

汽车精细化学品龙头，新能源业务有望再造一个“德联”

——德联集团 (002666.SZ) 首次覆盖报告

公司动态

◆与化工巨头深度合作，客户结构优质。公司是国内汽车化学原料及化学制品业龙头，长期与德国巴斯夫、美国陶氏杜邦、美国雅富顿、英国BP等化工行业巨头供应商保持深度合作。覆盖国内主流合资和自主品牌主机厂。同时开拓了特斯拉、蔚来汽车和拜腾汽车等造车新势力。

◆光大汽车时钟运行至复苏时区，公司业绩领先零部件行业触底回升。

公司作为行业细分领域龙头，受益于稳定的竞争格局和优质的客户结构，收入增速好于乘用车销量增速。预计伴随汽车需求的景气上行，公司毛利率有望触底回升，公司2019年三季报归母净利润增速30.2%，领先零部件行业触底回升，有望受益于汽车板块性估值修复。

◆电动车2022年加速普及，有望再造一个“德联”。预计2022年新能源汽车销量占比达到10%并开始加速普及，2025年新能源汽车销售占比接近25%。2025年新能源汽车放量带动粘胶类产品增量市场规模接近75亿。公司2018年精细化学品收入规模约为27.4亿，该业务有望打开公司成长空间，再造一个“德联”。

◆携手产业资本布局汽车“新四化”，管理层增持表信心。目前汽车行业处于新一轮朱格拉周期开启前夜，公司通过股权投资积极应对行业变革，布局汽车电子、新能源汽车、汽车后市场等领域，有望在新的产业趋势确立前占据先机，发挥目前的客户优势，开拓增量业务。截至2019年7月31日，公司高管增持公司股票金额1377.12万元，彰显管理层对公司未来长期发展的信心和对公司股票投资价值的认可。

◆估值与评级：目前光大汽车时钟已经运行至复苏时区，该阶段汽车板块估值较为确定发生提升，公司作为汽车零部件细分领域龙头公司，业绩已经领先零部件行业触底，随着行业景气复苏，公司收入增速和毛利率上行，新能源汽车渗透率的提升打开公司中长期成长空间。我们预测公司2019-2021年净利润1.9/2.4/3.1亿，对应EPS为0.25/0.32/0.41元。我们按1倍PEG给予公司7.5元目标价，对应2019/2020年PE分别为30/23倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

◆风险提示：汽车市场复苏不及预期；材料成本上升导致毛利率不及预期；粘胶产品放量不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,145	3,729	4,203	4,793	5,478
营业收入增长率	32.68%	18.57%	12.71%	14.04%	14.28%
净利润(百万元)	154	145	185	244	313
净利润增长率	9.38%	-5.80%	27.91%	31.91%	28.07%
EPS(元)	0.20	0.19	0.25	0.32	0.41
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.37%	4.87%	6.26%	7.74%	9.19%
P/E	27	29	23	17	13
P/B	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年1月10日

买入(首次)

当前价/目标价：5.57/7.5元

分析师

邵将(执业证书编号：S0930518120001)

021-52523869

shaoj@ebsecn.com

倪昱婧 CFA(执业证书编号：S0930515090002)

021-52523852

niyj@ebsecn.com

联系人

杨耀先

021-52523656

yangyx@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：7.54

总市值(亿元)：42.02

一年最低/最高(元)：3.78/6.56

近3月换手率：124.41%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	18.33	16.31	10.85
绝对	23.71	23.47	45.78

资料来源：Wind

相关研报

如何把握新一轮汽车周期的配置性机会——汽车股周期轮回启示录系列

..... 2019-11-07

汽车行业走向复苏，聚焦乘用车——汽车行业2019年下半年投资策略

..... 2019-06-10

1、公司为汽车精细化学品龙头企业

1.1、与国际化工巨头深度合作，客户覆盖主流合资品牌

广东德联集团股份有限公司创建于 1984 年，是国内汽车化学原料及化学制品业领先企业。公司主营业务涵盖汽车精细化学品制造、汽车销售服务、汽车维修保养三大模块，业务以“汽车精细化学品的研发生产及销售 + 汽车后市场服务”的二元发展模式，是集生产、研发、销售、贸易、物流为一体的大型集团综合体。其中公司主营汽车精细化学品，产品涵盖车用防冻液、制动液、发动机润滑油、动力转向油、自动变速箱油、燃油添加剂、玻璃清洗液、胶粘剂等。

截止目前，公司已成功成为下游 50 余家汽车整车厂的稳定供应商，其中包括一汽大众、上汽大众、上汽通用、华晨宝马、北京奔驰、比亚迪、长安福特和广汽集团等知名整车厂。同时开拓了特斯拉、蔚来汽车、拜腾汽车、威马汽车和奇点汽车等多家新能源汽车客户。同时公司长期与德国巴斯夫公司 (BASF)、美国陶氏杜邦公司 (DowDuPont)、美国雅富顿公司 (AFTON)、英国 BP 等化工行业巨头供应商保持深度合作。

图 1：德联集团主要上下游企业图

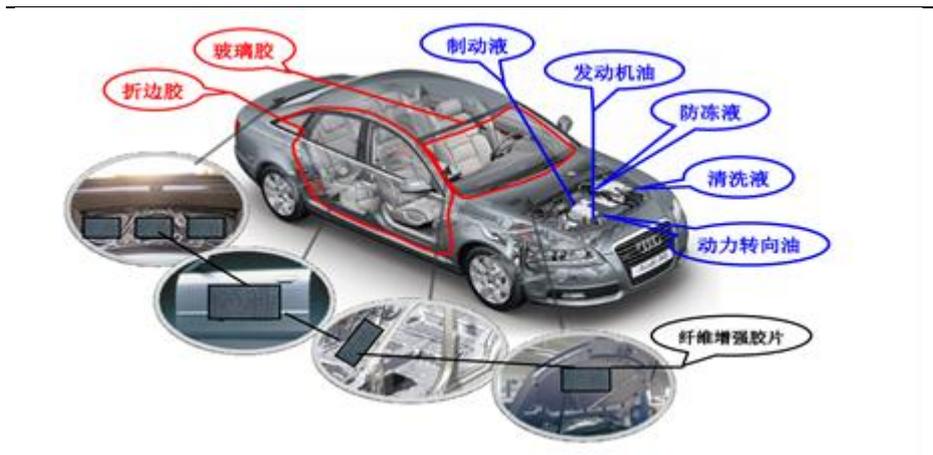


资料来源：公司公告，光大证券研究所

1.2、主营精细化学品制造，掘金汽车后市场

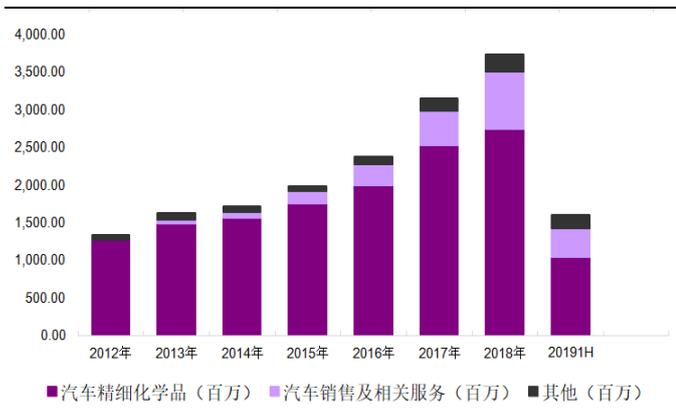
公司主营业务为车用精细化学品，公司精细化学品主要分为消耗类和非消耗类产品，共计十一类。其中消耗类产品包括防冻液、制动液、动力转向油、自动变速箱油、发动机油等，非消耗类产品包括胶粘剂、纤维增强胶片等胶类产品。目前公司防冻液在前装市场的占有率在 20-30%左右，刹车油在前装市场的占有率近 30%，市占率较高且竞争格局稳定，为汽车精细化学品龙头企业。

图 2：汽车精细化学品在汽车主要系统及部件的应用



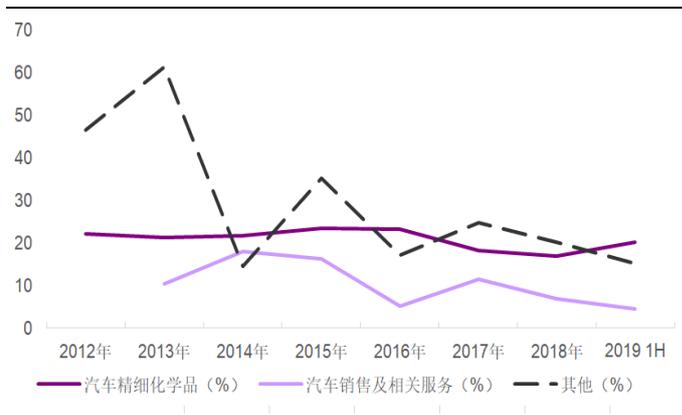
资料来源：公司招股说明书

图 3：公司收入构成



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：公司各业务毛利率



资料来源：Wind，光大证券研究所

1.3、股权结构较为集中，实际控制人为徐氏家族

公司自 2012 年深交所中小板上市，公司实际控制人为徐氏家族，截至 2019 年三季报合计持股 53.77%。其中徐团华、徐庆芳、徐咸大分别持股 37.54%、13.45%和 2.78%（徐团华和徐庆芳为徐咸大子女）。

表 1：公司十大股东明细（数据截止至 2019 年公司三季报）

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
徐团华	283,170,936	37.54
徐庆芳	101,450,336	13.45
徐咸大	20,996,192	2.78
上海衡平投资有限公司	12,092,000	1.60
基本养老保险基金一三零一组合	3,993,900	0.53
交通银行股份有限公司-长信量化先锋混合型证券投资基金	3,443,200	0.46
罗甸	2,942,941	0.39
赵振和	2,716,800	0.36
中国建设银行股份有限公司-景顺长城量化精选股票型证券投资基金	2,627,600	0.35
于方	2,020,926	0.27
合计	435,454,831	57.73

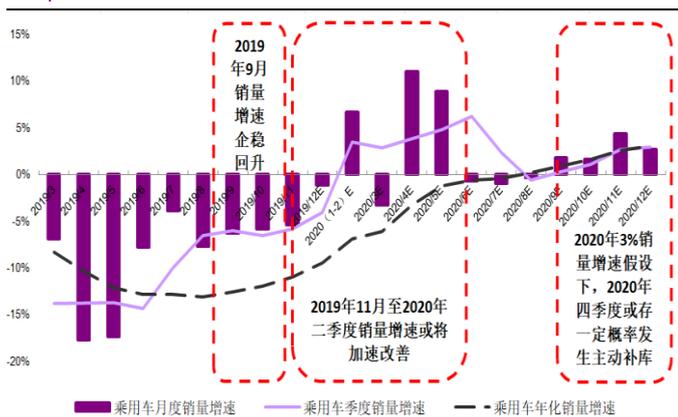
资料来源：Wind，光大证券研究所

2、新能源业务有望再造一个“德联”

2.1、汽车行业开启新一轮复苏，公司业绩拐点确立

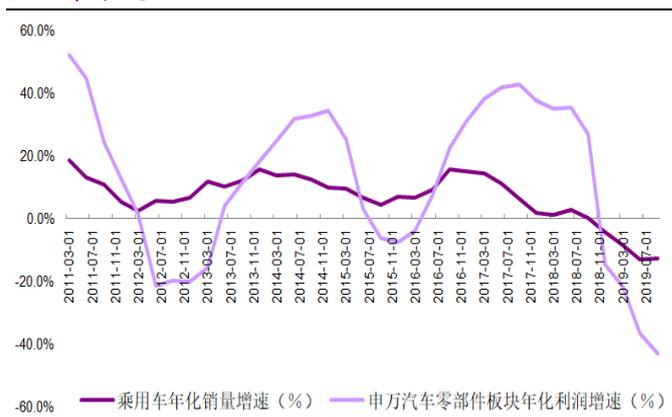
目前汽车行业处于新一轮周期复苏阶段，随着行业景气度上行，预计作为整车上游的零部件行业 2019 年年报业绩拐点确立，2020 年开始汽车零部件行业利润增速触底回升。

图 5：2020 年乘用车销量增速 3%假设下光大汽车时钟分布



资料来源：Wind，光大证券研究所预测

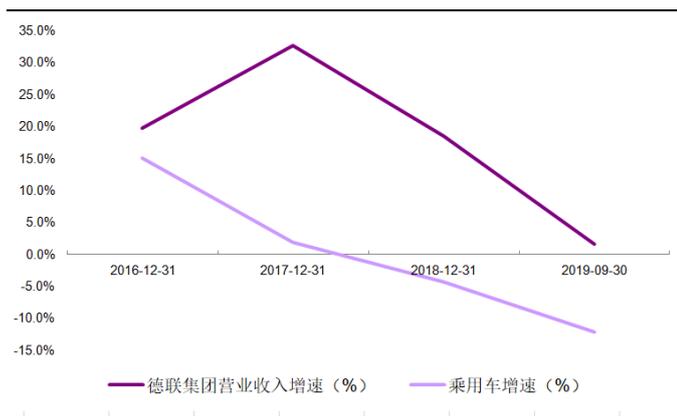
图 6：零部件行业利润增速滞后乘用车年化销量增速拐点一个季度



资料来源：Wind，光大证券研究所

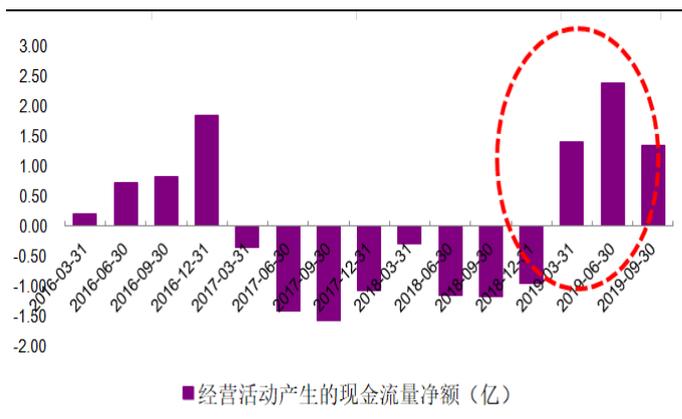
德联集团作为行业细分领域龙头，受益于稳定的竞争格局和优质的客户结构，收入增速好于乘用车销量增速，2019 年开始经营活动现金流净额开始好转。预计伴随汽车需求的景气上行，公司毛利率有望触底回升，公司 2019 年三季报归母净利润增速 30.2%，已经领先零部件行业触底回升。

图 7：公司营收增速好于乘用车行业



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：公司经营活动现金流净额 2019 年开始改善



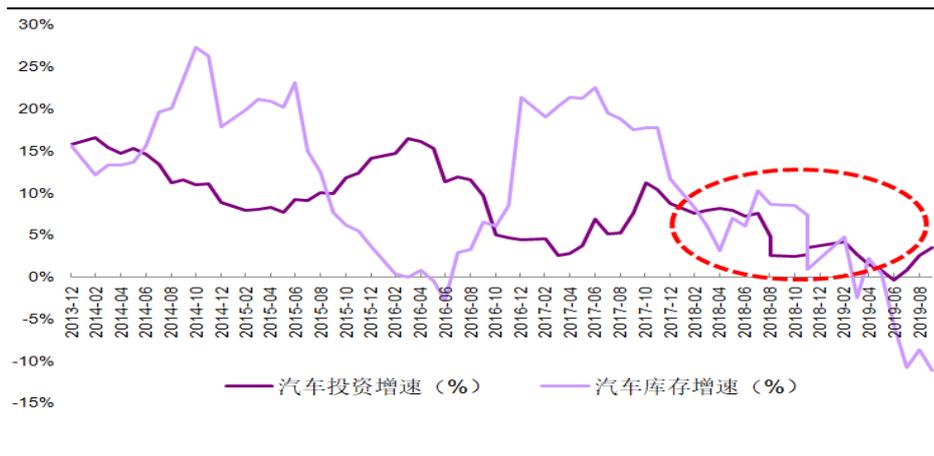
资料来源：Wind，光大证券研究所

2.2、电动车 2022 年加速普及，有望再造一个“德联”

我们在 2018 年 12 月 21 日发布的报告《站在新一轮汽车周期的底部——汽车股周期轮回启示录》中，提出乘用车作为居民非金融资产构成项，存在朱格拉周期。而 2020-2023 或是下一轮朱格拉周期触发汽车行业新技术新产品普及的重要时点。

即将开启的新一轮汽车周期下，乘用车需求复合增速中枢会继续下移至 2%-4%，面对行业成长性的进一步下滑，企业 2018 年以来投资意愿不足。可以看到 2013 年以来行业的投资增速和库存增速趋势基本是相反的：在库存增速上行期，行业景气度好转，而行业的投资增速下行；行业景气度下行期，行业投资增速上行布局下一轮周期中符合市场需求的产品。而 2017 年年底伴随行业的衰退，企业投资增速和行业景气度共振下行，行业资本开支并没有持续上行。

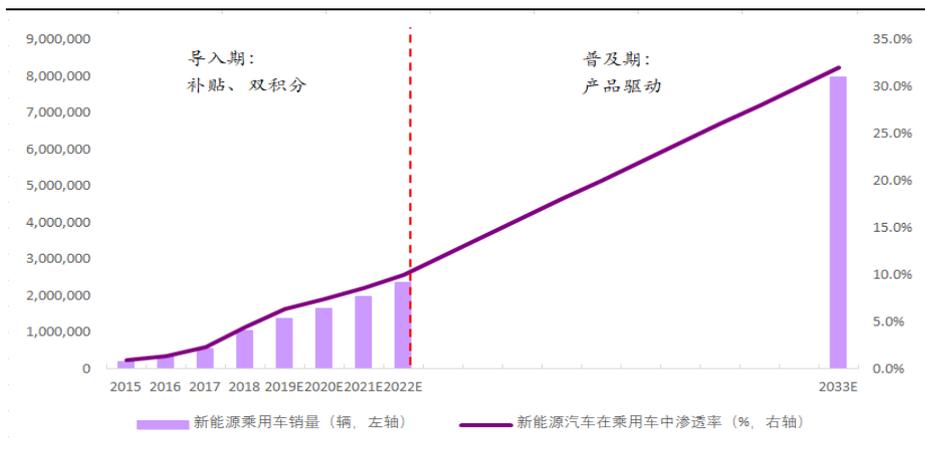
图 9：汽车行业投资增速和库存增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

结合我们对行业朱格拉周期的判断，预计行业在新一轮周期再次进入下行阶段，行业的投资增速有望开始上行，而新能源为载体的智能网联或成为带动企业投资增速的重要抓手。

图 10: 新能源为载体的智能网联车或带动企业投资增速开启朱格拉周期



资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

新能源汽车对燃油车实现替换性普及的过程中, 预计公司粘胶类产品会成为未来业务开拓重点, 新产品或将再造一个“德联”。目前公司主要的产品中防冻液、制动液占比较高, 机油产品较低, 由于新能源汽车内部导入了大量电气元件, 对热管理系统提出更高的要求, 因此特别是对防冻液等产品在需求量上会比传统燃油车更大。公司与德国巴斯夫合作开发的防冻液产品, 目前来看, 在新能源汽车上的需求量可以达到传统汽车的数倍。机油产品需求上在新能源汽车会少于传统汽车, 但该业务收入占比相对较小。二者综合的结果上看对公司较为积极。

而新能源汽车普及过程中会伴随着车身轻量化, 特斯拉国产的 model3 就是采用了钢铝混合车身, 轻量化需要以胶粘合的方式代替焊接。同时, 电池方面新能源汽车用的全部是有机硅胶, 要全面考虑到弹性、散热性、疏水性、表面张力等因素。预计未来新能源汽车全面普及后, 单部车会粘胶类产品单车价值量约为 1500 元到 2000 元, 目前的燃油用车单部车的胶粘剂用量是 400-500 元, 单车价值量增量大约 1000-1500 元。

图 11: 公司产品单车配套价值及变化趋势

公司产品	目前单车配套价值量	目前收入占比	未来单车价值量趋势
防冻液	大约65元	占比高	数倍提升
制动液	大约25元	占比高	变化不大
胶粘剂	大约500元	占比低	大幅提升至1500-2000元
发动机油	大约25元	占比低	下降
自动变速箱油	大约300元	占比低	下降

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所测算

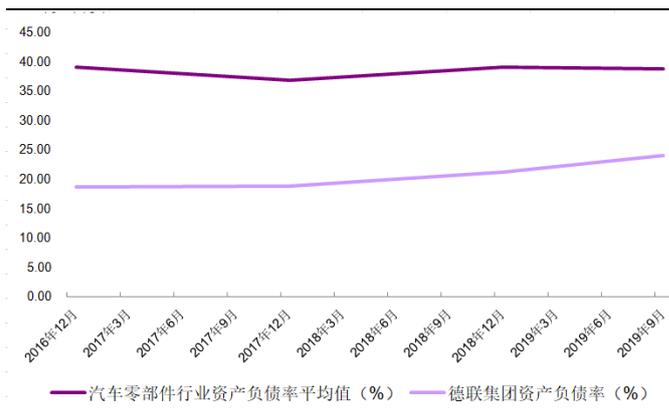
谨慎假设中国汽车销量复合增速中枢 2%，预计 2022 年新能源汽车销量占比达到 10%并开始加速普及，2025 年新能源汽车销售占比接近 25%，新能源单车粘胶类产品单车配套量增量 1000-1500 元，预计 2025 年新能源汽车带动的粘胶类产品增量收入规模接近 75 亿。公司 2018 年精细化学品收入规模约为 27.4 亿，鉴于公司在汽车精细化学的龙头地位，以及粘胶业务具有较高毛利率，若公司能实现 30%的市占率（参考公司在防冻液行业地位），该业务有望再造一个“德联”。同时公司资产负债率显著低于汽车零部件行业均值，有利于公司升级现有产能迎接行业新产品需求放量。

图 12：新能源汽车对应粘胶业务增量市场规模



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

图 13：公司资产负债率显著低于汽车零部件行业均值



资料来源：Wind，光大证券研究所

2.3、携手产业资本，迎接行业变革

公司 2019 年三季度营业收入同比增速 1.55%，归母净利润增速 30.15%，业绩大幅增长主要源于公司投资收益三季度大幅增加。实际上自 2017 年起，公司投资收益占归母净利润的比例开始大幅度提升，该比例于 2018 年达到 53.44%。

图 14：公司 2016-2019 年营收增速与归母净利润增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

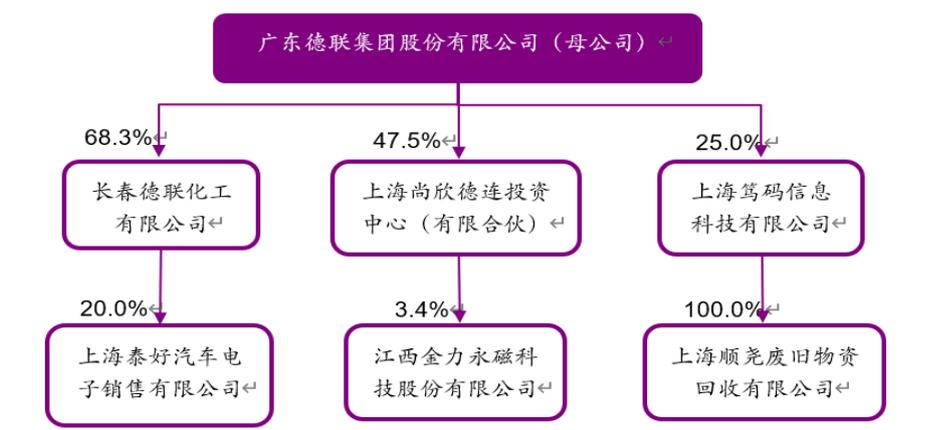
图 15：公司 2013-2019Q3 年投资收益与收益占比



资料来源：Wind，光大证券研究所

我们认为目前汽车行业处于新一轮朱格拉周期开启前夜，公司通过股权投资积极应对行业变革，有利于公司在新的产业趋势确立前占据先机，发挥目前的客户优势，开拓增量业务。公司携手产业资本上汽集团股权投资有限公司成立上海尚欣德联投资中心，投资金力永磁布局新能源汽车业务，金力永磁已于2018年成功登陆深交所。2019年6月公司参股上海泰好电子科技有限公司布局汽车电子业务，泰好电子作为上汽大众及江淮汽车的一级供应商，且是大众国内唯一的自主TPMS一级供应商。此外公司参股笃码信息布局固废资源回收业务，践行后市场业务新模式。

图 16：公司主要投资业务股权占比（截至 2019 年三季报）



资料来源：Wind，光大证券研究所

2.4、高管增持彰显对公司发展信心

公司高管自 2018 年 7 月 9 日至 2019 年 7 月 31 日，通过二级市场以集中竞价交易合计增持集团股份，累计增持 3174902 股，累计增持金额 1377.12 万元。此次增持彰显管理层对公司未来长期发展的信心和对公司股票投资价值的认可。

表 2：公司 2019 年高管股权增持表（截至 2019 年 7 月 31 日）

增持人	职务	增持股数（股）	增持均价（元/股）	增持金额（元）
刘公直	副总经理、董事会秘书	1183602	4.23	5002848
曹华	副总经理	736600	4.45	3275144
孟晨鸚	监事	798400	4.33	3453559
徐璐	财务总监	456300	4.47	2039661
总计		3174902		13771212

资料来源：公司公告，光大证券研究所

3、盈利预测与投资评级

3.1、关键假设及盈利预测

受库存周期的影响，汽车行业 2018 年至 2019 年三季度一直处于主动去库阶段，随着新一轮汽车周期复苏来临，汽车零部件板块业绩有望触底回升。公司作为细分领域龙头企业，成本控制能力及客户结构优秀，业绩改善的幅度及持续性有望超越行业。假设公司在行业复苏和新产品放量带动下，精细化学品收入增速和毛利率小幅提升，汽车销售及售后业务增速 3%，毛利率不变。2019-2021 年收入增速 12.7%/14.0%/14.3%，预计公司 2019-2021 年收入为 42.0/47.9/54.8 亿元，对应毛利率为 16.4%/17.0%/17.2%，对应归母净利润为 1.9/2.4/3.1 亿元，2019-2021 年归母净利润复合增速 29.3%。

表 3：公司收入及毛利率预测：

单位：	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	3729.2	4203.3	4793.3	5477.6
汽车精细化学品	2739.7	3178.0	3702.4	4313.3
汽车销售及维修	766.7	766.7	789.7	813.3
其他	222.9	258.6	301.2	350.9
营业收入增速（%）	18.6%	12.7%	14.0%	14.3%
汽车精细化学品	8.2%	16.0%	16.5%	16.5%
汽车销售及维修	67.7%	0.0%	3.0%	3.0%
其他	43.6%	16.0%	16.5%	16.5%
营业收入构成（%）				
汽车精细化学品	73.5%	75.6%	77.2%	78.7%
汽车销售及维修	20.6%	18.2%	16.5%	14.8%
其他	6.0%	6.2%	6.3%	6.4%
毛利率（%）	15.0%	16.4%	17.0%	17.2%
汽车精细化学品	16.8%	18.5%	19.0%	19.0%
汽车销售及维修	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
其他	20.2%	18.5%	19.0%	19.0%

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

3.2、估值

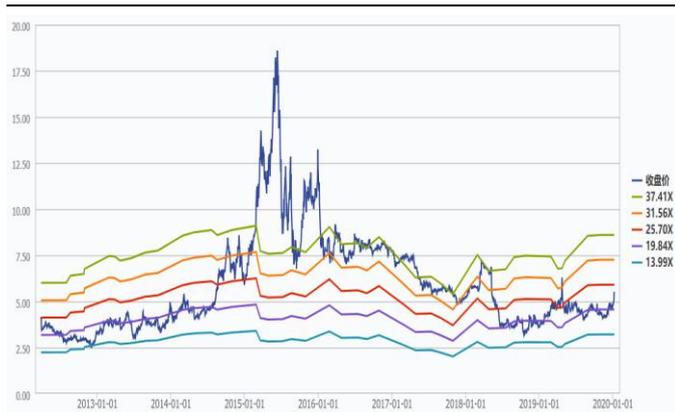
公司作为汽车精细化学制品龙头企业，同时积极布局新能源汽车和汽车电子业务，在行业内缺乏完全可比公司。预计 2020-2023 年汽车行业潜在需求增速中枢为 3%，公司作为细分行业龙头公司业绩增速远高于汽车行业销量增速，我们采用 PEG 估值。我们选取了 9 平均市值和公司相当的汽车零部件公司，这 9 家公司 2019-2021 年业绩复合增速均值为 29.3%，2019 年 PEG 均值为 1.0。预计公司 2019-2021 年归母净利润复合增速 29.3%，结合公司历史估值情况，我们按 1 倍 PEG 给予公司 7.5 元目标价，对应 2019/2020 年 PE 分别为 30/23 倍。

表 4: 可比公司的 PE、PEG 比较

公司名称	收盘价 (元)		EPS (元)					PE (倍)				市值 (亿元)	19-21 年业绩复合增速	2019 年 PEG
	2020.1.10	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E					
广东鸿图	8.31	0.63	0.56	0.66	0.80	13	15	13	10	44	8.3%	1.8		
松芝股份	5.14	0.28	0.37	0.43	0.45	18	14	12	11	32	17.4%	0.8		
常熟汽饰	16.00	1.21	0.96	1.26	1.58	13	17	13	10	45	9.2%	1.8		
新坐标	35.15	1.31	1.57	2.06	2.74	27	22	17	13	28	28.6%	0.8		
天成自控	8.65	0.13	0.32	0.45	0.58	69	27	19	15	25	66.4%	0.4		
保隆科技	33.61	0.94	1.08	1.41	1.72	36	31	24	20	56	22.7%	1.4		
文灿股份	24.12	0.62	1.33	1.49	1.72	43	18	16	14	53	44.9%	0.4		
华达科技	15.12	0.66	0.62	0.79	1.10	23	24	19	14	47	18.7%	1.3		
金麒麟	19.16	0.41	0.96	1.14	1.39	44	20	17	14	39	47.6%	0.4		
平均										41	29.3%	1.0		
德联集团	5.57	0.19	0.25	0.32	0.41	29	23	17	13	42	29.3%			

资料来源: 德联集团数据为光大证券研究所预测, 其余为 wind 一致预期

图 17: 公司历史 PE-Band 图 (截至 2020 年 1 月 10 日)



资料来源: Wind

图 18: 公司历史 PB-Band 图 (截至 2020 年 1 月 10 日)



资料来源: Wind

3.3、股价驱动因素

长期股价催化剂: 公司粘胶产品放量。

短期股价催化剂: 汽车行业复苏确认; 公司业绩超预期, 公司拓展新的客户。

3.4、投资评级

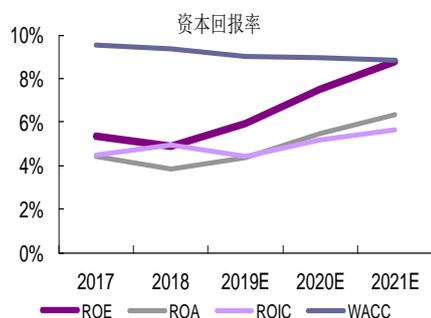
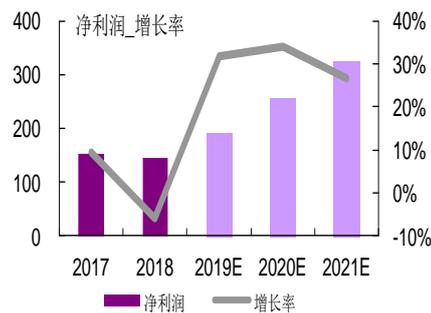
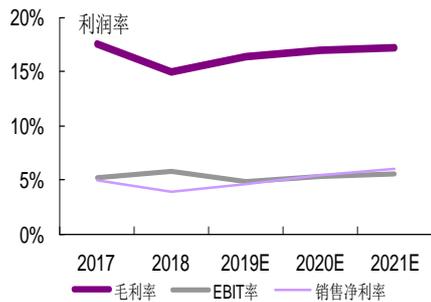
目前光大汽车时钟已经运行至复苏时区, 该阶段汽车板块估值较为确定发生提升, 公司作为汽车零部件细分领域龙头公司, 业绩已经领先零部件行业触底, 随着行业景气复苏, 公司收入增速和毛利率上行, 新能源汽车渗透率的提升打开公司中长期成长空间。我们预测公司 2019-2021 年净利润 1.9/2.4/3.1 亿, 对应 EPS 为 0.25/0.32/0.41 元。我们按 1 倍 PEG 给予公司 7.5 元目标价, 对应 2019/2020 年 PE 分别为 30/23 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

4、风险分析

汽车市场复苏不及预期：汽车销量增速放缓，宏观经济下行压力或使汽车行业回暖不达预期。

原材料成本上升导致毛利率不及预期：原材料价格超预期上行，导致公司毛利率恢复幅度不达预期。

粘胶产品放量不及预期：新能源汽车销量不及预期，粘胶产品配套车型预期。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,145	3,729	4,203	4,793	5,478
营业成本	2,593	3,170	3,514	3,977	4,534
折旧和摊销	57	63	86	91	95
营业税费	23	24	25	29	33
销售费用	132	158	177	201	230
管理费用	210	153	282	321	367
财务费用	9	25	51	70	79
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	41	77	80	120	120
营业利润	197	184	233	307	345
利润总额	198	185	233	307	392
少数股东损益	3	1	1	1	1
归属母公司净利润	154	145	185	244	313

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	3,531	3,774	4,398	4,760	5,207
流动资产	2,404	2,556	3,177	3,519	3,971
货币资金	602	384	841	959	1,096
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	714	782	786	896	1,024
应收票据	159	162	210	192	219
其他应收款	14	19	21	24	27
存货	536	696	765	867	990
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	181	248	288	348	408
固定资产	552	574	556	529	480
无形资产	211	205	194	185	175
总负债	667	798	1,436	1,599	1,793
无息负债	422	383	377	424	483
有息负债	245	415	1,060	1,175	1,311
股东权益	2,864	2,976	2,962	3,161	3,413
股本	754	754	754	754	754
公积金	1,030	1,059	1,077	1,102	1,133
未分配利润	1,074	1,154	1,120	1,293	1,514
少数股东权益	4	4	5	6	7

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-108	-96	73	110	112
净利润	154	145	185	244	313
折旧摊销	57	63	86	91	95
净营运资金增加	52	551	240	295	393
其他	-370	-855	-438	-520	-689
投资活动产生现金流	276	-241	-10	10	30
净资本支出	-130	-79	-50	-50	-30
长期投资变化	181	248	-40	-60	-60
其他资产变化	226	-409	80	120	120
融资活动现金流	-88	108	393	-2	-5
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-67	170	645	115	136
无息负债变化	101	-39	-6	48	58
净现金流	79	-226	457	118	137

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	32.68%	18.57%	12.71%	14.04%	14.28%
净利润增长率	9.38%	-5.80%	27.91%	31.91%	28.07%
EBITDA 增长率	-5.49%	26.93%	3.59%	20.20%	14.75%
EBIT 增长率	-9.74%	32.25%	-5.87%	26.23%	18.38%
估值指标					
PE	27	29	23	17	13
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	19	17	17	14	13
EV/EBIT	26	22	24	19	17
EV/NOPLAT	33	28	30	24	21
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	17.56%	14.99%	16.40%	17.02%	17.22%
EBITDA 率	7.00%	7.49%	6.89%	7.26%	7.29%
EBIT 率	5.20%	5.80%	4.85%	5.36%	5.56%
税前净利润率	6.29%	4.95%	5.54%	6.40%	7.16%
税后净利润率 (归属母公司)	4.89%	3.88%	4.41%	5.10%	5.71%
ROA	4.44%	3.86%	4.23%	5.15%	6.03%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.37%	4.87%	6.26%	7.74%	9.19%
经营性 ROIC	4.46%	4.93%	4.42%	5.22%	5.70%
偿债能力					
流动比率	3.61	3.31	2.21	2.20	2.22
速动比率	2.81	2.41	1.68	1.66	1.66
归属母公司权益/有息债务	11.69	7.16	2.79	2.69	2.60
有形资产/有息债务	13.34	8.45	3.91	3.84	3.79
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.20	0.19	0.25	0.32	0.41
每股红利	0.05	0.27	0.06	0.08	0.10
每股经营现金流	-0.14	-0.13	0.10	0.15	0.15
每股自由现金流(FCFF)	0.04	-0.52	-0.05	-0.05	-0.10
每股净资产	3.79	3.94	3.92	4.18	4.52
每股销售收入	4.17	4.94	5.57	6.35	7.26

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
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；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：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；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。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

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，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