

日期: 2019年12月12日

行业: 机械设备



分析师: 倪瑞超

Tel: 021-53686179

E-mail: niruichao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070003

基本数据 (最新)

报告日股价 (元)	32.07
12mth 股价格区间 (元)	31.80-40.00
流通股本/总股本 (亿股)	0.24/1.17
流通市值/总市值 (亿元)	7.8/37.63
主要股东 (最新)	
朱振友	22.82%

报告编号: NRC19-CT35

首次报告日期: 2019年12月12日

工业机器人系统集成的新星

■ 投资摘要

● **公司主业是工业机器人系统集成。**公司主要产品分为焊接用工业机器人系统集成、非焊接用工业机器人系统集成以及工装夹具。公司近几年的收入和利润都保持较高的增速。2018年公司实现收入4.13亿元,同比增长64.50%;归母净利润4836万元,同比增长42.03%。2019年前三季度实现收入3.08亿元,同比增长16.17%;归母净利润3224万元,同比增长0.55%。

● **行业分析: 工业机器人行业未来将保持增长。**全球工业机器人在2018年增速有所放缓,销售42.2万台。但是未来工业机器人销量有望恢复正增长。到2022年全球工业机器人销量有望达到58.4万台,中国销量达到22万台。2018年中国工业机器人市场规模为407.7亿元,系统集成市场规模为1223亿元,到2022年系统集成市场规模为1807.8亿元。2018年汽车行业工业机器人系统集成市场规模为294亿元,到2022年达到434亿。

● **公司具备一定优势。**公司与主要工业机器人系统集成公司相比,公司规模较小,但这些企业主要以汽车整车焊接生产线为主,公司以汽车零部件焊接生产线为主。汽车零部件焊接细分行业,公司规模和毛利率高于其他竞争对手,处于行业前列。公司在汽车零部件焊接细分行业具有市场竞争力,拥有一定的市场地位。公司的优势包括性价比、更加快速响应能力、技术、品牌、规模优势。募集资金投资项目主要为研发、智能化生产线项目和补充流动资金。

■ **盈利预测。**预测公司2019/2020/2021年收入为4.81、6.18、7.95亿元,归母净利润0.52、0.73、1.04亿元, EPS为0.44、0.62、0.88元。

区分	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入: 百万元	412.62	480.85	618.11	795.04
增长率 YOY	64.50%	16.53%	28.55%	28.62%
归母净利润: 百万元	48.36	51.63	72.82	103.63
增长率 YOY	42.03%	6.76%	41.05%	42.30%
EPS (元)	0.41	0.44	0.62	0.88
PE (倍)	77.8	72.9	51.7	36.3

数据来源: WIND 上海证券研究所

■ **风险提示:** 业绩、创新、经营、集中度风险。

目录

一、公司主业是工业机器人系统集成.....	3
1、公司主业是工业机器人系统集成.....	3
2、收入和利润保持增长.....	5
二、行业分析：工业机器人行业未来将保持增长.....	6
1、行业涉及到的法律法规和产业政策.....	6
2、工业机器人系统集成市场规模.....	7
3、工业机器人系统集成市场状况.....	10
三、公司的情况分析.....	10
1、公司与竞争者的对比.....	10
2、公司的竞争优势.....	11
3、募投项目分析.....	12
四、盈利预测及主要假设.....	12
五、估值分析.....	13
六、风险提示.....	14

图表目标

图 1 公司各项业务收入（百万元）.....	4
图 2 公司各项业务收入占比.....	4
图 3 公司的股权结构.....	4
图 4 公司的收入及增速.....	5
图 5 公司的利润及增速.....	5
图 6 公司的毛利率和净利率.....	5
图 7 公司研发费用.....	5
图 8 公司的管理费用.....	6
图 9 公司的销售费用.....	6
图 12 主要法律法规及政策.....	7
图 12 主要法律法规及政策.....	8
图 17 全球工业机器人销量.....	8
图 18 中国工业机器人销量.....	8
图 13 工业机器人累计产量及增速.....	9
图 13 工业机器人下游应用行业占比.....	10
图 17 竞争者收入对比.....	11
图 18 竞争者市场占有率.....	11
图 17 汽车零部件焊接细分行业竞争者收入对比.....	11
图 18 汽车零部件焊接细分行业竞争者毛利率.....	11
表 1 工业机器人系统集成市场规模.....	9
表 2 公司募投项目.....	12

一、公司主业是工业机器人系统集成

1、公司主业是工业机器人系统集成

公司主业是工业机器人系统集成。公司的主营业务为提供工业机器人自动化、智能化的系统集成整体解决方案，主要涉及柔性自动化、智能化的工作站和生产线的研发、设计、生产、装配及销售。

公司主要产品分为焊接用工业机器人系统集成、非焊接用工业机器人系统集成以及工装夹具，其中焊接用工业机器人系统集成主要包括柔性自动化焊接生产线、智能化焊接装备及生产线、激光加工系统、焊接数字化车间等；非焊接用工业机器人系统集成主要包括柔性自动化装配生产线、冲压自动化生产线、生产管理信息化系统等。

1) 柔性自动化焊接生产线：主要包括汽车底盘零部件柔性自动化焊接生产线、汽车车身零部件柔性自动化焊接生产线、汽车内饰金属零部件柔性自动化焊接生产线、新能源汽车电池托盘柔性自动化焊接生产线及一般工业产品柔性自动化焊接生产线。

2) 智能化焊接装备及生产线：主要应用于航空航天、军工、船舶、重工等领域。

3) 激光加工系统：定制开发相应激光加工系统，目前主要应用于汽车、航天等行业。

4) 焊接数字化车间；

5) 柔性自动化装配生产线。

6) 冲压自动化生产线

7) 生产管理信息化系统。

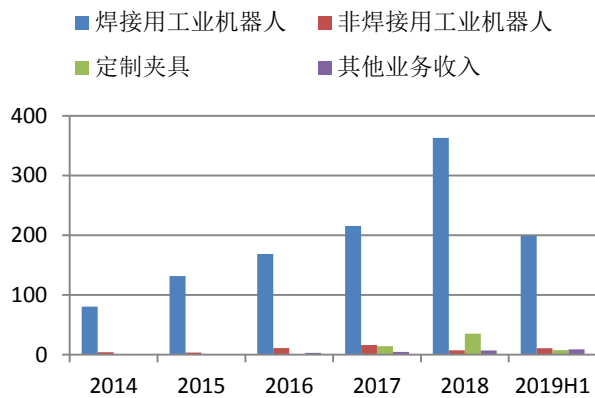
从公司目前的收入构成来看，焊接用工业机器人系统集成占比始终是大头，近几年占比一直在 86%~88% 之间。

公司已在国内工业机器人系统集成及智能装备行业占据一席之地，尤其在汽车金属零部件柔性自动化焊接和高端装备制造业智能化焊接领域拥有突出的竞争优势。公司汽车行业客户主要包括赛科利、上海航发、黎明股份、浙江万向、宝钢阿赛洛、一汽模具、东风（武汉）实业、上海多利、西德科、海斯坦普等大型企业，产品主要服务于上汽通用、一汽大众、一汽红旗、上汽大众、上海汽车、长安福特、东风雷诺、宇通客车、长安马自达、吉利、北京汽车等品牌汽车厂商。

公司在做大、做强汽车领域的同时，在航空航天、军工、船舶、

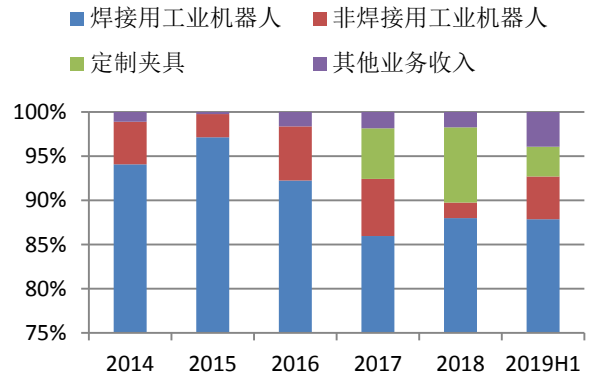
重工等高端装备制造领域拓展业务,开拓了包括上海航天、沈阳飞机、沈阳黎明、卡特彼勒、西安昆仑和振华重工等在内的多家大型客户。

图 1 公司各项业务收入 (百万元)



数据来源: WIND 上海证券研究所

图 2 公司各项业务收入占比

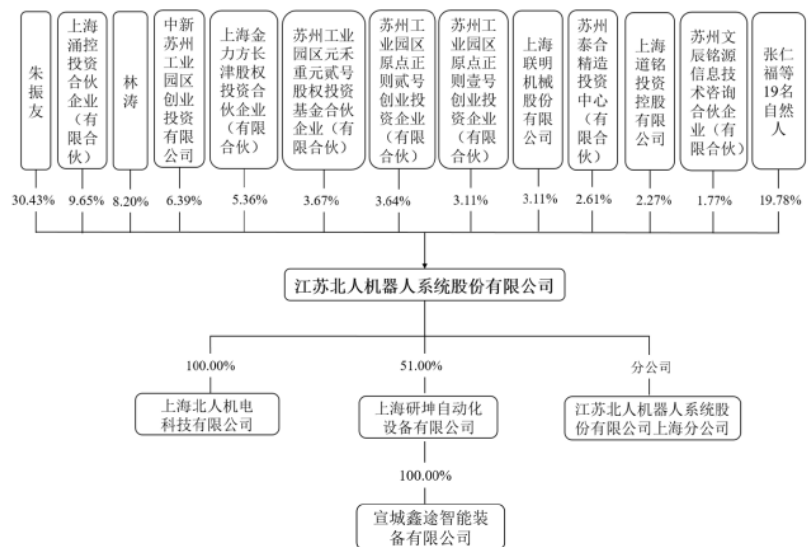


数据来源: WIND 上海证券研究所

公司实际控制人和核心技术团队。公司的实际控制人为朱振友。公司的核心技术人员包括朱振友、林涛、马宏波、李定坤。

朱振友: 男, 1973 年 2 月出生, 中国国籍, 无永久境外居留权, 博士, 高级工程师。1995 年 7 月至 2001 年 3 月任沈阳大学讲师; 2001 年 3 月至 2004 年 6 月系上海交通大学材料学院博士研究生; 2004 年 7 月至 2007 年 8 月系上海通用汽车有限公司制造部维修经理; 2007 年 8 月至 2010 年 8 月任上海 ABB 工程有限公司汽车工业部技术经理; 2010 年 8 月至 2011 年 9 月任上海北人总经理; 2011 年 9 月至今任上海北人执行董事、总经理。2011 年 12 月至今任公司董事长、总经理。

图 3 公司的股权结构



数据来源: WIND 上海证券研究所

2、收入和利润保持增长

收入和利润保持增长。公司近几年的收入和利润都保持较高的增速。2018 年公司实现收入 4.13 亿元，同比增长 64.50%；归母净利润 4836 万元，同比增长 42.03%。2019 年前三季度实现收入 3.08 亿元，同比增长 16.17%；归母净利润 3224 万元，同比增长 0.55%。

图 4 公司的收入及增速

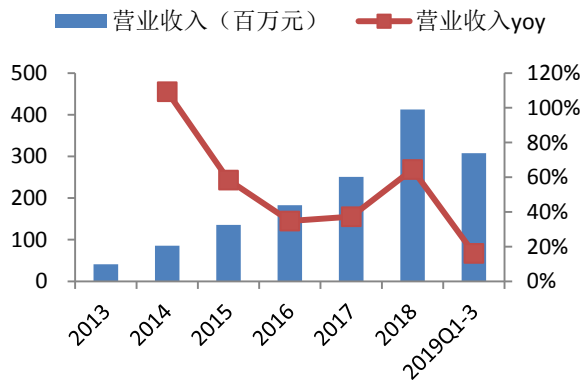
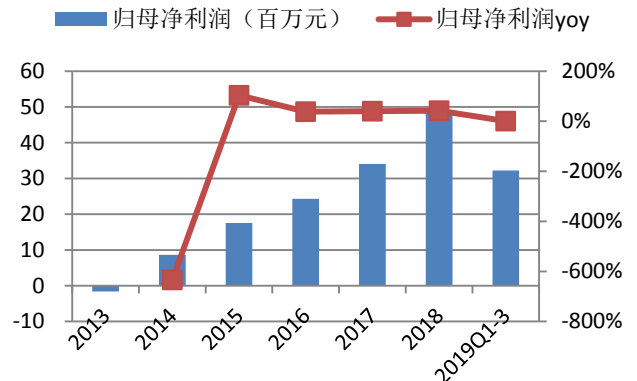


图 5 公司的利润及增速



数据来源：WIND 上海证券研究所

数据来源：WIND 上海证券研究所

公司利润逐步增加。总体来看，公司前几年的毛利率和净利率较为稳定，近两年由于下游需求放缓，毛利率和净利率有所下降。2018 年公司毛利率 24.87%，2019 年前三季度毛利率 23.48%。2018 年公司净利率 12.12%，2019 年前三季度净利率 10.42%。公司的管理费用率、销售费用率、研发费用率总体保持稳定。

图 6 公司的毛利率和净利率

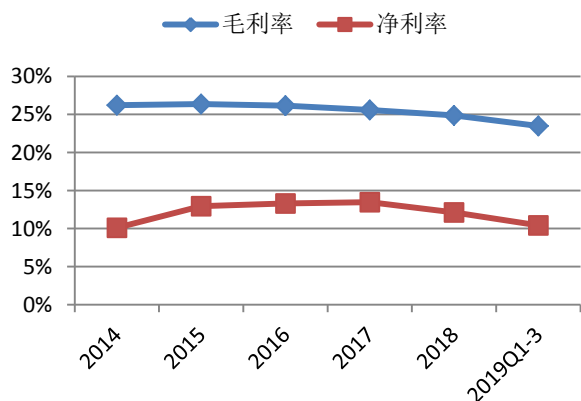
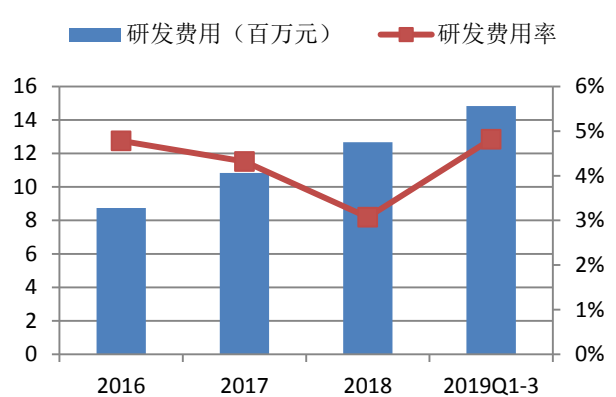


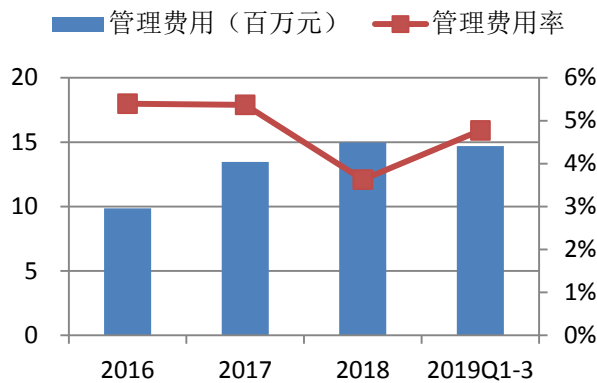
图 7 公司研发费用



数据来源：WIND 上海证券研究所

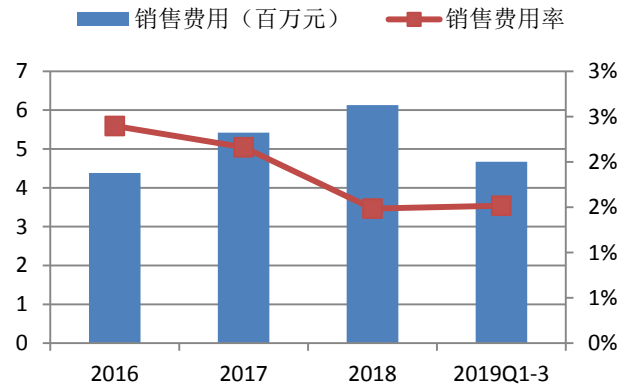
数据来源：WIND 上海证券研究所

图 8 公司的管理费用



数据来源: WIND 上海证券研究所

图 9 公司的销售费用



数据来源: WIND 上海证券研究所

二、行业分析：工业机器人行业未来将保持增长

1、行业涉及到的法律法规和产业政策

行业涉及到的产业政策：

1) 中国制造 2025 规划：纲要指出，未来要推进信息化与工业化的深度融合，加快发展智能制造装备和产品，组织研发具有深度感知、智慧决策、自动执行功能的高档数控机床、工业机器人、增材制造装备以及智能化生产线，突破新型传感器、智能测量仪表、工业控制系统、伺服电机及驱动器和减速器等智能核心装置，推进工程化和产业化。同时，推进制造过程智能化，在重点领域试点建设智能工厂/数字化车间，加快人机智能交互、工业机器人、智能物流管理、增材制造等技术和装备在生产过程中的应用，促进制造工艺的仿真优化、数字化控制、状态信息实时监测和自适应控制。

2) 智能制造发展规划（2016-2020 年）：第一步，到 2020 年，智能制造发展基础和支撑能力明显增强，传统制造业重点领域基本实现数字化制造，有条件、有基础的重点产业智能转型取得明显进展；第二步，到 2025 年，智能制造支撑体系基本建立，重点产业初步实现智能转型。

3) 增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018-2020 年）：三年行动计划提出推动典型领域示范应用，提高搬运机器人、焊接机器人、装配机器人、喷涂机器人、洁净机器人等整机系列化产品开发能力，在新能源、汽车、电子、轻工、纺织、医药、冶金、金属加工、建材、民爆、危险化学品等行业加大示范应用力度。

图 10 主要法律法规及政策

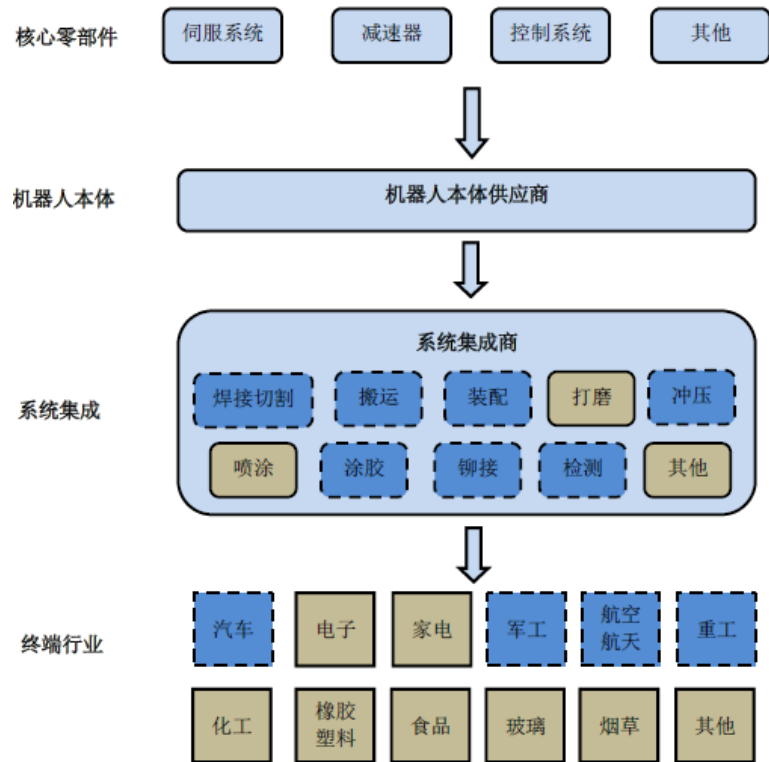
序号	发布时间	发布单位	名称
1	2018 年 11 月	江苏省工信厅	江苏省机器人产业发展三年行动计划（2018-2020 年）
2	2017 年 12 月	工信部	促进新一代人工智能产业发展三年行动计划（2018-2020 年）
3	2017 年 11 月	发改委	增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018-2020 年）
4	2017 年 4 月	科技部	“十三五”先进制造技术领域科技创新专项规划
5	2017 年 1 月	发改委	战略性新兴产业重点产品和服务指导目录（2016 版）
6	2016 年 12 月	工信部、财政部	智能制造发展规划（2016-2020 年）
7	2016 年 11 月	国务院	“十三五”国家战略性新兴产业发展规划
8	2016 年 7 月	国务院	“十三五”国家科技创新规划
9	2016 年 5 月	国务院	国家创新驱动发展战略纲要
10	2016 年 4 月	工信部	2016 年智能制造试点示范专项行动
11	2016 年 4 月	工信部、发改委、财政部	机器人产业发展规划（2016-2020 年）
12	2015 年 5 月	国务院	中国制造 2025

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

2、工业机器人系统集成市场规模

工业机器人产业链。工业机器人行业按产业链分为上游、中游、下游和行业应用。上游为减速器、伺服系统、控制系统等核心零部件生产；中游为工业机器人本体生产；下游是基于终端行业特定需求的工业机器人系统集成，主要用于实现焊接、装配、检测、搬运、喷涂等工艺或功能；行业应用主要是汽车、电子等对自动化、智能化需求高的终端行业对工业机器人的应用。

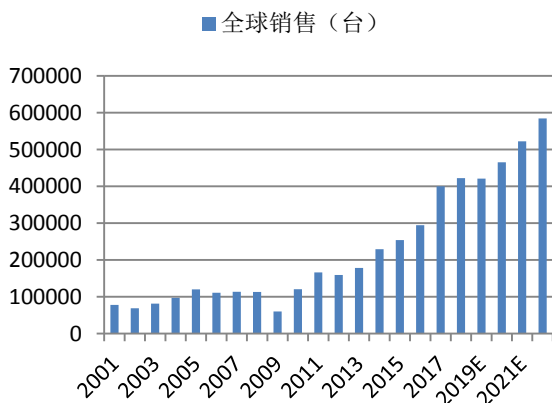
图 11 主要法律法规及政策



数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

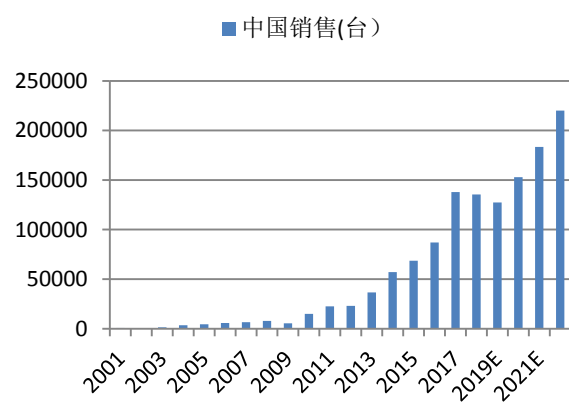
全球工业机器人销量保持增长。全球工业机器人在 2018 年增速有所放缓，销售 42.2 万台。中国机器人销量也迎来销量的负增长，2018 年销售 13.5 万台，2019 年全年预计工业机器人销量也是负增长。但是未来工业机器人销量有望恢复正增长。到 2022 年全球工业机器人销量有望达到 58.4 万台，中国销量达到 22 万台。

图 12 全球工业机器人销量



数据来源：WIND 上海证券研究所

图 13 中国工业机器人销量



数据来源：WIND 上海证券研究所

2019 年行业增速负增长，但是已经看到边际改善。从 2018 年下半年以来，随着制造业投资的寻底，工业机器人产量已经连续多个月负增长，2019 年 1-10 月，工业机器人产量 15.1 万台，同比下降 8.8%。

但是行业已经看到边际改善迹象，10月份单月产量1.44万台，同比增长1.7%，产量在经过多个月的负增长以后，首次转正。

图 14 工业机器人累计产量及增速



数据来源: WIND 上海证券研究所

工业机器人系统集成市场规模。2018 年全球工业机器人市场规模为 1155 亿美元，按照工业机器人系统集成市场规模是工业机器人市场规模的 3 倍计算，全球工业机器人系统集成市场规模达到 3465 亿元。2018 年中国工业机器人市场规模为 407.7 亿元，系统集成市场规模为 1223 亿元。到 2022 年中国工业机器人市场规模有望达到 602.6 亿元，系统集成市场规模为 1807.8 亿元。

表 1 工业机器人系统集成市场规模

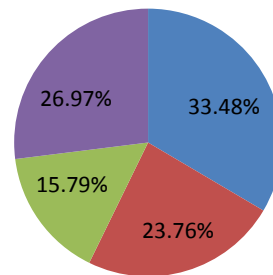
区分	2018	2022E
全球工业机器人市场规模 (亿元)	1155.0	1598.4
全球工业机器人系统集成市场规模 (亿元)	3465.0	4795.2
中国工业机器人市场规模 (亿元)	407.7	602.6
中国工业机器人系统集成市场规模 (亿元)	1223.1	1807.8

数据来源: IFR、公司招股说明书 上海证券研究所 (1 美元=7 人民币)

按照工业机器人下游应用行业汽车行业占比 24%的比例，则 2018 年汽车行业工业机器人系统集成市场规模为 294 亿元，到 2022 年达到 434 亿。

图 15 工业机器人下游应用行业占比

■ 电气电子设备和器材制造 ■ 汽车制造业 ■ 金属加工业 ■ 其他



数据来源：IFR 上海证券研究所

3、工业机器人系统集成市场状况

发展趋势：人口红利递减以及经济结构转型调整带来前所未有的发展机遇；国内系统集成商面临发展机遇，进入“进口替代”阶段；智慧工厂是系统集成行业的未来发展方向未来几年，汽车领域对工业机器人系统集成需求依旧旺盛；高端装备制造业发展带动智能化焊接装备需求增速加快。

汽车零部件生产技术革新成为汽车零部件供应商满足整车厂商竞争需要的关键，从而带动工业机器人系统集成产业发展，主要体现在以下方面：柔性化、智能化生产方式成为汽车零部件制造的主要发展方向；研发实力和快速反应能力成为汽车零部件厂商选择产线集成商的重点考虑因素；新材料的应用对生产工艺提出新的要求；新能源汽车零部件制造（如冲压、焊接、装配等）的自动化需求旺盛。

行业发展现状。系统集成商数量较多：2018 年工业机器人系统集成商数量达到 3000 多家，国内系统集成商规模普遍偏小，其中绝大多数企业的系统集成业务营业收入不超过 3,000 万元，营收规模超过 1 亿元的企业约 100 家左右，且分散于汽车、3C 等多个应用领域；低端应用竞争激烈，高端应用竞争门槛较高；系统集成商的技术水平参差不齐，导致提供的服务水平差异较大。

三、公司的情况分析

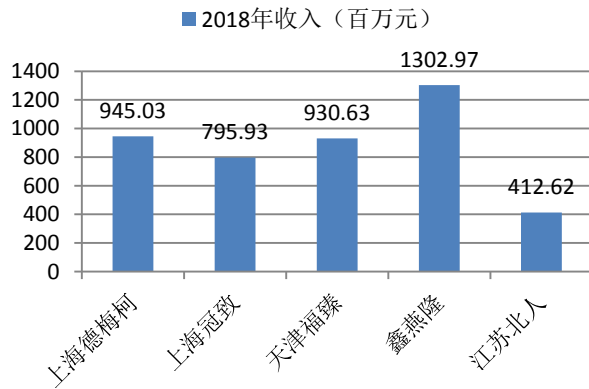
1、公司与竞争者的对比

2018 年度天津福臻的营业收入为 9.31 亿元，市场占有率约 3.32%；2018 年度上海冠致的营业收入为 7.96 亿元，市场占有率约为 2.84%；2018 年度德梅柯的营业收入为 9.45 亿元，市场占有率约 3.38%；2018 年度鑫燕隆营业收入为 13.03 亿元，市场占有率约 4.65%。2018 年公

司营业收入为 4.13 亿元，市场占有率约为 1.47%。

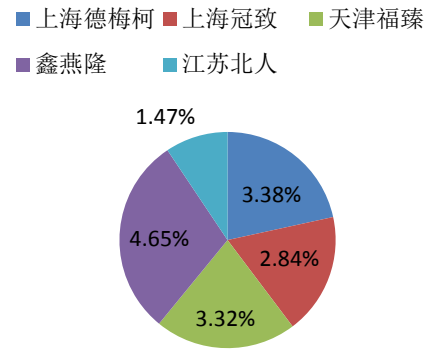
天津福臻、上海冠致、德梅柯、鑫燕隆的市场占有率超过公司，但由于上述企业主要以汽车整车焊接生产线为主，公司以汽车零部件焊接生产线为主。

图 16 竞争者收入对比



数据来源: WIND 上海证券研究所

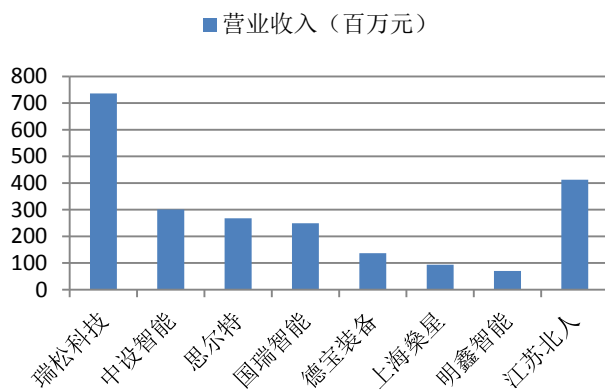
图 17 竞争者市场占有率



数据来源: WIND 上海证券研究所

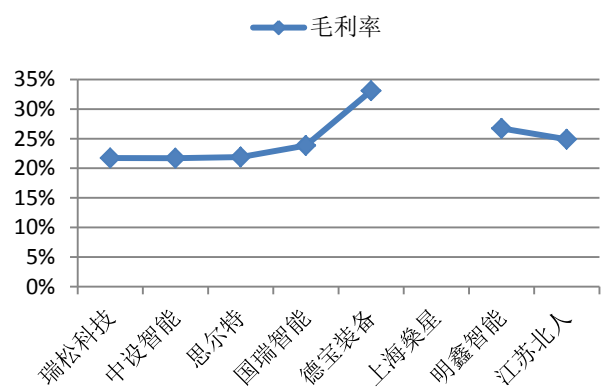
在汽车零部件焊接细分行业，公司的潜在竞争对手包括：瑞松科技、中设智能、思尔特、国瑞智能、德宝装备、上海燊星、明鑫智能等。从销售规模来看，公司与瑞松科技均高于上述其他竞争对手，处于行业前列。公司主营业务毛利率高于销售规模较大的竞争对手，且略高于行业平均水平，说明公司在汽车零部件焊接细分行业具有市场竞争力，拥有一定的市场地位。

图 18 汽车零部件焊接细分行业竞争者收入对比



数据来源: WIND 上海证券研究所

图 19 汽车零部件焊接细分行业竞争者毛利率



数据来源: WIND 上海证券研究所

2、公司的竞争优势

汽车零部件柔性自动化焊接领域：

性价比优势：国内系统集成商已经能够提供更具性价比的整体解决方

案。

更加快速响应能力，提供快速、周全的服务：国内系统集成商售后服务理念更加本土化，流程审批短，响应速度快，而且可以提供全方位的服务。

技术优势：公司拥有 15 项授权发明专利、22 项授权实用新型专利和 14 项软件著作权。

品牌优势、人才优：技术实力和项目管理水平逐步提高，产品性能和服务质量逐渐得到下游客户的认可。公司拥有一支超过 250 人的技术人员队伍。

规模优势。

3、募投项目分析

本次募集资金投资项目主要为研发、智能化生产线项目和补充流动资金，其中智能化生产线项目为新建智能化生产线厂房，扩大公司柔性化、智能化产线的现有产能；研发中心项目主要为新建智能化示范车间，包含下一代汽车车身机器人点焊柔性化生产线和下一代机器人弧焊智能化生产线，实现数字化设计与仿真系统、车间全流程信息化管理系统、智能化仓储和物流管理系统、车间远程运维系统与生产线的集成。

表 2 公司募投项目

募集资金投资项目	子项目	投资总额（百万元）	拟投入募集资金（百万元）
研发、智能化生产线项目	智能化生产线项目	224.92	224.92
	研发中心项目	67.11	67.11
补充流动资金		70	70
	合计	362.03	362.03

数据来源：WIND 上海证券研究所

四、盈利预测及主要假设

主要假设： 1) 2020 年制造业投资复苏，公司工业机器人系统集成业务恢复稳定；3) 公司主要产品毛利率保持稳定。预测公司 2019/2020/2021 年收入为 4.81、6.18、7.95 亿元，归母净利润 0.52、0.73、1.04 亿元，EPS 为 0.44、0.62、0.88 元。

五、估值分析

5.1 同行业可比公司 PE 估值比较分析

基于已公布的 2018 年业绩和 2019、2020 年预测业绩的均值，A 股同行业可比上市公司 18 年静态平均市盈率为 41.21 倍，19 年、20 年平均动态市盈率为 33.72 倍、24.97 倍。

表 7 同行业上市公司 PE 比较

公司名称	股票代码	股价	EPS (元)			PE (倍)		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
华昌达	300278	4.06	0.04			101.50		
克来机电	603960	31.06	0.48	0.63	0.88	64.71	49.30	35.30
三丰智能	300276	7.62	0.43	0.42	0.52	17.72	18.14	14.65
天永智能	603895	23.46	0.33			71.09		
哈工智能	584	5.96	0.2			29.80		
行业平均						41.21	33.72	24.97
江苏北人	688218	32.07	0.41	0.44	0.62	77.81	72.89	51.67

数据来源: WIND 上海证券研究所

目前公司股价为 32.07 元,对应 18、19、20 年 PE 为 77.81、72.89、51.67 倍,高于行业平均 PE。

此外,18 年公司以扣非归母净利润计算 EPS 为 0.39 元,对应 PE 82.52 倍,A 股同行业可比公司对应平均扣非 PE 为 88.32 倍,公司估值低于 A 股可比上市公司。

5.2 其他相对估值法比较分析

我们选择 PB 进行比较分析,目前公司 18、19、20 年 PB 分别为 8.14、9.75、8.54,高于同行业可比公司均值 4.89、5.03、4.29。

表 8 同行业上市公司 PB 比较

公司名称	股票代码	股价	BPS			PB (倍)		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
华昌达	300278	4.06	2.84			1.43		
克来机电	603960	31.06	3.62	3.63	4.32	8.59	8.56	7.19
三丰智能	300276	7.62	6.41	5.03	5.50	1.19	1.51	1.39
天永智能	603895	23.46	5.83			4.02		
哈工智能	584	5.96	2.77			1.00		
行业平均						4.89	5.03	4.29
江苏北人	688218	32.07	3.94	3.29	3.76	8.14	9.75	8.54

数据来源: WIND 上海证券研究所

六、风险提示

包括但不限于：

业绩风险：2020 年下游需求制造业投资不能复苏，导致业绩预测假设不成立，公司的业绩可能下滑。

创新风险：及时研发并推出符合市场需求的产品是智能装备企业保持持续竞争力的关键。公司可能面临新产品研发失败或销售不及预期的风险，从而对公司业绩产生不利的影响。

经营风险：本公司目前的资产规模、承接大项目的能力及抗风险能力等方面与国际知名企业相比仍有一定差距，如果公司不能提高产品竞争力，增强资本实力，扩大市场份额，将面临一定的市场竞争风险。若汽车销量持续大幅下降，将会间接对公司的经营业绩产生较大的不利影响。

集中度风险：客户集中度较高的风险，来源于上汽集团体系的订单比例较高。销售市场集中的风险，销售市场仍主要集中于长三角地区。

资产负债表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	29	5	6	8
存货	401	473	560	692
应收账款及票据	154	191	184	214
其他	117	116	120	125
流动资产合计	701	784	871	1,039
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	61	53	63	71
在建工程	0	20	20	20
无形资产	29	26	23	19
其他	19	20	19	19
非流动资产合计	109	119	125	130
资产总计	810	903	995	1,169
短期借款	72	68	34	31
应付账款及票据	142	173	215	281
其他	216	244	270	298
流动负债合计	430	485	519	611
长期借款和应付债券	26	26	26	26
其他	3	1	1	1
非流动负债合计	29	27	27	27
负债合计	459	512	546	638
少数股东权益	4	6	8	12
股东权益合计	351	391	449	531
负债和股东权益总计	810	903	995	1,169

现金流量表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	(17)	36	74	50
投资活动现金流	(15)	(21)	(17)	(17)
融资活动现金流	10	(21)	(56)	(31)
净现金流	(22)	(6)	1	2

数据来源：WIND 上海证券研究所

利润表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	413	481	618	795
营业成本	310	364	465	595
营业税金及附加	2	2	3	4
营业费用	6	7	12	16
管理费用	15	43	49	56
财务费用	7	5	4	3
资产减值损失	5	1	1	1
投资收益	2	2	2	2
公允价值变动损益	0	0	0	0
其他收益	0	1	2	2
营业利润	56	61	86	124
营业外收支净额	2	2	2	2
利润总额	58	63	88	126
所得税	8	9	13	19
净利润	50	53	75	107
少数股东损益	2	2	3	4
归属母公司股东净利润	48	52	73	104

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	64%	17%	29%	29%
净利润增长率	42%	7%	41%	42%
毛利率	25%	24%	25%	25%
净利率	12%	11%	12%	13%
资产负债率	57%	57%	55%	55%
流动比率	1.63	1.62	1.68	1.70
速动比率	0.70	0.46	0.42	0.42
总资产回报率 (ROA)	7%	7%	9%	11%
净资产收益率 (ROE)	18%	13%	17%	20%
PE	77.8	72.9	51.7	36.3
PB	8.1	9.8	8.5	7.2

分析师承诺

倪瑞超

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。