

2011-04-14

机械行业

厦工股份 600815-SH

工程机械系列报告之三：

新厦工，新视野

- ◇ 报告起因：公司业绩大幅增长
◇ 潜在催化因素：定向增发前景广阔；管理层改革提升运营能力

◆ “蔡氏”掌舵，厦工重装起航

2009 年行业泰斗蔡奎全先生入主厦工，大力发展挖掘机、深化成本管理。使主营业务盈利能力大幅提升，毛利率由 2009 年的 14.47% 提高到 2010 年的 16.72%，这是厦工 2010 年净利暴增 480% 的最重要原因。我们预计在产品结构优化、生产管理改进、焦作基地运营良好等因素的拉动下，厦工毛利率的提升趋势有望维持。

◆ 2010 年是公司业绩分水岭，净利暴增 480% 构成估值底限

2010 年工程机械全行业总产值超过 4000 亿，同比增速约 50%。与全行业的景气相比，厦工更是迎来业绩的爆发式增长，主营业务收入同比增长 90% 以上，净利润同比增长高达 480%。在管理层“蔡氏改革”的提振与主要产品盈利能力大幅提升的背景下，我们认为 2010 年将是公司业绩的分水岭，业绩大幅增长构建了估值面的安全底限。

◆ 装载机和挖掘机业务成长性良好，构成厦工主增长极

2010 年厦工装载机销售 34343 台，同比增长 56%，市占率居行业前三；挖掘机销售 2763 台，同比增长高达 120%。两大主营业务增幅均远超行业平均增速，其中挖掘机的强势增长更充分展现了厦工优良的成长性。

◆ 定向增发提升产能，奠定业绩增长基础

2011 年 2 月 22 日，厦工公告非公开增发不超过 1.66 亿股，募集资金不超过 21.65 亿元，用于挖掘机 15,000 台生产能力技术改造项目、厦工机械（焦作）有限公司二期技改扩建项目（新增 5,000 台装载机和 10,000 台叉车产能）及补充流动资金。

我们认为厦工的定增计划体现出公司未来发展的大方向。挖掘机作为公司主打产品的地位将继续维持；焦作新基地主打装载机和叉车产品，体现公司横向发展的决心。新增产能将有效缓解掣肘厦工发展的产能瓶颈，奠定业绩增长的基础。

◆ 给予“买入”评级，目标价 25 元

我们预测公司 2011-2012 年营业收入分别为 148.9 亿元和 196.8 亿元，净利润分别为 9.39 亿元和 13.06 亿元，对应 2011-2012 年 EPS 分别为 1.20 元和 1.68 元。我们认为以公司挖掘机、叉车等产品的成长潜力，其价值被市场低估。我们结合板块估值，给予公司 2011 年 21 倍 PE，目标价 25 元，建议买入。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	5,317	10,332	14,889	19,681	24,202
营业收入增长率	-9.75%	94.33%	44.10%	32.19%	22.97%
净利润（百万元）	106	614	939	1,306	1,663
净利润增长率	-43.25%	478.45%	52.88%	39.15%	27.31%
EPS（元）	0.14	0.79	1.20	1.68	2.13
ROE（归属母公司） （摊薄）	5.53%	19.31%	23.23%	25.80%	26.26%
P/E	121	21	14	10	8
P/B	7	4	3	3	2

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

买入

当前价格	16.41 元
目标价格	25.00 元
目标期限	6 个月

分析师：陆洲（执业证书编号：S0930511010007）

联系人：邹润芳

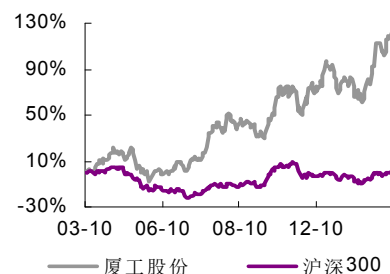
021-22169041

zourf@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	780
总市值(百万元)	13,816
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低(元)	18.26/7.25
近 3 月日均成交量(百万股)	17.27
主要股东	厦门海翼集团有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	18.57	24.58	120.71
绝对收益	26.93	29.92	123.00

相关报告：

国际化承接中长期城镇化，支撑工程机械高景气周期 2011-02-13

正文目录

1 “蔡氏”掌舵，厦工重装起航	4
1.1 业绩实现“质”与“量”的双重飞跃	4
1.2 业界传奇带来的两大变革	4
1.3 非公开定向增发彰显发展方向	4
2 两大核心业务发展态势喜人	5
2.1 装载机业务稳中有升	5
2.2.1 销量稳居三甲	5
2.2.2 市场占有率稳步提升	5
2.2.2 市场竞争力强劲	6
2.2.3 焦作生产基地运营良好，厦工如虎添翼	6
2.4 着眼技术创新，提升未来竞争力	7
2.2 厦工挖掘机，下一个“大字”？	7
2.2.1 亮丽成绩单预示光明未来	7
2.2.2 我国挖掘机市场潜力巨大	7
2.2.3 市场格局暗藏巨大机会	8

图表目录

图表 1：2010 年我国装载机市场占有率.....5

图表 2：厦工装载机市场占有率变化情况.....5

图表 3：厦工装载机历史销量（单位：台）6

图表 4：各型号装载机市场销量占比.....6

图表 5：焦作生产基地提升厦工竞争力.....6

图表 6：厦工挖掘机历史销量（单位：台）7

图表 7：我国挖掘机历史销量（单位：台）8

图表 8：厦工挖掘机市场占有率变化.....9

图表 9：2010 年挖掘机市场占有率.....9

图表 10：2010 年主要企业挖掘机销量.....9

1 “蔡氏”掌舵，厦工重装起航

2009年韩国人蔡奎全先生入主厦工标志着厦工新一轮改革的开始，成本控制、产品结构优化成为此次改革的两大主线。2010年厦工迎来业绩大增长，“蔡氏”改革成效显著。

1.1 业绩实现“质”与“量”的双重飞跃

2010年净利润同比增长480%。2010年随着全球经济的回暖以及国内固定资产投资的稳定增长，工程机械行业实现全面增长，工业总产值超过4000亿，同比增速约50%。在行业利好的促发下，厦工更是迎来业绩的爆发式增长，主营业务收入同比大幅增加90%以上，净利润同比增长高达480%。

两大主营业务展现高成长性。市场统计数据表明，2010年厦工装载机销售34343台，同比增长56%，市场占有率稳居行业前三；挖掘机成为增长新亮点，累计销量2763台，同比增长120%，增幅惊人。两大主营业务增幅均远超行业平均增速，其中挖掘机的强势增长更充分展现了厦工优良的成长性。

毛利率快速提升。厦工的全面增长还体现在公司毛利率的提升上，在产品结构优化、生产管理改进、焦作基地运营良好等因素的拉动下，公司毛利率由2009年的14.47%大幅提升至2010年的16.72%。我们认为公司将继续保持毛利率提升的态势，预计2011年厦工的盈利能力将实现更大的提升。

1.2 业界传奇带来的两大变革

挖掘机发展提速。2010年厦工挖掘机实现近130%的高速增长，成为挖掘机市场的最大黑马。业绩大幅提升背后的主要看点是什么？蔡奎全！

蔡奎全的传奇始于“大宇”挖掘机（2005年被斗山并购）。10年前他凭借“分期付款”和“强化代理商队伍”两大法宝，带领大宇挖掘机异军突起，以每年80%以上的扩张速度击败卡特彼勒、小松、日立建机等巨鳄，连续5年雄踞中国挖掘机市场份额首位。

厦工未来的发展重点必然是挖掘机业务，2010年的亮丽成绩单则为厦工提供了扩张的信心。蔡奎全先生能否带领厦工再次创造传奇，将厦工打造成另一个“大宇”，一切值得期待。

深入开展成本管理。蔡奎全入主厦工以来，致力于提高公司的管理水平，控制生产运营成本。“同心圆用户拜访活动”加强了用户和公司内部人员的交流，从而有针对性地改进产品性能，提高用户满意度；“XPI521”项目则着眼于通过生产车间的现场管理和对供应商的考核降低生产成本，实现毛利率的提升。

1.3 非公开定向增发彰显发展方向

2011年2月22日，厦工公司发布公告：拟向包括大股东海翼集团在内的不超过10名的特定投资者非公开发行股票，发行数量不超过166百万股，发行价格不低于13.08元/股，募集资金不超过2,165百万元。

公司拟募集资金用于挖掘机15,000台生产能力技术改造项目、厦工机械（焦作）有限公司二期技改扩建项目（新增5,000台装载机和10,000台叉车产能）及补充流动资金。

这一非公开定向增发显示了海翼集团对厦工未来的信心。同时，厦工在挖掘机行业强烈的扩张欲望，以及对自身挖掘机业务成长性的高度自信也彰显无疑，挖掘机业务毫无疑问已经成为厦工的未来所在。

另外，厦工在叉车领域的拓展也颇耐人寻味，蔡奎全总裁已经不止一次公开表明了对中国叉车市场的看好，在市场集中度相对较高的叉车市场，厦工的竞争力还有待提高，未来叉车市场能否成长为厦工的又一优势业务，厦工面临很大的挑战。

2 两大核心业务发展态势喜人

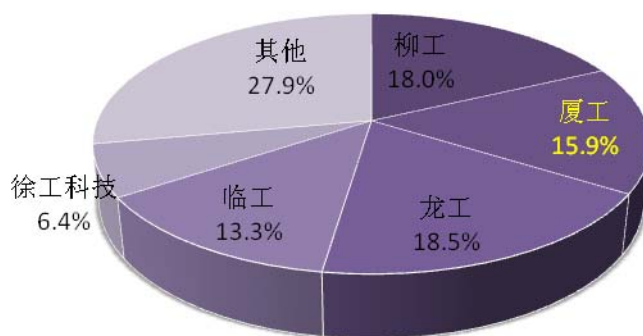
装载机和挖掘机是厦工的两大核心业务，2010 年装载机业务约占公司主营收入的 70%，挖掘机业务占比约为 20%，这两大核心业务的发展态势将直接决定厦工的未来。

2.1 装载机业务稳中有升

2.2.1 销量稳居三甲

目前我国装载机市场已经较为成熟，市场格局相对比较稳定，而装载机是我国工程机械中自给化率最高的产品之一，国产品牌市场份额在 90% 以上，柳工、厦工、龙工、临工四大装载机龙头是其中当之无愧的市场霸主。

图表 1：2010 年我国装载机市场占有率



数据来源：中国工程机械信息网，光大证券

2.2.2 市场占有率稳步提升

2010 年我国装载机市场迎来高速增长，总销量达到 216597 台，同比增长 51%。厦工的装载机累计销售 34343 台，同比增长 55.7%，高于行业平均增速，而且市场占有率已经提高到近 16%，稳居行业前三。

图表 2：厦工装载机市场占有率变化情况

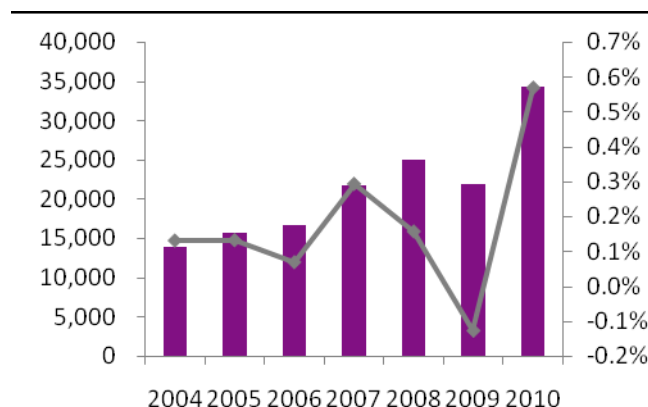


数据来源：中国工程机械信息网，光大证券

2.2.2 市场竞争力强劲

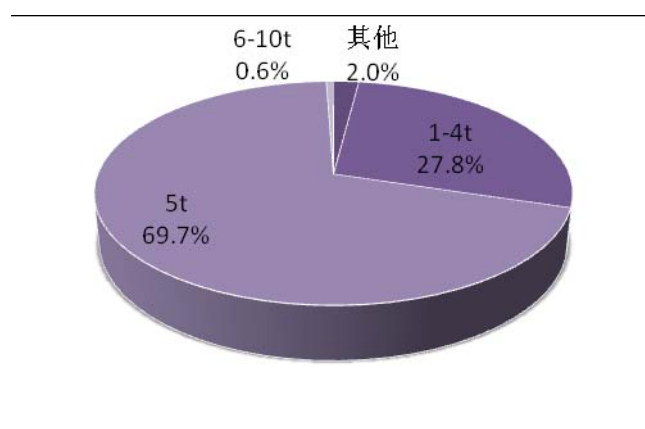
虽然装载机的同质性较强，但不同厂商的装载机在用途和竞争力上依然存在一定的差别。例如柳工的装载机以长轴距、重载产品为主，主要市场是公路和铁路等大型基础设施建设；龙工的管理方式灵活，主要依靠产品价格打市场；厦工以短轴距，3t-5t 装载机为主，效率高、油耗小，产品性价比高，在房地产和采掘业应用较多，且在当前装载机市场中，5t 的装载机是主流，而厦工的该型号装载机具有较强市场竞争力。

图表 3：厦工装载机历史销量（单位：台）



数据来源：中国工程机械信息网，光大证券

图表 4：各型号装载机市场销量占比



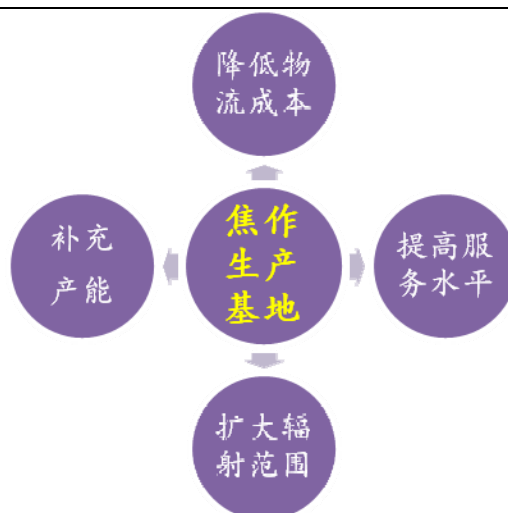
数据来源：中国工程机械信息网，光大证券

2.2.3 焦作生产基地运营良好，厦工如虎添翼

厦工北方（焦作）装备制造基地是厦工全国战略布局的重要一环。在国内投资重点由东向西转移的大趋势下，它使得厦工完成了装载机生产的南北纵贯，加强了厦工对中西部和东北市场的覆盖，为未来的市场开拓占得了先机。

自 2008 年以来，焦作生产基地已经陆续实现投产，这也成为拉动厦工业绩增长的重要因素。仅 2010 年上半年，焦作基地便为厦工贡献了 1 个亿的利润。同时，随着运距的缩短，产品的物流成本显著下降，服务水平则大幅提升，使得厦工装载机的毛利率和客户满意度有了质的飞跃。

图表 5：焦作生产基地提升厦工竞争力



数据来源：光大证券

2.4 着眼技术创新，提升未来竞争力

装载机是工程机械产品中技术门槛和利润率较低的产品，在残酷的市场竞争面前，厦工果断选择了以技术创新为立足之本的发展方向。在厦工北方（焦作）装备制造桥箱配套项目无法满足公司技术升级要求时，坚决将该项目移到本部，此举减少了 774 万原计划可增加利润，但充分表明了厦工优化产品结构、提升产品品质的决心。

目前，厦工装载机以短轴距为主，成长性和利润率更高的长轴距装载机比例较小。为此，公司已经开始进行产品结构调整，长轴距装载机将成为发展重点，仅 2010 年，长轴距装载机典型机型 XG956 的产能已经从 200 台/月提升到 400 台/月。

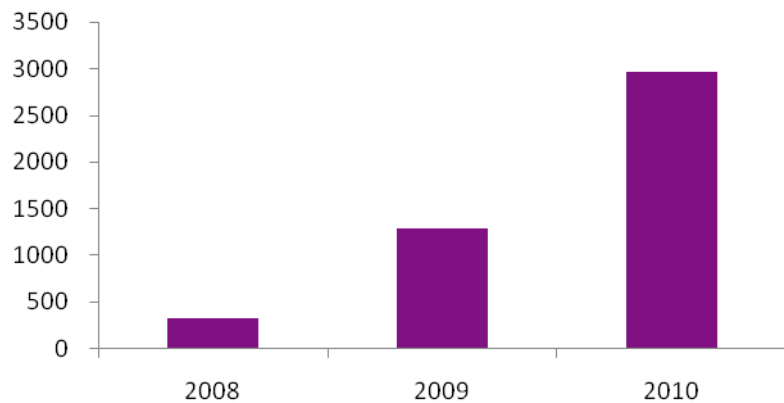
同时，厦工的油缸、桥梁、结构件等关键零部件自给率已提高至 90%以上，公司更是加大了高附加值装载机产品的开发，在强调“低碳环保”的经济环境下，厦工在 2009 年推出了 XG955III 天然气轮式装载机，具有节能效果显著，低排放，低噪声等特点。该产品实现批量生产并出口泰国，表明其广阔的市场前景。

2.2 厦工挖掘机，下一个“大宇”？

2.2.1 亮丽成绩单预示光明未来

厦工挖掘机起步较晚，2006 年才开始进入市场，但挖掘机业务已经呈现高速增长态势，2010 年销量 2963 台，同比增长约 130%。厦工挖掘机目前主要采用日系配置，具备了日系产品高效率、低能耗的特点，同时充分利用渠道优势，并通过优质服务和灵活价格进一步抢占市场。虽然业绩喜人，但厦工挖掘机在产能配置和技术研发上依然亟待提高，一旦突破瓶颈，厦工挖掘机前景将一片光明。

图表 6：厦工挖掘机历史销量（单位：台）



数据来源：中国工程机械信息网，光大证券

2.2.2 我国挖掘机市场潜力巨大

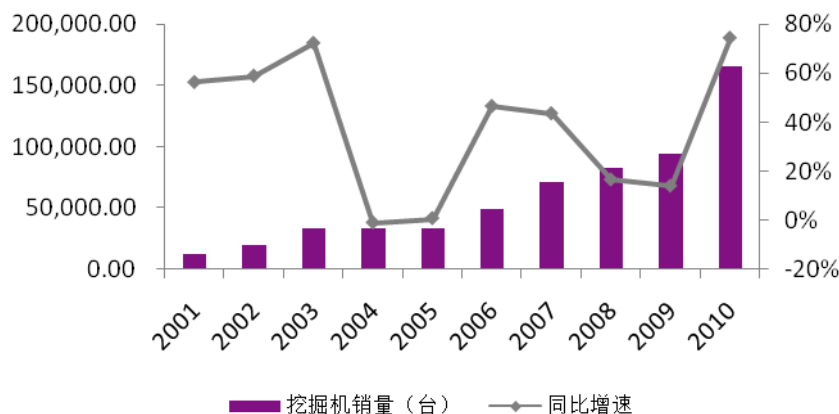
挖掘机行业是工程机械中最具潜力的子行业之一，基建、房地产、矿产采掘等大型施工项目将对中大挖产生持续需求，而改建、扩建、修缮养护等小型工程将拉动小挖的需求，2010 年挖掘机行业迎来爆发式增长，销量增速高达 74.5%。

目前我国挖掘机市场中外资品牌占据了较大比重，斗山、小松、日立等外资挖掘机品牌就占据了较高的市场份额。近年来，国内龙头企业均对挖掘机市场表现出极大的兴趣并投入了大量的研发资金，国产品牌在关键技术上有了较大突破，于此同时，国产品牌在价格、渠道和服务上的优势逐渐凸显，市场占有率也在稳步提升，2002 年国产品牌挖掘机的市场占有率仅

为 5%，2010 年国产品牌的市场占有率已经上升到近 30%，国产品牌挖掘机对国外品牌的替代空间还很大。

总体来看，我国挖掘机市场还处于快速发展期，挖掘机需求在逐年增长，而国产品牌挖掘机的市场占有率更是在不断提升，挖掘机未来的发展前景不可限量。

图表 7：我国挖掘机历史销量（单位：台）



数据来源：工程机械工业协会，光大证券

2.2.3 市场格局暗藏巨大机会

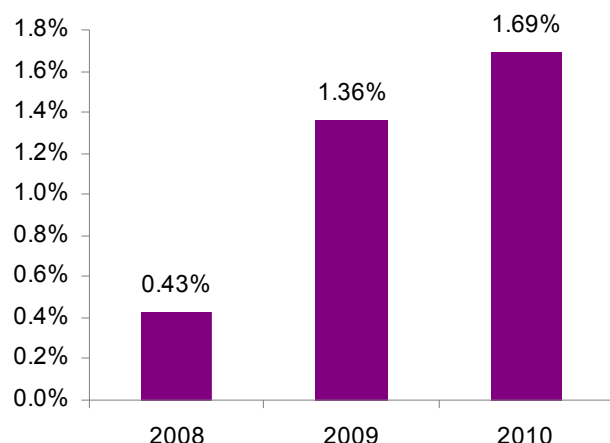
目前，在所有工程机械产品中，挖掘机行业的市场集中度相对较低，没有任何一家挖掘机生产企业占据绝对的市场优势，这为厦工在挖掘机市场的开拓提供了巨大的空间。

从市场竞争格局来看，挖掘机行业还处于群雄争霸时期，外资品牌占市场主导地位，2010 年小松、斗山、日立建机三大外资挖掘机品牌就占据了近 40% 的市场份额，而国产挖掘机市场份额总计还不到 30%，但国产品牌对外资品牌的替代是必然的发展趋势，尤其是随着关键零部件国产化的不断深入和国内制造企业技术实力的提升，国产品牌的成长将加速。

国产品牌挖掘机生产商则各具特点。其中，三一、柳工的挖掘机产品线比较完备，玉柴、山河智能专注于小挖市场的开拓，厦工在蔡奎全的带领下取得了不俗业绩，并且有异军突起之势。

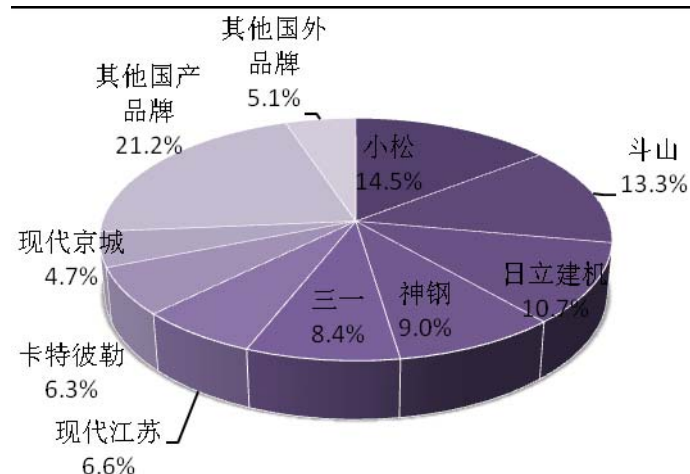
同时，由于没有一家国产挖掘机品牌有绝对的技术优势，因而国产挖掘机的竞争主要集中于渠道、销售、服务、性价比等的方面，而蔡奎全先生在挖掘机行业多年积累的人脉和经验将大幅增强厦工挖掘机的市场竞争力。

图表 8：厦工挖掘机市场占有率变化



数据来源：中国工程机械信息网，光大证券

图表 9：2010 年挖掘机市场占有率



数据来源：中国工程机械信息网，光大证券

图表 10：2010 年主要企业挖掘机销量

排名	公司	销量(台)
1	小松	23763
2	斗山	21747
3	日立建机	17569
4	神钢	14777
5	三一	13791
...	...	...
14	厦工	2973
...	...	...

数据来源：中国工程机械信息网，光大证券

盈利预测与投资建议

我们预测公司 2011-2012 年营业收入分别为 148.9 亿元和 196.8 亿元，净利润分别为 9.39 亿元和 13.06 亿元，对应 2011-2012 年 EPS 分别为 1.20 元和 1.68 元。我们认为以公司挖掘机、叉车等产品的成长潜力，其价值被市场低估。我们结合板块估值，给予公司 2011 年 21 倍 PE，目标价 25 元，建议投资者买入。

估值

绝对价值评估

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.50%
无风险利率 R_f	3.98%
β ($\beta_{levered}$)	1.10
$R_m - R_f$	8.85%
K_e (levered)	13.72%
税率	16.50%
K_d	0.00%
V_e	12,897.4
V_d	0.0
目标资本结构	0.00%
WACC	13.72%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值(百万元)	价值百分比
第一阶段	2,094.46	10.71%
第二阶段	8,631.22	44.14%
第三阶段(终值)	8,827.96	45.15%
企业价值 AEV	19,553.64	100.00%
加：非经营性净资产	315.84	1.62%
价值		
减：少数股东权益(市 值)	102.40	-0.52%
减：债务价值	0.00	0.00%
总股本价值	19,767.08	101.09%
股本(百万股)	779.71	-
每股价值(元)	25.35	-
PE(隐含)	21.06	-
PE(动态)	13.63	-

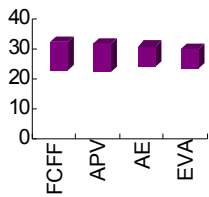
资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	0.015	0.02	0.025	0.03	0.035
12.72%	27.62	28.27	28.98	29.77	30.64
13.22%	25.89	26.46	27.07	27.75	28.50

估值结果汇总	13.72%	24.32	24.82	25.35	25.94	26.58
	14.22%	22.89	23.32	23.79	24.30	24.86
	14.72%	21.59	21.97	22.37	22.82	23.30

资料来源：光大证券研究所



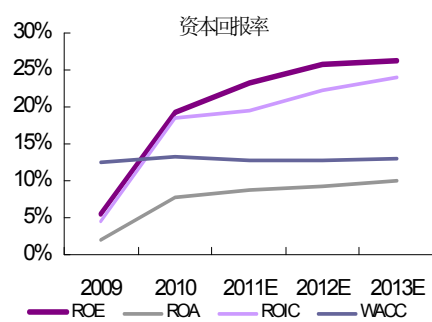
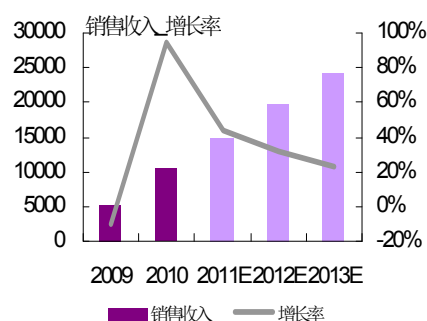
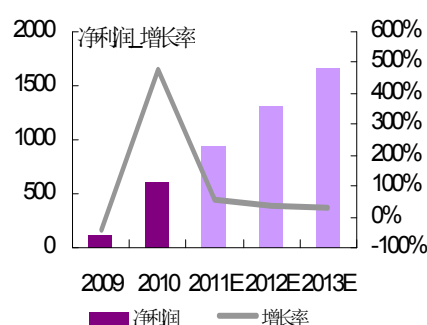
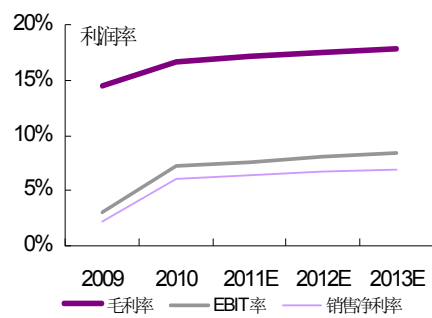
估值结果汇总

估值方法	估值结果	估 值	敏感度分析区间
FCFF	25	22 - 31	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	25	21 - 30	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	25	22 - 29	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	25	22 - 28	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

资料来源：光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5,317	10,332	14,889	19,681	24,202
营业成本	4,547	8,604	12,343	16,227	19,906
折旧和摊销	70	85	121	130	140
营业税费	7	34	45	59	73
销售费用	439	721	1,042	1,378	1,694
管理费用	138	211	298	394	484
财务费用	47	35	31	62	56
公允价值变动损益	0	3	0	0	0
投资收益	9	12	10	10	10
营业利润	121	719	1,108	1,548	1,975
利润总额	140	743	1,130	1,570	1,997
少数股东损益	6	5	5	5	5
归属母公司净利润	106.14	613.97	938.67	1,306.15	1,662.86

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	5,620	8,066	10,878	14,241	16,669
流动资产	4,296	6,465	9,438	12,731	15,098
货币资金	329	432	744	984	1,210
交易型金融资产	0	3	0	0	0
应收账款	603	1,706	2,007	2,766	3,538
应收票据	939	1,393	1,815	2,843	3,236
其他应收款	15	85	89	112	160
存货	2,228	2,593	4,419	5,492	6,345
可供出售投资	0	225	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	152	171	172	173	174
固定资产	911	890	942	991	1,034
无形资产	180	178	169	161	152
总负债	3,651	4,836	6,781	9,117	10,270
无息负债	2,650	4,436	5,840	8,048	9,479
有息负债	1,001	400	942	1,069	791
股东权益	1,968	3,230	4,096	5,124	6,399
股本	699	780	780	780	780
公积金	791	1,440	1,534	1,630	1,630
未分配利润	428	960	1,727	2,654	3,923
少数股东权益	50	51	56	61	66

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	304	470	-159	648	1,145
净利润	106	614	939	1,306	1,663
折旧摊销	70	85	121	130	140
净营运资金增加	5	596	1,472	1,087	939
其他	122	-825	-2,690	-1,876	-1,598
投资活动产生现金流	-104	-256	38	-191	-191
净资本支出	109	187	200	200	200
长期投资变化	152	171	-1	-1	-1
其他资产变化	-364	-614	-161	-390	-390
融资活动现金流	-204	-122	433	-218	-728
股本变化	0	80	0	0	0
债务净变化	-156	-601	542	127	-278
无息负债变化	660	1,785	1,404	2,208	1,432
净现金流	-4	89	312	240	226

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-9.75%	94.33%	44.10%	32.19%	22.97%
净利润增长率	-43.25%	478.45%	52.88%	39.15%	27.31%
EBITDA 增长率	-34.78%	260.33%	51.66%	38.45%	24.92%
EBIT 增长率	-46.27%	364.85%	52.73%	41.72%	26.33%
估值指标					
PE	121	21	14	10	8
PB	7	4	3	3	2
EV/EBITDA	54	16	11	8	6
EV/EBIT	78	18	12	9	7
EV/NOPLAT	97	21	15	10	8
EV/Sales	2	1	1	1	1
EV/IC	4	4	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	14.47%	16.72%	17.10%	17.55%	17.75%
EBITDA 率	4.30%	7.98%	8.40%	8.79%	8.93%
EBIT 率	2.99%	7.16%	7.58%	8.13%	8.35%
税前净利润率	2.64%	7.19%	7.59%	7.98%	8.25%
税后净利润率 (归属母公司)	2.00%	5.94%	6.30%	6.64%	6.87%
ROA	1.99%	7.67%	8.68%	9.21%	10.01%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.53%	19.31%	23.23%	25.80%	26.26%
经营性 ROIC	4.60%	18.59%	19.38%	22.19%	24.06%
偿债能力					
流动比率	1.64	1.38	1.42	1.42	1.49
速动比率	78.89%	82.93%	75.69%	80.75%	86.55%
归属母公司权益/有息债务	1.92	7.95	4.29	4.74	8.01
有形资产/有息债务	5.36	19.42	11.26	13.07	20.76
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.14	0.79	1.20	1.68	2.13
每股红利	0.04	0.10	0.36	0.50	0.64
每股经营现金流	0.39	0.60	-0.20	0.83	1.47
每股自由现金流(FCFF)	0.14	-0.08	-0.74	0.26	0.91
每股净资产	2.46	4.08	5.18	6.49	8.12
每股销售收入	6.82	13.25	19.10	25.24	31.04

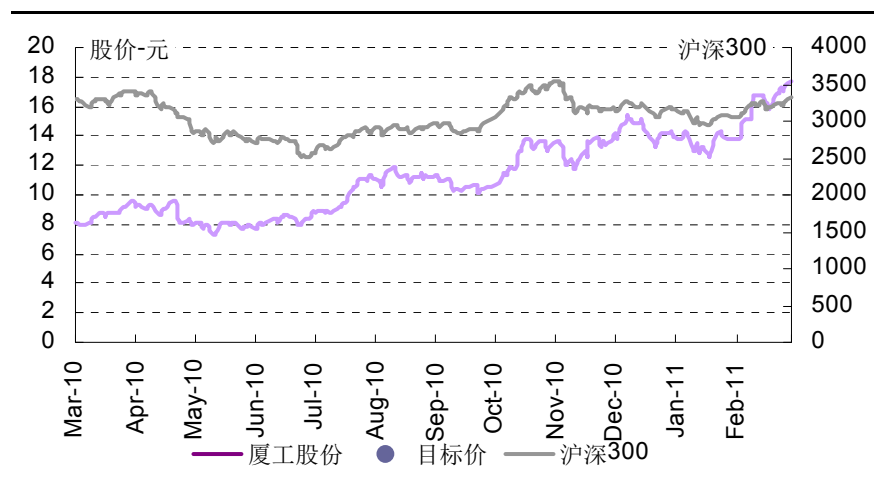
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

厦工股份（600815）



日期	股价	目标价	评级
2011-02-13	14.57	20	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lxy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。