



稳健的电气产品分销商

国内领先的电气产品分销商

众业达从事中低压电器、工控产品的分销，客户主要是中低压开关厂、工矿企业等。作为国内领先的分销商，销售渠道是公司的核心。公司目前只代理少数几家知名品牌的产品，业务能力得到了 ABB、施耐德等一流供应商的认可，是其在国内最主要的分销商。国内有很多中小企业都想进入公司的渠道。上市以来，公司加快了渠道扩张步伐，同时积极改善业务模式，力争打造全面代理商。

电气分销行业具有稳定增长空间

由于工业电气产品的多样性、复杂性和应用的广泛性，产品制造商无法满足来自各行各业的客户不同的个性化需求，因此必须由专业的分销商通过产品分销、仓储物流、系统集成和成套制造等多个环节来满足终端客户的多样化需求。中低压电气设备分销面对的下游行业涵盖铁路、工业、地产等多领域，行业发展呈现此消彼长的态势，因此分销行业景气度与整体宏观经济形势相关度较高，受某单一行业发展情况影响较小

稳健品种，买入评级

公司业绩的增长来源于销售网络的扩张和成熟网络的内生性增长。IPO 后新建区域子公司数量上升，主要在 2012 年体现业绩。分拆外延式和内生性增长潜力来测算，我们预测公司 2011、2012 年每股收益分别为 0.81 元和 1.08 元，目前股价对应的市盈率分别是 24 倍和 18 倍。相对于公司主要下游客户，公司的估值较低，另外，在目前比较复杂的经济环境下，公司明年的外延式增长相对较明确，弱市环境下，稳健品种会受到资金偏好，给予“买入”评级，目标价 27 元。

预测和比率

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万）	4165.22	5373.13	7221.49	9705.68
营业收入增长率	30.40%	29.00%	34.40%	34.40%
EBITDA（百万）	200.32	263.22	356.85	484.22
EBITDA 增长率	19.20%	31.40%	35.57%	35.69%
净利润（百万）	146.62	188.74	250.60	336.58
净利润增长率	16.46%	28.73%	32.78%	34.31%
ROE	8.65%	10.34%	12.08%	13.96%
EPS（元）	1.26	0.81	1.08	1.45
P/E	12.07	24.51	18.46	13.74
P/B	1.05	2.54	2.23	1.92
EV/EBITDA	5.35	11.84	12.11	7.36

请参阅最后一页的重要声明

众业达 (002441)

首次评级

买入

徐超

xuchao@csc.com.cn

010-85130634

执业证书编号：S1440511080002

当前股价：19.94 元

目标价格 6 个月：27 元

调研日期：2011 年 11 月 4 日

发布日期：2011 年 11 月 15 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	5.00/2.48	0.81/5.13	-12.75/4.14
12 月最高/最低价（元）			57.65/16.18
总股本（万股）			23200.00
流通 A 股（万股）			7734.25
总市值（亿元）			46.26
流通市值（亿元）			15.42
近 3 月日均成交量（万）			133.78
主要股东			
吴开贤			38.87%

股价表现



相关研究报告



目录

公司是国内领先的电气产品分销商	1
供应商为国内外知名企业	1
下游客户集中程度低	1
业绩保持稳定增长	2
电气产品分销具备稳定增长空间	4
中低压电气设备主要的销售模式	4
国内分销行业尚未成熟	4
分销行业具有稳定发展空间	5
公司成长性分析	6
销售渠道的扩张	6
稳定的合作关系	7
充足的资金支持	7
成熟的管理系统	8
较强的议价能力	8
公司未来发展方向	9
供应商方面	9
渠道建设方面	9
业务模式方面	9
盈利预测	10
风险分析	10
报表预测	12



公司是国内领先的电气产品分销商

公司专业从事工业电气产品的分销业务，通过自有的销售网络分销签约供应商的工业电气元器件产品，以及进行系统集成产品和成套制造产品的生产和销售。

公司分销的产品为中低压输配电产品和工业控制自动化产品，主要包括开关、断路器、继电器、变频器、可编程控制器等多个品类，并应客户需求将元器件产品进行系统集成或成套制造，向客户销售各类工业电气控制系统和电气控制柜等成套产品。

供应商为国内外知名企业

目前公司主要供应商有 5 家：ABB、施耐德、西门子、常熟开关厂、上海人民，均为国内外知名生产厂家。其中公司在 ABB 的中压产品、施耐德的低压产品分销额度占比较高；目前公司正在与西门子加强合作，大力拓展其工控产品的销售。

凭借独特的销售网络和分销管理优势，以及多年的合作基础，公司自 2006 年以来一直是 ABB、施耐德、常熟开关、西门子、上海人民电器厂等在中国市场的最大分销商之一，在供应商的分销商群体中具有重要地位，占主要供应商分销份额稳中有升。

