



2020年08月29日

业绩逆势增长 轻量化先行者

凌云股份(600480)

事件概述

公司公告 2020 半年报:2020H1 年实现营收 54.9 亿元, 同比下降 0.7%; 归母净利-0.3 亿元, 同比增长 44.5%, 扣非归母净利-0.5 亿元, 同比增长 45.1%; 其中 2020Q2 实现营收 33.2 亿元, 同比增长 20.3%, 归母净利 0.7 亿元, 同比增长 167.6%, 扣非归母净利 0.7 亿元, 同比增长 156.8%。

分析判断:

► Q2 逆势高增 市场持续开拓

2020H1 公司营收同比下降 0.7%, 对比乘用车行业产量同比下降 22.5%, 其中 2020Q2 在受海外疫情的影响下仍实现营收同比增长 20.3%, 我们判断 Q2 逆势高增主要受益于电池盒、热车型车身体等新产品逐渐量产贡献增量。扣非归母净利增速显著高于营收增速主要受益于毛利率的提升和费用管控加强。

公司产品结构调整和转型升级正处于爬坡阶段, 积极抢抓特斯拉、奔驰、宝马等高端客户的技术含量高、收益高、见效快项目, 市场持续开拓, 其中: 1) 汽车金属板块: 新获奔驰、上汽通用、东风本田、一汽大众、长城汽车等项目订单, 产品包括车门防撞梁、门槛件、保险杠、热成型件等; 2) 汽车管路系统: 新获长城汽车、上汽通用英瑞杰等订单; 3) 市政管道系统: 新获百万以上客户 22 个, 五百万以上客户 3 个。

► 毛利率显著提升 费用明显下降

2020H1 公司毛利率为 17.0%, 同比提升 0.2pct, 其中 2020Q2 毛利率为 18.1%, 同比提升 3.9pct, 环比提升 2.8pct, 我们判断主要受益于高毛利率的铝电池盒等新产品开始量产叠加公司通过集中采购降低成本等。费用方面, 受益于疫情影响下国家出台减免企业社保政策带来的人工成本支出减少, 公司 2020H1 管理费用和研发费用分别同比下降 15.1%和 5.2%至 2.6 亿元和 1.9 亿元, 对应管理费用率和研发费用率分别同比下滑 0.8pct 和 0.2pct 至 4.7%和 3.4%。销售费用同比增长 5.4%至 2.4 亿元, 对应销售费用率同比提升 0.3pct 至 4.4%。

► 轻量化: 技术领先 顺势崛起

公司聚焦主流轻量化材料热成型高强度钢、铝合金, 与韩国吉恩斯合资、收购德国高端轻量化龙头WAG, 深度融合其在轻量化方面的核心技术, 形成较强技术壁垒。根据business wire数据, 预计2025年市场规模有望超3000亿元。目前公司轻量化产品已进入一汽大众、上汽通用BEV3、宝马等供应体系, 公司凭借技术优势有望拓展更多客户, 顺应轻量化趋势, 业绩高成长可期。

► 电动化: 高举高打 电池盒潜在龙头

公司通过收购 WAG 掌握新能源汽车电池盒的关键技术, 现已具

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	12.90
最新收盘价:	10.57
股票代码:	600480
52 周最高价/最低价:	13.83/5.96
总市值(亿)	80.90
自由流通市值(亿)	80.70
自由流通股数(百万)	763.46



分析师: 崔琰
 邮箱: cuiyan@hx168.com.cn
 SAC NO: S1120519080006

联系人: 郑青青
 邮箱: cuiyan@hx168.com.cn

备电池壳全过程开发能力，目前已获保时捷、宝马、奔驰、奥迪、长城汽车、宁德时代等十余个电池壳项目订单。电池盒单车价值约 2500-3000 元，我们预计随着新能源汽车的加速发展，2025 年电池盒市场规模有望突破 500 亿元。公司目前在手订单充足，处于行业领先地位，将于 2020 年起逐步放量，我们预计公司电池盒毛利率可达 20%-30%，高于传统产品，有望贡献显著业绩增量。铝合金焊接技术壁垒较高，公司具备先发优势，且高举高打，有望充分享受新能源汽车行业快速发展红利，逐步夯实全球铝制电池盒龙头地位。

投资建议

公司与特斯拉共振向上，且是轻量化+电动化先行者：预计公司 2020-2022 年归母净利 2.1/3.3/4.8 亿元，EPS 为 0.28/0.43/0.62 元，对应 PE 32/21/14 倍。鉴于公司在手订单充足，高成长可期，给予公司 2021 年目标 PE 30 倍，目标价 12.9 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

汽车及新能源汽车发展不及预期；轻量化趋势不及预期；电池壳订单不及预期；成本上升；竞争加剧等。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12251.83	11779.26	12425.27	14216.58	16326.94
YoY (%)	3.44%	-3.86%	5.48%	14.42%	14.84%
归母净利润(百万元)	272.04	-69.84	213.04	330.76	475.49
YoY (%)	-17.82%	-125.67%	405.04%	55.26%	43.76%
毛利率 (%)	19.06%	16.68%	18.70%	20.23%	21.11%
每股收益 (元)	0.36	-0.09	0.28	0.43	0.62
ROE	6.84%	-1.51%	4.39%	6.39%	8.41%
市盈率	25.10	-97.75	32.05	20.64	14.36

资料来源：wind，华西证券研究所

正文目录

1. Q2 逆势高增 市场持续开拓	4
2. 聚焦轻量化业务 横向拓展电池盒	6
3. 投资建议	9
4. 风险提示	10

图表目录

表 1 公司主要产品及客户	4
表 2 可比上市公司估值	9
图 1 公司营收及同比增速 (亿元; %)	5
图 2 公司归母净利润及同比增速 (亿元; %)	5
图 3 公司历年利润率 (%)	5
图 4 公司历年费用率 (%)	5
图 5 公司主要轻量化产品	6
图 6 WAG 铝合金轻量化产品	7
图 7 WAG 主要客户	7

1. Q2 逆势高增 市场持续开拓

公司主营汽车零部件和市政管道，客户集中度低。公司主营分为两大类：汽车零部件和市政管道。汽车零部件产品包括高强度钢结构件、铝合金件、汽车塑料管路，其中新拓展新能源汽车电池壳业务；市政管道产品包括不同规格的市政工程管道系统及其配件等。其中汽车零部件为公司的核心发展业务，未来随着新能源汽车电池壳的放量，零部件营收占比将进一步提升。

表 1 公司主要产品及客户

产品类别	产品名称	主要客户
汽车金属零部件	电池盒、车门防撞杆产品、车门窗框系列、保险杠系列、前/后驱动轴、门槛件、辊压件、冲压件、冲焊件总成	
汽车塑料零部件	波纹管、彩条管、多层复合管、尼龙压力管、制动管路总成、燃油管路总成、通气管路总成、液压管路系统总成	 <p>一汽大众、长安标致、上海汽车、广汽、江铃、一汽奥迪、北京现代、保时捷、宝马、奔驰、奥迪、大众、奇瑞、江铃、依维柯、上汽乘用车、上汽大通、吉利、长安、福特、广汽、北汽、长城、比亚迪、徐重、厦门金龙、安凯客车等</p>
市政管道	PE 燃气管、PE 水管	 <p>中国燃气、上海燃气、北京燃气、中国石油、港华燃气等</p>

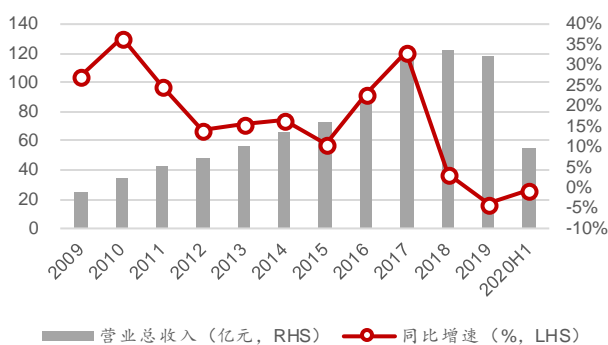
资料来源：公司官网，华西证券研究所

过去十年营收快速增长，2019 有所下滑。营收方面，2009-2019 营收 CAGR 16.7%，保持较快增长，主要原因为公司主要客户一汽大众、宝马、广汽、吉利等长期以来产销保持快速增长。2019 年业绩下滑的主要原因是：1) 行业整体低迷影响，部分客户订销量下滑；2) 公司轻量化产品升级，新项目投资较大，固定成本增加。

2020Q2 逆势高增，市场持续开拓。2020H1 公司营收同比下降 0.7%，对比乘用车行业产量同比下降 22.5%，其中 2020Q2 在受海外疫情的影响下仍实现营收同比增长 20.3%，我们判断 Q2 逆势高增主因电池盒、热车型车身体件等新产品逐渐量产贡献增量。扣非归母净利增速显著高于营收增速主要受益于毛利率的提升和费用管控加强。

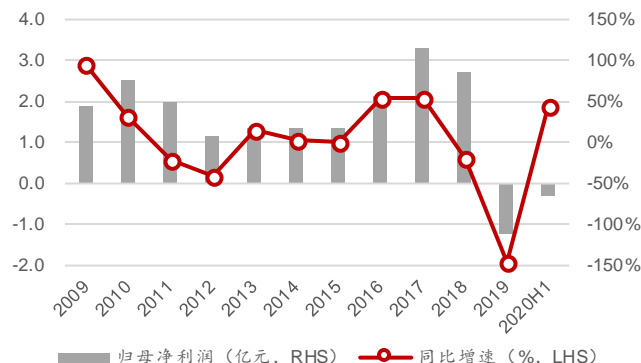
公司产品结构调整和转型升级正处于爬坡阶段，积极抢抓特斯拉、奔驰、宝马等高端客户的技术含量高、收益高、见效快项目，市场持续开拓，其中：1) 汽车金属板块：新获奔驰、上汽通用、东风本田、一汽大众、长城汽车等项目订单，产品包括车门防撞梁、门槛件、保险杠、热成型件等；2) 汽车管路系统：新获长城汽车、上汽通用英瑞杰等订单；3) 市政管道系统：新获百万以上客户 22 个，五百万以上客户 3 个。

图 1 公司营收及同比增速 (亿元; %)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 2 公司归母净利润及同比增速 (亿元; %)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

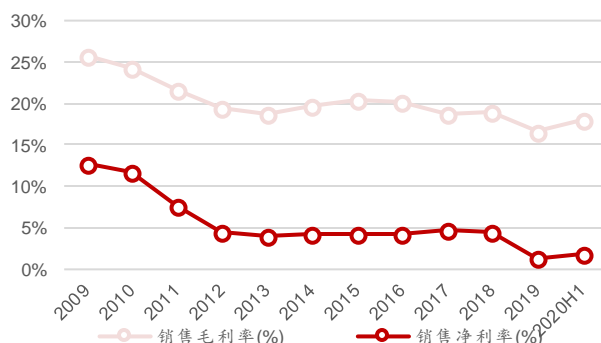
管研费用显著增长，2019 年盈利能力有所下滑。利润率方面，公司 2013-2018 年盈利能力较为稳定，但 2019 年毛利率和净利率分别为 16.7% 和 1.3%，同比下滑 2.3pct 和 3.2pct，主要受行业景气度不佳影响叠加期间费用增长，下滑较为显著；

费用率方面，2019 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.3%/ 5.4%/ 3.9%/ 1.4%，分别提升 0.5pct/ 0.4pct/ 0.1pct/ 0.1pct，自 2017 年开始，公司管理费用率、研发费用率增长较大，导致公司整体费用率提升明显，进而显著影响净利率水平。管研费用增长主要因为：

- 1) 公司大力推进新能源铝合金电池壳体、汽车轻量化产品及尼龙管的研发投入；
- 2) 加强人才引进力度，提升职工工资；
- 3) 聘请咨询机构对其制定改革提升方案，目前正在实施优化阶段。

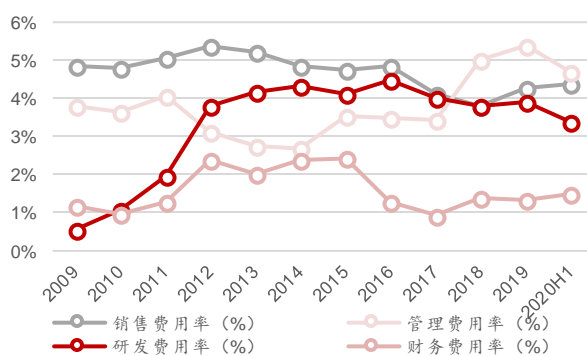
2020Q2 毛利率显著提升，费用明显下降。2020H1 公司毛利率为 17.0%，同比提升 0.2pct，其中 2020Q2 毛利率为 18.1%，同比提升 3.9pct，环比提升 2.8pct，我们判断主要受益于高毛利率的铝电池盒等新产品开始量产叠加公司通过集中采购降低成本等。费用方面，受益于疫情影响下国家出台减免企业社保政策带来的人工成本支出减少，公司 2020H1 管理费用和研发费用分别同比下降 15.1% 和 5.2% 至 2.6 亿元和 1.9 亿元，对应管理费用率和研发费用率分别同比下滑 0.8pct 和 0.2pct 至 4.7% 和 3.4%。销售费用同比增长 5.4% 至 2.4 亿元，对应销售费用率同比提升 0.3pct 至 4.4%。

图 3 公司历年利润率 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 4 公司历年费用率 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

2. 聚焦轻量化业务 横向拓展电池盒

公司金属零部件主要为汽车轻量化产品。公司金属零部件产品分为汽车防撞系统（保险杠横梁，侧门防撞杆等）、车身结构件（车门窗框、前后驱动轴、门槛件、辊压件、冲压件、冲焊件等），并新拓展了新能源汽车电池壳业务。主要材料为高强度钢和铝合金，这也是汽车轻量化的两种核心材料。其中汽车防撞系统、防撞杆、车门窗框、等速万向节驱动轴等在国内市占率保持领先地位。

图 5 公司主要轻量化产品



资料来源：wind，华西证券研究所

凌云股份合作吉恩斯，成为国内热成型高强度钢头部企业。公司从 2009 年与韩国吉恩斯合作开始开发热成型产品及相关模具的设计、研发、制造，2012 年实现量产，2013 年 8 月成立凌云吉恩斯科技有限公司，2015 年获得上汽大众和上汽通用配套，并进入多家商用车配套体系；经过多年的合作，公司吸收吉恩斯在热成型方面的技术，开始自主开发热成型产品，于 2016 年由公司首次主导设计研发的第一条热成型生产线在长春凌云吉恩斯正式投产，是目前国内外调试时间最短的热成型生产线；公司与韩国吉恩斯拥有 7 家合资公司，多条热成型生产线，目前已获得多家国内及国外定点，如上汽通用 BEV3 平台、德国宝马 5-8 系的配套等。

表 2 公司热成型相关订单及配套情况

时间	实现配套	进入供应体系
2014	上汽通用、一汽、北汽	
2015	上汽大众、上汽通用	广汽、东风、长安
2016	一汽奥迪 B9	一汽大众 Q5、CC、X55，戴姆勒卡车、客车、长安标致、上汽乘用车、广汽、江铃、上汽通用
2017		北京现代
2018	北京现代	
2019		上汽通用 BEV3 平台，德国宝马 5-8 系

资料来源：公司公告，华西证券研究所

收购德国轻量化企业 WAG，掘金三千亿铝合金市场。 WAG 是德国知名轻量化零部件研发和制造企业，主要为德国大众、宝马、福特、通用等企业提供配套。WAG 拥有先进的高强度钢和轻量化铝合金技术能力，其主营的碰撞管理系统，结构件，侧门防撞梁，电池壳业务全球领先。2015 年公司全资收购 WAG，整合轻量化产品技术，随着行业轻量化需求逐步深入及新能源汽车迅猛发展，公司有望掘金 3000 亿蓝海，成为全球轻量化巨头。

图 6 WAG 铝合金轻量化产品



资料来源：WAG 官网，华西证券研究所

图 7 WAG 主要客户



资料来源：WAG 官网，华西证券研究所

合作全球厂商，剑指高端电池壳龙头。 公司通过收购 WAG 掌握了新能源汽车电池壳的关键技术，并屡获高端品牌厂商新能源车壳订单。

1. **技术方面**，公司收购 WAG 已有 4 年，技术融合和储备日臻成熟，目前公司已具备电池壳下托盘振动、挤压、底部球击等性能评价试验，具备了电池托盘集设计、仿真分析、批量生产于一体的全过程开发能力，达到国际先进水平，并且具有多项电池壳设计专利、多个电池壳及焊接技术获得国家/省级奖项，且公司自动化生产线及质量提升项目获得中国质量协会优秀奖。

表 3 公司电池壳及焊接相关技术

时间	专利/奖项
2015 年	“汽车制造中的高质高效激光焊接、切割关键工艺及成套装备”项目获得国家科技进步一等奖
2017 年	“汽车产品弧焊机器人”获得河北省科学技术进三等奖
2018 年	四个专利： 一种集成式水冷动力电池壳体 一种用于新能源汽车的铝合金电池下壳体 一种用于新能源汽车的集成式水冷动力电池壳体 一种新能源汽车铝合金电池下壳体及制备方法
2019 年	1) “新能源汽车铝合金电池包下壳体智能制造自动化生产线”“基于汽车超高强钢辊压结构件复合成型技术生产线的开发及制造质量提升”项目获第四届全国质量创新大赛质量创新项目最高级(QIC V 级)和中国质量协会质量技术优秀奖 2) 专利：①一种提高切口质量的冷弯件在线切断装置； ②一种汽车门槛件侧向切断装置；

资料来源：公司官网，华西证券研究所

2. **客户方面**：公司 2017 年国外市场获得保时捷 J1 电池壳项目；国内市场获得首个高端量产车型宝马新 X3 (G08) 的电池壳项目配套权；2018 年获保时捷、宝马、奔驰、奥迪、长城汽车、宁德时代等十余个电池壳项目订单，并新增宝马

120、奔驰、奥迪和大众平台电池壳项目定点，2019 年获奔驰 R243 项目定点。公司十余个订单将于 2020 逐步释放，持续为公司带来显著业绩。公司是国内乃至全球配套车企最多的电池壳企业，囊括国内主流龙头车企与 ABB 等高端客户，未来有望获得更多整车厂认可，进而夯实全球铝制电池壳龙头地位。

表 4 公司电池壳订单梳理

时间	内容
2015	收购 WAG，获得电池壳技术
2016	开始研发布局新能源汽车电池壳
2017	WAG 获得保时捷 J1 电池壳项目； 国内市场获得宝马汽车新 X3 车型（G08）电池壳项目配套权； 全年共获得 6 款车型电池壳项目定点。
2018	已获保时捷、宝马、奔驰、奥迪、长城汽车、宁德时代等十余个电池壳项目订单； 长城电池壳实现量产；宝马电池壳顺利交样； 新增宝马 120、奔驰、奥迪和大众平台电池壳项目定点。
2019	保时捷电池壳项目量产； 奔驰 BR243 项目样件交货，获奔驰指定车型电池壳等产品项目定点；

资料来源：公司公告，华西证券研究所

3. 投资建议

热成型和铝合金产品受益于轻量化趋势：1) 热成型：通过与韩国吉恩斯合作布局，目前除韩系客户之外还成功拓展一汽奥迪、一汽大众、比亚迪等客户；2) 铝合金：通过收购德国 WAG 掌握铝合金轻量化核心技术，获得奔驰、宝马、一汽大众等订单。电池盒逐步放量：获得保时捷、宝马、奔驰、奥迪等订单，在手订单充足，并且配套车型正在逐步开始量产。

基于以上做出如下假设：1) 汽车金属及塑料零部件：预计 2020/2021/2022 收入增速为 7.4%/16.5%/16.8%，毛利率为 18.3%/20.1%/21.1%；2) 塑料管道系统：预计 2019/2020/2021 收入增速为-5%/5%/5%，毛利率为 23.8%/24.3%/24.8%。

盈利预测：公司与特斯拉共振向上，且是轻量化+电动化先行者：预计公司 2020-2022 年归母净利 2.1/3.3/4.8 亿元，EPS 为 0.28/0.43/0.62 元，对应 PE 32/21/14 倍。鉴于公司在手订单充足，高成长可期，给予公司 2021 年目标 PE 30 倍，目标价 12.9 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5 公司分业务预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
合计					
收入 (亿元)	122.52	117.79	124.25	142.17	163.27
收入增速 (%)	3%	-4%	5%	14%	15%
汽车金属及塑料零部件	97.90	95.64	102.69	119.59	139.63
占比 (%)	80%	81%	83%	84%	86%
塑料管道系统	19.31	16.28	15.47	16.24	17.05
占比 (%)	20%	19%	17%	16%	14%
毛利 (亿元)	23.36	28.30	23.23	28.75	34.47
毛利率 (%)	19.1%	24%	18.7%	20.2%	21.1%
汽车金属及塑料零部件					
收入 (亿元)	97.90	95.64	102.69	119.59	139.63
收入增速 (%)	6.8%	-2.3%	7.4%	16.5%	16.8%
毛利 (亿元)	19.3	15.1	18.7	24.0	29.4
毛利率 (%)	19.7	15.8	18.3%	20.1%	21.1%
塑料管道系统					
收入 (亿元)	19.31	16.28	15.47	16.24	17.05
收入增速 (%)	-0.6%	-15.7%	-5%	5%	5%
毛利 (亿元)	3.67	3.80	3.68	3.95	4.23
毛利率 (%)	19.0%	23.3%	23.8%	24.3%	24.8%
其他业务					
收入	3.75	4.28	4.49	4.72	4.95
毛利	0.09	0.42	0.44	0.45	0.47

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 2 可比上市公司估值

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	可比公司 EPS (元)				P/E			
			2018A	2019A	2020A	2021E	2018A	2019A	2020A	2021E
601689.SH	拓普集团	41.96	0.71	0.43	0.69	0.93	59.10	97.58	60.81	45.12
0425.HK	敏实集团	24.40	1.63	1.66	1.35	1.57	14.97	14.70	18.07	15.54
	平均值						37.03	56.14	39.44	30.33

资料来源：wind，华西证券研究所（收盘价截至 2020/8/29）

4. 风险提示

汽车及新能源汽车发展不及预期；轻量化趋势不及预期；电池壳订单不及预期；成本上升；竞争加剧等。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	11779.26	12425.27	14216.58	16326.94	净利润	156.29	417.72	648.55	932.33
YoY (%)	-3.86%	5.48%	14.42%	14.84%	折旧和摊销	898.76	423.74	472.56	512.32
营业成本	9814.65	10102.37	11341.23	12879.60	营运资金变动	-924.05	133.24	-383.43	-353.68
营业税金及附加	63.21	69.28	78.27	90.27	经营活动现金流	214.30	1175.11	1006.53	1337.71
销售费用	502.83	534.29	582.88	653.08	资本开支	-721.60	-671.26	-679.32	-676.63
管理费用	635.00	633.69	725.05	816.35	投资	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	158.71	141.77	188.42	171.91	投资活动现金流	-716.72	-653.26	-659.32	-656.63
资产减值损失	34.71	25.92	30.17	24.56	股权募资	830.41	0.00	0.00	0.00
投资收益	18.14	18.00	20.00	20.00	债务募资	-162.86	2115.13	-78.78	-429.16
营业利润	179.06	502.91	780.79	1124.21	筹资活动现金流	456.05	1431.76	-347.20	-681.07
营业外收支	9.04	2.50	2.50	2.50	现金净流量	-46.37	1953.61	0.01	0.00
利润总额	188.10	505.41	783.29	1126.71					
所得税	31.80	87.69	134.75	194.38	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	156.29	417.72	648.55	932.33	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	-69.84	213.04	330.76	475.49	营业收入增长率	-3.86%	5.48%	14.42%	14.84%
YoY (%)	-125.67%	405.04%	55.26%	43.76%	净利润增长率	-125.67%	405.04%	55.26%	43.76%
每股收益	-0.09	0.28	0.43	0.62	盈利能力 (%)				
					毛利率	16.68%	18.70%	20.23%	21.11%
					净利率	1.33%	3.36%	4.56%	5.71%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产收益率 ROA	-0.49%	1.31%	1.92%	2.60%
货币资金	2046.40	4000.01	4000.02	4000.03	净资产收益率 ROE	-1.51%	4.39%	6.39%	8.41%
预付款项	238.71	273.74	296.82	341.05	偿债能力 (%)				
存货	1938.09	1870.19	2124.96	2403.57	流动比率	1.26	1.16	1.20	1.28
其他流动资产	3716.12	3519.33	4063.04	4624.93	速动比率	0.91	0.90	0.92	0.97
流动资产合计	7939.32	9663.27	10484.85	11369.58	现金比率	0.32	0.48	0.46	0.45
长期股权投资	387.18	387.18	387.18	387.18	资产负债率	53.92%	56.86%	55.70%	53.17%
固定资产	2969.09	3075.16	3135.81	3157.78	经营效率 (%)				
无形资产	365.27	368.23	372.35	373.86	总资产周转率	0.86	0.82	0.85	0.92
非流动资产合计	6287.16	6544.42	6760.91	6934.96	每股指标 (元)				
资产合计	14226.48	16207.69	17245.76	18304.54	每股收益	-0.09	0.28	0.43	0.62
短期借款	2053.75	4168.88	4090.10	3660.94	每股净资产	6.03	6.33	6.77	7.39
应付账款及票据	3092.99	2983.34	3371.28	3820.21	每股经营现金流	0.28	1.54	1.32	1.75
其他流动负债	1173.61	1212.76	1293.12	1399.80	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	6320.35	8364.98	8754.50	8880.96	估值分析				
长期借款	500.88	500.88	500.88	500.88	PE	-97.75	32.05	20.64	14.36
其他长期负债	850.30	350.30	350.30	350.30	PB	1.27	1.41	1.32	1.21
非流动负债合计	1351.18	851.18	851.18	851.18					
负债合计	7671.53	9216.16	9605.68	9732.14					
股本	548.48	548.48	548.48	548.48					
少数股东权益	1939.51	2144.20	2461.98	2918.83					
股东权益合计	6554.95	6991.53	7640.08	8572.41					
负债和股东权益合计	14226.48	16207.69	17245.76	18304.54					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。