

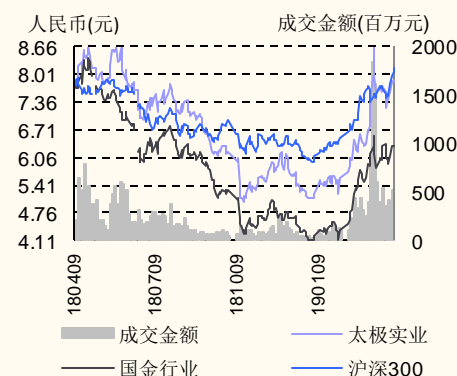
太极实业 (600667.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 7.85 元
 目标价格 (人民币): 11.70-11.70 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,191.27
总市值(百万元)	16,533.59
年内股价最高最低(元)	8.67/5.00
沪深 300 指数	4062.23
上证指数	3246.57



相关报告

1. 《五大优势突破, 引领存储封测-太极实业: 五大优势突破, 引领存储...》, 2018.11.21

去年获利强势增长, 短遇存储器下行逆风

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.27	0.24	0.34	0.43	0.51
每股收益同比增长(%)	37%	-13%	43%	27%	19%
市盈率(倍)	29	33	23	18	15
市净率(倍)	2.6	2.4	2.3	2.2	2.0
净资产收益率(%)	9%	7%	10%	12%	13%
资本支出/营收(%)	7%	9%	11%	11%	11%
折旧摊销前净利率(%)	8%	8%	10%	11%	12%

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 在十一科技洁净室总包业务大幅同比增长 56% 的带动下, 太极公布去年营收同比增长 30% (6% 高于之前预估), 优于通富微电的 11%, 及华天科技的 1% 同比增长。加上较佳的毛利率, 太极公布去年母公司净利润增长 37% (25% 高于预估), 达到 0.27 元 EPS, ROE 也从 2017 年的 6.8%, 提升到 2018 年的 8.9%。

经营分析

- **毛利率优于预期:** 归因于工程设计毛利率 (47.5% vs. 之前预估的 45%), 以及海太及太极半导体的存储器封测毛利率 (16.7% vs. 之前预估的 12.5%), 太极实业公布 2018 年毛利率达 13.3% (高于之前预估的 12.6%)。
- **优于同业的自由现金流:** 资本开支占营收比是从 2017 年的 12% 大幅下滑到 2018 年的 6.5%, 反而低于 (净利润+折旧摊销) 占营收比的 8.1%。这让太极在 2018 年产生近 10 亿人民币的额外现金, 运优于同业的现金流出。

盈利调整

- 在考量短期存储器行业下行逆风, 我们下修 2019 年获利近 5%, 上修 2020 年获利近 2%, 我们预期 2019 年营收衰退 8%, 2020 年增长 16%, 低于万得的 4% 及 29% 同比增长。我们预期 2019 年获利衰退 13%, 2020 年获利增长 43%。

投资建议

- 当投资人已经在期待 2020-2021 年的半导体及存储器行业复苏, 及受惠于合肥长鑫及长江存储的量产, 我们将目标价从平均价估值的 CNY\$9.4 调升到上行周期估值的 CNY\$11.7, 我们认为 10-15% 的 ROE, 股价应保持在 3.0-4.0 倍的每股净资产。以更新的目标价 CNY\$11.7 来看, 股价是处于 3.2 倍的 2021 年的每股净资产, 我们预估 ROE 从 2018 年的 8.9% 提升到 2021 年的 12%。

风险提示

- 客户集中度过高的经营风险, 存储器下行周期到现金成本价的风险, 国企管理机制不灵活的风险, 洁净室工程及设计业务后续订单乏力带来的业绩风险。

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

宋敬祎 分析师 SAC 执业编号: S1130519010001 songjingyi@gjzq.com.cn

范彬泰 联系人 fanbintai@gjzq.com.cn

2018 年营收及获利强势增长

十一科技总包业务带动增长

在十一科技总包业务如合肥长鑫，上海华力，华虹，上海积塔半导体 12“厂，内蒙古中环可再生能源太阳能电池厂，上海和辉光电 6 代 AMOLED 厂，宜兴中环大硅片厂，中芯绍兴封测厂，海辰 8“，青岛芯恩 IC，及新站高新区彩虹液晶玻璃等洁净室在手总包工程大幅同比增长 56% 的带动下 (5% 高于之前预期)，太极实业公布 2018 年营业收入同比增长 30% (6% 高于之前预期)，优于通富微电的 11% 同比增长，及华天科技的 1% 同比增长。太极半导体帮西部数据 (WDC)，美光 SpecTek，及芯成 ISSI 做的的存储器封测业务 (23% y/y，12% 高于之前预期)，及光伏发电业务 (27% y/y) 也有相当幅度的增长。

获利率因光伏发电，工程设计，存储器封测高于预期

归因於较高的光伏发电毛利率 (56.5% vs. 之前预估的 50%)，工程设计和咨询毛利率 (47.5% vs. 之前预估的 45%)，以及海太及太极半导体的存储器封测毛利率 (16.7% vs. 之前预估的 12.5%)，太极实业公布 2018 年毛利率达 13.3% (高于之前预估的 12.6%)。较佳的毛利率加上 30% 的同比营收增长，太极实业公布 2018 年母公司净利润增长 37%，达到 0.27 元摊薄每股收益，净资产收益率 (ROE) 也从 2017 年的 6.8%，提升到 2018 年的 8.9%。

优于同业的自由现金流

因为太极实业的工程总包及设计业务不需要投入大量的资本开支，资本开支占营收比是从 2017 年的 12% 大幅下滑到 2018 年的 6.5%，反而低于 (净利润+折旧摊销) 占营收比的 8.1%。这让太极实业在 2018 年产生近 10 亿人民币的额外现金流入，远优于同业的自由现金流出。当然，2018 年库存月数及应收账款月数的降低，对额外的现金流入也有帮助。

图表 1：太极实业营收预估更新

营业收入 (CNY\$bn)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
海太半导体	3.50	3.74	3.56	4.62	5.55	6.49
太极半导体	0.32	0.39	0.31	0.53	0.85	1.28
海太/太极半导体	3.82	4.14	3.87	5.16	6.40	7.77
光伏发电	0.25	0.32	0.37	0.42	0.48	0.56
设计和咨询	1.75	1.84	1.80	2.16	2.59	3.11
工程总包	5.47	8.56	7.62	8.20	9.30	10.30
探针及封测	1.92	1.99	1.94	2.58	3.20	3.89
存储器模组	1.89	2.14	1.94	2.58	3.20	3.89
其他	0.75	0.82	0.75	0.80	0.85	0.90
营业总收入	12.03	15.65	14.40	16.74	19.63	22.64

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：十一科技工程验收清单（单位：万元人民币）

项目名称	业务模式	项目金额	工期	完工百分比	本期确认收入	累计确认收入	本期成本投入	累计成本投入
长鑫 12 吋存储器晶圆制造基地项目建设工程 EPC 总承包	EPC	629,530	500 天	68.85%	259,015.82	433,434.30	254,681.32	421,848.29
内蒙古中环可再生能源太阳能电池用单晶硅材料和超薄高效太阳能电池用硅单晶切片产业化工程四期项目总承包	EPC	105,499.87	2016.11.5-2019.6.30	86.34	3,408.32	91,087.66	5,383.77	85,967.84
上海华力集成电路制造有限公司 12 英寸先进生产线项目勘察设计施工一体化工程	EPC	387,899.00	550 天	36.71%	131,453.52	142,416.27	126,440.09	132,497.15
上海和辉光电有限公司第 6 代 AMOLED 显示项目工艺机电系统 EPC/TURNKEY 责任一体化	EPC	215,988.86	2017.4.18-2019.12.31	35.32%	32,805.28	76,281.92	32,133.26	75,396.71
国家存储器基地工程（一期）厂区和综合配套区项目设计采购施工总承包	EPC	587,386.62	1190 天	7.75%	45,037.35	45,509.95	44,336.17	44,603.13
华虹半导体（无锡）有限公司华虹无锡项目	EPC	242,991.98	2018.2.28-2020.3.28	1.95%	4,749.16	4,749.16	2,470.01	2,470.01
宜兴中环集成电路用大直径硅片厂房配套（EPC 总承包）	EPC	42,000.00	429 天	8.83%	3,706.71	3,706.71	2,206.71	2,206.71
中芯绍兴 MEMS 和功率	EPC	122,597.74	450 天	9.23%	11,319.72	11,319.72	10,807.48	10,807.48
器件芯片制造及封装测试生产基地项目 EPC 总承包工程								
上海积塔半导体有限公司特色工艺生产线建设项目	EPC	359,713.70	700 天	0.54%	1,960.00	1,960.00	1,019.38	1,019.38
海辰半导体(无锡)有限公司 8 英寸非存储晶圆厂房建设项目	EPC	231,590.00	2018.5.21-2019.10.20	17.74%	41,084.35	41,084.35	37,806.17	37,806.17
青岛芯恩集成电路研发生产一期项目（工程总承包）EPC 总承包工程	EPC	179,807.12	501 天	0.00%				
新站高新区彩虹（合肥）液晶玻璃有限公司 G8.5 液晶基板玻璃建安工程	EPC	52,879.99	405 天	0.00%				

来源：公司年报，国金证券研究所

2018—2022 年假设基础变更的营收及获利调整

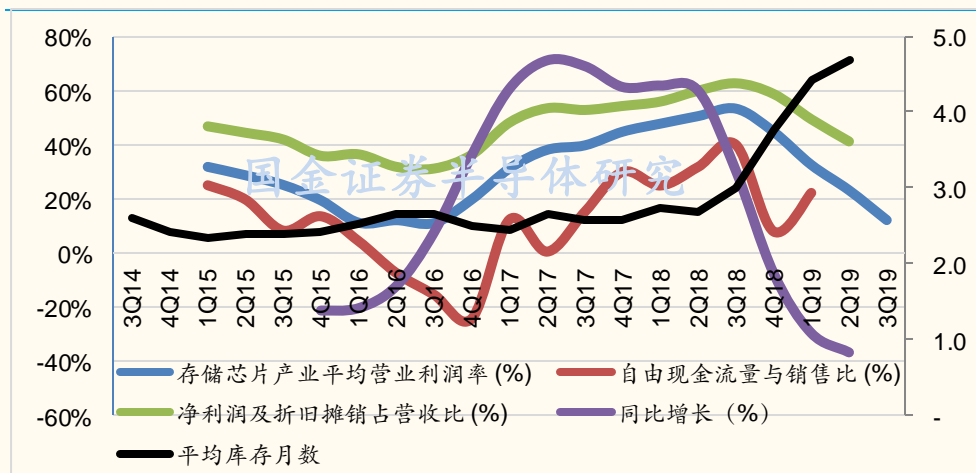
图表 3：太极实业营收及获利预估的调整

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
海太半导体	7%	-8%	-4%	-4%	-4%
太极半导体	12%	-22%	-18%	-18%	-18%
海太/太极半导体	7%	-9%	-6%	-6%	-7%
光伏发电	1%	1%	1%	1%	1%
设计和咨询	2%	0%	0%	0%	0%
工程总包	5%	4%	2%	3%	3%
探针及封测	3%	-9%	-6%	-6%	-7%
存储器模组	11%	-9%	-6%	-6%	-7%
其他	17%	15%	23%	31%	38%
营业总收入	6%	0%	0%	0%	0%
总毛利	11%	0%	2%	3%	4%
营业利润	7%	-9%	-4%	-2%	1%
摊薄每股收益	25%	-5%	2%	1%	4%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 短遇存储器行业下行逆风：**虽然大多数存储芯片封测产业是用加总所有的封测设备折旧费用，材料费用，时间，人工成本后再用加成固定比例利润来计算平均单价及销售额，所以内存价格的合理下跌应该不会对 3% 营收贡献的太极半导体（海太半导体因有固定获利契约保护不会受到影响）造成太大影响，但这次的存储器下行周期及库存清理比预期严重，预期将持续到明年上半年，我们可能看到太极实业的客户扭盈转亏，清历史新高的库存，砍利用率，减开支，求降价，所以估计太极半导体 2019 年营收可能同比衰退 20%（下修近 22%），营业利润率从 2018 年的 +2.9% 下滑到 2019 年的 -6%，存储芯片封测的毛利率从去年的 16.7%，下滑到 2019 年的 12%。但这短期的存储器行业下行逆风并不会反转长江存储及合肥长鑫於 2020—2025 年量产对太极实业洁净室工程及太极半导体存储器封测的正面影响。

图表 4：全球存储芯片季度营业利润率，营收同比，及库存月数



来源：各公司公告，国金证券研究所

- **工程总包业务是一大变数：**因为去年有上海华力及合肥长鑫的洁净室总包工程大笔入账，同比增长 56%，营收占比从 2017 年的 45% 跳升到 2018 年的 55%，我们认为十一科技洁净室工程总包今年可能同比衰退近 11%，这样将短暂拖累今年太极实业整体营收增长率（-8%）低于市场预期的 4% 同比增长。当然以目前在手订单的进度来看，我们的营收预估可能过于保守。
- **过分乐观的市场预期：**比较我们下修 2019 年太极半导体的营收近 22%，及 2020 年近 18%，还有下修 2019 年总获利近 5%，上修 2020 年获利近 2%，我们认为 Wind 万得的市场预估过分乐观，我们预期 2019 年营收衰退 8%，2020 年营收增长 16%，低于万得的 4% 及 29% 同比增长。我们预期 2019 年获利衰退 13%，2020 年获利增长 43%，也是低于万得的 12% 及 45% 同比增长。未来 Wind 万得的对市场预期调整，预期对股价将有短期的影响，但这不会影响我们对太极实业长期趋势的看好。

图表 5：太极实业营收预估，同比增长，占比变化

营业收入 (CNY\$bn)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
海太半导体	3.50	3.74	3.56	4.62	5.55	6.49
太极半导体	0.32	0.39	0.31	0.53	0.85	1.28
光伏发电	0.25	0.32	0.37	0.42	0.48	0.56
设计和咨询	1.75	1.84	1.80	2.16	2.59	3.11
工程总包	5.47	8.56	7.62	8.20	9.30	10.30
探针及封测	1.92	1.99	1.94	2.58	3.20	3.89
存储器模组	1.89	2.14	1.94	2.58	3.20	3.89
其他	0.75	0.82	0.75	0.80	0.85	0.90
营业总收入	12.03	15.65	14.40	16.74	19.63	22.64
同比 %						
海太半导体	8%	7%	-5%	30%	20%	17%
太极半导体	37%	23%	-20%	70%	60%	50%
光伏发电	55%	27%	15%	15%	15%	15%
设计和咨询	30%	5%	-2%	20%	20%	20%
工程总包	36%	56%	-11%	8%	13%	11%
探针及封测	15%	3%	-3%	33%	24%	21%
存储器模组	8%	13%	-10%	33%	24%	21%
营业总收入	25%	30%	-8%	16%	17%	15%
营收占比 %						
海太半导体	29%	24%	25%	28%	28%	29%
太极半导体	3%	3%	2%	3%	4%	6%
光伏发电	2%	2%	3%	3%	2%	2%
设计和咨询	15%	12%	12%	13%	13%	14%
工程总包	45%	55%	53%	49%	47%	45%
探针及封测	16%	13%	13%	15%	16%	17%
存储器模组	16%	14%	13%	15%	16%	17%

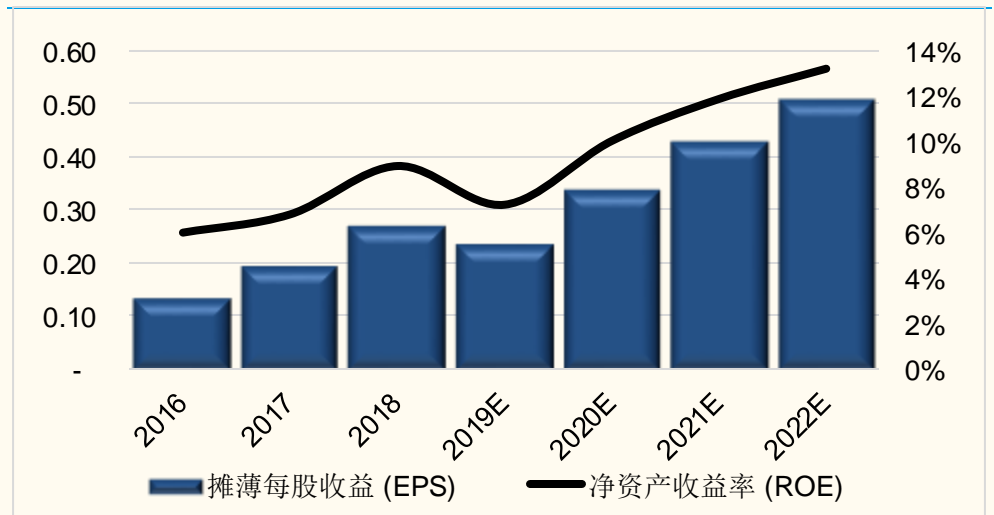
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：太极实业毛利率及各部门毛利贡献

毛利率 %	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
光伏发电	52%	56.5%	55%	55%	55%	55%
设计和咨询	43%	47.5%	48%	48%	48%	48%
工程总包	3%	3.6%	4%	4%	4%	4%
探针及封测	13%	16.7%	12%	14%	15%	16%
存储器模组	12%	12.7%	11%	14%	14%	14%
其他	14%	12.5%	12%	12%	12%	12%
十一科技	13%	11.4%	12%	13%	14%	14%
存储芯片封测	12%	14.6%	12%	14%	15%	15%
总毛利率	14%	13.3%	13%	14%	15%	15%
毛利贡献度 (%)						
光伏发电	8%	9%	11%	10%	9%	9%
设计和咨询	46%	42%	46%	43%	43%	43%
工程总包	11%	15%	15%	14%	13%	12%
探针及封测	15%	16%	12%	15%	16%	18%
存储器模组	14%	13%	11%	14%	15%	16%
其他	6%	5%	5%	4%	4%	3%
十一科技	57%	57%	61%	57%	55%	55%
存储芯片封测	29%	29%	24%	30%	32%	33%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：稀释每股收益 vs. 净资产收益率



来源：Wind，国金证券研究所

估值与目标价上修

半导体产业及逻辑 / 存储芯片封装测试产业在发展初期因为时常受到供给和需求，库存，产品价格，产能利用率，良率，资本支出，折旧的大幅变化而影响获利及现金流，所以太极实业的一年预期市盈率（1-year forward P/E）在过去八年曾从 16 倍弹升到数百倍间上下震荡，现金流折现也无法解释股价

的高低大幅变化，但透过市净率（Price to book, P/BV）配合净资产收益率的比较（P/BV to ROE），太极实业在过去 8 年平均 4% 股本回报率的状态下，股价是维持在平均 2.5-3.0 倍的每股净资产（1.5-4.5 倍的范围波动），这确实比全球半导体产业在 5-10% 的股本回报率下，股价保持在平均 1.0-1.5 倍的每股净资产，高出近数倍，我们认为这差异是因为中国半导体产业享有较高的营收增长率及中国 A 股普遍的溢价效益造成的，但我们预期未来五年，中国半导体产业及逻辑 / 存储芯片封装测试次产业的营业收入增长及太极实业的每股收益增长将较为稳定趋缓，预期市盈率将跟着每股收益 17% 的复合增长率（2018-2022 年的 EPS CAGR）走，并预期未来五年市净率配合净资产收益率比较的估值溢价会维持在 5-10% 的净资产收益率，股价应保持在 2.5-3.0 倍的每股净资产（1.5-4.5 倍的范围波动），而 10-15% 净资产收益率，股价应保持在 3.0-4.0 倍的每股净资产（2.0-5.5 倍的范围波动）。

市净率（Price to book, P/BV）

在考量投资人已经在看 2020-2021 年的半导体及存储器行业复苏，以及太极实业将重点受惠于长江存储及合肥长鑫的量产，我们决定将太极实业的目标价从平均价估值的 CNY\$9.4 调升到上行周期估值的 CNY\$11.7，我们认为市净率配合净资产收益率比较的估值溢价，若是 5-10% 的净资产收益率时，股价应保持在 2.5-3.0 倍的每股净资产（1.5-4.5 倍的范围波动），而 10-15% 净资产收益率，股价应保持在 3.0-4.0 倍的每股净资产（2.0-5.5 倍的范围波动）。太极实业合理股价定在 CNY\$11.7 来看，股价是处于 3.2 倍的 2021 年每股净资产，仍保持在 3.0-4.0 倍的每股净资产（2.0-5.5 倍的范围波动），而我们预估 2021 年净资产收益率提升到 12%，还是落在合理净资产收益率 10-15%，但目前太极实业股价是落在 2.2 倍的市净率（2021E），明显处于每股净资产 2.0-5.5 倍的范围波动的低标区域。

图表 8：估值分析和预期市盈率

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益 (EPS)	0.14	0.20	0.272	0.237	0.339	0.431	0.51
每股净资产 (BVPS)	2.30	2.93	3.06	3.29	3.39	3.64	3.88
净资产收益率 (ROE)	6%	6.8%	8.9%	7.2%	10.0%	12%	13%
高价	11.1	9.5	9.5	7.7	9.8	11.7	13.4
平均价	8.0	7.4	7.1	5.8	7.3	8.7	10.0
低价	5.2	6.2	4.9	4.0	5.0	6.0	6.9
高价与每股净资产比	4.8	3.2	3.1	2.4	2.9	3.2	3.5
平均价与每股净资产比	3.5	2.5	2.3	1.8	2.2	2.4	2.6
低价与每股净资产比	2.3	2.1	1.6	1.2	1.5	1.6	1.8
高价与摊薄每股收益	56	35	40	23	23	23	23
平均价与摊薄每股收益	40	27	30	17	17	17	17
低价与摊薄每股收益	26	23	21	12	12	12	12

