

全球缝制机械龙头在路上

——杰克股份（603337）公司简介

报告摘要：

公司受益于下游复苏及竞争格局大幅改善，募投项目加速投产将进一步提升公司市占率。公司是为数不多进行全球销售网络布局的工业缝纫机企业，有望持续受益于纺织服装下游迁移。国内裁床渗透率有望快速提升，高毛利率的裁床业务有望为公司提供较大业绩弹性。公司员工持股计划及大股东增持彰显发展信心，并赋予公司股价一定安全边际。

- **公司业绩有望不断刷新历史记录。**公司 2017 年 3 季度单季度营业收入和归母净利规模均创历史最高水平，公司盈利能力和增长速度显著好于同行业公司。公司 2017 年前三季度销售毛利率 29.79%，销售净利率达到 11.07%，总体保持平稳，良好的现金流及资产质量彰显了公司具备优异的管理能力。我们认为，随着工业缝纫机行业市场化出清以及公司产能释放，公司市占率提升空间巨大。
- ◆ **公司具备成长为世界级工业缝纫机龙头。**我们认为，公司具备成长为世界级工业缝纫机巨头的实力，未来增长逻辑清晰。目前中国为全球工业缝纫机生产的中心，但行业大而不强，市场格局较为零散。随着国内劳动力成本的提升和纺织服装企业向低成本国家转移，缺乏成本控制能力、研发实力和渠道建设不足的企业近期有望迎来市场化出清。杰克股份作为缝制机械行业的龙头企业，具备成本优势、国内外渠道优势和研发优势，有望持续受益于行业集中度的提升。随着公司产能扩张和产品升级，公司未来有望对标日本兄弟和重机，成为全球缝纫机龙头。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**预计公司 2017-2019 年实现营业收入为 32.34 亿元、42.17 亿、49.88 亿元，实现归母净利润为 3.51 亿元、4.65 亿元、5.61 亿元，EPS 为 1.70 元、2.25 元、2.71 元，对应 PE 分别为 26.83X/20.24X/16.79X。考虑到公司增长空间，我们给予公司 2019 年 25 倍合理估值，目标价 67.75 元/股，仍有 40% 增长空间，维持“强烈推荐”评级。
- ◆ **风险提示：**出口国汇率大幅波动、下游需求复苏不及预期。

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,591.62	1,857.13	3,234.00	4,217.00	4,988.00
增长率（%）	-7.63%	16.68%	74.14%	30.40%	18.28%
净利润（百万元）	169.36	220.82	351.28	465.64	561.05
增长率（%）	-13.43%	30.39%	59.08%	32.55%	20.49%
净资产收益率（%）	20.42%	21.86%	26.83%	28.48%	27.67%
每股收益（元）	1.10	1.42	1.70	2.25	2.71
PE	41.37	32.05	26.83	20.24	16.79
PB	8.47	7.00	7.20	5.76	4.65

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

2018 年 01 月 22 日

强烈推荐/维持

杰克股份

公司简介

任天辉

010-66554037

rentianhui1989@hotmail.com

执业证书编号：

S1480517090003

研究助理：樊艳阳

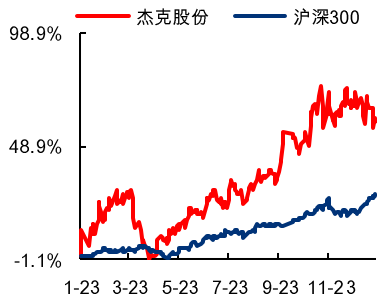
010-66554089

fanyanyang1990@126.com

交易数据

52 周股价区间（元）	48.72-25.52
总市值（亿元）	100.69
流通市值（亿元）	26.68
总股本/流通 A 股（万股）	20667/5477
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	5.99

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《杰克股份（603337）三季报点评：单季度业绩创历史新高，世界级缝制机械龙头在路上》2017-10-31

目 录

1. 杰克股份区别于同行业公司的四项特质：产能、渠道、研发、成本控制能力	4
1.1 产能扩张助力公司市占率提升	5
1.2 销售渠道全球化布局，助力公司分享纺服行业产能迁移红利	5
1.3 公司研发实力雄厚，助力产品升级	6
1.4 突出的成本控制能力是公司胜出的关键	7
2. 杰克股份脱颖而出符合全球产能迁移逻辑	8
2.1 工业缝纫机行业洗牌在即，龙头份额提升空间巨大	8
2.2 杰克股份成长具备全球产能迁移逻辑支撑	10
3. 盈利预测及估值	11
4. 风险提示	12

表格目录

表 1:公司盈利预测表	13
-------------------	----

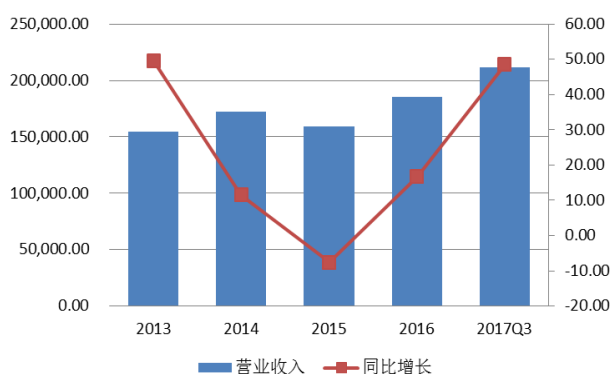
插图目录

图 1:公司营业收入增长进入加速期（万元，%）	4
图 2:公司归母净利不断创历史新高（万元，%）	4
图 3:公司业绩增长好于行业整体水平	4
图 4:缝制机械行业整体盈利承压	4
图 5:公司募投项目将大幅提升工业缝制机产能（台）	5
图 6:公司裁床业务产能扩张加速（台）	5
图 7:公司海外收入占比超过 60%，为行业最高水平（%）	6
图 8:公司研发人员数量为全行业最高	7
图 9:公司研发支出为全行业最高水平	7
图 10:公司产品盈利能力为同行业最高水平（%）	8
图 11:公司三项费用率为同行业最低水平（%）	8
图 12: 纺织行业经历多次全球范围的产业迁移	8
图 13: 纺织服装机械行业 2016 年下半年后复苏明显	9
图 14: 纺织机械产业链及涉及机械产品	10
图 15: 缝制机械产业链及涉及机械产品	10
图 16: 亚洲主要地区服装企业人均平均工资	10
图 17: 主要国家和地区人口总数及人均年纤维消费量	10
图 18: 公司主要竞争对手及近年来全球市场份额变化	11
图 19: 杰克主要国内竞争对手及市场份额变化	11

1. 杰克股份区别于同行业公司的四项特质：产能、渠道、研发、成本控制能力

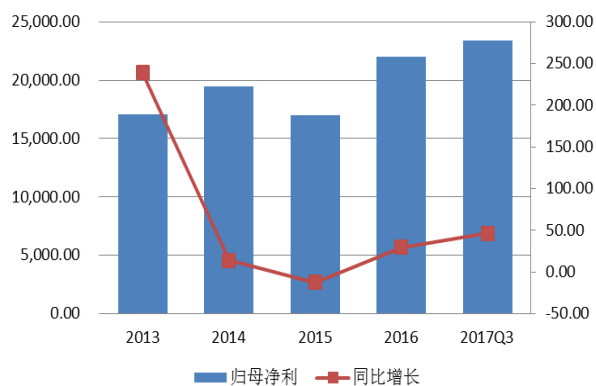
公司成立于 2003 年,成长至今已成为全球缝制机械行业中产销规模最大的企业之一。主要产品包括工业缝纫机（平缝机、包缝机、绷缝机、特种机等）、裁床、铺布机、相关零配件等。

图 1:公司营业收入增长进入加速期（万元，%）



资料来源：Wind、东兴证券研究所

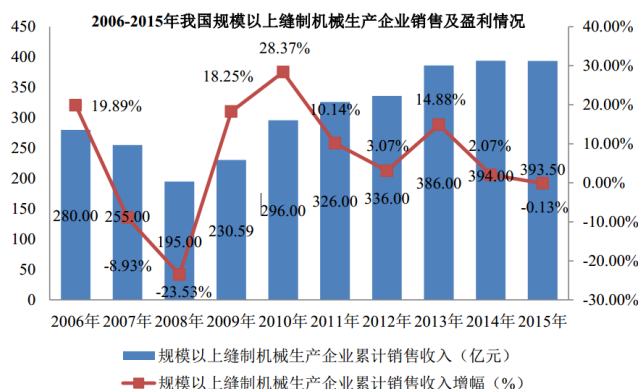
图 2:公司归母净利不断创历史新高（万元，%）



资料来源：Wind、东兴证券研究所

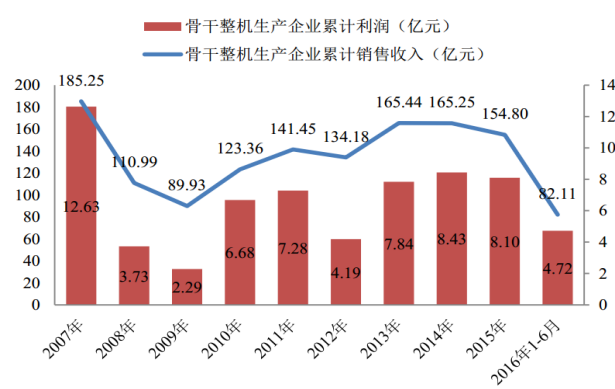
公司业绩表现远好于行业平均水平。公司 2012 年至 2016 年营业收入年均复合增速达到 15.80%，归母净利润年均复合增速达到 44.61%。在次贷危机以来国内缝制机械行业整体经营压力显著增长的形势下，公司依然保持了相当的产品竞争力和盈利水平，增长显著好于行业整体水平。

图 3:公司业绩增长好于行业整体水平



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 4:缝制机械行业整体盈利承压



资料来源：Wind、东兴证券研究所

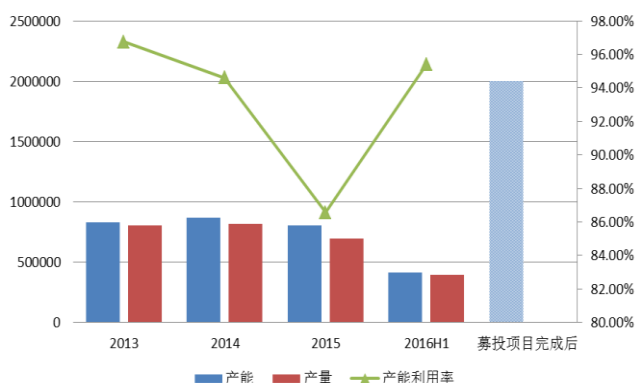
根据中国缝制机械协会统计,2015 年我国共有 263 家规模以上缝制机械生产企业(含整机生产企业、零部件生产企业)。2006 年到 2015 年规模以上缝制机械企业营业收入年均复合增速为 3.85%，但行业竞争加剧，整体盈利能力下滑较大。

我们认为，杰克股份能够在工业缝纫机行业脱颖而出，主要在于公司具备显著区别于同行业公司的特质

1.1 产能扩张助力公司市占率提升

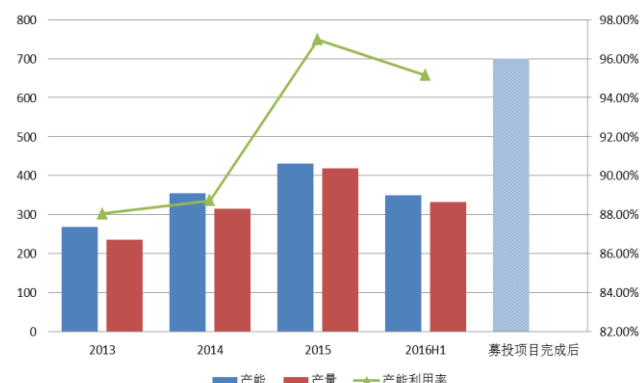
公司近年来工业缝纫机、裁床、铺布机业务产能一直处于偏紧状态。根据招股说明书披露的数据，公司产能利用率一直维持高位，显著好于同行业水平。裁床及铺布机业务产能利用率提升明显，未来产能弹性较大。

图 5:公司募投项目将大幅提升工业缝纫机产能（台）



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 6:公司裁床业务产能扩张加速（台）



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

公司上市后加速推进产能建设，在工业缝纫机市场格局重构过程中抢占先机。年产 100 万台智能节能工业缝纫机项目、年产 2 万台特种工业缝纫机技改项目、年产 45 万台永磁伺服电机技改项目和年产 300 台自动裁床技改项目，将助力公司进一步提升国内外市场占有率，提高伺服电机自给率，完善零部件配套体系，加快裁床国产化进程。

我们认为，在工业缝纫机行业大幅洗牌，部分低端产能加速退出，给予公司巨大成长空间。由于工业缝纫机前期市场门槛较低，导致市场格局极为分散，在行业竞争加剧，弱势企业清理出局后，杰克股份面临巨大市场占有率的提升空间。募投项目建设将推动公司快速成长为全球工业缝纫机巨头。

1.2 销售渠道全球化布局，助力公司分享纺服行业产能迁移红利

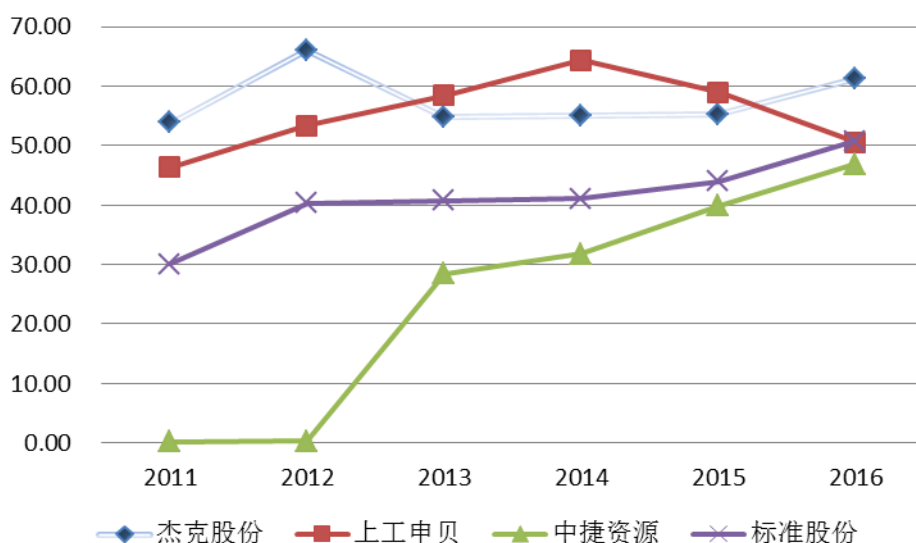
我们认为，公司国内外渠道建设也是公司近年来保持显著成长重要因素。目前公司工业缝纫机主要通过经销模式在国内外销售，裁床、铺布机等缝前设备主要采取直销为主，经销为辅的模式进行销售。

截至 2016 年 6 月末，公司在国内拥有 717 家经销商，重点市场为江苏、浙江、广东、山东、河北、湖北、福建和河南、天津等地。2015 年我国服装行业产量达到 308.27 亿件，其中广东、江苏、福建、浙江和山东五个传统服装生产大省占比达到 72.52%。

杰克股份在海外拥有遍及 70 多个国家的 248 家经销商，重点市场为印度、孟加拉国、伊朗、巴西、越南、印度尼西亚、俄罗斯、土耳其等国，并在印度、孟加拉国、越南设立了联络处。

公司近年来国内收入总体保持平稳。海外收入持续扩张，除 2012 年及 2015 年外，总体保持稳定增长。（2012 年主要由于欧美经济疲软、中东局势动荡、印度和巴西等地区通货膨胀影响，2015 年主要受海外部分市场汇率波动，东南亚市场缝机增量需求相对紧缩、巴西经济持续不景气等因素影响。）

图 7:公司海外收入占比超过 60%，为行业最高水平（%）



资料来源：Wind、东兴证券研究所

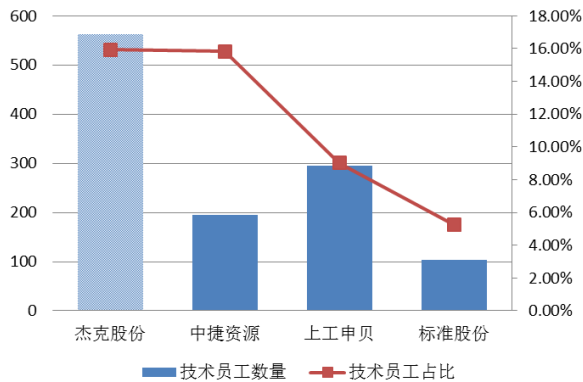
近年来，全球缝制机械行业迁移赋予我国企业收购行业优质标的的机遇，代表性的案例为上工申贝收购德国杜克普、德国百福、德国凯尔曼，杰克股份收购德国奔马和拓卡。整体来看，拥有海外资源整合能力的公司有助于分享纺织服装全球产能迁移带来的差异化红利。

我们认为，目前全球缝制机械需求格局面临重塑，能否成功走出去是缝制机械企业生存发展的关键所在。拥有海外渠道、海外市场开拓顺利的企业，可以很大程度上避免国内需求缺乏弹性的情况下与多数企业进行恶性竞争，保持相当的增长和盈利水平。并且有望在部分缺乏竞争力的企业市场化出清后，提升国内市场份额。

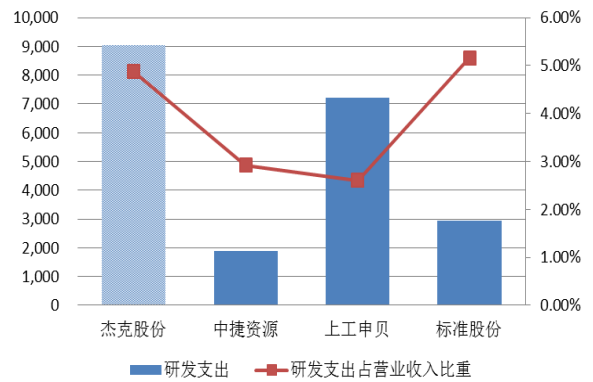
1.3 公司研发实力雄厚，助力产品升级

缝制机械设备的品种繁多，涉及的机械、电机和电控等相关技术十分复杂，设计研发能力是缝制机械行业重要核心竞争力之一。我们认为，杰克股份的研发实力显著强于同行业多数公司，公司具备同行业中压倒性的研发人员的数量和研发支出规模。

2016 年，公司研发人员达到 562 人，研发支出达到 9000 万左右，均为同行业最高水平。

图 8:公司研发人员数量为全行业最高


资料来源：wind，东兴证券研究所

图 9:公司研发支出为全行业最高水平


资料来源：wind，东兴证券研究所

拥有较强研发实力的企业才能快速应对用户行业需求的发展趋势，实现缝制设备的自动化、智能化和节能化，以提升产品的附加值，增强企业的竞争力。

公司丰富的产品种类和优质的产品质量为公司研发投入的成果。目前拥有工业缝纫机主要包括平缝机、包缝机、绷缝机和特种机等系列约 500 个品种。公司的裁床产品有单层和多层 2 个系列 5 个品种，铺布机产品有 2 个系列 10 个品种。

公司将研发视为驱动企业发展的核心动力，目前已建立了较为完善的技术研发体系。公司无论在研发人员、研发支出规模、发明专利数量均为行业领先水平，公司作为行业骨干企业，参与制定多项行业标准。

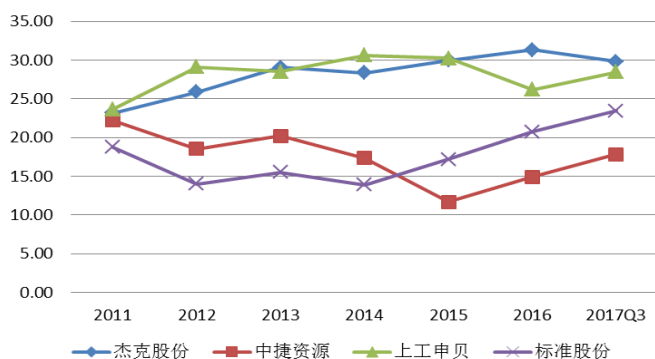
1.4 突出的成本控制能力是公司胜出的关键

国内工业缝纫机行业发展较为成熟，在保证质量的同时，实现生产成本最小化是企业市场竞争中取得优势的关键因素之一。我们认为，公司盈利能力的稳步提升与公司优异的成本控制能力有很大关系。

公司产品毛利率为同行业公司最高水平，销售期间费用率为同行业最低。2011 年到 2016 年，公司工业缝纫机毛利率从 21.50%提升到 28.40%，裁床产品毛利率从 26.63%提升到 43.27%。在行业竞争加剧，整体盈利空间不断被压缩的形势下，公司销售净利率从 2011 年的 5.17%提升到 2016 年的 11.89%。

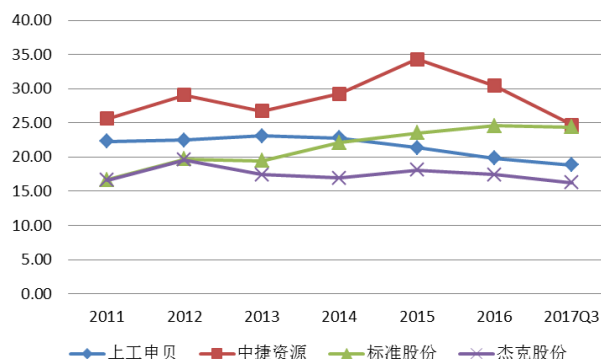
随着公司整体营收规模的扩张，公司销售费用、管理费用规模有所上升，销售期间费用率近年来总体呈现一定程度下降。2012 年公司三项费用率为 19.56%，到 2017 年前三季度，公司三项费用率下降至 16.27%。

图 10:公司产品盈利能力为同行业最高水平（%）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 11:公司三项费用率为同行业最低水平（%）



资料来源：wind，东兴证券研究所

公司控制成本的主要方式有：（1）辅导供应商，使外购件成本得以控制；（2）严格预算管理，使各项费用支出得以控制；（3）推行精益生产，使生产性费用得以降低；（4）实施定额管理与节能改造，使降耗效果得以提升；（5）自动化工装改进，使人工成本得以降低。

公司在供应商选择上严格把控，使供应商缩短生产周期，降低在制品库存，提高产品交检合格率，从而有效降低公司采购成本。此外，随着劳动力成本的上升，公司对生产设施进行持续升级、改造，引入自动化工装设备，不断提高劳动生产率。

2. 杰克股份脱颖而出符合全球产能迁移逻辑

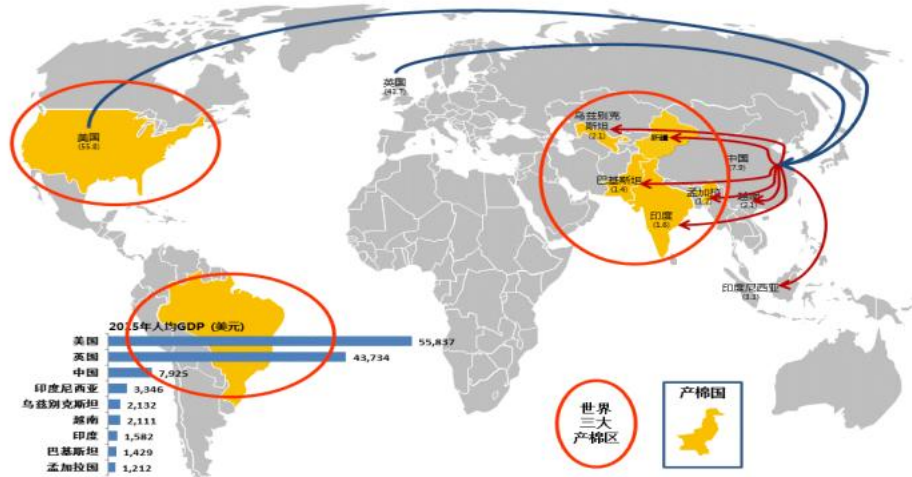
2.1 工业缝纫机行业洗牌在即，龙头份额提升空间巨大

“衣食住行”是人类生活必需的刚性需求，兼具消费升级逻辑。纺织服装机械作为纺织工业发展提供技术装备的基础性产业，其发展一方面来自于全球纺织服装需求的增长及品质的提升所带来的行业增长，

另一方面，纺织服装及其配套的纺织服装机械行业对成本要求极为敏感，全球范围内的性价比优势变迁所带来的产能迁移也能为纺织机械行业带来结构性增长机遇。

从纺织机械下游来看，全球纺纱及服装制造产业总体经历了欧美—亚洲、拉美的迁移过程，在亚洲内部也经历了从日韩—中国—东南亚、南亚、中亚的逐步扩散进程。

图 12: 纺织行业经历多次全球范围的产业迁移

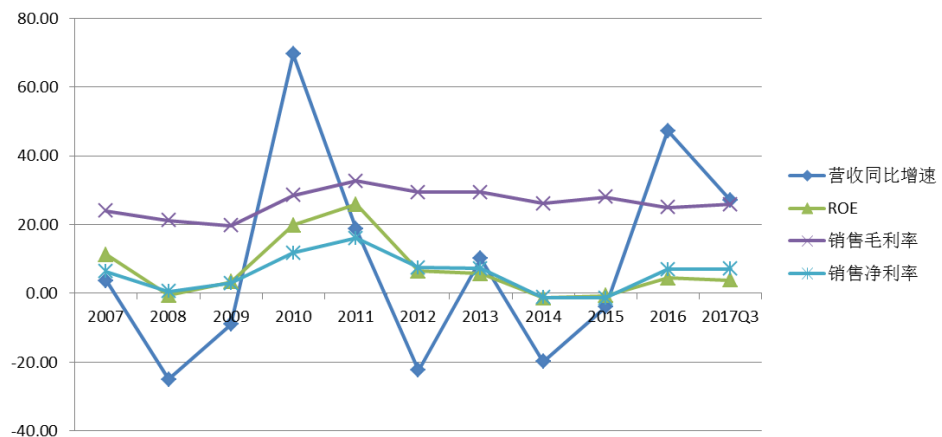


资料来源：世界银行，东兴证券研究所

从纺织服装机械的国内发展历程来看，明显分为几个阶段：

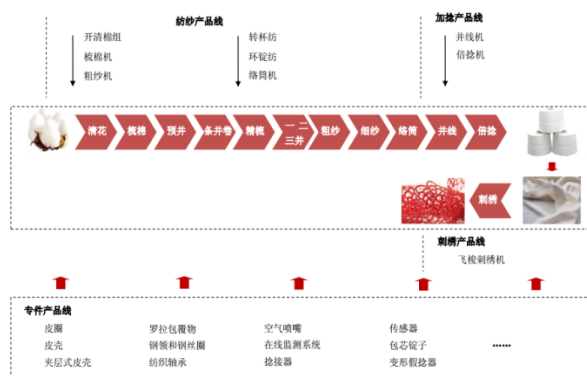
- （1）改革开放后到 21 世纪初，在纺织工业快速增长的拉动下，我国纺织机械工业在这一阶段呈现出强劲的增长态势，纺机、缝纫机等行业快速增长；
- （2）2001 年到 2007 年，随着中国加入 WTO，纺织行业竞争优势明显，中低端产品快速占领国际市场；
- （3）2007 年到 2015 年，随着次贷危机、欧债危机、人民币升值等因素影响，同时国内劳动力成本上升，纺织机械行业面临洗牌，行业整体盈利能力被大幅压缩，行业龙头机械趁机收购国外成熟纺织服装机械公司；
- （4）2016 年后，在全行业连续多年的经营压力下，纺织服装机械龙头公司彰显出显著的竞争优势，在行业市场化出清后，快速提升自身市场份额。

图 13：纺织服装机械行业 2016 年下半年后复苏明显



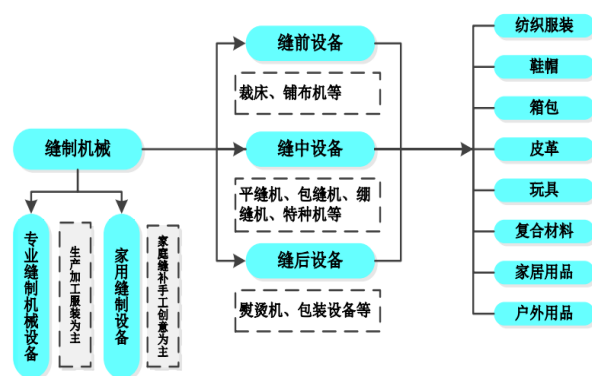
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 14: 纺织机械产业链及涉及机械产品



资料来源：卓郎智能、东兴证券研究所

图 15: 缝制机械产业链及涉及机械产品



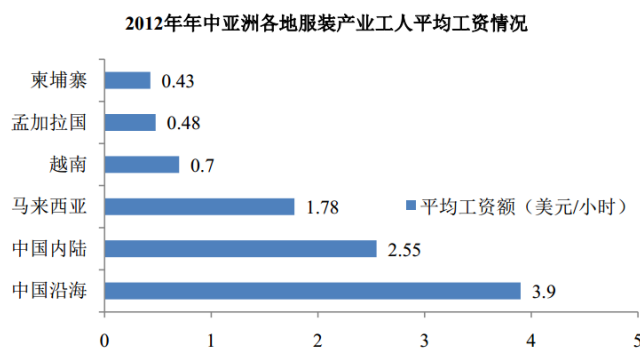
资料来源：杰克股份、东兴证券研究所

2.2 杰克股份成长具备全球产能迁移逻辑支撑

我们认为，国内缝制机械行业发展已经进入新常态，缺乏竞争力的公司市场化出清，真正具备优势的行业龙头市场占有率显著提升将是未来比较长时期行业内部的主要变革方向。

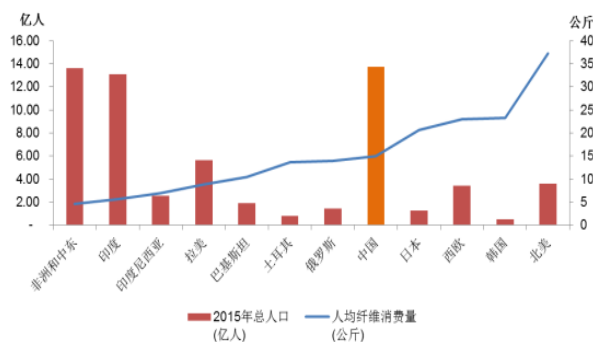
从目前时点来看，杰克股份等行业内龙头公司有能力在整体行业弱复苏形势下，获得超过行业平均增速的业绩增长。并且有望继续承接来自欧美产业链企业的技术和产能

图 16: 亚洲主要地区服装企业人均平均工资



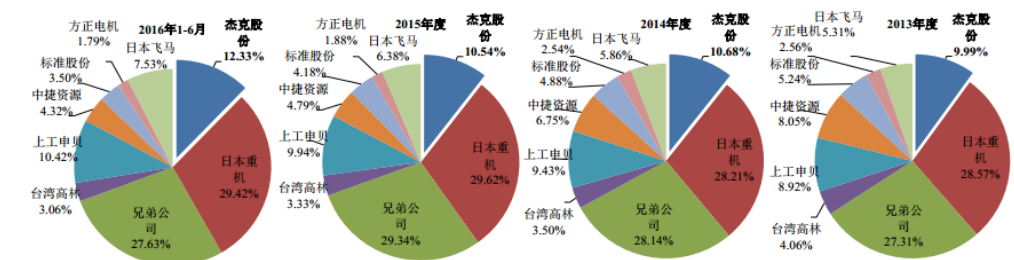
资料来源：杰克股份、东兴证券研究所

图 17: 主要国家和地区人口总数及人均年纤维消费量



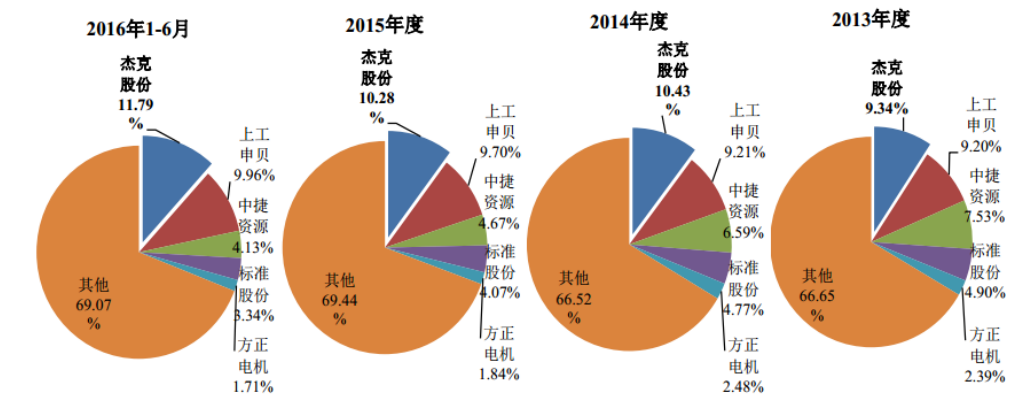
资料来源：卓郎智能、东兴证券研究所

图 18：公司主要竞争对手及近年来全球市场份额变化



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 19：杰克主要国内竞争对手及市场份额变化



资料来源：Wind，东兴证券研究所

国内工业缝纫机厂商数量众多，其中中小企业占多数，小型企业生产设备普遍较落后，技术水平较低，产品性能和稳定性与龙头公司有较大差距。低端工业缝纫机产品主要依靠低廉的价格争取市场，导致产品利润水平较低。

同时，杰克股份依靠较高的研发和生产能力，产品技术含量高，通过多年企业运营和管理经验的积累，在全球行业竞争中确立了有利的市场竞争地位。一方面，通过产能扩张，依赖自身成本、产品和渠道优势，进一步挤压中小企业生存空间。

另一方面，公司将通过海外并购，积极引进消化吸收国外先进生产技术和经验，快速进行产品结构升级，抢占日本兄弟、重机等工业缝纫机公司的中高端市场。

3. 盈利预测及估值

公司受益于下游复苏及竞争格局大幅改善，募投项目加速投产将进一步提升公司市占率。公司是为数不多进行全球销售网络布局的工业缝纫机企业，有望持续受益于纺织服装下游迁移。国内裁床渗透率有望快速提升，高毛利率的裁床业务有望为公司提供

较大业绩弹性。公司员工持股计划及大股东增持彰显发展信心，并赋予公司股价一定安全边际。

预计公司 2017-2019 年实现营业收入为 32.34 亿元、42.17 亿、49.88 亿元，实现归母净利润为 3.51 亿元、4.65 亿元、5.61 亿元，EPS 为 1.70 元、2.25 元、2.71 元，对应 PE 分别为 26.83X/20.24X/16.79X。考虑到公司增长空间，我们给予公司 2019 年 25 倍合理估值，目标价 67.75 元/股，仍有 40%增长空间，维持“强烈推荐”评级。。

4. 风险提示

- 1、出口国汇率大幅波动
- 2、下游需求复苏不及预期

表 1: 公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表		单位:百万元			
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	775	1173	1806	2270	3287	营业收入	1592	1857	3234	4217	4988
货币资金	145	297	522	708	1446	营业成本	1114	1275	2252	2945	3486
应收账款	164	189	292	359	423	营业税金及附加	11	15	24	32	37
其他应收款	32	31	48	59	69	营业费用	98	118	194	253	299
预付款项	11	9	49	98	156	管理费用	199	221	356	464	549
存货	340	376	602	739	871	财务费用	-10	-16	60	41	23
其他流动资产	48	225	225	225	225	资产减值损失	7.82	17.66	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	785	816	858	826	790	公允价值变动收益	1.66	-0.31	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	1.11	1.24	0.00	0.00	0.00
固定资产	428.23	605.84	578.65	565.35	550.21	营业利润	173	227	349	482	593
无形资产	143	143	205	190	176	营业外收入	25.25	28.15	60.00	60.00	60.00
其他非流动资产	8	3	0	0	0	营业外支出	4.26	3.51	0.30	0.40	0.50
资产总计	1560	1989	2621	3052	4033	利润总额	194	251	408	541	652
流动负债合计	635	919	1326	1468	2102	所得税	25	30	57	76	91
短期借款	25	135	266	196	0	净利润	169	221	351	466	561
应付账款	303	412	602	739	871	少数股东损益	-1	0	1	1	1
预收款项	44	51	51	51	676	归属母公司净利润	170	220	351	465	560
一年内到期的非	4	0	0	0	0	EBITDA	352	406	485	606	702
非流动负债合计	93	61	7	7	7	BPS (元)	1.10	1.42	1.70	2.25	2.71
长期借款	40	7	7	7	7	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	728	980	1333	1475	2109	成长能力					
少数股东权益	-1	0	1	2	3	营业收入增长	-7.63%	16.68%	55.35%	22.70%	17.80%
实收资本 (或股	155	155	207	207	207	营业利润增长	-6.34%	30.75%	39.73%	33.04%	22.53%
资本公积	3	3	3	3	3	归属于母公司净利润	46.50%	27.74%	46.50%	27.74%	19.76%
未分配利润	615	774	858	965	1094	获利能力					
归属母公司股东	833	1008	1287	1576	1922	毛利率 (%)	29.98%	31.33%	30.76%	30.75%	30.70%
负债和所有者权	1560	1989	2621	3052	4033	净利率 (%)	10.64%	11.89%	11.22%	11.68%	11.87%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)	3.53%	7.81%	10.90%	11.08%	12.12%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE (%)	20.42%	21.86%	25.09%	26.18%	25.71%
经营活动现金流	272	280	322	468	1156	偿债能力					
净利润	169	221	324	413	495	资产负债率 (%)	47%	49%	51%	48%	52%
折旧摊销	188.23	195.52	0.00	82.58	85.98	流动比率	1.22	1.28	1.36	1.55	1.56
财务费用	-10	-16	59	39	24	速动比率	0.68	0.87	0.91	1.04	1.15
应收账款减少	0	0	-104	-66	-64	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	626	总资产周转率	1.05	1.05	1.25	1.25	1.18
投资活动现金流	-124	-180	-41	-50	-50	应收账款周转率	10	11	12	11	11
公允价值变动收	2	0	0	0	0	应付账款周转率	4.84	5.19	5.69	5.28	5.18
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	1	1	0	0	0	0每股收益 (最新摊薄)	1.10	1.42	1.56	2.00	2.39
筹资活动现金流	-96	-55	0	-232	-368	每股净现金流 (最新	0.33	0.29	1.36	0.90	3.57
应付债券增加	0	0	0	0	0	0每股净资产 (最新摊	5.37	6.50	6.23	7.62	9.30
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	52	0	0	P/E	41.37	32.05	29.13	22.80	19.04
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	8.47	7.00	7.31	5.97	4.89
现金净增加额	52	45	280	186	738	EV/EBITDA	19.84	16.97	20.27	16.39	12.73

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

任天辉

机械行业研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学控制工程硕士，厦门大学自动化学士，2015年加入东兴证券，从事机械行业研究。

研究助理简介

樊艳阳

中国人民大学经济学院本科及硕士，3年财经媒体上市公司从业经验，主要跟踪新能源汽车产业链、机械行业，2016年加入民生证券，2017年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。