

环保业龙头，估值洼地不容错过

研究结论

- **政策推动下，环保行业的迅猛发展已经来临。**伴随着一系列节能减排政策的出台和“十二五”规划绿色发展的强烈预期，我国的环保业有望迈入一个新的黄金发展期。“十二五”的环保任务空前繁重，或将完成美国二十年的进程。俯瞰环保业的盈利能力，废气治理装备一直处于行业前列，下游电力、钢铁、水泥在经历一轮爆发式发展后，在国家产业政策的鞭策下向无污染化、规模化、节能化的步子越走越快，下游行业的盈利能力和规模充分证明了环保业的盈利能力将得到维持。我们认为整个环保行业的增长速度在40%以上，其中除尘脱硫设备的增长将保持在15%以上。
- **存量需求一触即发，未来三年增长速度确定。**从我国工业废气的排放量数据看，行业的发展潜力仍然巨大。首先关注除尘装备，下游领域广阔一直使得需求保持在25%以上的高增长，我们认为这一旺盛的需求还将在未来三年持续，而相对下游较窄的脱硫装备的需求则有望保持稳定增长，“十二五”期间，我国的脱硫装备将有望完成全覆盖。从整个除尘脱硫装备的发展情况分析，我们认为将从新增需求转向存量的更新升级上，因我国装备的保有量较大，未来三年又是更新装备的高峰期，未来三年确定性的增长可期。
- **公司的盈利能力在销售模式升级中得到提升。**公司的盈利能力的提升将高于销售规模的增长，得益于公司BOT项目占比的不断提高。从订单情况来看，目前公司手持订单近60亿元，以除尘居多。公司连续多年保持除尘行业龙头地位，完全依赖于技术、质量、成本控制与规模等核心竞争优势，市场份额保持在15%以上；从火电脱硫行业来看，公司进入该领域时间并非最早，可成长迅速速度惊人，据不完全统计公司的市场份额已经达到11%以上。我们认为未来三年除尘脱硫盈利能力将均有提升空间。
- **出口将是今年业绩的惊喜，高增长的又一保障。**公司已经打开国际市场，伴随着美欧企业基本退出了除尘脱硫设备的市场，公司产品在国家上相对于日本有着明显的性价比优势，需求新的增长点指日可待。据不完全统计，海外市场容量将在200亿美元以上，我们预计公司的海外订单将有可能成为未来盈利超预期的惊喜。另一方面，袋式除尘已经以其高效的除尘技术受到越来越多的青睐，代替已有静电除尘从而拉动的需求将成为公司增长的又一看点。
- **催化剂与主要风险：**“十二五”规划的即将出台和国家各行业新排放标准的颁布是公司股价的最大催化剂。值得注意的是，行业与实体经济的关联度较大，宏观经济的不确定性和原材料价格大幅波动风险依然存在。
- **盈利预测与估值：**预计2010-2012年EPS分别为1.52、1.72、2.19元，给予环保行业23倍市盈率相对应目标价为34.96元，首次给予买入评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武

机械行业资深分析师

8621-50366888 × 6100

zhoufw@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010048

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价(2010年6月25日)	28.97元
目标价格	34.96元
总股本/流通A股(万股)	20790/20790
A股市值(百万元)	6022.86
国家/地区	中国
行业	机械
报告日期	2010年6月28日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现(%)	3.65	(11.43)	40.84
相对表现(%)	5.42	2.88	55.60

资料来源：WIND

重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	3417	3529	4215	4677	
同比(%)	17%	3%	19%	11%	
归属母公司净利润	267	324	369	471	
同比(%)	48%	23%	13%	27%	
毛利率(%)	19.7%	19.9%	20.2%	21.5%	
ROE(%)	13.1%	13.8%	13.7%	15.0%	
每股收益(元)	1.24	1.52	1.72	2.19	
P/E(倍)	23.05	18.80	16.62	13.06	
P/B(倍)	3.01	2.60	2.27	1.96	
EV/EBITDA	68	56	48	39	

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

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。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目 录

一、“十二五”翻开环保行业的新篇章.....	4
1、“十二五”追赶发达国家二十年的成果	4
2、废气治理设备在环保行业盈利水平较高	4
3、强化的政策还是行业增长的原动力	5
二、下游拓展一触即发，存量需求稳定增长	5
1、工业废气排放仍在增长，治理任重道远	5
2、除尘装备的需求广阔，装备升级需求旺盛	6
3、脱硫装置有望在“十二五”完成全覆盖	7
4、废气治理设备的更新替代需求将持续旺盛	8
三、公司的盈利能力在销售模式升级中得到提升	9
1、行业龙头工业除尘专家，在手订单饱满	9
2、盈利模式的升级打开公司盈利增长的空间	9
四、出口是未来看点，除尘行业更新高增长	9
1、出口是未来看点，印尼项目只是一个开始	9
2、袋式除尘是发展新方向	10
四、盈利预测与相对估值比较	10
五、风险因素和催化剂	11

图表目录

表 1：我国环保事业发展逻辑及时间表	4
表 2：环保子行业分析	4
图 1：我国的工业能够经历这次镇痛，今年一季度行业数据	5
表 3：我国关于废气排放现行标准已跟不上时代需要	5
图 2：我国工业废气的排放总量和结构（单位：亿标立方米）	6
图 3：火电是我国能源消费的本源“上大压小”进程废气处理	6
图 4：钢铁行业在如火如荼进行规模化整合的同时也将全面完成绿色升级	7
图 5：水泥行业的环境问题一直是争论，发展只有绿色升级一条路	7
图 6：脱硫装置有望在“十二五”完成全覆盖	8
图 7：废气治理装置的保有量规模大，更新升级需求强烈	8
图 8：工业废气治理投资还将高速增长	9
图 9：公司的销售收入预测	10
图 10：公司相关业务的毛利率假设	10
图 11：可比公司估值比较	11

一、“十二五”翻开环保行业的新篇章

中国的环保行业已经到达实质性的市场化发展期，其商业化发展模式清晰。节能减排作为“十二五”规划公认的重中之重，伴随着强化政策的出台和规划公布的日益临近，我们认为环保板块将成为资本市场的热点版块。我们看好整个行业的高速发展和政策扶植带来的巨大机遇。

1、“十二五”追赶发达国家二十年的成果

中国制造永远不缺乏奇迹，中华民族的勤奋打造了“世界工厂”的奇迹，现在是时候大扫除啦！我们的目标明确在五年内完成“环保”行业的完成从强制监管到市场化促进的改变。

表 1：我国环保事业发展逻辑及时间表

阶段	投资水平	工作重点	美国经历时间	预计中国经历时间
初步发展低	识别环境保护的优先级别和策略		70 年代初	“十一五”
基础建设最快	大量投资于环保基础设施		70 年代	“十二五”
监管加强较快	环保法规发展促使对工业的环保管理和污染控制加大投资		80 年代	“十二五”
市场促进较快	财政和经济激励措施刺激企业主动改善环境、提高生产率		90 年代开始	“十二五”

资料来源：东方证券研究所

环保旗下有四大版块，按其重要性与规模依次为：环境保护产品生产、资源综合利用产业、环境保护服务业、洁净产品产业。

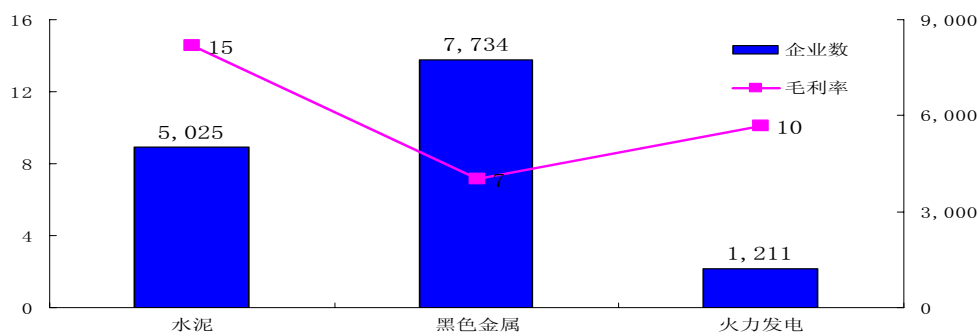
表 2：环保子行业分析

环保子行业	内涵
环境保护产品生产	水污染治理设备、空气污染治理设备、固体废物处理处置与回收利用设备、噪声与振动控制设备、放射性及电磁波污染防护设备、污染治理专用药剂和材料、环境监测仪器等。
资源综合利用产业	在矿产资源开采过程中对共生、伴生矿进行综合开发与合理利用；对生产过程中产生的废渣、废水（液）、废气、余热、余压等进行回收和合理利用；对社会生产和消费行回收和再生利用。过程中产生的各种废旧物资进
环境保护服务业	环境技术与产品的研发、环境工程设计及施工、环境监测、环境咨询、污染治理设施运营、环境贸易与金融服务等。
洁净产品产业	有机食品及其他有机产品、低毒低害产品、低排放产品、低噪声产品、可生物降解产品、节能产品、节水产品及其他产品（其中：有机食品、节能产品和节水产品统计范围为通过国家有关机构认证的产品）。

资料来源：东方证券研究所

2、废气治理设备在环保行业盈利水平较高

工业废气排放量是仅次于水污染治理的第二大子行业，也是环保发展最快的子行业。鉴于废气治理设备下游主要是我国经过爆发式增长的重工业，包括火力发电、黑色金属和水泥。我们认为从下游行业的规模和盈利水平来看，行业的发展空间巨大，盈利水平也将保持。

图 1：我国的工业能够经历这次镇痛，今年一季度行业数据


资料来源：东方证券研究所

3、强化的政策还是行业增长的原动力

强化的政策还是节能减排工作的原动力，我国现实行的废气排放标准已经跟不上新的节能减排目标。新的废气排放标准和各个行业的大气污染排放标准已经进入征询意见的最后阶段。我们预计一系列的标准出台将对环保行业产生明显的刺激作用，同时“十二五”规划中，环保产业得到强化政策扶持也将是大概率事件。

表 3：我国关于废气排放现行标准已跟不上时代需要

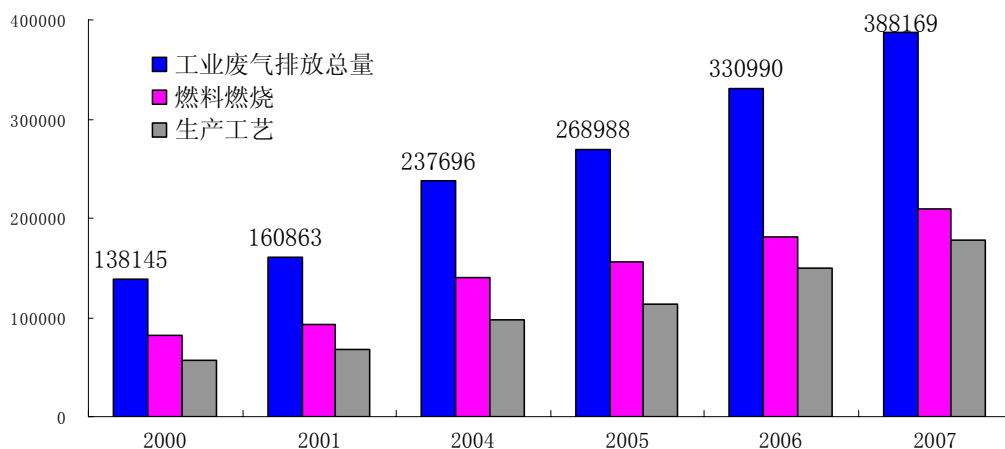
废气	大气污染物综合排放标准 GB 16297-1996
	锅炉大气污染物排放标准 GB13271-2001
	水泥厂大气污染物排放标准 GB 4915-1996
	工业炉窑大气污染物排放标准 GB 9078-1996
	炼焦炉大气污染物排放标准 GB 16171-1996
	火电厂大气污染物排放标准 GB 13223-1996
	恶臭污染物排放标准 GB 14554-93
	饮食业油烟排放标准 GB 18483-2001（试用）
	环境监测技术规范 第二册 大气和废气部分 国家环境保护局（1986）年

资料来源：东方证券研究所

二、下游拓展一触即发，存量需求稳定增长

1、工业废气排放仍在增长，治理任重道远

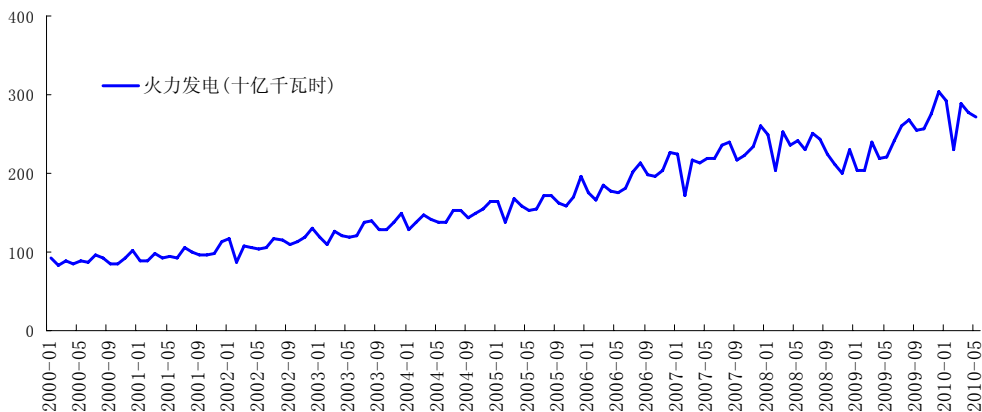
伴随着我国工业的迅猛发展，工业废气排量正以 13%以上速度高增长，相关治理投资压力巨大，减排任务可谓是任重道远。

图 2：我国工业废气的排放总量和结构（单位：亿标立方米）


资料来源：东方证券研究所

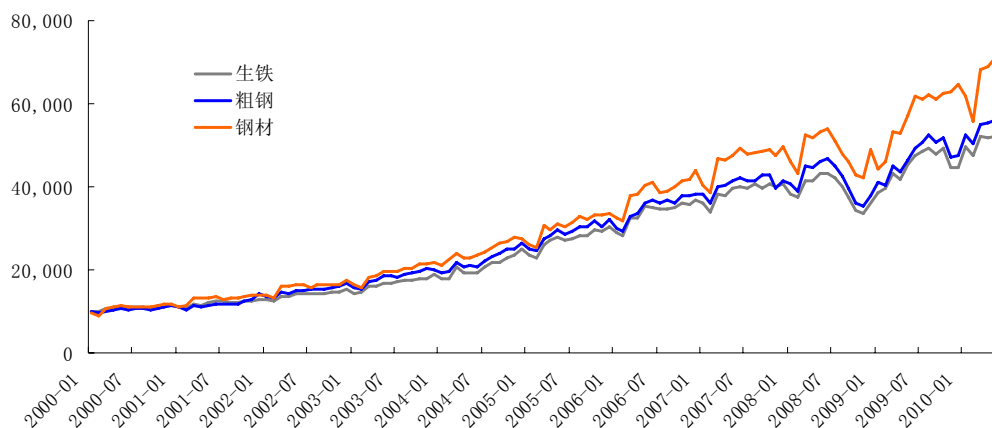
2、除尘装备的需求广阔，装备升级需求旺盛

行业下游占比最大为火力发电，随着装机容量的逐步增加和国家对火力发电企业排放标准的日益严格，新标准的下发和国家进一步推广袋式除尘设备，相关需求将有望在未来三年保持在 25% 以上的高增长。

图 3：火电是我国能源消费的本源“上大压小”进程废气处理


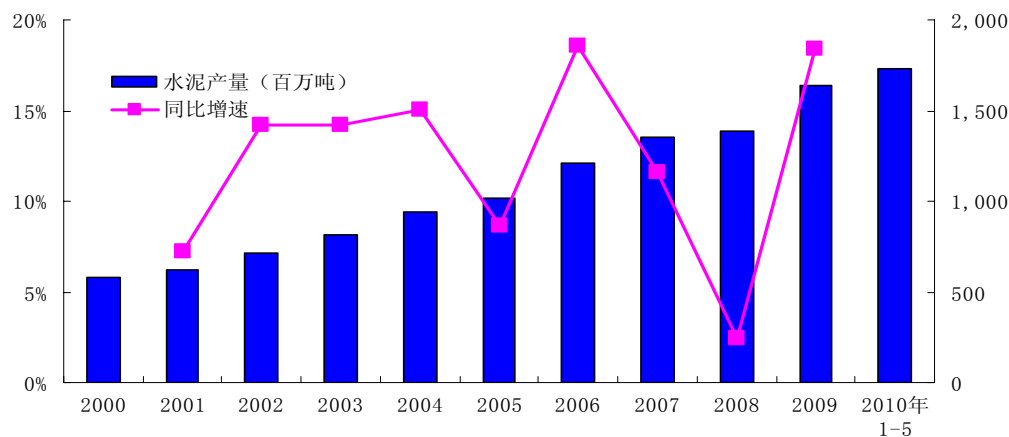
资料来源：东方证券研究所

钢铁行业的规模化整合有望带来新一轮的需求，从我国钢铁的产量分析和数量，其核心是我国钢铁产能过剩都属于短期现象，长期来看上升趋势不变。我国的区域振兴和新一轮的城市化进程带来的钢铁将保持钢铁需求的长期稳定。鉴于保有量较大拉动的更新需求和产品在钢厂固定资产投资比例较小，我们认为下游钢铁的需求在未来三年保持稳定增长是大概率事件。

图 4：钢铁行业在如火如荼进行规模化整合的同时也将全面完成绿色升级


资料来源：东方证券研究所

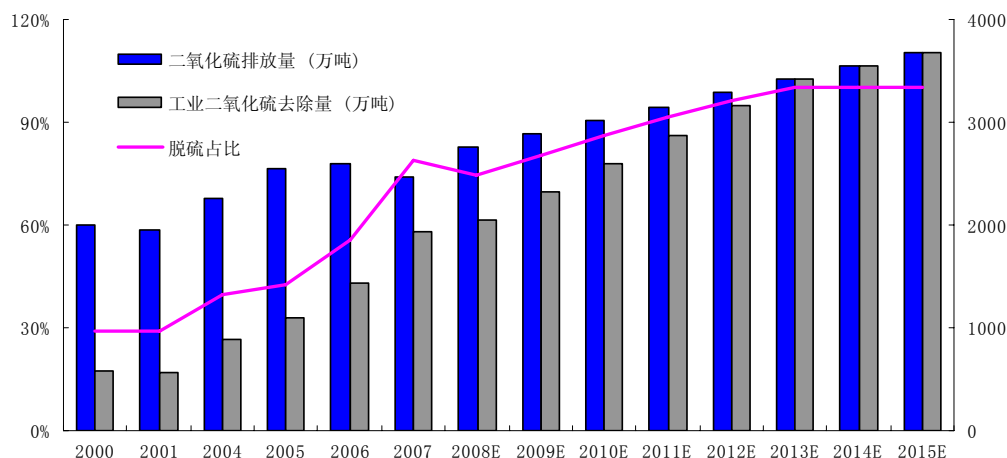
我国的经济发展方式在短期内难以改变投资拉动的局面，最为工业的基础行业，水泥在我国区域振兴中将迎来新一轮高增长，同时向西部的迁移也是行业的必然趋势。水泥行业的高利润已经无法为环保责任找任何理由，相关的新增设备需求将在“十二五”高速增长。

图 5：水泥行业的环境问题一直是争论，发展只有绿色升级一条路


资料来源：东方证券研究所

3、脱硫装置有望在“十二五”完成全覆盖

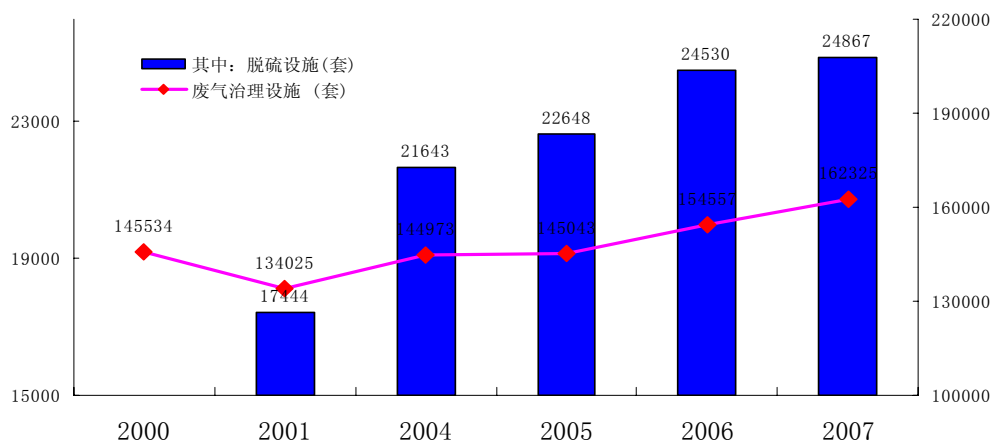
相对于除尘装置，脱硫装置的下游应用相对较窄，有望在“十二五”期间完成完全覆盖。我们认为下游的需求在“十二五”期间将形成前高后低的形态。

图 6：脱硫装置有望在“十二五”完成全覆盖


资料来源：东方证券研究所

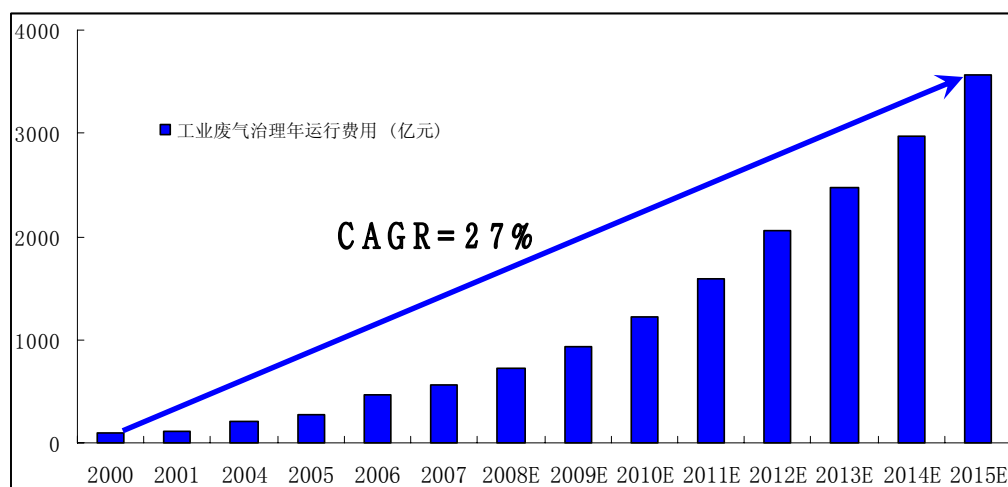
4、废气治理设备的更新替代需求将持续旺盛

我国的废气治理设备已经发展了 10 年，保有量的提高将带来装备更新换代需求的迅速增长。我们认为“十二五”将是设备更换的高峰期，相关需求将有望保持稳定。

图 7：废气治理装置的保有量规模大，更新升级需求强烈


资料来源：东方证券研究所

伴随着我国工业的高速发展，相关的工业废气治理投资经过了爆发式增长的五年。

图 8：工业废气治理投资还将高速增长


资料来源：东方证券研究所

三、公司的盈利能力在销售模式升级中得到提升

1、 行业龙头工业除尘专家，在手订单饱满

公司连续多年保持除尘行业龙头地位，完全依赖于技术、质量、成本控制与规模等核心竞争优势，市场份额保持在 15% 以上；从火电脱硫行业来看，公司进入该领域时间并非最早，可增长迅速速度惊人，据不完全统计公司的市场份额已经达到 11% 以上。目前公司在手订单近 70 亿元，订单金额由高到低排列顺序分别为除尘、脱硫、总包。

2、 盈利模式的升级打开公司盈利增长的空间

从订单的情况分析，脱硫 BOT 项目的比例明显上升，除尘脱硫盈利能力均有较大的提升空间。我们认为从机械设备到“交钥匙工程”的转变是整个制造业的发展趋势，其对盈利空间的提升将显著。由此我们预计公司的盈利增速将高于销售收入的增速。

四、出口是未来看点，除尘行业更新高增长

1、 出口是未来看点，印尼项目只是一个开始

作为国内除尘设备的龙头企业，公司已经顺利开拓国际市场，公司所投印尼 PLTU 1 Kalimantan Tengah(2X60MW) Pulang Pisau 工程项目(电厂及环保设备)获得中标，合同总价约人民币 10 亿元。公司这一次海外中标必将成为公司业绩跨越式发展的主要动力。

此外，干法脱硫方面，龙净提够设计和装备的四套脱硫装置已经移交给印度格拉斯姆水泥厂的自备电厂，各项排放标准均符合设计和合同要求。

伴随着美欧企业基本退出了除尘脱硫设备的市场，我国产品在国家上相对于日本有着明显的性价比优势。据不完全统计，海外市场容量将在 200 亿美元以上，主要来自于其设备进入更新换代期，

其次我国在新兴市场的口碑一直良好，贸易额也日趋频繁，我们预计公司的海外订单将有可能成为未来盈利超预期的惊喜。

2、袋式除尘是发展新方向

袋式除尘已经以其高效的除尘技术受到越来越多的青睐，而我们国家基本还配置着 1906 年就研制成功的静电除尘器（ESP）。由于电除尘器的收尘率受到粉尘比电阻制约，要获得高除尘效率将导致高能耗，另一方面，在电除尘器内的放电会造成放电，造成 CO 爆炸，而袋式装置则可以在高 CO 下工作；更重要的是电除尘器对人体健康危害最大的 $0.1 - 2 \mu m$ 的尘粒的除尘效率较差，很难达到即将出台的个行业废气排放标准。伴随着排放新标准的征求意见稿出台已尚有时日，我们认为一旦新标准颁布，相应电力、水泥、钢铁企业将有强烈的升级装备需求，安装新的袋式除尘装置。

五、盈利预测与相对估值比较

根据公司提够的历史销售数据结合对下游的景气度判断和国家产业政策的理解，我们对公司未来五年收入拆分做了如下预测：

图 9：公司的销售收入预测

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
电除尘器机电设备(百万元)	1846.38	2363.36	2717.86	3125.54	3438.10
脱硫项目(百万元)	1234.72	1358.19	1426.10	1497.40	1572.27
设备安装(百万元)	354.98	390.48	429.53	472.48	519.73
材料、边角料销售(百万元)	67.87	77.87	77.87	77.87	77.87
技术服务(百万元)	12.04	12.04	12.04	12.04	12.04
水力发电(百万元)	5.85	5.85	5.85	5.85	5.85
运输(百万元)	2.94	2.94	2.94	2.94	2.94
其他业务收入(百万元)	2.44	2.94	3.44	3.94	4.44
物业管理(百万元)	1.81	1.81	1.81	1.81	1.81
合计	3529.03	4215.48	4677.44	5199.88	5635.05

资料来源：东方证券研究所

毛利率的预测主要根据公司在行业中的溢价能力和行业的发展趋势作出如下假设：

图 10：公司相关业务的毛利率假设

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
电除尘器机电设备	23.46%	23.52%	25.31%	27.09%	28.87%
脱硫项目	16.06%	16.06%	16.06%	16.06%	16.06%
设备安装	13.22%	13.22%	13.22%	13.22%	13.22%
材料、边角料销售	21.11%	23.84%	23.84%	23.84%	23.84%
技术服务	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
电费收入	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%

运输	49.00%	49.00%	49.00%	49.00%	49.00%
其他业务收入	61.27%	71.48%	73.62%	68.79%	71.30%
物业管理	0.27	24.15%	30.53%	27.20%	27.29%
合计	19.87%	20.19%	21.33%	22.55%	23.70%

资料来源：东方证券研究所

相对估值比较

- 相同行业公司：龙净环保、菲达环保、东湖高新、浙大网新和同方股份
- 可比概念版块公司：杭氧股份、东湖高新、华光股份、创业环保、三聚环保、万邦达、陕鼓动力
- 相同经营模式公司：三聚环保、三维丝

图 11：可比公司估值比较

证券代码	证券简称	预测 PEG 值	市净率 (PB)	预测市盈率 PE, 2010	总市值(百万)
300070.SZ	碧水源	1.25	52.77	90.02	16596.30
600874.SH	创业环保	1.73	2.85	32.96	9533.89
600133.SH	东湖高新	0.46	4.64	33.88	4201.68
600526.SH	菲达环保		4.20		2184.00
002340.SZ	格林美	0.85	6.74	66.43	6733.04
002158.SZ	汉钟精机	0.70	7.02	36.48	4141.60
600475.SH	华光股份	0.52	3.75	22.84	3880.96
600323.SH	南海发展	0.04	3.60	10.49	3708.22
300072.SZ	三聚环保	1.87	20.27	66.57	4600.87
300056.SZ	三维丝	1.21	6.04	59.11	1993.68
000826.SZ	桑德环境	0.85	8.35	42.64	9317.05
601369.SH	陕鼓动力	1.69	6.40	31.81	17491.14
002168.SZ	深圳惠程	8.07	9.10	57.49	4548.64
600100.SH	同方股份	0.83	3.13	43.27	23124.89
300055.SZ	万邦达	0.52	5.87	54.90	9174.88
600797.SH	浙大网新	0.19	3.51	47.35	5610.00
000544.SZ	中原环保		5.65		3004.48
600388.SH	龙净环保	4.28	3.02	18.70	6022.86
	平均值	1.55	8.56	44.17	

资料来源：Wind，东方证券研究所

六、风险因素和催化剂

风险因素：目前，由于公司的下游火力发电、钢铁和水泥与宏观密切相关，宏观的不确定性对公司的业绩和原材料价格波动风险明显存在。

催化剂：国家有关节能环保支撑政策的相继出台和“十二五”规划循环经济的即将公布都是公司发展和盈利的催化剂。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	4220	4639	5388	6110	营业收入	3417	3529	4215	4677
现金	1045	1120	1137	1494	营业成本	2743	2828	3362	3674
应收账款	560	645	762	826	营业税金及附加	57	43	53	56
其它应收款	117	130	155	168	营业费用	71	82	94	102
预付账款	448	551	681	728	管理费用	220	209	261	284
存货	1862	2084	2508	2739	财务费用	-1	1	3	-0
其他	189	109	145	154	资产减值损失	15	14	14	13
非流动资产	666	714	798	846	公允价值变动收益	-0	0	0	0
长期投资	0	37	27	20	投资净收益	2	31	13	12
固定资产	306	397	482	556	营业利润	313	383	441	561
无形资产	122	130	129	132	营业外收入	20	10	11	13
其他	238	150	160	137	营业外支出	6	2	3	3
资产总计	4886	5353	6187	6955	利润总额	327	391	449	570
流动负债	2845	2988	3480	3830	所得税	60	67	80	99
短期借款	14	107	90	60	净利润	267	324	369	471
应付账款	748	424	504	551	少数股东损益	9	8	12	16
其他	2083	2457	2885	3219	归属于母公司净利	258	316	357	455
非流动负债	25	24	29	12	EBITDA	353	427	495	618
长期借款	1	1	1	-11	EPS (元)	1.24	1.52	1.72	2.19
其他	24	23	28	23	主要财务比率				
负债合计	2870	3013	3509	3842	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	47	55	67	83	成长能力				
股本	208	208	208	208	营业收入	17.1%	3.3%	19.5%	11.0%
资本公积	1106	1106	1106	1106	营业利润	51.2%	22.4%	15.0%	27.1%
留存收益	656	972	1298	1717	净利润	47.6%	22.6%	13.1%	27.3%
归属母公司股东权益合计	1969	2285	2611	3030	获利能力				
负债和股东权益	4886	5353	6187	6955	毛利率	19.7%	19.9%	20.2%	21.5%
现金流量表					净利率	12.8%	12.5%	12.3%	11.7%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	13.1%	13.8%	13.7%	15.0%
经营活动现金流	214	49	198	536	ROIC	37.7%	32.2%	30.0%	36.9%
净利润	267	324	369	471	偿债能力				
折旧摊销	41	43	50	57	资产负债率	58.7%	56.3%	56.7%	55.2%
财务费用	-1	1	3	-0	净负债比率				
投资损失	-2	-31	-13	-12	流动比率	1.48	1.55	1.55	1.60
营运资金变动	22	-268	-230	8	速动比率	0.83	0.85	0.83	0.88
其它	-112	-20	18	12	营运能力				
投资活动现金流	214	-64	-130	-102	总资产周转率	0.75	0.69	0.73	0.71
资本支出	113	93	103	99	应收账款周转率	6	6	6	6
长期投资	2	-20	14	-17	应付账款周转率	3.94	4.82	7.24	6.96
其他	329	9	-12	-19	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	468	90	-52	-77	每股收益	1.24	1.52	1.72	2.19
短期借款	-16	93	-17	-30	每股经营现金流	1.03	0.24	0.95	2.58
长期借款	-50	0	0	-12	每股净资产	9.47	10.99	12.56	14.58
普通股增加	41	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	650	0	0	0	P/E	23.05	18.80	16.62	13.06
其他	-157	-3	-35	-35	P/B	3.01	2.60	2.27	1.96
现金净增加额	0	76	16	357	EV/EBITDA	68	56	48	39

资料来源：东方证券研究所

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，未给予投资评级等相关信息。

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。

本研究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。

本研究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报告之外，绝大多数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，投资者需自行承担风险。

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。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn