

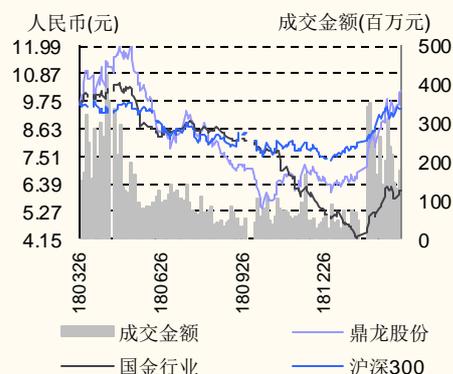
## 鼎龙股份 (300054.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 10.20 元  
 目标价格 (人民币): 15.00-15.00 元

### 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股) 687.34  
 总市值 (百万元) 9,793.41  
 年内股价最高最低 (元) 12.02/5.41  
 沪深 300 指数 3833.80



### 相关报告

1. 《打印耗材龙头转身，半导体材料版图开启 - 鼎龙股份公司深度研究》，2019.3.18

范彬泰 联系人  
 fanbintai@gjzq.com.cn

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003  
 (8621)61038318  
 fanzhiyuan@gjzq.com.cn

## 抛光垫开花结果，打印耗材扩产能/沉渠道

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	0.350	0.305	0.408	0.507	0.587
每股净资产 (元)	3.74	3.84	4.23	4.72	5.28
每股经营性现金流 (元)	0.36	0.32	0.31	0.35	0.47
市盈率 (倍)	32.60	20.86	25.00	20.13	17.38
净利润增长率 (%)	40.08%	-12.85%	33.64%	24.18%	15.83%
净资产收益率 (%)	9.37%	7.95%	9.65%	10.74%	11.11%
总股本 (百万股)	961.02	960.14	960.14	960.14	960.14

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

■ 2018 年公司营收 13.38 亿元，同比下降 21.33%，归母净利润 2.93 亿元，同比下降 12.85%。公司打印耗材业务整体毛利率为 38.55%，高于我们前期预期的 35.6%。研发费用增加至 1.06 亿元，较上年同期大幅增长 26.91%

### 经营分析

- 光电半导体工艺材料业务开花结果，抛光垫 (CMP) 和柔性基板 PI 浆料打开成长空间：2018 年光电半导体工艺材料正式确立为公司新的业务板块，抛光垫贡献营收 315 万，8 寸晶圆厂主流制程已经全部通过认证，预计 2019 年营收贡献将达到 5000 万左右。柔性基板 PI 浆料已经实现 300 吨的量产能力，预计 2019 年底完成 1000 吨产能建设，2020 年有望贡献营收约 1.8 亿元。
- 打印复印通用耗材扩产能/沉渠道，行业集中度有望进一步提升：打印耗材业务整体毛利率提升约 1 个百分点，其中芯片业务毛利率水平改善明显，毛利率同比增长 6.57 个百分点。彩色碳粉盈利能力稳定，销售同比增长约 10% 左右，产能也从原来的 2000 吨扩产至 4000 吨。为了应对硒鼓行业的竞争加剧，通过业务运营管理终端下沉加大市场控制力，有望进一步提升硒鼓市场占有率。
- 2019 年 1 季平稳过度，业绩成长区间预计为 (-10%, 10%)：2019 年第一季度净利润较上年同期基本持平，同时预计第一季度非经常性损益约为 300 万元，同比增幅 113%。公司 2018 年四季度销售毛利率提升至 42.7%，改善情况明显。其次从营运资产的周转效率来看，存货周转月数和应收账款周转月数从 3.7 个月减少至 3.2 个月，运营效率出现明显改善。预计经营效率的改善有望在 2019 年传导至利润表，从而公司的获利会有所提升。

### 盈利调整

■ 我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.41 元，0.51 元和 0.59 元，目前股价对应对 2019-2021 年的 P/E 估值分别为 25x，20x 和 17x。

