

**投资评级：强烈推荐（维持）**
**报告日期：2020年09月29日**
**市场数据**

目前股价（港元）	9.81
总市值（亿港元）	372.97
流通市值（亿港元）	372.97
总股本（万股）	380,198.52
流通股本（万股）	109,660.24
12个月最高/最低	12.02/3.62

**分析师**

分析师：张潇 S1070518090001  
 ☎ 0755-83881635  
 ✉ xiaozhang@cgws.com  
 分析师：林彦宏 S1070519060001  
 ☎ 0755-83881635  
 ✉ linyh@cgws.com  
 联系人（研究助理）：邹文婕  
 S1070119010007  
 ☎ 0755-83559624  
 ✉ zouwenjie@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

# 成本端扰动无需过度忧虑，内销靓丽外销复苏可期

**——敏华控股（1999.HK）公司动态点评**
**盈利预测**

	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业收入（百万港元）	11,257.8	12,144.3	13,887.0	17,839.2	22,146.8
(+/-%)	12.3%	7.9%	19.0%	23.0%	24.3%
净利润（百万港元）	1,363.23	1,754.14	1,909.49	2,341.47	2,822.59
(+/-%)	-11.9%	28.7%	8.9%	22.6%	20.5%
摊薄 EPS（港元/股）	0.36	0.46	0.50	0.61	0.74
PE	27.6	21.4	19.7	16.1	13.3

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- 化学品价格波动影响有限，预计上半财年原材料对毛利率的影响仅有1pct。** 7月下旬以来，聚醚、TDI、MDI等化工原料价格反弹幅度较高，引发成本上行盈利水平承压的担忧。MDI、TDI、聚醚占公司总成本的比重较低，分别约为2%、3%和4.5%，公司毛利率对化学品价格的敏感性较低。上半财年来看，真皮、钢铁、木材平均价格同比分别+8%、-4%、+0.6%，化学品中MDI、TDI、聚醚平均价格同比分别-6.2%、-13.9%、+10.2%，我们测算原材料价格对上半财年毛利率的影响幅度约仅有1pp。
- 预计化工原料继续上行空间有限，供应链壁垒保证利润空间。** 聚醚方面，当前价格主要受终端需求旺季拉动，产业链供需矛盾主要集中在上游环丙。Q4随着环丙新产能冲击及需求旺季冲高回落，Q4继续上行空间有限，后续或随原材料价格逐渐回落。TDI进入供需博弈阶段，价格上行空间有限。MDI Q4检修较多，价格仍存继续提升可能，但占比较小影响可基本忽略。中长期看，公司已建立较为成熟的全球采购体系，可最大程度优化采购结构，压缩制造成本。同时，公司上游产业链布局具有较强的相对优势，海绵、电机、铁架均实现自主生产，成本控制能力较强。此外，随着公司自主品牌占比的提升和海外产能带来的供货能力提升，公司议价能力不断增强，原材料价格波动压力可一定程度上向下游转移。近五年来，公司原材料成本占收入的比重基本稳定在45%-50%的水平，波动幅度较低。
- 内销表现靓丽，外销开始迅速复苏。** 内销方面，公司在疫情期间积极推进品牌推广，加大线下引流投入，把握宅经济机遇加强品牌认知。根据草根调研结果，公司内销4月已基本恢复，Q2-3内销整体表现优异，线下渠道恢复正常营业后增长靓丽。中长期看，公司通过产品线优化及渠道下沉推动功能沙发渗透率提升，品牌壁垒不断强化。FY21财年公司加大品牌宣传力度，销售费用率或有所上升。逆势扩大品牌投放的策略不仅能够促进短期销售，更有利于功能沙发品牌渗透率加速提升及品牌市场份额的扩增，体现出管理层较为长远的战略目光。外销方面，越南产能相对优势明显，预计目前可覆盖绝大部分对美出货，对贸易摩擦的抵御性较强。尽管

美国疫情仍在持续，但我们认为美国市场存在与国内类似的“宅经济”需求。考虑到美国复工复产时间晚于我国 2-3 个月，预计外销恢复也滞后内销约一个季度。我们认为，前期递延需求及疫情催生的新需求在 Q3 已开始体现，公司 Q3 外销有望恢复正增长。

- **投资建议：**公司在后疫情时期充分把握“宅经济”机会，内销持续改善，外销也开始快速恢复；短期内原材料虽有较大涨幅，但后续继续上行空间有限，且化学品原材料占比较低，预计对毛利率的影响可控。考虑竣工回暖及疫情带来的增量需求，上调公司 FY21/22 EPS 至 0.50/0.61，对应 PE20、16X，维持【强烈推荐】评级。
- **风险提示：**原材料价格持续上涨，国内开店速度不及预期，中美贸易战升级，行业竞争加剧等。

## 目录

1. 化学品价格波动影响有限，供应链持续优化盈利能力较为平稳 .....	5
1.1 化学品占成本比重较低，预计 FY21H1 原材料对毛利率拖累仅有 1pcpt .....	5
1.2 预计化工原料继续上行空间有限，供应链壁垒保证利润空间 .....	6
2. 内销表现靓丽，外销开始迅速复苏 .....	7
3. 投资建议 .....	9
4. 风险提示 .....	9
附：盈利预测表 .....	10

## 图表目录

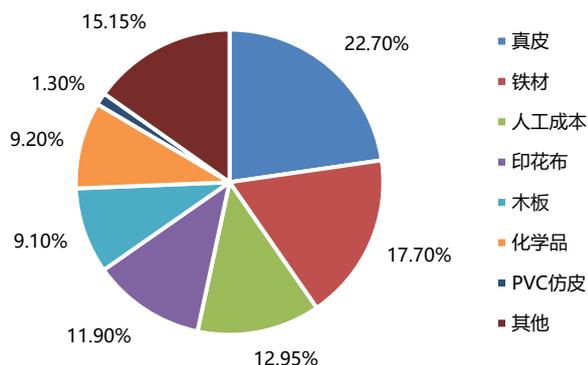
图 1: 公司成本结构 (2017 年) .....	5
图 2: 2018 至今化学品价格走势 .....	5
图 3: 环氧丙烷山东地区市场主流价 (元/吨) .....	6
图 4: 聚醚-环丙价差快速收窄 (元/吨) .....	6
图 5: 针对年轻人的猫咪单椅 .....	8
图 6: 针对小户型的小型功能单椅 .....	8
表 1: 公司毛利率对各项原材料价格敏感性分析 .....	5
表 2: 原材料价格对毛利率的影响测算 .....	6

# 1. 化学品价格波动影响有限，供应链持续优化盈利能力较为平稳

## 1.1 化学品占成本比重较低，预计 FY21H1 原材料对毛利率拖累仅有 1pcpt

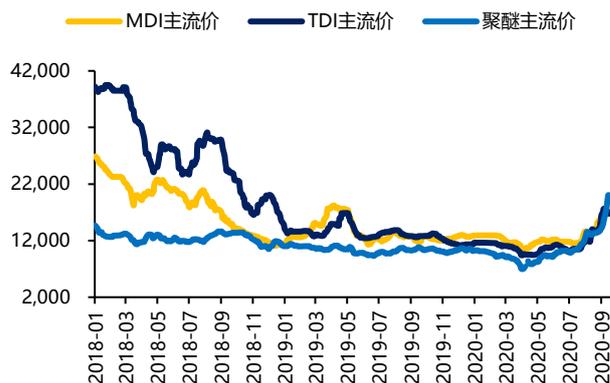
化学品占原材料比重较低，对毛利率影响有限，无需过度忧虑。7月下旬以来，聚醚、TDI、MDI等化工原料价格反弹幅度较高，引发成本上行盈利水平承压的担忧。但事实上，MDI、TDI、聚醚占公司总成本的比重较低，根据公司往期年报披露数据及行业可比公司化学品原材料结构测算，公司MDI、TDI、聚醚占成本的比例约为2%、3%和4.5%；其价格每上升10%对公司毛利率的影响幅度仅为-0.2%、-0.1%和-0.3%。除化学品外，公司主要的原材料还包括真皮、钢铁、印花布和木材，占成本的比例分别约为25%、15%、11%和9%。化学品实际上是占比较小的原材料，公司毛利率对化学品价格的敏感性较低。

图 1: 公司成本结构 (2017 年)



