公司研究

公司首次覆盖报告

开源证券 证券研究报告

中直股份（600038.SH）

2020 年 05 月 10 日

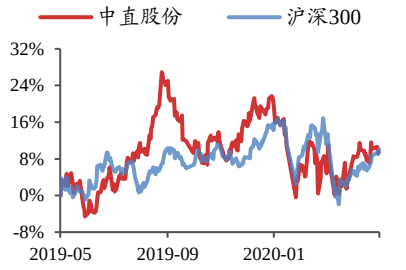
2020Q1 业绩下滑，疫情影响不改直升机龙头长期稳增趋势

投资评级：买入（首次）

——公司首次覆盖报告

日期	2020/5/8
当前股价(元)	43.94
一年最高最低(元)	51.49/38.42
总市值(亿元)	259.02
流通市值(亿元)	259.02
总股本(亿股)	5.89
流通股本(亿股)	5.89
近 3 个月换手率(%)	70.92

股价走势图



数据来源：贝格数据

段小虎（分析师）
duanxiaohu@kysec.cn
证书编号：S0790520020001

● 直-20 列装周期需求旺盛，民机市场前景广阔，首次覆盖给予“买入”评级

由于军品业务将长期受益于新机型列装周期，民品业务有望随通航产业发展释放弹性，我们预测公司 2020~2022 年可实现归母净利润 7.2/8.7/10.5 亿元，分别同比增长 21.5%/22.1%/20.1%；EPS 分别为 1.2/1.5/1.8 元；当前股价对应 PE 分别为 36/30/25 倍。参考可比上市公司，公司 2020~2022 年动态 PE 估值低于可比上市公司平均估值水平，考虑到公司行业龙头地位及集团直升机板块 A 股上市平台稀缺性，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 直升机制造龙头，军品业务将持续受益于直-20 加速列装

我国军用直升机总量仅为美国的 1/6，缺少中/大/重型国产直升机。参照美军每个陆航旅装备 113 架直升机，新增、更换直升机需求有望超千架。直-20 作为中型通用机型，参考“黑鹰”系列直升机在美军作为主力机型的装备比例，保守估计市场空间达 680 架。直-20 有望加速列装，公司作为部件供应商将持续受益。

● 通航产业前景广阔，公司民机业务布局完善将充分受益

公司民用直升机谱系较全，运-12 固定翼飞机市场份额较高，产品布局较完善。根据“十三五”规划，到 2020 年全国目标建成 500 个以上通用机场，目前在运行通航机场共 254 个，预计 2020 年将加快建设完成规划目标。相关产业政策也将在民航局等部门的重视下陆续推出，看好公司民机业务未来释放业绩弹性。

● 上市公司体外仍有集团直升机资产，值得关注业务整合进程

航空工业集团直升机板块仍有哈飞集团、昌飞集团的总装直升机整机与试飞业务、直升机运营及维修业务以及中航直升机设计研究所（602 所）等资产在上市公司体外，资产质量相对优质。考虑到同类资产合并仍是大势所趋，未来中直股份体外资产的有望注入将带来上市公司盈利规模的提升和关联交易削减所致的盈利能力增强。

风险提示：装备列装进度不及预期，通航产业发展不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,066	15,795	19,117	22,973	27,542
YOY(%)	8.4	20.9	21.0	20.2	19.9
归母净利润(百万元)	510	588	715	873	1,049
YOY(%)	12.1	15.3	21.5	22.1	20.1
毛利率(%)	13.9	13.9	14.0	14.1	14.2
净利率(%)	3.9	3.7	3.7	3.8	3.8
ROE(%)	6.4	6.9	7.9	9.0	9.9
EPS(摊薄/元)	0.87	1.00	1.21	1.48	1.78
P/E(倍)	50.8	44.0	36.2	29.7	24.7
P/B(倍)	3.4	3.2	3.0	2.7	2.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目　录

1、 直升机制造龙头，聚焦主营业务稳健增长 3
2、 陆军战略转型待补短板，直-20 加速列装驱动业绩增长 5
2.1、 中国军用直升机总量不足，国产机型谱系不全 5
2.2、 对标美国陆航部队，直升机需求总量较大 6
2.3、 直-20 填补国产空白领域加速列装，将成为军品业绩增长主要驱动力 6
3、 通航产业前景广阔，民机业务有望充分受益 7
4、 盈利预测与投资建议 7
5、 风险提示 8
附：财务预测摘要 9