### 投资建议

■ 我们维持公司未来 12-18 个月 15 元目标价不变，给予“买入”评级。

### 风险提示

■ 商誉减值风险；汇率波动风险，限售股解禁以及员工持股计划减持压力对于股价波动的风险

## 一、光电半导体工艺材料开花结果，抛光垫(CMP)和柔性基板 PI 浆料打开成长空间

- **抛光垫 (CMP) 开始贡献业绩，8 寸晶圆厂主流制程全部通过认证。**2018 年抛光垫业务贡献营收 314.89 万元，参考 2018 年其抛光垫业务子公司鼎汇微电子前三季度只有 77 万的营收，我们认为其抛光垫业绩释放进度略快于市场预期。按照 2000 元/片左右的市场售价，预计 2018 年销售数量约为 1600 片，相较于 50 万片/年的产能而言仍处于小规模量产阶段，产能利用率较低，所以毛利率水平只有 16%左右。从客户和订单情况来看，目前八寸晶圆厂的各主流制程均已通过客户验证并获得订单，例如士兰微和华虹半导体，十二寸晶圆厂的部分制程已通过客户验证，例如中芯国际，且国内主流的十二寸晶圆厂已全面展开对鼎汇抛光垫的测试。我们预计 2019 年随着晶圆厂的开工率复苏回到 90%以上以及客户认证过程完成，2019 年抛光垫预计贡献营收 5000 万，2020 年贡献约 2 亿，毛利率水平也有望提升至 30%左右的水平。
- **柔性基板 PI 浆料蓄势待发，柔性显示渗透率提速。**除了抛光垫以外，作为公司第二大业务板块光电半导体工艺材料之一的柔性基板 PI 浆料也是公司今年布局的重点。公司是国内首家也是目前唯一一家实现柔性 OLED 显示基板材料 PI 浆料量产、国内首家产品实现在面板厂商 G6 代线全制程验证、在线测试通过的企业。目前已形成年产 300 吨柔性显示基板用 PI 浆料产能，现推进年产 1000 吨柔性显示基板用 PI 浆料项目，该产线的生产大楼已经于 2018 年 12 月完成主体封顶，预计将在 2019 年第四季度完成验收并进入调试阶段，我们预计该业务在 2020 年开始贡献营收。目前，日、韩、美企业在柔性显示用 PI 浆料产品也刚兴起，公司与竞争对手处于同一发展阶段，性能指标各有特点，叠加国内显示面板厂柔性 AMOLED 面板的产能释放进度，预计 2020 年贡献营收约 1.8 亿，2021 年贡献约 3 亿。
- **研发投入力度持续增加，新业务板块多点开花。**公司在光电半导体工艺材料取得的突破性进展与公司大力投入研发的决心和力度密不可分。2018 年公司研发投入金额高达 1.5 亿，同比增长 26.9%，占营收比重达到 11.7%，几乎为过去每年研发投入的比例的两倍。正是凭借强大的研发能力，鼎龙股份才能够建立彩色碳粉领域的垄断性技术优势，以及率先成为国内首家且唯一能够实现抛光垫材料和柔性显示基板 PI 浆料量产的企业。即使和国内打印耗材另一大厂纳思达以及国内溅射靶材龙头江丰电子的研发投入相比，公司今年的研发比例也是远超同行。另外公司的研发人员数量占比也是几乎同行业公司的 2 倍，充分体现公司在信息材料领域的研发优势。

图表 1：鼎龙股份与同行业公司研发投入占比及研发人员数量占比对比

企业名称	研发投入占营收比例 %	研发人员数量占比 %
鼎龙股份 (2018)	11.69%	26.87%
纳思达 (2017)	7.69%	13.25%
江丰电子 (2017)	5.91%	12.31%

来源：wind，国金证券研究所

## 二、打印复印通用耗材扩产能/沉渠道，行业集中度有望进一步提升

图表 2：打印通用耗材各业务营收变动情况

业务种类	业务主体	2018营收（百万）	2017营收（百万）	变动比例%	2018净利润（百万）	2017净利润（百万）	变动比例%
彩色碳粉	鼎龙本部	346.44	313.87	10.38%	367.17	236.98	55%
硒鼓	珠海名图	481.70	588.09	-18.09%	53.06	44.77	19%
硒鼓	深圳超俊	336.09	452.49	-25.72%	44.05	50.34	-13%
芯片	旗捷科技	214.60	212.66	0.91%	91.18	101.82	-10%
抛光垫	鼎汇微电子	3.15	-	-	-	-	-

来源：公司公告，国金证券研究所（剔除名图子公司科力莱本报告期亏损 4,847.78 万元，名图本报告期净利润 5,306.09 万元，较去年同期同比增长 18.51%。）

- **彩粉产能扩张，核心上游耗材盈利能力增强。**2018 年母公司旗下彩色碳粉品牌“鼎龙”的销售收入和利润继续同步保持稳定增长，销售收入同比增长 10.37%，母公司的毛利率为 53%，和去年保持一致。2016 年收购的国内另一家彩色碳粉品牌弗来斯通的技改也即将完成，为保障产品销售的持续增长，进一步提升彩粉供应能力，公司已实施扩产将彩粉年产能规模扩大至 4,000 吨。预计 2019 年-2020 年逐步释放产能。由于彩粉价格比较稳定，所以预计 2019-2021 年功能化学品营收同比增长分别约 25%，25%和 20%。
- **除了彩色碳粉的盈利稳定之外，公司的另一核心上游耗材芯片业务销售毛利率较上年同期同比增长 6.57 个百分点。**虽然芯片上游主要原材料价格波动较大，整体呈上涨趋势，但是通过产品升级换代转移了部分原材料涨价的风险，而且在生产制造方面，自主研发设计的自动化生产线，单片芯片人工生产成本降低 40%，从而提升了芯片的毛利率水平。我们预计这块业务未来三年仍然会有 30-40% 的高速增长机会。
- **硒鼓销售渠道下沉，公司市占率有望进一步提升。**打印复印通用耗材行业市场竞争日趋激烈，且激烈市场竞争尤其表现在终端通用硒鼓产品上，预计未来硒鼓产品价格仍然承压。为了应对硒鼓市场的激烈竞争，公司计划在珠海市成立鼎龙打印耗材事业部，将业务运营管理终端下沉，深入加大对成品硒鼓在内的产品线的市场控制力，加快工装、自动化设备的使用力度。预计通过将硒鼓销售渠道进一步下沉，可以提升公司产品的市场占有率，进一步拉动上游高毛利耗材利润增长。预计 2019 年硒鼓为主的打印耗材营收总体增长 27%。2020 年和 2021 年分别成长约 14%和 12%。

### 三、2019 年 1 季平稳过度，业绩成长区间预计为（-10%，10%）

公司预告 2019 年第一季度净利润较上年同期基本持平，盈利区间为 4,384.76 万元至 5,359.15 万元，对应同比增长-10%至 10%。同时预计第一季度非经常性损益约为 300 万元，去年同期该数额为 140.76 万元，同比增幅 113%。从最近 5 个季度财务指标来看，销售毛利率在经历了 2018 年第二季度下滑之后从第三季度开始企稳回升，公司四季度销售毛利率提升至 42.7%，改善情况明显。其次从营运资产的周转效率来看，存货周转月数和应收账款周转月数从 3.7 个月减少至 3.2 个月，运营效率也出现明显改善。我们认为虽然资产负债表的改善还没有反映到营收和利润端的改善，但是预计经营效率的改善有望在 2019 年传导至利润表，从而公司的获利会有所改善。

图表 3：公司最近 5 个季度财务指标及年度财务指标变动

鼎龙股份	季度					年度+最新预测			
	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2016A	2017A	2018A	2019E
总营业收入(CNY\$bn)	0.45	0.32	0.36	0.32	0.35	1.31	1.70	1.34	1.97
Q/Q		-30%	13%	-11%	10%		30%	-21%	48%
Y/Y		-19%	-22%	-21%	-23%				
归母净利润(CNY\$bn)	0.11	0.05	0.08	0.10	0.06	0.24	0.34	0.29	0.41
Q/Q		-55%	70%	19%	-35%		40%	-13%	40%
Y/Y		-34%	1%	37%	-42%				
销售成本(CNY\$bn)	0.28	0.20	0.24	0.19	0.20	0.82	1.07	0.82	1.23
销售毛利率(%)	38.7	38.4	34.0	40.7	42.7	37.2	37.2	38.9	37.6
营业利润率(%)	30.1	16.7	25.4	34.2	20.6	22.5	24.0	24.2	24.7
销售净利率(%)	24.0	15.4	23.2	31.1	18.2	19.7	20.2	20.3	20.8
净资产收益率 ROE(%)	12.4	5.4	9.0	10.7	6.9	12.9	10.0	8.0	9.9
存货周转月数	2.8	4.2	3.0	3.7	3.2	3.8	3.2	3.4	
应收账款周转月数	2.5	3.5	3.4	3.7	3.2	3.5	2.8	3.4	
资本支出/销售比(%)	7.3	8.3	8.1	19.1	7.3	7.1	7.7	10.5	
(净利+折旧)/销售比(%)	27.9	20.3	27.6	37.2	23.8	22.4	23.7	27.1	
净现金/equity (%)	27.5	19.1	18.6	18.3	25.6	19.9	27.5	25.6	
基本EPS(CNY\$)	0.11	0.05	0.09	0.10	0.07	0.49	0.35	0.31	0.43
PB for Q;PE for FY	2.69	2.65	2.63	2.64	2.63	20.72	29.14	33.41	23.82
股价CNY\$/市值 US\$bn	10.20	1.5							

