

国内打印机龙头，受益信创产业大发展

核心观点

- **打印行业壁垒高，是国内少数未突破的行业：**中国大陆厂商在手机、电视、电脑、电信设备、服务器等终端市场已占据领先地位，在汽车等市场也逐步追赶，但在打印机市场还较为落后，大量市场份额仍被美国和日本的巨头瓜分。技术、专利、生态、商业模式等多方面的壁垒造成鲜有中国公司能够通过积累核心技术来进入打印机行业。打印行业商业模式特别，打印机厂商通过较低的整机价格获取较大的出货量，以积累保有量，原装耗材销量和利润在跟整机保有量直接相关，更多的整机保有量有利于获取更多利润。但在整机开始出货的前期，较低的保有量造成较低的盈利水平，从而影响新进入者的战略决心。
- **纳思达优势突出，持续高增长：**奔图自 2008 年开始研发拥有自主知识产权的激光打印产品，并于 2010 年发布国内第一款自主激光打印机，填补了国内激光打印设备产品空白。奔图又经过 10 余年研发和经营，陆续推出了自主生产的不同打印速度的单/多功能的黑白/彩色 A4 激光打印机产品。公司完全掌握打印机各级源代码和完整的软件核心技术，积极突破关键零部件技术，已完成自主黑白打印主控 SoC 和黑白激光扫描单元（LSU）的研制和产业化，成功研发和量产 A4 幅面 LSU。
- **信创分梯队发展，打印机迎新机遇：**国家高度重视信创产品发展，强调坚持关键技术自主可控原则。自 21 年末以来信创鼓励政策显著增多，除了整体性和国家政务、央企之外，还涉及了教育、气象、尤其是金融领域，产品覆盖从 PC 到服务器和打印机等外设，我们推算中国激光打印机全市场保有量约 4500 万台，政府和金融等重要行业保有量 2900 万台，有望带来国产化的巨大机遇。全资子公司奔图的全系列产品成功进入国家相关采购目录，并通过主控 SoC 的自主可控优势、完善的服务体系等优势，持续保持信创市场的份额领先。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 22-24 年归母净利润分别为 20.8/28.5/39.6 亿元（原 22-24 年预测为 20.7/28.5/39.5 亿元，略上调耗材业务毛利率），根据可比公司 22 年 47 倍 PE 估值，对应目标价为 69.15 元，维持买入评级。

风险提示

- 商誉减值风险；行业需求不及预期；汇兑损益风险；假设条件变化影响测算结果。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21,116	22,792	28,967	34,017	39,256
同比增长(%)	-9%	8%	27%	17%	15%
营业利润(百万元)	(280)	2,025	2,829	3,823	5,256
同比增长(%)	-124%	823%	40%	35%	37%
归属母公司净利润(百万元)	145	1,163	2,083	2,854	3,963
同比增长(%)	-80%	701%	79%	37%	39%
每股收益(元)	0.10	0.82	1.47	2.02	2.80
毛利率(%)	32.5%	34.1%	34.9%	35.4%	36.1%
净利率(%)	0.7%	5.1%	7.2%	8.4%	10.1%
净资产收益率(%)	2.1%	10.3%	13.4%	15.8%	18.7%
市盈率	462	58	32	24	17
市净率	8.0	4.7	4.0	3.5	2.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级 买入（维持）

股价（2022年06月23日）	50.32 元
目标价格	69.15 元
52 周最高价/最低价	54.45/29.91 元
总股本/流通 A 股（万股）	141,605/117,525
A 股市值（百万元）	71,255
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2022 年 06 月 23 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	2.48	12.85	15.97	61.85
相对表现	0.42	8.92	19.94	88.03
沪深 300	2.06	3.93	-3.97	-26.18



证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
马天翼	021-63325888*6115 matianyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518090001
唐权喜	021-63325888*6086 tangquanxi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070005

联系人

李庭旭	litingxu@orientsec.com.cn
-----	---------------------------

相关报告

打印和芯片业务齐发力	2022-04-28
子公司奔图与极海持续高增长	2022-04-09
拟实施两项股权激励，促进公司长期发展	2022-03-01

目 录

打印机是中国少数未突破的终端产品，行业壁垒高	4
纳思达优势突出，持续高增长	5
信创分梯队发展，打印机迎新机遇	8
盈利预测与投资建议	10
风险提示	10

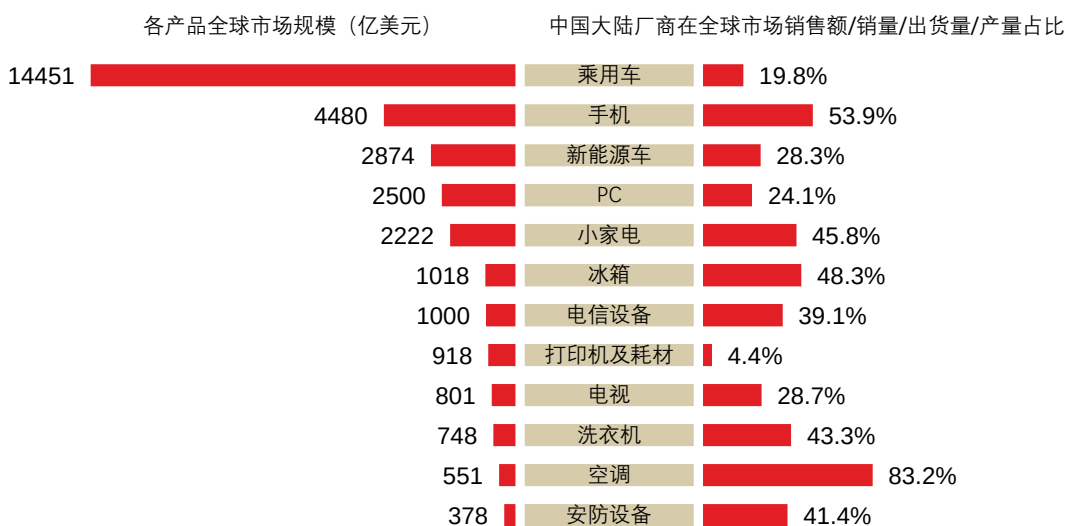
图表目录

图 1：各终端全球市场规模及中国大陆厂商份额.....	4
图 2：2020 年中国激光打印设备出货量市场份额.....	4
图 3：2020 年全球激光打印机出货量市场份额.....	4
图 4：打印行业“护城河”由多重壁垒构成.....	5
图 5：打印机原装耗材四年营收接近整机.....	5
图 6：打印机原装耗材四年营收远超整机.....	5
图 7：纳思达具备多重优势，护城河不断加深.....	6
图 8：纳思达半导体业务范围示意图.....	6
图 9：公司具备垂直一体化竞争优势.....	6
图 10：纳思达主营业务.....	6
图 11：奔图在信创和商用市场都具有竞争力.....	7
图 12：奔图多款产品在京东获得用户好评.....	7
图 13：奔图业绩持续高增长（百万元）.....	7
图 14：奔图出货量及份额保持高速增长.....	7
图 15：中国 PC 与激光打印机出货量（万台）.....	8
图 16：中国打印机出货构成（万台）.....	8
图 17：中国激光打印机下游应用（2020 年）.....	8
图 18：党政+八大行业，分梯队信创稳步发展.....	8
图 19：政府及重要行业激光打印机需求规模大致测算.....	9
图 20：可比公司估值.....	10

打印机是中国少数未突破的终端产品，行业壁垒高

打印机是少数国内尚未突破的科技终端产品。中国大陆厂商在手机、电视、电脑、服务器等市场已占据领先地位。

图 1：各终端全球市场规模及中国大陆厂商份额



数据来源：IDC、Counterpoint、a&s、Memoori、Canalys、TrendForce、The Business Research Company、Euromonitor、ReportLinker、Dell'Oro Group、Wind、CleanTechnica、Fortune Business Insights、群智咨询、产业在线、华经产业研究院、各公司年报、东方证券研究所

注：1. 电视出货份额采用 22Q1 数据，打印机出货份额以及耗材规模采用 2020 年数据，安防企业收入采用 20 年数据，其余均采用 2021 年数据，其中乘用车、新能源车、电视、安防 21 年市场规模为预测值；

2. 在市场份额数据中，手机、PC、电视机、打印机行业采用出货量份额，安防市场、电信设备采用收入份额，小家电、洗衣机、冰箱、汽车、新能源车采用销量份额，空调采用产量份额；

3. 在计算手机、小家电、洗衣机、冰箱行业市场份额时，假设中国公司在无详细信息的“其他公司”类别中占比 70%；

5. 打印机及耗材市场规模为打印机与耗材市场规模之和，份额仅包括打印机出货量数据；

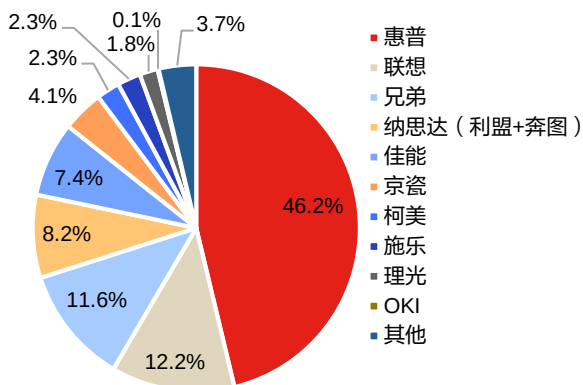
6. 国内大陆厂商乘用车市场份额=（国内自主品牌销量+乘用车出口量）/全球乘用车销量；

7. 国内大陆厂商新能源车销量份额为行业 TOP20 中中国大陆公司的销量份额之和；

8. 安防收入份额为 a&s 全球安防 50 强榜单中中国大陆公司收入合计份额；

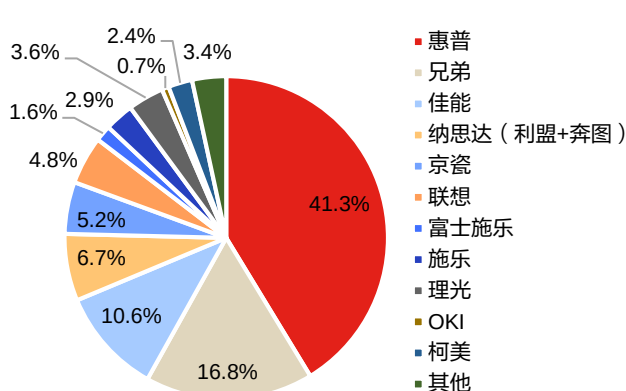
打印机行业集中度高，大量市场份额被海外巨头瓜分，纳思达打破国外技术封锁，成为全球前五大激光打印机生产厂商。

图 2：2020 年中国激光打印设备出货量市场份额



数据来源：赛迪顾问、东方证券研究所

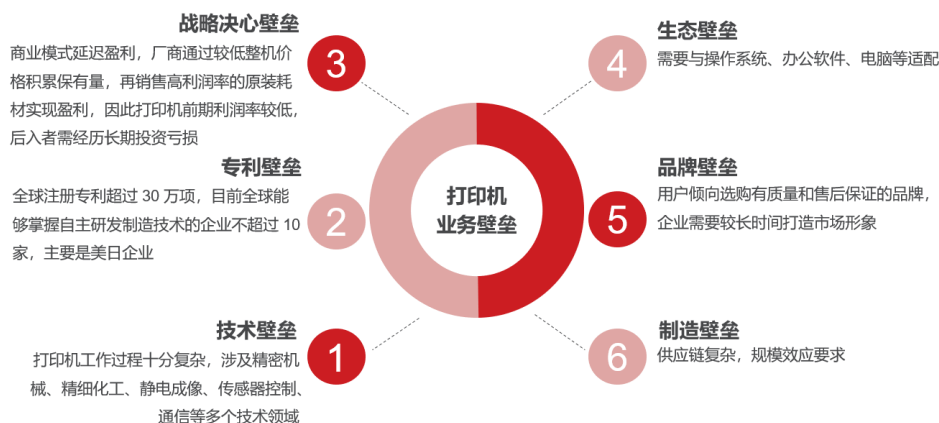
图 3：2020 年全球激光打印机出货量市场份额



数据来源：赛迪顾问、东方证券研究所

技术、专利、生态等多方面的壁垒造成鲜有中国公司能够通过积累核心技术来进入打印机行业，多年来国内仅有纳思达突围主控 SoC 等核心技术。

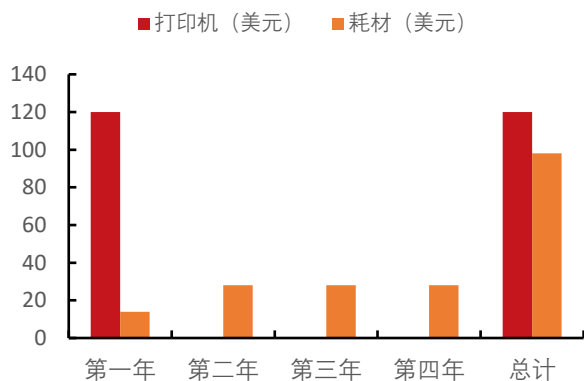
图 4：打印行业“护城河”由多重壁垒构成



数据来源：公司公告、东方证券研究所整理

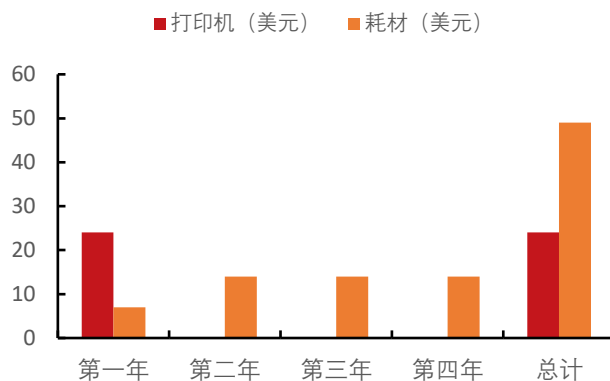
商业模式延迟盈利，提高战略决心壁垒：剃须刀行业先以低价出售刀身积累客户，随后利用“刀身+刀片”的捆绑销售模式在刀片上获取高额利润。类似地，打印机企业以低利润率将打印机销售给消费者，再通过销售高利润率的原装耗材实现较好的盈利。根据 BCG 模型估算，原装耗材在整机全生命周期中实现的毛利润能够达到整机的两倍以上。打印机厂商通过较低的整机价格获取较大的出货量，以积累保有量，原装耗材销量和利润跟整机保有量直接相关，更多的整机保有量有利于获取更多利润。但在整机开始出货的前期，较低的保有量造成较低的盈利水平，从而影响新进入者的战略决心。

图 5：打印机原装耗材四年营收接近整机



数据来源：BCG、东方证券研究所

图 6：打印机原装耗材四年营收远超整机



数据来源：BCG、东方证券研究所

纳思达优势突出，持续高增长

纳思达全资子公司奔图自 2008 年开始研发拥有自主知识产权的激光打印产品，并于 2010 年发布国内第一款自主激光打印机，填补了国内激光打印设备产品空白。奔图又经过 10 余年研发和经营，陆续推出了自主生产的不同打印速度的单/多功能的黑白/彩色 A4 激光打印机产品。公司完全掌握打印机各级源代码和完整的软固件核心技术，积极突破激光打印机关键零部件技术，已完

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

成自主黑白打印主控 SoC 和黑白激光扫描单元（LSU）的研制和产业化，成功研发和量产 A4 幅面 LSU。

图 7：纳思达具备多重优势，护城河不断加深

壁垒	行业状况	纳思达优势
技术	打印机工作过程复杂，涉及精密机械、精细化工、静电成像、传感器控制、通信等多个技术领域	芯片：300 项技术、全球兼容耗材芯片超 6 成份额，具有自主可控的整机 SoC 芯片、LSU、打印机引擎等关键零部件 完全掌握打印机各级源代码和完整的软固件核心技术
专利	全球注册专利超过 30 万项，掌握自主研发制造技术的企业不超过 10 家，主要是美日企业	具有丰富的与美日巨头解决专利纠纷的经验。 截至 21 年底拥有自主研发的已取得专利权的专利 4,885 项，其中发明专利 3,378 项
战略决心	后入者需经历长期投资亏损	奔图达到盈亏平衡经历了约 10 年，每年持续投入 2 亿元
生态	与操作系统、办公软件、电脑等适配	已完成主流生态软硬件适配，包括信创生态
品牌	用户倾向选购有质量和售后保证的品牌，企业需要较长时间打造市场形象	利盟 Lexmark 是美国的高端品牌，原属于 IBM 奔图品牌正逐步获得用户认可
制造	供应链复杂，规模效应要求	利盟+奔图全球多个工厂布局，将新增数百万台年产能，拟新建合肥基地 OEM 业务扩大规模效应

数据来源：公司公告、东方证券研究所整理

图 8：纳思达半导体业务范围示意图



数据来源：艾派克微电子官网、东方证券研究所

图 9：公司具备垂直一体化竞争优势



数据来源：公司官网、东方证券研究所

纳思达已形成打印机及原装耗材、软件服务、通用耗材和芯片的垂直一体化打印业务全产业链布局。

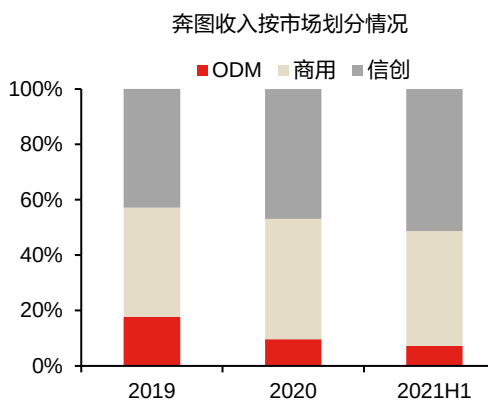
图 10：纳思达主营业务



数据来源：公司官网、东方证券研究所

奔图在技术、专利、制造等方面的优势带来公司产品在信创、商用和 ODM 市场的全面发展，出货量、市场份额、营收、净利润等指标持续高增长。

图 11：奔图在信创和商用市场都具有竞争力



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 12：奔图多款产品在京东获得用户好评



数据来源：京东、东方证券研究所

图 13：奔图业绩持续高增长 (百万元)

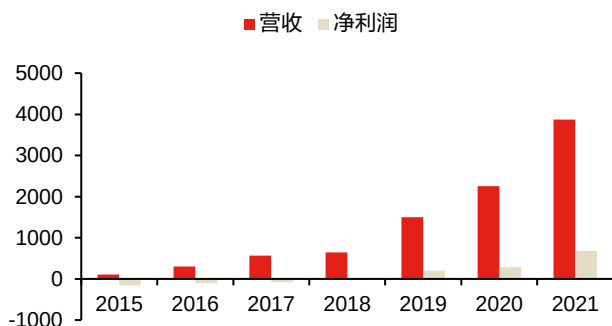
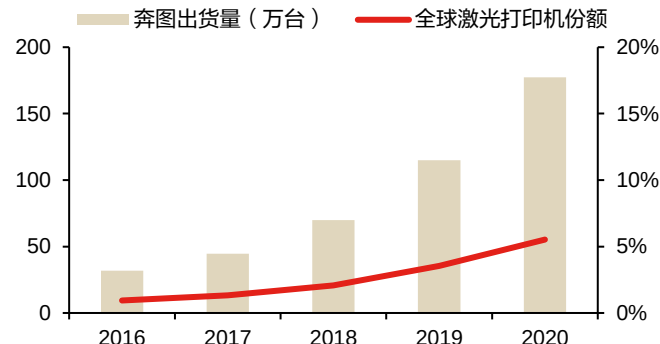


图 14：奔图出货量及份额保持高速增长



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：公司公告、东方证券研究所

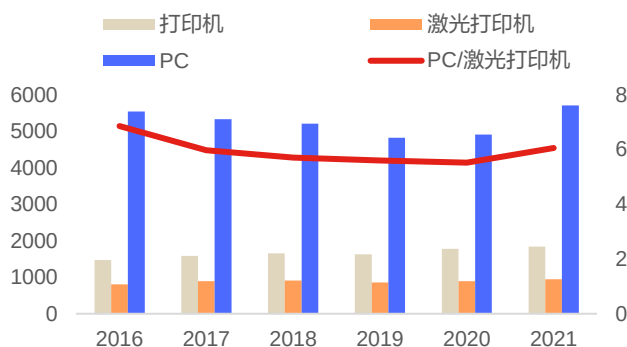
数据来源：公司公告、IDC、华经产业研究院、东方证券研究所

在产能布局方面，建筑面积 42 万平方米的珠海高栏港一期项目进展顺利，公司拟在合肥投资 50 亿元建设打印机及耗材生产基地、区域总部及研发中心，助力公司五年内冲击全球激光打印机市场占有率 25% 的目标。

信创分梯队发展，打印机迎新机遇

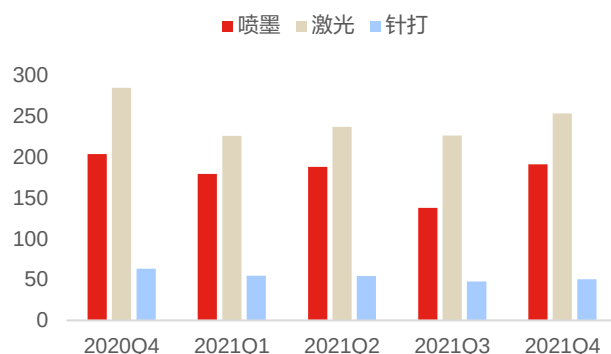
在国家推动信创产业发展的背景下，国产 IT 基础设施迎来发展新机遇。从 PC 到服务器和打印机等外设都有望迎来国产化机遇，国产激光打印机需求有望大幅增长，中国唯一掌握打印机核心技术的龙头公司纳思达有望持有受益。此外，信创也要求核心零部件的自主可控，国产 CPU、GPU 需求有望快速提升。

图 15：中国 PC 与激光打印机出货量（万台）



数据来源：IDC，华经产业研究院，东方证券研究所

图 16：中国打印机出货构成（万台）



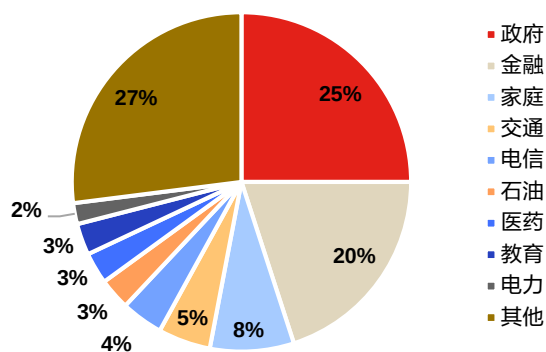
数据来源：IDC，东方证券研究所

根据 IDC 数据，2021 年中国激光打印机出货量 942 万台，激光打印机寿命一般在 5 年左右，加总 2017-2021 年的 5 年累计出货量推算中国激光打印机市场现有存量大概在 4500 万台。

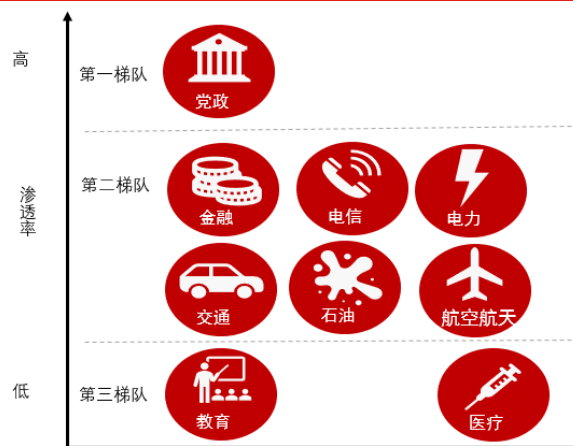
信创产业先期主要在“2+8”党政以及金融、石油、电力、电信、交通、航空航天、医疗、教育八大行业普及产品和服务和解决方案，并将向其他行业渗透。党政电子公文系统的自主可控已经历试点到推广，电子政务的信创也有序开展。目前信创行业渗透率大致分为三梯队：第一梯队为党政，第二梯队为金融、电信、电力、交通、石油、航空航天，第三梯队为教育、医疗。

图 17：中国激光打印机下游应用（2020 年）

图 18：党政+八大行业，分梯队信创稳步发展



数据来源：华经产业研究院、东方证券研究所



数据来源：亿欧智库、东方证券研究所

政府系统人数约 3000 万（不包含教育、卫生系统），根据华经产业研究院，政府系统在中国激光打印机下游应用中占比约 25%，我们估算政府系统的保有量约为 1,125 万台，人均保有量约为 0.37 台。

图 19：政府及重要行业激光打印机需求规模大致测算

	人数-万人 (2020)	激光打印机保有量-万台 (2021)	占比	人均保有量
政府	3,032	1,125	25%	0.37
重要行业	4,455	1,800	40%	0.40
政府及重要行业合计	7,487	2,925	65%	0.39

数据来源：华经产业研究院、国家统计局、IDC、《中国财政年鉴 2021》、航天科技、东方证券研究所

注：1.重要行业指图 30 中的八大行业；2.人数指各行业国有企业人数；3.假设 20-21 年各行业国有企业人数不变

根据国家统计局数据，金融、电信等重要行业国有企业人数约 4,455 万人，根据华经产业研究院，重要行业在激光打印机的份额约为 40%，对应打印机保有量 1,800 万台，人均保有量为 0.4 台，高于政府的 0.37。

其他行业及消费市场的激光打印机需求约 1,600 万。扣除前文推算的政府及重要行业的激光打印机合计保有量 2,900 万台，剩余行业和消费市场还有 1,600 万台的激光打印机保有量，在通常状况下，这些行业和消费市场的国产化替换需求可能弱于上述政府及重要行业。

此外，4,500 万台激光打印机年消耗硒鼓耗材数千万个，也给相关厂商带来巨大需求。

盈利预测与投资建议

我们预测公司 22-24 年归母净利润分别为 20.8/28.5/39.6 亿元（原 22-24 年预测为 20.7/28.5/39.5 亿元，略上调耗材业务毛利率），根据可比公司 22 年 47 倍 PE 估值，对应目标价为 69.15 元，维持买入评级。

图 20：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2022/6/23	每股收益（元）				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
鼎龙股份	300054	19.40	0.23	0.40	0.62	0.82	85.84	48.10	31.50	23.68
用友网络	600588	19.96	0.21	0.25	0.33	0.43	96.85	79.02	59.74	46.42
乐鑫科技	688018	100.98	2.47	3.45	4.81	6.38	40.94	29.24	20.98	15.82
中颖电子	300327	48.18	1.08	1.51	1.96	2.44	44.46	31.89	24.55	19.71
澜起科技	688008	56.75	0.73	1.29	1.88	2.50	77.54	44.13	30.23	22.72
景嘉微	300474	63.46	0.65	1.00	1.44	1.92	97.95	63.76	44.20	33.07
	最大值						97.95	79.02	59.74	46.42
	最小值						40.94	29.24	20.98	15.82
	平均数						73.93	49.36	35.20	26.90
	调整后平均						76.17	46.97	32.62	24.80

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

风险提示

商誉减值风险：截至 21 年年末，公司商誉约为 120 亿元，约占公司总资产 28%，如果利盟盈利不及预期，可能造成商誉减值风险。

行业需求不及预期：受疫情影响，全球需求存在不确定性，可能对公司的产品销售产生负面影响。

汇兑损益风险：利盟业务主要以美元结算，如果汇率有较大波动，可能对公司利润产生一定影响。

假设条件变化影响测算结果：报告中图 1 部分市场规模及份额数据含有假设，图 19 对激光打印机保有量以及人均保有量测算依照出货量、更换周期、应用分布、各行业从业人员数量等假设，若假设条件改变，将对测算结果产生变动。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	7,043	9,750	12,042	14,126	17,441	营业收入	21,116	22,792	28,967	34,017	39,256
应收票据、账款及款项融资	2,584	3,033	3,418	4,014	4,632	营业成本	14,258	15,016	18,853	21,959	25,081
预付账款	282	252	290	340	393	营业税金及附加	92	107	136	159	184
存货	3,406	4,068	3,771	4,392	5,016	营业费用	2,111	2,135	2,689	3,124	3,448
其他	2,041	1,977	2,096	2,193	2,293	管理费用及研发费用	3,323	3,252	4,036	4,548	4,952
流动资产合计	15,356	19,081	21,616	25,065	29,775	财务费用	1,624	613	607	546	493
长期股权投资	61	144	144	144	144	资产、信用减值损失	155	158	117	88	73
固定资产	2,673	2,423	2,970	3,193	3,277	公允价值变动收益	23	199	150	100	100
在建工程	461	873	574	425	350	投资净收益	4	100	50	30	30
无形资产	6,214	6,170	5,845	5,520	5,196	其他	142	215	100	100	100
其他	14,923	14,893	14,719	14,571	14,571	营业利润	(280)	2,025	2,829	3,823	5,256
非流动资产合计	24,332	24,504	24,253	23,853	23,537	营业外收入	3	6	5	6	6
资产总计	39,688	43,585	45,869	48,918	53,313	营业外支出	10	26	15	10	10
短期借款	1,755	1,190	1,000	1,000	1,000	利润总额	(286)	2,006	2,819	3,819	5,252
应付票据及应付账款	3,416	4,309	4,645	5,411	6,180	所得税	(323)	409	620	840	1,155
其他	9,966	7,565	7,194	6,708	6,522	净利润	36	1,596	2,199	2,979	4,097
流动负债合计	15,137	13,064	12,840	13,118	13,701	少数股东损益	(109)	433	115	124	134
长期借款	7,040	7,487	7,487	7,487	7,487	归属于母公司净利润	145	1,163	2,083	2,854	3,963
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.10	0.82	1.47	2.02	2.80
其他	4,566	4,658	4,658	4,658	4,658	主要财务比率					
非流动负债合计	11,606	12,145	12,145	12,145	12,145		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	26,743	25,209	24,985	25,263	25,846	成长能力					
少数股东权益	4,553	4,083	4,198	4,322	4,456	营业收入	-9%	8%	27%	17%	15%
实收资本（或股本）	1,075	1,411	1,416	1,416	1,416	营业利润	-124%	823%	40%	35%	37%
资本公积	4,270	8,855	8,855	8,855	8,855	归属于母公司净利润	-80%	701%	79%	37%	39%
留存收益	3,304	4,332	6,416	9,061	12,739	获利能力					
其他	(256)	(305)	0	0	0	毛利率	32.5%	34.1%	34.9%	35.4%	36.1%
股东权益合计	12,945	18,376	20,885	23,655	27,466	净利率	0.7%	5.1%	7.2%	8.4%	10.1%
负债和股东权益总计	39,688	43,585	45,869	48,918	53,313	ROE	2.1%	10.3%	13.4%	15.8%	18.7%
现金流量表						ROIC	-0.7%	7.8%	8.8%	10.5%	12.7%
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力					
净利润	36	1,596	2,199	2,979	4,097	资产负债率	67.4%	57.8%	54.5%	51.6%	48.5%
折旧摊销	768	1,039	816	874	791	净负债率	34.4%	7.5%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	1,624	613	607	546	493	流动比率	1.01	1.46	1.68	1.91	2.17
投资损失	(4)	(100)	(50)	(30)	(30)	速动比率	0.76	1.11	1.35	1.53	1.76
营运资金变动	(616)	(1,920)	67	(673)	(685)	营运能力					
其它	468	1,628	272	(12)	(27)	应收账款周转率	7.9	7.9	8.5	8.6	8.6
经营活动现金流	2,277	2,857	3,911	3,684	4,638	存货周转率	3.9	3.6	4.3	4.7	4.7
资本支出	961	(565)	(575)	(475)	(475)	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8
长期投资	(58)	(83)	0	0	0	每股指标（元）					
其他	(1,842)	(76)	200	130	130	每股收益	0.10	0.82	1.47	2.02	2.80
投资活动现金流	(939)	(724)	(375)	(345)	(345)	每股经营现金流	2.12	2.02	2.76	2.60	3.28
债权融资	(1,087)	154	(451)	(500)	(200)	每股净资产	5.93	10.09	11.78	13.65	16.25
股权融资	2,800	4,922	5	0	0	估值比率					
其他	(572)	(4,441)	(798)	(754)	(778)	市盈率	462	58	32	24	17
筹资活动现金流	1,140	635	(1,244)	(1,254)	(978)	市净率	8.0	4.7	4.0	3.5	2.9
汇率变动影响	(94)	(53)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	34.8	20.0	17.3	14.0	11.3
现金净增加额	2,384	2,716	2,292	2,084	3,315	EV/EBIT	54.7	27.9	21.4	16.8	12.8

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，资产管理、私募业务合计持有纳思达(002180)占发行量 1%以上

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 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在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn