

良信电器 (002706.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 6.67 元
目标价格 (人民币): 8.50-8.50 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 548.25
总市值(百万元) 5,242.78
年内股价最高最低(元) 8.71/6.12
沪深 300 指数 3315.28
中小板综 8847.58

新兴下游市场业务推进顺利，下半年业绩环比改善可期

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.627	0.401	0.337	0.426	0.541
每股净资产(元)	6.00	3.22	3.92	4.41	4.99
每股经营性现金流(元)	0.86	0.33	0.51	0.44	0.62
市盈率(倍)	41.45	31.30	19.76	15.64	12.34
净利润增长率(%)	29.62%	29.60%	26.19%	26.34%	26.80%
净资产收益率(%)	10.44%	12.44%	12.92%	14.49%	16.23%
总股本(百万股)	258.79	524.28	786.02	786.02	786.02

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司公布 2018 年半年报，收入和净利润分别为 8.02 亿、1.26 亿，同比分别增长 12.13%、13.31%。同时，公司预告 2018 年 1-9 月业绩，归母净利润变动幅度为 20%-40%。

经营分析

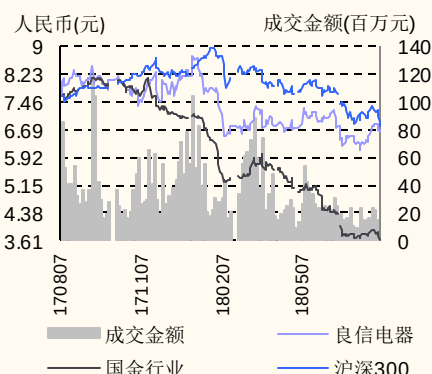
- 业绩基本符合预期，保持稳定增长。2018H1 公司收入增速相比去年同期出现一些下滑，主要原因在于去年同期新能源相关业务发展亮眼，而今年光伏“531”新政后该业务增长将面临较大压力。2018H1 铜等大宗平均价格高于 2017H1，但本期综合毛利率达到历史新高 41.85%，比上年同期提升 3.3pct，我们认为主要原因是公司精益生产和信息化建设改变提升了生产和运营效率且对标准件供应商的供货价有较大的控制力。三费方面：财务费用同比增长 66.58%，主要是由于汇兑收益的增加，管理费用同比增长 24.61%，一部分由于研发费用同比增长 18%以外，更多是因为公司当期摊销股权激励费用同比去年大幅增加 800 万所致。
- 公司继续巩固智能楼宇品牌领先地位，新兴下游市场业务推进顺利。公司半年新签或续签 20 多家战略客户，当前与地产前一百家中的大部分客户建立了合作关系。同时公司在新能源、信息通讯、新能源车等工控、电力电源品牌认可度和客户拓展卓有成效，BAT 三大公司业务开发取得持续进展彰显了公司在中高端市场的技术和市场前沿布局能力。
- 深化营销组织变革有助于公司更好聚焦和把握下游客户需求。公司近一年来，对公司原有的营销架构进行了一定调整，当前在保留行业划分的基础上，更多地强调区域管理的重要性和自主性。报告期内公司新设东北大区及海外开发部，形成了国内 61 个办事处和海外 5 个办事处的营销网络布局。

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司 2018-2020 年净利润至 2.65 亿、3.35 亿、4.25 亿，分别同比增长 26.2%、26.3%、26.8%，公司经营稳健利润可持续高增长确定性较高，给予 2018 年 25 倍估值，对应目标价 8.5 元。

风险提示

- 房地产限购、棚改政策对地产发展造成较大不确定性；固定资产投资疲弱；铜、银等大宗商品价格出现较大波动；



相关报告

- 1.《单季度收入增长企稳，看好公司全年业务增长》，2018.4.20
- 2.《外延并购完善自动化和智能电网布局，业务互补提升系统解决方案能...》，2018.3.18
- 3.《短期业绩承压，看好公司中长期持续稳健发展》，2018.2.28
- 4.《良信电器三季报点评-毛利率创新高助业绩持续高增长，全资收购智...》，2017.10.23
- 5.《良信电器中报点评-新晋白马业绩大超预期，营收高增长印证行业变...》，2017.8.7

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

内容目录

1、业绩符合预期，盈利能力稳步提升	3
2、深化营销组织变革有助于公司更好聚焦和把握下游客户需求，新兴下游市场业务推进顺利	6
3、盈利预测和投资建议	9
4、风险提示	9

图表目录

图表 1：产品全面布局	3
图表 2：公司近年来主要财务摘要	4
图表 3：公司近年来盈利能力和主要关键费率指标	5
图表 4：公司近年来现金流指标	5
图表 5：公司办事处数量和销售人数	6
图表 6：产品全面布局	7
图表 7：2018H1 公司产品结构	7
图表 8：公司布局各行业客户	8

1、业绩符合预期，盈利能力稳步提升

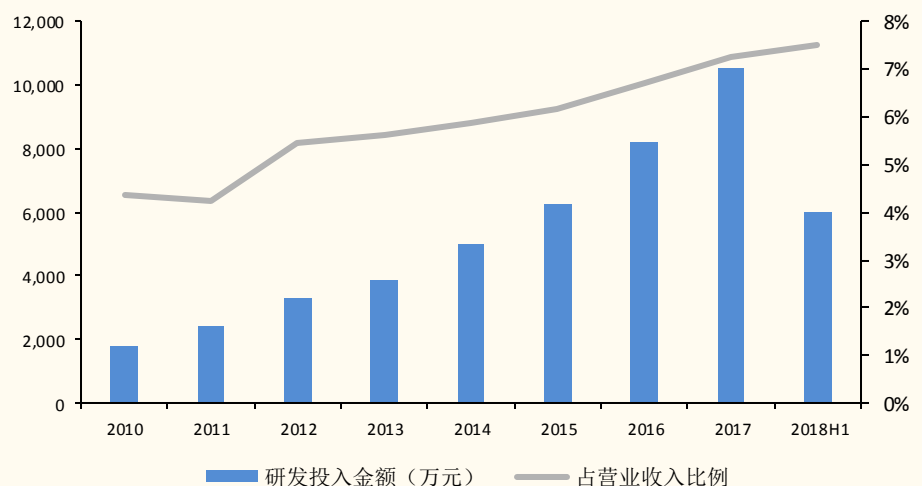
2018H1 业绩稳定增长。2018 年 H1 公司实现营业收入 8.02 亿元，同比增长 12.13%，实现归母净利润 1.26 亿元，同比增长 13.31%，扣非后归母净利润 1.13 亿元，同比增长 28.16%。中短期来看，公司凭借强大的产品竞争力和稳定的高端客户将推动公司业绩持续向好；长期来看，我们看好公司产品由中高端向高端的过渡，抢占进口替代空间。

2018Q2 业绩环比大幅改善。Q2 公司实现营收 4.77 亿元，同比增长 11.00%，环比增长 46.89%；归母净利润 0.86 亿元，同比增长 7.02%，环比增长 114.25%，扣非后同比增长 31.65%，环比增长 167.46%。公司业绩环比大幅改善主要受益于市场份额的提升和下游需求的好转。随着下半年股权激励费用计提同比大幅降低，以及客户下单量逐步提升，我们判断下半年公司业绩将持续改善。公司预告 2018 年 1-9 月业绩，归母净利润增长幅度为 20%-40%。

供应链精益管理叠加对上游的供货价管控能力，公司毛利率创新高。在 2018H1 铜等大宗平均价格高于 2017H1 的大背景下，公司 2018H1 综合毛利率 41.85%，比上年同期提升 3.31pct。一方面由于公司精益生产和信息化建设改变提升了生产和运营效率，公司前期开展数字化工厂调研，并正式投入质量管理平台，持续通过精益生产、改善流程、与咨询公司合作开展供应链优化项目等方式改善生产、管理、运营等各方面效率。另一方面公司主要从标准件供应商采购结构件进行装配，并对供应商使用的各种金属和塑料材质提出了明确的品质又要，2018H1 铜价同比高于 2017H1，但并未传导至公司的采购价，这体现了公司对标准件供应商的供货价有较大的控制力。