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 2: 2018 至今化学品价格走势



资料来源: 长城证券研究所

表 1: 公司毛利率对各项原材料价格敏感性分析

	各原材料成本		原材料价格上涨对毛利率影响							
	本占比		1%	5%	10%	15%	20%	30%	50%	100%
真皮	25.0%		-0.2%	-0.8%	-1.6%	-2.4%	-3.3%	-4.9%	-8.1%	-16.3%
铁架	15.0%		-0.1%	-0.5%	-1.0%	-1.5%	-2.0%	-2.9%	-4.9%	-9.8%
木板	9.0%		-0.1%	-0.3%	-0.6%	-0.9%	-1.2%	-1.8%	-2.9%	-5.9%
印花布	11.0%		-0.1%	-0.4%	-0.7%	-1.1%	-1.4%	-2.1%	-3.6%	-7.2%
TDI	2.7%		0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.5%	-0.9%	-1.8%
MDI	1.8%		0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.6%	-1.2%
聚醚	4.5%		0.0%	-0.1%	-0.3%	-0.4%	-0.6%	-0.9%	-1.5%	-2.9%

资料来源: 长城证券研究所测算

注: 原材料成本占比为估算值, 原材料价格上涨对毛利率的影响计算公式为: 价格涨幅\*该原材料在成本中的占比\*65%

预计FY21上半年原材料价格变动对毛利率的拖累仅有1pct左右。上半财年来看,真皮、钢铁、木材平均价格同比分别+8%、-4%、+0.6%,化学品中MDI、TDI、聚醚平均价格同比分别-6.2%、-13.9%、+10.2%,原材料价格对上半财年毛利率的影响幅度约仅有1pcts。

表 2: 原材料价格对毛利率的影响测算

	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2020H1	FY2021H1 E
真皮	17.8%	1.2%	5.4%	6.3%	-11.9%	-9.0%	-1.3%	-1.2%	-1.3%	-12.2%	8.4%
铁架	1.0%	-4.5%	-8.0%	0.3%	-8.2%	14.4%	28.9%	3.5%	-25.4%	-10.8%	-4.3%
木材	-4.4%	-0.4%	-0.3%	8.4%	-4.3%	-4.3%	3.2%	2.0%	-8.1%	-2.7%	0.6%
印花布	-3.6%	-3.7%	4.2%	11.4%	-7.3%	-6.9%	-1.7%	-3.9%	-2.0%	-5.0%	0.0%
化学品	10.6%	-2.1%	-7.2%	9.1%	-21.1%	12.8%	27.3%	6.1%	-27.4%	-18.9%	0.2%
对毛利率的 影响	-4.89%	0.77%	0.16%	-2.85%	4.77%	-0.19%	-4.27%	-0.34%	4.91%	4.66%	-0.99%

资料来源: Wind, 长城证券研究所预测

## 1.2 预计化工原料继续上行空间有限, 供应链壁垒保证利润空间

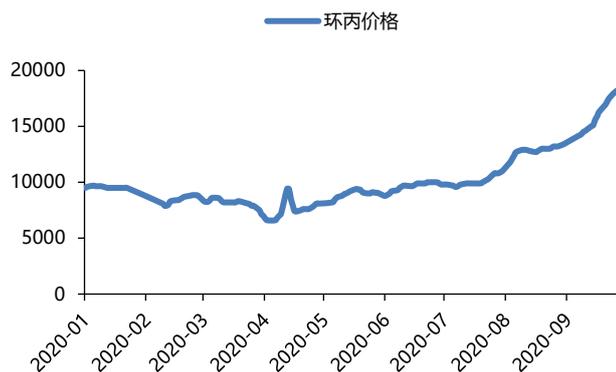
### ■ 聚醚: 价格主要受原材料支撑, Q4 环丙供给端压力有望降低。

截至9月18日, 聚醚市场主流价为2.00万元, 同比上涨85.02%, 较年初上涨96.6%。聚醚价格从Q3起快速上涨, 处于历史高位。造成聚醚快速上涨的原因有: 1) 原材料环氧丙烷价格持续上涨: 环丙价格持续冲高, 主要是供给端检修较多且海外进口较少, 而需求端由于下游终端行业家电、软体等内销外销持续改善而有所增加, 供给偏紧导致价格快速提升; 2) 供给端装置检修导致产量紧张: 7-8月聚醚厂商德信联邦、一诺威等均有关装置检修, 导致产量损失。

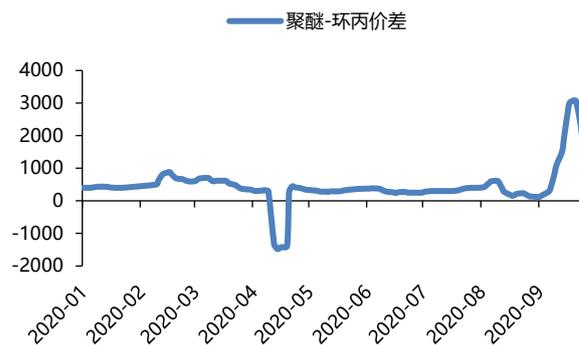
但从最近一周来看, 聚醚价格回落至1.9-1.95万元左右, 同时聚醚-环丙价差快速下降, 聚醚当前价格支撑主要来源于原材料, 下游企业已表现出较强的抵抗情绪。后续来看, 环丙供给端部分检修装置已重启, 后续仍有新增产能投放, 而下游床垫反倾销出口带来的阶段性需求或回落, 环丙或高位回落。综合来看, 我们认为聚醚Q4继续上行空间有限, 后续或随原材料价格逐渐回落。

图 3: 环氧丙烷山东地区市场主流价 (元/吨)

图 4: 聚醚-环丙价差快速收窄 (元/吨)



资料来源: Wind, 长城证券研究所



资料来源: Wind, 长城证券研究所

### ■ TDI: 进入供需博弈阶段，价格上行空间有限

截至 9 月 27 日，TDI 主流价为 1.65 万元，同比+28.9%，较年初+45.6%。最近一周 TDI 价格出现回落，较九月阶段性高位回落 1100 元至 1.6 万元。尽管部分厂商仍在上调指导价，但聚醚价格高涨下海绵工厂的开工率整体降低，需求端支撑减弱，供需双方进入博弈状态，价格上行空间有限。

### ■ MDI: Q4 检修较多，价格仍存继续提升可能，但占比较小影响可基本忽略

截至 9 月 27 日，MDI 主流价为 1.69 万元，同比+32.7%，较年初+32.0%。后续来看，由于 MDI 装置 10 月检修较多，供给端支撑较强，后续价格仍有提升可能。但 MDI 在公司成本结构中占比仅有 1% 左右，对毛利率的影响可基本忽略。

整体来看，化学品在占总成本的比重为 9% 左右，其中占比较高的是聚醚（4-5%）。主要化学原料价格在 FY20 处于历史低位，今年价格中枢上移属正常波动。而短期聚醚价格快速上涨的支撑主要来自于原材料环氧丙烷价格高企。后续来看，环氧丙烷 Q4 有望随着检修装置重启及新增产能投放而逐渐回落，聚醚价格有望跟随原材料回落而逐渐回归正常水平，预计继续上行空间较小。

长期看，公司已建立较为成熟的全球采购体系，可最大程度优化采购结构，压缩制造成本。同时，公司上游产业链布局具有较强的相对优势，海绵、电机、铁架均实现自主生产，成本控制能力较强。此外，随着公司自主品牌占比的提升和海外产能带来的供货能力提升，公司议价能力不断增强，原材料价格波动压力可一定程度上向下游转移。近五年来，公司原材料成本占收入的比重基本稳定在 45%-50% 的水平，波动幅度较低。

## 2. 内销表现靓丽，外销开始迅速复苏

■ **内销：短期把握宅经济机遇，线上线下均实现高增；长期看产品+渠道+品牌全面攻略消费者心智**

疫情期间积极推进电商推广，把握宅经济机遇加强品牌认知。公司 2011 年起便建立电商渠道，电商体系发展成熟。20Q1 疫情期间，公司把握住宅经济的机遇，积极通过直播带货等新模式加强产品销售及品牌推广。电商渠道不仅帮助公司内销快速恢复，同时提升了品牌的曝光率和认知度。根据草根调研结果，公司内销 4 月已基本恢复，Q2-3 内销整体表现优异，线下渠道恢复正常营业后增长靓丽。

中长期看，公司通过产品线优化及渠道下沉推动功能沙发渗透率提升，品牌壁垒不断强化。产品策略上，随着公司功能铁架实现全面自产，铁架成本得到压缩，尺寸规格也更加灵活，从而打开产品端瓶颈。从 2019 年起，公司针对年轻人、小户型、下沉市场等热点需求推出了多款爆品，例如适配年轻人偏好的糖果色功能单椅、猫咪造型单椅等；适配小户型的小型沙发；适配下沉市场的布艺手摇单椅等。此外，随着沙发品类逐渐成熟，公司也加强床具床垫的研发和销售，床类产品保持快速增长。产品线的丰富令公司产品更加贴合消费者不同的需求，并扩大潜在客户范围。

图 5：针对年轻人的猫咪单椅



资料来源：公司官网，长城证券研究所

图 6：针对小户型的小型功能单椅



资料来源：公司官网，长城证券研究所

在渠道层面，公司一方面持续深化和突出电商渠道的优势，另一方面也不断增强线下渠道的数量和质量。截至 20Q1 末，公司线下门店数量达 2874 家。随着入门级功能沙发产品的丰富，公司也开始向下沉市场发力，有望快速打开下沉市场对功能沙发的认知度，促进功能沙发品类渗透率的提升。

品牌塑造方面，产品线优化及渠道拓展令公司品牌曝光度提高，触及更多消费者。此外，公司在高铁、机场安检筐等处进行的广告投放与公司产品“舒适、放松”的属性高度契合，对品牌宣传起到良好效果。FY20 公司自主品牌占比已超过 50%，ODM 向 OBM 的转型较为成功，品牌壁垒不断深化。FY21 财年公司加大品牌宣传力度，增加抖音、线下广告牌投入，销售费用率或有所上升。综合公司过往广告投放效果来看，我们公司今年在疫情挑战下逆势扩大品牌投放的策略不仅能够促进短期销售，更有利于功能沙发品牌渗透率加速提升及品牌市场份额的扩增，体现出管理层较为长远的战略目光。

■ **外销：越南产能相对优势明显，预计外销已恢复正增长**

公司越南工厂自投产以来，产能爬坡及工人招聘进展顺利。越南工厂设计产能为3500-4000柜，预计目前产能利用率已提升至75%-85%，已实现规模生产，可覆盖绝大部分对美出货，对贸易摩擦的抵御性较强。

尽管美国疫情仍在持续，但我们认为美国市场存在与国内类似的“宅经济”需求。考虑到美国复工复产时间晚于我国2-3个月，预计外销恢复也滞后内销约一个季度。我们认为，前期递延需求及疫情催生的新需求在Q3已开始体现，公司Q3外销有望恢复正增长。

### 3. 投资建议

公司在后疫情时期充分把握“宅经济”机会，内销持续改善，外销也开始快速恢复；短期内原材料虽有较大涨幅，但后续继续上行空间有限，且化学品原材料占比较低，预计对毛利率的影响可控。考虑竣工回暖及疫情带来的增量需求，上调公司FY21/22 EPS至0.50/0.61，对应PE20、16X，维持【强烈推荐】评级。