来源：wind，国金证券研究所

#### 四、风险提示

##### 1、商誉和无形资产减值风险

公司因实施并购重组已累计形成的商誉账面原值为约为 9.11 亿元，计提的减值准备余额为约 2691 万元，商誉余额占总资产比例为 22.16%。本期确认了主营彩色碳粉的子公司宁波佛来斯通商誉资产减值约为 911 万元，由于公司在 2016 年和 2018 年进行了一系列并购，导致商誉资产规模较大，未来减值风险值得投资者重点关注。

图表 4：商誉账面原值

项目	期初余额	本期增加额		本期减少额		期末余额
		企业合并形成的	其他	处置	其他	
珠海名图科技有限公司	194,337,388.24					194,337,388.24
珠海市科力莱科技有限公司	17,798,092.89					17,798,092.89
宁波佛来斯通新材料有限公司	50,153,464.06					50,153,464.06
浙江旗捷投资管理有限公司	280,387,786.03					280,387,786.03
深圳超俊科技有限公司	324,633,811.14					324,633,811.14
成都时代立夫科技有限公司			37,242,500.52			37,242,500.52
合计	867,310,542.36		37,242,500.52			904,553,042.88

来源：公司公告，国金证券研究所

此外公司在 2018 年研发支出资本化比例接近 32%，与同行业公司纳思达和江丰电子相比明显处于较高水平，导致无形资产规模增加较多。从公司在 2018 年的开发支出资本化明细列表来看，确认无形资产的业务主要涉及抛光垫，柔性显示 PI 浆料以及聚和彩色碳粉的研发，由于这些研发支出均取得专利而且

这三项业务均属于垄断性高技术壁垒的新业务，所以我们认为公司进行部分费用资本化是相对合理的，但是未来无形资产的减值风险也是值得关注。

图表 5：资本化研发支出占研发投入的比例 (%)

企业名称	2018	2017	2016
鼎龙股份	31.75%	19.48%	11.24%
纳思达	-	0%	0%
江丰电子	-	0%	0%

来源：wind，国金证券研究所

图表 6：2018 年鼎龙股份开发支出资本化明细

项目	期初余额	本期增加		本期减少		期末余额
		内部开发支出	其他	计入当期损益	确认为无形资产	
CMP 工艺技术改进项目	19,051,208.24	29,018,016.73			48,069,224.97	—
聚酯碳粉项目	7,528,536.66	3,589,698.50				11,118,235.16
芯片工艺技术改进项目	4,648,166.73	3,249,102.24			7,897,268.97	—
喷墨打印耗材系列兼容芯片技术改进项目		3,889,498.07				3,889,498.07
柔性显示技术项目研发		3,222,406.89				3,222,406.89
成都时代立夫 CMP 工艺技术研发项目		6,678,052.33				6,678,052.33
合计	31,227,911.63	49,646,774.76			55,966,493.94	24,908,192.45

来源：公司公告，国金证券研究所

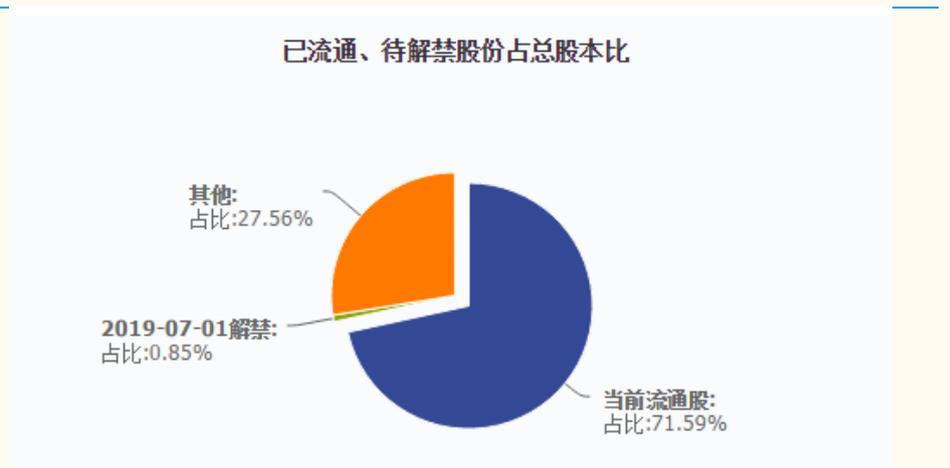
## 2、汇率波动风险

公司硒鼓产品业务的营业收入占营业总收入的比例较大且硒鼓出口时美元结算方式占比较高；同时，公司部分原材料的采购渠道也来自于海外市场。因此，公司业务发展及利润水平受汇率变动的较大影响。若人民币持续大幅波动，将对公司汇兑损益、外币计价出口产品价格、原料价格等经营性因素产生较大不确定性影响。

## 3、限售股解禁以及员工持股计划减持压力对于股价波动的风险

2019 年 7 月 1 日公司有 819 万股限售股解禁，本次解禁股数量占解禁后流通股的 1.18%，占总股本比例为 0.85%，限售股解禁之后由于股票减持带来的股价波动风险值得关注。此外公司将第一期员工持股计划存续期延长一年，即该员工持股计划可以在延期一年内（2020 年 5 月 14 日前）出售股票，届时对于公司股价具有不确定的影响。

