



## 光伏扶贫扎实推进，电站业务拉升业绩

2014年11月16日

强烈推荐/维持

森源电气

调研报告

## ——森源电气（002358）调研报告

首席分析师：弓永峰

执业证书编号：S1480111020051 010-66554025 [gongyf@dxzq.net.cn](mailto:gongyf@dxzq.net.cn)

分析师：何昕

中小市值团队：弓永峰 何昕 高坤 宋凯 孙玉姣 汤杰 罗柏言

## 事件：

近日我到森源电气进行了实地调研，并且和董秘崔总、森源集团领导等进行了深入交流，并参观了兰考光伏电站项目等。

我们的主要观点：1) 光伏电站作为焦裕禄故乡兰考光伏扶贫项目得到各级领导重视，在河南区域大力推进，预计今年完成 200MW，明年完成 400MW，为公司带来约 1.6 亿和 3 亿元利润；2) 电站主要分布在黄泛区，为传统盐碱地，不占用耕地，截至到目前已累计拿下 500MW 路条；3) 光伏电站配套的逆变器、汇流箱、变压器全部可自产；每 100mw 光伏电站拉升相关产品销售约 1.5 亿元，贡献利润 1000 万元。预计 13-14 年因电站业务直接拉升收入 2.7 亿元和 6.3 亿元收入，贡献利润约 1800 万元和 7300 万元；4) 通过独创的“以货易货”模式，每 100MW 电站可拉动传统业务约 3 亿元，带来约 6000 万利润。按 14-15 年建成 200MW 和 400MW 计算，则带动 15-16 年销售收入约 5.4 亿元和 12.6 亿元，约 1.2 亿元和 2.7 亿元利润，增厚 EPS 约 0.3 元和 0.67 元，极大拉升传统业务业绩；5) 集团旗下森源重工、森源鸿马、河南奔马具有汽车及电动车生产资质，为今后做大做强新能电动车打下基础。6) 集团移动警务车辆进入警用装备目录，是国内行业标准起草单位之一，为目前国内最大三家警用车辆生产企业；7) 集团大力研发新能源电动车，其产品全正向开发，经安全碰撞测试，为业内领先水平。预计随着公司光伏电站业务发展，在不考虑其它因素下，14-15 年实现利润约 4.3 亿元和 7.96 亿元（+20%），对应 EPS 为 1.1 元和 2.0 元（+20%），对应 PE35 和 19 倍，给予 15 年 35 倍 PE，则提升第一阶段目标价位 70 元，尚有 75% 空间，持续给予“强烈推荐”评级。

## 点评：

## 1. 河南地区光伏电站进入大发展阶段

据悉，河南省 2014 年光伏电站新增达到 700MW，其中地面集中式电站约 200MW，其余 500MW 为分布式电站。之前由于对电站产业盈利模式认识不清楚，导致每年国家发改委给河南的光伏电站指标不敢接，用不完。随着今年国家各种配套政策的出台及东南部发达地区商业模式的逐渐成熟，中原地区的光伏电站产业也逐渐发展起来。保守预计 2015 年装机量在 900MW，其中分布式电站大约 600MW。

从目前各个企业备案情况来看，2015 年河南地区光伏电站参与的热情来开，备案数量成几何级数增加。作为中部地区相对较谨慎的光伏产业政策地区，截至到目前还没有出台省级补贴政策，其光伏电站产业将会慢于东南部地区 1-2 年的周期，这对于积极进军中部光伏电站领域的企业来说，无疑是一个潜在的刺激利好，若将来省级政府补贴实施，将会使得现在已具备经济效益的光伏电站项目更具有获利。而地处中原腹地的森源电气，作为第一家提出 200MW 光伏电站项目的公司来讲，无疑抓住了先发优势。

## 2. 独特的“以物易物”的模式带动公司传统电力设备快速增长

公司电站 EPC 开发建设和传统模式不同：参与 EPC 建设的企业要具备良好的电站建设能力，且在接到公司 EPC 订单同时，需同时与公司签订占 EPC 总额的 50% 金额的公司电力产品的订单。据测算，公司每 100MW 电站 EPC 纯设备 PC 的投入大约 7 亿元左右，带来约 3 亿元的产品销售。这部分产品销售价格按照市场公允价格销售，且将体现在下一个年度。森源电气在输配电及电能质量治理方面均具备较强的技术和产品优势，采用自产产品，不仅能够促进公司光伏电站项目的建设，对公司业绩带来积极影响，还将进一步促进公司在输配电及电能质量治理业务的发展，对公司未来带来积极的影响。

我们按照 14-15 年公司建设完成 200MW 和 400MW 光伏电站计算，则带动公司 15-16 年电力产品新增销售收入约 5.4 亿元和 12.6 亿元，占 13 年销售收入的 41% 和 97%，为公司带来约 1.2 亿元和 2.7 亿元利润，增厚 EPS 约 0.3 元和 0.67 元，极大拉升公司传统业务的业绩。

从公司光伏电站建设成本方面来看，此次与两家公司签订的工程合同均为 7 元/瓦，同时，可为公司带来 2.67 亿元的电气设备订单。如按此方式完成全部 200MW 电站建设，后续公司仍有 123.781MW 电站需要建设，工程合同金额预计为 8.66 亿元，仍可为公司带来 4.33 亿元的电气设备订单。总体来看，200MW 电站建设完成后，仅电器设备订单规模就有近 7 亿元，为公司 2013 年营业收入的 53.07%，保守估计可为公司贡献净利润 1.48 亿元。

图 1：200MW 黄泛区光伏电站加速推进，年底前建成；



图 2：已经安装的光伏组件。



资料来源：实地调研资料，东兴证券整理

## 3. 逆变器、汇流箱及变压器等产品积极配套自身电站业务，创造新的增长点

公司积极研发逆变器、汇流箱及变压器的光伏配套产品，且已经形成了较完善的产品质量控制体系，打开公司电力产品新的增长空间。预计每 100MW 光伏电站将会拉动相关配套产品约 20% 左右，即 1.5 亿元相关产品销售收入。考虑到公司目前此类产品前期研发费用较多，我们研判其综合毛利率比传统产品低 10 多个点，为公司带来约 1000 万元利润。

我们预计 14-15 年近光伏电站业务将拉升公司相关配套产品约 2.7 亿元和 6.3 亿元收入，贡献利润约 1800 万元和 7300 万元，贡献 EPS 约 0.04 元和 0.18 元。

#### 4. 300MW 电站获得发改委备案，确保 15 年电站开发量

公司获得发改委备案光伏电站项目为兰考县 200MW 分布式光伏发电工程项目和兰考县 100MW 分布式鱼光互补发电工程项目，总投资 29.77 亿元，建成后预计年发电量为 3.9 亿 KWh。作为河南省从事光伏电站工程建设的龙头企业，公司正在围绕做大、做强光伏电站工程建设业务积极布局，此次，300MW 地面分布式和渔光互补式光伏项目获得备案就是最好的验证，如以 BT 模式计算，保守预计 300MW 项目可为公司带来 2.5 亿元利润，增厚 EPS 0.63 元

同时，我们研判公司 2014 年可完成光伏电站工程项目 200MW（建成 400MW）交割，为公司带来 1.6 亿元的利润；2015 年可完成 400MW（建成 600MW）交割，利润不低于 3 亿元，分别增厚公司每股盈利 0.4 亿元、0.75 元。

#### 5. 光伏电站建设黄金期，分布式电站装机规模仍有提升空间

我国正处于光伏电站建设的黄金时期，截止 2013 年我国光伏发电累计装机容量已达到 17.16GW，其中大规模光伏电站容量为 11.18GW，分布式光伏发电累计装机约为 5.98GW。根据国家能源局发布的 2014 年光伏装机规划来看，国内大规模地面光伏电站的建设已经进出成熟期，计划年内装机规模为 6GW，同比下降近 40%，而分布式光伏电站规划装机规模达到 8GW，同比大幅提升。从实际发展情况来看，受到融资难、并网难等因素影响，我国分布式光伏电站的发展速度仍受到一定的制约，近期一系列稳定分布式电站收益政策的出台，为分布式电站发展带来契机。我们研判随着后续各负面因素的逐步捋顺，未来 3 年我国分布式光伏电站装机规模仍有较大的提升空间。

公司抓住机遇，积极进军布式光伏电站工程建设领域，未来将受益于行业的快速发展与扩容，电站业务收入与利润有望保持高增长。

#### 6. 避免占用耕地、林地，利用“黄泛区”建设电站

目前，公司光伏电站建设地点主要集中在“黄泛区”，这类区域内的土地种植农作物的经济效益非常低，一亩地一年的收入也就 500 元左右，建成光伏电站后一亩地每年可实现 3,000 元的收入规模，公司主要从现有土地使用者手中租用这些地区建设电站，将“黄泛区”内的土地充分的发挥它的价值。据不完全统计，仅兰考县可用于建设光伏电站的“黄泛区”不低于 10 万亩，可容纳超过 3GW 的光伏电站装机容量，为公司发展光伏电站业务提供了充足的空间。

#### 7. 集团整合资源优势，迎来低速电动车的快速发展



**公开资料显示:** 公司控股股东森源集团在 2002 年成功收购了具有农用车/汽车牌照资质的河南奔马集团, 随后整合形成森源重工 (河南奔马)、河南奔马及森源鸿马三家车辆生产相关公司。目前, 借助这三家公司在传统专用车领域的多年技术积累, 已经形成年近 50 亿元的销售收入。同时, 公司积极进军新能源电动车领域, 且已经形成了成熟的低速电动车和移动警务车辆产品, 相关产品 2013 年电动车收入已达到 5 亿元。

虽然纯电动汽车已经成为我国重点扶持发展的产业之一, 相关扶持政策支持电动车产业发展。然而, 我们认为未来广大三四线城市的低速电动车, 特别是不需要政府补贴且老百姓买得起、用的好、维护费用低的低速电动车将会率先爆发, 相对于 13 年全国 30 多万辆的销售量, 未来 3 年将是低速电动车发展的黄金期。随着未来河南省低速电动车管理办法试点的推出, 将带来整个河南省新能源电动车的发展, 迅速打开数百亿电动车市场空间。

**据公开资料显示:** 森源重工 (河南奔马) 作为许昌市重点支持的低速电动车和警用/专用车辆企业, 规划到 2015 年形成 15 万辆产能, 谨慎预计达产后年收入可达 40-60 亿元 (以铅酸电池车均价计算), 形成 6 亿元利润, 成为区域低速电动车龙头。

## 8. 集团子公司森源鸿马进入警务装备目录, 为国内移动警务车前三甲。

公司控股股东森源集团子公司森源鸿马新能源电动车有限公司为国内最早研发、生产电动警务车的企业, 也是该产品强制性标准《警用移动式治安检查车》参与起草制定的三家主要公司之一。

移动警务室一般是指包含电脑、一体机、液晶电视、发电机、桌椅、办公服务台、警务服务指南、便民服务箱、人相采集系统等必要装备, 同时也可以配备摄像、红外监控等移动警务防控平台。移动警务室的生产厂家必须进入公安部警用车辆采购目录, 这是一张进门的“许可证”, 公安部警用装备采购中心每年对警用车辆进行招标。由于移动警务室属于特种专用车辆, 许多地方要求企业同时具备国家工程质量监督检验中心和机械科学研究院工程机械军用改装车实验场共同颁发的“流动警务室”及“流动警务室底盘”试验证书、检测报告以及特种设备制造许可证等。其进入是有一定的门槛壁垒的。

移动警务车目前市场规模大约是一年 6000-8000 量, 按照 20-50 万元/量的售价计算, 整个市场容量在 18-24 亿元。随着我国防控任务的越来越重, 其年需求量增长迅速, 近 3 年增速达到 25-35% 左右。预计未来 2 年市场容量可达到 30-40 亿元规模, 保持较稳定状态。

森源集团旗下的森源鸿马警务电动车目前已经拿到 5 个专用车资质, 其销售规模达到数千台。2013 年已经实现收入 5 亿元, 预计 2014 年可实现收入 8 亿元左右, 贡献利润近 1 亿元。

### 盈利预测:

预计 2014-2015 年 EPS 为 1.1 元和 2.0 元 (+20%), 对应 PE35 和 19 倍, 给予 15 年 35 倍 PE, 则提升第一阶段目标价至 70 元, 尚有 75% 空间, 持续给予“强烈推荐”评级。

### 投资建议:

投资亮点: 1) 光伏电站作为焦裕禄故乡兰考光伏扶贫项目得到各级领导重视, 在河南区域大力推进, 预计今年完成 200MW, 明年完成 400MW, 为公司带来约 1.6 亿和 3 亿元利润; 2) 电站主要分布在黄泛区, 为传统盐碱地, 不占用耕地, 截至到目前已累计拿下 500MW 路条; 3) 光伏电站配套的逆变器、汇流箱、变压器全部可自产; 每 100mw 光伏电站拉升相关产品销售约 1.5 亿元, 贡献利润 1000 万元。预计 13-14 年因电站业务直接拉升收入 2.7 亿元和 6.3 亿元收入, 贡献利润约 1800 万元和 7300 万元; 4) 通过独创的“以货易货”模式, 每 100MW 电站可拉动传统业务约 3 亿元, 带来约 6000 万利润。按 14-15 年建成 200MW 和 400MW 计算, 则带动 15-16 年销售收入约 5.4 亿元和 12.6 亿元, 约 1.2 亿元和 2.7 亿元利润, 增厚 EPS 约 0.3 元和 0.67 元, 极大拉升传统业务业绩; 5) 集团旗下森源重工、森源鸿马、河南奔马具有汽车及电动车生产资质, 为今后做大做强新能电动车打下基础。6) 集团移动警务车辆进入警用装备目录, 是国内行业标准起草单位之一, 为目前国内最大三家警用车辆生产企业; 7) 集团大力研发新能源电动车, 其产品全正向开发, 经安全碰撞测试, 为业内领先水平。预计随着公司光伏电站业务发展, 在不考虑其它因素下, 14-15 年实现利润约 4.3 亿元和 7.96 亿元 (+20%), 对应 EPS 为 1.1 元和 2.0 元 (+20%), 对应 PE35 和 19 倍, 给予 15 年 35 倍 PE, 则提升第一阶段目标价位 70 元, 尚有 75% 空间, 持续给予“强烈推荐”评级。

### 投资风险:

1. 我国光伏电站建设进度低于预期
2. 公司传统业务下游需求持续低迷

### 盈利预测

项目	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入 (百万元)	990.49	1,319.29	3,205.00	6,106.00	8,463.00
主营收入增长率	39.50%	33.20%	142.90%	90.50%	38.60%
EBITDA (百万元)	260.56	375.01	657.32	1,108.62	1,485.32
EBITDA 增长率	61.33%	43.92%	75.28%	68.66%	33.98%
净利润 (百万元)	192.17	259.82	437.74	795.83	1,126.14
净利润增长率	47.20%	35.20%	68.50%	81.80%	41.50%
ROE	16.95%	13.85%	30.23%	36.77%	35.44%
EPS (元)	0.560	0.720	1.100	2.001	2.831
P/E	70.20	54.60	35.74	19.65	13.89
P/B	11.93	8.34	10.80	7.23	4.92
EV/EBITDA	52.38	41.25	23.73	13.96	9.93

资料来源: 东兴证券研究所

## 主要预测数据

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产合计</b>	1138	2147	3547	4767	6546	<b>营业收入</b>	990	1319	3205	6106	8463
货币资金	212	665	1282	611	886	<b>营业成本</b>	633	817	2295	4447	6180
应收账款	506	810	615	1171	1623	营业税金及附加	4	8	32	61	85
其他应收款	21	30	72	137	190	营业费用	48	62	154	293	406
预付款项	92	87	64	20	-42	管理费用	54	67	160	305	423
存货	297	442	1063	2059	2861	财务费用	21	28	34	33	-1
其他流动资产	0	100	100	100	100	资产减值损失	15.02	25.45	3.60	3.60	3.60
<b>非流动资产合计</b>	603	671	791	977	1069	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	558.80	555.91	689.22	710.74	722.39	<b>营业利润</b>	217	312	526	963	1366
无形资产	37	38	35	#REF!	27	营业外收入	93.48	5.68	8.00	8.00	8.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	82.51	0.08	0.50	0.50	0.50
<b>资产总计</b>	1741	2819	4338	5744	7616	<b>利润总额</b>	228	317	534	971	1373
<b>流动负债合计</b>	561	837	2746	3338	4014	所得税	34	50	96	175	247
短期借款	338	495	1240	445	0	<b>净利润</b>	194	267	438	796	1126
应付账款	140	187	591	1145	1592	少数股东损益	2	7	0	0	0
预收款项	18	24	28	34	42	归属母公司净利润	192	260	438	796	1126
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	261	375	657	1109	1485
<b>非流动负债合计</b>	32	80	80	80	80	<b>BPS (元)</b>	0.56	0.72	1.10	2.00	2.83
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>负债合计</b>	593	918	2827	3418	4094	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	14	25	25	25	25	营业收入增长	39.47%	33.20%	142.93%	90.51%	38.60%
实收资本 (或股本)	344	398	398	398	398	营业利润增长	59.36%	43.83%	68.88%	82.97%	41.83%
资本公积	351	822	0	0	0	归属于母公司净利润增长	68.50%	81.80%	68.46%	81.74%	41.46%
未分配利润	378	573	923	1560	2461	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	1134	1876	1448	2164	3178	毛利率 (%)	36.06%	38.06%	28.39%	27.17%	26.98%
<b>负债和所有者权益</b>	1741	2819	4300	5607	7297	净利率 (%)	19.60%	20.24%	13.67%	13.04%	13.30%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润 (%)	11.03%	9.22%	10.10%	13.86%	14.78%
单位: 百万元						ROE (%)	16.95%	13.85%	30.23%	36.77%	35.44%
<b>经营活动现金流</b>	-81	28	958	439	866	<b>偿债能力</b>					
净利润	194	267	438	796	1126	资产负债率 (%)	34%	33%	66%	61%	~
折旧摊销	22.83	35.39	0.00	112.61	120.29	流动比率	2.03	2.56	1.29	1.43	1.63
财务费用	21	28	34	33	-1	速动比率	1.50	2.04	0.90	0.81	0.92
应收账款减少	0	0	195	-556	-452	<b>营运能力</b>					
预收账款增加	0	0	3	6	8	总资产周转率	0.24	0.30	0.80	1.72	2.11
<b>投资活动现金流</b>	-223	-368	-185	-204	-34	应收账款周转率	34	43	38	40	44
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	11.92	16.88	42.80	68.23	67.90
长期股权投资减少	0	0	19	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.56	0.72	1.10	2.00	2.83
<b>筹资活动现金流</b>	-57	785	-156	-907	-557	每股净现金流 (最新摊薄)	-1.05	1.12	1.55	-1.69	0.69
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	3.30	4.72	3.64	5.44	7.99
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	-746	-692	-692	-692	-692	P/E	70.20	54.60	35.74	19.65	13.89
资本公积增加	-1091	-640	-1474	0	0	P/B	11.93	8.34	10.80	7.23	4.92
<b>现金净增加额</b>	-361	445	617	-672	275	EV/EBITDA	52.38	41.25	23.73	13.96	9.93

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 弓永峰

清华大学材料科学与工程系硕士, 韩国 POSTECH 大学工学博士, 东兴证券中小市值团队首席分析师, 组长。电力设备与新能源行业首席分析师、组长。在国内及海外从事新材料研究开发 7 年, 在 Microscopy Oxford、Metallurgical and Materials Transactions、Materials Science&Technology、Material Science Forum、Steel Research International、ISIJ International、Corrosion Science and Technology 等国际著名期刊发表论文近 20 余篇, 并受邀多次参加 EUROMATE、APGALVA, ICEC 以及 ISIJ 等国际学术会议。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究, 获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年获东兴证券年度“先进工作者”称号。2010 年获得中国金牌分析师排行榜第二名(机械类); 2011 年团队获得“新财富”中小市值研究机构第五名; 2012 年带领团队获得第六届“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名; 获得第二届(2012)“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。2013 年带领团队获得“水晶球”电力设备行业公募第七、私募第五名, 带团队获金融界“慧眼识券商”(2013)分析师擂台赛公用事业第三名, 获 21 世纪网“金牌分析师”(2013)电力及新能源第八名(综合), 获 21 世纪网“金牌分析师”电力及新能源第十名(准确度); 2014 年带团队获得第八届水晶球“最具特色研究机构”第三名、第八届水晶球“中小盘”第五名、第八届水晶球“新能源”非公募类第三名、综合第五名、“电力设备”非公募类第七名, 带团队获得 Wind 第二届“看蚂蚁”(2014)电力设备与新能源最佳研究团队第五名; 主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、循环经济与节能环保以及高端装备制造、军工及新材料等领域, 专业功底深厚, 擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质一、二级市场标的。

## 东兴证券中小市值团队简介

### 弓永峰 首席分析师, 组长

清华大学材料科学与工程系硕士, 韩国 POSTECH 大学工学博士, 东兴证券中小市值团队首席分析师, 组长; 电力设备与新能源行业首席分析师、组长。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究, 获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年获东兴证券年度“先进工作者”称号。2010 年获得中国金牌分析师排行榜第二名(机械类); 2011 年团队获得“新财富”中小市值研究机构第五名; 2012 年带领团队获得第六届“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名; 获得第二届(2012)“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。2013 年带领团队获得“水晶球”电力设备行业公募第七、私募第五名, 带团队获金融界“慧眼识券商”(2013)分析师擂台赛公用事业第三名, 获 21 世纪网“金牌分析师”(2013)电力及新能源第八名(综合), 获 21 世纪网“金牌分析师”电力及新能源第十名(准确度); 2014 年带团队获得第八届水晶球“最具特色研究机构”第三名、第八届水晶球“中小盘”第五名、第八届水晶球“新能源”非公募类第三名、综合第五名、“电力设备”非公募类第七名, 带团队获得 Wind 第二届“看蚂蚁”(2014)电力设备与新能源最佳研究团队第五名; 主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、循环经济与节能环保以及高端装备制造、军工及新材料等领域, 专业功底深厚, 擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质一、二级市场标的。

### 何昕 研究员

经济学、国际商务管理双硕士, 曾任职于东海证券。2014 年初加盟东兴证券研究所中小市值团队, 2014 年

参与团队获得第八届水晶球“最具特色研究机构”第三名、第八届水晶球“中小盘”第五名、第八届水晶球“新能源”非公募类第三名、综合第五名, 参与团队获得Wind第二届“看蚂蚁”(2014)电力设备与新能源最佳研究团队第五名。现专注于高端装备制造业、节能环保、新能源汽车等领域的研究。

### 罗柏言 研究员

经济学硕士, 4 年工作经验, 对宏观经济和主要行业都有比较深入的了解, 擅长自上而下发掘投资机会。2014 年 2 月加盟东兴证券中小市值组, 现专注于中小市值策略研究。

### 汤杰 研究员

经济学(金融方向)学士, 美国金融硕士, 曾就职于美国研究机构 JG-Capital, 从事中概 TMT 行业研究。2014 年初加盟东兴证券研究所, 现专注于 TMT 互联网行业研究。

### 高坤 研究员

产业经济学硕士, 2009 年加盟东兴证券研究所, 从事零售行业研究。现专注于中小市值零售及电子商务销售领域研究。

### 宋凯 研究员

中小市值研究员, 制药工程专业硕士, 研究方向为药物的有机合成。先后任职于天相投顾和中邮证券。2011 年加盟东兴证券研究所, 从事医药行业研究。现专注于中小市值医药领域研究。

### 孙玉姣

南开大学理学学士、经济学硕士, 资本市场从业 6 年。2008—2011 年在某保险资产管理公司从事消费品行业研究, 2011 年底加盟东兴证券研究所。研究领域涵盖军工、食品饮料、汽车、环保等行业。“理学+经济学”的复合学历背景、“买方+卖方”的双重从业背景, 擅长从资产配置角度进行跨行业研究及个股挖掘, 精于相对收益与绝对收益的把控, 注重投资标的长期、中期与短期机会与风险的平衡。现专注于中小市值军工领域的研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。