

# 机械设备

证券研究报告  
2019年11月06日

## 国内外锂电设备季报表现复盘：行业低谷，布局全球化扩张的龙头企业！

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

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

朱晔

联系人

zhuyue@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《机械设备-行业研究周报:特斯拉上海工厂投产带动锂电板块情绪,关注三季报业绩与基金低配》 2019-10-27
- 《机械设备-行业研究周报:从三季度经济数据和业绩预告看机械行业景气度》 2019-10-20
- 《机械设备-行业研究周报:贸易战进展超预期,继续推荐景气度向上板块及三季报优秀个股》 2019-10-13

国内:

- 国内锂电设备行业 Q3 季报多维度承压,从综合性指标来看,行业加权 ROE 平均值同比 2018Q3 有所下降,中位数从 9.10%下降至 7.74%,平均值从 9.37%微降至 9.11%,但相对于 2018 年降幅有所收窄。而衡量企业盈利能力的 ROIC 中位数从 7%下滑至 6.11%。
- 从三大现金流来看,锂电设备公司维持经营性现金流为正流入、减少投资活动及筹资活动,反映出公司对于企业现金流管理的重视,以积极应对行业变化。
- 行业两大前瞻指标存货及预收款本期均企稳回升。企业存货平均值从 2018 年的 7.30 亿元上升至 7.89 亿元,预收款平均值从 2018 年的 3.91 亿元上升至 4.00 亿元。考虑到板块毛利率整体呈现下降(即营业成本占比上升),我们认为存货的小幅度上升难以代表行业整体订单水平回升。
- 马太效应强化:1)从综合性指标 ROE 来看,杭可科技、赢合科技在 2019Q3 取得 ROE 同向上升,而先导继续维持前三季度接近 20%的高 ROE 水平。其余公司 ROE 水平均有明显下滑。2)从预收款分布来看,先导与杭可科技账目预收款位列行业前两位,2019Q3 预收款分别为 12.51 亿元及 7.16 亿元,占比样本总体预收款的比例分别高达 44.71%、7.59%,一定程度上反映订单流向。

海外:

- 我们选择 PNT(韩国)、平野(日本)、CKD(日本)三家锂电设备公司作为分析标的:
- PNT、平野锂电设备以前段的涂布机、分条机、辊压机等为主,其盈利能力明显弱于国内企业,PNT2019H1 毛利率有所回升,但仅为 9.8%,净利率约为 4.3%。而平野最新一期报表毛利率、净利率分别仅为 19.1%、6.2%。
- 然而,PNT、平野的拿单能力较强。PNT2019Q1 在手订单达到历史最高水平,约为 3.34 亿美元,锂电设备订单占比约为 62%。平野新接订单与在手订单均稳健增长。公司最新一期报表显示,涂布机新增订单约为 5.51 亿人民币,同比增 14.6%,在手订单为 11.47 亿人民币,同比增 53.95%。
- CKD 自动化机械主营锂离子电池用卷绕机、三维焊锡印刷检查机、食品/药品用自动包装系统等等,从公司近几年的业绩来看,公司整体成长性较弱、盈利能力持续下滑,且跨区域、跨领域发展动力不足。公司自动化设备订单近年来呈现波动状态,并未见明显增长。

**结论与投资建议:** 1)在行业低迷之时仍能够保持稳健增长及高盈利能力的龙头公司; 2)与前段设备相比,中段设备更具全球竞争实力,建议关注具备跨区域扩张能力及动力的设备公司。持续重点推荐:先导智能,受益标的:赢合科技、诺力股份。

**风险提示:** 电动车政策大幅低于预期、电动车销量大幅低于预期,行业竞争格局严重恶化



## 内容目录

1. 国内锂电设备行业景气度如何变化，企业竞争力是否分化？ .....	3
1.1. 收入及盈利：行业经历洗牌期，盈利增速整体下行 .....	3
1.2. 资本回报及杜邦分析：板块 ROE 及 ROIC 有所下滑，盈利能力下降为主因 .....	4
1.3. 现金流：经营性现金净流入仍为正，锂电设备公司收敛扩张速度 .....	5
1.4. 前瞻指标：存货及预收款皆呈现触底回升，但整体未见重大变化 .....	6
1.5. 行业洗牌期结构分化，马太效应强化 .....	7
2. 海外锂电设备厂商：盈利能力普遍弱于国内企业，前段设备发展优于中段，海外扩张为重要成长路径 .....	7
2.1. PNT：韩国前段设备龙头，订单饱满，业务向欧洲市场扩张 .....	8
2.2. 平野：日本涂布机龙头，订单维持稳健增长 .....	9
2.3. CKD：日本卷绕机龙头，但增速低迷，近 5 年来订单未有重大突破 .....	10
3. 总结与投资建议： .....	12

国内外主要锂电设备公司目前基本上完成了最新季报的披露，我们汇总分析了上市锂电设备公司近几年的业绩表现，从而对市场景气度及竞争格局进行一些判断与展望。

## 1. 国内锂电设备行业景气度如何变化，企业竞争力是否分化？

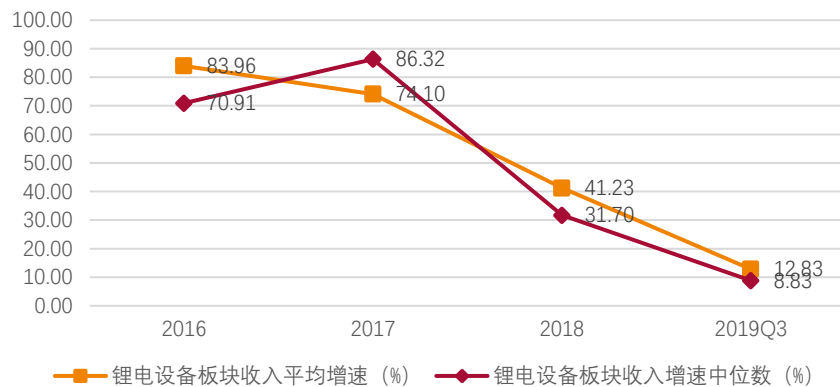
### 1.1. 收入及盈利：行业经历洗牌期，盈利增速整体下行

我们选择锂电设备业务收入或利润占高的公司作为分析对象，包括先导智能、赢合科技、星云股份、百利科技、金银河、杭可科技及科恒股份七个标的，不仅包括前/中/后段的单机厂商，还包含整线厂商，且均为各细分领域的领先企业，因而具备较强的代表性。

**收入增速：**2019 年前三季度行业收入增速平均为 12.83%，中位数为 8.83%，相对于 2016-2018 年的高速增长继续放缓。

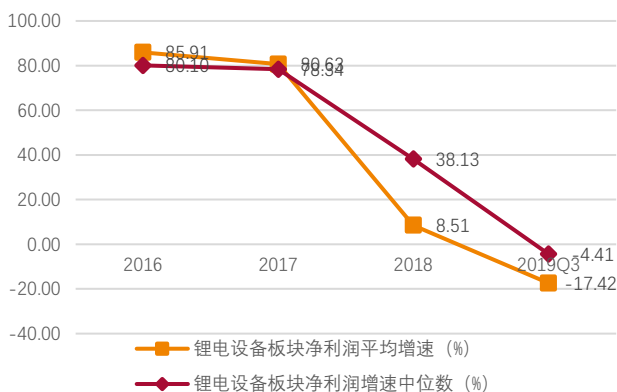
**利润增速：**前三季度归母净利润增速平均为 -17.42%，中位数为 4.41%，相较于 2016-2018 年增速进一步回落。非经常收益对锂电板块贡献率提高，导致锂电设备板块扣非净利占全部净利比例从 2018 年的 88.77% 下降至 74.81%，下降较多的主要为科恒股份与星云股份，扣非净利占比分别从 2018 年的 79.97%、66.81% 下降至 21.79%、42.75%。

图 1：2019 年前三季度锂电设备板块收入平均增速及增速中位数持续放缓



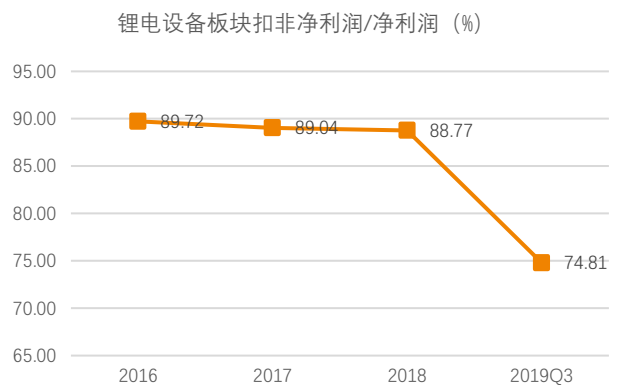
资料来源：Wind, 天风证券研究所

图 2：锂电设备板块 2019 前三季度净利润平均增速及增速中位数进一步回落



资料来源：Wind, 天风证券研究所

图 3：锂电设备板块非经常收益对锂电板块贡献率提高



资料来源：Wind, 天风证券研究所

表 1：科恒股份与星云股份非净利占全部净利比例下降较多

证券简称	2016	2017	2018	2019Q3
百利科技 (%)	91.10	95.71	90.50	94.25
金银河 (%)	82.77	72.94	83.82	83.57
科恒股份 (%)	90.73	82.87	79.97	21.72

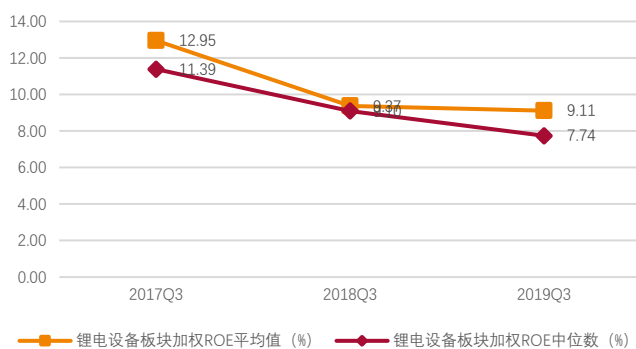
先导智能(%)	98.47	95.55	110.56	97.70
星云股份 (%)	91.29	90.31	66.81	42.75
赢合科技 (%)	90.57	84.95	93.18	94.75
杭可科技 (%)	83.13	100.95	96.56	88.90
锂电设备板块扣非净利润/净利润 (%)	89.72	89.04	88.77	74.81

资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 1.2. 资本回报及杜邦分析: 板块 ROE 及 ROIC 有所下滑, 盈利能力下降为主因

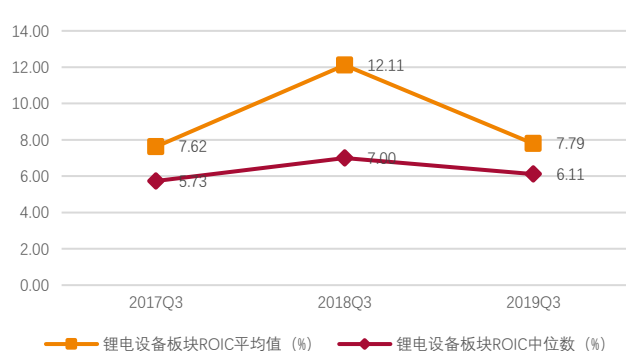
**ROE 及 ROIC:** 行业加权 ROE 平均值同比 2018Q3 有所下降, 中位数从 9.10% 下降至 7.74%, 平均值从 9.37% 微降至 9.11%, 但相对于 2018 年降幅有所收窄。而衡量企业盈利能力的 ROIC 也有所回落 (均值受杭可上市影响较大), 中位数从 7% 下滑至 6.11%。

图 4: 锂电设备板块加权 ROE 平均值及中位数有所下降



资料来源: Wind, 天风证券研究所

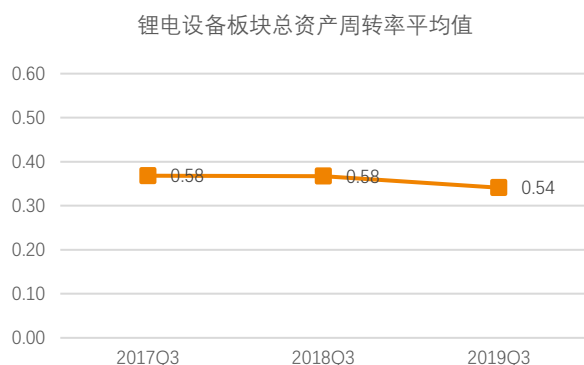
图 5: 锂电设备板块 ROIC 平均值及中位数有所回落



资料来源: Wind, 天风证券研究所

板块 ROE 下滑的主要原因为板块盈利能力有所下滑。从杜邦分析要素来看, 锂电设备公司总资产周转率相较于 2017-2018 年从 0.58 微降至 0.54, 整体周转速度维持稳定; 权益乘数平均值从 2018Q3 的 2.21 微降至 2.18, 对杠杆的运用程度整体未发生明显变化, 而板块毛利率与净利率相较于 2018Q3 下降较快, 2019Q3 毛利率从 36.78% 下降至 33.87%, 净利率从 16.59% 下降至 12.82%。