图表 7：鼎龙股份已流通、待解禁占比



来源：wind，国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

**损益表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,306</b>	<b>1,700</b>	<b>1,338</b>	<b>1,765</b>	<b>2,433</b>	<b>3,011</b>
增长率		30.2%	-21.3%	32.0%	37.8%	23.8%
主营业务成本	-821	-1,068	-818	-1,078	-1,508	-1,893
%销售收入	62.8%	62.8%	61.1%	61.1%	62.0%	62.9%
毛利	485	633	520	688	925	1,118
%销售收入	37.2%	37.2%	38.9%	38.9%	38.0%	37.1%
营业税金及附加	-15	-18	-14	-19	-26	-33
%销售收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-55	-70	-73	-79	-109	-135
%销售收入	4.2%	4.1%	5.5%	4.5%	4.5%	4.5%
管理费用	-149	-176	-201	-177	-243	-301
%销售收入	11.4%	10.3%	15.0%	10.0%	10.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	266	369	231	412	546	649
%销售收入	20.4%	21.7%	17.3%	23.4%	22.5%	21.5%
财务费用	33	-22	33	22	27	32
%销售收入	-2.5%	1.3%	-2.5%	-1.3%	-1.1%	-1.1%
资产减值损失	-3	-24	-19	-22	-12	-13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	73	44	27	15	0
%税前利润	n.a	17.3%	13.7%	6.1%	2.6%	0.0%
营业利润	294	408	323	440	576	668
营业利润率	22.5%	24.0%	24.2%	24.9%	23.7%	22.2%
营业外收支	14	12	0	3	3	3
税前利润	308	419	323	443	579	671
利润率	23.6%	24.7%	24.2%	25.1%	23.8%	22.3%
所得税	-51	-77	-52	-71	-93	-107
所得税率	16.4%	18.3%	16.1%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	258	343	271	372	486	563
少数股东损益	18	6	-22	-20	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>240</b>	<b>336</b>	<b>293</b>	<b>392</b>	<b>486</b>	<b>563</b>
净利率	18.4%	19.8%	21.9%	22.2%	20.0%	18.7%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	258	343	271	372	486	563
少数股东损益	18	6	-22	-20	0	0
非现金支出	59	94	94	82	79	87
非经营收益	2	-61	-42	-27	-19	1
营运资金变动	-22	-31	-19	-133	-211	-199
<b>经营活动现金净流</b>	<b>296</b>	<b>346</b>	<b>304</b>	<b>294</b>	<b>336</b>	<b>452</b>
资本开支	-93	-131	-138	-73	-100	-118
投资	56	-660	-34	54	-30	-20
其他	1	4	37	27	15	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-36</b>	<b>-787</b>	<b>-135</b>	<b>8</b>	<b>-115</b>	<b>-138</b>
股权募资	10	990	0	0	0	0
债权募资	-31	0	0	-23	0	0
其他	-22	-75	-214	-20	-19	-19
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-44</b>	<b>914</b>	<b>-214</b>	<b>-43</b>	<b>-19</b>	<b>-19</b>
<b>现金净流量</b>	<b>217</b>	<b>473</b>	<b>-45</b>	<b>259</b>	<b>202</b>	<b>295</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	529	1,000	952	1,211	1,412	1,708
应收款项	472	403	426	511	704	871
存货	310	256	211	292	385	478
其他流动资产	30	586	495	457	498	527
流动资产	1,341	2,245	2,084	2,471	2,998	3,584
%总资产	44.9%	57.4%	52.6%	56.6%	60.8%	64.4%
长期投资	51	195	265	265	265	265
固定资产	514	420	466	502	532	565
%总资产	17.2%	10.7%	11.8%	11.5%	10.8%	10.2%
无形资产	1,058	1,034	1,129	1,108	1,111	1,124
非流动资产	1,647	1,668	1,876	1,892	1,929	1,978
%总资产	55.1%	42.6%	47.4%	43.4%	39.2%	35.6%
<b>资产总计</b>	<b>2,988</b>	<b>3,913</b>	<b>3,961</b>	<b>4,363</b>	<b>4,928</b>	<b>5,561</b>
短期借款	38	0	0	0	0	0
应付款项	403	172	127	186	260	326
其他流动负债	59	68	58	69	93	111
流动负债	501	240	185	255	353	437
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	24	33	50	30	30	35
<b>负债</b>	<b>525</b>	<b>273</b>	<b>235</b>	<b>285</b>	<b>383</b>	<b>472</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>2,301</b>	<b>3,590</b>	<b>3,689</b>	<b>4,061</b>	<b>4,528</b>	<b>5,073</b>
少数股东权益	162	50	37	17	17	17
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,988</b>	<b>3,913</b>	<b>3,961</b>	<b>4,363</b>	<b>4,928</b>	<b>5,561</b>

**比率分析**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.492	0.350	0.305	0.408	0.507	0.587
每股净资产	4.717	3.736	3.842	4.230	4.716	5.283
每股经营现金净流	0.608	0.360	0.317	0.306	0.350	0.471
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.020	0.020	0.020
<b>回报率</b>						
净资产收益率	10.44%	9.37%	7.95%	9.65%	10.74%	11.11%
总资产收益率	8.04%	8.60%	7.40%	8.98%	9.87%	10.13%
投入资本收益率	8.82%	8.20%	5.17%	8.43%	10.03%	10.64%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	24.43%	30.15%	-21.33%	31.99%	37.80%	23.76%
EBIT增长率	31.96%	38.55%	-37.29%	78.42%	32.42%	18.79%
净利润增长率	51.16%	40.08%	-12.85%	33.64%	24.18%	15.83%
总资产增长率	67.97%	30.96%	1.22%	10.16%	12.94%	12.86%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	105.5	85.3	102.0	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	114.5	96.8	104.3	100.0	95.0	95.0
应付账款周转天数	56.7	49.7	52.2	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	134.8	85.0	112.8	88.7	65.8	53.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-19.92%	-27.48%	-25.56%	-29.69%	-31.07%	-33.55%
EBIT利息保障倍数	-8.1	16.4	-7.0	-18.4	-20.1	-20.1
资产负债率	17.56%	6.98%	5.94%	6.54%	7.76%	8.48%

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	1	2	3	3	11
增持	0	0	1	2	4
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.60	1.67	1.38

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-03-18	买入	9.44	15.00~15.00

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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，不作为或被视作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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH