

华工科技 (000988.SZ)

一季度业绩超预期，校企改革成效显著

买入

核心观点

2021年全年收入和业绩均实现高增长。2021年全年实现营收101.67亿元(+65.65%)，归母净利润7.61亿元(+38.24%)，扣非后归母净利润5.44亿元(+53.12%)。其中四季度单季营收27.98亿元(+71.98%)，归母净利润-0.41亿元(-163.85%)，扣非后归母净利润-0.93亿元(-569.97%)。全年收入实现高速增长主要因为内部改革成效显著，各业务实现全面复苏和增长。扣非净利润增速低于收入增速主要因为毛利率从2020年的23.77%下降至17.04%(下降6.73pct.)，在上游原材料涨价背景下毛利率受压制，同时公司新增小基站业务拉低综合毛利率。

2022年第一季度业绩预告业绩实现高速增长，略超市场预期。公司2022年第一季度预计实现归母净利润2.0-2.3亿元(同比增长75.88%-102.27%)，实现扣非后归母净利润1.82-2.12亿元(同比增长83.95%-114.27%)。业绩高速增长主要来自公司所聚焦赛道的市场主体业务大幅增长，尤其是小基站业务(从2021年第二季度开始贡献收入)和PTC加热组件、传感器需求高速增长，同时，公司的智能制造业务中激光装备、智能产线订单增长较快。

四大业务全面增长。光电器件系列产品是公司第一大营收贡献主体，收入大幅增长103.4%，主要因为2021年智能终端业务中Joinsite系列无线小站产品大批量发货，收入规模同比增长670%。智能制造业务中，智能装备业务和精密系统事业群业务竞争力提升，收入增长均超过30%。感知业务中PTC传感器业务增长亮眼，受益于新能源汽车的迅猛发展和公司在国内主机厂的份额提升，同时空调温度传感器份额大幅提升；激光全息防伪业务稳步增长。

展望2022年，主业有望持续高增长态势。公司将持续受益于5G小基站的持续规模部署、新能源汽车PTC加热器需求的持续高增长以及公司在智能制造业务竞争力的持续提升，收入有望保持中高速增长，在原材料供应缓解背景下，叠加公司规模效应显现，整体盈利能力仍有提升空间。

风险提示：新能源汽车销量不及预期；智能制造业务订单不及预期等。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。

看好激励机制改革对公司内部带来的新活力，以及公司业务竞争力的持续提升趋势。我们预计2022-2024年公司收入为137/178/217亿元，同比增速35.0/29.9/21.8%，归母净利润9.2/11.7/14.3亿元，同比增速21.0/26.5/22.5%；对应动态PE=23/19/15x。首次覆盖，给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,138	10,167	13,723	17,832	21,727
(+/-%)	12.4%	65.6%	35.0%	29.9%	21.8%
净利润(百万元)	550	761	921	1165	1427
(+/-%)	9.5%	38.2%	21.0%	26.5%	22.5%
每股收益(元)	0.55	0.76	0.92	1.16	1.42
EBIT Margin	6.0%	3.3%	5.9%	6.6%	6.6%
净资产收益率(ROE)	8.3%	10.3%	11.3%	12.7%	13.8%
市盈率(PE)	39.2	28.4	23.4	18.5	15.1
EV/EBITDA	47.5	51.6	31.4	24.1	21.2
市净率(PB)	3.25	2.92	2.64	2.36	2.08

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

通信·通信设备

证券分析师：马成龙

021-60933150

machenglong@guosen.com.cn

S0980518100002

证券分析师：陈彤

0755-81981372

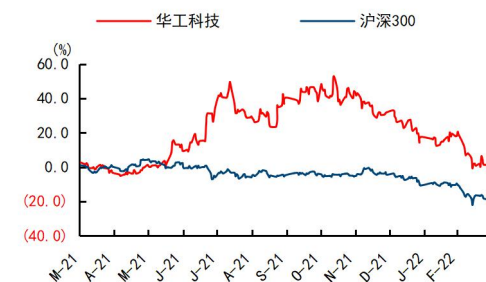
chentong@guosen.com.cn

S0980520080001

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	
收盘价	21.04元
总市值/流通市值	21166/21145百万元
52周最高价/最低价	32.29/19.62元
近3个月日均成交额	284.48百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华工科技-000988-重大事件快评：股权转让受让方确定，利好公司长期发展》——2020-11-30
- 《国信证券-华工科技-000988-深度报告：校企改革即将落地，光模块业务迎来最佳发展期》——2020-11-09
- 《华工科技-000988-三季报点评：光模块保持高速增长，11月份校企改革有望落地》——2020-10-30
- 《华工科技-000988-重大事件快评：转让底价出炉，看好长期发展》——2020-09-15
- 《华工科技-000988-中报点评：光模块保持高速增长，静待校企改革落地》——2020-08-27

校企改革成效明显，收入和业绩高增长

2021 年全年收入和业绩均实现高增长。2021 年全年实现营收 101.67 亿元（+65.65%），归母净利润 7.61 亿元（+38.24%），扣非后归母净利润 5.44 亿元（+53.12%）。其中四季度单季营收 27.98 亿元（+71.98%），归母净利润-0.41 亿元（-163.85%），扣非后归母净利润-0.93 亿元（-569.97%）。

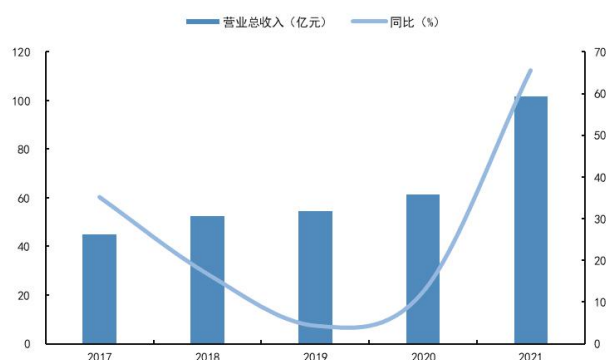
2022 年第一季度业绩预告业绩实现高速增长。公司 2022 年第一季度预计实现归母净利润 2.0-2.3 亿元（同比增长 75.88%-102.27%），实现扣非后归母净利润 1.82-2.12 亿元（同比增长 83.95%-114.27%）。业绩高速增长主要来自公司所聚焦赛道的市场主体业务大幅增长，尤其是小基站业务（从 2021 年第二季度开始贡献收入）和 PTC 加热组件、传感器需求高速增长，同时，公司的智能制造业务中激光装备、智能产线订单增长较快。

公司 2021 年全年收入实现高速增长主要因为校企改革成效显著，各业务实现全面复苏和增长。扣非净利润增速低于收入增速主要因为毛利率从 2020 年的 23.77% 下降至 17.04%（下降 6.73pct.），在上游原材料涨价背景下毛利率受压制，同时公司新增小基站业务拉低综合毛利率。非经常性损益中的主要项目包括出售子公司股权产生的投资收益 1.1 亿元（主要为处置联营企业云岭光电 8.2% 股权）、计入当期损益的政府补助 1.1 亿元和交易性金融资产的公允价值变动损益 4008 万。

费用率端整体下降。公司 2021 年销售/管理/研发/财务费用分别同比变动 +14.96%/+55.89%/+22.97%/-53.31%，占营收比分别同比下降了 2.28/0.26/1.39/0.05pct.，其中管理费用大幅增长主要是因为人工薪酬增长，包括依据改制方案计提的专项奖励和股份支付费用。财务费用大幅下降是因为资金中心采取集团司库管理模式，通过资金一体化运营，降低了公司的整体融资成本，提高了资金周转的效率和存量资金的收益率。

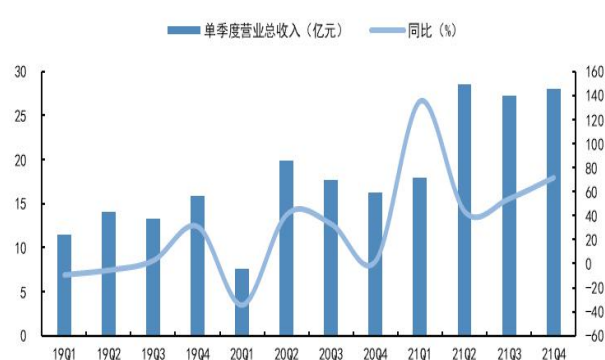
经营性现金流量净额同比下降 76.94%，主要与 2021 年备货、备料增加预付材料款有关。

图1：华工科技营业收入及增速（单位：亿元、%）



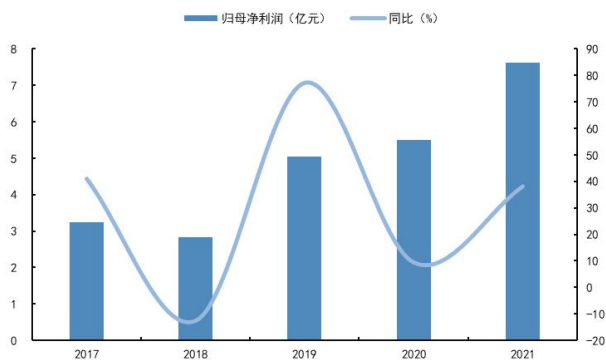
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：华工科技单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



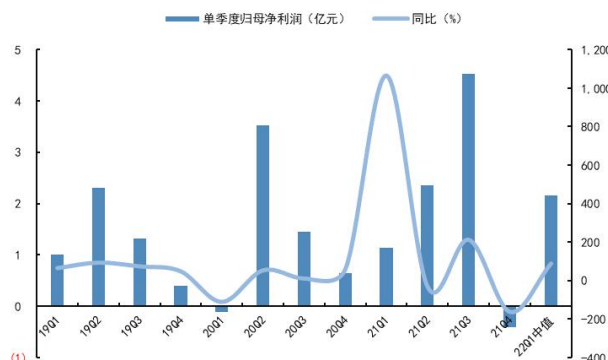
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：华工科技归母净利润及增速（单位：亿元、%）



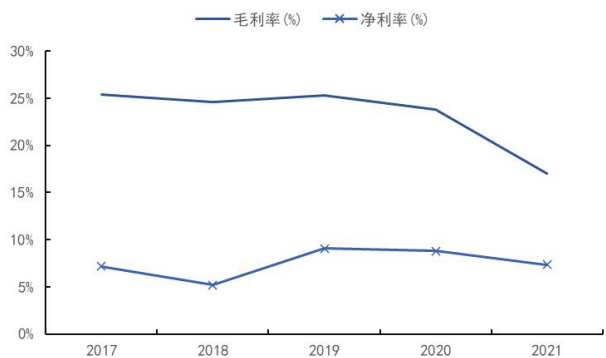
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：华工科技单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



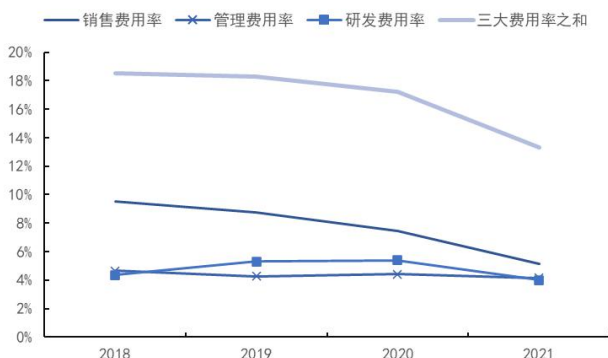
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：华工科技毛利率及净利率（单位：%、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：华工科技三大费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

主营业务全面增长，小基站、PTC 加热器增长亮眼

光电器件系列产品是公司第一大营收贡献主体（营收占比 53%），收入大幅增长 103.4%，主要因为 2021 年智能终端业务中 Joinsite 系列无线小站产品大批量发货，收入规模同比增长 670%，此外，5G 光模块巩固优势的地位的同时，数通光模块进入海内外多家头部互联网厂商，400G 全系列产品实现批量发货，发布 800G 模块；光学业务依托“棱镜+码盘”新业务，收入同比增长约 50%。光电器件系列产品的主要运营主体华工正源的净利率从 2020 年的 6.4% 下降至 2021 年的 2.9%，主要是因为业务结构的变化。

激光加工及系列成套设备业务是公司第二大收入贡献主体（营收占比 26%）和第一大毛利贡献主体（毛利占比 46%）。其中，智能装备业务收入同比增长 38%，精密系统事业群业务收入增长超过 30%。全资子公司华工激光 2021 年营业收入 12.86 亿元（+18%），净利润 1.34 亿元（+126.8%），净利率提升明显，从 2020 年的 5.4% 提升至 2021 年的 10.4%。

在激光微纳加工领域，公司主要面向泛电子行业、日用消费品行业、新能源行业等多领域开发出行业领先的解决方案。在 PCB 行业领域，提供 IC 载板缺陷检测系统及自动化生产线，进入 IC 载板核心制成工艺；在脆性材料领域，开发 UTG 超薄玻璃切割自动化装备，成功批量导入行业龙头客户量产；为拓宽新能源赛道，围绕锂电池、光伏、储能、新能源汽车，聚焦新能源锂电行业优质龙头客户打造全产业链整体解决方案。

在智能装备领域，公司推出超高功率高效高精度光纤激光切割平台、超重超长超大型管材型材三维激光加工中心等新产品，有效解决行业痛点；自主开发了双头/三头激光开卷套料软件、激光坡口套料软件等核心单元技术，提升装备的技术竞争优势。此外，华工科技智能制造产业园三期正式投产，将高功率标准激光智能装备的产能提升了一倍，同时新建了国内首条高功率激光装备“流线化智造”生产线，大幅提升产品品质和交付能力。

敏感元器件业务是公司的第三大营收贡献主体（营收占比 14%）和第三大毛利贡献主体（毛利占比 17%），营收的高速增长主要得益于：1、伴随新能源车同比增长 157.5% 的迅猛势头，公司的新能源汽车 PTC 加热器销售增幅达到 176%，实现国内主机厂全覆盖，理想、五菱、东风日产、东风柳汽、上汽、广汽、长安、比亚迪份额大幅提升，日产、广汽、比亚迪、柳汽、东风岚图、威马、通用新项目量产；2、空调温度传感器份额大幅提升，并向厨房电器用传感器、智能家电用传感器领域延伸；3、温度传感器在新能源汽车充电桩、电池和电机等新领域不断深入，汽车温度传感器销售增幅超过 47%。同时，公司积极布局压力传感器，目前完成全自动芯体及组装净化车间建设，搭建完成行业标杆样品线及全性能专项实验室。

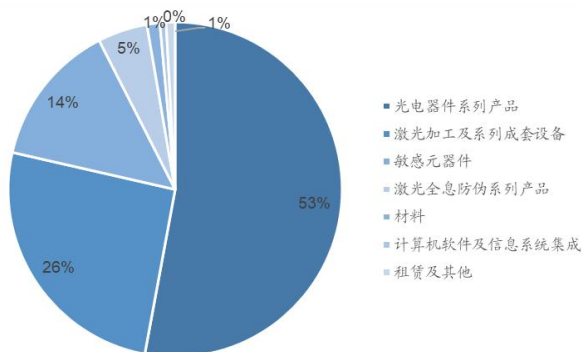
激光全息防伪系列产品收入平稳增长。烟草市场中，公司把握包装换新机遇，千万级以上销售规模客户新增 2 家，总数达到 10 家；酒类市场中，公司的水转印产品深化与五粮液、口子窖、洋河三大主力客户的业务合作，同时突破破毛铺、双沟、黄鹤楼、习酒等其他名酒品牌，新品量产 17 款，水转印产品销售收入整体同比增长 52%。同时，公司组建上海华工艾马尔新材料公司，业务延伸至塑料表面装饰市场领域，稳固海尔老客户的业务基础上，积极向家电、生活电器、智能家居、汽车配件行业全面导入新客户。

表1：公司核心业务营收（亿元）和毛利率（%）情况

	2020 营收	2021 营收	营收增速	2020 毛利率	2021 毛利率	毛利率变动
光电器件系列产品	26.45	53.80	103.4%	13.9%	7.1%	-6.8%
激光加工及系列成套设备	18.88	26.07	38.1%	35.1%	30.3%	-4.8%
敏感元器件	9.98	14.15	41.8%	22.8%	21.6%	-1.2%
激光全息防伪系列产品	4.28	4.89	14.3%	38.5%	35.5%	-3.0%

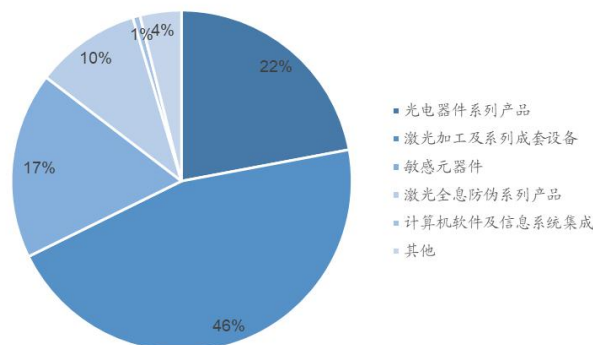
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图7：华工科技营收结构



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：华工科技毛利结构



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022 年主业有望持续增长，新能源和智能制造为两大增长极

展望 2022 年，华工科技将持续受益于 5G 小基站的持续规模部署、新能源汽车 PTC 加热器需求的持续高增长以及公司在智能制造业务竞争力的持续提升，公司业务收入有望保持中高速增长，在原材料供应缓解背景下，叠加公司规模效应显现，整体盈利能力仍有提升空间。

根据华工科技的发展战略，一方面公司将聚焦资源，培育新能源和智能制造两大增长极，新能源业务包括感知业务中新能源汽车热管理业务、智能制造业务激光精密系统事业群在光伏、锂电、氢能等新能源领域的业务，以及智能装备事业群在新能源汽车、风电、核电等新兴市场的拓展。智能制造业务从专机发展到产线，由单个项目开发多个项目，提升细分行业整体解决方案能力，持续提升大客户数量和销售贡献。

另一方面公司将深耕细分市场做精做深。联接业务中将进一步丰富和完善光模块产品，丰富 5G 室内覆盖的产品系列，开发激光大灯光电转换模组、AR-HUD 等新产品。智能制造业务中，激光智能装备事业群重点围绕“切、焊、洗”三大业务，聚焦高端市场和优质客户，同时围绕建设单机智能化、产线自动化、工厂智能化的产品体系，开发高毛利产品，提升产品竞争力。激光精密系统事业群在半导体、PCB、量测等领域工艺制程深入研究，打造、优化半导体切割装备、PCB 打孔、miniLED、3D 视觉分拣等应用领域行业领先、专精特新产品，向核心制程高端装备迈进，构建事业群“纳米级高端智能装备”为核心的行业整体解决方案。感知业务中，传感器业务重点攻克电控等核心关键技术，面向智慧电网、智能家电等战略市场优化；激光全息防伪业务进一步加快 IMR 技术及产品工艺的学习和吸收，力争性能媲美国际水平，并创新光学纹理与印刷相结合的新效果、新产品实现行业领先，对标国际一流，预研显示面板 IMR 技术、INS 产品及工艺、TOM 产品及工艺。

盈利拆分和投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

假设：

1、光电器件系列产品：公司的光电器件系列产品包括有源光器件、智能终端（包括小基站）、光学零部件。未来三年受益于小基站规模部署、数通光模块的市场突破以及光学产品需求的高速增长，收入有望维持增长态势，毛利率稳中有升

2、激光加工及系列成套设备业务：公司的“激光+智能制造”业务可以分为智能装备、自动化线、智慧工厂三类产品及服务，根据下游应用可以分为中小功率的精密加工和高功率的智能制造。精密加工领域受益于国产手机、PCB、消费电子盒动力电池、新能源汽车等激光加工需求的复苏和增长，高功率激光设备持续开发高毛利产品，不断提升产品竞争力，持续开拓行业大客户，提升份额，从提供单台设备转向提供整体解决方案，提高附加值。整体收入有望维持增长态势，毛利率稳中有升；

3、敏感元器件业务：公司的敏感元器件业务产品主要包括 NTC 传感器、PTC 加热器等，应用领域从家电向汽车、光伏电力、工业控制等新领域拓展，受益于新能源汽车 PTC 加热器的需求高速增长，目前在手订单充裕。整体业务有望维持高速增长，毛利率稳中有升；

4、激光全息防伪系列产品：持续深耕优势市场的同时持续开发新产品和新市场公司的激光全息防伪业务主要面向包装行业，垂直领域包括烟草、白酒、医药等，下游客户优质，公司的塑基烫金膜通过行业龙头客户的样品测试，TMR（模内注塑）业务基地建设、市场均取得突破，引领公司进入家电市场新赛道，带来新的成长支柱。整体有望维持稳步增长，毛利率稳中有升；

5、其他业务：公司的其他业务包括计算机软件及信息系统集成、材料销售、租赁及其他等。整体预计维持稳步增长。

6、整体费用率稳中有降。

表2：华工科技业务拆分

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
光电器件系列产品						
收入（百万元）	2,182	2,645	5,379.68	6,994	9,092	10,910
增速	0.6%	21.2%	103.4%	30.0%	30.0%	20.0%
毛利率	14.6%	13.9%	7.1%	7.0%	7.2%	7.2%
激光加工及系列成套设备						
收入（百万元）	1,723	1,888.47	2,607	3,519	4,399	5,278
增速	-3.1%	9.6%	38.0%	35.0%	25.0%	20.0%
毛利率	35.3%	35.1%	30.3%	32.0%	33.0%	33.0%
敏感元器件						
收入（百万元）	1,006	998.16	1,415	2,265	3,171	4,122
增速	17.2%	-0.8%	41.8%	60.0%	40.0%	30.0%
毛利率	23.1%	22.8%	21.6%	23.5%	23.5%	23.0%
激光全息防伪系列产品						
收入（百万元）	377	427.94	489	586	704	809
增速	14.4%	13.6%	14.2%	20.0%	20.0%	15.0%
毛利率	46.1%	38.5%	35.5%	37.0%	38.0%	38.0%
计算机软件及信息系统集成						
收入（百万元）	53	31.54	61	80	104	135
增速	52.9%	-40.9%	94.2%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利率	5.0%	20.6%	20.4%	20.0%	20.0%	20.0%
其他业务						
收入（百万元）	119	146.30	215	280	364	473
增速	90.5%	23.0%	47.1%	30.0%	30.0%	30.0%

毛利率	37.2%	21.5%	31.8%	30.0%	30.0%	30.0%
合计						
总营收（亿元）	5,460	6,137.55	10,167	13,723	17,832	21,727
增速	4.3%	12.4%	65.6%	35.0%	29.9%	21.8%
毛利率	25.3%	23.8%	17.0%	18.0%	18.2%	18.2%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

基于以上假设，我们预计 2022-2024 年华工科技收入为 137/178/217 亿元，同比增速 35.0%/29.9%/21.8%，归母净利润 9.2/11.7/14.3 亿元，同比增速 21.0%/26.5%/22.5%；摊薄 EPS=0.92/1.16/1.42 元，当前股价对应 PE=23/19/15x。首次覆盖，给予“买入”评级。

表3：同类公司估值比较

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（亿元）	EPS		PE		EPS 两年复合增速
					2022E	2023E	2022E	2023E	
002008.SZ	大族激光	-	37.7	396.1	2.3	2.8	16.6	13.5	21.2%
688518.SH	联赢激光	-	33.5	100.2	1.0	1.8	32.2	18.5	145.6%
300776.SZ	帝尔激光	-	234.0	248.7	4.9	6.4	47.9	36.4	28.9%
激光设备类 平均值							32.2	22.8	
300308.SZ	中际旭创	-	31.1	248.7	1.5	1.8	20.6	16.9	23.8%
300502.SZ	新易盛	-	31.1	157.9	1.7	2.0	18.9	15.3	25.0%
002281.SZ	光迅科技	-	18.0	126.0	1.1	1.3	16.8	14.1	22.0%
光通信类 平均值							18.8	15.4	
300507.SZ	苏奥传感	-	8.8	43.4	0.4	0.6	21.4	15.1	52.3%
688665.SH	四方光电	-	132.9	93.0	3.7	5.4	35.9	24.7	44.7%
传感器类 平均值							28.7	19.9	
000988.SZ	华工科技	买入	21.5	215.8	0.92	1.16	23.4	18.5	23.7%

资料来源：WIND（大族激光、联赢激光、帝尔激光、中际旭创、新易盛、光迅科技、苏奥传感、四方光电采用 WIND 一致盈利预测），国信证券经济研究所预测和整理（截至 20220329）

风险提示：新能源汽车销量不及预期；智能制造业务订单不及预期等。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	3239	3320	3997	4497	5547	营业收入	6138	10167	13723	17832	21727
应收款项	2519	3288	5076	6351	7143	营业成本	4679	8435	11258	14583	17775
存货净额	1692	2046	3355	4158	4834	营业税金及附加	30	45	55	71	87
其他流动资产	931	1196	1629	1783	2173	销售费用	457	526	618	767	934
流动资产合计	8468	9972	14177	16910	19817	管理费用	270	421	466	579	700
固定资产	1546	1699	1865	1974	2016	研发费用	331	407	521	660	804
无形资产及其他	291	264	238	211	185	财务费用	(38)	(59)	10	9	(22)
投资性房地产	275	1381	1381	1381	1381	投资收益	212	332	200	100	100
长期股权投资	496	567	667	737	787	资产减值及公允价值变动	(17)	46	10	10	10
资产总计	11076	13884	18328	21213	24186	其他收入	(304)	(354)	(521)	(660)	(804)
短期借款及交易性金融负债	781	584	350	300	200	营业利润	631	822	1006	1272	1559
应付款项	2621	3105	5796	7524	9185	营业外净收支	1	2	0	0	0
其他流动负债	642	1250	1341	1735	2118	利润总额	632	825	1006	1272	1559
流动负债合计	4044	4939	7487	9560	11503	所得税费用	92	77	101	127	156
长期借款及应付债券	152	1281	2381	2181	1981	少数股东损益	(10)	(13)	(16)	(20)	(24)
其他长期负债	189	235	263	302	339	归属于母公司净利润	550	761	921	1165	1427
长期负债合计	342	1516	2644	2483	2320	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	4386	6455	10131	12042	13823	净利润	550	761	921	1165	1427
少数股东权益	52	40	26	10	(11)	资产减值准备	7	(8)	15	2	1
股东权益	6638	7389	8171	9161	10374	折旧摊销	175	209	206	226	244
负债和股东权益总计	11076	13884	18328	21213	24186	公允价值变动损失	17	(46)	(10)	(10)	(10)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	(38)	(59)	10	9	(22)
每股收益	0.55	0.76	0.92	1.16	1.42	营运资本变动	(2)	(1364)	(707)	(69)	224
每股红利	0.09	0.09	0.14	0.17	0.21	其它	(16)	(3)	(28)	(19)	(22)
每股净资产	6.60	7.35	8.13	9.11	10.32	经营活动现金流	732	(451)	396	1295	1864
ROIC	10%	9%	13%	17%	20%	资本开支	0	(354)	(350)	(300)	(250)
ROE	8%	10%	11%	13%	14%	其它投资现金流	134	(35)	3	0	0
毛利率	24%	17%	18%	18%	18%	投资活动现金流	(12)	(461)	(447)	(370)	(300)
EBIT Margin	6%	3%	6%	7%	7%	权益性融资	(4)	8	0	0	0
EBITDA Margin	9%	5%	7%	8%	8%	负债净变化	100	1129	1100	(200)	(200)
收入增长	12%	66%	35%	30%	22%	支付股利、利息	(87)	(93)	(138)	(175)	(214)
净利润增长率	9%	38%	21%	26%	23%	其它融资现金流	(136)	(1087)	(234)	(50)	(100)
资产负债率	40%	47%	55%	57%	57%	融资活动现金流	(113)	993	728	(425)	(514)
息率	0.4%	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%	现金净变动	608	81	677	501	1050
P/E	39.2	28.4	23.4	18.5	15.1	货币资金的期初余额	2631	3239	3320	3997	4497
P/B	3.3	2.9	2.6	2.4	2.1	货币资金的期末余额	3239	3320	3997	4497	5547
EV/EBITDA	47.5	51.6	31.4	24.1	21.2	企业自由现金流	0	(1207)	(127)	912	1502
						权益自由现金流	0	(1165)	730	653	1222

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032