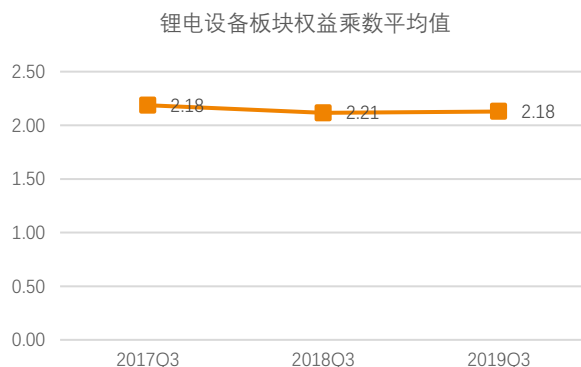
图 6: 锂电设备板块总资产周转率平均值微降



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 8: 锂电设备板块毛利率下降较快

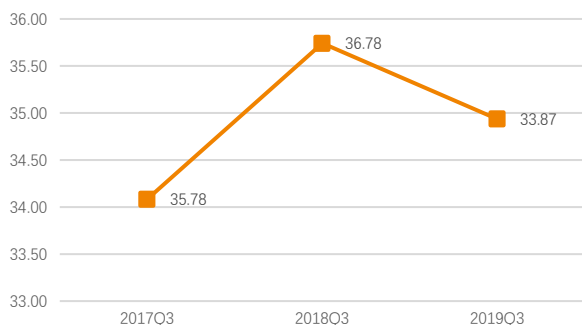
图 7: 锂电设备板块权益乘数平均值略微回落



资料来源: Wind, 天风证券研究所

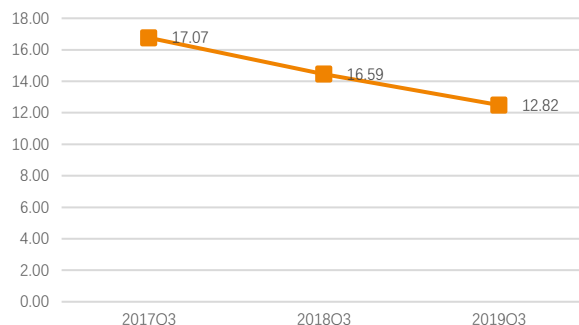
图 9: 锂电设备板块净利率下降幅度较大

锂电设备板块毛利率平均值 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

锂电设备板块净利率平均值 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

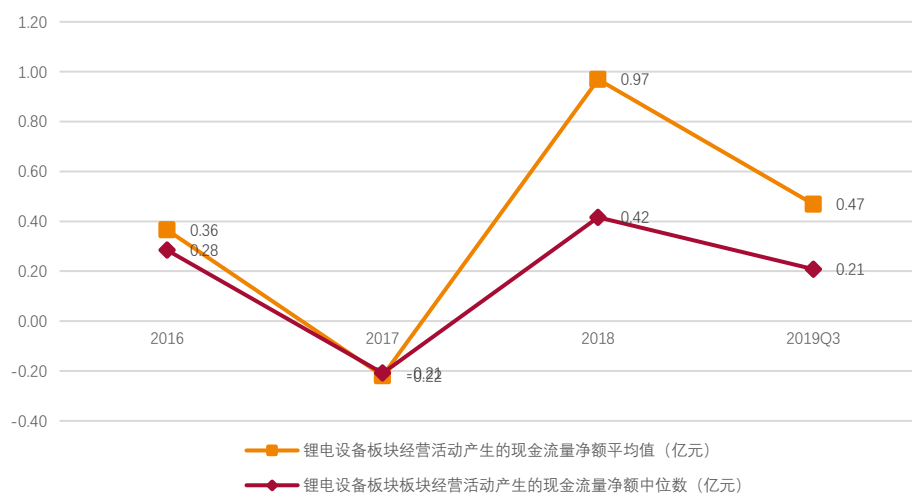
### 1.3. 现金流：经营性现金净流入仍为正，锂电设备公司收敛扩张速度

从三大现金流来看，锂电设备公司在行业低谷期一定程度上加强了风险管理。

- **经营性现金流：**行业经营性现金流在经历了 2017 年的净流出之后，2018、2019Q3 持续为正流入。部分锂电设备公司加强对下游回款的催收，降低对于供应商的现金支付比例，从而提高了其收益质量。2019Q3 板块净现金流入虽相较于 2018 全年有所下滑，但考虑到 Q4 是电动车产业链回款的季度高峰期，我们认为板块经营性现金流指标整体较为健康。
- **投资活动现金流：**板块投资活动现金流持续为负，2018 年现金流出额平均值达到了 2.57 亿元，为 2016 年以来的最高水平，2019Q3 该数值收敛至 1.09 亿元。该指标一定程度上反映了锂电设备公司的投资意愿，意味着资本开支对现金流占用减少。
- **筹资活动现金流：**本期筹资活动现金流首次由 2017-2018 年的正值转为负值，平均值为 -0.36 亿元，而 2017-2018 年分别净流入 2.60、1.80 亿元。筹资净流量的减少，一方面可能是由于国家信贷政策一直偏紧，而板块内大部分公司均为民企背景、融资能力受限，另一方面，也可能是由于公司主动减少了对外融资，以降低后续的偿债压力。

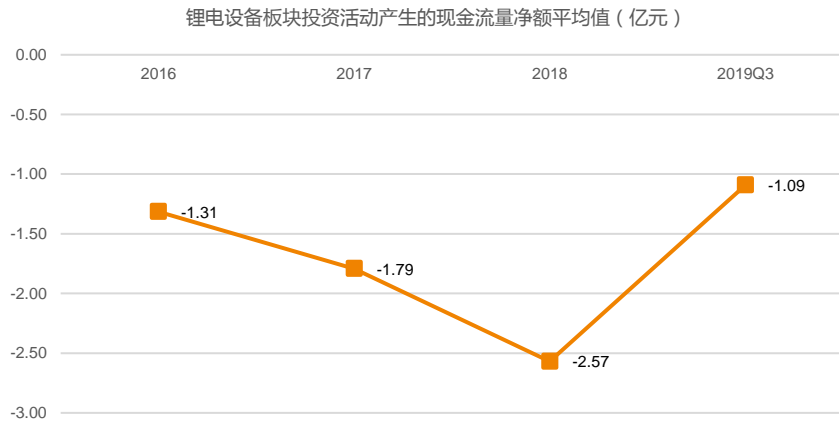
整体而言，锂电设备公司维持经营性现金流为正流入、减少投资活动及筹资活动，反映出公司对于企业现金流管理的重视，以积极应对行业后续变化。

图 10：板块经营性现金流指标整体较为健康



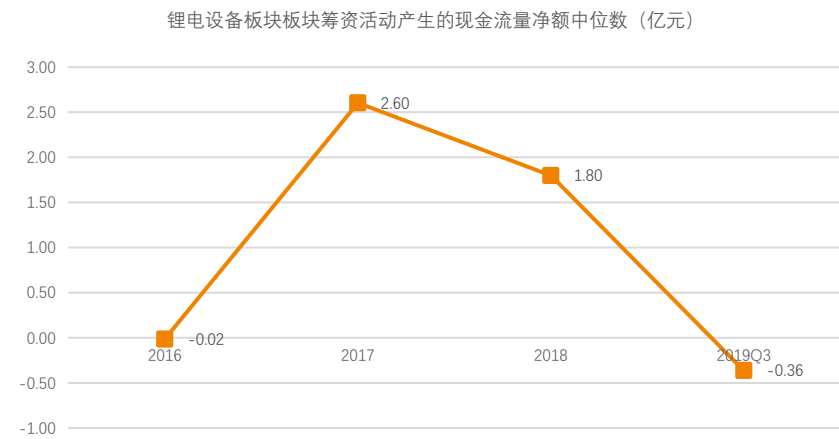
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：板块投资活动现金流持续为负



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 12: 锂电设备板块筹资活动产生的现金流量净额首次由正转负

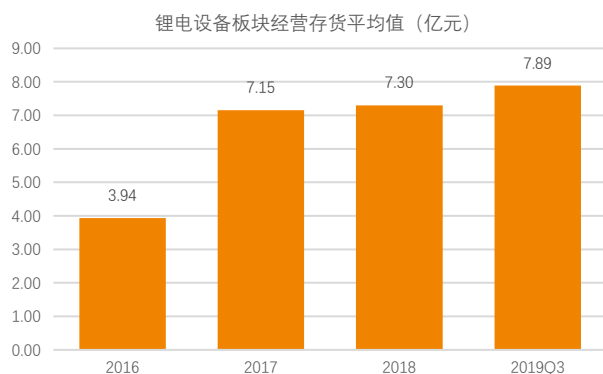


资料来源: Wind, 天风证券研究所

#### 1.4. 前瞻指标: 存货及预收款皆呈现触底回升, 但整体未见重大变化

行业两大前瞻指标存货及预收款本期均企稳回升。其中, 企业存货平均值从 2018 年的 7.30 亿元上升至 7.89 亿元, 预收款平均值从 2018 年的 3.91 亿元上升至 4.00 亿元。考虑到板块毛利率整体呈现下降 (即营业成本占比上升), 而存货计量方式是遵循成本或可变现净值孰低原则, 我们认为存货的小幅度上升难以代表行业整体订单水平回升。

图 13: 锂电设备板块经营存货平均值有所上升



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 14: 锂电设备板块预收账款平均值小幅上升

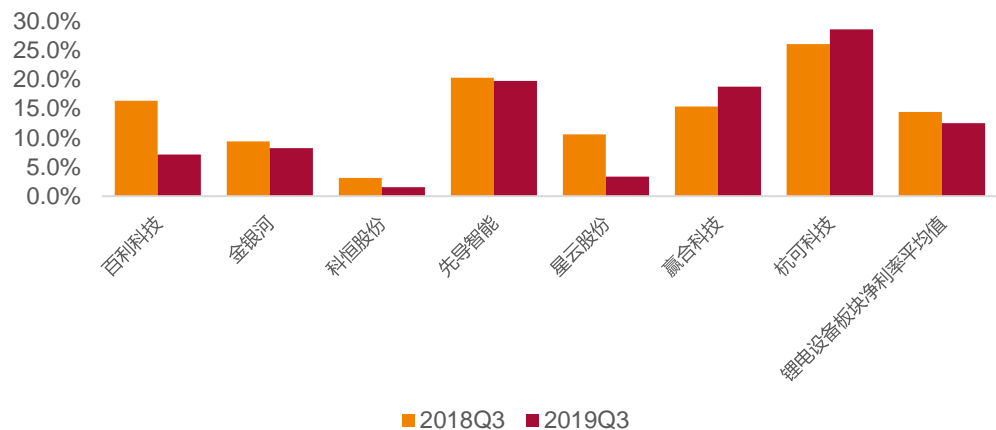


资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 1.5. 行业洗牌期结构分化，马太效应强化

我们选择 ROE 及预收款两项指标来观察行业分化情况。首先是 ROE，该指标相对而言更能够反应企业的综合经营能力。杭可科技、赢合科技在 2019Q3 取得 ROE 同向上升，主要系净利率本期有所上升，而先导继续维持前三季度接近 20% 的高 ROE 水平。其余公司 ROE 水平均有较为明显的下滑。

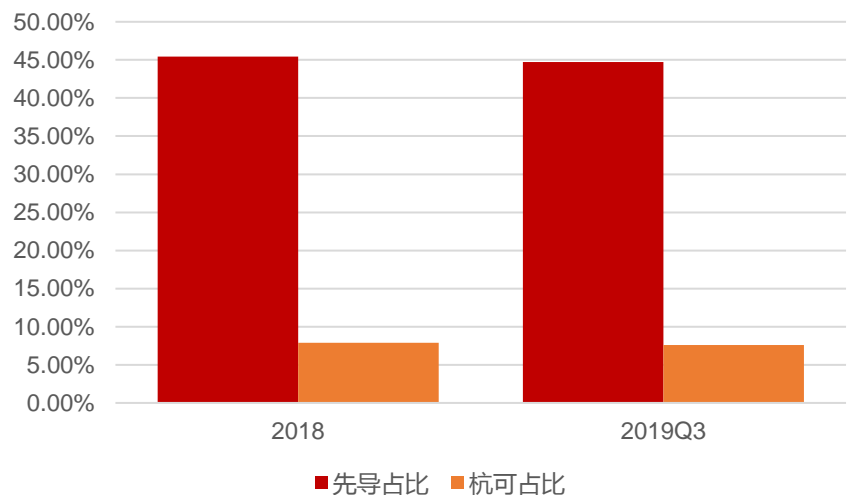
图 15：锂电设备板块部分企业 2018Q3 和 2019Q3 净利率平均值比较



资料来源：Wind，天风证券研究所

其次为预收款，衡量公司新接订单情况，一定程度上反映订单流向。先导与杭可科技账目预收款位列行业前两位，2019Q3 预收款分别为 12.51 亿元及 7.16 亿元，占比样本总体预收款的比例分别高达 44.71%、7.59%。并且，根据先导近期的可转债回复，2019 年 6 月末，公司合并报表发出商品的金额为 15.33 亿元，该部分发出商品已收到的货款金额为 16.15 亿元，意味着实际预收款高于账目水平（这主要是由于在会计实务中可能用部分预收款抵消相同客户的应收款项）。

图 16：先导、杭可科技预收款占样本总预收款的比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

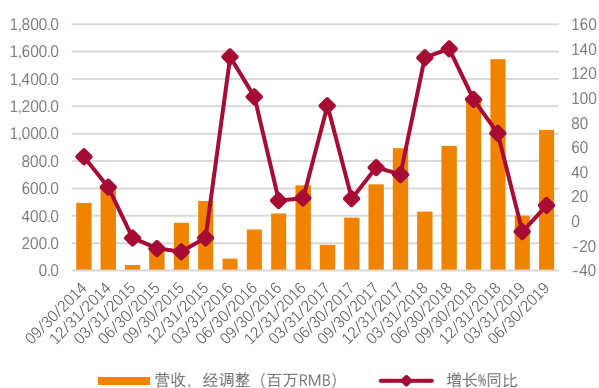
## 2. 海外锂电设备厂商：盈利能力普遍弱于国内企业，前段设备发展优于中段，海外扩张为重要成长路径

## 2.1. PNT：韩国前段设备龙头，订单饱满，业务向欧洲市场扩张

韩国 PNT (People and Technology) 公司成立 2003 年，公司主营锂电池涂布、光学用涂布及 LCD 涂布设备等，也同时研发生产分条机、收卷机等前段设备。公司客户不仅包含三星、LG 等韩国本土厂商，也包括比亚迪这样的中国厂商。2015 年以来，公司经历快速增长，收入从 2015 年的 5.07 亿元成长至 2018 年的 15.44 亿元，利润从负数增长为 2018 年的 3550 万元。

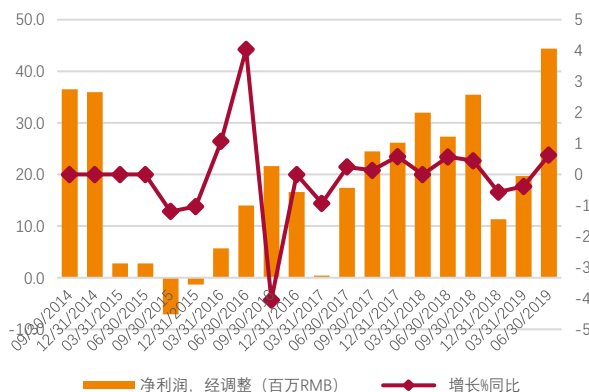
公司 2019H1 收入达到 10.28 亿元，利润达到 4440 万元，同比增速分别为 12.8%、62.5%。锂电设备为驱动公司增长的主要业务，锂电业务占比从 2015 年的 38.4% 提高到 2019 年半年度的 86.5%。

图 17：PNT 公司收入快速增长



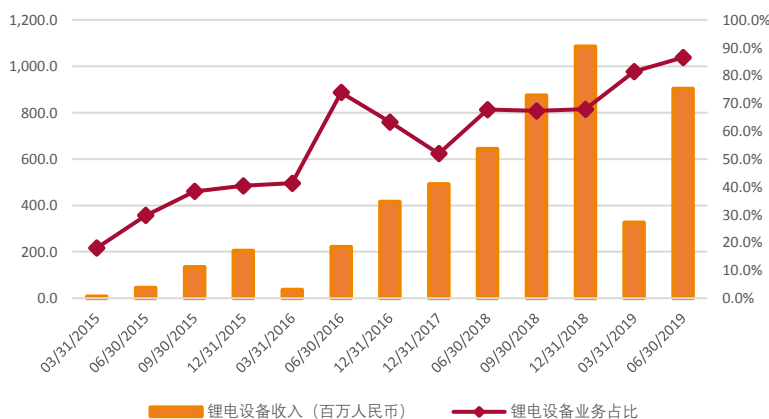
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 18：PNT 公司净利润快速上升



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 19：PNT 公司锂电业务比重大幅提升



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

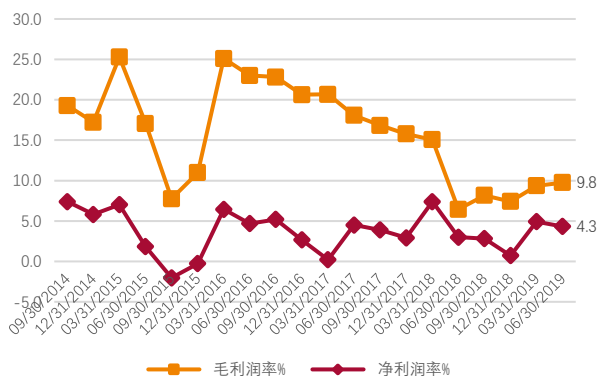
2019 年公司毛利率与净利率水平向好，但整体处于较低水平。此前，公司虽然收入体量不断扩大，但盈利能力持续下降，2015-2018H1，毛利率从 25% 下降至 6.4%，净利率均值仅为 3.4%。2018H1 开始公司毛利率逐步回升，到 2019H1 毛利率净利率回升至 9.8% 左右，净利率约为 4.3%。尽管盈利能力有所提升，但低于国内绝大部分锂电设备公司，这可能与韩国当地生产成本高昂有关。

PNT 公司常年面临紧张的经营性现金流，2019H1 有所好转。2015 年以来，公司经营性现金流仅在三个季度表现为净流入，其余均为负值，2018 年现金流恶化严重，一度净流出高达 1.4 亿元人民币，到 2019 年 H1 有所好转。尽管海外客户付款条件可能由于国内电池厂商，但公司生产成本过高、导致对于现金占用比例过高。

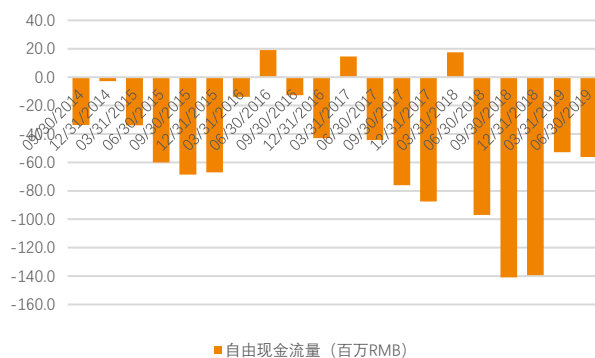
图 20：PNT 公司锂电设备毛利率及净利率向好

图 21：PNT 公司 2019H1 现金流量有所好转





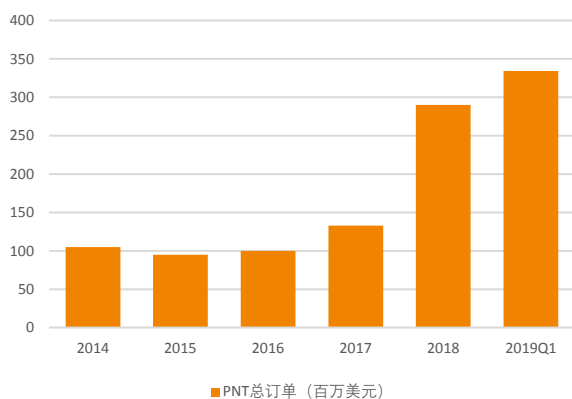
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

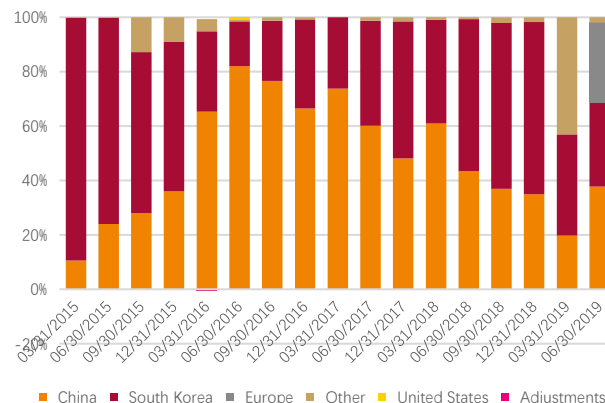
**PNT 拿单实力较强。**2019Q1 在手订单达到历史最高水平, 约为 3.34 亿美元, 锂电设备订单占比约为 62%。这与公司进行积极海外拓展关系密切, 2018 年之前, 韩国与中国为其主要市场, 但韩国本土业务占比不断提升, 到 2019H1, PNT 又接连开拓欧洲及美国等市场, 全球化业务布局令其逆势斩获更多订单。

图 22: PNT 公司 2019Q1 在手订单达到历史最好水平



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 23: PNT 公司全球市场份额



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

## 2.2. 平野: 日本涂布机龙头, 订单维持稳健增长

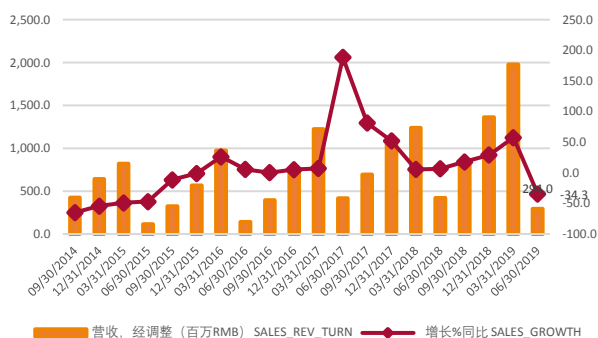
**平野系日本涂布机龙头企业**, 创立于 1935 年, 经多年发展, 公司已成为知名薄膜流延设备、涂布设备以及印染设备龙头, 产品覆盖面交广, 包括柔性印刷电路板涂布设备、刚性印刷电路板涂布设备、光学薄膜设备、锂电池涂布设备等, 业务广泛分布于日本、中国、北美等地区。

2019 一季度 (由于公司 0331 为财报日, 因而 0630 为其一季报), 公司收入为 2.94 亿人民币, 同比降 34.3%, 净利润仅为 1810 万元, 同比降 50%, 相较于 2018 年的优秀业绩表现出现较大滑坡。本期公司毛利率、净利率分别为 19.1%、6.2%, 毛利率整体较为稳健, 净利率下滑较多。

尽管公司一季报表现较为疲弱 (可能与确认节奏有关), 但从订单情况来看, 新接订单与在手订单均稳健增长。公司最新一期报表显示, 涂布机新增订单约为 5.51 亿人民币, 同比增 14.6%, 在手订单为 11.47 亿人民币, 同比增 53.95%。公司实现涂布设备的多应用布局, 涂布设备在手订单已连续四年实现快速增长。

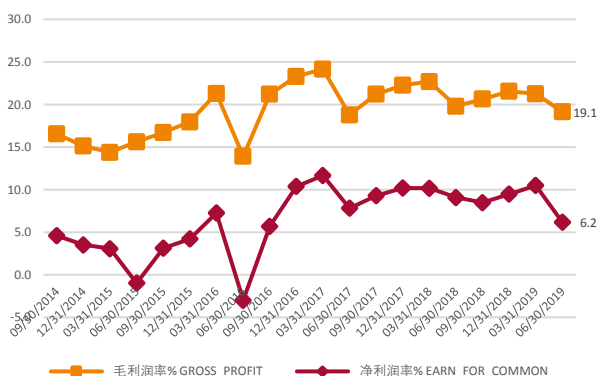
图 22: 平野营业收入出现较大滑坡

图 23: 平野净利润下滑明显



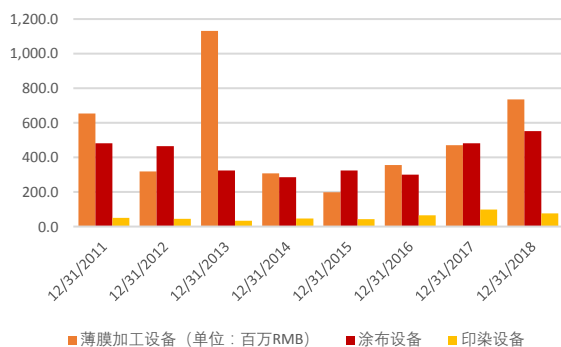
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 24: 平野毛利率整体较稳健、净利润率下滑较多

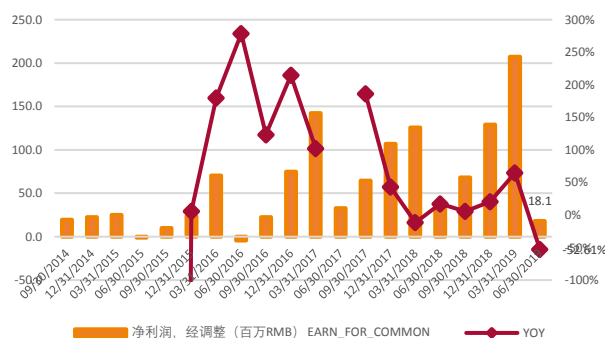


资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 26: 新接订单稳健增长

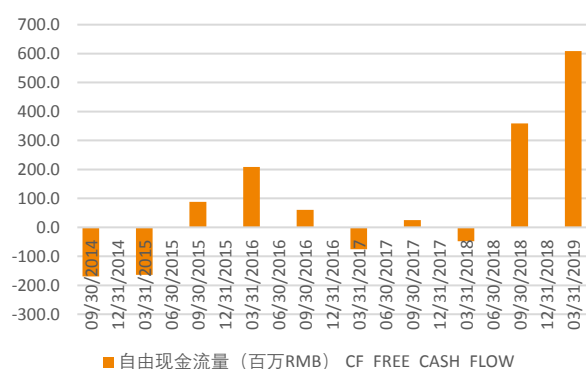


资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所



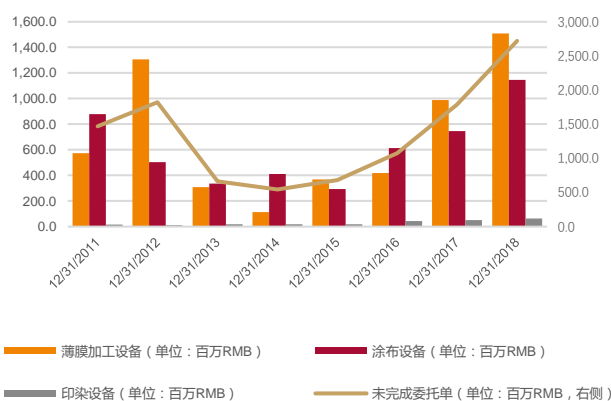
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 25: 平野自由现金流量有所上升



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 27: 涂布设备在手订单已连续四年实现快速增长



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

### 2.3. CKD: 日本卷绕机龙头，但增速低迷，近 5 年来订单未有重大突破

日本 CKD 成立于 1943 年，是日本自动化机械的百年老店之一，其产品主要分为自动控制元件以及自动化机械设备，其中自动机械设备主要包括锂离子电池用卷绕机、三维焊锡印刷检查机、食品/药品用自动包装系统等等，而自动控制元件产品包括气动控制元件、驱动元件、流体控制元件等等。CKD 业务范围遍布亚洲、欧洲和北美等地区，且在海外设有数十个生产基地/营销点。

从公司近几年的业绩来看，公司整体成长性较弱。2014 年年报显示公司主营收入为 47.22 亿元，到 2018 年财报 70.05 亿元，期间复合增速为 8.21%，而 2014 年归母净利润为 3.40 亿元，到 2018 年财报仅为 2.90 亿元，甚至有所下滑。

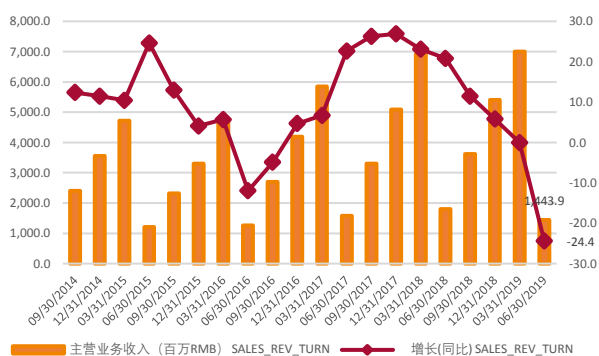
公司盈利能力从 2017 年开始有所恶化。2017 年一季报公司毛利率达到五年来最高的 33.31%，此后持续下滑至 2019 年一季报的 24.2%，净利率则从 7.83% 一路下滑至 0.93%，这可能与市场激烈程度提高有关。与此同时，公司经营性现金流持续下滑，2018H1 转负，到 2018 年年报净流出 1.37 亿元。

公司近年来对于自动化设备业务并未展现出明显的扩张野心。公司自动化机械业务近年来占整体业务比例有所下降，2015 年占比约为 15.9%，到 2018 年该比例下降至 13.1%。

与此同时，公司跨地域扩张速度也相对较慢。公司 2016 年年报显示，当年对中国市场实现一定收入，占总体收入的比例约为 10.6%，然而这一比例到 2018 年年报仅上升为 11.3%，公司在日本/中国外的市场销售占比基本没有提升。

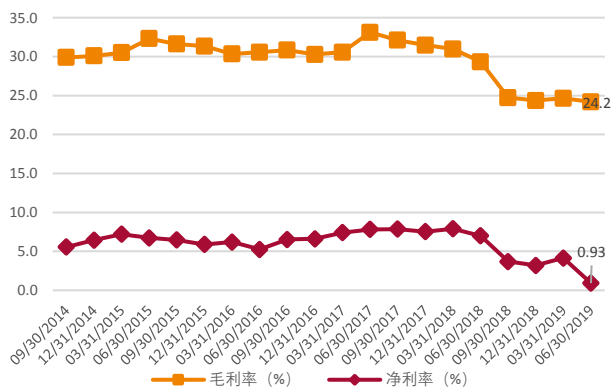
公司自动化设备订单近年来呈现波动状态，并未见明显增长。公司自动化设备新接订单在 2012 年达到最高峰 10 亿元，此后在 6-9 亿区间内波动。在手订单呈现出相同趋势。

图 28: CKD 主营业务收入有所增长, 但增速放缓



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 30: CKD 盈利能力自 2017 年开始有所恶化



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 32: CKD 自动化业务有所下降

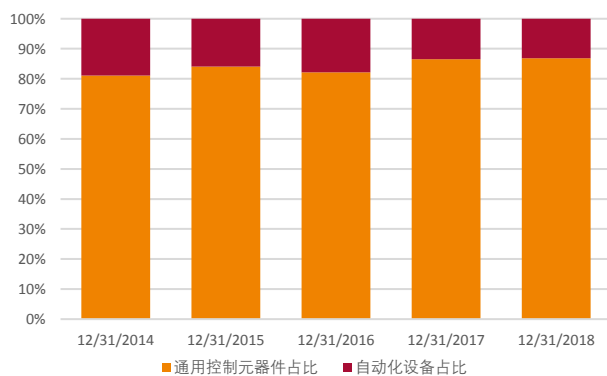
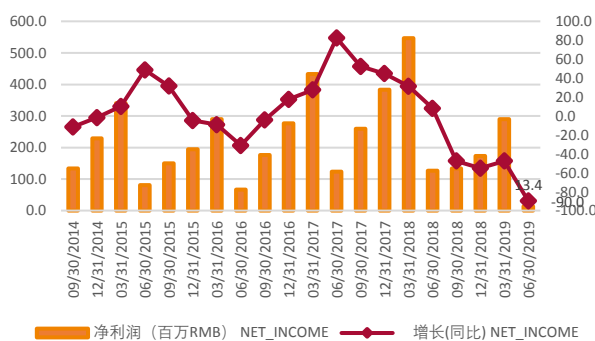
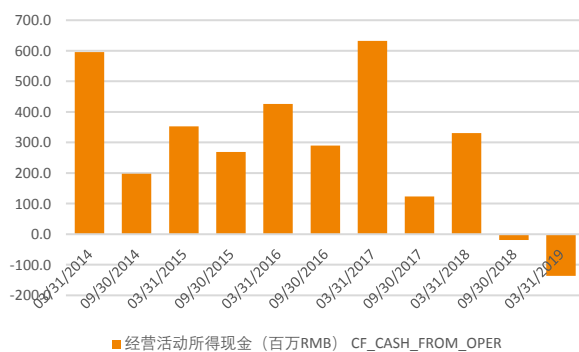


图 29: CKD 2018 年净利润相比 2014 年有所下滑



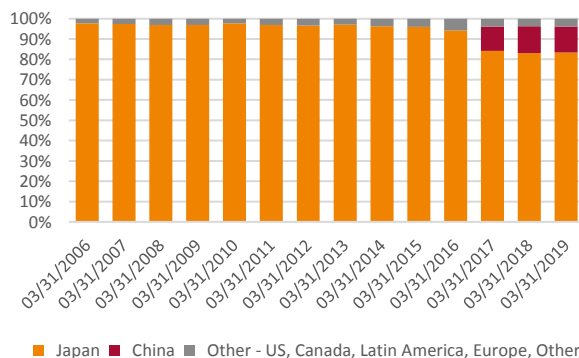
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 31: CKD 经营活动所得现金持续下降



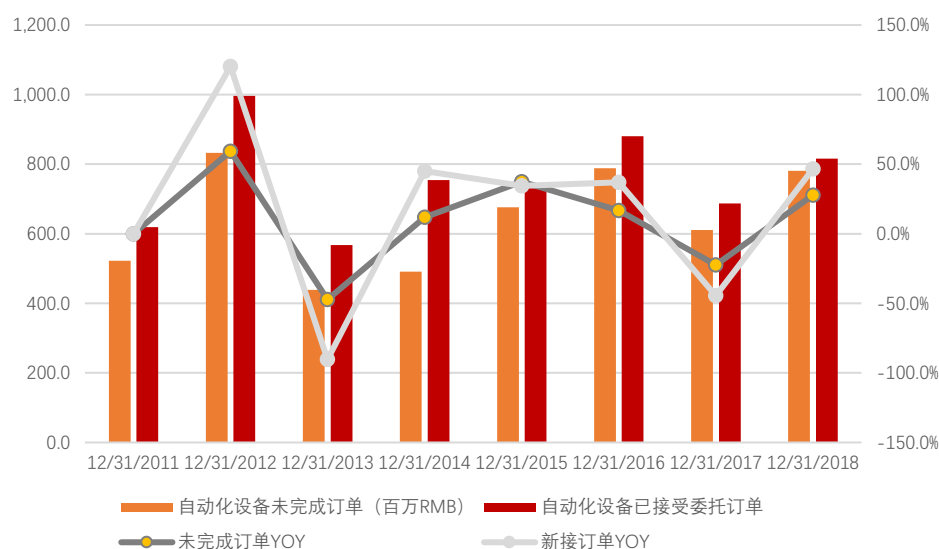
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 33: CKD 跨地域扩张速度较慢



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

**图 34：CKD 自动化设备订单近年来呈现波动状态，并未见明显增长**

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

### 3. 总结与投资建议：

#### ■ 国内：

- 国内锂电设备行业 Q3 季报多维度承压，从综合性指标来看，行业加权 ROE 平均值同比 2018Q3 有所下降，中位数从 9.10% 下降至 7.74%，平均值从 9.37% 微降至 9.11%，但相对于 2018 年降幅有所收窄。而衡量企业盈利能力的 ROIC 中位数从 7% 下滑至 6.11%。
- 从三大现金流来看，锂电设备公司维持经营性现金流为正流入、减少投资活动及筹资活动，反映出公司对于企业现金流管理的重视，以积极应对行业后续变化。
- 行业两大前瞻指标存货及预收款本期均企稳回升。企业存货平均值从 2018 年的 7.30 亿元上升至 7.89 亿元，预收款平均值从 2018 年的 3.91 亿元上升至 4.00 亿元。考虑到板块毛利率整体呈现下降（即营业成本占比上升），我们认为存货的小幅度上升难以代表行业整体订单水平回升。
- **马太效应强化：**1) 从综合性指标 ROE 来看，杭可科技、赢合科技在 2019Q3 取得 ROE 同向上升，而先导继续维持前三季度接近 20% 的高 ROE 水平。其余公司 ROE 水平均有明显下滑。2) 从预收款分布来看，先导与杭可科技账目预收款位列行业前两位，2019Q3 预收款分别为 12.51 亿元及 7.16 亿元，占比样本总体预收款的比例分别高达 44.71%、7.59%，一定程度上反映订单流向。

#### ■ 海外：

我们选择 PNT（韩国）、平野（日本）、CKD（日本）三家锂电设备公司作为分析标的：

- PNT、平野锂电设备以前段的涂布机、分条机、辊压机等为主，其盈利能力明显弱于国内企业，PNT2019H1 毛利率有所回升，但仅为 9.8%，净利率约为 4.3%。而平野最新一期报表毛利率、净利率分别仅为 19.1%、6.2%。
- 然而，PNT、平野的拿单能力较强。PNT2019Q1 在手订单达到历史最高水平，约为 3.34 亿美元，锂电设备订单占比约为 62%。平野新接订单与在手订单均稳健增长。公司最新一期报表显示，涂布机新增订单约为 5.51 亿人民币，同比增 14.6%，在手订单

为 11.47 亿人民币，同比增 53.95%。

- CKD 自动化机械主营锂离子电池用卷绕机、三维焊锡印刷检查机、食品/药品用自动包装系统等等，从公司近几年的业绩来看，公司整体成长性较弱、盈利能力持续下滑，且跨区域、跨领域发展动力不足。公司自动化设备订单近年来呈现波动状态，并未见明显增长。

综上，我们建议重点关注：1) 在行业低迷之时仍能够保持稳健增长及高盈利能力的龙头公司；2) 与前段设备相比，中段设备更具全球竞争实力，建议关注具备跨区域扩张能力及动力的设备公司。持续重点推荐：先导智能，受益标的：赢合科技、诺力股份、杭可科技（科创板）。

## 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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com