### 4. 风险提示

原材料价格持续上涨，国内开店速度不及预期，中美贸易战升级，行业竞争加剧等。

## 附：盈利预测表

利润表 (百万)	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E	主要财务指标	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E
营业收入	11,257.79	12,144.30	13,886.98	17,839.16	22,146.83	成长性					
营业成本	7,421.14	7,723.77	8,901.20	11,391.64	14,080.06	营业收入增长	12.27%	7.87%	18.95%	23.02%	24.28%
销售费用	1,806.18	1,927.30	2,245.52	2,938.11	3,691.88	营业成本增长	18.10%	4.08%	15.24%	27.98%	23.60%
管理费用	550.24	598.71	670.74	861.63	1,069.69	营业利润增长	-11.57%	24.49%	9.59%	27.90%	24.89%
财务费用	79.34	150.59	158.31	203.37	252.47	利润总额增长	-10.77%	30.80%	7.45%	22.11%	20.66%
投资净收益	-4.13	-	-	-	-	净利润增长	-11.89%	28.67%	8.86%	22.62%	20.55%
营业利润	1,400.89	1,743.92	1,911.20	2,444.42	3,052.73	盈利能力					
营业外收支	318.82	500.00	500.00	500.00	500.00	毛利率	34.08%	36.40%	35.90%	36.14%	36.42%
利润总额	1,258.74	1,490.02	2,052.34	1,922.65	1,715.58	销售净利率	12.47%	14.78%	14.05%	13.36%	12.93%
所得税	311.35	448.78	460.72	561.95	689.14	ROE	22.37%	27.14%	32.42%	46.59%	56.45%
少数股东损益	41.00	41.00	41.00	41.00	41.00	ROIC	2.51%	3.70%	4.69%	5.55%	6.81%
净利润	1,363.23	1,754.14	1,909.49	2,341.47	2,822.59	营运效率					
资产负债表	(百万)					销售费用/营业收入	15.78%	15.87%	16.17%	16.47%	16.67%
流动资产	5,575.31	5,666.18	6,452.67	7,419.32	8,741.03	管理费用/营业收入	4.89%	4.93%	4.83%	4.83%	4.83%
货币资金	1,438.34	2,020.25	1,621.85	1,693.48	1,778.53	财务费用/营业收入	0.70%	1.24%	1.14%	1.14%	1.14%
应收账款	1,877.02	1,683.04	2,152.88	2,538.04	3,052.32	投资收益/营业利润	-0.29%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
应收票据	567.34	472.28	481.52	507.05	486.95	所得税/利润总额	18.15%	20.00%	19.11%	19.09%	19.40%
存货	1,847.03	1,730.63	2,392.41	2,884.20	3,637.70	应收账款周转率	9.94	9.64	9.64	9.64	9.64
非流动资产	7,570.47	7,547.63	7,446.48	7,505.10	7,491.52	存货周转率	4.50	4.32	4.32	4.32	4.32
固定资产	3,798.75	3,949.99	3,949.99	3,949.99	3,949.99	流动资产周转率	2.22	2.16	2.29	2.57	2.74
资产总计	13,145.79	13,213.80	13,899.15	14,924.42	16,232.54	总资产周转率	1.00	0.92	1.02	1.24	1.42
流动负债	4,637.90	5,119.56	4,315.67	5,215.57	5,041.97	偿债能力					
短期借款	2,892.70	3,277.50	2,495.67	2,888.62	2,887.26	资产负债率	41.81%	47.08%	41.15%	39.05%	38.45%
应付款项	663.43	967.09	813.15	1,258.06	1,088.62	流动比率	1.20	1.11	1.50	1.42	1.73
非流动负债	1,791.82	861.55	861.55	861.55	861.55	速动比率	0.80	0.77	0.94	0.87	1.01
长期借款	1,660.07	701.79	701.79	701.79	701.79	每股指标 (元)					
负债合计	4,637.90	5,119.56	4,315.67	5,215.57	5,041.97	EPS	0.36	0.46	0.50	0.61	0.74
股东权益	6,716.06	7,232.70	5,604.88	5,503.49	5,554.18	每股净资产	1.75	1.89	2.28	2.31	2.69
股本	1,529.25	1,518.38	1,518.38	1,518.38	1,518.38	每股经营现金流	0.29	0.42	0.45	0.59	0.73
留存收益	6,223.24	6,704.15	5,076.33	4,974.94	5,025.63	每股经营现金/EPS	0.83	0.92	0.91	0.97	0.99
少数股东权益	492.83	528.55	528.55	528.55	528.55	估值					
负债和权益总计	13,145.79	13,213.80	13,899.15	14,924.42	16,232.54	PE	27.58	21.43	19.69	16.06	13.32
现金流量表	(百万)					PEG	2.25	2.72	1.04	0.70	0.55
经营活动现金流	1,129.07	1,613.44	1,730.12	2,275.01	2,787.07	PB	5.60	5.20	4.31	4.25	3.64
其中营运资本减少	-646.24	-385.12	-444.68	-492.01	-440.60	EV/EBITDA	27.19	21.84	19.93	15.58	12.48
投资活动现金流	-3,438.21	-1,825.56	-2,121.73	-1,132.04	-1,062.48	EV/SALES	3.38	3.14	2.74	2.14	1.72
其中资本支出	2,775.93	1,488.70	1,769.08	681.44	682.44	EV/IC	3.07	3.14	3.88	3.76	3.76
融资活动现金流	2,510.22	411.86	866.40	-480.25	-481.58	ROIC/WACC	8.03%	11.87%	15.04%	17.78%	21.81%
净现金总变化	31.37	169.21	429.21	580.78	1,190.34	REP	8.93	6.84	4.75	3.26	2.30

**研究员承诺**

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

**行业评级：**

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>