表 1：公司在主要供应商中的市场份额和分销商的排名情况

供应商名称	2010 年公司分销业务额占 供应商在中国市场分销收 入的比例	2010 年公司分销业务 额在供应商的排名	2009 年公司分销业务额占 供应商在中国市场分销收 入的比例	2009 年公司分销业务 额在供应商的排名
ABB	低压产品 21.1%	低压产品第 1 名	低压产品 18.0%	低压产品第 1 名
	中压产品 40%	中压产品第 1 名	中压产品 41.5%	中压产品第 1 名
	传动产品 4.4%	传动产品第 5 名	传动产品 3.4%	传动产品第 5 名
施耐德	14.50%	配电产品第 1 名	12.80%	配电产品第 1 名
		工控产品第 2 名		工控产品第 3 名
西门子	低压配电产品 15%	综合分销商第 5 名 低压配电产品第 1 名	低压配电产品 13%	低压配电产品第 1 名
常熟开关	22.00%	第 1 名	25.00%	第 1 名
上海人民	12.80%	第 1 名	12.80%	第 1 名

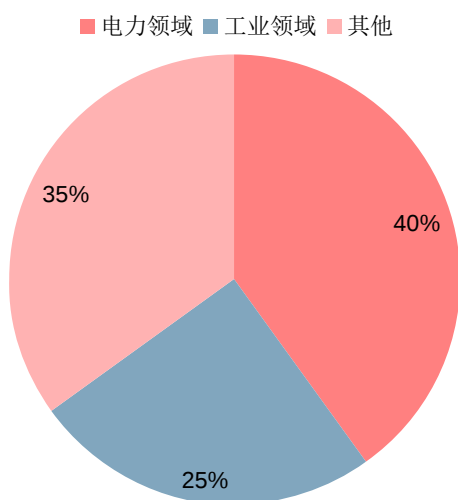
资料来源：公司年报

下游客户集中程度低

公司目前客户总量已经超过 3 万，其中以中、小客户为主，集中程度低，不存在对于单一客户的依赖。公司的主要竞争对手以零散客户和二级分销商为主，与公司的客户群体有所区别。

按产品最终使用行业分类，公司代理产品主要用于电力和工业领域；公司目前与电网公司基本没有直接业务往来，主要客户是盘柜厂（例如鑫龙电器、森源电气等）、系统集成厂、工矿企业等。

图 1:众业达分销下游客户



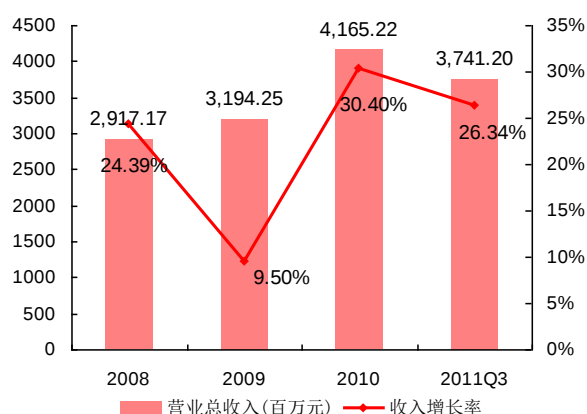
资料来源：中信建投研究发展部整理

业绩保持稳定增长

公司收入和净利润稳定增长

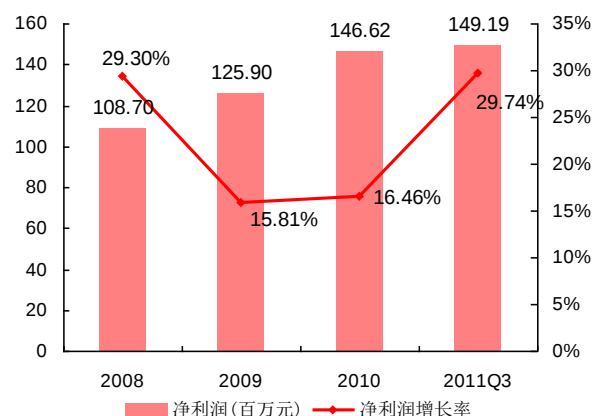
2010 年，借助上市的机遇，公司加大市场开发力度，扩大营销网络及队伍建设，全面提升服务能力，以多品种、多品牌、差异化的经营模式，使公司的运营能力得到进一步提升，保证了公司持续稳健的发展态势，取得了良好的经营业绩。同时受益于国内经济的快速增长，工业电气产品的需求旺盛，特别是低压配电类产品和工业自动化控制产品，公司工业电气产品分销收入和利润增长明显。