图表目录

图 1: 中直股份是航空工业直升机板块唯一 A 股上市平台 3
图 2: 2013-2019 年营收 CAGR 为 6.5% 4
图 3: 2013-2019 年归母净利润 CAGR 为 15.5% 4
图 4: 2013 年以来管理费用略有上升 4
图 5: 2013 年以来研发投入占营收比重逐步提高 4
图 6: 中国军用直升机保有量及每万军人保有量相对较低 5
图 7: 中国军用直升机相比美国缺乏国产中、大、重型机型 6

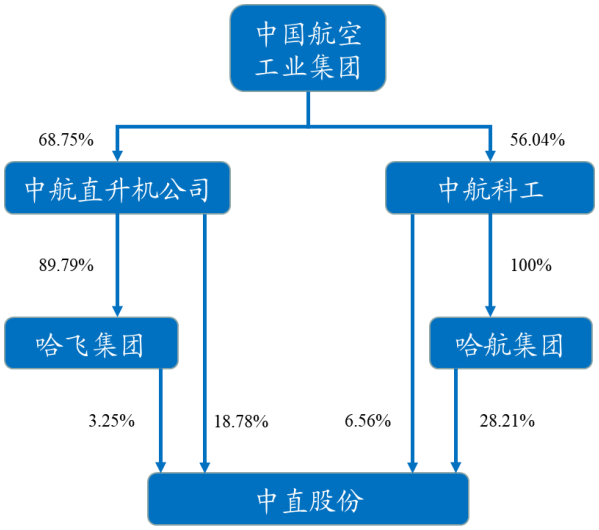
表 1: 仍有部分军用直升机整机业务以及直升机研究所等资产在上市公司体外 3
表 2: 中国军用直升机的国产机型主要为轻型种类 5
表 3: 公司估值水平低于可比上市公司平均估值水平 8

1、 直升机制造龙头，聚焦主营业务稳健增长

中直股份是航空工业直升机板块在 A 股唯一的上市平台。公司前身为哈飞股份，2013 年实施并购重组，基本实现了航空工业集团直升机零部件、大部分军用与民用直升机整机业务的整体上市，后改名中直股份。

航空工业集团直升机板块仍有哈飞集团、昌飞集团的总装直升机整机与试飞业务、直升机运营及维修业务以及中航直升机设计研究所（602 所）等资产在上市公司体外，资产质量相对优质。考虑到同类资产合并仍是大势所趋，未来中直股份体外资产的有望注入将带来上市公司盈利规模的提升和关联交易削减所致的盈利能力增强。

图1：中直股份是航空工业直升机板块唯一 A 股上市平台



资料来源：公司公告、Wind.、开源证券研究所

公司主营军用直升机零部件、民用整机（直升机和固定翼飞机）及零部件，已基本形成“一机多型、系列发展”的格局。核心航空产品包括直-8、直-9、直-11、AC311、AC312、AC313 等型号直升机及零部件，以及 Y12 和 Y12F 系列固定翼飞机，在国内处于技术领先地位。

表1：仍有部分军用直升机整机业务以及直升机研究所等资产在上市公司体外

集团直升机板块主要下属机构	主要控股参股公司	主营产品/业务
中直股份	哈飞航空（100%控股）	直-9、直-15、EC120、AC312、H425、AC352 直升机；Y-12 固定翼飞机
	昌河航空（100%控股）	直-8、直-11、AC311、AC313 直升机
	惠阳公司（100%控股）	航空螺旋桨、调速器
	天津直升机（100%控股）	直升机及其他航空器、航空零部件的研发、生产等
	景航高新（100%间接控股）	航空附件产品、测试设备的研发、实验、制造及维修；航空高新技术产品的研发、销售等
	哈尔滨通飞（40%间接控股）	固定翼通用飞机生产制造、销售等
	昌河阿古斯特（参股）	A109E 直升机
哈飞集团		武直-9、武直-19 武装直升机
昌飞集团		武直-10、武直-11、武直-11WB 武装直升机
直升机研究所		我国直升机型号研制总设计师单位和直升机技术发展抓总单位，已成功研制直-8、直-9、直-11、直-10、直-19、

集团直升机板块主要下属机构	主要控股参股公司	主营产品/业务
		AC313、AC311、AC352 等 12 个系列 60 多种型号的军民用直升机以及无人直升机

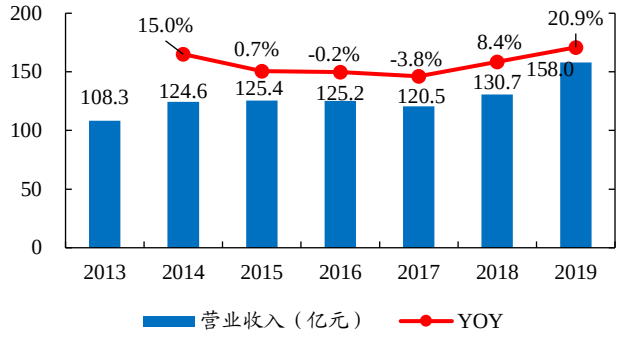
资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

自 2013 年重组以来，公司营收平稳增长，归母净利润稳健增长。公司 2013-2019 年营收从 108.3 亿元增长至 158.0 亿元，CAGR 为 6.5%；归母净利润从 2.5 亿元增长至 5.9 亿元，CAGR 为 15.5%。

新机型上量拉动公司 2019 年营收、业绩加速增长，预期直-20 加速列装驱动公司业绩稳健增长。2019 年营业收入同比增长 20.9%，增速较 2018 年提高 12.5pct;归母净利润同比增长 15.3%，增速较 2018 年提高 3.2pct。公司将受益于直-20 加速列装，未来业绩有望稳健增长。

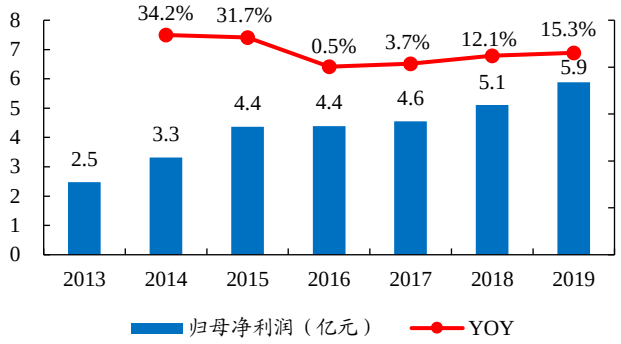
2020Q1 营业收入、业绩受疫情影响而下滑，但仍看好公司长期受益于直-20 列装周期稳健增长。2020Q1 公司实现营业收入 19.52 亿元，同比下降 18.2%；实现归母净利润 0.52 亿元，同比下降 34.1%，主要系疫情因素使公司及上游供应链的开工时间延后所致。

图2：2013-2019 年营收 CAGR 为 6.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

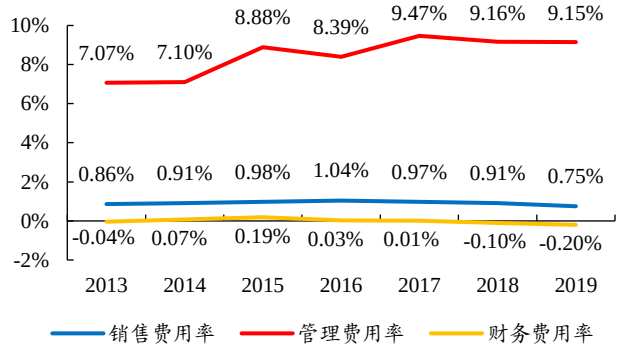
图3：2013-2019 年归母净利润 CAGR 为 15.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

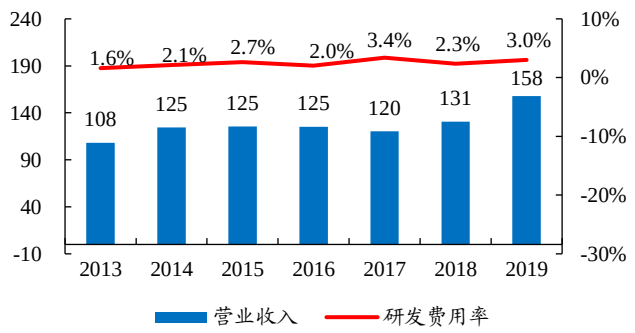
公司期间费用率较为平稳，研发费用占营收比重逐步提升。2013 年以来，管理费用率有所上升，销售费用率和财务费用率平稳维持在较低水平，且近年呈下降趋势，使近年的期间费用率平稳保持在 10%左右。研发费用占营收比重从 2013 年的 1.6%提升到 2019 年的 3.0%，研发投入力度大幅增加。

图4：2013 年以来管理费用略有上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2013 年以来研发投入占营收比重逐步提高



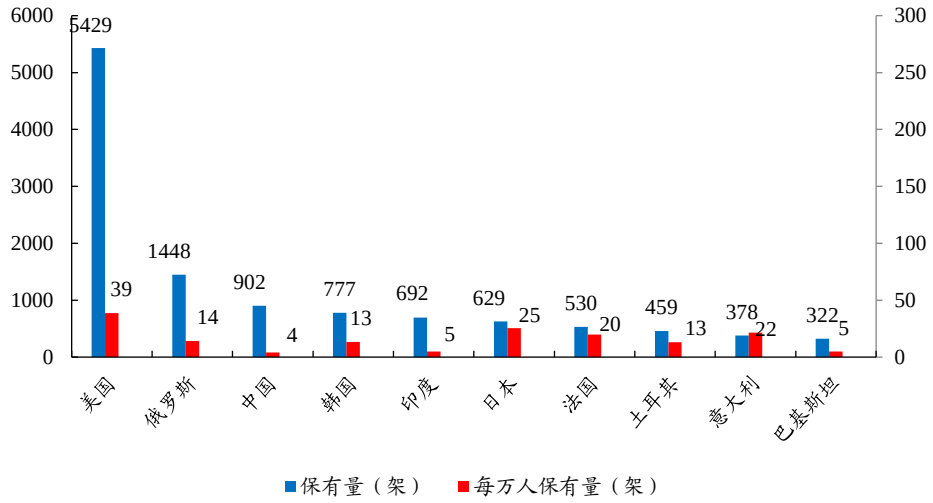
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 陆军战略转型待补短板，直-20 加速列装驱动业绩增长

2.1、 中国军用直升机总量不足，国产机型谱系不全

中国军用直升机基础薄弱，保有量与世界先进水平差距较大。根据《World Air Force 2019》，2018 年全球军用直升机保有量超过 2 万架，其中美国/俄罗斯/中国的保有量分别为 5429/1448/902 架。我国军用直升机保有量仅为美国的 17%，俄罗斯的 62%，总量上存在较大差距。从人均的角度看，根据 Global Firepower 网站的各国军队人数，可计算每万名军人配备军用直升机的数量，中国每万名军人仅配备约 4 架军用直升机，远低于美国（39 架/万军人）和俄罗斯（14 架/万军人）的配置比例。

图6：中国军用直升机保有量及每万军人保有量相对较低



数据来源：《World Air Force 2019》、Global Firepower、开源证券研究所

中国军用直升机的组成结构缺少中型和重型直升机。《World Air Force 2019》数据显示，我国国产机型集中在轻型种类，中大型直升机的发动机或整机依赖进口，重型直升机只有在研机型，列装上仍是空白。由于长期缺乏 10 吨级中型直升机，我国从俄罗斯进口了大量 Mi-17 系列直升机以作补充。美国经过长期实施陆军现代化重组计划，已经建成了成熟的模块化陆航部队，直升机型从 2 吨级小型到 20 吨以上重型一应俱全，是美军全球部署和战略投送的有力武器。其中，中型通用直升机载重量适中，且便于改装以满足多军种执行多种军事任务的需求，在美国军用直升机保有总量中占比超过 60%。

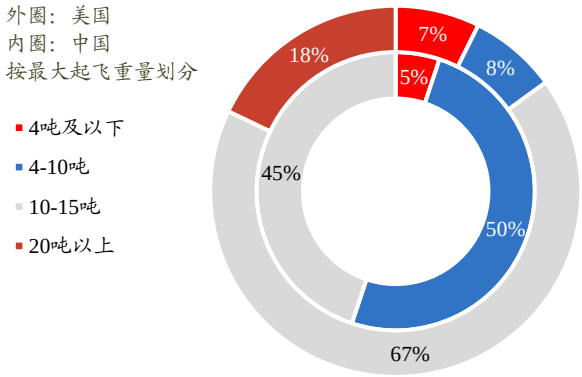
表2：中国军用直升机的国产机型主要为轻型种类

型号	现役数量	最大起重量（吨）	用途	厂商
Mi-17/171	255	13	运输直升机	俄罗斯米里
Z-19	175	4.5	侦察直升机	哈飞
Z-9	141	4	通用型	哈飞
Z-8	130	13	通用型	昌河
Z-10	106	7	攻击直升机	哈飞、昌河
Z-11	46	2.2	通用型	昌河
S-70	12	9.8	运输直升机	美国西科斯基
Ka-28	17	12.6	反潜直升机	俄罗斯卡莫夫

型号	现役数量	最大起重量（吨）	用途	厂商
AS365/565	6	4.3	通用型	欧直
Z-18	2	13.8	反潜直升机	昌河
Ka-27	1	12	反潜直升机	俄罗斯卡莫夫
合计	902	-	-	-

数据来源：《World Air Force 2019》、开源证券研究所

图7：中国军用直升机相比美国缺乏国产中、大、重型机型



数据来源：《World Air Force 2019》、开源证券研究所

2.2、 对标美国陆航部队，直升机需求总量较大

美国陆航旅配置较为成熟，单个陆航旅配置直升机 113 架左右。美国自 2006 年开始筹划陆军现代化重组计划，经过十多年的建设，美国陆航部队形成了战斗航空旅的编制概念，即陆航部队以旅为主要建制，下辖 4-7 个不同功能的营级单位，最基础的陆航旅为战斗航空旅（CAB）。美军现役典型的战斗航空旅由 2 个攻击侦察营（24 架“阿帕奇”）、1 个突击直升机营（30 架“黑鹰”）、以及 1 个综合支援营（8 架“黑鹰”、12 架“支奴干”、15 架“铺路鹰”）组成，配置直升机总数为 113 架。

若以美国陆航旅配置直升机数量标准为目标，我国陆航旅未来直升机总需求有望超千架。我国 2019 年发布的国防白皮书《新时代的中国国防》指出，要按照机动作战、立体攻防的战略要求，加快实现区域防卫型向全域作战型转变，提高精确作战、立体作战、全域作战、多能作战、持续作战能力，努力建设一支强大的现代化新型陆军。目前，我国有 13 个集团军和 2 个下辖机动作战部队的军区（新疆军区、西藏军区），每个集团军及军区拥有一个陆航旅/空中突击旅，若 15 个陆航旅/空中突击旅以美国战斗航空旅的直升机配置数量为目标，则需列装约 1700 架直升机。根据《World Air Force 2019》，我国现有军用直升机 902 架，再考虑到机型结构调整和陈旧直升机淘汰更换等因素，陆航部队的直升机需求有望超千架。

2.3、 直-20 填补国产空白领域加速列装，将成为军品业绩增长主要驱动力

中型通用直升机应用领域广泛，明星机型“黑鹰”在美军直升机中数量占比 53%。中型直升机运输携带能力较强，仅次于专门用作运输的重型运输直升机；通用直升机可兼顾不同类型的任务，如救援、运输、通讯等，并有可能发展为舰载机；中型通用直升机凭借其多用途和出色的运输能力，成为直升机家族中部署规模最大的直升机。美国“黑鹰”直升机正是过去四十年世界范围内最成功的中型通用直升机，种类繁多的衍生型号被广泛应用在各类军种和民用领域。美军拥有近 3000 架“黑鹰”及

其衍生型号，占全部军用直升机总数的 53%。

直-20 对标“黑鹰”，市场空间预计达 680 架，公司作为部件供应商将持续受益。直-20 在性能上可对标美国“黑鹰”直升机，与“黑鹰”的 4 桨叶相比，直-20 采用了 5 桨叶旋翼，更多的桨叶意味着更大的升力和更小的阻力，从而提升内部载重和外部吊挂性能，增大直升机的整体载重能力。同时，这一设计还意味着更小的直径和转速，这将十分有利于在狭窄空间起飞和着陆。桨毂的钛合金锻件无论从锻件结构、尺寸以及各项性能指标上看，都达到了国外同类产品的先进水平。参考“黑鹰”在美军直升机的配置比例，保守估计未来我国 15 个满编陆航旅中有 40%为中型通用直升机，则直-20 的市场空间将达 680 架。目前直-20 已经进入列装周期，根据新型装备的列装规律，直-20 有望加速交付部队，公司作为部件供应商将持续受益。

3、 通航产业前景广阔，民机业务有望充分受益

中国通航产业基础薄弱，政策边际改善有望逐步打开市场。2016 年国务院发布的《关于促进通用航空业发展的指导意见》指出，我国通用航空业存在总规模较小，基础设施建设相对滞后，低空空域管理改革进展缓慢等问题。在基础设施建设方面，根据“十三五”规划，到 2020 年全国目标建成 500 个以上通用机场，由于机场建设审批流程复杂，审批、建设到颁证需经历的 50 多个步骤耗时 1-2 年，导致建设进度先慢后快。根据通航资源网信息，目前共有通航机场 254 个，预计 2020 年将加快建设完成规划目标。在政策方面，根据 2020 年民航工作会议相关信息，民航局将重点深化通用航空“放管服”改革，重构通航法规体系、加快通航机场和飞行服务保障体系建设，培育通用航空成为我国经济发展新的增长点。民航局于 2020 年 2 月 25 日公告，目前正在针对《正常类飞机适航规定（修订送审稿）》向社会征求意见，推进通用航空适航审定“放管服”的工作有序进行中，预期通航产业政策加快推出，促进行业快速发展。

公司机型谱系较全，民机业务有望充分受益于通航产业快速发展。中直股份已经拥有 AC311、AC312、AC313 等型号直升机，以及 Y12 和 Y12F 固定翼飞机。在民用直升机方面， AC311 是 2 吨级轻型民用直升机，AC312 是 4 吨级双发中型多用途直升机，AC313 是 13.8 吨级大型民用直升机。根据 2018 年年报，公司与空客公司共同研制的 AC352 中型多用途直升机已经亮相珠海航展，填补了民用直升机 7 吨级谱系的空白。在固定翼飞机方面，根据亚翔航空数据，Y-12 型飞机在国内市场最受欢迎的机型中排名第六，得到了市场的认可。公司的民用直升机型号丰富，固定翼飞机产品成熟，有望凭借先发优势充分受益于通航产业快速发展。

4、 盈利预测与投资建议

核心假设：

1）公司作为直-20 部件供应商，持续受益于直-20 加速列装，其他军品稳定生产和交付；

2）通航产业相关政策制度逐步完善，持续促进产业发展；

3）航空工业集团进一步推进直升机业务资源的整合；

由于军品业务将长期受益于新机型列装周期，民品业务有望随通航产业发展释放弹性，我们预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润 7.2/8.7/10.5 亿元，分别

同比增长 21.5%/22.1%/20.1%；EPS 分别为 1.2/1.5/1.8 元；当前股价对应 PE 分别为 36/30/25 倍。

参考可比上市公司，公司 2020/2021/2022 年动态 PE 估值低于可比上市公司平均估值水平，考虑到公司行业龙头地位及集团直升机板块 A 股上市平台稀缺性，首次覆盖，给予“买入”评级。

表3：公司估值水平低于可比上市公司平均估值水平

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速（%）				PE（倍）			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600760.SH	中航沈飞	34.35	18.1	20.1	20.4	20.8	54.8	45.6	37.9	31.4
000768.SZ	中航飞机	17.92	1.9	33.6	19.8	-14.4	79.7	65.3	54.5	63.7
600893.SH	航发动力	24.87	1.3	19.4	16.6	17.6	45.3	43.5	37.1	31.3
600967.SH	内蒙一机	9.85	7.2	32.3	21.7	8.5	31.4	22.4	18.5	17.7
600118.SH	中国卫星	34.55	-19.6	25.2	17.3	9.9	75.3	101.4	87.0	75.4
可比公司平均值							57.0	57.3	55.6	47.0
600038.SH	中直股份	43.94	15.3	21.5	22.1	20.1	44.0	36.2	29.7	24.7

数据来源：Wind、开源证券研究所

（收盘价日期为 2020/05/08，除中直股份、中航沈飞，其他公司均使用 Wind 一致预期预测数据，中航沈飞业绩扣除政府补助）

5、 风险提示

装备列装进度不及预期，通航产业发展不及预期等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	20737	23181	33847	39315	48240
现金	4218	4337	10060	12090	14494
应收票据及应收账款	2480	1925	3406	3001	4680
其他应收款	17	9	23	16	30
预付账款	303	205	409	329	556
存货	13362	16341	19584	23517	28115
其他流动资产	357	364	364	364	364
非流动资产	3298	3150	3515	3899	4315
长期投资	25	25	26	26	27
固定资产	2183	2022	2406	2801	3225
无形资产	561	541	508	476	444
其他非流动资产	530	562	576	595	619
资产总计	24035	26331	37362	43214	52555
流动负债	15289	17174	27663	32791	41236
短期借款	360	527	8211	11596	16332
应付票据及应付账款	8560	9954	12438	14426	17755
其他流动负债	6370	6693	7015	6768	7149
非流动负债	728	682	686	688	689
长期借款	42	6	9	12	12
其他非流动负债	686	677	677	677	677
负债合计	16017	17856	28349	33479	41925
少数股东权益	300	300	300	301	301
股本	589	589	589	589	589
资本公积	4312	4312	4312	4312	4312
留存收益	2639	3074	3572	4182	4915
归属母公司股东权益	7718	8175	8713	9435	10329
负债和股东权益	24035	26331	37362	43214	52555

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	955	770	-945	-83	-727
净利润	510	588	715	873	1049
折旧摊销	271	260	274	345	425
财务费用	-13	-32	165	398	611
投资损失	0	-0	0	0	0
营运资金变动	148	-657	-2099	-1698	-2812
其他经营现金流	38	612	0	0	0
投资活动现金流	-103	-89	-640	-728	-841
资本支出	112	94	365	383	416
长期投资	9	0	-0	-0	-0
其他投资现金流	17	5	-275	-346	-426
筹资活动现金流	-143	7	-376	-545	-763
短期借款	20	167	0	0	0
长期借款	-14	-36	4	2	1
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	79	0	0	0	0
其他筹资现金流	-229	-124	-380	-547	-764
现金净增加额	708	688	-1960	-1357	-2331

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	13066	15795	19117	22973	27542
营业成本	11245	13596	16444	19729	23634
营业税金及附加	18	18	24	32	36
营业费用	119	118	138	152	168
管理费用	890	968	1101	1296	1493
研发费用	306	477	407	345	380
财务费用	-13	-32	165	398	611
资产减值损失	12	-12	0	0	0
其他收益	49	25	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-0	0	-0	-0	-0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	591	674	837	1022	1221
营业外收入	7	7	7	6	7
营业外支出	3	1	3	2	2
利润总额	595	680	841	1026	1225
所得税	84	91	127	153	176
净利润	510	588	715	873	1049
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	510	588	715	873	1049
EBITDA	764	842	1165	1639	2098
EPS(元)	0.87	1.00	1.21	1.48	1.78

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	8.4	20.9	21.0	20.2	19.9
营业利润(%)	7.9	14.1	24.1	22.2	19.4
归属于母公司净利润(%)	12.1	15.3	21.5	22.1	20.1
获利能力					
毛利率(%)	13.9	13.9	14.0	14.1	14.2
净利率(%)	3.9	3.7	3.7	3.8	3.8
ROE(%)	6.4	6.9	7.9	9.0	9.9
ROIC(%)	5.0	5.5	4.4	5.1	5.3
偿债能力					
资产负债率(%)	66.6	67.8	75.9	77.5	79.8
净负债比率(%)	-43.2	-40.3	-16.5	-1.4	20.7
流动比率	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	5.8	7.2	7.2	7.2	7.2
应付账款周转率	1.3	1.5	1.5	1.5	1.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.87	1.00	1.21	1.48	1.78
每股经营现金流(最新摊薄)	1.62	1.31	-1.60	-0.14	-1.23
每股净资产(最新摊薄)	13.09	13.87	14.78	16.01	17.52
估值比率					
P/E	50.8	44.0	36.2	29.7	24.7
P/B	3.4	3.2	3.0	2.7	2.5
EV/EBITDA	29.8	27.1	21.2	15.9	13.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835