

# 先导智能 (300450)

证券研究报告

2017年09月07日

## 电芯大厂的“囚徒困境”更甚，扩产持续，龙头装备率先出海

### 行业未来趋势是消费驱动，“囚徒困境”下大电池厂家必须持续扩产

我们认为新能源汽车行业将逐渐由政策驱动转变为需求驱动。电池厂家纷纷扩产、市场竞争加剧导致电池销售/采购价格不断能够降低，间接降低整车销售价格。随着越来越多国内一线车企、合资车企进入该领域，消费者的选择更多也将促进购买需求。各大电池厂家纷纷面临“囚徒困境”，扩产成为唯一选择，必须通过扩产实现规模效应降低生产成本，这个过程中上游和中游设备是目前最好的投资选择。尤其 CATL、比亚迪等行业龙头的困境比其他厂家更甚，扩产速度或将高于同行，在此过程中才能够提前布局更多车企的更多车型。

### 国内主流电池厂家持续扩产，上调收入规模预测，龙头出海扩大客户群

2015~2016 年多家厂家宣布扩产计划。根据我们的统计，截止 2016 年主要动力锂电池厂商合计产能为 69.35Gwh，2017 年有望达到 142.2Gwh，到 2020 年将有望升至 360.55Gwh，期间增速高达 51%。公司在拓展产品系列，单线价值量占比会提升，下游客户要从全球视野来看，松下特斯拉将成为重要客户、国内电池厂到欧美建厂也将带动公司业绩增长。具有延伸技术覆盖面和全球供应能力的公司成长确定性更高。若不计算松下特斯拉，我们预测 2018 年 C 客户、银隆、比亚迪及其他电池厂家将给先导和泰坦带来 55~60GWh 设备需求、对应 55~60 亿元订单。尽管八月份多家电池厂家招标推迟，更多原因是产能和技术路线的重新规划，扩产大趋势不变。

### 看好国产设备全面替代进口，“人民币玩家”模式助推行业集中度提高

我们看好主流国产设备，理由明确：大市场在中国，国产设备企业遇到的问题最多，解决方案和人才储备也最充分；中国企业的定制服务+快速响应更便捷，设备厂家普遍更勤奋更努力，服务更好；国产设备厂家整体技术水平不断提高，未来将在更多技术领域全面超越，选择标的前提是一定要进入最主流的电池企业核心供应链。设备领域开启“人民币玩家俱乐部”模式：由于产业链上车企、电池厂家现金流紧张，因此能够投入大量人力资源和资金的公司占有优势，很多公司倒在黎明前有一大部分问题就在于资金链紧张。且有资金和规模优势的设备厂家可以投入资源扩展整线业务至前中后段，行业集中度将迅速提高。

**投资建议与评级：**公司技术水平领先，客户优质，业绩连续高成长，未来 C 客户、银隆、比亚迪等大厂家扩产确定性不断提高，公司自身技术覆盖范围不断扩大，并购泰坦拓展后段领域能够订单增长迅速。不考虑收购泰坦新动力所需增发的股份，预计 2017~2019 年公司当前业务的并表的归母净利润分别为 5.9 亿（泰坦不并表）、14.86 亿（泰坦全年并表）和 22.13 亿元，EPS 分别为 1.47 元、3.64 元、5.42 元，另外我们预测泰坦新动力的 2017 年净利润约为 1.1~1.2 亿元，上调目标价至 110 元，维持买入评级！

**风险提示：**国家新能源政策出现重大变化。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	536.11	1,078.98	2,045.85	5,539.03	8,227.35
增长率(%)	74.89	101.26	89.61	170.74	48.53
EBITDA(百万元)	137.49	283.21	578.36	1,554.85	2,329.86
净利润(百万元)	145.56	290.65	598.53	1,486.22	2,212.83
增长率(%)	122.18	99.68	105.93	148.31	48.89
EPS(元/股)	0.34	0.68	1.47	3.64	5.42
市盈率(P/E)	232.72	116.55	53.71	21.63	14.53
市净率(P/B)	46.52	35.88	21.68	11.40	6.68
市销率(P/S)	63.19	31.39	15.71	5.80	3.91
EV/EBITDA	96.03	48.14	54.44	19.56	12.48

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	机械设备/通用机械
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	77.95 元
目标价格	110.00 元
上次目标价	80.66 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	429.94
流通 A 股股本(百万股)	168.98
A 股总市值(百万元)	33,513.43
流通 A 股市值(百万元)	13,172.26
每股净资产(元)	2.62
资产负债率(%)	69.43
一年内最高/最低(元)	84.00/29.36

### 作者

**邹润芳** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517010004  
zourunfang@tfzq.com

**曾帅** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517070006  
zengshuai@tfzq.com

**杨藻** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517060001  
yangzao@tfzq.com

**朱晔** 联系人  
zhuye@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 《先导智能-公司深度研究:龙头就是龙头,从光伏到锂电,抓住每次行业高投资的机遇》 2017-07-16
- 《先导智能-首次覆盖报告:16 年报利润翻倍、17Q1 高增长,并购泰坦巩固绝对龙头地位》 2017-03-10

## 1. 观点重申：新能源锂电池领域上游和中游设备获益大

### (1) 我们认为新能源汽车行业将逐渐由政策驱动转变为需求驱动。

首先，伴随越来越多的厂商加入新能源大军，市场竞争加剧将导致电池销售/采购价格不断能够降低，从而间接降低整车销售价格；其次，电池厂家通过扩产实现规模效应，以降低自身的生产成本；第三，电池厂家必须持续更新/升级设备，以确保采用最先进的设备提高产品的品质和生产效率，尤其是生产效率提升也能间接降低生产成本。因此我们判断，未来电池价格不断下降后新能源汽车的价格也将持续下降。

另一方面，国内目前主流新能源汽车厂家均为内燃车时代的二三线自主品牌，研发能力有待提升，因此目前国内销售的主要新能源汽车品质得不到用户的认可。随着越来越多国内一线车企、合资车企进入该领域，消费者的选择更多也将促进购买需求。

因此我们认为未来需求驱动将成为行业发展的主要动力。

### (2) 各大电池厂家纷纷面临“囚徒困境”，扩厂成为唯一选择。

锂电池厂家的“囚徒困境”：在全行业扩产、降价的背景下，每一家电池厂要么不扩产“等死”，要么扩产“找死”、但只有扩产才有可能活下来。这个过程中，尤其 CATL、比亚迪等行业龙头的困境比其他厂家更甚，扩产速度或将高于同行，在此过程中才能够提前布局更多车企的更多车型。车企也不会被一家电池厂家绑定，因此其他电池企业扩产欲望也很强烈，未来小电池厂家洗牌也会很残酷，需要把握住优质公司的供应商。双积分政策执行也基本明朗，推迟一年实施对电池行业持续增长带来稳定力量。

因此我们认为未来几年内，所有电池厂家都只有扩产这一种选择，这个过程中上游和中游设备是目前最好的投资选择。

## 2. 每年设备投资超 250 亿且逐年提升，涂布卷绕测试设备占比最高

根据我们之前的测算，到 2020 年乘用车、客车合计对应的动力锂电池容量将为 226.84Gwh。考虑到锂电产能利用率约为 60%-70%，则需要为 2020 年新增车辆配置的产能至少为 324Gwh。更进一步地，关于锂电设备我们做出以下假设：

- 1) 2017-2020 年，1Gwh 产能对应的设备投资额分别为 5 亿、4.8 亿、4.5 亿和 4.2 亿；
- 2) 将锂电池生产工艺简单分为搅拌涂布干燥、辊压分切、模切制片、卷绕/叠片、组装注液焊接、化成分容检测和物流自动化七个生产环节（不包含 PACK 生产），各环节对应设备投资占比分别为 20%、15%、5%、20%、5%、29%、6%。

通过测算可以得到，2017~2020 年，全球动力锂电设备投资额分别为 503 亿、754 亿、1004 亿和 1361 亿，CAGR 为 39%；按照生产工艺细分来看，2020 年上述七个工艺环节，对应的市场空间分别为 272 亿、204 亿、68 亿、272 亿、68 亿、395 亿和 82 亿（不含 PACK），其中搅拌涂布滚压和卷绕/叠片环节技术难度最大，设备价值最高。

表 1：2017-2020 年主要动力锂电设备的空间测算

	2017E	2018E	2019E	2020E
乘用车对应电池容量 (GWh)	58.00	90.55	128.55	186.70
客车对应电池容量 (GWh)	12.47	19.47	27.64	40.14
合计电池容量 (GWh)	70.47	110.02	156.19	226.84
考虑产能利用率之后的电池容量 (GWh)	100.67	157.17	223.13	324.06
对应的锂电设备投资 (亿)	503.36	754.42	1004.08	1361.04
YOY (%)		49.88%	33.09%	35.55%

资料来源：天风证券研究所综合整理

表 2：2017-2020 年动力锂电生产工艺各环节设备的市场空间（单位：亿）

	2017E	2018E	2019E	2020E
搅拌涂布干燥	125.84	188.61	251.02	340.26
辊压分切	25.17	37.72	50.20	68.05
卷绕叠片	100.67	150.88	200.82	272.21
制片模切	50.34	75.44	100.41	136.10
检测	100.67	150.88	200.82	272.21
物流自动化	50.34	75.44	100.41	136.10
PACK	50.34	75.44	100.41	136.10

资料来源：天风证券研究所综合整理

### 3. 主流客户扩产情况统计与订单预测：明年有望达 60 亿元收入

(1) 各大厂家在规划产能累计超过 360GWh

2015~2016 年多家厂家宣布扩产计划。根据我们的统计，截止 2016 年主要动力锂电池厂商合计产能为 69.35Gwh,2017 年有望达到 142.2Gwh,到 2020 年将有望升至 360.55Gwh,期间增速高达 51%。

可以预期，在未来几年内，锂电企业的产能扩张与生产线改造将对锂电生产设备和自动化生产线形成持续的需求。2015~2016 年动力电池新增投资分别达到 800 亿元、1000 亿元（含土建，下同）。根据高工锂电的统计，2017 年 1~7 月，动力电池投扩产金额超过 600 亿元，预计全年投资也将达到超过千亿规模，2018~2019 年有望保持千亿以上规模的投资。

表 3：各大动力锂电池厂商扩产和产能计划

公司	2016	2017E	2020E	2016-2020 复合增速
CATL	7.5	18	50	60.69%
时代上汽			36	
比亚迪	10	16	34	35.79%
银隆	4	5.2	25	58.11%
国轩高科	5.5	8	20	38.09%
福斯特	2	3	12	56.51%
力神	3	10	20	60.69%
国能	5	11	25	49.53%
沃特玛	12	20	20	13.62%
比克	6.5	8	15	23.25%
微宏动力	1.5	4	15	77.83%
中航锂电	0.9	5	14.5	100.35%
猛狮科技	1	5	20	111.47%
欣旺达	0	6	15	
万向	4	5.5	5.5	8.29%
亿纬锂能	2.2	4.5	9	42.22%
天能动力	2.25	3	7.75	36.23%
力信能源	0	4	8	
骆驼股份	2	4	4	18.92%
中聚电池	0	2	4.8	
总计	69.35	142.2	360.55	51.00%

资料来源：高工锂电，天风证券研究所

(2) 订单预测：明年订单有望达到 55~60 亿元

一是考虑到公司在拓展产品系列，单线价值量占比会提升；二是下游客户要从全球视野来看，松下特斯拉未来将成为重要客户。若不计松下特斯拉，我们预测 CATL、银隆、比亚迪以及其他电池厂家明年将给公司（先导+泰坦）带来的订单将达到 55~60GWh、对应 55~60 亿元。尽管八月份多家电池厂家招标推迟，更多原因是产能和技术路线的重新规划，扩产大趋势不变。

另一方面，特斯拉未来的投资量还未完全确认，但将会延续公司成长持续性。

#### 4. 若松下与特斯拉全球扩产，我们相信先导大概率会拿下大订单

首先公司已经分别给松下和特斯拉供应了 18650 和 21700 设备，并在技术上已经超越了日韩同行。根据高工锂电信息，先导的 21700 设备生产效率达到 30PPM，超越了外资品牌的 22PPM。这已经成为中国装备超越国外同行的冲锋号，未来将有更多的公司和更多技术领域实现超越。

第二，中国企业扩产能力远远强于日韩企业，产能不是问题，因此松下和特斯拉如果投资要加速唯一的选择就是中国设备，尤其是已经有合作经历的先导。因为锂电装备偏定制化设计和装配，因此企业产能扩产主要是厂房土地和人员两方面扩张，金加工等工序可以外协生产不必要采购大量机床。

实际扩产可以通过租用厂房（实际上先导扩产的 10 万平米新厂房马上投入使用、之前已有厂房面积大概 4 万平米），熟练技术工人大概 6 个月、工程师培养周期超过 1 年，从现在开始培养明年基本可以实现团队扩张。据我们从多家锂电设备公司了解到，从去年年底至今行业内许多企业的人数都翻倍了，预计先导的人员扩展也很迅猛。而外资企业人数扩张困难（工会强大、低谷期难裁员）。

#### 5. 产业链调研反馈：坚定好国产设备

经过为期三个月的产业链调研和行业动态梳理，尤其是与多家公司的创始人、董事长沟通后，我们越发坚信锂电池是汽车行业发展的必然趋势。上周日我们发布报告《锂电设备行业深度报告：梦想照进现实，加速驶向未来！》，已经明确表明：坚定看好锂电池装备在未来三年的高景气度。

(1) 我们看好主流国产设备，理由明确：

- 1) 大市场在中国，未来每年大陆地区锂电设备需求量超过 250 亿元、逐年提高，国产设备企业遇到的问题最多，解决方案和人才储备也最充分；
- 2) 中国企业的定制服务+快速响应更便捷，设备厂家普遍更勤奋更努力，服务更好；
- 3) 国产设备厂家整体技术水平不断提高，未来将在更多技术领域全面超越，选择标的前提是一定要进入最主流的电池企业核心供应链。

(2) 设备领域开启“人民币玩家俱乐部”模式

由于产业链上车企、电池厂家现金流紧张，因此能够投入大量人力资源和资金的公司占有优势，很多公司倒在黎明前有一大部分问题就在于资金链紧张。因此其他装备上市公司同样具有较强竞争力。

而且有资金和规模优势的设备厂家可以投入资源扩展整线业务至前中后段。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	299.73	212.73	645.64	1,719.98	3,045.98
应收账款	146.82	190.05	751.59	1,514.07	1,726.19
预付账款	10.20	10.55	42.78	94.26	96.21
存货	654.07	1,026.62	2,066.70	6,724.01	5,912.84
其他	397.37	645.84	558.87	2,078.92	2,021.72
<b>流动资产合计</b>	<b>1,508.20</b>	<b>2,085.79</b>	<b>4,065.58</b>	<b>12,131.24</b>	<b>12,802.94</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	159.27	183.70	193.77	207.08	214.13
在建工程	1.05	17.46	28.48	35.09	27.05
无形资产	33.42	107.01	100.74	94.47	88.20
其他	14.63	21.79	16.16	14.75	13.53
<b>非流动资产合计</b>	<b>208.38</b>	<b>329.96</b>	<b>339.15</b>	<b>351.38</b>	<b>342.90</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,716.58</b>	<b>2,415.75</b>	<b>4,404.73</b>	<b>12,482.62</b>	<b>13,145.84</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	247.77	289.78	859.74	2,271.50	2,143.38
其他	735.09	1,176.72	2,058.68	7,386.03	6,186.08
<b>流动负债合计</b>	<b>982.86</b>	<b>1,466.49</b>	<b>2,918.42</b>	<b>9,657.53</b>	<b>8,329.46</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	5.50	5.18	3.56	4.75	4.50
<b>非流动负债合计</b>	<b>5.50</b>	<b>5.18</b>	<b>3.56</b>	<b>4.75</b>	<b>4.50</b>
<b>负债合计</b>	<b>988.36</b>	<b>1,471.67</b>	<b>2,921.98</b>	<b>9,662.28</b>	<b>8,333.95</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	136.00	408.00	408.00	408.00	408.00
资本公积	354.92	82.92	82.92	82.92	82.92
留存收益	592.22	536.07	1,074.75	2,412.34	4,403.89
其他	(354.92)	(82.92)	(82.92)	(82.92)	(82.92)
<b>股东权益合计</b>	<b>728.22</b>	<b>944.07</b>	<b>1,482.75</b>	<b>2,820.34</b>	<b>4,811.89</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>1,716.58</b>	<b>2,415.75</b>	<b>4,404.73</b>	<b>12,482.62</b>	<b>13,145.84</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	145.56	290.65	598.53	1,486.22	2,212.83
折旧摊销	11.07	19.18	15.18	16.35	17.25
财务费用	0.00	0.00	(5.40)	(14.87)	(29.96)
投资损失	(3.43)	29.60	(6.22)	(7.46)	(8.95)
营运资金变动	(229.68)	(200.31)	(91.05)	(249.64)	(672.74)
其它	293.43	(33.92)	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>经营活动现金流</b>	<b>216.94</b>	<b>105.20</b>	<b>511.05</b>	<b>1,230.60</b>	<b>1,518.43</b>
资本支出	22.96	132.00	31.62	28.81	10.25
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(376.01)	(266.11)	(55.40)	(51.35)	(11.30)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(353.05)</b>	<b>(134.11)</b>	<b>(23.78)</b>	<b>(22.54)</b>	<b>(1.05)</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	332.41	3.56	5.50	15.01	30.04
其他	(69.24)	(78.67)	(59.85)	(148.73)	(221.42)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>263.17</b>	<b>(75.11)</b>	<b>(54.35)</b>	<b>(133.72)</b>	<b>(191.38)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>127.06</b>	<b>(104.01)</b>	<b>432.91</b>	<b>1,074.34</b>	<b>1,326.00</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>536.11</b>	<b>1,078.98</b>	<b>2,045.85</b>	<b>5,539.03</b>	<b>8,227.35</b>
营业成本	305.33	619.82	1,136.06	3,082.43	4,575.08
营业税金及附加	6.02	11.38	19.11	57.45	83.00
营业费用	16.77	30.64	54.22	138.25	201.41
管理费用	78.13	142.28	270.05	720.07	1,053.10
财务费用	(3.05)	(3.56)	(5.40)	(14.87)	(29.96)
资产减值损失	5.82	14.10	9.45	9.79	11.11
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.43	5.18	6.22	7.46	8.95
其他	(6.87)	(10.36)	(12.43)	(14.92)	(17.90)
<b>营业利润</b>	<b>130.55</b>	<b>269.50</b>	<b>568.57</b>	<b>1,553.37</b>	<b>2,342.57</b>
营业外收入	39.90	101.43	131.86	171.41	222.84
营业外支出	0.19	36.82	12.46	16.49	21.92
<b>利润总额</b>	<b>170.26</b>	<b>334.11</b>	<b>687.96</b>	<b>1,708.30</b>	<b>2,543.48</b>
所得税	24.70	43.46	89.44	222.08	330.65
<b>净利润</b>	<b>145.56</b>	<b>290.65</b>	<b>598.53</b>	<b>1,486.22</b>	<b>2,212.83</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>145.56</b>	<b>290.65</b>	<b>598.53</b>	<b>1,486.22</b>	<b>2,212.83</b>
每股收益(元)	0.34	0.68	1.47	3.64	5.42

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	74.89%	101.26%	89.61%	170.74%	48.53%
营业利润	74.37%	106.44%	110.97%	173.21%	50.81%
归属于母公司净利润	122.18%	99.68%	105.93%	148.31%	48.89%
<b>获利能力</b>					
毛利率	43.05%	42.56%	44.47%	44.35%	44.39%
净利率	27.15%	26.94%	29.26%	26.83%	26.90%
ROE	19.99%	30.79%	40.37%	52.70%	45.99%
ROIC	52.18%	55.90%	69.05%	163.04%	185.33%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	57.58%	60.92%	66.34%	77.41%	63.40%
净负债率	40.35%	72.94%	84.91%	80.71%	165.06%
流动比率	1.53	1.42	1.39	1.26	1.54
速动比率	0.87	0.72	0.68	0.56	0.83
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.40	6.41	4.35	4.89	5.08
存货周转率	1.13	1.28	1.32	1.26	1.30
总资产周转率	0.44	0.52	0.60	0.66	0.64
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.34	0.68	1.47	3.64	5.42
每股经营现金流	0.50	0.24	1.19	2.86	3.53
每股净资产	1.69	2.20	3.63	6.91	11.79
<b>估值比率</b>					
市盈率	232.72	116.55	53.71	21.63	14.53
市净率	46.52	35.88	21.68	11.40	6.68
EV/EBITDA	96.03	48.14	54.44	19.56	12.48
EV/EBIT	103.56	51.26	55.91	19.77	12.58

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com