



科华恒盛 (002335.SZ)

新股定价

建议询价区间:

25.94 ~ 32.43 元

发行上市资料	
发行股本 (万股)	1,950
发行后总股本 (万股)	7,800
发行日期	2010-1-4
发行前财务数据	
每股净资产 (元)	3.07
净资产收益率 (%)	25.39
资产负债率 (%)	43.37
第一大股东和持股比例	
厦门科华伟业股份有限公司	52.48%

齐鲁证券有限公司研究所
行业公司部

分析师
林健晖

Tel: (86531) 81776393
Fax: (86531) 81283791
Email: linjh@qlzq.com.cn

科华恒盛：国内最大的高端 UPS 电源制造商与提供商

投资要点:

- ◇ 公司一直从事于 UPS 电源以及配套产品的设计、生产、销售和服务。公司主要产品包括信息设备用 UPS 电源和工业动力用 UPS 电源两大类，功率范围为 0.5 KVA-1200 KVA，基本覆盖了 UPS 电源的全部功率段。
- ◇ 随着中国信息产业的快速增长，UPS 电源作为信息设备的保护装置，在各行业中的应用也越来越普遍，成为 IT 周边不可缺少的设备。目前信息设备用 UPS 电源系统设备市场正处在一个稳步上升的时期。今后几年随着发展中国家 IT 投资的继续增长，发展中国家的 UPS 市场依然是拉动全球 UPS 市场的主要增长点。随着中国工业的大发展，工业动力用 UPS 市场也将逐步走入快速发展期，在未来的 5-10 年间进入大发展阶段，市场潜力巨大。
- ◇ 公司产品结构调整、整体经营能力提升使得近年来主营业务收入保持了快速增长态势。2008 年，公司实现营业收入 4.31 亿元，同比增长 33.55%，实现净利润 4142 万元，同比增长 67.35%，实现基本每股收益 0.70 元。2009 年 1-6 月，公司实现营业收入 1.89 亿元，实现归属母公司净利润 2111 万元，实现基本每股收益 0.36 元，按发行后股本计算每股收益为 0.27 元。
- ◇ 公司毛利率逐年提升。2006 到 2009 年上半年，公司综合毛利率分别为 29.37%，30.50%，34.09% 和 36.61%，这主要是产品结构调整的结果。报告期内，公司费用率分别为 23.98%，18.81%，21.57% 和 22.45%。销售费用率分别为 13.00%，10.63%，12.13% 和 12.68%；管理费用率分别为 10.33%，7.02%，8.85% 和 9.80%，研发投入的增加是管理费用增加的主要因素。
- ◇ 预计公司 09、10、11 年 EPS 分别为 0.81，1.06 和 1.39 元。四家主营相似的公司的平均 2009 年市盈率为 36.27 倍。鉴于公司的成长性和市场地位，我们给予公司 2009 年 PE 40-50 倍，认为公司二级市场价格合理区间为 32.43 ~ 40.54 元。对比最近在中小板发行的股票，16 家中小板的股票发行价格对应的算术平均 2009 年市盈率为 38.88 倍，考虑到发行价格较二级市场价格存在一定折让，建议询价区间为 25.94 ~ 32.43 元，对应 2009 年每股收益发行市盈率为 32 ~ 40 倍。

财务数据摘要	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (百万元)	431	541	703	900
主营业务收入增长率	33.55%	25.39%	30.00%	28.00%
净利润 (百万元)	41	65	85	109
净利润增长率	67.35%	56.82%	30.79%	28.56%
毛利率	34.09%	36.50%	37.00%	37.00%
每股收益 (元)	0.53	0.81	1.06	1.39

重要声明：本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。



一、公司简介

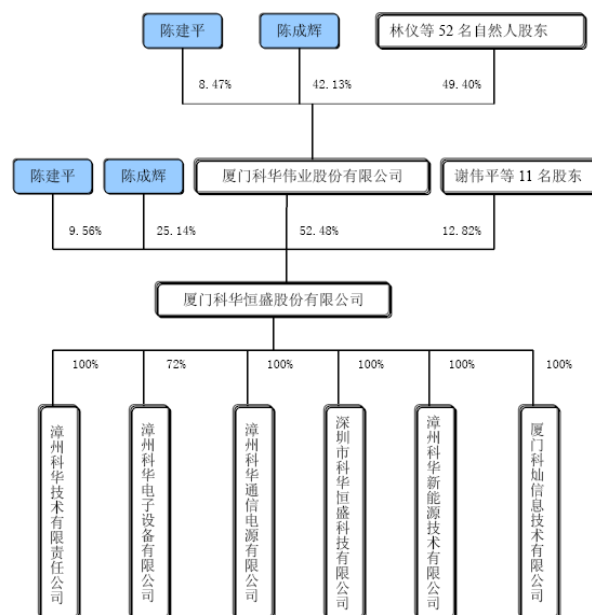
1. 主要业务

公司一直从事于 UPS 电源以及配套产品的设计、生产、销售和服务。公司主要产品包括信息设备用 UPS 电源和工业动力用 UPS 电源两大类，功率范围为 0.5KVA-1200KVA，基本覆盖了 UPS 电源的全部功率段。

2. 股权结构

公司发行前总股本为 5,850 万股，本次拟公开发行 1,950 万股，本次发行股份占发行后总股本的 25%。科华伟业持有公司 52.48% 的股份，是公司的控股股东。陈建平和陈成辉先生系公司的实际控制人。

图 1：股权结构



数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

二、行业分析

公司所属行业为电力电子设备制造业，行业规划管理部门为国家发改委和信息产业部。

1. UPS 电源产品

UPS 电源是 Uninterruptable Power Supply 的英文缩写，即不间断电源。作为一种具有储能作用的电能变换装置，UPS 电源产品主要由主机和储能部件构成，其额定输出功率的大小取决于主机部分，并与负载

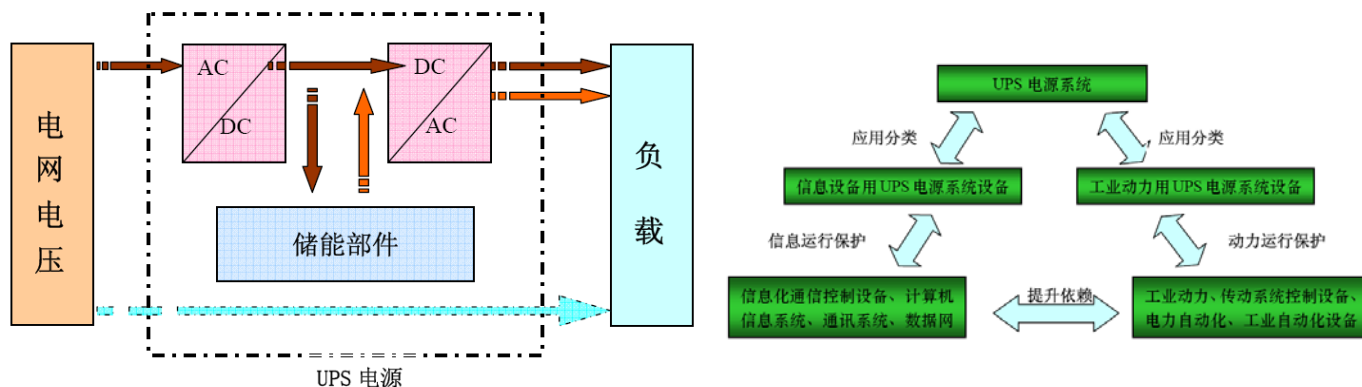


属性有关，因为 UPS 电源对不同性能的负载驱动能力不同，通常负载功率应不大于 UPS 电源 70%的额定功率。当负载功率确定后，储能部件容量的选取主要取决于其后备时间的长短，该时间因用户需求情况不同而不同，通常在几分钟或几个小时不等。

在电网电压正常时，通过电网给负载供电的同时也给储能部件充电；当突发停电时，UPS 由储能部件供给负载所需电能，维持负载的正常运行（如粗黑→所示）；当负载严重过载时，对于在线式 UPS，电网电压直接给负载供电（如虚线所示），对于离线式或者互动式 UPS，一般出现过载保护。

按照应用领域和负载特性划分，UPS 电源产品可分为信息设备用 UPS 电源和工业动力用 UPS 电源两类。

图 2: UPS 电源工作原理图(左)和 UPS 产品分类(右)



数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图 3: UPS 电源系统分类与主要应用行业领域

UPS 电源系统 按应用分类	应用使用功率		主要应用领域
信息设备用 UPS 电源	小功率	<3KVA	金融、信息、通信、国防安全、航空航天、交通等领域，保证其计算机信息系统、通讯系统、数据网络的安全与稳定。
	中功率	$3KVA \leq \text{功} < 10KVA$	
	大功率	$\geq 10KVA$	
工业动力用 UPS 电源	大功率	$10KVA \leq \text{功} < 100KVA$	电力、石油化工、汽车工业、钢铁、半导体加工、有色金属、煤炭、建筑、医药、食品、军事等工业领域，保证工业设备动力供给的可靠性。
	超大功率	$\geq 100KVA$	

数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所



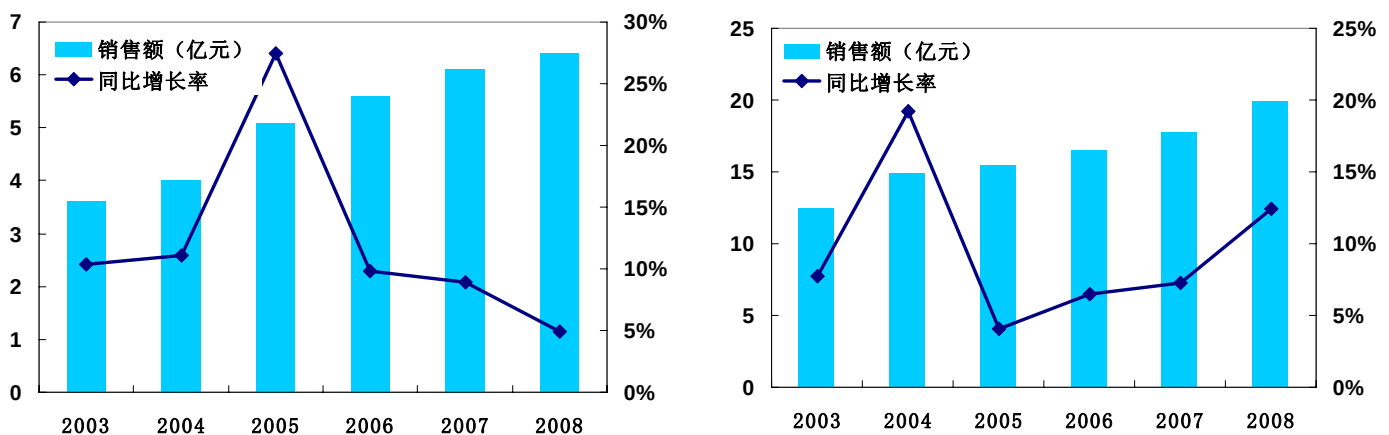
2. 市场规模与发展趋势

(1) 信息设备用 UPS 电源市场

随着中国信息产业的快速增长, UPS 电源作为信息设备的保护装置, 在各行业中的应用也越来越普遍, 成为 IT 周边不可缺少的设备。目前信息设备用 UPS 电源系统设备市场正处在一个稳步上升的时期, 传统市场如金融、电信等行业需求保持稳定增长, 3G 网络建设、银行保险行业的信息化建设需求为 UPS 产品带来巨大的市场机会; 一些以往占市场比重不大的需求如办公自动化建设和企业信息化建设等对 UPS 的需求呈现出快速增长的势头, 有力拉动 UPS 市场增长。

根据 CCID 赛迪顾问的统计, 中国信息设备用 UPS 市场销售额总体呈现稳步增长的趋势, 2008 年中国信息设备用 UPS 市场销售额达到 30.4 亿元人民币。中国信息设备用中大功率 UPS 市场销售额从 2003 年的 17.1 亿元增长到了 2008 年的 26.3 亿元人民币, 年均增幅约为 9%。在信息设备用不间断电源中, 虽然 10KVA 以下的中小功率 UPS 占 UPS 总台数的 80% 以上, 但是从市场规模来看, 中大功率 UPS 的市场销售额占了总销售额的 85% 左右。3KVA 以下小功率产品增长趋势将放缓, 这是因为自带电池保护的笔记本电脑逐渐普及所致; 中功率产品则因为大量计算机外部设备及网络的应用, 局部网络保护方案需求快速上升; 集中保护和一体化电源解决方案的需求, 以及计算机用户的规模和水平的快速提升, 带来大功率产品的强劲需求。2009 至 2011 年中大功率 UPS 市场将年均增长率约为 5%, 中大功率市场成为信息设备用 UPS 行业发展的主要动力。

图 4: 中国信息设备用中等功率 UPS (3KVA ~ 10KVA) (左) 和大功率 UPS ($\geq 10KVA$) 市场规模 (右)



数据来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

根据中国机械工业联合会 2007 年《中国 UPS 市场研究报告》, 全球的 UPS 市场总需求量约为 130 亿美金。其中, 信息设备用不间断电源



的需求量占到了总需求量的 30%-40%。全球 UPS 市场需求量近几年增长幅度大约在 13% 左右。美国、欧洲和日本三大主要经济体的 IT 业已经相当成熟，近年来其增长速度也明显放缓，但它们仍旧占据了全球 UPS 市场绝大部分市场。而其它地区的 UPS 市场随着 IT 业的高速发展出现了较大的需求。今后几年随着发展中国家 IT 投资的继续增长，发展中国家的 UPS 市场依然是拉动全球 UPS 市场的主要增长点。

根据 CCID 赛迪顾问的统计，在 2008 年，虽然受全球性金融风暴影响，西方发达国家的 UPS 市场增长放缓，但其他发展中国家正处于 IT 行业高速发展期，以亚太地区为例，2008 年亚太区 UPS 增长率更是高达 11.7%，有力地拉动了全球 UPS 市场的增长，也加剧了 UPS 行业全球发展不均衡的特点。在中国，随着未来两年中国通信行业 3G 网的建设，以及政府电子政务的广泛应用，各行业的信息化水平进一步建设，UPS 市场仍有发展空间，尤其是在交通、电力、能源等行业更是机遇大于挑战。

（2）工业动力用 UPS 市场

21 世纪将是中国工业化的加速时期。随着中国工业信息化、自动化、智能化进程的推进，中国工业动力用 UPS 市场开始起步。同国外工业动力用 UPS 的发展相比，中国工业动力用 UPS 仅处于萌芽期，工业动力用 UPS 远未达到普及阶段。工业动力用 UPS 在发达国家的工业领域应用十分广泛，并从传统的电力不间断保护进入不间断保护与节能相结合的应用模式。目前，在美国等发达国家，工业动力用 UPS 的使用比例占 UPS 总体市场的 60%-70%。随着中国工业的大发展，工业动力用 UPS 市场也将逐步走入快速发展期，在未来的 5-10 年间进入大发展阶段，市场潜力巨大。中国本土的 UPS 电源企业要想做大做强，与国际知名品牌竞争，就必须进入高端的大功率电力电子领域，开发通用型工业动力系统应用的产品，并建立相应的技术支持和服务体系。

根据中国电子商会电源专业委员会编制的《中国 UPS 电源行业研究与市场调查报告》数据显示，2008 年国内工业动力用 UPS 市场需求额为 143 亿元左右，而且随着工业化发展进程，该需求还会越来越高。

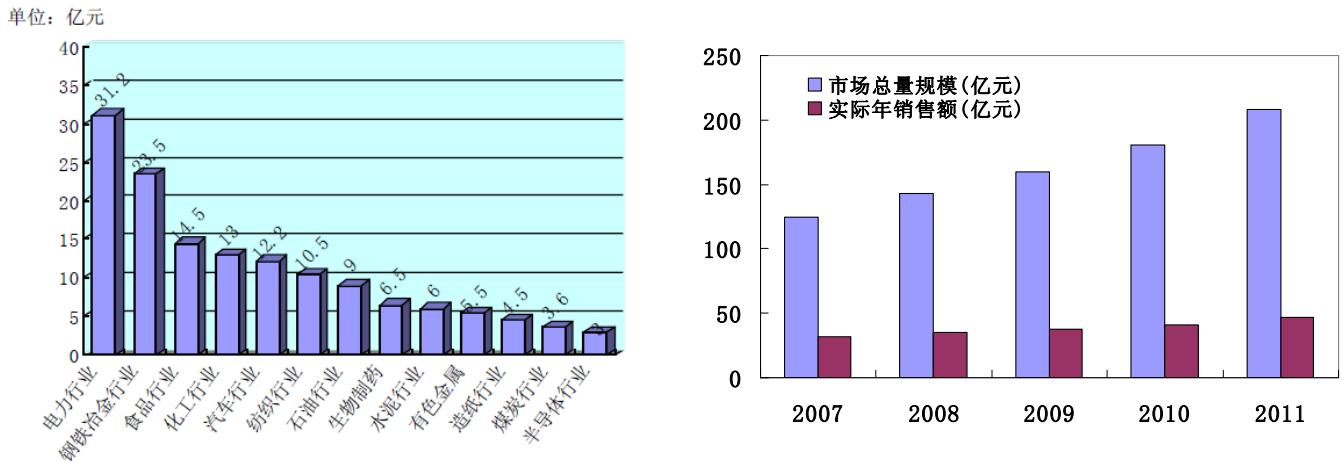
随着工业自动化成套设备和设备更新改造的飞速发展，工业动力大功率 UPS 电源系统设备市场在 2000 年后开始增长，2003 年出现加速，平均增长率达到 16%。根据中国电子商会电源专业委员会《中国 UPS 电源行业研究与市场调查报告》预测，工业动力大功率 UPS 电源系统设备市场在 2009-2011 年的销售额平均增长率将达到 10.17%。

目前，国内工业动力用 UPS 电源产品的市场销售基本被国外品牌所垄断。一般国内企业所需要的进口设备附带的 UPS 电源基本配备国际品



牌，在国外直接装配完成，这部分 UPS 销售额约占全部国内工业动力用 UPS 市场需求的 70%左右；其他在国内装配的设备所需的 UPS 电源也基本采用的是国外品牌。

图 5: 2008 年各个行业工业动力用 UPS 市场需求(左)和工业动力大功率 UPS 电源系统设备市场(右)



数据来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

世界工业的发展和工业行业竞争格局的巨大变化，必将带动未来工业设备的发展。能源消耗日益吃紧、全球工业化进程不断推进，为工业动力 UPS 市场带来稳定增长前景和发展空间。

和世界经济发展不平衡的格局相对应，全球 UPS 市场发展也呈现出不均衡发展局面。美国、欧洲、日本三个主要经济体占据了全球 UPS 绝大部分市场。虽然近年来三大经济体特别是日元和欧元区经济增长明显放缓，加之其 UPS 市场已进入成熟期，因而在全球市场中所占份额有所下降，但目前三大经济体所占比例仍高于 80%。美、欧、日不仅是全球 UPS 最大的区域市场，也是目前用户应用水平最高、厂商技术实力最强的区域。

3. 公司的竞争地位

根据 CCID赛迪顾问数据显示，信息设备用UPS 电源2007 年销售额约为28.2亿元，其中，国外品牌APC-MGE、艾默生、SANTAK 等占据了约 50%以上的市场份额，并占领了市场份额前三名；国内品牌以科华恒盛、科士达为代表，在与国外品牌的竞争之中占据了一席之地。在2007 年全部信息设备用UPS 电源销售额排名中，科华名列第四，占据9%的市场份额，在本土UPS 厂商中名列第一。

在中大功率UPS 市场上，2007 年公司在大功率（≥10KVA）市场销售排名第三，从而打入一向由国外知名品牌占据的前三位置，市场份额达到10.7%，在本土品牌中排名第一。



根据CCID 赛迪顾问《2008-2009 年中国UPS 市场研究年度报告》，在2008年全部信息设备用UPS 电源销售额排名中，科华名列第四，占据9.6%的市场份额，在本土UPS 厂商中名列第一。在中大功率UPS 市场上，2008 年公司在大功率（大于等于10KVA）市场销售排名第三，市场份额达到11.2%，在本土品牌中排名第一。在大功率高端UPS 市场上，公司已经成为国外UPS 大厂商在中国市场上的主要竞争者。

工业动力用UPS 市场基本被国外品牌所垄断，国内厂商尚不具备与国际品牌竞争的能力，公司是目前唯一在该领域实现产业化生产的国内企业。近年来，公司依靠研发优势与技术优势，加大研发投入，自主开发出能够适应复杂工业环境、采用节能控制技术、数字化DSP控制等技术设计的工业动力用节能型UPS产品，并在2007 年取得了良好的业绩，实现了2700 多万元的销售，完成了国产工业动力用UPS 产品从研发到产业化的飞跃。目前，公司生产的工业动力用UPS电源产品已成功应用于半导体、钢铁、冶金、石油、精细化工、玻璃、食品、电子制造等诸多领域，积累了一定的工业应用经验，并获得了用户的认可。2008年，公司工业动力用UPS 产品市场销量进一步稳定扩大，实现销售收入4656.49万元，较去年同期增长70.49%。2009年1-6 月，已实现销售收入2373.6 万元。

4. 募集资金项目

公司本次拟向社会公开发行股票 1,950 万股，若成功发行，所募集资金拟用于建设以下项目：

表 1：募投项目

单位：万元

项目名称	投资总额	备案情况
信息设备用中大功率不间断电源产业升级项目	7,522	闽发改备[2008]K00002 号 闽发改高技[2009]38 号
工业动力用节能型不间断电源产业化项目	5,527	闽发改备[2008]K00001 号 闽发改高技[2009]38 号
补充运营资金扩大公司系统集成总承包业务项目	3,707	厦发改服务[2008]函23 号
总计	16,756	

数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

三、公司盈利情况分析

1. 公司近年来快速增长

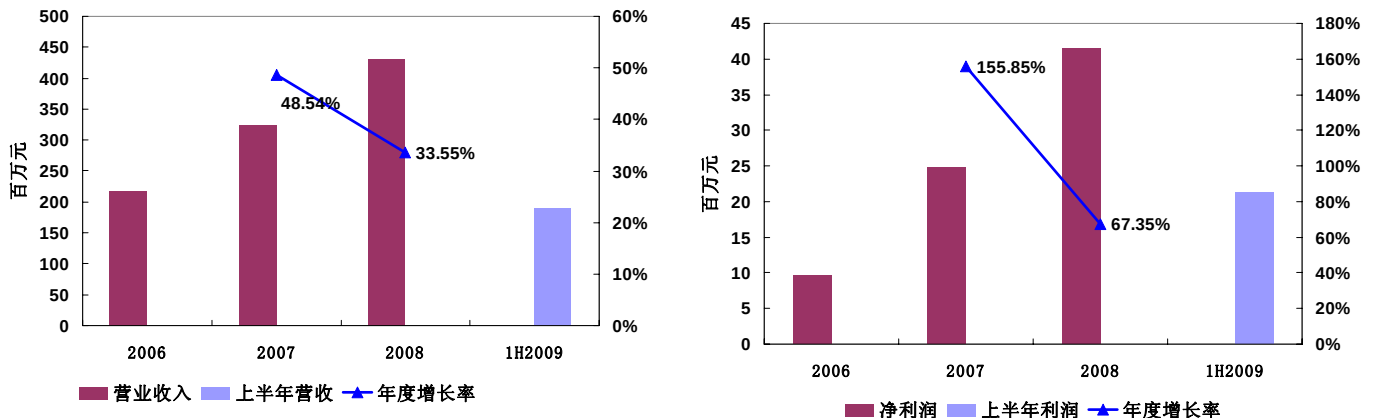
2008 年，公司实现营业收入 4.31 亿元，同比增长 33.55%，实现净



利润 4142 万元，同比增长 67.35%，实现基本每股收益 0.70 元，按发行后股本计算每股收益为 0.53 元。

2009 年 1-6 月，公司实现营业收入 1.89 亿元，实现归属母公司净利润 2111 万元，实现基本每股收益 0.36 元，按发行后股本计算每股收益为 0.27 元。

图 6：公司营业收入、净利润变化情况



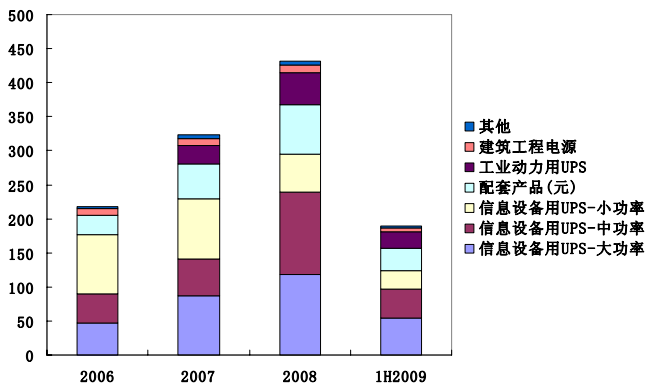
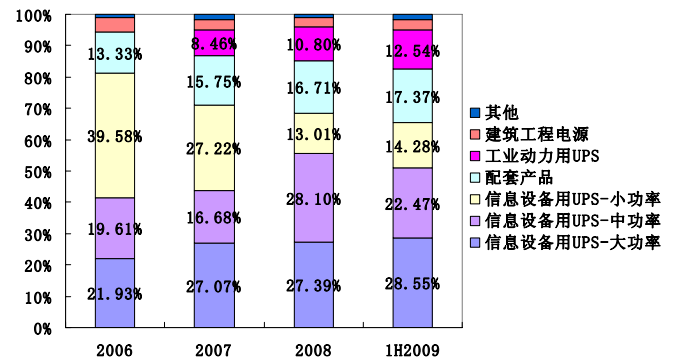
数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

2. 主营业务快速增长的主要原因

公司产品结构调整、整体经营能力提升使得近年来主营业务收入保持了快速增长态势。

2006 年 5 月，随着科华新工业园的建成及生产厂区的搬迁，公司实现了生产规模、生产能力、生产组织管理水平的全面升级，同时也使得公司长期的技术积累、新产品开发、自主品牌的培育和营销网络的建设在新工业园区的支持下，得到了良好的体现，尤其在产品结构的调整上，效果非常显著。

2007 年，随着产品结构的调整，公司技术水平、研发能力、营销能力、技术服务能力得到整体提升，公司进入了快速成长期，其中，工业动力用 UPS 产品成功实现产业化，并在市场上得到良好的反响，信息设备用中大功率产品的市场推广进展顺利，销售状况良好，公司已初步完成了产品结构调整，技术含量高、盈利能力强的信息设备用中大功率产品和工业动力用 UPS 产品比重逐渐增大。同时，随着中大功率产品的市场推广，公司在高端产品市场上树立了良好的品牌形，打破了国外知名品牌垄断的市场格局。2008 年，公司保持了稳步快速发展的态势，销售收入快速增长，而且，产品结构进一步优化、销售体系逐步完善、管理水平稳步提升，公司的可持续发展能力得到不断增强。


图 7: 公司营业收入各产品的变化情况

图 8: 公司营业收入各构成部分的比例变动


数据来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

数据来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

3. 公司净利润变化的原因

(1) 公司毛利率逐年提升

公司毛利率逐年提升。2006 到 2009 年上半年, 公司综合毛利率分别为 29.37%, 30.50%, 34.09% 和 36.61%, 这主要是产品结构调整的结果。

一方面, 毛利率较高的信息设备用大功率 UPS、工业动力用 UPS 产品占主营业务收入的比重逐年提高; 另一方面, 随着经营规模的扩大, 公司通过批量采购, 在原材料成本方面的议价优势更加明显; 与此同时, 公司通过改进生产工艺、降低生产成本、提高产品质量等措施, 消化了原材料价格上涨的不利影响, 使得信息设备用中功率、大功率产品、工业动力用 UPS 产品等各类主导产品的毛利率水平逐年提高。

(2) 公司费用率较高

报告期内, 公司费用率分别为 23.98%, 18.81%, 21.57% 和 22.45%。销售费用率分别为 13.00%, 10.63%, 12.13% 和 12.68%; 管理费用率分别为 10.33%, 7.02%, 8.85% 和 9.80%, 研发投入的增加是管理费用增加的主要因素。

2009 年上半年, 管理费用较 2008 年同比增幅 24.68%, 其中, 技术开发费同比增加较多, 主要是公司本期加大了研发投入, 新增了研发人员, 购置了数据采集器等研发设备, 同时信息设备用网络型大功率高性能 UPS 项目入选国家电子信息产业振兴和技改项目。

2008 年管理费用较 2007 年同期上涨了 1,546.34 万元, 增幅 68.16%。管理费用增加的主要原因是技术开发费较 2007 年增加 924.17 万元。2008 年, 公司持续加大新产品研发立项和已有产品技术工艺革新



投入，新聘研发人员，添置频率特性分析仪、三相智能电量测量仪等研发设备，新增 10 余个产业化或技术开发项目。研发投入的增加成为管理费用增加的主要因素。

图 9： 公司产品的毛利率和综合毛利率

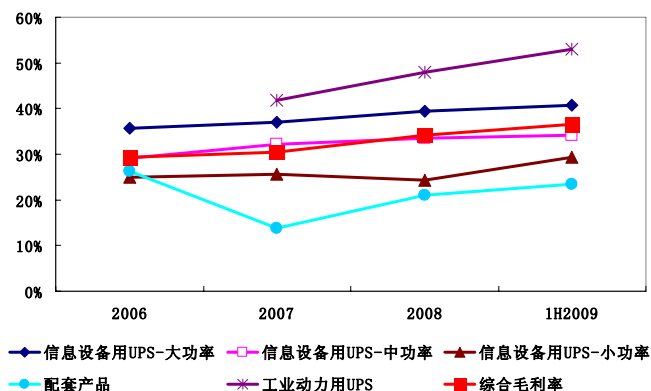
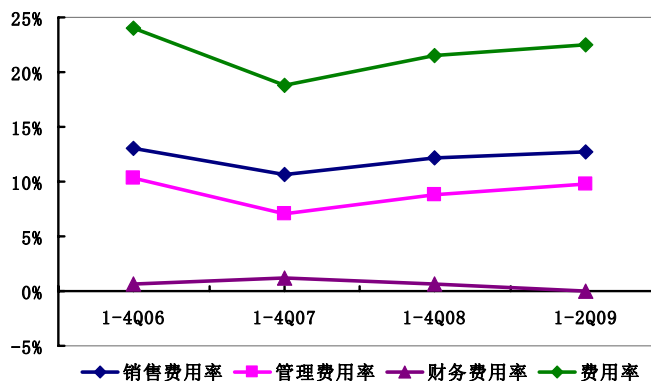


图 10： 公司费用率



数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

四、盈利预测及投资建议

1. 盈利预测

- 1) 假设行业政策不会有大的变动;
- 2) 由于募集资金项目建设期均不低于一年，暂不考虑项目的影响;
- 3) 总股本按照 7,800 万股计算;
- 4) 随着公司市场占有率的提高，未来将有望继续高速增长;
- 5) 公司综合销售毛利率和费用率水平均保持稳定在当期水平;
- 6) 公司是高新技术企业，自 2009 年按 15% 缴纳企业所得税。

预计公司 09、10、11 年 EPS 分别为 0.81，1.06 和 1.39 元。

2. 投资建议

公司属于电力电子设备制造业，选取 4 家主营业务相似的公司，和他们的估值情况进行对比，同时参考最近中小板公司发行股票的估值水平，来确定公司的发行价格。


表 2： 四家主营业务相似公司的盈利预测与估值

代码	股票简称	最新股价（元）	盈利预测 (EPS)				市盈率			
			2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
002028	思源电气	24.72	1.26	1.19	1.09	1.33	31.38	20.83	22.60	18.60
002112	三变科技	13.58	0.29	0.32	0.44	0.55	64.61	42.19	31.18	24.81
600550	天威保变	30.16	0.81	0.75	1.09	1.46	37.35	40.45	27.64	20.69
600312	平高电气	15.02	0.41	0.36	0.57	0.80	49.44	41.62	26.35	18.73
算术平均值							45.69	36.27	26.94	20.71

数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

这 4 家公司的平均 2009 年市盈率为 36.27 倍。鉴于公司的成长性和市场地位，我们给予公司 2009 年 PE 40-50 倍，认为公司二级市场价格合理区间为 32.43 ~ 40.54 元。

表 3： 近期在中小板上市的股票的盈利预测与估值

代码	股票简称	首发股价（元）	盈利预测 (综合值)				市盈率			
			2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
002316	键桥通讯	18.80	0.42	0.36	0.44	0.54	59.68	52.44	42.42	34.78
002317	众生药业	55.00	1.24	1.21	1.56	2.02	55.44	45.32	35.26	27.20
002318	久立特材	23.00	0.68	0.69	0.85	1.01	42.28	33.57	26.94	22.75
002319	乐通股份	13.70	0.40	0.39	0.47	0.58	42.81	35.49	28.96	23.65
002320	海峡股份	33.60	1.09	0.94	1.14	1.32	41.14	35.86	29.49	25.49
002321	华英农业	16.98	0.43	0.35	0.52	0.70	49.43	48.10	32.72	24.24
002322	理工监测	40.00	0.94	0.93	1.22	1.68	56.77	43.05	32.72	23.84
002323	中联电气	30.00	0.94	0.78	0.89	1.11	42.67	38.32	33.88	27.03
002324	普利特	22.50	0.39	0.62	0.83	1.01	77.88	36.24	27.17	22.17
002325	洪涛股份	27.00	0.56	0.52	0.77	1.45	60.27	51.72	35.03	18.68
002326	永太科技	20.00	0.43	0.43	0.63	1.00	58.18	46.88	31.76	20.05
002327	富安娜	30.00	0.85	1.07	1.39	1.85	44.00	28.07	21.55	16.24
002328	新朋股份	19.38	0.51	0.62	0.78	0.94	47.86	31.43	24.80	20.52
002329	皇氏乳业	20.10	0.46	0.60	0.82	1.09	58.44	33.72	24.57	18.42
002330	得利斯	13.18	0.36	0.48	0.53	0.71	49.24	27.67	24.81	18.56
002331	皖通科技	27.00	0.64	0.79	1.02	1.23	56.47	34.20	26.59	21.99
算术平均值							52.66	38.88	29.92	22.85

数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

对比最近在中小板发行的股票，16 家中小板的股票发行价格对应的算术平均 2009 年市盈率为 38.88 倍，考虑到发行价格较二级市场价格存在一定折让，建议询价区间为 25.94 ~ 32.43 元，对应 2009 年每股收益发行市盈率为 32 ~ 40 倍。



五、风险提示

1. 自主研发和创新能力下降的风险
2. 公司规模迅速扩张引致的经营管理风险


投资评级说明

类别	级别	定义
股票	推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%
	中性	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10%
	回避	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上
行业	推荐	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数持平
	回避	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843