电机供应商，竞争越来越激烈。另一方面今年乘用车以 A00 为主流的趋势，也导致车企在更多从成本的角度考虑供应商。上汽通用五菱已经在传统的物流车方面取得了成功，对于三四线城市的渠道和需求理解已经非常深入，打造的新能源 e100 车型，共推出智行版和智享版 2 款车型，厂家指导价格为 9.39 万元和 10.99 万元。新车目前仅在广西柳州销售，柳州当地补贴后售价分别为 3.58 万元和 4.88 万元，如此亲民的性价比，未来可以期待方正随着宝骏一起放量。其他客户方面，公司物流车客户包括东风、北汽昌河等，商用车客户以玉柴为主，珠海银隆和宇通方面尚在接触阶段。乘用车除上汽通用五菱外还包括众泰、吉利等客户

图表 8：宝骏 e100 公告

宝骏纯电动轿车 LZW7000EVA

第 296 批		第 293 批		第 289 批		第 286 批	
公告型号		LZW7000EVA		公告批次		286	
品牌		宝骏		类型		纯电动轿车	
额定质量				总质量		850	
整备质量		680,720		燃料种类		纯电动	
排放依据标准				轴数		2	
轴距		1600		轴荷		434/416	
弹簧片数		-/-		轮胎数		4	
轮胎规格		145/70R12		接近离去角		25/47	
前悬后悬		535/353		前轮距		1310	
后轮距		1320		识别代号		LK6ADCE2××××××××	
整车长		2488		整车宽		1506	
整车高		1620,1670		货箱长			
货箱宽				货箱高			
最高车速		100		额定载客		2	
驾驶室准乘人数				转向形式			
准牵引总质量				载质量利用系数			
半挂车鞍座最大承				企业名称		上汽通用五菱汽车股份有限公司	
载质量							
企业地址		广西壮族自治区柳州市河西路18号		电话号码		0772-3750256	
传真号码		0772-3750037		邮政编码		545007	
底盘1		承载式车身		底盘2			
底盘3				底盘4			
发动机型号		发动机生产企业		发动机商标		排量	功率
ETG029		浙江方正电机股份有限公司					29

资料来源：商用车网，东吴证券研究所

公司目前产能充沛，驱动电机目前产能为 10 万台，18 年再扩充 10 万台产能，计划到 2020 年达到 50 万台年产能。目前的出货价格上公司驱动电机供应的乘用车主要是 A00 级和 A0 级平均价格在 3000 元左右，物流车电机价格在 4000-5000 元，以 30kw 为主，部分产品为 20kw。

1.4. 海能随重卡放量，汽车座椅电机等发展势头良好

上海海能目前主要是两大产品柴油机的 ECU 控制器和 GCU 天然气控制模块，未来布局新能源客车的混合动力系统，16 年净利润 0.79 亿，是方正主要的业绩来源。

- ECU 的下游主要是广西玉柴，17 年重卡的销量好所以 ECU 的增速会有超预期的可能，16 年 ECU 销量为 8 万套，17 年前 4 个月每月出货量节节升高，同比 收入大幅提升，预计全年 30% 的增速。
- GCU 天然气模块方面今年预计翻倍的增速，主要原因是油气价差在拉大，同时排放标准提高导致柴油机成本增加比较多，长期更看好天然气。预计国 6 标准 2020 年落地，上海海能正在开发国 6 产品。

其余座椅电机、雨刮器、转向电机利润占比目前比较低，未来重点看好座椅电机，主要逻辑是单车用量提升和公司市占率的提升。座椅电机方面，公司计划 17 年新增两条产线，将增加 500 万台产能。公司座椅电机唯一的客户是延锋江森，占江森百分之十几的份额（其余份额是博世占据），16 年销售量为 280 万台，销售收入为一个亿（单价在 35 元左右），由于汽车座椅电动化趋势，未来出货量将会有较大增长，同时公司作为二级供应商向特斯拉供应的座椅电机。雨刮器方面，16 年销售额为 4000 万，在有补贴的情况下扭亏，受重卡销量增长影响，预计 17 年销售额达到 6000-7000 万，盈利 500 万。雨刮器价格在 150、160 元到 280 元之间，按雨刮器大小不等。未来雨刮器工厂将逐步搬到丽水工厂，并计划在一两年内进入市场规模较大的乘用车市场。转向电机方面，17 年预计销量为 8-10 万台，销售额在 1 亿元左右，高于去年 3000-4000 万的销售额，客户主要为全兴精工。

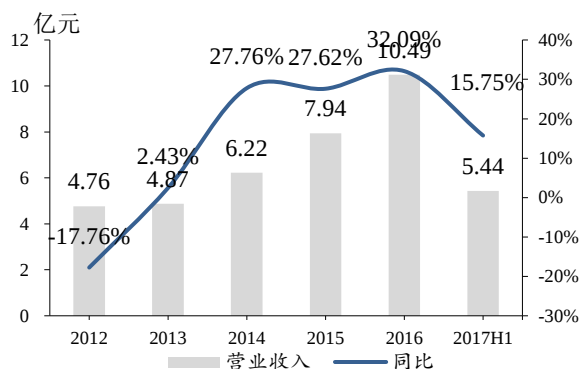
2. 17 年汽车应用板块大幅增长，是未来最大看点

2.1. 上半年扣非利润增长 21.2%，营收增长 15.8%

2017 年上半年营收增长 15.75% 符合预期；公司上半年实现营业收入 5.44 亿元，同比增长 15.75%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.57 亿，同比增长 15.93%；实现扣非后归属于上市公司股东的净利润 0.53 亿，相比于 2016 年增长 21.17%（扣非影响主要来自于汇兑损益，财务费用中汇兑损益 16H1 为收入 179 万元，17H1 为支出 228 万元）；上半年基本 EPS 为 0.128 元，同比增长

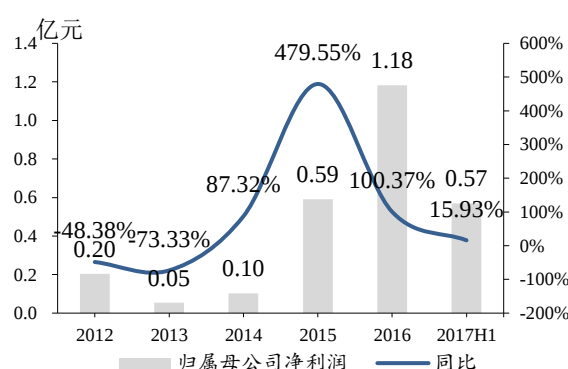
15.94%；公司业绩符合市场和我们的预期。2017 年第二季度，公司营收为 2.92 亿，同比增长 23.39%，归属母公司股东净利润 0.35 亿，同比增长 13.34%。公司预告 1-9 月的净利润增速为 15%-35%，对应利润 0.83-0.97 亿元，主要原因系新能源业务爬坡增长较快。

图表 9：公司营业收入增速



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 10：公司归母净利润增速



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2.2. 各板块中汽车应用表现亮眼

公司三大块业务中表现最亮眼的是汽车应用板块。汽车应用板块中细分领域比较多，一是德沃士和方正本部代表的新能源电机业务，这一板块上半年有 5000 万的营收贡献；二是海能汽车电子方面的柴油机 ECU 控制器，燃气模块和 AMT 模块，这一块上半年有 1.2 个亿的营收贡献，利润贡献 0.38 亿，是公司的主要利润来源，全年的业绩对赌为 0.84 亿元，上半年重卡销量好 ECU 增速 30%，同时天然气的 GCU 是翻倍的增速，主要原因是油气价差的扩大；三是座椅电机和雨刷电机，座椅电机主要供货延峰江森，间接供货特斯拉，未来这一块会是逐步加速的过程，既有单车座椅电机的提升，也有进口博世等品牌的替代，这一块上半年增速 50%，雨刷电机主要依托浙江方正湖北汽车零部件子公司，营收贡献 0.34 亿，利润贡献 0.03 亿。其余两大板块是缝纫机和家用智能控制。其中家用智能控制主要依托深圳高科润，缝纫机未来会逐步转移到方正越南。

图表 11：按板块的经营情况

	营业收入（元）	营业成本（元）	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
缝纫机应用类	116,796,801.64	92,085,611.09	21.16%	-16.85%	-18.14%	1.25%
汽车应用类	263,115,644.67	189,774,023.31	27.87%	48.80%	57.89%	-4.15%
家用智能控制器	133,424,935.49	113,228,740.34	15.14%	-2.57%	-1.67%	-0.77%

资料来源：公司中报，东吴证券研究所

图表 12：按子公司经营情况

业务板块	子公司	主要业务	17H1 营业收入（元）	17H1 净利润（元）
缝纫机应用类	方正电机（越南）有限责任公司	微特电机、缝纫机、伺服控制系统、汽车电机的制造与销售、经营进出口业务及厂房出租	70,572,153.83	13,812,314.84
家用智能控制器	深圳市高润电子有限公司	生产开发计算机软件、电子产品；国内商业、物资供销业（不含专营、专控和专卖商品）；各类经济信息咨询；自营进出口业务（按深贸管登证字第 177 号办）；房屋租赁。	135,993,215.19	7,536,408.70
汽车应用类	浙江方正（湖北）汽车零部件有限公司	汽车雨刮器总成；汽车制动阀系列产品及其他汽车零部件产品的开发、制造、销售；经营本企业来自产产品及技术的出口业务和本企业所需的机械设备、零部件、原辅材料及技术的进口业务。	33,576,117.62	3,239,633.18
	杭州德沃仕电动科技有限公司	稀土永磁电机的制造、加工。新能源汽车电驱动系统、电机及电机控制器、控制系统的技术开发、技术服务；电机设备及配件、变频器的销售；货物、技术进出口。	20,056,529.55	2,257,266.92
	上海海能汽车电子有限公司	从事各类 ECU 控制器、上下游产品、燃气系统模块、AMT 执行器模块，通讯模块等新能源汽车电子产品的生产，汽车电子产品的开发、销售及计算机软件的开发、销售，自有房屋租赁（不得从事金融租赁）	121,943,401.27	38,260,079.21

资料来源：公司中报，东吴证券研究所

2.3. 毛利略有下滑，费用控制良好，预收账款增速显著

毛利率 23.73%，较去年变动不大，销售费用、管理费用基本不变，财务费用有所上升。1）公司上半年毛利率 23.73%，相比于去年同期 23.98%变动不大。2）公司上半年销售费用 0.09 亿，同比增长 0.06%，销售费用率 1.73%，同

比降低 0.27 个百分点；其中第二季度销售费用 0.05 亿，去年同期销售费用-29.71 万元，销售费用率 1.86%，同比上升 1.98 个百分点，环比上升 0.28 个百分点。3) 上半年管理费用 0.55 亿，同比增长 3.32%，管理费用率 10.17%，同比降低 1.22 个百分点；其中研发费用 0.27 亿，同比增长 6.61%；其中，第二季度管理费用 0.27 亿，同比增长 5.82%，管理费用率 9.18%，同比降低 1.52 个百分点，环比降低 2.15 个百分点。4) 上半年财务费用净支出 0.05 亿，较去年增加 412.70%，主要因为人民币升值带来的汇率损失。第二季度财务费用 0.02 亿，同比下降 248.57%。

预收款增长 21.72%，存货增长 7.24%，应收账款增长 3.79%，应收票据增长 30.96%，现金流有所下降。2017 年上半年，公司预收款 0.04 亿，较期初增长 21.72%；存货 3.43 亿，较期初增长 7.24%；应收账款 3.92 亿，较期初增长 3.79%；应收票据 1.86 亿，较期初增长 30.96%。上半年经营活动产生的现金流量净额 17.51 万元，同比增长 100.71%，主要因为本期支付的税费较上期少影响。

3. 盈利预测和投资建议

3.1. 盈利预测

公司从汽车座椅电机和缝纫机电机起步，在先后收购了高科润、上海海能和德沃仕以后逐步向新能源车电机电控领域转型，目前已经成功的绑定了像众泰、宝骏和新龙马这样的大客户，在行业中站稳脚跟，后续随着 A00 和物流车逐步放量，方正在跟随下游放量的市场环境中空间比较广阔，同时还有新的下游在不断渗透，特别是 18-19 年应该是收获的一年。我们预计公司 2017-2019 年归属上市公司股东净利润为 1.68/2.14/2.98 亿元，同比增长 41.9/27.6/39.4%，EPS 分别为 0.37/0.47/0.66 元。

3.2. 估值和投资建议

考虑到公司今年下半年可能会有更多车型开始逐步放量，同时 18 年的布局会有更多爆款车型落地，属于未来几年成长性很好的发展态势，公司目前市值 48 亿，对应今年 1.68 亿利润市盈率在 28.5 倍，18 年其实才是行业增速更快的一年，我们认为方正电机的增速将会明显快于整车销量的增速，所以我们给予公司 18 年 35 倍的目标市值，对应 75 亿市值和 16.5 元的股价，首次给予买入评级。

3.3. 风险提示

新能源车发展不及预期，主要可能在一些牌照需求爆发后，三四线城市的消费需求不达预期；政策支持不达预期，目前新能源依赖补贴政策的支持，如果国家考虑过快的退坡补贴，新能源发展可能不及预期，同时双积分政策也存在推迟推出的风险。

图表 13: 公司三大财务报表

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1087.5	1588.5	2182.7	2909.3	营业收入	1049.3	1523.8	2044.7	2664.6
现金	135.0	148.4	163.3	171.5	营业成本	783.0	1131.7	1520.2	1952.4
应收款项	525.6	801.5	1129.2	1545.1	营业税金及附加	5.4	7.7	10.1	12.9
存货	320.1	485.8	685.2	924.1	营业费用	22.5	32.0	42.1	53.8
其他	106.8	152.8	204.9	268.7	管理费用	116.0	163.2	213.3	271.4
非流动资产	1816.6	1950.3	2053.5	2144.0	财务费用	1.3	10.4	26.2	42.3
长期股权投资	3.1	3.1	3.1	3.1	投资净收益	2.5	2.6	2.8	2.9
固定资产	471.7	609.3	716.4	810.8	其他	3.2	3.9	3.9	3.9
无形资产	116.9	113.0	109.1	105.3	营业利润	126.9	185.3	239.3	338.5
其他	1224.9	1224.9	1224.9	1224.9	营业外净收支	16.7	17.5	18.4	19.3
资产总计	2904.1	3538.9	4236.1	5053.3	利润总额	143.6	202.9	257.7	357.9
流动负债	495.7	1013.9	1561.1	2167.4	所得税费用	24.7	34.2	42.6	58.0
短期借款	123.7	451.9	772.2	1108.0	少数股东损益	0.5	0.8	1.0	1.4
应付账款	316.1	479.7	676.6	912.4	归属母公司净利润	118.3	167.8	214.0	298.4
其他	55.9	82.2	112.3	147.0	EBIT	126.5	193.1	262.8	377.9
非流动负债	56.4	56.4	56.4	56.4	EBITDA	160.1	219.4	295.9	418.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	56.4	56.4	56.4	56.4	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	552.1	1070.3	1617.5	2223.9	每股收益(元)	0.45	0.37	0.47	0.66
少数股东权益	10.4	11.0	11.7	12.6	每股净资产(元)	8.83	5.45	5.78	6.25
归属母公司股东权益	2341.6	2457.6	2606.9	2816.8	发行在外股份(百万股)	265.2	450.9	450.9	450.9
负债和股东权益总计	2904.1	3538.9	4236.1	5053.3	ROIC(%)	4.3%	5.9%	7.0%	8.7%
					ROE(%)	5.1%	6.8%	8.2%	10.6%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	25.4%	25.7%	25.7%	26.7%
经营活动现金流	36.3	-119.9	-104.4	-108.6	EBIT Margin(%)	12.1%	12.7%	12.9%	14.2%
投资活动现金流	-90.9	-143.0	-136.3	-130.6	销售净利率(%)	11.3%	11.0%	10.5%	11.2%
筹资活动现金流	-57.1	276.4	255.5	247.3	资产负债率(%)	19.0%	30.2%	38.2%	44.0%
现金净增加额	-110.5	13.5	14.8	8.2	收入增长率(%)	32.1%	45.2%	34.2%	30.3%
折旧和摊销	33.6	26.3	33.2	40.1	净利润增长率(%)	100.4%	41.9%	27.6%	39.4%
资本开支	-153.9	-143.0	-136.3	-130.6	P/E	23.81	28.54	22.37	16.05
营运资本变动	-84.3	-314.6	-352.3	-448.0	P/B	1.20	1.95	1.84	1.70
企业自由现金流	-78.7	-270.8	-236.1	-221.9	EV/EBITDA	21.04	17.71	14.98	12.06

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

