



浙商证券

公司价值

4 May 2010 | 24 pages

方圆支承 (002147)

王者归来 回转支承龙头将再现翻番式增长

——方圆支承 (002147) 深度价值研究报告

史海昇

执业证书编号: S1230209120122

86-21-6471 8888-1737

Shihaisheng@stocke.com.cn

本报告导读:

- 近期会见了公司董事长、高级工程师、证券事务代表。
- 公司在新能源领域与军方市场实现突破性增长。
- 预计公司将上调产品价格,提升毛利率3-5个百分点。

投资要点:

■ 公司在新能源领域进入收获期

风电领域:一个兆瓦级以上风机需4个精密级回转支承与之配套(1个偏航支承和3个变桨支承),这4个支承在风机总成本中占比约5.9%,按保守的每套风机用支承组平均30万元售价估算,2010年该领域市场容量则接近57亿元,2011年则有望接近100亿元,而随着公司新募投项目的逐步达产,公司风电接单能力将出现爆发增长。

太阳能领域:“追日型”太阳能发电设备的工作效率要高于固定型设备25-35%,是当今世界太阳能开发利用的主要趋势,其工作主要依靠“回转支承”的传动来完成,这为小型回转支承产品创造了巨大的市场空间,2010年一季度以来,公司在太阳能发电设备领域订单也呈现显著的恢复性增长。

■ 军方市场将实现突破

按一般大型装备1.2%的回转支承成本占比估计,全年中国军方回转支承市场容量在20亿元上下,方圆多种类型的产品已经被列入军方采购目录,考虑到我国军事装备使用的中高端回转支承产品之前严重依赖进口,在方圆顺利进入军方市场后,其产品的进口替代进程势必提速。

■ 计划上调产品价格

公司价格政策的核心策略是“对老客户不求提价但要求增加采购量,对新客户做适当提价,对新产品也做适当提价”。据了解,公司的调价计划正处于研究准备阶段,尚未实施,预计最快2010年中期“调价”将正式推出,届时将进一步增强公司的盈利能力,提升毛利率约3-5个百分点。

■ 传统工程机械市场优势犹在

方圆中小型回转支承主要应用于起重机、挖掘机、桩工机械和混凝土泵车为主的工程机械领域,占据该国产市场1/4左右的份额,预计2010年公司在斗山、现代、小松、日立建机、卡特等整机制造商市场中实现突破,加速进口替代的进程。

■ 投资评级:买入

预计2010-2011年公司每股收益有望达到0.39元和0.55元,目前股价对应动态市盈率分别为34和24倍,给予公司“买入”的投资评级。

评级:

买入

上次评级:

买入

当前价格:

¥13.33

单季度业绩 元/股

1Q/2009 0.04

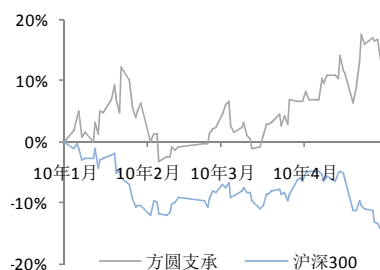
2Q/2009 0.05

3Q/2009 0.04

4Q/2009 0.04

1Q/2010 0.06

2010年初至今公司股价走势图



公司简介

公司是一家专业生产回转支承、锻压设备等工程机械及配件的公司,是全国规模最大的回转支承生产企业之一,安徽省民营企业百强。公司主要生产回转支承和锻压设备2大系列产品,其中,回转支承产品广泛运用于工程机械、冶金机械、医疗机械、运输机械、食品机械、纺织机械、材料加工机械、军事装备、发电设备等领域公司产品销售网络覆盖全国26个省、市、自治区,并批量出口加拿大、美国、日本等国家。



财务报表

资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	24.5	130.8	163.7	206.4	营业收入	285.3	471.2	654.6	825.5
应收票据	30.0	15.5	37.2	47.0	营业成本	193.4	305.2	422.6	528.0
应收账款	70.6	64.6	108.7	140.3	营业税金及附加	1.7	2.9	4.0	5.0
预付款项	2.1	-27.0	-57.5	-84.9	销售费用	11.1	19.3	26.8	33.8
其他应收款	0.8	1.2	1.7	2.2	管理费用	29.9	45.5	63.2	79.7
存货	79.4	83.6	115.8	144.6	财务费用	2.2	-0.3	-1.4	-1.9
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	5.0	2.5	3.1	3.5
长期股权投资	0.0	36.0	72.0	108.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	283.9	287.3	304.5	331.7	投资收益	0.0	9.0	12.0	15.0
在建工程	8.5	35.0	53.0	68.5	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	41.9	105.3	148.3	192.4
无形资产	24.5	25.5	26.0	26.8	营业外收支净额	2.1	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	44.1	105.3	148.3	192.4
资产总计	526.6	654.7	827.1	992.8	减：所得税	6.9	16.5	23.2	30.1
短期借款	16.5	0.0	33.1	13.5	净利润	37.2	88.8	125.1	162.2
应付票据	0.0	4.2	5.8	7.2	归属母公司净利润	37.8	88.8	125.1	162.2
应付账款	66.6	108.7	132.0	175.0	少数股东损益	-0.6	0.0	0.0	0.0
预收款项	4.7	14.0	18.8	24.3	基本每股收益	0.17	0.39	0.55	0.72
应付职工薪酬	19.0	31.3	43.5	54.8	稀释每股收益	0.17	0.39	0.55	0.72
应交税费	0.1	0.1	0.1	0.1	财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
其他应付款	1.1	1.9	2.6	3.3	成长性				
其他流动负债	1.0	1.0	1.0	1.0	营收增长率	-15.3%	65.2%	38.9%	26.1%
长期借款	0.0	-1.6	-3.5	-5.0	EBIT 增长率	-54.6%	100.3%	40.2%	29.7%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	-58.7%	134.8%	40.9%	29.7%
负债合计	109.0	159.6	233.4	274.3	盈利性				
股东权益合计	417.6	495.1	593.7	718.4	销售毛利率	32.2%	35.2%	35.4%	36.0%
现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	13.3%	18.8%	19.1%	19.7%
净利润	37.2	88.8	125.1	162.2	ROE	9.6%	18.8%	21.9%	23.3%
折旧与摊销	-0.5	79.4	-28.9	1.6	ROIC	9.5%	16.8%	18.7%	20.8%
经营活动现金流	53.9	237.0	138.8	225.9	估值倍数				
投资活动现金流	-37.0	-101.2	-110.7	-124.6	PE	79.5	33.9	24.0	18.5
融资活动现金流	-73.1	-29.4	4.7	-58.6	P/S	10.5	6.4	4.6	3.6
现金净变动	-56.2	106.4	32.8	42.7	P/B	7.6	6.4	5.3	4.3
期初现金余额	80.7	24.5	130.8	163.7	股息收益率	0.4%	0.9%	1.2%	1.6%
期末现金余额	24.5	130.8	163.7	206.4	EV/EBITDA	62.1	16.3	26.5	15.7

资料来源：浙商证券研究所

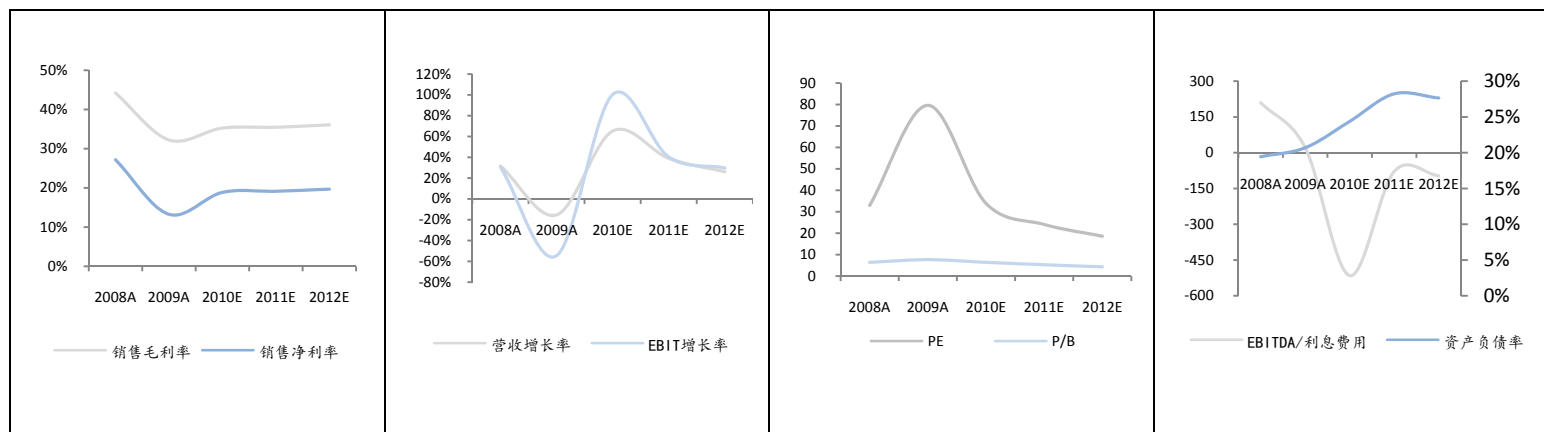


DCF—WACC输出

	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
EBIT	4914.7	9841.9	13802.3	17900.0	22321.6	25893.1	29259.2	32185.1	34759.9	36845.5	39056.2
所得税	770.5	1541.2	2161.4	2803.1	3495.6	4054.9	4582.0	5040.2	5443.4	5770.0	6116.2
NOPLAT	9237.8	4144.2	8300.7	11640.9	15096.9	18826.0	21838.2	24677.2	27144.9	29316.5	31075.5
营运资金净变动	-3566.3	1377.5	11375.7	-2536.1	1876.0	2486.7	797.4	1535.9	1224.7	983.9	867.2
资本支出	-6206.9	-6523.8	-7465.5	-8858.2	-9604.3	-7731.7	-8036.7	-8339.3	-8514.0	-8445.2	-8213.4
自由现金流	1932.9	16598.9	5542.2	12604.8	16878.3	20717.2	24636.5	27148.4	29575.2	31959.8	34747.5

WACC	6.74%	Ke	13.2%
永续增长率	2.0%	Kd	5.3%
终值	18149	t	25%
企业价值	524391	Rf	2%
非核心资产价值	2447	E(Rm)	0.12
债务价值	1651	Rm - Rf	10%
股权价值	522740	D/A	0.5%
股本	22560	E/A	99.5%
每股价值	23.17	Beta	1.12

估值		g				
		1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
WACC	5.24%	28.49	31.45	35.33	40.63	48.29
	5.74%	25.11	27.34	30.17	33.88	38.94
	6.24%	22.39	24.12	26.25	28.96	32.50
	6.74%	20.16	21.52	23.17	25.21	27.80
	7.24%	18.30	19.39	20.69	22.27	24.22
	7.74%	16.72	17.61	18.66	19.90	21.41
	8.24%	15.37	16.11	16.96	17.96	19.15



资料来源：浙商证券研究所



正文目录:

一、	公司概况	6
二、	公司主营产品应用前景广阔	7
1、	回转支承的特性	7
2、	回转支承的分类与应用领域	8
三、	国内市场竞争格局	8
四、	公司主要亮点之一 —— 新能源领域进入收获期	10
1、	风力发电领域	10
2、	太阳能发电领域	12
五、	公司主要亮点之二 —— 军方市场实现突破	14
六、	公司主要亮点之三 —— 计划上调产品价格	15
七、	传统工程机械市场优势犹在	16
八、	练就内功 实现蜕变	18
九、	上游原材料价格波动造成影响甚微	19
十、	目前手持订单饱满	20
十一、	控股公司长沙方圆利润“转正”	21
十二、	风险提示	21
十三、	结论	22



表目录:

表 1 回转支承的分类.....	8
表 2 我国主要回转支承生产企业.....	9
表 3 国内主要外资回转支承生产企业.....	9
表 4 风力发电机主要成本构成.....	11
表 5 目前公司年产能情况.....	20

图目录:

图 1: 公司与实际控制人之间产权及控制关系图	6
图 2: 公司盈利模式链图	6
图 3: 2009 年公司主营产品结构情况 (按收入统计)	7
图 4: 回转支承制造工艺流程图	7
图 5: 回转支承产品在新能源领域的应用	10
图 6: 近年国内风电装机容量及预测 (万千瓦)	10
图 7: 陆上风电投资中风机设备占比情况	11
图 8: 海上风电投资中风机设备占比情况	11
图 9: 近年全球新增太阳能发电设备容量 (MW) 及增速	12
图 10: 使用回转支承的追日式太阳能发电设备具有更高的工作效率	13
图 11: 回转支承产品在军事领域的应用	14
图 12: 近年我国国防预算及增速情况	15
图 13: 2010-2011 年公司回转支承产品毛利率情况预测	16
图 14: 回转支承产品在工程机械领域的应用	16
图 15: 我国近年固定资产投资与货币供给量增速情况	17
图 16: 国内工程机械领域回转支承供应商市场份额情况	17
图 17: 方圆在国内部分工程机械品种中的市场份额	18
图 18: 公司产品原材料成本占比情况	19
图 19: 目前公司各生产线产能利用率情况	20

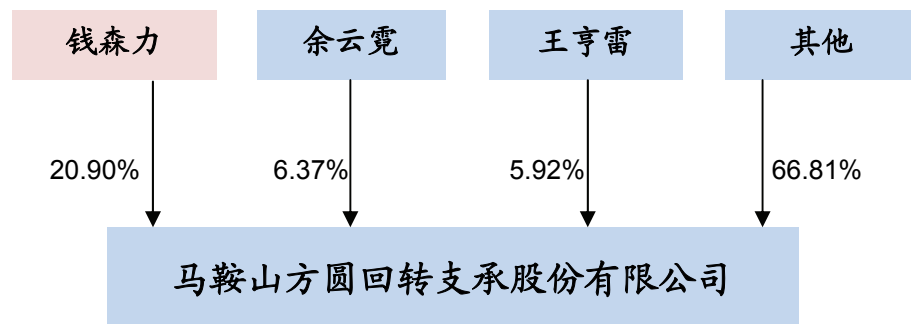


一、公司概况

方圆回转支承股份有限公司是国内专业研发、设计、生产回转支承的重点企业，安徽省民营企业五十强，是国家重点高新技术企业，公司生产回转支承和锻压设备 2 大系列产品。目前，公司回转支承产品的产销量与市场份额均排名国内第二，仅次于徐州罗特艾德。

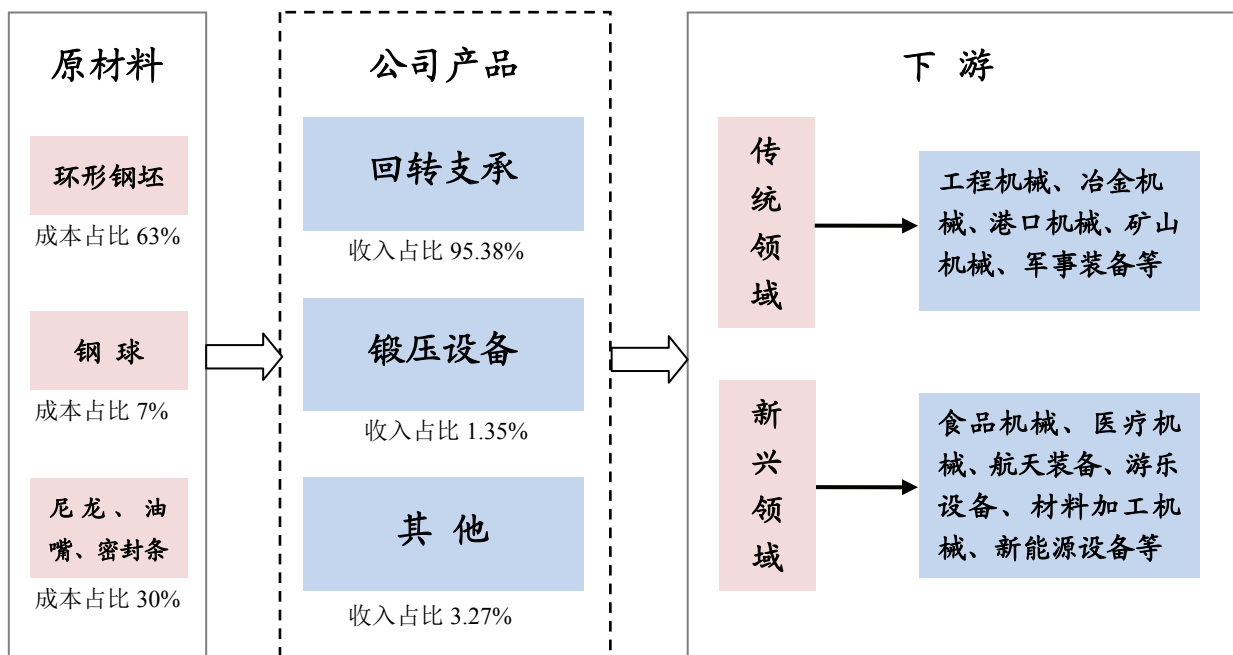
公司生产的单排球式、交叉滚柱式、三排柱式、双排球式、双列球式、双回转式、腰鼓式、哈呖式等八大系列的回转支承共 1800 多个规格（最大可生产直径 5M 的回转支承），产品主要应用于工程机械、风力发电设备、太阳能发电设备、港口机械、冶金机械、矿山机械和军事装备等行业。公司产品销售网络覆盖全国，并批量出口加拿大、美国、日本、意大利、德国、新加坡、阿联酋等地，拥有一套完善的服务管理体系。

图 1：公司与实际控制人之间产权及控制关系图



资料来源：浙商证券研究所

图 2：公司盈利模式链图



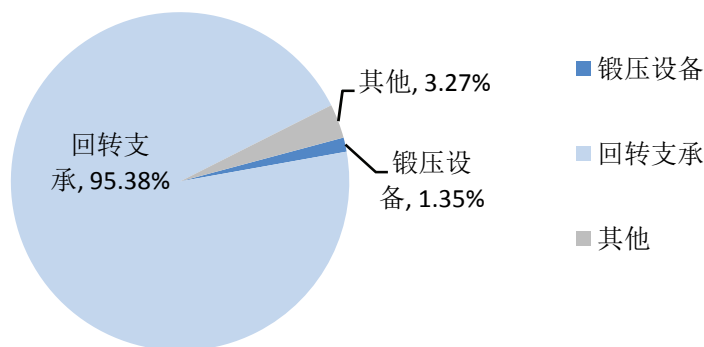
资料来源：浙商证券研究所



二、 公司主营产品应用前景广阔

方圆支承（600253）是我国回转支承业务规模最大的内资企业，支承产品占公司主营业务收入 95%以上。

图 3：2009 年公司主营产品结构情况（按收入统计）

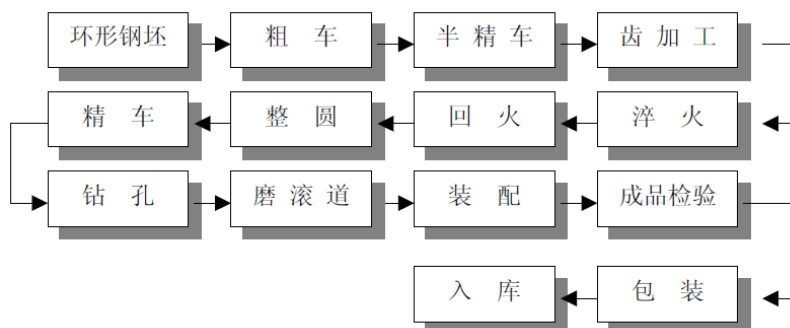


资料来源：浙商证券研究所

1、回转支承的特性

可替代几套普通轴承组合使用的机械传力基础元件。 回转支承是一切两部分之间需要相对回转又同时承受轴向负荷、径向负荷和倾覆力矩的传力基础元件，是一种能够承受综合载荷的特殊轴承，因其外形酷似盘子，故又称“转盘轴承”，一般直径尺寸为 0.4-10 米（也有的直径大至 40 米），对于不同的使用要求，回转支承有多种结构型式与之相适应，并且能以不同制造精度等级来满足主机功能的需要，可替代几套普通轴承组合使用的功用。其基本功能是采用螺栓将其固定在机械设备的上、下支座上，进行传力和传动，实现机械设备两部分之间的相对回转。

图 4：回转支承制造工艺流程图



资料来源：浙商证券研究所

回转支承制造须经十余道工序，带有安装孔、内齿轮或外齿轮、润滑孔和密封装置，具有结构紧凑、重量轻、结构钢性好、运转平稳、精度高、安全可靠等特点，一般适用于承受巨大倾覆力矩并作相对旋转运动的机械设备，是一种具有高效、高承载能力的组合轴承。



2、回转支承的分类与应用领域

表 1 回转支承的分类

类 别	滚道中心直径	应用领域
大型回转支承	2m-10m	冶金机械、港口机械、矿山机械、风电设备、军事装备等
中型回转支承	0.8m-2m	普通工程机械、材料加工机械、医疗机械、风电设备、军事装备等
小型回转支承	0.4m-0.8m	食品机械、小型工程机械与太阳能发电设备等

资料来源：浙商证券研究所

按照直径大小来区分，回转支承可分为大型回转支承（滚道中心直径在 2m-10m，用于冶金机械、港口机械、矿山机械、军事装备等）、中型回转支承（滚道中心直径在 0.8m-2m，用于普通工程机械、材料加工机械、医疗机械、军事装备等）和小型回转支承（滚道中心直径在 0.4m-0.8m，用于食品机械、小型工程机械与太阳能发电设备等），目前国内所能生产的最大型号回转支承直径在 5m 左右。从回转支承产品滚道中心的直径来看，直径越大或者越小，则技术要求越高，附加值越是可观，盈利能力也更好，而尺寸中等的回转支承进入门槛则偏低，国内的相关制造厂家众多。

从回转支承特性和功能来看，在未来很长一段时间内，没有任何一种技术或产品能够将其替代，同时随着功能的进一步开发和扩展，回转支承应用的新领域也将不断增加。目前，该产品已经广泛运用于工程机械、冶金机械、港口机械、医疗机械、运输机械、食品机械、纺织机械、材料加工机械、军事装备、航天装备、游乐设备、发电设备等领域，是一种机械回转装置上不可或缺的机器零部件。

三、国内市场竞争格局

国内一线回转支承企业屈指可数。回转支承制造企业依靠成本优势快速成长壮大，市场占有率逐年提升，但产品仍多集中于中低端，尤其是在低端市场，由于进入门槛偏低，市场竞争尤为激烈，价格战屡见不鲜，目前国内专业生产回转支承产品的企业有 50 多家，但是受到资金、技术、人力资源、研发力量、品牌等方面的限制，企业规模大、系列种类全、产品精密度高的厂家并不多。这类厂家包括：马鞍山统力回转支承有限公司、徐州奥森回转支承制造有限公司、徐州天龙回转支承有限公司、安徽省宁国顺昌回转支承有限公司等（以上 4 家企业主要为工程机械配套），瓦房店轴承集团有限责任公司、洛阳轴承有限责任公司（以上 2 家企业主要给风电整机制造商做配套），均具有一定的局限性。



表 2 我国主要回转支承生产企业

公司	应用领域	备注
马鞍山统力回转支承有限公司	工程机械、环保机械、轻工机械等	2003年建厂，注册资本900万元
徐州奥森回转支承制造有限公司	工程机械、军工装备、港口机械、石化机械等	2002年建厂，注册资本300万元
徐州天龙回转支承有限公司	工程机械、食品机械、冶金与矿山机械、军工装备等	2002年建厂，注册资本100万元
安徽省宁国顺昌回转支承有限公司	工程机械、冶金与矿山机械、游艺设备、军工装备等	1996年建厂，注册资本1000万元

资料来源：浙商证券研究所

外资与合资企业主要针对国内回转支承的中高端市场。其为外资工程机械主机及其他设备配套，凭借领先的技术与装备优势享受较高的利润水平。这类厂家包括：徐州罗特艾德回转支承有限公司（XREB）、烟台信一精密工业、青岛埃斯倍传动系统有限公司（SSB）、大连斯凯孚轴承与精密技术产品有限公司、上海安铁克思精密部件有限公司等。

表 3 国内主要外资回转支承生产企业

公司	企业性质	应用领域
徐州罗特艾德回转支承有限公司（XREB）	与德国合资	风力发电设备、工程机械、冶金与矿山机械、医用CT、军工装备
烟台信一精密工业	韩国独资	工程机械
青岛埃斯倍传动系统有限公司（SSB）	德国独资	风力发电设备
大连斯凯孚轴承与精密技术产品有限公司	瑞典独资	风力发电设备、冶金与矿山机械
上海安铁克思精密部件有限公司	日本独资	工厂机械（挖掘机为主）

资料来源：浙商证券研究所

目前来看，方圆在国内最主要的竞争对手是罗特艾德。徐州罗特艾德回转支承有限公司（XREB）成立于2002年5月，由徐工集团（XCMG）与德国蒂森克虏伯集团（ThyssenKrupp）属下的罗特艾德有限公司（Rothe Erde）合资组建，其中，中方持股40%，德方持股60%。目前公司为国内规模最大的回转支承生产企业，销售收入位列行业第一。公司生产回转支承滚道中心圆直径范围为200mm-5050mm，六大系列回转支承结构型式为单排四点接触球式、三排滚柱式、单排交叉滚柱式、双排球式、球柱联合式、双列球式，公司采用德国罗特艾德有限公司的回转支承技术，较为领先。公司产品在工程机械、风力发电、港口设备、海洋平台、冶金、矿山、医疗CT机以及军工等领域有着广泛的应用和较高的市场份额。合资公司下属3家工厂，即XREB万寨支承工厂、XREB万寨钢球工厂和REX金山桥支承工厂。

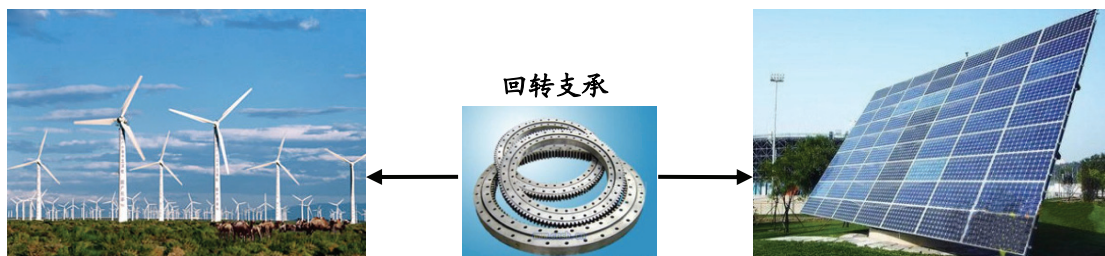
除罗特艾德外，其他外资企业在各自细分领域具有一定实力，尤其在风力发电、医疗器械及军事装备等新领域具有一定竞争优势。

总体来看，虽然国内回转支承行业的参与企业众多，且竞争层次各有差异，产品应用领域也有所不同，低端产品相对过剩，竞争多以价格为手段，但是，中高端市场仍处于寡头垄断的局面，仅有少数厂家能够涉足，部分尖端回转支承仍严重依赖进口。由于产品的制造工艺上并无明显区别，综合实力（设备、技术、人才）较强的一线企业（如方圆支承）不断向新的市场领域拓展，长期来看，国内回转支承市场呈现逐步集中的趋势。



四、 公司主要亮点之一 —— 新能源领域进入收获期

图 5: 回转支承产品在新能源领域的应用

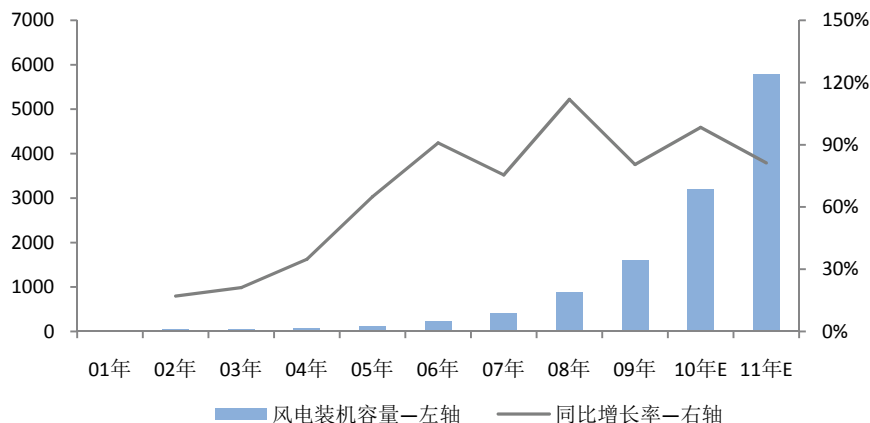


资料来源: 浙商证券研究所

1、 风力发电领域

增加风力发电容量是我国长期发展战略。 中国气象局 2004 年至 2006 年组织开展的第三次全国风能资源普查结果显示, 我国可开发风能总储量约有 43.5 亿千瓦, 其中可开发和利用的陆地上风能储量有 6 亿—10 亿千瓦 (主要分布在华北和西北地区), 近海风能储量有 1 亿—2 亿千瓦, 共计约 7 亿—12 亿千瓦, 发展潜力巨大。2007 年 9 月国家发改委发布的《可再生能源中长期发展规划》对非水电可再生能源发电规定强制性市场份额目标: 到 2010 年和 2020 年, 大电网覆盖地区非水电可再生能源发电在电网总发电量中的比例分别达到 1% 和 3% 以上; 权益发电装机容量超过 500 万千瓦的投资者, 所拥有的非水电可再生能源发电权益装机容量应分别达到其权益发电装机总容量的 3% 和 8% 以上。

图 6: 近年国内风电装机容量及预测 (万千瓦)



资料来源: 中电联、浙商证券研究所

我们认为, 风电产业的发展更多的是依赖国内需求。 风力发电设备的制造已经成为我国新能源产业的重要组成部分, 替代能源产业的长期发展趋势虽已基本确立, 且风力发电单位成本的持续下降亦毋庸置疑, 预计到 2020 年前后, 国内的风力发电成本可以与煤电相当。风电设备作为风电建设最重要的环节, 占到投资的 70%, 风电的快速发展, 加速了设备制造的国产化进程, 目前, 中国已有 10 多家企业可批量生产 1.5 兆瓦和 2 兆瓦的风电机组, 3 兆瓦的风电机组也已投入运行, 更高等级的风机也已处于试制阶段。



图 7：陆上风电投资中风机设备占比情况

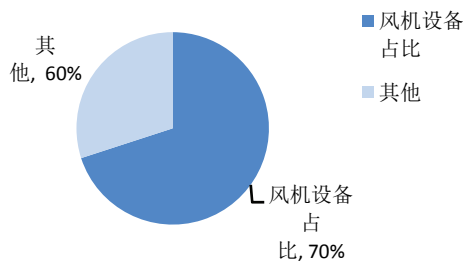
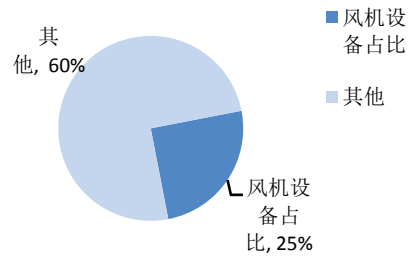


图 8：海上风电投资中风机设备占比情况



资料来源：浙商证券研究所

我国风电建设远未过剩。2009 年 10 月底，在国务院 38 号文件转发了发改委等十部委出台的《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》后，很多地方政府都拿出了针对风电和风电设备的限制措施，行业内过剩与否的争论不止，我们认为，风电发展中所谓的“过剩”主要表现在两个方面：

（1）“风电场的过剩”，主要是因为电网及其配套设施发展滞后而出现的“相对过剩”，这种过剩需要提高电网输送与调节能力来加以解决，而 09-11 年三年内两大电网公司计划投入 13400 亿元用于电网建设，这将在很大程度上为我国风电行业的发展解决瓶颈问题。

（2）“风电设备的过剩”，这一“过剩”则主要出现在兆瓦级以下的低端产品方面，而高等级风机产品的技术仍主要掌握在外资品牌手中，该类产品在市场上仍处于供不应求的状态。如今客户买风机并不仅仅是买一个设备，而是购买发电能力，客户会要求设备必须要有稳定持续的作业能力。所以，我们认为，那些技术能力较弱且仅从事低水平重复建设的风机整机及零部件制造商将逐渐被淘汰出局，我国风电事业的发展必然使得行业利润不断向技术水平较高的强势企业集中。

目前，全球的风电市场仍然很大，风电行业仍将保持较快发展的态势，中国风电设备制造业已形成一定的竞争优势，长期来看，产能过剩的问题并不突出。所以，我们坚持认为，我国风电确实存在一定的“结构性过热”现象，但并不存在“绝对过剩”的问题，2009 年风电的总装机只有 1613 万千瓦，仅占电力总装机容量的 1.85% 左右，发电量更是只有全国发电总量的 0.75%，“过剩论”其实无从谈起。

表 4 风力发电机主要成本构成

部件名称	占总成本比例	部件名称	占总成本比例	部件名称	占总成本比例
叶片	23.30%	塔筒	18.90%	齿轮箱	16.20%
变流器	7.30%	控制器	5.00%	变桨系统	3.90%
变压器	3.59%	发电机	3.40%	轮毂	3.00%
机架	2.80%	主轴	2.20%	偏航	2.00%
机舱罩	1.90%	热交换系统	1.30%	轴承	1.22%
螺栓	1.04%	电缆	0.96%	制动系统	0.60%

资料来源：《我国风力发电设备制造业的发展现状》、浙商证券研究所



风力发电机主要部件有叶片、齿轮箱、发电机、控制系统、变流器、塔架、偏航系统、轮毂、变桨系统和主轴等几部分组成。通常情况下，一个兆瓦级以下的风力发电机组需要用到 1 个偏航支承，一个兆瓦级以上的风力发电机组需要 4 个精密级回转支承与之配套（分别为 1 个偏航支承和 3 个变桨支承），这一套 4 个精密级回转支承在风电机组总成本中占比约 5.9%。

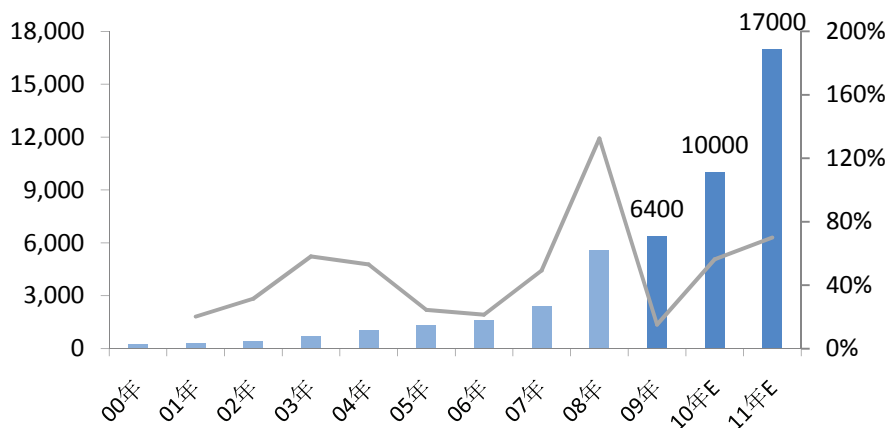
由于兆瓦级风电机组将是未来风力发电市场的主流，由此可以推断风力发电市场对精密级回转支承的总需求量——2009 年，我国风力发电装机容量 1613 万千瓦，按照 85% 的增速计算，2010 年新上风电装机 2900 万千瓦以上，考虑到未来我国风电场建设主要采用兆瓦级以上机组，则需风电机组设备 19000 套以上（按平均每套风机 1.5 兆瓦估算），按保守的平均 30 万元/套售价计算，2010 年市场容量则接近 57 亿元，2011 年则有望过接近 100 亿元，甚为可观。

虽然方圆在风电支承业务方面起步较晚，但发展较快，公司 09 年斥资 400 多万元引进了先进的检测试验设备，风电配套的相关产品均数字化精密检测，必要时可进行 10 倍重量以上的破坏性试验，公司已完全掌握 1.5M 瓦风电机组配套用偏航支承与变桨支承的制造技术，但受制于中圈和大圈产能的制约，尤其是目前大圈接单主要是保证钻井平台、港口机械、矿山机械和冶金机械等下游行业老客户的使用需求，对风电客户的订单难以全部满足，接单对象带有一定的选择性，且每批接单量仅 10-20 组（制造按照德国或丹麦标准），但随着新募投项目的逐步达产，公司大圈及精密圈接单能力将出现爆发增长，届时对高兆瓦级风电支承接单量将无疑出现迅猛增加。

2、太阳能发电领域

太阳能发电被人们普遍认同主要因为它是一种取之不竭的清洁资源，但是，推广太阳能发电的主要障碍在于成本偏高。根据国际能源署的估算，太阳能光伏发电的成本为 200-600 美元/兆瓦时，而美国陆上风电的成本大约为 50-70 美元/兆瓦时（《中国能源报》2010 年 4 月），在不对温室气体排放征收排放税的情况下，化石能源发电的成本就更低了仅 30 美元（以国内发电效率计算）。

图 9：近年全球新增太阳能发电设备容量（MW）及增速



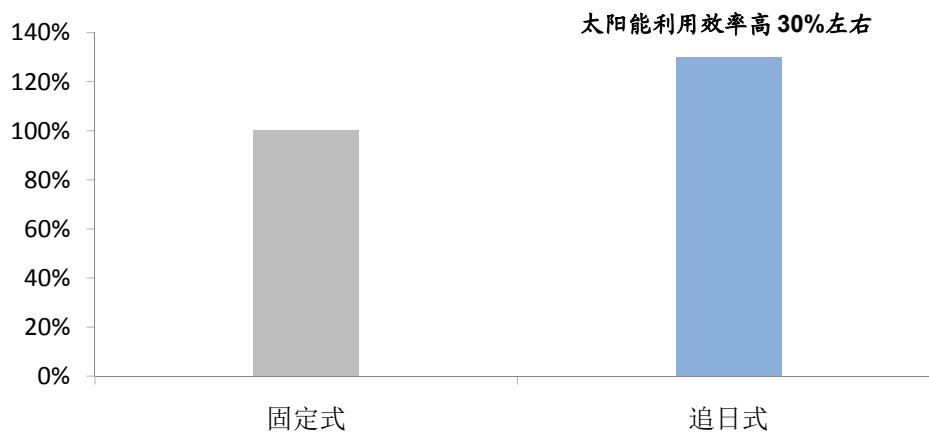
资料来源：浙商证券研究所



太阳能发电成本的下降没有停止过，甚至再过若干年，利用太阳能发电的成本可能低于从电网上购电的成本，但这仅仅是一种理想化的预期，就目前来看，如果没有政府的补贴，太阳能在发电市场上仍缺乏价格方面的竞争力，相反，如果国家的补贴力度较大，市场就能够迅速发展起来，而根据估算，2010 年全球对太阳能光伏的需求量将达到 10G 瓦以上。尽管太阳能行业正经历着不断的质疑，但是，全球太阳能产业在安装量、投资等方面都呈现着增长态势。

欧洲光伏工业协会 (EPIA) 近日公布了光伏产业 2009 年的初步市场统计数字，称 2009 年全球新增设备发电容量达 6.4GW，累计总容量达 20GW。2009 年美国采购商撤销了方圆太阳能回转支承订单量多达 11000 余套，对公司业绩影响较大，这不仅因为美国削减了部分太阳能设备采购使用的政府补贴，而且处于经济危机中的美国各层次消费群体也缩减了相关的采购预算。但是，由于太阳能发电量不需要并网，能够成为社会电力的有效补充，随着全球经济的复苏，新能源的开发利用再次被发达国家提到了重要位置，美国能源部计划为包括光伏制造业在内的多个项目提供 3-5 年的资助（目前美国共有 30 个州制定了可再生能源配额制政策，规定了太阳能在能源使用中所占的比例），此外，美国政府将于 2010 年起的三年内提供高达 4000 万美元的资金，用作发展光伏产业供应链，以创造具有成本效益的太阳能光伏系统。2010 年 2 月，182 个太阳能项目共获得 8100 万美元的资助，标志着用于太阳能产业发展的总投资超过 2.71 亿美元。在全国 30 个州，有 13 个太阳能系统和 169 个太阳能发电项目获得了政府的投资，总发电能力达到 46.5 兆瓦。

图 10：使用回转支承的追日式太阳能发电设备具有更高的工作效率



资料来源：浙商证券研究所

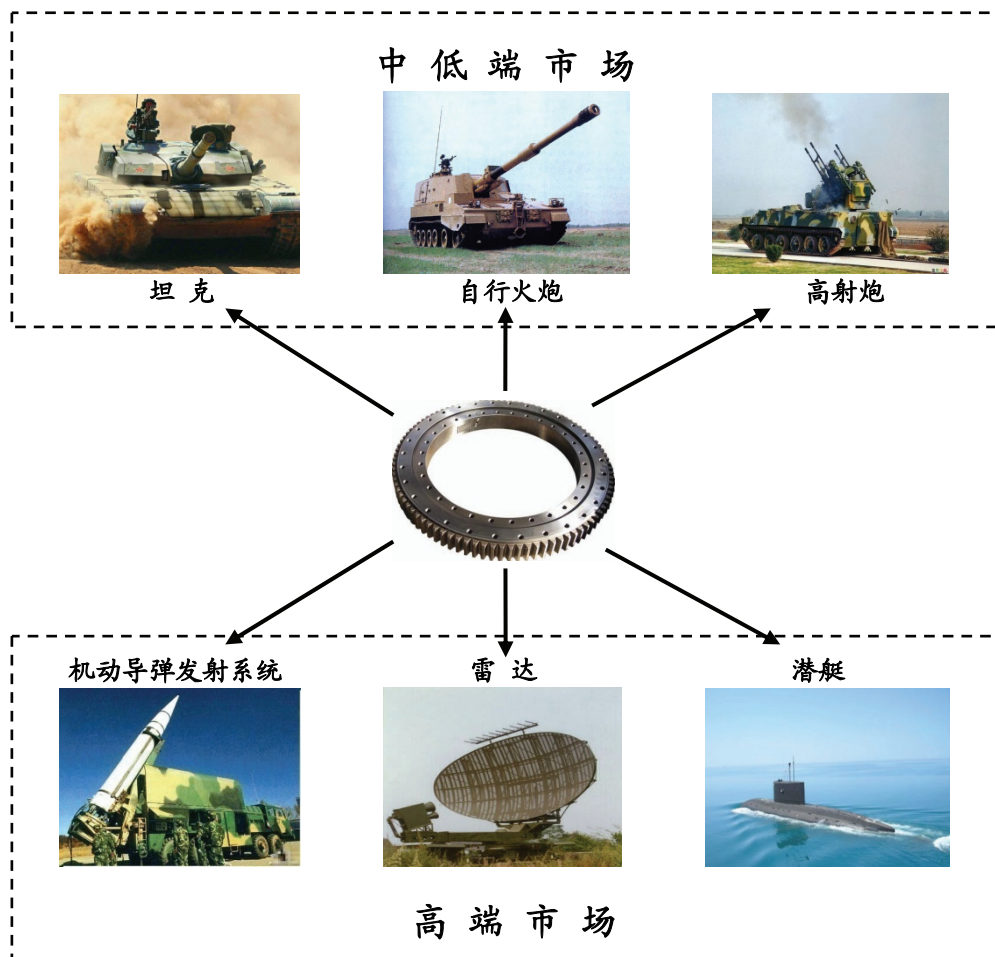
美国太阳能工业协会预测太阳能光伏产业的黄金时期即将到来，在大型公共事业项目蓬勃发展的同时，居民和商业屋顶的太阳能安装也蕴含着爆发力，计划建立的发电项目将超过 6000 兆瓦容量。这其中相当一部分将采用“追日型”太阳能发电设备，“追日型”太阳能发电设备是随着一天中不同时段太阳光线的转移，自动变换电池板的旋转角度，从而达到最大限度吸收太阳能的目的。研究表明，“追日型”太阳能发电设备的工作效率要高于固定型设备 25-35%，是当今世界太阳能开发利用的主要趋势，“追日”意味着光伏设备需要不停的旋转角度，从技术上来说，这就需要依靠“回转支承”来完成，这为小型回转支承产品创造了巨大的市场空间。而据我们了解，2010 年一季度以来，公司在太阳能发电设备领域订单也呈现显著的恢复性增长。



五、 公司主要亮点之二 —— 军方市场实现突破

公司在军队市场的拓展将主要集中于中高端领域，即高射炮、自行火炮、机动导弹发射系统，尤其是雷达方面，其中包括：陆基雷达、场站雷达、车载雷达、舰载雷达等（此外，由于民用气象雷达与舰载雷达的应用增加，市场容量也将加大）。

图 11：回转支承产品在军事领域的应用



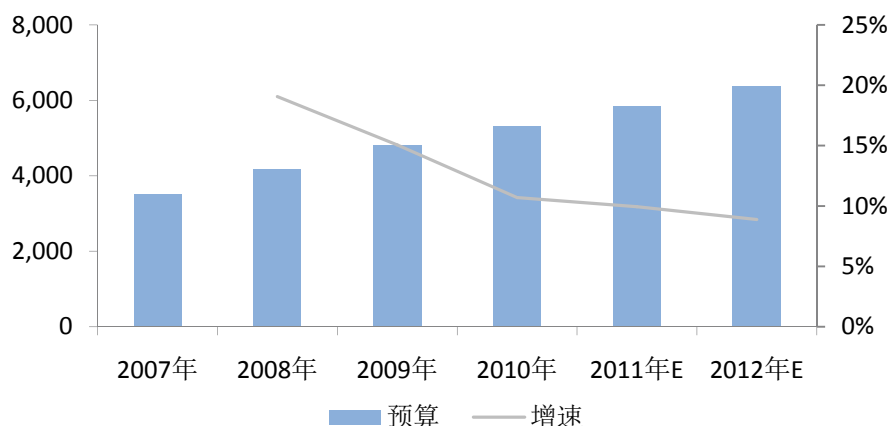
资料来源：浙商证券研究所

对于国内“坦克”这一下游市场，公司短期内恐仍难以取得突破性进展，因为军方常年以来有自己较为固定的回转支承供应商，虽然其价格高昂，每套约 12-18 万元（方圆支承相关产品价格不到 1 万元），但由于军方的“定点采购”不仅“历史悠久”，而且能够解决相关配套企业大量人员就业等问题，所以在该类中低端市场在可以预见的未来一段时间内方圆尚难以获得大量订单，公司的长期目标主要是针对军方的中高端市场（雷达、机动导弹发射系统、潜艇等市场）。

2010 年，中国国防经费预算为 5321.15 亿元，比上年增加 514 亿元，增长 10.69%，通常情况下，用于采购武器装备的费用占军费开支的比重保持在 1/3 左右，2010 年约为 1750 亿元，按一般大型装备 1.2% 的回转支承成本占比估计，全年中国军方回转支承市场容量在 20 亿元上下，甚是可观。



图 12: 近年我国国防预算及增速情况



资料来源: 浙商证券研究所

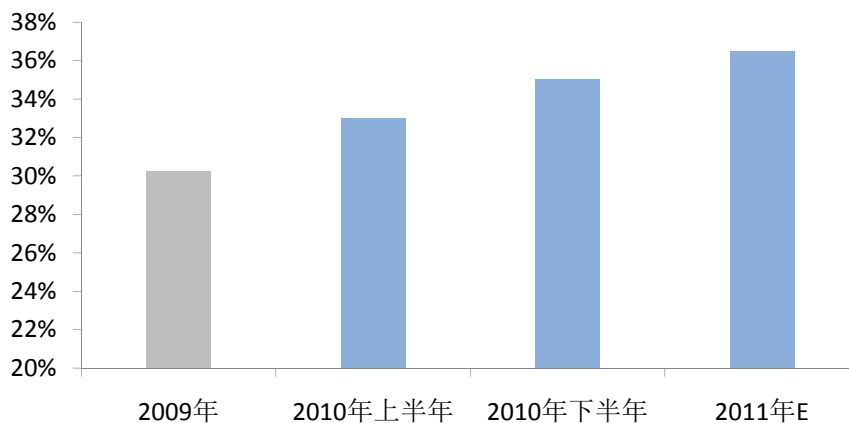
我们参观公司的生产基地了解到, 方圆的生产线全部实现数控化, 精加工设备具备国内一流水平, 达到了加工效率高、产品精度高、关键工序一次性成型的目标, 保证了产品各道工序的品质控制, 产品工艺参数稳定, 承载能力较强。据我们了解, 总装备部曾多次派军代表来方圆实地考察, 对公司产品质量及服务水平均表示充分肯定, 尤其是公司可以让军方客户参与产品生产及检测的全过程, 并能够提供完备的检测报告, 这一点是包括法国在内的国外知名回转支承供应商都无法做到的。方圆支承(002147)有多种规格的产品在建国60周年阅兵装备方阵中被使用, 而更多类型的产品已经被列入军方采购目录, 考虑到我国军事装备使用的中高端回转支承产品之前严重依赖进口, 在方圆顺利进入军方市场后, 其产品的进口替代速度必将加快。

六、 公司主要亮点之三 —— 计划上调产品价格

2009年, 受经济危机影响, 下游需求迟滞, 国内回转支承市场竞争加剧, 为巩固自身市场份额, 行业内龙头企业——方圆支承与罗特艾德不约而同的选择的降价的策略, 公司根据不同种类产品下游客户的价格敏感度差异, 对全系列产品采取了不同程度的降价措施, 其中中低端系列降价幅度较大, 而高端产品(精密圈与大圈)降价幅度较小, 总体来看, 公司产品综合售价较08年下降11%左右, 但随着下游行业的逐步复苏, 尤其是高端产品——大圈及精密圈的需求快速增长, 我们预计2010年公司对新客户将调高产品价格, 方圆与罗特艾德是国内回转支承行业的龙头企业(目前二者产品售价基本在同一水平线, 无明显差异), 两者的价格变动更是整个行业的风向标, 从弹性上来看, 若方圆或罗特艾德提价500元/套, 二、三线回转支承供应商将跟随涨价200-300元/套。



图 13: 2010-2011 年公司回转支承产品毛利率情况预测



资料来源: 浙商证券研究所

公司各系列回转支承产品价格仅相当于进口同类产品的 1/3-1/2, 为核心客户节约的采购成本超过 40%。公司核心的定价策略是“对老客户不求提价但要求增加采购量, 对新客户做适当提价, 对新产品也做适当提价”。据我们了解, 公司的调价计划正处于研究准备阶段, 尚未实施, 我们预计最快 2010 年中期“调价”将正式推出, 届时将进一步增强公司的盈利能力, 提升毛利率约 3-5 个百分点。

我们认为, 公司 09 年的降价行为既是应对危机保份额的一种有效措施, 同时也是行业发展规律的一种必然体现, 回转支承行业属于资本、技术、人力均较为密集的行业, 在产品国产化初期毛利率高达 50% 左右 (净利率 25-28%), 但随着进入者的不断增多, 竞争随之加剧, 在这种环境中产品价格下滑, 利润回归理性是不可避免的。根据公司的测算, 国内回转支承市场竞争格局基本稳定后, 行业的正常净利率水平将维持在 15% 左右的水平。

七、 传统工程机械市场优势犹在

图 14: 回转支承产品在工程机械领域的应用

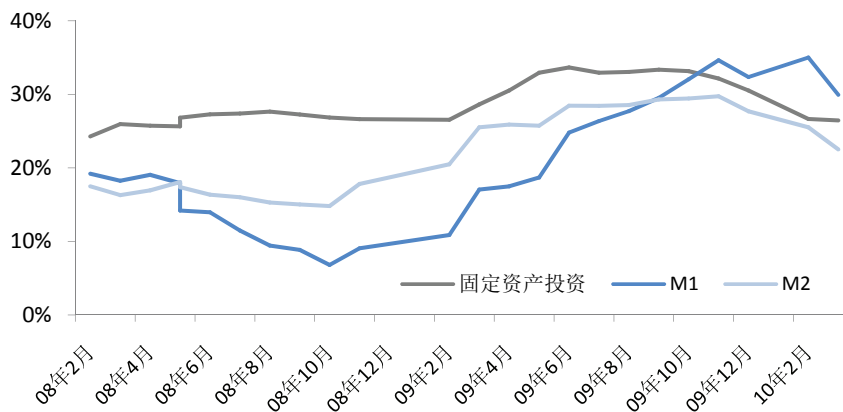


资料来源: 浙商证券研究所



目前来看，工程机械行业尚为回转支承产品第一大下游行业，国内回转支承的销量与工程机械行业的景气度密切相关，而后者与固定资产投资增速、信贷增速呈高度正相关关系，如下图所示，自 09 年中期以来国内固定资产投资增速与信贷增速均保持较高水平。

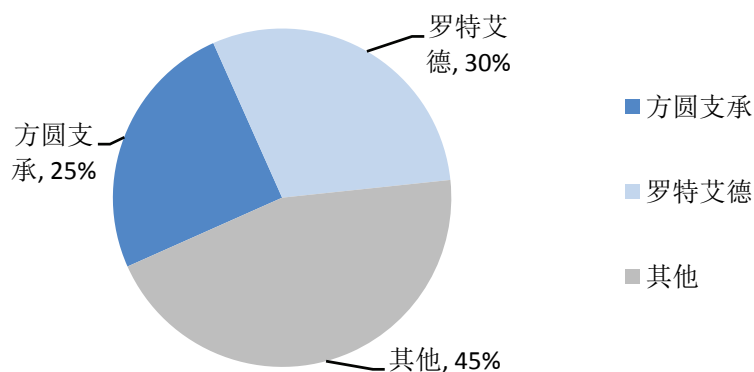
图 15: 我国近年固定资产投资与货币供给量增速情况



资料来源: WIND、浙商证券研究所

方圆中小型普通回转支承主要应用于起重机、挖掘机、桩工机械和混凝土泵车为主的工程机械领域，占据该市场 1/4 左右的份额，是三一重工、中联重科、山河智能、徐工机械和玉柴机械等工程机械主机厂重要的回转支承产品供应商，其中三一重工、徐工机械等一线整机厂已经将方圆列入“战略供应商”名单，形成了长期的合作关系，值得一提的是中联重科曾采用投标最低价厂商产品而弃用方圆产品，其起重机设备因此出现重大事故，而后再次寻求与方圆的合作，显示出方圆的产品的市场竞争优势。

图 16: 国内工程机械领域回转支承供应商市场份额情况

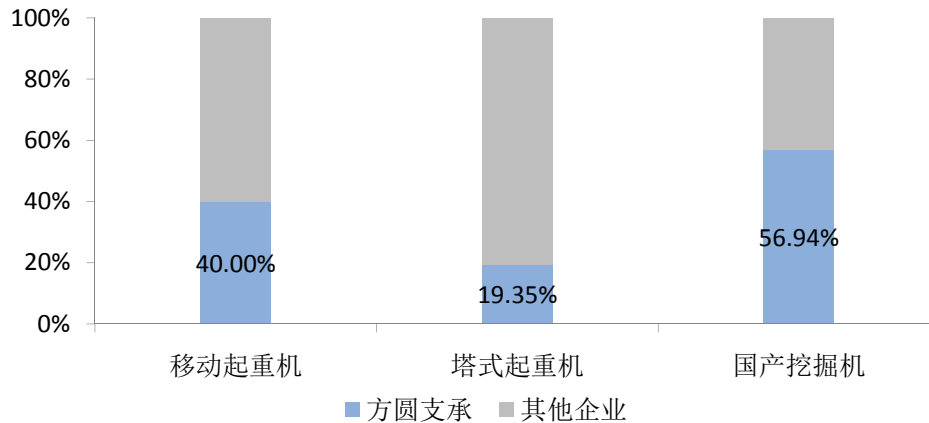


资料来源: 浙商证券研究所

值得注意的是，由于挖掘机产品在整个工程机械系统中属于技术含量较高的品种，目前国内市场仍由美国、韩国和日本的厂家主导，份额合计在 70% 左右，国内仅罗特艾德等少数几家公司能够提供精密级回转支承产品供外资品牌使用，进口替代的空间非常大。



图 17: 方圆在国内部分工程机械品种中的市场份额



资料来源: 公司 2009 年年报, 浙商证券研究所

目前国内中高端挖掘机市场, 公司已尝试性的对一些外资工程机械整机制造企业小批量供货, 斗山、现代、小松、日立建机、卡特都在其中。尤其需要指出的是, 因为外资整机制造商不仅关注回转支承产品的单批次质量, 更加重视供货商整个的生产管理体系, 它们一旦认可一家供应商, 便会不断追加采购量, 相应的, 一旦产品质量或供货实效方面出现问题, 也可能很快将其清除出供应商名单。所以, 公司对以上外资工程机械整机制造商的供货是较为谨慎的, 并不急于求量上的增长, 而是采取“步步为营, 稳扎稳打”的策略, 公司 09 年所做的一系列重大的内部调整与革新, 其中相当一部分正是基于 2010 年扩大为外资工程机械整机制造商提供配套所考虑。

从行业运行规律来看, 回转支承行业的景气度一般滞后工程机械行业 3 个月左右, 我们判断 2010 年下半年即便房地产开工量有所下滑, 但水利、交通、能源、震后重建以及其他基础设施的建设仍将有力拉动工程机械销量的增长, 而从下游整机制造商的意向订单调查情况来看, 公司回转支承产品下半年仍将旺销。即便如此, 据我们了解, 由于方圆的下游客户呈现愈发明显的多元化特征, 事实上, 公司对工程机械行业的依赖度已经呈现显著下降的态势, 新能源设备与军事装备两大市场的需求对公司业绩将构成强有力的推动。

来自中国工程机械工业协会的数据显示, 2009 年使用回转支承的主要工程机械品种——挖掘机、起重机和混凝土泵车的销量增长分别达到约 18%、22%和 45%, 而根据国家 2009 年的发展情况以及在于 2010 年交通方面的投资, 及目前工程机械的社会保有量(已超过 300 万台), 预计 2010 年会有 8-12%的销量增长(收入增长 15-20%, 出口增长 20%以上), 增长的重点仍是起重机、混凝土机械和桩工机械, 而这三类工程机械均使用到回转支承进行传动。

八、 练就内功 实现蜕变

2008 年公司净利润增长 38%以上, 而 09 年综合毛利率降低 11.57 个百分点, 产能利用率仅 30%左右, 全年销量仅 39000 余套, 业绩下滑明显, 净利润同比减少了近 59%, 我们认为其原因主要有以下几个方面:



- (1) 公司对突如其来的经济危机认识不足，应对经济危机的准备也未完全到位；
- (2) 原材料（环形钢坯与钢球）备库时机把握不当，尽管 09 年市场原材料价格下调，但由于库存了 08 年度高价位采购的钢材，导致产品成本偏高；
- (3) 09 年内产能未得到释放且募投项目及自筹项目陆续完工，增加了固定费用，导致单位成本有所上升；
- (4) 09 年公司为保证市场占有率，在竞争加剧的情况下主动下调了部分产品的价格。

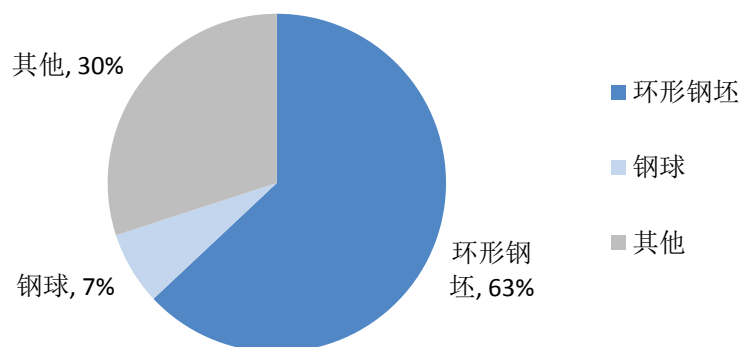
事实上，公司由原先的 200 余人发展到目前的 800 多人，生产规模扩大到 2 个基地 4 条生产线，这确实加大了公司的管理难度。09 年中期开始，公司明确了综合绩效考核制度，考核指标不仅在产量方面，还包括质量、安全、设备、成本、现场管理等。公司暂时解除了 9 名中层干部的领导职务（保留待遇），下放到车间工作，此举不仅使得管理层更加了解车间的实际情况，提高生产过程中问题的解决效率，而且加强了基层班组建设，生产效率提升显著。而在薪酬方面，公司根据不同情况，增加了员工固定工资、教育津贴、职称津贴、年终奖励等等，起到了稳定员工队伍的效果。

自 2009 年中期开始的此次公司内部调整，规模大、层次深、针对性强，调整包括了生产业务模式、组织结构、薪酬分配、奖惩制度等各个方面，显著提升了内部管理水平，突出了“方正做人、圆满做事”的企业文化核心，彻底实现了公司由“坐商”向“行商”的蜕变。

九、上游原材料价格波动造成影响甚微

公司生产所需的主要原材料为环形钢坯，其成分主要为 50Mn 钢，这种钢尤其适用于需要承受冲击、挤压、物料磨损等恶劣工况环境，除环形钢坯外，辅助材料包括钢球、尼龙、油嘴、密封条等，其中环形钢坯和钢球占产品制造总成本的约 63% 和 7%，公司环形钢坯主要采用马鞍山钢铁股份有限公司制造的环形轧制钢坯，运输及协调非常方便，货源稳定，供货及时，其他供应商有山西定襄金瑞高压环件有限公司、江阴同庆机械制造有限公司等，能够保证公司日常生产所需环形钢坯的供应，而尼龙、油嘴、密封条等附件国内市场价格均较为稳定，供应亦充足。

图 18：公司产品原材料成本占比情况



资料来源：浙商证券研究所

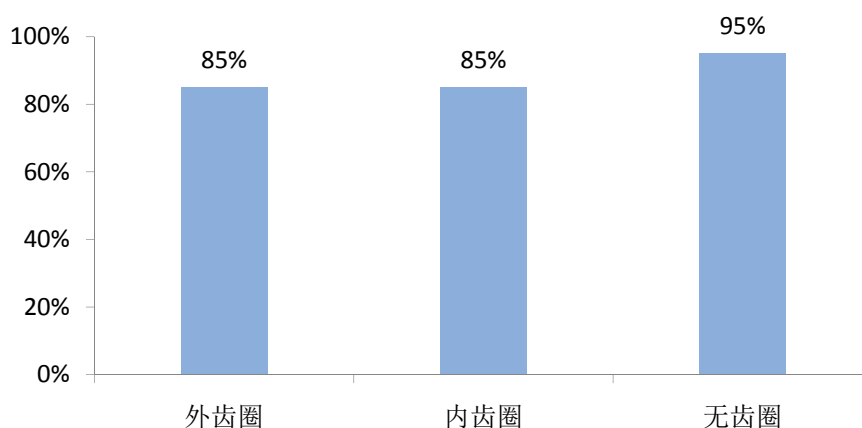


据了解，公司目前处在满负荷生产条件下，单月钢材消耗量在 3000 吨左右，而由于规模化效应恢复显现，公司钢材采购价格较同行其他业竞争对手（罗特艾德除外）少 300 元/吨。而公司 2010 年上半年的原材料价格已经在 4 月前全部锁定，二季度国内钢材价格的波动对公司上半年业绩影响甚微。

十、 目前手持订单饱满

不同类型的规格的支承产品使用的制造工艺是相近的，但是由于公司产品种类较多，涵盖八大系列 1800 多个规格，不同产品间直径与形状等方面存在较大差异，使用的加工设备多有不同，因而造成了即便是在订单饱满的时期产能利用率也难以完全达到 100%，据了解，目前外齿圈与内齿圈生产线产能利用率在 85% 以上，无齿圈产能利用率超过 95%。

图 19：目前公司各生产线产能利用率情况



资料来源：浙商证券研究所

表 5 目前公司年产能情况

产品类别	目前产能（套）
大圈	300（新项目产能将再增加1700套）
中圈	60000
小圈	30000
精密级	30000

资料来源：浙商证券研究所

根据我们在公司生产基地主车间了解到的情况，方圆 4 月份产量预计在 6700-6900 套，其中约大圈 120 套、精密级 1700 套、小圈 2300 套，其余为中圈；5 月份按订单排产在 7000



套左右，亦呈现满负荷生产，6月份目前的订单已超过6000套，预计整个二季度公司两个生产基地4条生产线都将实现满负荷生产。

值得注意的是，2010年3月中旬公司制定了《关于2010年度公司经营层绩效考核奖励办法》，适用范围为公司总经理、副总经理、财务总监和董事会秘书等高级管理人员及其它经营层管理人员。公司经营层年度绩效考核奖以公司实现的年度净利润及增长率按一定比例进行提取与分配。具体为：公司完成2010年度财务预算净利润指标（比2009年增长50%），年度经营绩效奖提取总额=净利润×2%；若超额完成2010年度财务预算净利润指标20%，年度经营绩效奖提取总额=净利润×2%+超额完成净利润×5%。

从此《办法》绩效考核奖提取与分配比例来看，充分彰显了公司高层对2010年全年业绩大幅增长的坚定信心，而从此《办法》推出的时点来看，也可以说明在2月份前后公司经营情况已经呈现出明显好转，接单量确实呈现迅猛增长。

十一、 控股公司长沙方圆利润“转正”

长沙方圆注册资本为6000万元，方圆支承（002147）以现金投入3600万元，占总股本60%，合资对方为长沙雅特回转支承制造有限公司（占总股本40%），以其厂房、土地使用权、设备等资产作为投入，共折价2400万元。

2009年，长沙方圆对方圆支承（002147）的利润贡献为-97.50万元，这主要是由于09年长沙方圆生产线处于改造期，尚未实现正常的生产经营，但是，截止2010年一季度末，长沙方圆的15000套/年技改项目已基本完成，其产品以中小圈为主，主要为长沙本地三一重工、中联重科、山河智能等工程机械整机制造商提供配套，随着长沙方圆步入正常接单生产阶段，全年净利润“转正”没有悬念，据我们了解，3月份长沙方圆已经实现盈利，从此开始了对母公司正的利润贡献。

我们测算，2010年全年长沙方圆将实现净利润约1500万元，对方圆支承（002147）的净利润贡献至少在900万元左右，使得公司2010年每股收益增厚约0.04元。

十二、 风险提示

1、原材料价格上涨风险

公司的原材料中环形钢坯与钢球的成本占比较高，达到70%左右，若2010年国内钢材价格出现大幅波动，将给公司备库时机的选择带来较大的难度，从而拖累公司产品的综合盈利能力。

2、下游行业投资采购放慢风险

公司产品下游主要为工程机械、发电设备、医疗机械、军事装备、冶金与矿山机械等，若下游行业投资采购进度放缓，将很大程度上影响公司产品的销售。



3、大圈产能释放延期风险

大圈是公司盈利能力较强的品种，但产能瓶颈严重，若募投项目达产时间延期，公司将不得不放弃大量高端订单，则会对公司业绩增长造成一定的负面影响。

4、产品价格下跌风险

在 09 年经济危机的逼迫下公司曾进行了适当的降价，但随着公司客户的多元化以及下游需求的全面复苏，公司 2010 年继续实施降价的可能性甚小。

十三、 结论

虽然受多重不利因素的影响，公司近年毛利率水平逐步走低，但是随着大型支承与精密级支承在公司主营中的占比的不断提高，综合毛利率水平将呈现逐步抬升的趋势，公司已将大型支承与精密级支承列为未来业务发展的重点，新能源、军事装备等新兴领域的订单推动公司综合毛利率水平的回升，我们预计公司 2010-2011 年综合毛利率水平将分别达到 34% 与 36.5% 以上。公司高层认为“只有量上去了才有利润可言”，对 2010 年业绩的期望值均较高，这主要基于对销量大幅增长产生规模效应的乐观预期。

2010 年一季度，公司每股收益 0.06 元，较 09 年同期增长 52% 以上，但据了解，受到收入确认等因素的影响，公司实际经营情况更为理想。我们判断，公司 2010 年二季度业绩无论是同比还是环比都将呈现显著增长，全年实现翻番难度不大，2010-2011 年每股收益在 0.39 元和 0.55 元，对应动态市盈率分别为 34 倍和 24 倍，给予公司“买入”的投资评级。



浙商证券研究团队

浙商证券研究管理团队

副所长·研究策划

吴鹏飞

+86 21 6474 7752

wupengfei@stocke.com.cn

副所长·策略 行业比较

詹诗华

+86 21 6471 3765

zhanshihua@stocke.com.cn

副所长·研究销售

毛亚莉

+86 21 6431 8893

maoyali@stocke.com.cn

副所长·客服中心

吕小萍

+86 571 8790 1937

lvxiaoping@stocke.com.cn

所长助理·金融工程

姚小军

+86 21 6471 7903

yaoxiaojun@stocke.com.cn

宏观·策略团队

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析

潘立彬

+86 21 6431 6026

panlibin@stocke.com.cn

宏观经济

陶敬刚

+86 21 6471 8888-1104

taojingang@stocke.com.cn

宏观

李瑞

+86 21 6471 8888-1211

lirui@stocke.com.cn

策略

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

策略

张延兵

+86 21 6431 8952

zhangyanbing@stocke.com.cn

行业团队

电力设备行业

史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihai sheng@stocke.com.cn

房地产行业

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

商贸行业

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

汽车行业

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

煤炭行业

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

化工行业

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

交通运输行业

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

通信行业

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

有色行业

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

中药 生物制药行业

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

银行业金融行业

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

钢铁行业

范飞

+86 21 6471 8888-1119

fanfei@stocke.com.cn

大宗医药行业

姜恩铸

+86 21 6471 8888-1121

jiangenzhu@stocke.com.cn

食品、饮料行业

葛越

+86 21 6471 8888-1281

geyue@stocke.com.cn

公用事业行业

袁佳平

+86 21 6471 8888-1814

yuanjiaping@stocke.com.cn

机械行业

许光兵

+86 21 6471 8888-1805

xuguangbing@stocke.com.cn

农林牧渔行业

张俊宇

+86 21 6471 8888-1801

zhangjunyu@stocke.com.cn

家电、传媒行业

刘迟到

+86 21 6471 8888-1225

Liuchidao@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券

鲍翔

+86 21 6471 8888-1105

baoxiang@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6474 6780

lisiming@stocke.com.cn



信息技术
张雷
+86 21 6471 8888-1740
zhanglei@stocke.com.cn

研究服务团队

研究服务
毛亚莉
+86 21 6431 8893
maoyali@stocke.com.cn

研究服务
魏志羽
+86 21 6471 8888-1106
weizhiyu@stocke.com.cn

研究服务
徐路鹏
+86 21 6471 8888-1700
xulupeng@stocke.com.cn

研究服务
张燕华
+86 21 6471 8888-1287
zhangyanhua@stocke.com.cn

研究服务
金肖男
+86 21 6471 8888-1824
jinxn@stocke.com.cn

浙商证券股票投资评级说明

- 1、买入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”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“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。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多种金融服务。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。

浙商证券研究所

上海
上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层
邮政编码：200031
电话：(8621) 64718888
传真：(8621) 64713795
浙商证券网址：www.stocke.com.cn