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

客户集中度过高带来的经营风险，存储器下行周期到现金成本价格的风险，国企管理机制不灵活的风险，洁净室工程及设计业务后续订单乏力带来的业绩风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币十亿元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
营业总收入	12.03	15.65	14.40	16.74	19.63	22.64
营业成本	10.40	13.58	12.53	14.34	16.72	19.16
营业毛利	1.63	2.07	1.87	2.40	2.91	3.48
营业费用	1.00	1.27	1.16	1.32	1.53	1.73
营业利润	0.63	0.81	0.71	1.08	1.38	1.75
折旧	0.62	0.66	0.65	0.79	0.99	1.26
摊销	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
折旧前净利	1.29	1.51	1.40	1.91	2.42	3.06
利息	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-
其他	-0.07	-0.16	-0.02	-0.03	-	-
投资收入	0.07	0.12	0.00	0.00	-	-
税前利润总额	0.64	0.77	0.69	1.05	1.38	1.75
所得税/少数股东损益	0.22	0.20	0.19	0.28	0.35	0.43
Preferred dividend	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-
净利润	0.42	0.57	0.50	0.77	1.04	1.33
资产负债表(人民币十亿元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
货币资金	3.17	4.16	3.37	3.37	3.56	4.00
应收票据及应收账款	2.61	2.87	2.64	3.07	3.60	4.15
存货	1.85	2.25	2.08	2.38	2.77	3.18
其他流动资产	2.02	1.69	1.55	1.80	2.12	2.44
流动资产合计	9.65	10.97	9.64	10.62	12.04	13.77
固定资产	5.60	5.31	5.93	6.97	8.14	9.36
其他非流动资产	1.35	1.27	1.27	1.27	1.27	1.27
长期股权投资	0.25	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33
非流动资产合计	7.19	6.90	7.52	8.57	9.73	10.96
资产总计	16.84	17.87	17.16	19.19	21.78	24.73
短期借款	2.01	2.74	2.74	3.01	3.31	3.64
应付票据及应付账款	3.43	4.42	4.08	4.67	5.44	6.24
其他流动负债	2.26	1.86	1.71	1.99	2.33	2.69
流动负债合计	7.69	9.02	8.52	9.67	11.08	12.57
长期借款	1.31	1.19	1.19	1.31	1.44	1.58
其他长期借款	0.55	0.51	0.51	0.51	0.51	0.51
非流动负债合计	1.86	1.70	1.70	1.82	1.95	2.10
负债合计	9.55	10.72	10.23	11.49	13.04	14.66
实收资本(或股本)	2.11	2.11	2.11	2.11	2.11	2.11
资本公积金	3.26	3.17	3.17	3.17	3.17	3.17
未分配利润	0.80	1.16	1.66	2.43	3.47	4.80
少数股东权益	1.12	0.72	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	7.29	7.15	6.93	7.71	8.74	10.07
负债和所有者权益总计	16.84	17.87	17.16	19.19	21.78	24.73
现金流量表(人民币十亿元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
净利润	0.42	0.57	0.50	0.77	1.04	1.33
折旧	0.62	0.66	0.65	0.79	0.99	1.26
摊销	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
联营企业收益/(亏损)	-0.07	-0.12	0.00	0.00	0.00	0.00

经营活动现金流	1.00	1.15	1.19	1.60	2.07	2.63
营运资本变动	-0.66	0.27	0.05	-0.11	-0.12	-0.13
经营活动现金流净额	0.34	1.41	1.24	1.49	1.95	2.50
资本支出-资产处置	-1.08	-0.37	-1.27	-1.84	-2.16	-2.49
其他资产变动	0.15	0.04	-0.04	-0.04	-0.04	-0.04
子公司及其他营业单位投资额变动	0.06	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流净额	-0.87	-0.29	-1.31	-1.88	-2.20	-2.53
债务变动	-0.62	0.61	0.00	0.39	0.43	0.48
其他长期负债变动	-0.02	-0.04	0.00	0.00	0.00	0.00
发行股份收到的现金	1.88	-0.71	-0.72	0.00	-0.00	0.00
筹资活动现金流净额	1.23	-0.14	-0.72	0.39	0.43	0.48
现金净流量	0.70	0.99	-0.79	0.00	0.19	0.45
自由现金流	-0.53	1.13	-0.07	-0.39	-0.25	-0.03

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	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	2.50

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	2017-04-19	买入	6.65	12.80~12.80
2	2017-04-27	买入	6.40	12.80~12.80
3	2017-05-10	买入	6.36	12.80~12.80
4	2017-08-23	买入	6.83	9.96~10.86
5	2018-11-21	买入	5.70	9.40~9.40

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