

# 东方电缆 (603606)

证券研究报告

2021年03月30日

## 盈利能力持续向好，海陆并进前景可期

### 营收持续增长，利润增长符合预期

2020年公司实现营业收入50.52亿元，同比增长36.90%。主要系公司通过“科技与市场”对接，推动高端装备的产业化应用，提升了海缆系统的核心竞争力和陆缆系统的市场占有率。其中，海缆系统及海洋工程营业收入快速增长，增长50.04%，带动整体营业收入增长，海缆系统及海洋工程营收占公司主营业务收入比重增至47.79%。2020年公司实现净利润8.87亿元，同比增长96.26%。主要系收入结构变化，高毛利的海缆系统产品收入同比增长48.11%。海缆系统和海洋工程毛利率持续提升，分别同比增加8.95和4.44个百分点，进一步提升公司盈利水平。

### 陆缆业务稳步扩张，市占率有望进一步提升

陆缆系统营收占公司主营业务收入比重为52.21%，是公司发展基石。陆缆系统营业收入为2.63亿元，同比增速为26.55%，陆缆业务稳步扩张，市占率有望进一步提升；陆缆板块毛利率为12.09%，同比上年增加1.08个百分点，持续拉动利润增长。陆缆系统产品产销量也稳步增加，同比增速分别为10.01%和11.20%。

### 海缆走出国门，新建产能年中投产

2020年，公司海缆产品生产量、销售量和库存量均增长，分别为1038.20km、864.332km和290.318km，同比增幅分别为35.74%、15.20%和149.30%。海缆产品销售大幅增长，海洋经济开拓效益显现。随着海上风电快速发展，未来远海风场将成为发展趋势，海缆投资占比将逐步提升。此外，报告期内公司中标南苏格兰电网公司价值9,135,872英镑的(SSEN) Skye - Harris 岛屿连接项目，产品实现出口，进一步夯实公司在海缆领域的领先地位，对公司加快开拓国际市场具有重要战略意义。产能方面，东部(北仑)基地项目建设有序推进，确保在2021年7月1日建成投产，预期新产能年内可贡献15亿元收入，同时顺利启动南部(阳江)基地项目规划。

### 盈利预测

原来我们预期2021-2022年营收分别为64.22、78.62亿元，归母净利润分别为11.01、14.12亿元。现因公司海缆产销量提升及海缆走出国门，我们将2021年-2023年的营业收入上调为65.18、81.93、91.76亿元，同比增长29.01%、25.69%和12.00%；归母净利润上调为12.48、15.10和18.05亿元，同比增长40.67%、21.00%和19.54%；对应EPS分别为1.91、2.31、2.76元，对应PE分别为12.14、10.03、8.39倍，我们给予“增持”评级。

**风险提示：**原材料价格波动风险；政策调整风险；未来宏观经济环境下行风险；运营管理风险；市场风险；疫情风险；因海上风电政策变化导致产业投资放缓的风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,690.43	5,052.34	6,518.02	8,192.50	9,175.60
增长率(%)	22.03	36.90	29.01	25.69	12.00
EBITDA(百万元)	741.31	1,305.68	1,503.56	1,815.15	2,154.80
净利润(百万元)	452.14	887.35	1,248.20	1,510.28	1,805.42
增长率(%)	163.74	96.26	40.67	21.00	19.54
EPS(元/股)	0.69	1.36	1.91	2.31	2.76
市盈率(P/E)	33.52	17.08	12.14	10.03	8.39
市净率(P/B)	7.09	4.85	3.78	2.84	2.18
市销率(P/S)	4.11	3.00	2.33	1.85	1.65
EV/EBITDA	8.89	12.01	9.11	7.15	5.13

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	电气设备/高低压设备
6个月评级	增持(维持评级)
当前价格	23.17元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	654.10
流通A股股本(百万股)	654.10
A股总市值(百万元)	15,155.60
流通A股市值(百万元)	15,155.60
每股净资产(元)	4.62
资产负债率(%)	48.61
一年内最高/最低(元)	29.74/11.43

### 作者

孙潇雅 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110520080009  
sunxiaoya@tfzq.com

马妍 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110519100002  
may@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 《东方电缆-季报点评:业绩保持高速增长,海洋板块占比提升》2020-10-28
- 《东方电缆-半年报点评:业绩大幅增长,扩产+订单支撑业绩成长》2020-07-29
- 《东方电缆-季报点评:一季报符合预期,看好公司长期盈利能力》2020-04-24

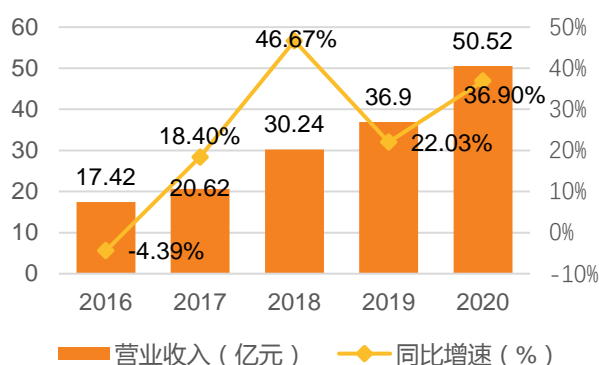
## 1. 营收持续增长，利润增长符合预期

### 1.1. 海陆并进，营收持续增长

2020 年公司实现营业收入 50.52 亿元，同比增长 36.90%。主要系公司通过“科技与市场”对接，推动高端装备的产业化应用，提升了海缆系统的核心竞争力和陆缆系统的市场占有率。其中，海缆系统及海洋工程营业收入快速增长，合计同比增加 8.03 亿元，增长 50.04%，带动整体营业收入增长，海缆系统及海洋工程营收占公司主营业务收入比重增至 47.79%。

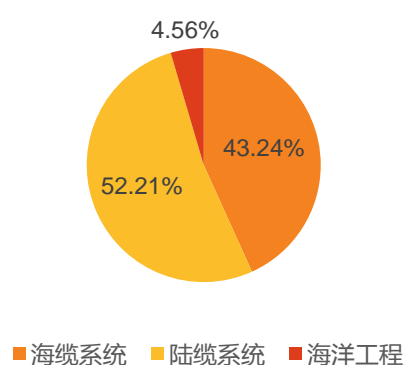
陆缆系统营收占公司主营业务收入比重为 52.21%，是公司的发展基石。陆缆系统营业收入为 2.63 亿元，同比增速为 26.55%，陆缆业务稳步扩张，市占率有望进一步提升；毛利率为 12.09%，同比上年增加 1.08 个百分点，持续拉动利润增长。

图 1：2016-2020 年营业收入（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：2020 年营业收入构成

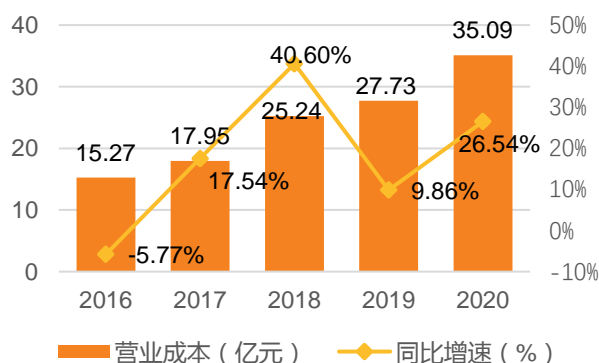


资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 1.2. 成本随三大板块业务扩张而增加

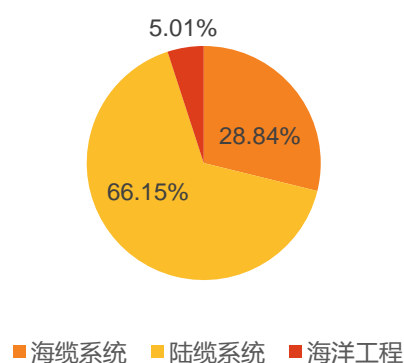
2020 年，公司营业成本为 35.09 亿元，同比增长 26.54%，海缆系统、陆缆系统和海洋工程板块营业成本同比增幅分别为 24.11%、25.01%和 61.81%。海缆系统营业成本为 10.08 亿元，其中直接材料占比最高，为 93.10%；金额较上期增幅较大的是直接人工费用，为 70.77%。陆缆系统营业成本为 23.13 亿元，其中材料占比最高，为 93.89%；金额较上期增幅较大的是直接材料，为 28.55%。海洋工程成本为 1.75 亿元，同比增加 61.81%，增幅较大。

图 3：2016-2020 年营业成本（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 4：2020 年营业成本构成

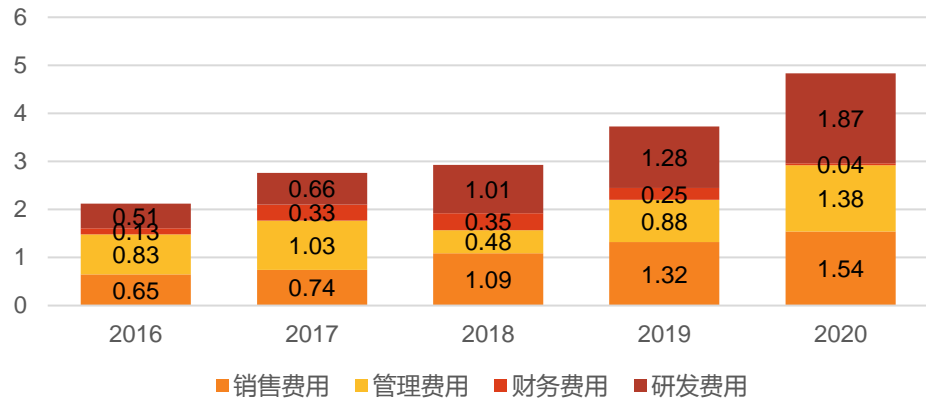


资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 1.3. 四项费用控制较好，研发投入逐年增多

2020年，公司销售费用、管理费用、财务费用和研发费用分别为1.54、1.38、0.04和1.87亿元，同比增幅分别为16.72%、56.48%、-85.40%和46.27%。管理费用变动主要根据公司2019年8月公告的《OIMS奖励基金管理办法》计提奖励基金、人员增加及业绩奖金增加使整体工资同比增加3198万元；新增设备和土地的折旧与摊销，使整体折旧与摊销同比增加408万元；厂房及设备大修理使整体修理费同比增加737万元。财务费用变动主要系利息支出减少，期末无短期借款。同时，公司加强科技创新，不断加大对海洋脐带缆系列产品及海底电缆系列产品的研发投入。

图 5：2016-2020 费用情况（亿元）

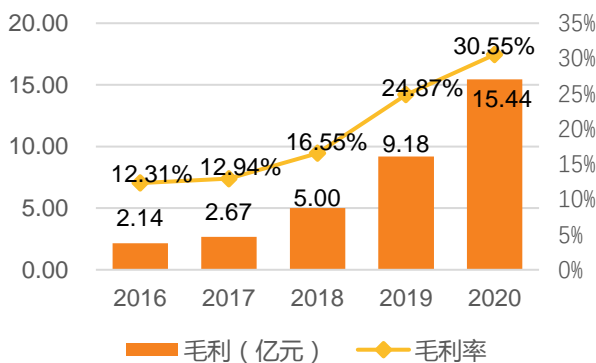


资料来源：公司公告、天风证券研究所

#### 1.4. 毛利率持续提升，利润实现大幅增长

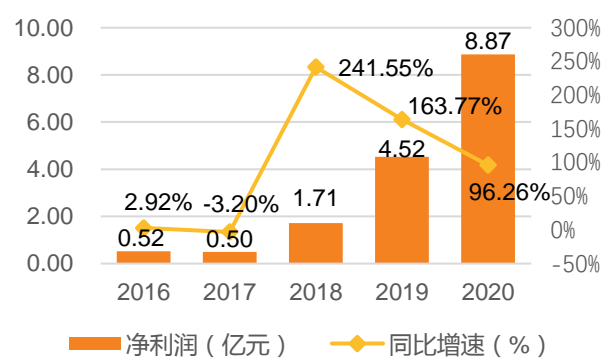
2020年公司实现毛利15.44亿元，综合毛利率为30.55%，同比增加5.69个百分点；净利润8.87亿元，同比增长96.26%。主要系收入结构变化，高毛利的海缆系统产品收入21.79亿元，同比增长48.11%，占主营业务收入的比重从39.94%提高到43.24%。海缆、陆缆和海洋工程毛利率分别为53.72%、12.09%和23.55%。海缆系统毛利率水平持续提升，同比增加8.95个百分点，进一步提升公司盈利水平；海洋工程毛利率也进一步提高，同比增加4.44个百分点。

图 6：2016-2020 毛利和毛利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 7：2016-2020 净利润及同比增速



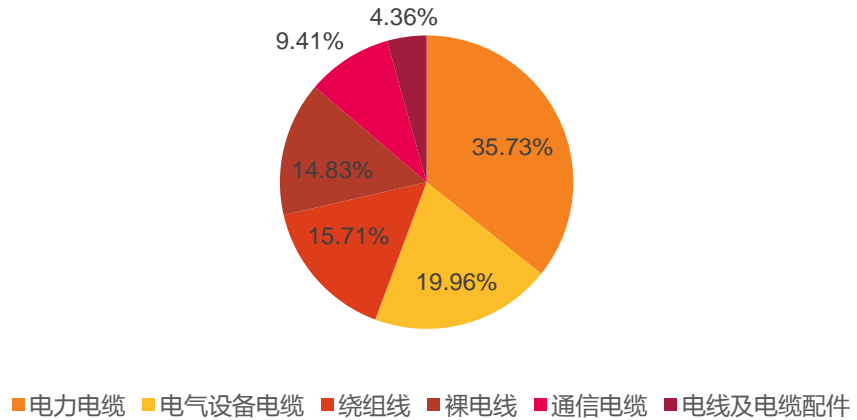
资料来源：Wind、天风证券研究所

## 2. 各板块前景广阔，公司业绩未来可期

### 2.1. 电力电缆市场规模大，公司市占率有望进一步提高

陆缆系统产品根据用途主要分为五大类：导线（裸电线）、电力电缆、电气装备电缆、通信电缆、绕组线。在我国电线电缆行业市场细分结构中，电力电缆应用范围最为广泛，收入规模占比最大。根据 2018 年我国电线电缆行业细分市场统计规模统计数据，占比达到 35.73%，主要包括低压、中压、高压、超高压电力电缆；电气装备用电缆市场规模占据次席，占比为 19.96%，主要包括布电线、建筑及工程电线电缆、轨道交通工程及车辆用电缆等。

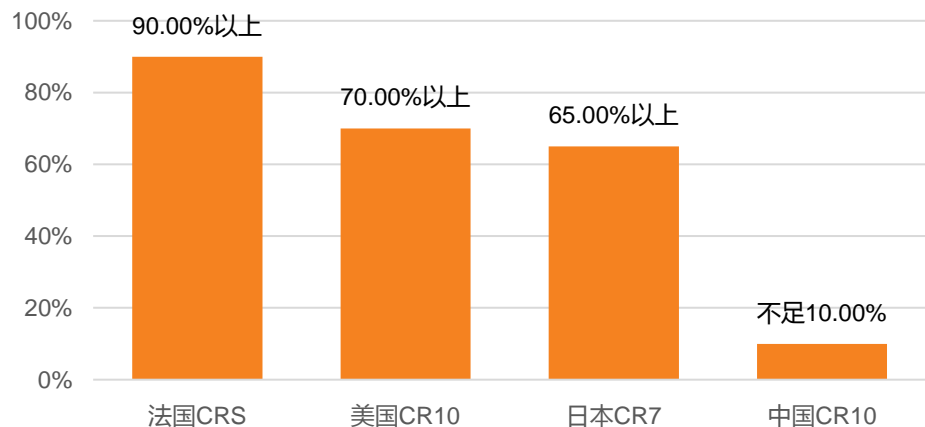
图 8：2018 年电线电缆行业市场细分情况



资料来源：前瞻产业研究院、公司公告、天风证券研究所

我们预计，公司陆缆系统市占率有望进一步提升。根据前瞻产业研究院数据，相比欧美日等发达国家，中国电线电缆产业集中度仍然偏低，前 10 名线缆制造企业占据国内市场份额不足 10%，而美国前 10 名线缆制造商占据市场份额达 70% 以上，日本前 7 名线缆制造商占据市场份额达 65% 以上，法国前 5 名线缆制造商占据市场份额达 90% 以上。

图 9：电线电缆产业集中度对比



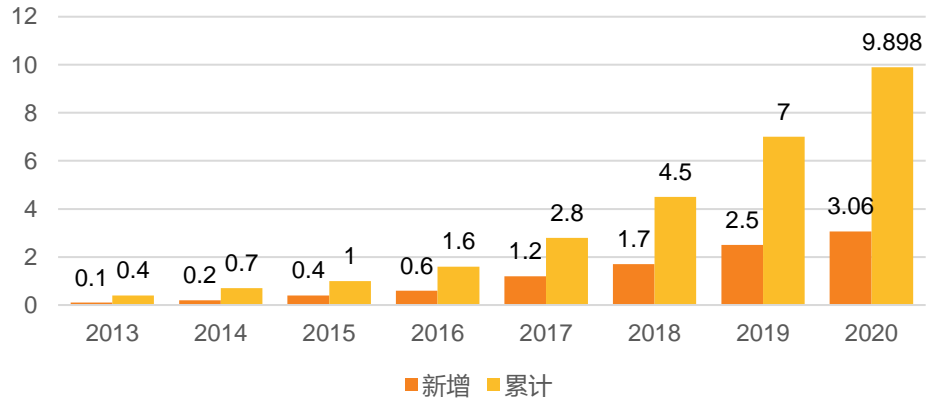
资料来源：前瞻产业研究院、公司公告、天风证券研究所

## 2.2. 海上风电和海洋油气开发加速推动海缆发展

2020 年我国海上风电新增装机容量为 3.06GW，累计装机容量达到 9.898GW，海上风电装机容量的规模化扩张带动以海底电缆为代表的相关产业链的不断发展。海缆系统按功能主要分为三类：海底光缆、海底电缆和海底光电复合缆，海底电缆是海上风电项目开发的重要环节。

同时，我国油气储藏丰富，海洋油气探明程度远低于世界平均水平，前景广阔，海洋油气开发力度加剧带动了海底电缆等相关产业发展。海缆系统中的海洋脐带缆，被誉为深水油气开发的“生命线”，其在海洋油气开发领域的作用举足轻重，属“石油钻探、开采专用设备”项。同时，大长度电力复合脐带缆也可为远海油气平台、水下生产系统等提供电力输送通道。

图 10：2013-2020 年我国海上风电新增装机及累计装机容量（单位：GW）



资料来源：CWEA、GWEC、天风证券研究所

### 2.3. 海洋工程逐步成为重要利润增长点

海底电缆需求持续增加将带动海缆安装敷设市场同比增长。随着海上风电建设的专业化，海缆的制造与安装敷设总包成为了趋势，对于行业内具备总包能力的企业来说，海缆敷设工程越来越成为其重要的利润增长点。放眼未来，海上风电场的数量正在不断增加，且海上风电场选址越来越推向深远海，这些因素将加大对于大长度、大容量、高电压等级海底电缆的需求，进而带动海缆安装敷设市场扩张。

## 3. 持续部署“2+1”产业格局，新产能释放可期

### 3.1. 海陆产销量持续增长，海洋经济效益显现

2020 年，公司海缆产品生产量、销售量和库存量均增长，分别为 1038.20km、864.332km 和 290.318km，同比增幅分别为 35.74%、15.20%和 149.30%。我们认为，主要系海缆产品销售大幅增长，海洋经济开拓效益显现。陆缆系统产品生产量和销售量也稳步增加，同比增速分别为 10.01%和 11.20%，陆缆产销量稳步扩张。

表 1：产销量情况 (km)

主要产品	生产量	同比增速	销售量	同比增速	库存量	同比增速
陆缆系统	111328.394	10.01%	111916.388	11.20%	13666.856	-4.12%
海缆系统	1,038.20	35.74%	864.332	15.20%	290.318	149.30%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 3.2. 海缆走向国门，新建产能年中投产

资本助推产业发展，新产能释放可期。公司市值突破百亿大关，公开发行可转换公司债券项目（东缆转债）顺利上市交易。充分发挥了上市公司资本平台功能，募集资金持续保障东部（北仑）基地项目建设的有序推进，该基地项目确保在 2021 年 7 月 1 日建成投产，预期新产能年内可以贡献 15 亿元收入，同时顺利启动南部（阳江）基地项目规划。

**海缆走向国门，加速开拓国际市场。**随着海上风电的快速发展，未来远海风场将成为发展趋势，海缆投资占比将逐步提升。此外，报告期内公司中标南苏格兰电网公司价值 9,135,872 英镑的（SSEN）Skye - Harris 岛屿连接项目，产品实现出口，进一步夯实公司在海洋缆领域的领先地位，对公司加快开拓国际市场具有重要的战略意义。

## 4. 盈利预测

原来我们预期 2021-2022 年营收分别为 64.22、78.62 亿元，归母净利润分别为 11.01、14.12 亿元。现因公司海缆产销量提升及海缆走向国门，我们将 2021 年-2023 年的营业收入上调为 65.18、81.93、91.76 亿元，同比增长 29.01%、25.69%和 12.00%；归母净利润上调为 12.48、15.10 和 18.05 亿元，同比增长 40.67%、21.00%和 19.54%；对应 EPS 分别为 1.91、2.31、2.76 元，对应 PE 分别为 12.14、10.03、8.39 倍，我们给予“增持”评级。

## 5. 风险分析

### 5.1. 原材料价格波动风险

铜、铝是电线电缆行业最重要的原材料，其价格的大幅波动将直接影响线缆企业的利润情况，公司虽然已执行了主要原材料的套期保值，极端情况下可能导致企业大幅亏损。

### 5.2. 政策调整风险

国家产业政策的出台以及调整都会对相关行业产生重大影响。目前，与线缆行业相关的产业政策主要有电网建设相关规划、铁路网建设相关规划、轨道交通和先进装备制造及新能源等战略性新兴产业规划、节能减排类规划，另外还包括针对房地产的控制及保障房建设等政策，这些产业的发展将直接影响到对电线电缆的需求。但是，由于政策的制定与实施往往会根据国民经济及行业实际的发展情况进行相应调整，这种调整将使得市场的预期供求发生变化，从而影响电线电缆行业的发展。

### 5.3. 未来宏观经济环境下行风险

宏观经济的下行将影响正常的市场需求。

### 5.4. 运营管理风险

近年来公司业务发展情况良好。随着各投资项目的有效实施，公司资产和经营规模将迅速扩张，产销规模大幅增加，将在资源整合、科研开发、市场开拓等方面对公司管理层提出更高的要求。

### 5.5. 市场风险

我国电线电缆行业企业数目众多，行业高度分散，市场集中度低。据国家统计局数据，目前我国电线电缆行业内的大小企业达上万家，其中形成规模的有 4000 多家左右。目前，中低压电力电缆技术含量以及对设备投资的要求不高，相关市场竞争极为激烈。此外，国外电线电缆生产厂商直接或通过联营、合资等间接方式进入国内市场，加剧了行业竞争，上述因素均使公司中低压产品面临市场激烈的竞争，公司面临一定程度的市场竞争风险。

### 5.6. 疫情风险

新冠疫情的横空出世重创了全球经济，应预防因疫情所带来的金融市场波动的风险以及海外经济环境的变化等。为此，公司制定了严密的疫情防控措施，同时密切关注国际、国内疫情动态，保护好员工安全，提前做好订单、采购、生产和交付的协调，克服疫情带来的影响。

### 5.7. 因海上风电政策变化导致产业投资放缓的风险

海上风电已采取竞价上网，2019 年及 2020 年竞价上网电价逐步下调，根据现行政策，

2022 年起,海风补贴政策将发生调整,2021 年的海上风电已形成抢装态势。同时各地“省补”政策将陆续出台。虽然近几年海上风电产业的技术不断进步,规模效应增加,有效降低了投资成本,但目前海上风电尚未能达到平价上网,因此不排除因政策调整而可能影响国内海上风电发展节奏以及对海缆的需求,行业增速一定程度上存在不确定因素。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	991.07	1,267.39	1,646.04	2,441.15	4,468.29
应收票据及应收账款	1,172.68	1,810.24	1,773.00	2,410.75	2,275.05
预付账款	65.35	34.41	122.50	51.27	132.50
存货	624.84	949.60	978.02	1,245.58	1,247.93
其他	110.21	631.79	243.81	463.46	407.36
<b>流动资产合计</b>	<b>2,964.15</b>	<b>4,693.43</b>	<b>4,763.38</b>	<b>6,612.20</b>	<b>8,531.14</b>
长期股权投资	0.00	3.40	3.40	3.40	3.40
固定资产	466.28	516.47	712.85	840.19	913.10
在建工程	189.51	518.14	346.88	256.13	183.68
无形资产	261.25	286.24	275.56	264.89	254.22
其他	61.94	74.34	53.32	57.65	56.34
<b>非流动资产合计</b>	<b>978.98</b>	<b>1,398.59</b>	<b>1,392.02</b>	<b>1,422.26</b>	<b>1,410.74</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,943.14</b>	<b>6,092.02</b>	<b>6,155.40</b>	<b>8,034.46</b>	<b>9,941.88</b>
短期借款	456.16	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	929.92	975.66	796.67	1,589.78	1,048.64
其他	362.16	1,195.97	1,058.15	735.79	1,453.59
<b>流动负债合计</b>	<b>1,748.24</b>	<b>2,171.63</b>	<b>1,854.82</b>	<b>2,325.57</b>	<b>2,502.24</b>
长期借款	0.00	10.01	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	692.19	230.73	307.64	410.19
其他	52.20	87.51	60.40	66.70	71.54
<b>非流动负债合计</b>	<b>52.20</b>	<b>789.71</b>	<b>291.14</b>	<b>374.35</b>	<b>481.73</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,800.44</b>	<b>2,961.34</b>	<b>2,145.95</b>	<b>2,699.92</b>	<b>2,983.96</b>
少数股东权益	4.05	4.10	4.17	4.28	4.39
股本	654.10	654.10	654.10	654.10	654.10
资本公积	470.25	520.25	520.25	520.25	520.25
留存收益	1,475.34	2,327.65	3,351.18	4,676.16	6,299.42
其他	(461.04)	(375.42)	(520.25)	(520.25)	(520.25)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,142.70</b>	<b>3,130.68</b>	<b>4,009.45</b>	<b>5,334.54</b>	<b>6,957.91</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,943.14</b>	<b>6,092.02</b>	<b>6,155.40</b>	<b>8,034.46</b>	<b>9,941.88</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	452.19	887.40	1,248.20	1,510.28	1,805.42
折旧摊销	64.86	71.28	45.55	54.09	60.21
财务费用	31.18	13.72	(13.42)	(19.20)	(32.46)
投资损失	1.37	0.24	(1.76)	(1.76)	(1.76)
营运资金变动	89.90	300.77	(14.28)	(580.92)	291.00
其它	32.53	(579.43)	0.07	0.11	0.11
<b>经营活动现金流</b>	<b>672.02</b>	<b>693.98</b>	<b>1,264.36</b>	<b>962.59</b>	<b>2,122.53</b>
资本支出	312.80	440.09	87.10	73.70	45.17
长期投资	0.00	3.40	0.00	0.00	0.00
其他	(615.14)	(1,274.17)	(145.25)	(152.00)	(93.39)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(302.34)</b>	<b>(830.68)</b>	<b>(58.15)</b>	<b>(78.30)</b>	<b>(48.23)</b>
债权融资	456.16	702.20	230.73	307.64	410.19
股权融资	(15.85)	181.95	(131.40)	19.20	32.46
其他	(1,068.31)	(638.52)	(926.88)	(416.03)	(489.80)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(628.01)</b>	<b>245.63</b>	<b>(827.55)</b>	<b>(89.19)</b>	<b>(47.16)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(258.32)</b>	<b>108.94</b>	<b>378.66</b>	<b>795.11</b>	<b>2,027.14</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>3,690.43</b>	<b>5,052.34</b>	<b>6,518.02</b>	<b>8,192.50</b>	<b>9,175.60</b>
营业成本	2,772.73	3,508.74	4,238.67	5,033.47	5,514.53
营业税金及附加	18.47	24.46	37.80	47.52	53.22
营业费用	131.89	153.94	234.65	385.05	431.25
管理费用	88.41	138.35	178.59	401.43	449.60
研发费用	128.10	187.37	358.49	565.28	633.12
财务费用	25.06	3.66	(13.42)	(19.20)	(32.46)
资产减值损失	(1.35)	(10.87)	13.56	0.45	1.05
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(1.37)	(0.24)	1.76	1.76	1.76
其他	6.13	15.76	(3.52)	(3.52)	(3.52)
<b>营业利润</b>	<b>522.35</b>	<b>1,031.18</b>	<b>1,471.44</b>	<b>1,780.26</b>	<b>2,127.04</b>
营业外收入	0.03	3.21	1.10	1.45	1.92
营业外支出	4.73	5.65	3.98	4.79	4.80
<b>利润总额</b>	<b>517.66</b>	<b>1,028.75</b>	<b>1,468.55</b>	<b>1,776.93</b>	<b>2,124.16</b>
所得税	65.47	141.35	220.28	266.54	318.62
<b>净利润</b>	<b>452.19</b>	<b>887.40</b>	<b>1,248.27</b>	<b>1,510.39</b>	<b>1,805.53</b>
少数股东损益	0.05	0.05	0.07	0.11	0.11
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>452.14</b>	<b>887.35</b>	<b>1,248.20</b>	<b>1,510.28</b>	<b>1,805.42</b>
每股收益(元)	0.69	1.36	1.91	2.31	2.76

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	22.03%	36.90%	29.01%	25.69%	12.00%
营业利润	164.25%	97.41%	42.69%	20.99%	19.48%
归属于母公司净利润	163.74%	96.26%	40.67%	21.00%	19.54%
<b>获利能力</b>					
毛利率	24.87%	30.55%	34.97%	38.56%	39.90%
净利率	12.25%	17.56%	19.15%	18.43%	19.68%
ROE	21.14%	28.38%	31.16%	28.33%	25.96%
ROIC	31.36%	57.71%	49.73%	58.89%	56.62%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	45.66%	48.61%	34.86%	33.60%	30.01%
净负债率	-24.96%	-18.05%	-35.30%	-39.99%	-58.32%
流动比率	1.70	2.16	2.57	2.84	3.41
速动比率	1.34	1.72	2.04	2.31	2.91
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.58	3.39	3.64	3.92	3.92
存货周转率	6.31	6.42	6.76	7.37	7.36
总资产周转率	1.00	1.01	1.06	1.15	1.02
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.69	1.36	1.91	2.31	2.76
每股经营现金流	1.03	1.06	1.93	1.47	3.24
每股净资产	3.27	4.78	6.12	8.15	10.63
<b>估值比率</b>					
市盈率	33.52	17.08	12.14	10.03	8.39
市净率	7.09	4.85	3.78	2.84	2.18
EV/EBITDA	8.89	12.01	9.11	7.15	5.13
EV/EBIT	9.71	12.68	9.39	7.36	5.27



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