图 2:公司营业收入增长情况



资料来源：Wind

图 3:公司净利润增长情况



资料来源：Wind

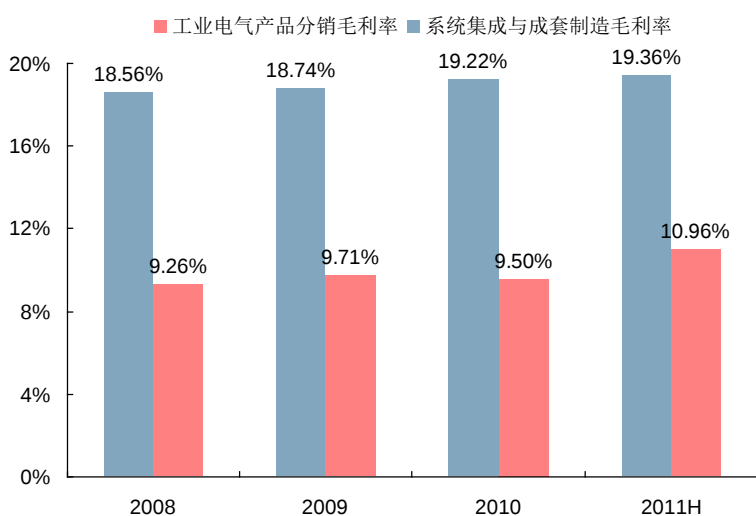
毛利率变化情况分析

公司工业电气产品分销业务呈现平稳略微增长趋势：2010 年低压电气产品分销因市场竞争激烈溢价销售毛

利率有所下降，进入 2011 年，公司规模效应显现、附加服务能力提升，有效抵御市场激烈竞争的负面效应。

公司系统集成和成套制造业务的毛利率逐年上升，主要原因包括：一是随着公司在系统集成及成套制造业务投入的加大，技术水平不断提高，产品附加值有所提高，定价能力有所增强；二是在规模效应的作用下，生产成本有所下降。随着公司系统集成及成套制造业务规模的扩张，预计其毛利率水平将保持持续上升的良好趋势。

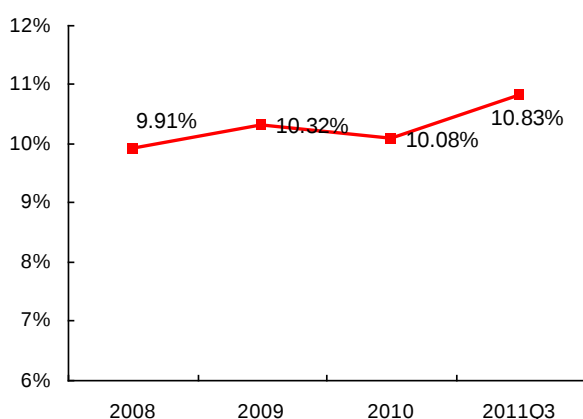
图 4:公司分产品毛利率变化



资料来源：中信建投研究发展部整理

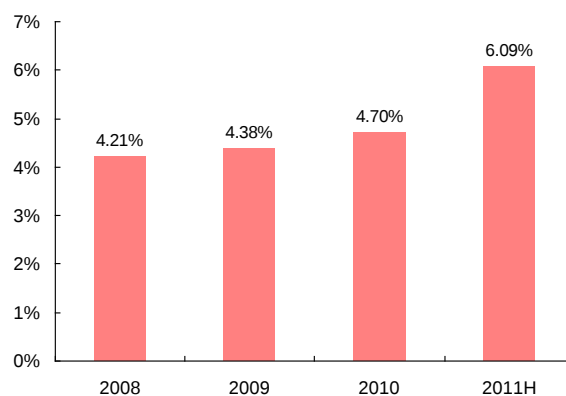
公司综合毛利水平保持稳定，并略有增长，一方面公司分销业务及系统集成和成套制造毛利率稳步提高，另一方面公司收入结构小幅变化，毛利率较高的系统集成和成套制造业务收入占比提高。

图 5:公司综合毛利



资料来源：Wind

图 6:系统集成和成套制造收入占比



资料来源：Wind

电气产品分销具备稳定增长空间

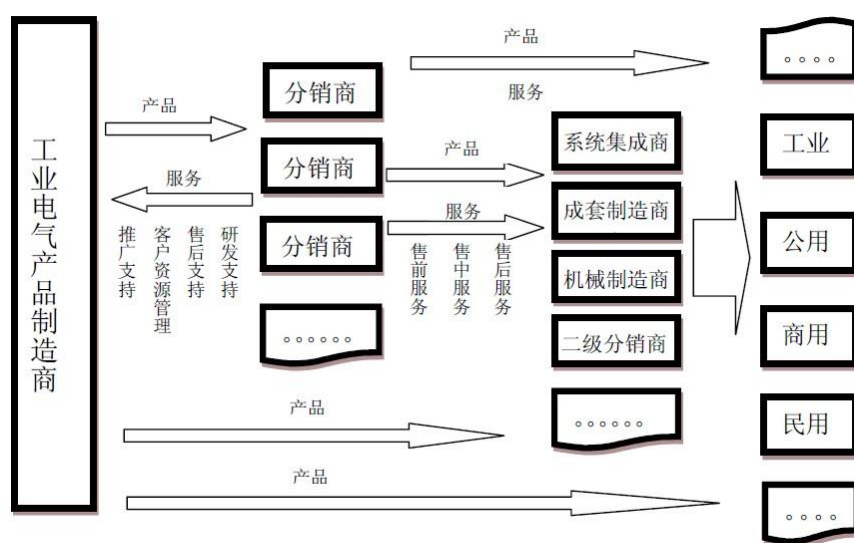
中低压电气设备主要的销售模式

由于工业电气产品的专业性、多样性和复杂性，专业分销模式被工业电气产品领域内的企业广泛采用。公司与各主要供应商之间是相互依赖的合作关系，这种稳定的合作关系持续推动公司的快速发展。

工业电气产品包括电力设备、电力系统及输配电产品、自动控制系统及产品、安全与环保设备、照明及温度控制系统等应用多个领域的系统设备和产品。由于工业电气产品的多样性、复杂性和应用的广泛性，产品制造商无法满足来自各行各业的客户不同的个性化需求，因此必须由专业的分销商通过产品分销、仓储物流、系统集成和成套制造等多个环节来满足终端客户的多样化需求。

经过多年的发展，工业电气产品制造商与专业分销商之间已经形成明确的专业分工和稳定的战略合作关系，工业电气产业链的运营模式如下图所示：

图 7:工业电气产业链的运营模式



资料来源：招股说明书

根据施耐德提供的数据，其在中国的全部产品线通过分销商销售的比例占全部销售的 85%以上，从细分产品来看，低压电气产品、工业自动化控制产品采取分销模式的比例占到 90%以上。根据 ABB、西门子、常熟开关、人民电气等供应商的资料，低压电气产品、工业自动化产品基本通过分销渠道流通，中压电气产品分销模式和直销模式并存。

国内分销行业尚未成熟

在国外，工业电气产品的分销模式已经非常成熟，专业分销商以其所拥有的专业物流系统和服务密集的分销网络，成为工业电气产品产业链中不可或缺的环节。

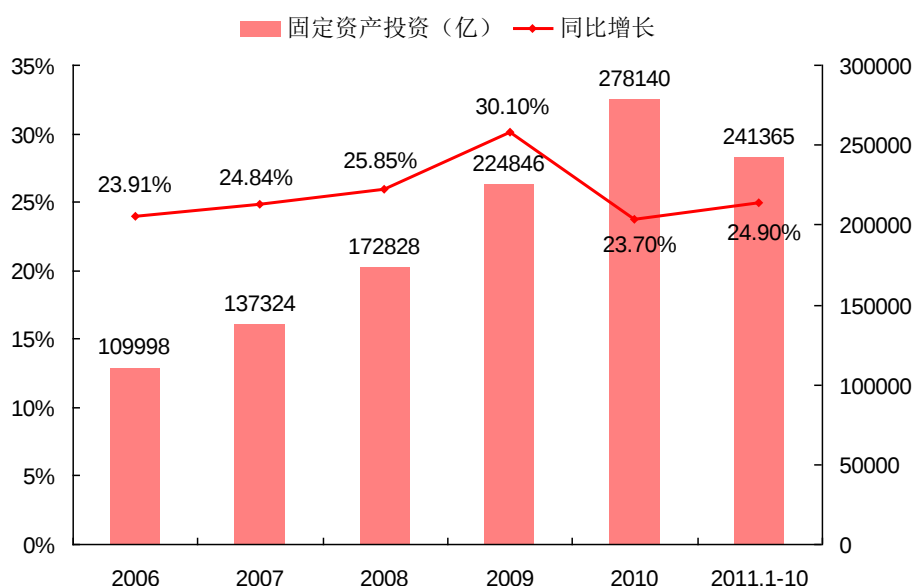
相比之下，国内工业电气产品分销行业尚未发展成熟。工业电气产品的市场相当分散，以中小规模的企业居多，具有全国性网络的大型分销商较少。目前我国工业电气分销商，尤其是中小型、区域型分销商业务功能单一，所提供的增值服务局限于整个分销服务价值链的某一个环节。除少数全国性分销商外，大部分分销商的收益来自于基础性的分销业务，并仅能提供简单的营销支持、客户管理、货品管理服务，而诸如物流定点配送、系统集成和成套设备等高附加值服务均需外包。

众业达作为国内在规模上领先的分销商，在商业模式的改善方面也走在市场前段。客户对于产品的需求是非常多样化的，除了 ABB、西门子等提供的核心器件以外，对于很多配套产品的需求也非常可观。公司在稳定拓展分销业务的同时，积极开展系统集成及成套制造业务，已经取得了不错的成果。未来公司将凭借在分销业务上的优势，实现系统集成及成套制造业务与分销业务的互相促进。

分销行业具有稳定发展空间

中低压电气设备分销面对的下游行业涵盖铁路、工业、地产等多领域，行业发展呈现此消彼长的态势，因此分销行业景气度与整体宏观经济形势相关度较高，受某单一行业发展情况影响较小。国内持续增长的固定资产投资带来工业电气消费的高速增长，进而为工业电气分销行业提供了充足的发展空间。2011 年 1-10 月，新增固定资产投资 241,365 亿元，同比增长 24.90%。

图 8:固定资产投资情况



资料来源：中信建投研究发展部整理

2011 年，受世界经济发展放缓影响，我国宏观经济也出现放缓迹象，但我国经济增长率仍然远高于世界其他主要经济体。进入四季度以来，公司反映在部分区域的销售略受影响，但整体仍然呈现平稳增长态势。



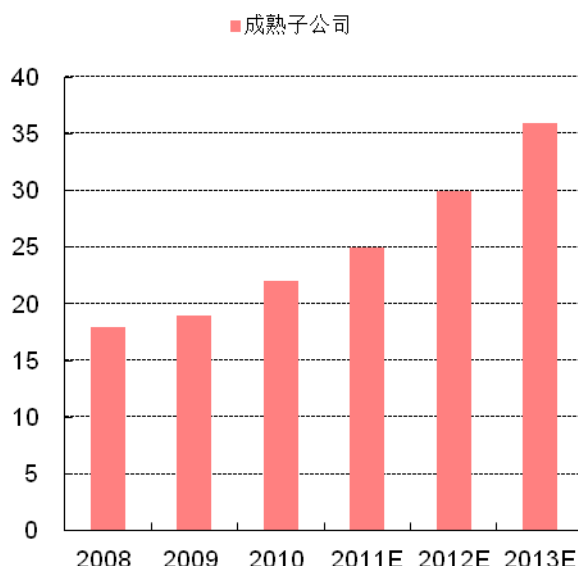
公司成长性分析

专业分销不仅仅涉及批发和零售，还包括产品销售过程中的渠道结构、销售方式、结算方式、储运方式、培训系统、广告促销、系统集成、成套制造、技术支持及售后服务等多个部分的组合，是一种全方位的流通方式。

销售渠道的扩张

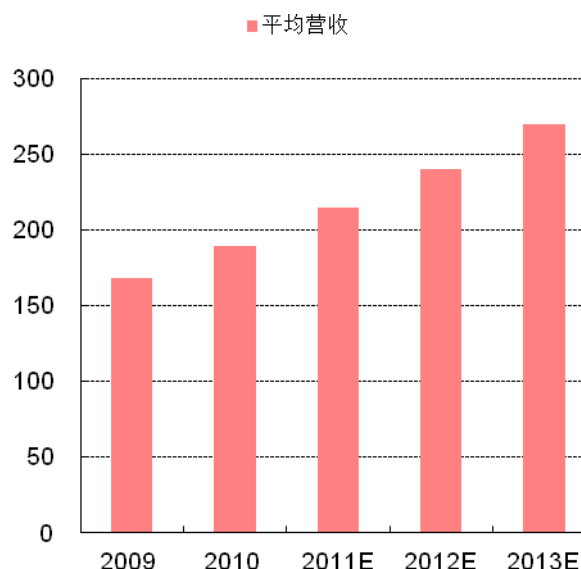
公司目前有 34 家销售子公司（2010 年底 29 个，2009 年底 24 个），年内有可能会新成立洛阳子公司。公司的销售网络已经覆盖了国内主要区域，未来将根据需要建立新的子公司。子公司的前身一般为办事处，在具备一定业务规模的基础上设立子公司，因此子公司设立到第二年基本就可以实现盈利，甚至在当年实现盈利。

图 9:众业达成熟子公司测算



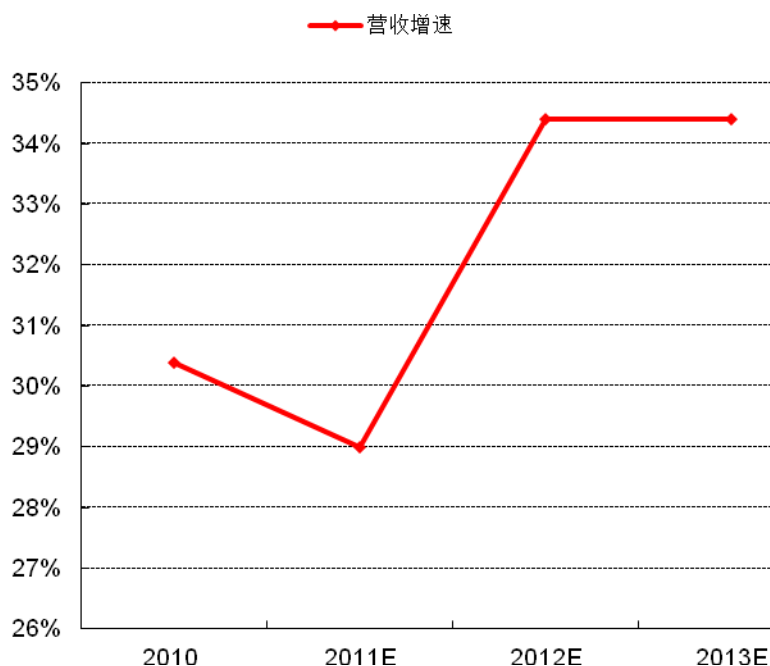
资料来源: Wind

图 10:子公司平均营收



资料来源: Wind

图 11:众业达营收增速测算



资料来源：中信建投研究发展部整理

上市以来，公司新设立了 2 个物流仓储中心，目前在全国总共具有 8 个物流仓储中心。设立物流中心的成本相对较低，同时可以方便子公司就近提货，有效缩短供货周期。未来公司将根据建设新的物流中心，扩大物流中心的规模。

目前公司具有销售人员 1200 人左右，销售队伍每年都在不断壮大，计划明年增加百人；强大的销售队伍是公司销售业绩稳定增长的重要保障。同时，公司多名业务骨干直接持有公司股份，招股说明书显示公司 IPO 时直接持股的自然人达到 33 名，核心团队稳定，基本不存在人才流失的风险。

稳定的合作关系

公司作为国内一流的分销商，经过与供应商的长期合作，其能力已经得到了一流厂商的认可，公司分销额占供应商比例稳定提高。同时，成熟的销售渠道和与现有供应商良好的合作记录有利于公司在未来获得更多供应商的垂青。

同时，公司凭借良好的销售获得了供货商的信任。目前公司从供货商拿货通常有 1 个月的信用期和一定的信用额度，如 ABB 给公司的信用额度为 2 亿元，在一定程度上缓解了公司的流动资金压力。

充足的资金支持

公司 2010 年初登陆资本市场，IPO 发行 2,900 万股，实际募集资金 115,710 万元。

IPO 带来的资金支持对公司业绩的平稳增长意义重大。一方面，公司近两年新设立子公司的速度明显加快，很大程度上得益于充足的资金，公司未来网络建设不存在资金瓶颈，对于持续提高市场占有率意义重大。另一



方面，对于分销商来说，公司向客户销售产品时一般有 1-2 个月的赊销期，每年年底是回款高峰期，因此对于流动资金有较大的需求，募集资金有效改善公司现金流情况。

表 2：公司募投项目

项目名称	拟使用募集资金投资额	募集资金投入金额		
		第一年	第二年	第三年以后年度
电气分销网络扩容技术改造项目	39,854.1	20,896.2	12,005.6	6,952.3
电气系统集成及成套业务扩建项目	6,282.3	6,282.3	-	-
企业技术中心建设项目	3,532.4	3,385.5	146.8	-
合计	49,668.8	30,564.0	12,152.4	6,952.3

资料来源：招股说明书

成熟的管理系统

公司多年来坚持多品种、多品牌、差异化的发展战略，产品覆盖面较大，产品涉及低压和中压输配电产品及工业自动化产品，目前公司代理产品种类总数已经超过 10 万。

结合公司分销的产品和所提供的供应服务的特点，公司的信息技术开发团队在多年运行过程中自主开发设计了 ERP 信息管理系统，并先后进行了三次升级，公司与各分支机构实现了内部电子商务运作，可以实现对销售、回款、库存等情况的实时监控，保证了报送给管理层数据的快捷、准确，企业管理者也能够实时掌握公司及分支机构的运营状况，降低了经营风险，提高了决策效率。

较强的议价能力

分销业务的利润包括两部分：直接分销电气产品时销售溢价所产生的利润，以及每季度或年度完成供应商的销售指标后从供应商处获得的销售折扣。公司从供货商拿货以后，按照一定比例加价供给下游客户，因此即使供货商提价，对于公司利润空间基本没有影响。同时由于公司销售渠道健全，已经成为供应商的主要分销商，销售折扣不会出现大幅波动。

公司未来发展方向

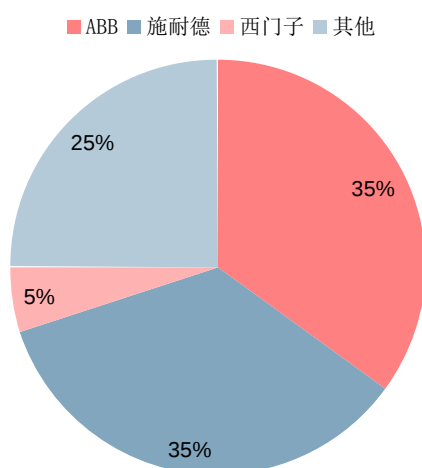
供应商方面

目前公司的主要供应商有 5 家，其中占比较高的是 ABB 和施耐德，各占公司分销收入的约 35%，西门子的分销收入目前占比不高。公司后续将加强与西门子的合作，大力发展在工控产品领域的销售，主要是抢占存量市场。目前工控、工业自动化业务增长很快且市场容量大，西门子在该领域国内市场规模超过 300 亿，公司今年代理销售额仅 2 亿左右，增长空间巨大。众业达持有西门子的销售牌照由之前的华南地区变更为全国牌照。

在代理产品结构方面，目前工控产品占比约 15%，配电产品约 60%，随着有西门子合作的深入，未来工控产品的占比将提高。

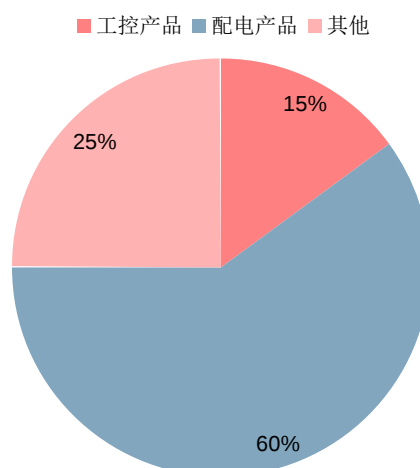
公司表示，仅靠目前的 5 家供应商，只能支持 2-3 年的平稳增长，公司未来一方面要开发新的供应商，另一方面要在现有供应商中要拓展代理产品范围。

图 12:公司分销收入品牌结构



资料来源：中信建投研究发展部整理

图 13:公司分销收入产品结构



资料来源：中信建投研究发展部整理

渠道建设方面

相比国际分销商，公司的优势在于熟悉国内市场，且已经形成了相当成熟的销售渠道。公司将利用上市带来的资金支持，一方面加强销售力度，着重加强一些知名度有限的品牌的市场推广；另一方面继续大力建设销售渠道，继续增加物流仓储中心和销售子公司的数量和规模。

业务模式方面

打造全面代理商：客户的实际需求具有多样化，公司在提供现有产品的同时，计划加强配套产品的代理，比如电线电缆、五金件等，提供成套服务，实现产业链的延伸。

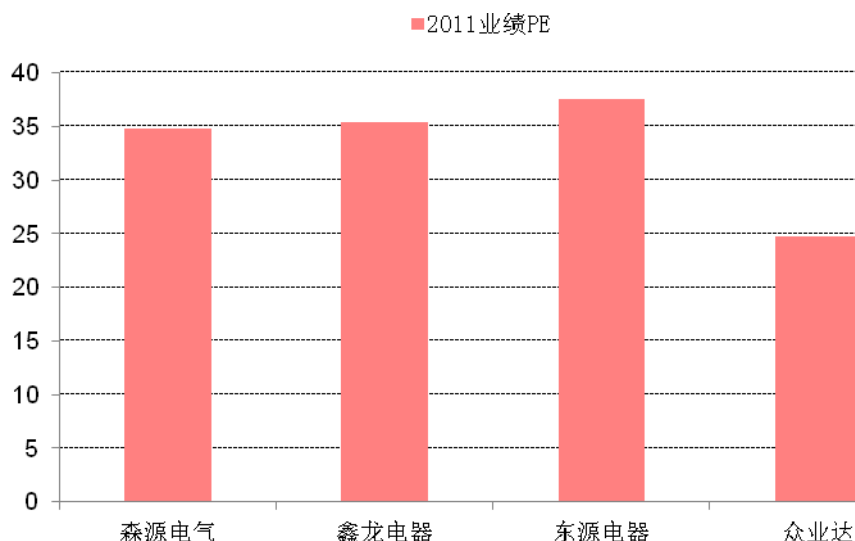


盈利预测

我们对公司未来发展的判断如下：

- 公司业绩的增长源自于成熟销售网络的内生性增长和新建网点的新设增长，内生性增长源自子公司潜力的挖掘和分销产品行业需求的向好，公司主要分销中低压电气和工控产品，行业都处在增长中；
- 中低压电气受益于城市配网改造、农村电网改造和工业企业投资平稳，上半年营收增速稳定在 20%左右；工控产品受益于产业升级和国产品牌的崛起，公司上半年营收增长接近 50%，可以预期，公司所分销的产品还将继续面临较好的景气度；
- 公司 IPO 融资已经一年有余，新设的网点即将进入业绩贡献期，可以乐观预期，公司业绩增速处在上行的拐点上；
- 由于基数较大，公司今年营业收入和净利润保持平稳增长，公司未来要实现业绩快速增长，新品牌的推广和全面代理是最主要的途径。
- 预计公司 2011、2012 年净利润增速分别为 26.25%和 35%，每股收益分别为 0.80 元和 1.08 元，目前股价对应市盈率分别为 24 倍和 18 倍。相对于公司主要下游客户，公司的估值较低，另外，在目前比较复杂的经济环境下，公司明年的外延式增长相对较明确，弱市环境下，稳健品种会受到资金偏好，给予“买入”评级，目标价 27 元。

图 14:众业达 VS 盘柜厂估值



资料来源：中信建投研究发展部整理

风险分析



外资分销商在国内销售渠道逐渐完善，对国内分销商形成冲击；

整体经济形势出现较大波动。



报表预测

	2010	2011E	增长率	2012E	增长率	2013E	增长率
利润表（百万元）							
营业收入	4165.22	5373.13	29.00%	7221.49	34.40%	9705.68	34.40%
营业成本	3745.42	4831.52	29.00%	6493.56	34.40%	8727.35	34.40%
营业税金及附加	7.42	9.67	30.32%	13.00	34.44%	17.41	33.92%
营业费用	147.96	190.75	28.92%	256.36	34.40%	344.55	34.40%
管理费用	62.06	80.06	29.00%	107.60	34.40%	144.61	34.40%
财务费用	8.44	10.75	27.37%	18.05	67.91%	24.26	34.40%
资产减值损失	5.22	6.99	33.91%	9.39	34.33%	12.62	34.40%
公允价值变动收益	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
投资净收益	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	188.69	243.40	28.99%	323.52	32.92%	434.87	34.42%
营业外收入	1.75	1.75	0.00%	1.75	0.00%	1.75	0.00%
营业外支出	0.70	0.70	0.00%	0.70	0.00%	0.70	0.00%
利润总额	189.74	244.45	28.83%	324.57	32.78%	435.92	34.31%
所得税	43.23	55.71	28.87%	73.97	32.78%	99.35	34.31%
净利润	146.51	188.74	28.82%	250.60	32.78%	336.58	34.31%
少数股东损益	-0.11	0.00	-100.00%	0.00	N/A	0.00	N/A
归属母公司净利润	146.62	188.74	28.73%	250.60	32.78%	336.58	34.31%
EBITDA	200.32	263.22	31.40%	356.85	35.57%	484.22	35.69%
EPS（摊薄）	1.26	0.81	-35.71%	1.08	33.33%	1.45	34.26%
资产负债表（百万元）							
流动资产	2122.91	2164.20	1.94%	2606.33	20.43%	2808.62	7.76%
现金	778.81	1571.12	101.73%	433.29	-72.42%	1122.31	159.02%
应收账款	309.71	237.86	-23.20%	556.60	134.00%	520.07	-6.56%
其它应收款	4.53	6.22	37.31%	8.22	32.15%	11.19	36.13%
预付账款	71.08	52.14	-26.65%	113.43	117.55%	119.90	5.70%
存货	386.47	291.34	-24.62%	653.84	124.43%	642.46	-1.74%
其他	572.32	5.53	-99.03%	840.94	15106.87%	392.69	-53.30%
非流动资产	194.82	367.56	88.67%	593.07	61.35%	865.05	45.86%
长期投资	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
固定资产	132.10	253.90	92.20%	435.10	71.37%	668.48	53.64%
无形资产	29.06	38.72	33.24%	52.75	36.23%	70.85	34.31%
其他	33.66	74.94	122.64%	105.22	40.41%	125.73	19.49%
资产总计	2317.73	2531.77	9.23%	3199.40	26.37%	3673.67	14.82%
流动负债	621.45	704.74	13.40%	1121.78	59.18%	1259.47	12.27%
短期借款	80.00	60.00	-25.00%	129.67	116.12%	60.00	-53.73%
应付账款	356.16	360.48	1.21%	630.37	74.87%	716.00	13.58%
其他	185.29	284.27	53.42%	361.74	27.25%	483.48	33.65%
非流动负债	2.36	2.36	0.00%	2.36	0.00%	2.36	0.00%
长期借款	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
其他	2.36	2.36	0.00%	2.36	0.00%	2.36	0.00%



负债合计	623.81	707.10	13.35%	1124.14	58.98%	1261.83	12.25%
少数股东权益	0.64	0.64	0.00%	0.64	0.00%	0.64	0.00%
归属母公司股东权益	1693.28	1824.02	7.72%	2074.63	13.74%	2411.20	16.22%
负债和股东权益	2317.73	2531.77	9.23%	3199.40	26.37%	3673.67	14.82%

现金流量表（百万元）

经营活动现金流	-438.92	1073.96	-344.68%	-932.12	-186.79%	1103.08	-218.34%
净利润	146.51	188.74	28.82%	250.60	32.78%	336.58	34.31%
折旧摊销	10.57	18.77	77.58%	32.28	71.98%	48.30	49.63%
财务费用	8.44	10.75	27.37%	18.05	67.91%	24.26	34.40%
投资损失	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营运资金变动	-603.04	854.31	-241.67%	-1232.59	-244.28%	694.10	-156.31%
其它	-1.40	1.39	-199.29%	-0.46	-133.09%	-0.16	-65.22%
投资活动现金流	-58.01	-192.90	232.53%	-257.33	33.40%	-320.12	24.40%
资本支出	47.43	174.13	267.13%	225.05	29.24%	271.82	20.78%
长期投资	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
其他	-10.57	-18.77	77.58%	-32.28	71.98%	-48.30	49.63%
筹资活动现金流	1087.91	-88.75	-108.16%	-18.05	-79.66%	-24.26	34.40%
短期借款	40.00	-20.00	-150.00%	0.00	-100.00%	0.00	N/A
长期借款	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
其他	1047.91	-68.75	-106.56%	-18.05	-73.75%	-24.26	34.40%
现金净增加额	590.98	792.31	34.07%	-1207.50	-252.40%	758.69	-162.83%



分析师介绍

报告贡献人

研究服务

徐超：清华大学学士、硕士，德国亚琛工业大学硕士，电力设备新能源行业分析师，4年证券行业经验；擅长行业和公司基本面分析；曾入围水晶球卖方分析师奖。

于振家 010-85156329 yuzhenjia@csc.com.cn

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

李冠英 021-68825003 liguanying@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010