

分析师： 马先文 (8627)65799506 maxw@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080256

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

启明星辰—中国信息安全的领头羊

事件描述

启明星辰将于 2010 年 6 月 7 日在深圳证券交易所首次公开发行 A 股，基本情况如下：

启明星辰本次拟公开发行人民币普通股（A 股）股票数量不超过 2,500 万股，发行后总股本 9,875.9123 万股。采用网下向询价对象配售与网上向社会公众投资者定价发行相结合的发行方式。本次募集资金将用于：全系列 UTM 产品项目，基于 WEB 应用的业务安全系列产品项目，安全管理系统产品项目，内网终端安全产品项目，网络安全服务和运营平台项目和安全研究和开发中心建设项目

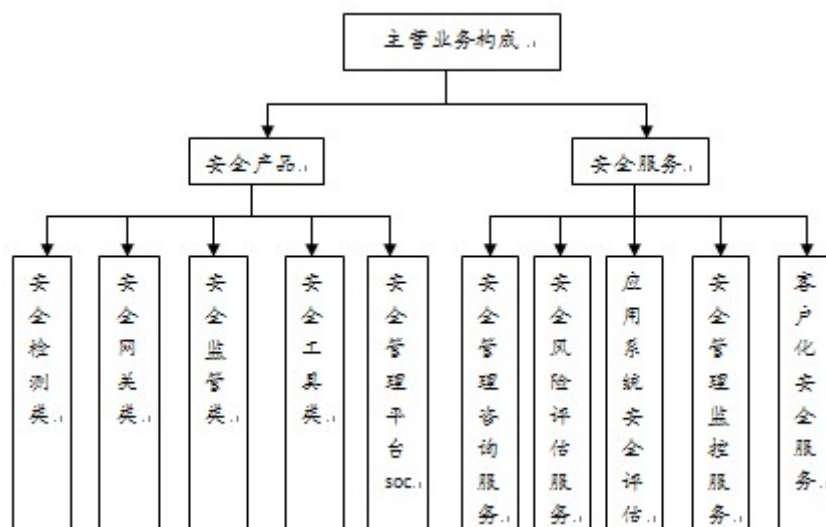
事件评论

启明星辰——国内信息安全市场的领导厂商

信息安全是指信息网络的硬件、软件及其系统中的数据受到保护，不受偶然的或者恶意的原因而遭到破坏、更改、泄露，系统连续可靠正常地运行，信息服务不中断。信息安全的实质就是要保护信息系统或信息网络中的信息资源免受各种类型的威胁、干扰和破坏，即保证信息的安全性。

启明星辰正是一家专注于信息安全领域的企业，经过十四年的发展，通过为客户提供网络安全产品、安全管理平台、安全服务与解决方案，已经成为国内最具技术创新和产品开发实力的领导厂商之一。公司已经形成安全产品和安全服务两条业务主线，具体产品包括安全检测、安全网关、安全监管、安全工具等，可以较为完备地覆盖客户的网络安全需求。

图 1：启明星辰主营业务分类



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

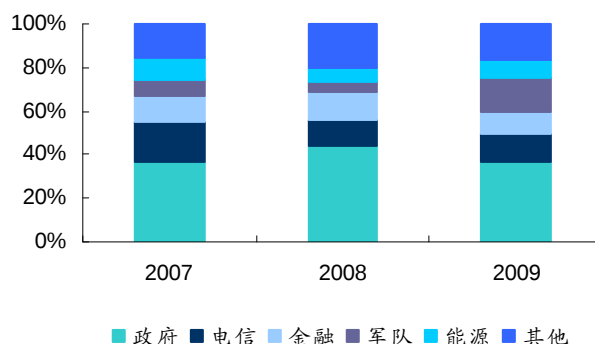
表 1：启明星辰主要产品简介

产品类别	产品名称	用途及功能特点
安全检测类	天阉入侵检测系统（IDS）	检测信息系统中的安全状况，减少信息系统被破坏的可能。为安全建设和合规性满足度提供决策依据。
	天清入侵防御系统（IPS）	在线式的风险控制类产品，对攻击行为实施阻断，在 Web 业务威胁防御方面有突出的优势。
安全网关类	天清汉马一体化安全网关（UTM）	融合多种安全能力，针对网络安全威胁实现精确防控的高可靠、高性能、易管理的 UTM 类网关安全设备
安全监管类	天玥合规性审计系统	对网络操作行为深层监测，对被授权人员和系统的网络行为进行解析、分析、记录、汇报，保障业务系统的正常运营。
安全工具类	天镜安全风险评估系统	是基于网络的脆弱性分析、评估与管理工具，给出修复建议和预防措施，并对风险控制策略进行有效审核。
	天镜脆弱性评估系统	
安全管理平台（SOC）		将不同位置且海量的安全信息进行范式化、汇总、过滤和关联分析，形成基于资产/域的统一等级的威胁与风险管理。
安全服务	安全管理咨询服务、安全风险 评估服务等	针对客户的安全管理，安全风险进行评估，并给出相应的建议，同时也为重要行业客户提供定制的信息安全专业服务。

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

除了布局全面的产品，公司还具有大量高质量客户，政府、电信、金融、能源、军队、教育、军工、制造等行业大型企业都是公司主要客户。在政府领域，启明星辰为国家 100 多个部、委、办、局的用户提供安全保障；在金融领域，公司的安全产品和安全服务覆盖大多数政策性银行、国有控股商业银行、全国性股份制商业银行；在电信领域，启明星辰为中国移动、中国电信、中国联通三大运营商提供安全产品、安全服务和解决方案。我们认为，公司众多的优质客户表明其市场竞争力非同一般，同时，优质的客户资源也为公司未来市场的开拓奠定了良好基础。

图 2：2007-2009 年启明星辰客户结构



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

而启明星辰在行业中是否具备一流的竞争力呢？我们可以从公司在细分产品市场上的竞争地位找到答案。

2008 年公司的入侵检测与入侵防御（IDS/IPS）产品、安全管理平台（SOC）居国内市场占有率第一，统一威胁管理（UTM）稳居国内市场占有率第二（国内产品品牌排名第一）。公司已发展成为国内入侵检测与入侵防御（IDS/IPS）、漏洞扫描、统一威胁管理（UTM）、安全合规性审计、安全专业服务和安全管理平台（SOC）领域的市场领导者。

表 2： 启明星辰在细分产品市场的竞争地位

细分产品市场	竞争地位	主要竞争对手
IDS/IPS 产品	IDS/IPS 产品已经连续三年以上在国内市场占有率排名第一，2008 年国内市场占有率达到 21.2%，是该细分市场的领导企业。	安氏领信，2008 年国内市场占有率为 11.5%；绿盟科技，2008 年国内市场占有率为 13.3%。
UTM 产品	2008 年公司 UTM 产品的市场份额为 16.7%，在国内市场占有率排名第二	Fortinet，2008 年在国内市场占有率 17.6%；Crossbeam，2008 年在国内市场占有率 12.5%；WatchGuard，2008 年在国内市场占有率 9.1%。
内网终端产品	竞争力持续增强	赛门铁克公司，2008 年在国内市场占有率 11.3%。
安全管理平台（SOC）	2008 年公司在国内 SOC 市场占有率为 19.8%，市场排名由 2007 年的第三名跃居为第一名（与网御神州并列）。	网御神州，2008 年在国内 SOC 市场占有率 19.8%。
安全服务	处于国内市场领先地位，具有较强的综合竞争实力	主要竞争对手为 IBM、爱森哲等国外知名咨询公司

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

国内信息安全市场前景广阔

2007 年我国信息安全市场规模仅占 IT 市场整体规模的 0.98%，远低于欧美市场 8%-12% 的比例，而这也意味我国信息安全市场潜力更大。我们认为由于国内信息安全市场发展仍处于起步阶段，与发达国家相比仍有很大的差距，随着用户需求的改善和国家政策的支持，国内信息安全市场将有望加速发展。

相比欧美发达国家，我国客户普遍对信息安全重视程度不够；另外我国客户在安全的应用实践上也存在较大差距，往往无法使安全产品产生最佳效用。这是造成我国信息安全市场发展不足的两个主要原因。但是随着互联网的普及程度越来越高，网络威胁行为也日益严重，其爆发越来越密集，波及范围越来越广泛，导致大量个人隐私信息和政府、企业的敏感数据失窃，给个人带来严重的名誉和经济损失，给国家和企业带来无法估量的损失。在此背景下，我们认为

政府和企业对信息安全将空前重视，信息安全市场用户需求将由被动向主动转型。

表 3：近年来日益严重的信息安全事件

2006 年	2007 年	2009 年
CNCERT/CC 监测发现我国大陆地区约 4.5 万个 IP 地址的主机被植入木马，与去年同期相比增长一倍。我国大陆地区约有 1 千多万个 IP 地址的主机被植入僵尸程序。中国大陆被篡改网站总数达到 24477 个，与去年同期相比增长接近一倍，其中 .gov 网站被篡改数量为 3831 个，占整个大陆地区被篡改网站的 16%。	CNCERT/CC 接收的网络仿冒事件和网页恶意代码事件成倍增长，分别超出 2006 年总数的近 1.4 倍和 2.6 倍，监测发现我国大陆被篡改网站数量比 2006 年增加了 1.5 倍。2007 年我国大陆地区被植入木马的主机 IP 数量增长惊人，是 2006 年的 22 倍。利用网站操作系统的漏洞和 WEB 服务程序的 SQL 注入漏洞等，黑客能够得到 Web 服务器的控制权限，轻则篡改网页内容，重则窃取重要内部数据，随着 Web2.0 应用的推广，相关安全问题逐渐凸显。	2008 年底至 2009 年间，一种新型蠕虫——“飞客”（Conficker）蠕虫在全球互联网迅速传播。。2009 年，CNCERT 监测到中国大陆有 4.2 万个网站被黑客篡改，境内被木马控制的主机 IP 共 26.2 万余个。随着电子商务的发展以及互联网消费的普及，网络仿冒成为网络欺诈的常见方式。2009 年，CNCERT 接收的网络仿冒事件数量共 1200 件。

资料来源：国家计算机网络应急技术处理协调中心（CNCERT/CC），长江证券研究部

针对频发的信息安全事件，2007 年 7 月，公安部、国家保密局、国家密码管理局、国务院信息化工作办公室等四部委联合下发《信息安全等级保护管理办法》，建立了我国信息安全等级保护制度，要求对基础网络和重要信息系统进行有针对性的定级保护，使很多企事业单位的安全意识普遍得到增强，为各类信息安全产品提供了广泛的应用空间。同时一些行业对信息安全产品行业合规性要求日趋严格，合规性典型行业包括政府、银行和证券。

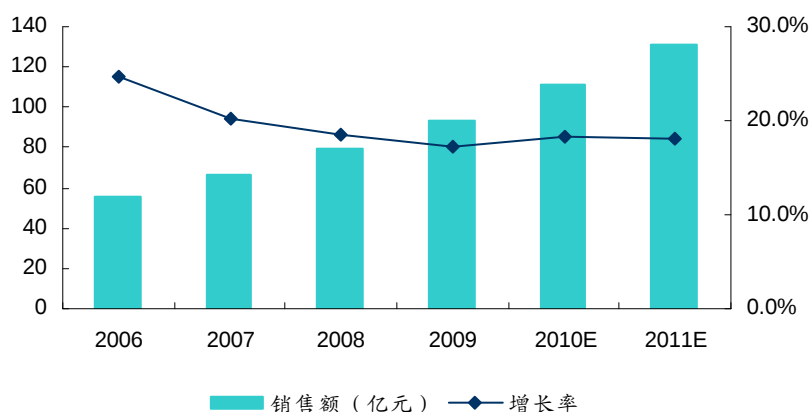
表 4：合规性典型行业的合规性要求

典型行业	合规性要求	要求主要内容
政府	国家质检总局、财政部和国家认监委联合发布的《关于调整信息安全产品强制性认证实施要求的公告》	要求在《政府采购法》规定的范围内对防火墙、网络安全隔离卡与线路选择器、安全路由器反垃圾邮件产品、入侵检测系统等十三类产品实施强制认证。
银行	中国人民银行于 2009 年向银行业金融机构发布了《网上银行系统信息安全通用规范（试行）》	涉及网上银行系统的技术、管理和业务运作三个方面，分为基本要求和增强要求两个层次，基本要求为最低安全要求，增强要求为三年内应达到的安全要求。
证券	中国证监会于 2009 年 5 月 31 日发布了《证券公司分类监管规定》	第二章第四条明确规定，信息安全作为重要的评价指标

资料来源：长江证券研究部

在需求和政策的驱动下，国内信息安全市场规模从 2006 年以来增长明显，2009 年达到 92.94 亿元，比 2008 年增长 17.2%。根据赛迪顾问的预测，2010 - 2011 年中国信息安全市场整体仍将保持 18% 以上的年均复合增长率，预计 2011 年的市场规模有望达到 131.33 亿元。

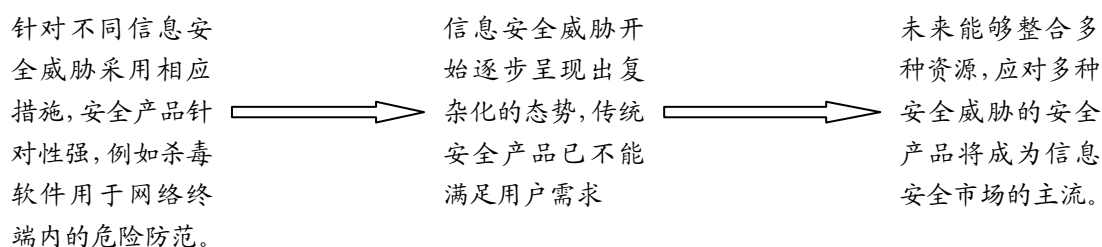
图 3：国内信息安全市场规模及其增长



资料来源：赛迪顾问，长江证券研究部

前面我们从用户需求出发，认为中国信息安全市场规模有望高速增长；接下来我们将继续从用户的需求出发分析行业发展趋势。随着时间的演进，信息安全威胁开始逐步呈现出复杂化的态势，无论是从数量还是从形式方面，从前的安全威胁和恶意行为与现今都不可同日而语。如果还是按照头痛医头脚痛医脚的方式解决日趋复杂的信息安全威胁，其效果显然是事倍功半。在这样的背景下，用户需要安全产品具有更高的智能，从更多的渠道获取信息并更好的使用这些信息，以更好的协同能力面对日益复杂的攻击方法。整合式安全设备和服务日益受到用户的欢迎，因此我们认为 UTM 类型产品和全方位的安全服务将成为信息安全新主流。

图 4: 信息安全行业发展趋势



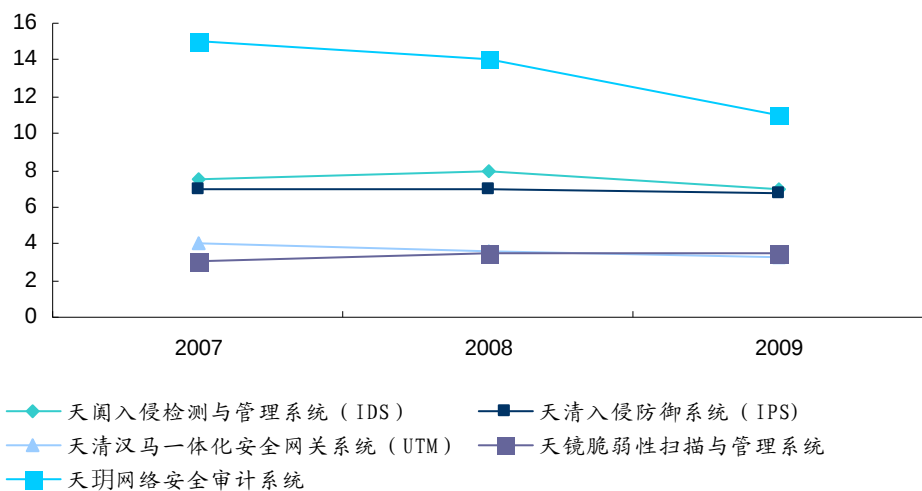
资料来源：长江证券研究部

产品布局合理，UTM 和安全服务是亮点

优势产品价格稳定，毛利率稳定

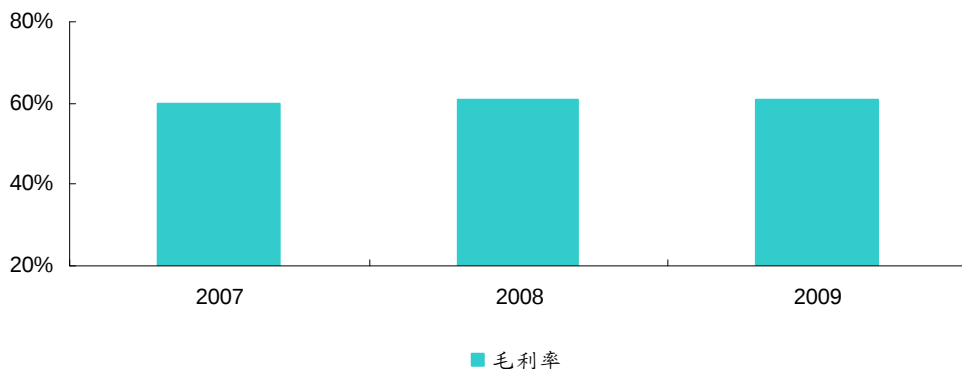
从公司营业收入构成来看，2009 年安全网关类（主要是 UTM）产品占总营收的 25.00%，安全检测类产品（IDS/IPS 产品）占 18.88%，安全服务占 31.73%。2008 年以来，在防火墙、防病毒软件等传统信息安全产品价格持续走低的情况下，UTM、IPS、终端安全管理等新兴安全产品价格相对稳定，安全服务由于门槛较高，人员投入大，特别是针对高端用户的安全服务，价格敏感度较低。同时公司利用其技术优势不断推出更高端产品型号，替代原有产品，以保持价格和毛利率的稳定。

图 5: 启明星辰 2007-2009 年主要产品高端型最低售价（万元）



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 6：2007-2009 年启明星辰毛利率变动



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

作为行业标准制定者，技术优势明显

另外，我们认为启明星辰的竞争优势还体现在公司领先的技术水平上。在前面的分析中我们已经提出政策是驱动信息安全市场发展的主要力量，同时政策也提高了市场的技术门槛，越来越多行业对信息安全产品采购制定合规性要求就是有力的证明。而对于启明星辰来说，其主要客户是政府、军队、金融和电信等行业，这些行业对信息安全设备采购都有很高的要求，这点我们在前面已经提到。启明星辰是业内承担、参与国家、省部级科研项目最多的企业之一，同时，作为全国信息安全标准化技术委员会 WG7 和 WG5 工作组成员，承担了 18 项国家以及行业标准的制定和研究工作，包括：6 项国家标准，12 项行业标准。可以说在技术门槛日益提高的情况下，启明星辰作为行业标准制定者技术优势十分明显。

产品布局全面，有利未来发展

从产品的布局来看，启明星辰产品几乎覆盖行业所有主要产品，相比较而言行业内其他公司产品结构都较单一。随着网络威胁日益多样化和复杂化，依靠单一的安全产品越来越无法满足客户的安全保障需求，客户对多种安全产品结合或者集多种功能一体的产品日趋认同。在这种情况下，启明星辰全面的产品布局将大大增加自身竞争筹码。

表 5: 行业内企业产品布局比较

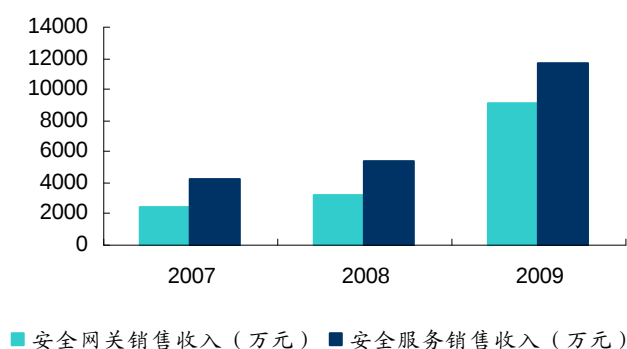
	启明星辰	绿盟科技	安氏领信	东软	瑞星	卫士通	网御神州
IDS/IPS	✓	✓	✓	✓			
UTM	✓						
防火墙/VPN	✓			✓			
内容安全管理					✓		
终端安全管理	✓						
安全管理平台	✓		✓	✓			✓
信息加密/身份认证						✓	
安全服务	✓	✓	✓				

资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

安全服务、UTM 异军突起, 是未来增长点

正如上面的分析, 全面的产品布局有助于公司发展, 我们认为这点集中体现于公司在全案服务和 UTM 业务上的快速发展。在网络威胁日益多样化和复杂化的背景下, UTM 和安全服务正好迎合了市场需求, 未来市场对这两种服务的需求将越来越旺盛, 其占安全产品市场的比重也有望快速提升, 成为市场主流。这两种服务都需要供应商从全局出发, 综合运用各种手段来解决信息安全问题, 这正是启明星辰优势所在。公司近年来的营收情况也恰好印证了这点, 从 2007 年以来, 公司在安全服务和安全网关类 (UTM) 产品的销售收入增长迅速, 我们认为这种趋势在未来几年仍将持续。

图 7: 2007-2009 年启明星辰安全服务和安全网关类产品销售收入



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

募集资金投向分析

启明星辰本次拟公开发行人民币普通股 (A 股) 股票数量不超过 2,500 万股, 计划用于六个项目, 资金募集投向如表 6:

表 6: 启明星辰募集资金投向

项目名称	投资金额 (万元)	建设期和达产期
全系列 UTM 产品项目	6,646.00	建设期 1.5 年, 达产期 1 年
基于 WEB 应用的业务安全系列产品项目	4,806.00	建设期 1.5 年, 达产期 1 年

安全管理系统产品项目	4,587.00	建设期 1.5 年，达产期 1 年
内网终端安全产品项目	2,808.00	建设期 1.5 年，达产期 1 年
网络安全服务和运营平台项目	4,733.00	建设期 1.5 年，达产期 1 年
安全研究和开发中心建设项目	3,420.00	建设期 1.5 年

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

我们认为，公司对 UTM 和安全服务等优势产品的投入将进一步巩固其在产品细分市场上的领导地位，为公司持续发展提供保障。同时募集资金也投向竞争力较弱的内网终端安全产品和新兴基于 WEB 应用安全系列产品，这显然有助于提升公司在行业内的综合竞争力。

募集资金除了用于对已有产品改造升级，也用于对新产品新技术的研发。由于信息技术日新月异的发展，技术不断跟进和研究是安全公司能够成长、壮大不可或缺的核心竞争力。公司计划对现有研发中心的升级和提升为公司产品、服务和整体解决方案的开发提供技术支撑和组织保障。

盈利预测与询价建议

由于启明星辰主要产品价格稳定，UTM 和安全服务增长较快，我们预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.66、0.83 元，公司发行价为 25 元，对应 2010 年 PE 为 38 倍，考虑到行业未来的良好前景，公司业绩增长较为确定，建议“积极申购”。

表 4：分产品收入和毛利率预测

		2009A	2010E	2011E	2012E
安全服务	收入	116,241,727.19	174,362,590.79	226,671,368.02	294,672,778.43
	收入增长率	118%	40.00%	30.00%	30.00%
	成本	42,631,511.70	69,745,036.31	81,601,692.49	106,082,200.23
	毛利率	63.33%	64.00%	64.00%	64.00%
安全网关	收入	91,585,366.16	137,378,049.24	192,329,268.94	269,260,976.51
	收入增长率	185%	40.00%	40.00%	40.00%
	成本	32,957,540.74	54,951,219.70	67,315,244.13	94,241,341.78
	毛利率	64.01%	65.00%	65.00%	65.00%
安全检测	收入	69,188,501.69	69,188,501.69	76,107,351.86	83,718,087.04
	收入增长率	-38%	0.00%	10.00%	10.00%
	成本	18,972,708.12	20,756,550.51	22,832,205.56	25,115,426.11
	毛利率	72.58%	70.00%	70.00%	70.00%
硬件及其他	收入	36,245,604.59	36,245,604.59	36,245,604.59	36,245,604.59
	收入增长率	-7%	0.00%	0.00%	0.00%
	成本	34,388,741.51	34,433,324.36	34,433,324.36	34,433,324.36
	毛利率	5.12%	5.00%	5.00%	5.00%
安全监管	收入	28,177,559.89	25,359,803.90	25,359,803.90	25,359,803.90
	收入增长率	-24%	0.00%	0.00%	0.00%

	成本	8,584,895.72	8,875,931.37	8,875,931.37	8,875,931.37
	毛利率	69.53%	65.00%	65.00%	65.00%
平台工具	收入	24,955,149.93	24,955,149.93	27,450,664.92	30,195,731.42
	收入增长率	-17%	0.00%	10.00%	10.00%
	成本	6,398,562.96	7,486,544.98	8,235,199.48	9,058,719.42
	毛利率	74.36%	70.00%	70.00%	70.00%
房屋出租收入	收入	5,608,981.54	6,730,777.85	7,403,855.63	8,144,241.20
	收入增长率	28%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	1,275,720.68	2,019,233.35	2,221,156.69	2,443,272.36
	毛利率	77.26%	70.00%	70.00%	70.00%
培训收入	收入	136,401.16	177,321.51	230,517.96	299,673.35
	收入增长率	48%	30.00%	30.00%	30.00%
	成本	0.00	0.00	0.00	0.00
	毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
其他收入	收入	70,803.13	63,722.82	57,350.54	51,615.48
	收入增长率	-43%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
	成本	111,553.41	89,211.94	74,555.70	67,100.13
	毛利率	-57.55%	-40.00%	-30.00%	-30.00%
内部抵消	收入	-68,111,017.87	-102,166,526.81	-132,816,484.85	-172,661,430.30
	收入增长率	283%	30.00%	30.00%	30.00%
	成本	-35,014,845.22	-53,126,593.94	-69,064,572.12	-89,783,943.76
	毛利率	48.59%	48.00%	48.00%	48.00%
	收入合计	304,099,077.41	372,294,995.50	459,039,301.51	575,287,081.61
	收入增长率		22.43%	23.30%	25.32%
	成本合计	94,561,760.56	145,452,806.52	171,749,142.17	225,438,968.13
	综合毛利率	68.90%	60.93%	62.59%	60.81%

资料来源：长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	304	388	527	691	货币资金	135	779	762	892
营业成本	110	145	189	258	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	194	242	338	433	应收账款	149	190	259	339
% 营业收入	63.7%	62.5%	64.1%	62.7%	存货	19	26	33	46
营业税金及附加	10	13	18	24	预付账款	22	32	41	56
% 营业收入	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	102	132	187	232	流动资产合计	327	1029	1100	1339
% 营业收入	33.6%	34.0%	35.5%	33.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	54	66	90	118	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	17.6%	17.0%	17.0%	17.0%	长期股权投资	6	6	6	6
财务费用	3	-1	-3	-3	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.9%	-0.2%	-0.5%	-0.4%	固定资产合计	155	273	345	287
资产减值损失	3	2	4	4	无形资产	42	40	38	36
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	1	1	1	1
投资收益	-1	0	0	0	递延所得税资产	5	0	0	0
营业利润	21	30	42	59	其他非流动资产	5	5	5	5
% 营业收入	7.1%	7.7%	8.0%	8.6%	资产总计	541	1354	1494	1673
营业外收支	36	42	48	53	短期贷款	40	0	0	0
利润总额	57	72	90	112	应付款项	46	61	79	108
% 营业收入	18.8%	18.5%	17.1%	16.2%	预收账款	67	85	116	152
所得税费用	4	5	7	8	应付职工薪酬	8	11	14	20
净利润	53	66	84	104	应交税费	25	32	43	56
归属于母公司所有者					其他流动负债	13	17	23	30
的净利润	51.9	65.2	82.2	102.0	流动负债合计	201	207	276	366
少数股东损益	1	1	2	2	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.53	0.66	0.83	1.03	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	3	3	3	3
经营活动现金流净额	68	97	119	149	负债合计	204	210	279	370
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	336	1142	1212	1298
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	1	2	4	6
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	337	1144	1215	1304
固定资产投资	-39	-154	-125	-7	负债及股东权益	541	1354	1494	1673
其他	-3	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-42	-154	-125	-7		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.525	0.660	0.832	1.033
股权融资	0	750	0	0	BVPS	4.56	15.48	12.27	13.15
银行贷款增加（减少）	-40	-40	0	0	PE	57.11	45.44	36.05	29.05
筹资成本	3	-9	-10	-12	PEG	2.26	1.80	1.43	1.15
其他	-6	0	0	0	PB	6.58	1.94	2.45	2.28
筹资活动现金流净额	-43	701	-10	-12	EV/EBITDA	61.92	32.49	23.19	16.77
现金净流量	-17	644	-16	130	ROE	15.4%	5.7%	6.8%	7.9%

分析师介绍

马先文，华中科技大学财务金融硕士，武汉理工大学计算机科学学士，从事计算机行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。