费用率小幅提升，研发持续加大投入。2018H1 公司销售费用、管理费用、财务费用分别为 9650、9898、-57 万元，分别同比增长了 13.12%、24.61%、68.57%；销售费用的增长主要是由于公司加大市场开拓所致；管理费用一部分由于研发费用同比增长 18%以外，更多是因为公司当期摊销股权激励费用达到 909 万，同比去年大幅增加 800 万所致；财务费用收益增长主要是由于人民币贬值导致的汇兑收益增加，当期公司汇兑为-3.6 万，去年同期为 32.8 万。从产品研发角度具体来看：2018H1 研发投入 0.6 亿元，占营收 7.5%，同比增长 18%，研发投入的持续增长将有助于提高公司产品附加值和市场竞争能力，巩固公司中高端低压电器品牌竞争力的同时，通过提升高端产品价值量助力公司整体毛利率提升。

图表 1：产品全面布局



来源：公司公告、国金证券研究所

运营效率小幅波动。2018H1 公司应收账款增长，达到 1.47 亿元，同比增长了 28.85%，存货达到 2.11 亿元，同比增长了 2.44%，应付账款达到 2.79 亿元，同比下降了 17.13%。

图表 2：公司近年来主要财务摘要

	20121231	20131231	20141231	20151231	20161231	20171231	20180630
营业总收入	599.9061	683.8492	855.7056	1,013.0492	1,225.7714	1,452.0483	802.3402
营业总成本	520.3501	595.9074	750.4982	878.1940	1,066.5880	1,257.6225	668.4932
税金及附加	2.8203	2.9923	3.8218	4.5191	6.5621	7.2339	4.2745
营业费用	78.4575	95.8030	106.0813	113.5881	148.2117	182.4578	96.5008
管理费用	58.3665	66.1702	88.2869	116.0388	141.0647	178.5282	98.9759
财务费用	5.3684	1.8206	-1.4335	-3.0861	-3.4367	-0.3079	-0.5870
资产减值损失	0.7681	2.0763	5.1668	7.5377	7.7959	-1.4970	2.7935
公允价值变动收益	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
投资收益	0.0000	0.0000	0.0000	4.6991	11.7143	24.5146	10.5916
营业利润	79.5559	87.9419	110.6025	139.5542	170.8977	219.8910	144.6755
营业外收入	7.8958	6.5551	9.1754	8.9592	20.0072	24.6834	4.6954
营业外支出	0.2576	0.1719	0.3564	0.5521	0.4668	0.3775	0.1638
税前利润	87.1942	94.3251	119.4215	147.9613	190.4381	244.1970	149.2070
净利润	73.2648	81.0351	100.2748	125.1355	162.1962	210.2001	125.9206
少数股东损益	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
归属母公司股东的净利润	73.2648	81.0351	100.2748	125.1355	162.1962	210.2001	125.9206
货币资金	58.8604	43.8041	219.1121	217.5576	196.0662	125.5042	198.2514
应收账款	68.7113	77.3104	94.0998	80.3217	78.4545	104.6183	146.8197
存货	71.8077	98.6080	108.0289	158.6120	153.6366	188.6969	211.0131
其他流动资产	0.0000	0.0000	140.0000	90.0000	630.8876	672.6334	534.0570
流动资产	365.6843	412.0009	760.0980	754.4155	1,312.9828	1,377.9403	1,403.4644
流动资产/总资产	74.2421	67.2605	73.1739	61.2201	69.4134	67.7592	65.7100
长期股权投资	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
固定资产	92.0282	86.6794	91.2401	250.9162	243.5455	245.4680	244.1207
在建工程	1.6334	31.8931	80.8635	105.0602	181.4006	225.1619	284.8617
无形资产	14.4969	59.4541	61.3901	59.7480	59.3344	60.1691	59.7414
非流动资产	126.8722	200.5445	278.6583	477.8841	578.5582	655.6431	732.3829
非流动资产/总资产	126.8722	200.5445	278.6583	477.8841	578.5582	655.6431	732.3829
短期借款	30.8261	50.5091	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
应付账款	120.6113	124.9450	130.1214	200.5078	238.9838	209.8051	279.6187
其他流动负债	0.0000	0.0000	40.4085	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
流动负债	196.1641	206.9063	223.4108	292.6409	337.8327	338.4819	437.7144

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 3：公司近年来盈利能力和主要关键费率指标

	20121231	20131231	20141231	20151231	20161231	20171231	20180630
净资产收益率 ROE	24.7617	21.4996	12.7456	13.7344	10.4408	12.4440	7.4410
投入资本收益率 ROIC	23.6501	21.4885	16.5167	14.7338	13.1540	12.9614	7.4439
总资产报酬率 ROA	20.0115	17.3844	14.2322	12.7956	12.0188	12.3361	7.1086
总资产净利率 ROA	15.8736	14.6656	12.1449	11.0200	10.3844	10.7105	6.0402
销售净利率	12.2127	11.8499	11.7184	12.3524	13.2322	14.4761	15.6942
销售毛利率	37.5620	37.5528	35.8921	36.8642	37.4769	38.6241	41.8532
销售成本率	62.4380	62.4472	64.1079	63.1358	62.5231	61.3759	58.1468
销售期间费用率	23.7025	23.9517	22.5469	22.3623	23.3192	24.8393	24.2902
成本费用利润率	14.1777	13.7153	13.5231	14.4475	15.4145	16.7907	19.0378
主营业务比率	91.2399	93.2327	92.6152	94.3181	89.7392	90.0466	96.9629
净利润/营业总收入	12.2127	11.8499	11.7184	12.3524	13.2322	14.4761	15.6942
营业总成本/营业总收入	86.7386	87.1402	87.7052	86.6882	87.0136	86.6102	83.3179
销售费用/营业总收入	13.0783	14.0094	12.3969	11.2125	12.0913	12.5655	12.0274
管理费用/营业总收入	9.7293	9.6761	10.3174	11.4544	11.5082	12.2949	12.3359
财务费用/营业总收入	0.8949	0.2662	-0.1675	-0.3046	-0.2804	-0.0212	-0.0732

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 4：公司近年来现金流指标

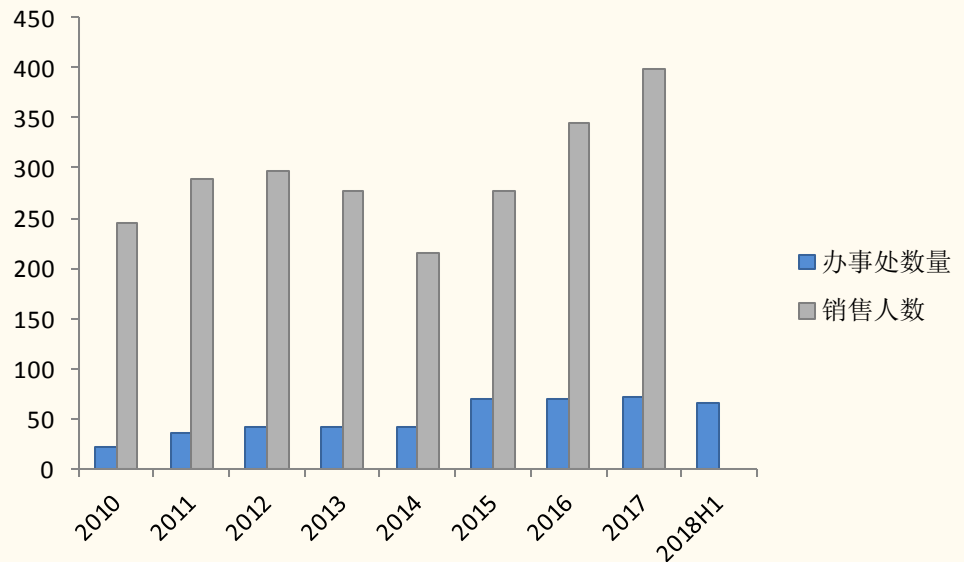
	20121231	20131231	20141231	20151231	20161231	20171231	20180630
经营活动产生的现金流量净额/营业收入	14.7900	6.6800	9.7700	16.5500	18.1500	11.8000	19.2300
销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	111.4300	111.7700	109.0500	116.8100	113.1500	85.3800	87.9100
经营性现金净流量/营业总收入	14.7903	6.6809	9.7693	16.5521	18.1480	11.7973	19.2293
净利润/营业总收入	12.2127	11.8499	11.7184	12.3524	13.2322	14.4761	15.6942
经营性现金净流量/净利润	1.2111	0.5638	0.8337	1.3400	1.3715	0.8149	1.2252

来源：公司公告、国金证券研究所

2、深化营销组织变革有助于公司更好聚焦和把握下游客户需求，新兴下游市场业务推进顺利

公司近一年来，对公司原有的营销架构进行了一定调整，当前在保留行业划分的基础上，更多地强调区域管理的重要性和自主性，区域营销将更加清楚地把握下游客户需求，直接针对客户需求痛点进行针对性和灵活性营销。行业报告期内公司新设东北大区 and 海外开发部，形成了国内 61 个办事处和海外 5 个办事处的营销网络布局。

图表 5：公司办事处数量和销售人员



来源：公司公告、国金证券研究所

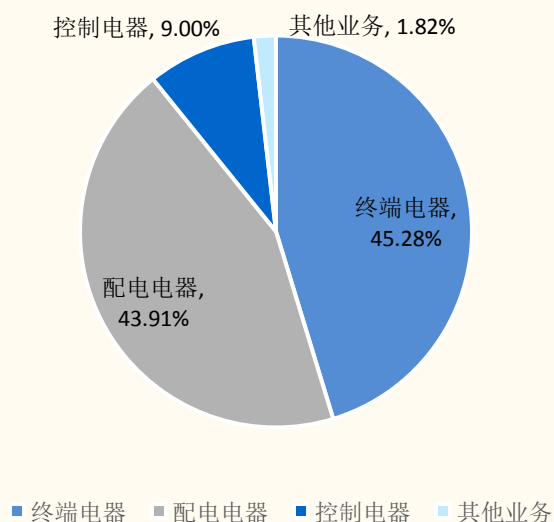
低压电器运用领域较广，可以认为任何基础建设都需要低压电器进行配套。所以低压电器广泛用于电信、建筑、工业、新能源、轨道交通、港口码头、OEM 等行业。公司作为该行业为数不多的专注中高端专业市场的低压配电公司拥有一大批合作稳固的下游行业知名终端客户。经过 10 多年深耕细作，良信电气以其优质的产品质量和出色的解决方案，在低压电器中、高端客户群体中树立了非常良好的口碑，逐步打造了“可靠、专业、环保”的良信名片。

图表 6：产品全面布局

分类	主要产品	图示	使用场合	图示
终端电器	小型断路器 MCB		配电箱、控制柜、入户箱	
配电电器	框架断路器 ACB		低压开关柜	
	塑壳断路器 MCCB		低压开关柜 抽屉馈线柜、JP 柜	
	双电源		双电源配电柜（箱）	
控制电器	接触器		控制柜	
	设备用断路器		设备、OEM	

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 7：2018H1 公司产品结构



来源：公司公告、国金证券研究所

不断突破下游新行业：目前公司已经在电信、地产、新能源、电力、工控自动化等重点行业推出解决方案和配套的系列产品。新能源及智能家居行业去年订单有较大增长，公司在房地产开发企业 top10 中有 7 家签约客户，top30

中有超过 20 家，供应量排名第二，仅次于施耐德，客户包括碧桂园、中海、华夏幸福、华润、万达、绿地、万科等，新能源领域，集中式逆变器产品处于行业领先地位，与金风科技、特变电工、阳光电源等标杆客户也建立了良好合作关系。

图表 8：公司布局各行业客户

行业	客户群
电信	华为技术、中兴通讯、艾默生网络能源、中国移动、中国联通、中国电信
建筑	万科地产、绿地集团、复地集团、合生创展、万达集团、龙湖地产、招商资产、大华地产、中铁置业集团、海伦堡地产、协信地产、华润置地、碧桂园
工业	三菱电梯、日立电梯、蒂森克虏伯电梯、通力电梯、OTIS 电梯、中钢集团、沙钢集团、徐工集团、约克空调、松下焊机、振华港机、沈阳机床
电力	国家电网、南方电网、四方电气、国电南瑞、国电南自、许继集团、上海电力、江苏电力、大连电力、哈尔滨电力
新能源领域	产品应用领域涉及涉及风电、光伏等，客户包括阳光电源、特变电工、禾望电气、华为光伏、艾默生、金风科技、中恒电气、瑞能
智能楼宇	房地产开发企业 top10 中有 7 家签约客户，top30 中有超过 20 家，供应量排名第二，仅次于施耐德。客户包括碧桂园、中海、华夏幸福、华润、万达、绿地、万科等

来源：公司官网、国金证券研究所

3、盈利预测和投资建议

我们预计公司 18-20 年净利润至 2.65 亿、3.35 亿、4.25 亿，分别同比增长 26.2%、26.3%、26.8%，公司经营稳健利润可持续高增长确定性较高，给予 2018 年 25 倍估值，对应目标价 8.5 元。

4、风险提示

1) 低压电器在房地产领域用量占比较大，房地产限购、棚改新政使得后期房地产发展不确定性程度加大，对房地产新开工面积和房地产销售情况影响较大；近年来，基础设施固定资产投资总量越来越大处于高位运行状态，未来如果基建投资增速放缓，将对低压电器使用量产生一定影响。

2) 铜、钢、塑料等大宗原材料占低压电器成本较大。如果大宗原材料继续快速上涨，可能对公司毛利率产生较大影响，从而影响公司盈利水平。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,013	1,226	1,452	1,721	2,036	2,388
增长率		21.0%	18.5%	18.5%	18.4%	17.3%
主营业务成本	-640	-766	-891	-1,005	-1,188	-1,392
%销售收入	63.1%	62.5%	61.4%	58.4%	58.4%	58.3%
毛利	373	459	561	716	848	996
%销售收入	36.9%	37.5%	38.6%	41.6%	41.6%	41.7%
营业税金及附加	-5	-7	-7	-9	-11	-13
%销售收入	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%
营业费用	-114	-148	-182	-220	-259	-306
%销售收入	11.2%	12.1%	12.6%	12.8%	12.7%	12.8%
管理费用	-116	-141	-179	-219	-255	-294
%销售收入	11.5%	11.5%	12.3%	12.7%	12.5%	12.3%
息税前利润 (EBIT)	139	164	193	268	324	383
%销售收入	13.8%	13.3%	13.3%	15.6%	15.9%	16.0%
财务费用	3	3	0	7	6	8
%销售收入	-0.3%	-0.3%	0.0%	-0.4%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	-8	-8	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	12	25	25	38	56
%税前利润	3.2%	6.2%	10.0%	8.0%	9.6%	11.2%
营业利润	140	171	220	300	368	447
营业利润率	13.8%	13.9%	15.1%	17.4%	18.1%	18.7%
营业外收支	8	20	24	14	26	53
税前利润	148	190	244	314	394	500
利润率	14.6%	15.5%	16.8%	18.2%	19.4%	20.9%
所得税	-23	-28	-34	-49	-59	-75
所得税率	15.4%	14.8%	13.9%	15.5%	15.0%	15.0%
净利润	125	162	210	265	335	425
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	125	162	210	265	335	425
净利率	12.4%	13.2%	14.5%	15.4%	16.5%	17.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	125	162	210	265	335	425
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	35	45	42	20	23	25
非经营收益	-5	-17	-25	-40	-64	-109
营运资金变动	13	32	-56	22	-63	-17
经营活动现金净流	168	222	171	266	231	325
资本开支	-199	-142	-130	-173	-84	-57
投资	-1	-2	-30	-79	-65	-65
其他	56	-531	-17	25	38	56
投资活动现金净流	-145	-676	-177	-227	-111	-66
股权募资	5	495	40	9	56	11
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-30	-64	-105	89	-131	-131
筹资活动现金净流	-24	431	-65	98	-75	-120
现金净流量	-2	-22	-71	137	44	138

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	218	196	126	263	307	446
应收款项	286	327	384	467	559	686
存货	159	154	189	198	238	278
其他流动资产	92	636	680	693	761	826
流动资产	754	1,313	1,378	1,621	1,865	2,236
%总资产	61.2%	69.4%	67.8%	65.1%	65.6%	67.4%
长期投资	2	46	39	84	104	124
固定资产	356	425	471	582	650	716
%总资产	28.9%	22.5%	23.1%	23.4%	22.9%	21.6%
无形资产	84	83	113	146	154	163
非流动资产	478	579	656	869	976	1,081
%总资产	38.8%	30.6%	32.2%	34.9%	34.4%	32.6%
资产总计	1,232	1,892	2,034	2,490	2,841	3,317
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	248	277	272	350	427	504
其他流动负债	45	61	66	82	95	190
流动负债	293	338	338	431	522	694
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	29	0	6	6	6	6
负债	321	338	344	437	528	700
普通股股东权益	911	1,553	1,689	2,053	2,313	2,618
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,232	1,892	2,034	2,490	2,841	3,317

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	1.086	0.627	0.401	0.337	0.426	0.541
每股净资产	7.905	6.003	3.222	3.916	4.412	4.993
每股经营现金净流	1.455	0.860	0.327	0.508	0.440	0.619
每股股利	0.560	0.400	0.250	0.250	0.250	0.250
回报率						
净资产收益率	13.73%	10.44%	12.44%	12.92%	14.49%	16.23%
总资产收益率	10.15%	8.57%	10.34%	10.65%	11.80%	12.81%
投入资本收益率	12.93%	8.97%	9.81%	11.03%	11.92%	12.44%
增长率						
主营业务收入增长率	18.39%	21.00%	18.46%	18.49%	18.35%	17.28%
EBIT增长率	27.87%	17.40%	17.78%	39.08%	21.07%	18.12%
净利润增长率	24.79%	29.62%	29.60%	26.19%	26.34%	26.80%
总资产增长率	18.63%	53.50%	7.51%	22.45%	14.10%	16.77%
资产管理能力						
应收账款周转天数	31.4	23.6	23.0	24.0	25.0	26.0
存货周转天数	76.1	74.4	70.1	72.0	73.0	73.0
应付账款周转天数	94.3	104.7	91.9	100.0	103.0	104.0
固定资产周转天数	90.4	72.5	61.7	58.7	51.0	44.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-23.88%	-12.62%	-7.43%	-14.41%	-16.66%	-21.73%
EBIT利息保障倍数	-45.1	-47.6	-625.7	-38.2	-55.0	-49.1
资产负债率	26.06%	17.87%	16.94%	17.56%	18.59%	21.09%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-06-07	买入	11.73	15.70~15.70
2	2017-08-07	买入	11.60	15.70~15.70
3	2017-10-23	买入	12.00	15.70~15.70
4	2018-02-28	买入	10.06	N/A
5	2018-03-18	买入	11.20	13.64~13.64
6	2018-04-20	买入	10.38	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH