

联系人：吕越超 (8621) 68751765 lvyc@cjsc.com.cn

分析师：刘元瑞

执业证书编号：S0490209080266

公路建设的创新探路者

事件描述

达刚路机有限公司拟首次公开发行不超过 1,635 万股，发行后公司总股本不超过 6,535 万股。

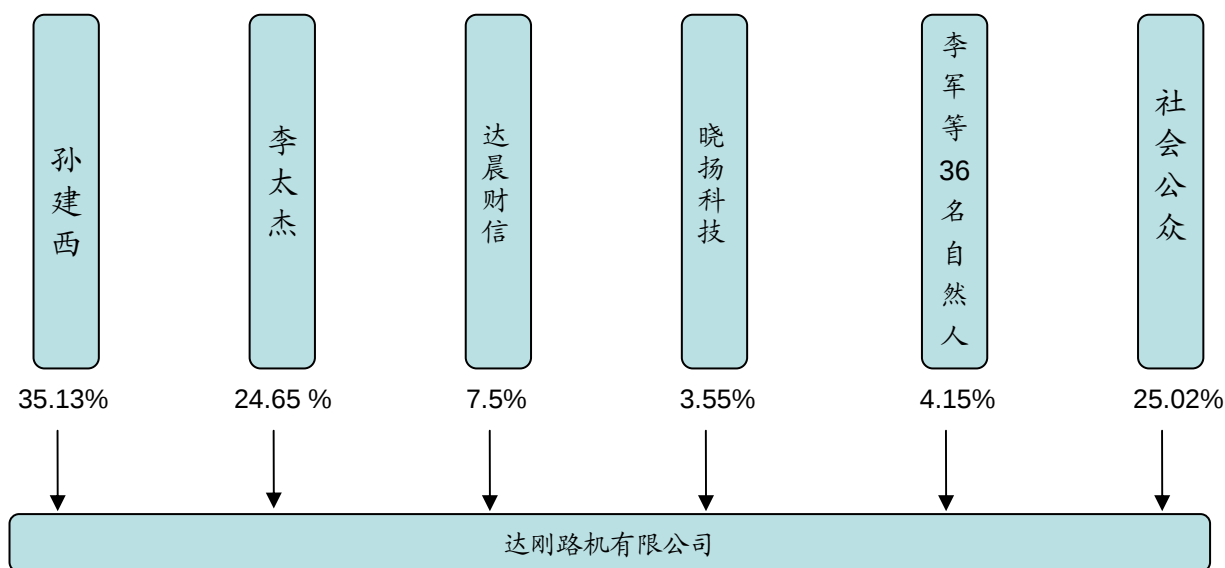
本次发行全部募集资金将用于以下 3 个项目：1) 公司筑路机械设备总装基地及研发中心建设；2) 营销服务网络建设；3) 其他与主营业务相关的营运资金。本次募投项目将新增 744 台沥青路面施工机械生产能力，协助实现公司整体销售收入扩大至 48,000 万元的目标，进一步巩固公司的行业地位，全面提升盈利能力和持续发展能力。

事件评论

公司概况：世界领先的沥青路面技术及设备提供商

公司前身为达刚机电，由自然人孙建西、李太杰、李飞宇共同出资组建。2007 年，达刚机电以账面净资产 70,100,487.18 元为基础，按约 1: 0.699 的折股比例折为 4,900 万股，整体变更为西安达刚路面机械股份有限公司。其中孙建西、李太杰夫妇合计持有公司发行前股份 39,067,224 股，占本次发行总股本的 79.73%，为公司控股股东及实际控制人。公司本次拟向社会公开发行 1,635 万股，发行后总股本 6,535 万股，发行后社会公众股占总股本比例为 25.02%。

图 1：发行后公司股本结构



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司是世界领先的沥青路面技术及设备的提供商，拥有从沥青加热、存储、运输设备，沥青深加工设备，到沥青路面施工专用车辆及筑养路机械的完整产品体系和技术方案。自成立以来，公司一直从事沥青加热、存储、运输设备，沥青材料的深加工设备和沥青路面施工专用车辆及筑养路机械设备的研发、生产和销售。主要产品为沥青加热、存储、运输设备，沥青材料深加工设备及沥青路面施工专用车辆及筑养路机械设备等三大类产品。近三年，公司经历了高速发展和迅速壮大大期，主营业务收入保持了28%以上的复合增长率，2009年销售收入达到了13,353.79万元。

表 1: 公司产品系列

产品类别	产品名称	用途
沥青加热、存储、运输设备类	沥青脱桶设备	用于桶装沥青的脱桶与升温，将把固态沥青转化为液态沥青，以用于沥青路面的施工
	液态沥青运输车	分整车和半挂式两种，用于液态沥青的中、短途运输
沥青材料深加工设备类	乳化沥青设备	
	沥青改性设备	以 SBS、废旧轮胎橡胶粉等作为改性剂，提高沥青的抗高温、耐低温等性能，主要用于生产改性沥青。
	沥青洒布车系列	沥青路面底层的透层、粘层及防水层的洒布；公路养护中“沥青罩面”“喷洒

同步封层车



进行公路路面的下封层、上封层施工；新旧路面加铺磨耗层施工；沥青路面的层铺法施工；沥青、碎石特殊情况下的分别洒布，适合各种不同等级公路

稀浆封层车



作稀浆封层及微表处路面养护工程，亦可用于道路施工中的下封层及桥面处治作业

沥青路面施工专用车辆及筑养路机械设备类

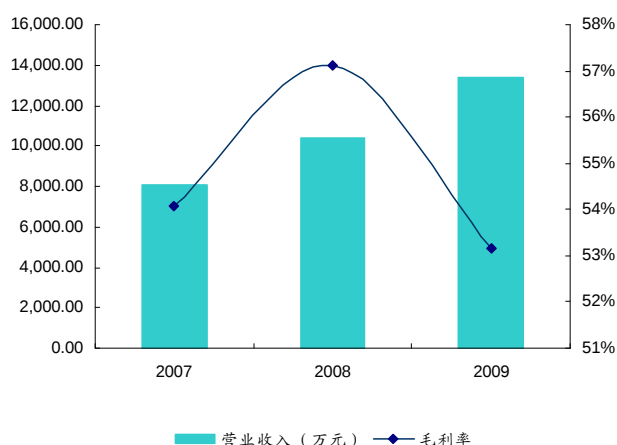
碎石撒布机系列

综合养护车

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

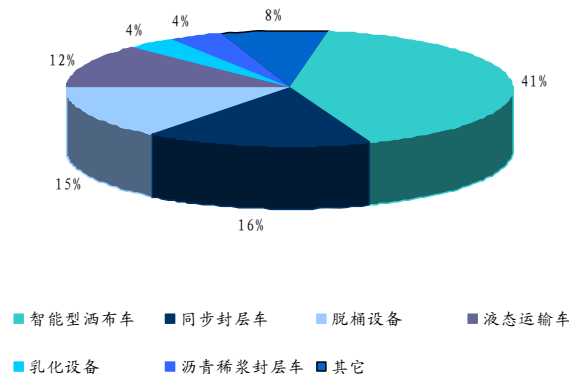
公司是新兴细分行业龙头，产品定位高端，盈利能力强。公司定位于路面机械设备的高端市场，产品的个性化强，技术含量高。其中智能型沥青洒布车是公司主导产品。近三年，智能沥青洒的销售收入对主营业务收入的贡献最大，2009 年来自该产品销售收入占比为 41.29%。根据咨询公司统计数据，2008 年公司在智能型沥青洒布车市场占有率为 31.25%，为行业首位。此外，沥青碎石同步封层车、沥青脱桶设备和液态沥青运输车等三种产品也是公司的主打产品，这四种产品合计的销售收入占主营业务收入比例在 80%以上。近三年，公司综合毛利率均超过 50%，盈利能力较强。这主要是由于公司的产品有较高的科技含量，技术水平在业内处于领先地位，公司议价能力强。

图 1：公司历年主营业务收入及毛利率



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 2：2009 年公司主营业务收入构成



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

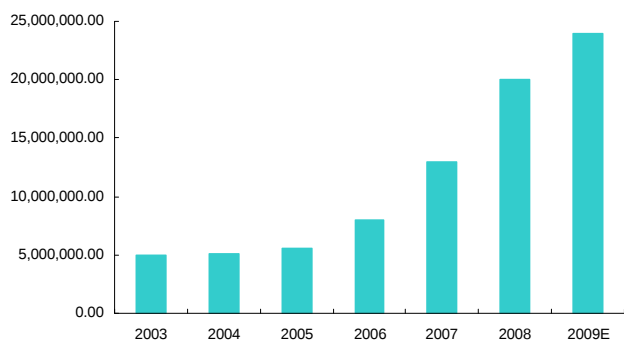
行业分析：新兴路面机械制造业，景气受益公路筑养护事业持续发展

目前公司的主要产品为智能型沥青洒布车、同步封层车和稀浆封层车，产品的最终形式为路面施工专用车辆，但公司主要生产上装部分的专用机械设备，二类底盘来自外购。按公司实际经营活动来定位，属于工程机械制造业中的筑养路机械设备制造业。

路面机械制造业属于工程机械行业中新兴细分行业

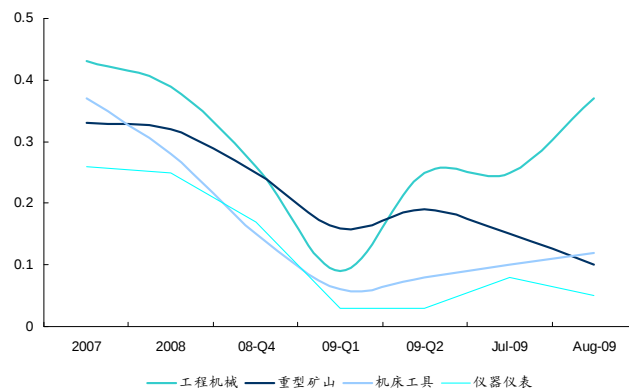
工程机械行业整体回暖反弹。自 2008 年 4 季度以来，我国工程机械行业受全球金融危机等多重因素影响，工业产值增速出现下滑，从 2008 年上半年 45% 的增速下滑到 2009 年第一季度的仅 10% 左右。但是随着国家“四万亿”投资的拉动效果逐步显现，基础建设和房地产投资出现明显恢复。工程机械行业 2009 8 月份的工业产值增速恢复到 37%，是所有装备业中反弹速度最快的子行业。2009 年 1-8 月，工程机械行业产值增速达到 18%。作为工程机械行业的子行业，公路筑养护机械制造行业的发展也符合大行业的总体一般趋势。

图 3：工程机械行业营业收入持续增长（单位：万元）



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 4：工程机械行业产值在装备业中率先反弹

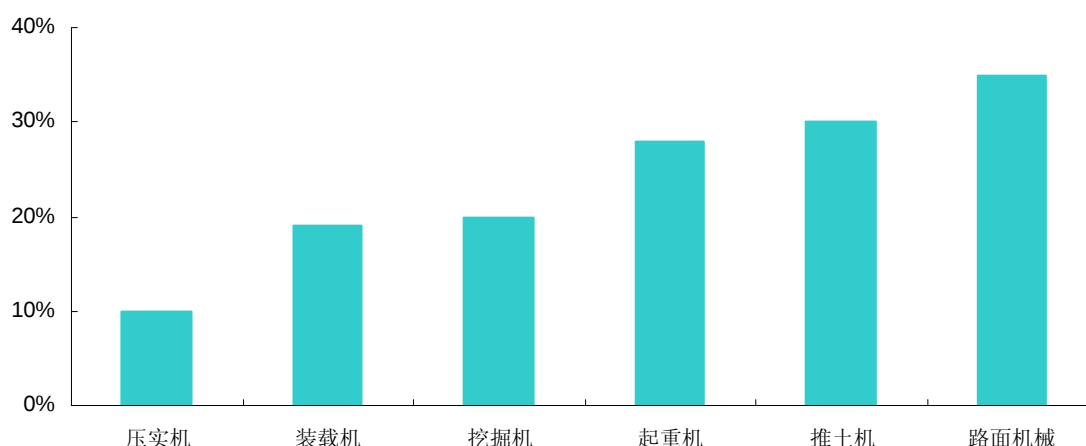


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

沥青路面工程机械行业作为新兴子行业，机械专用性强，行业毛利率高于传统行业。以智能型沥青洒布车、同步封层车、稀浆封层车等产品为代表的沥青路面工程机械行业，在发达国家已经发展到成熟阶段，在我国的发展则从 21 世纪初才刚刚起步。新兴产业在发展初期往往表现出超常规的增长速度，同时新兴行业的发展与国家经济发展、产业升级紧密相关，政府对其扶持力度较大。因而，新型沥青路面机械作为国内的新兴行业，发展速度将远远高于传统行业。

不同于工程机械通用性强的特点，路面机械的使用范围具有较强的针对性，几乎只能用于道路施工的路面施工环节。路面机械专用性强的特点，决定了路面机械的各个子行业的毛利率水平高于传统工程机械行业。

图 5：路面机械行业毛利率高于传统工程机械行业水平



资料来源：wind，长江证券研究部

沥青路面机械行业处于起步阶段，总体市场较小，生产厂商数量较少，行业内形成完全市场化的竞争格局。沥青路面机械行业在工程机械行业中属于新兴的细分行业，国内第一台智能型沥青洒布车问世于 2002 年，沥青碎石同步封层车和稀浆封层车在 2005 年左右才逐渐为下游施工企业所认知。因此，沥青路面机械行业处于起步阶段，路面机械行业整体规模很小，生产厂家较为分散，行业内还没有上市公司。国内高速公路、市政公路等建筑商在进行设备采购时普遍采用招投标制度，对投标者进行资格审查。在参与投标阶段，所有厂商都面临其他厂商的直接竞争，因而路面机械行业形成完全市场化的竞争格局。

表 2：国内路面机械行业发展格局

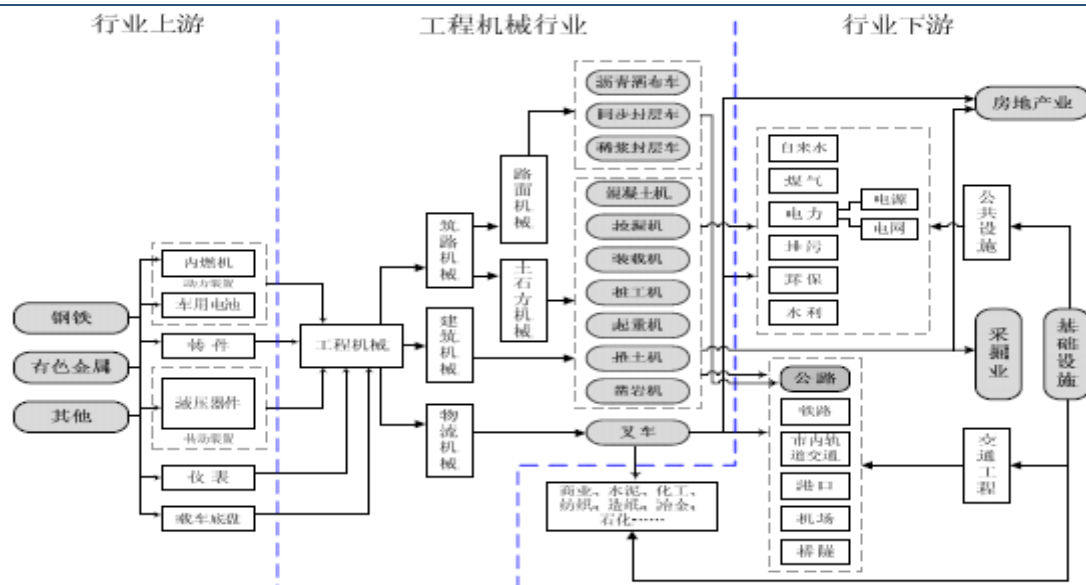
	代表厂商	竞争优势
国外著名企业纷纷进入中国市场	德国维特根（WIRTGEN） 瑞典戴纳派克（DYNAPAC） 美国英格索兰（INGERSOLLRAND）	在压路机、摊铺机、沥青搅拌设备等产品上具有雄厚的技术和经济实力
国内大型企业逐步涉足路面机械领域，并向多品种方向发展	中联重工、柳工 徐工集团、三一重工	已成立下属公司，涉足生产摊铺机、搅拌设备等筑养路机械
民营企业处于领导地位	西安达刚、 无锡华通公路机械科技有限公司	民营企业成长较快，规模和技术实力大增，在细分市场领域处于领导地位

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

行业景气受益于沥青公路筑养护行业持续发展

上游行业充分竞争，下游公路建设事业驱动行业发展。公司所处的路面机械行业的上游行业主要为二类底盘、液压系统、机械加工件、电子元器件、工业控制机及钢材等行业，下游行业为国内、国际公路建设行业。由于上游行业十分成熟，竞争充分，供应商较多，因此上游行业对本行业影响较小。路面机械行业受下游公路建设事业的牵引和驱动影响显著。

图 6：路面机械行业上下游示意图

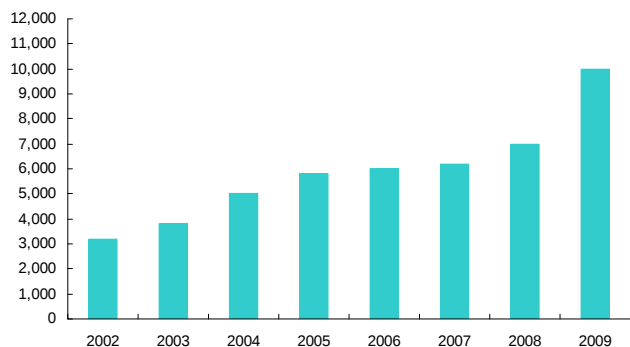


资料来源：公司资料

国内公路建设投资和公路里程将保持持续增长。近年来，我国公路建设投资完成额呈现出连续增长的态势，2008 年全年国内公路建设投资规模达到 6880 亿元，2009 年全年国内公路建设投资规模达到 9669 亿元以上，创历史新高，比上年增长 40%以上。

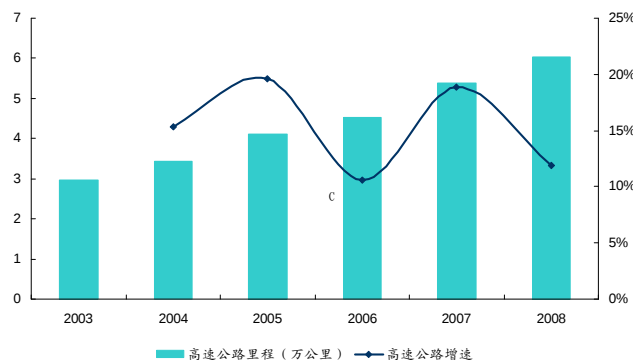
- 按照《重点公路建设规划》，2007 年年底，总规模约 3.5 万公里的“五纵七横”国道主干线系统比原规划提前 13 年基本贯通，我国公路通车里程达到 357.3 万公里。根据交通运输部的数据显示，截至 2008 年底，全国公路通车总里程达 373.02 万公里，比上年末增加 14.64 万公里。全国公路密度为 38.86 公里/百平方公里，比上年末提高 1.53 公里/百平方公里。路面技术等级和通达深度得到很大提高。
- 依据《农村公路建设规划》，农村公路建设规划目标还未完成，还在加强建设。同时依据 2020 年的目标，对于已建成的乡和建制村通沥青路，需要全面提高农村公路的密度和服务水平。由此可见，我国农村公路建设在未来几年保持持续增长。
- 根据《国家高速公路网规划》，我国高速公路规划里程约 8.5 万公里。截至 2009 年 6 月底，建成 4.9 万公里，占规划里程的 57.6%；在建 1.8 万公里，占规划里程的 21.1%。尚有 1.8 万公里高速公路尚未开工建设。

图 7：我国公路建设投资额持续增加（亿元）



资料来源：交通运输部网站，长江证券研究部

图 8：我国高速公路建设持续增长



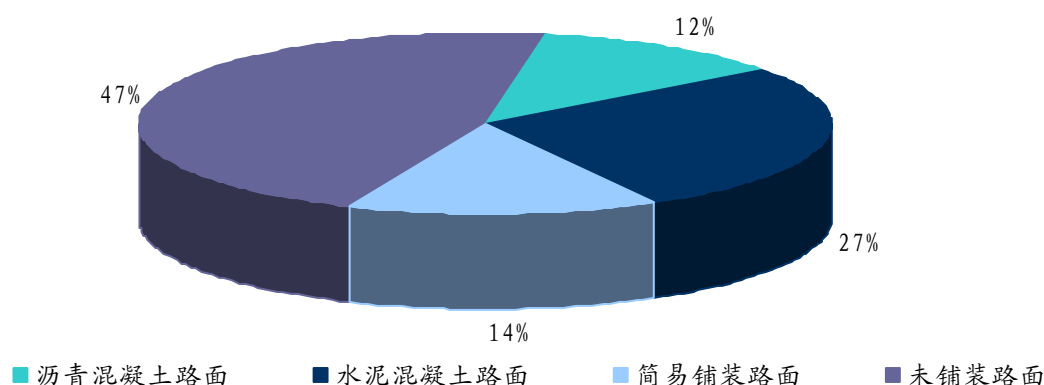
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

我国沥青公路建设比重将不断增加，现有公路“白改黑”工程是未来的发展趋势。公路铺装的路面分黑色路面（沥青路面）和白色路面（水泥路面）。由于沥青公路在运输中的各种优势，未来沥青公路建设占各类公路建设的比重将不断增加，并且现有白色路面将不断被改变为黑色路面。

目前，在国内公路建设中，高等级路面所占比重进一步提高。截至 2008 年底，全国有铺装路面和简易铺装路面公路里程 199.56 万公里，占总里程 53.5%，比上年末提高 3.9 个百分点。其中沥青混凝土路面仅 44.11 万公里，占已铺装路面总里程的 22.10%。

从世界公路发展的大趋势来看，世界各国的公路路面都需要经历或正在经历一场“白改黑”的巨大工程，即把水泥路面改为沥青路面。西方发达国家已经在上世纪 50 年代至 60 年代基本完成了这一过程，目前欧美已经达到 95% 以上的黑色沥青路面。而大部分发展中国家包括中国正在经历这一过程。因此沥青路面机械的发展将是以后路面机械行业的主要发展方向。

图 9：2008 年国内公路路面铺装结构

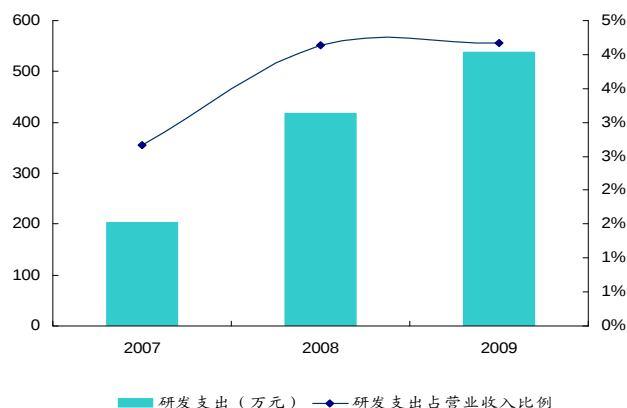


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

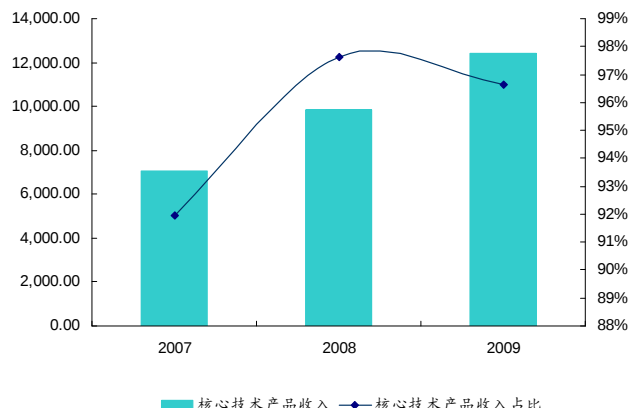
竞争优势分析：技术领先+产品完善，保持先发优势

持续自主创新，技术国际领先

公司自主研发能力雄厚，研制了具有世界先进水平的中国第一台智能型沥青洒布车，填补了中国公路沥青路面施工过程的技术与设备缺失。公司领跑行业内的技术创新，是智能型沥青洒布车行业标准和沥青碎石同步封层车国家标准的起草者、制定者，相较国内同行，目前公司核心产品技术性能优势明显。。公司的主导产品脱桶设备采用的废气余热加热技术，沥青洒布车采用的特殊结构的洒布装置、霍尔测速系统和智能控制系统，同步封层车采用的组合料斗、动力系统分配技术、克服沥青喷洒无重叠装置，稀浆封层车采用的配料标定控制系统、无辅助发动机技术均为不同时期世界或国内首创技术，满足了国内外客户的不同需求。近年公司持续加大研发开支，自身的研发创新能力不断加强，产品的耐用性和可靠性大幅提升。

图 10: 公司持续加大研发投入


资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

图 11: 公司收入绝大部分来自核心技术产品


资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

表 3: 公司部分核心技术优势

产品	技术系统	国内竞争对手情况	公司技术优势
智能型沥青洒布车	控制系统	部分厂商做到自动控制, 大部分厂商外购软件	自主模块化设计, 在国内唯一进行过 1600 吨沥青洒布实验后才投放市场
	喷洒系统	需要柴油清洗, 喷嘴 30-40 个, 无法实现三重叠洒布	可实现全方位的加热保温。高压空气吹扫, 无需柴油清洗。有 48 个喷嘴, 可实现三重叠洒布
	洒布沥青种类	乳化沥青、热沥青、改性沥青、胶粉沥青等	可实现全系列洒布
	洒布量	0.3—3 kg/m ²	可以在 0.2-5kg/m ² 范围内进行作业, 是目前洒布量区间最大的车型
	沥青洒布精度	采用电控系统	沥青泵与车速实时联动, 响应及时精确
稀浆封层车	测速系统	主要使用雷达测速, 部分产品使用红外测速	自带具有专利的霍尔测速, 维修成本低; 也可使用雷达测速、红外测速
	沥青加热系统	手动或半自动操作	可人工、自动操作以适应不同施工状况; 系统可实现中转功能
	动力传动系统	均需要辅助发动机	采用汽车底盘取力, 无需辅助发动机
	配料标定	均需要进行人工现场标定	计算机控制, 无需现场标定
	驱动方式	分动箱机械传动, 多泵多马达	液压系统采用单泵多马达驱动, 在骨料、乳液和水系统均实现了无级变速
	沥青泵加热	部分产品可实现汽车发动机的冷却水进行循环保温	由汽车发动机的冷却水进行循环保温, 烟囱二次加温
	配料系统控制	定量泵, 定量马达; 手动阀调整	采用变量泵, 定量马达; 电子比例阀控制
	摊铺效果	大多有横向波纹	平整, 无横向波纹
	工作速度控制	司机、操作手联合控制, 配合难度大	仅由操作手控制, 操作安全方便

资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

产品体系完善, 性能优良

- 公司产品体系完善，拥有从沥青加热、存储、运输设备，沥青深加工设备，到沥青路面施工专用车辆及筑养路机械的完整产品体系和技术方案，包括沥青脱桶设备、沥青运输车、智能型沥青洒布车、同步封层车、稀浆封层车、沥青改性设备、乳化沥青设备等产品。可以运用在不同类型、不同环境和不同工艺条件下的路面筑养路工程上。

表 4: 公司系列产品在不同沥青筑路工艺下的应用情况

	沥青混凝土摊铺工艺	沥青碎石层铺工艺
适用范围	建造、养护高速公路和路面，约占铺装路面工程用于部分国道、省道和市、县、乡村公路路面建造及总量的 10%	养护，约占全部路面工程总量的 90%
所需设备	沥青脱桶设备、改性沥青设备、沥青混凝土搅拌沥青脱桶设备、改性沥青设备、沥青运输车、智能型站、沥青混合料自卸运输车、摊铺机、智能型沥青洒布车、各式碎石撒布机、同步封层车、胶轮压青洒布车、钢轮压路机等	路机等
公司产品	运用在透层、下封层、粘层和应力吸收层建设中公司的产品系列可以覆盖全部工艺过程	
覆盖范围		

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

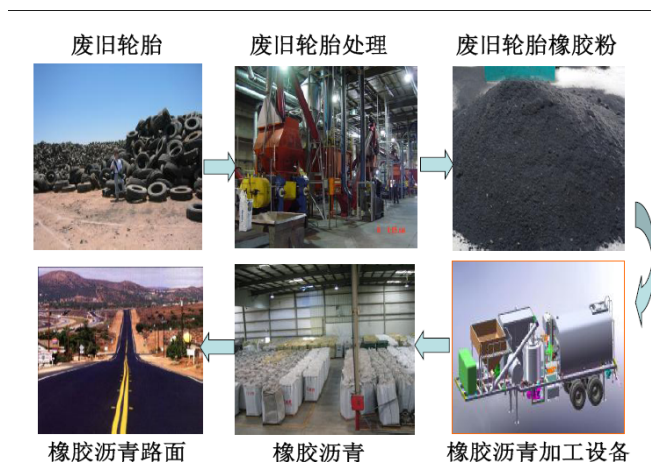
- 公司产品具有节能、环保的产品特性，代表了路面机械的发展方向。随着公路建设绿色经济理念的倡导和对路面使用寿命要求的不断提高，在筑养路机械的施工工艺和施工质量中推广节能环保和循环经济是路面机械行业的未来发展趋势。公司研发的橡胶沥青改性设备、橡胶沥青路面施工工艺等是典型的绿色循环经济案例，具有良好的环境效应和经济效益。

图 12: 公司产品在节能环保领域的应用



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 13: 公司产品在循环经济中的应用

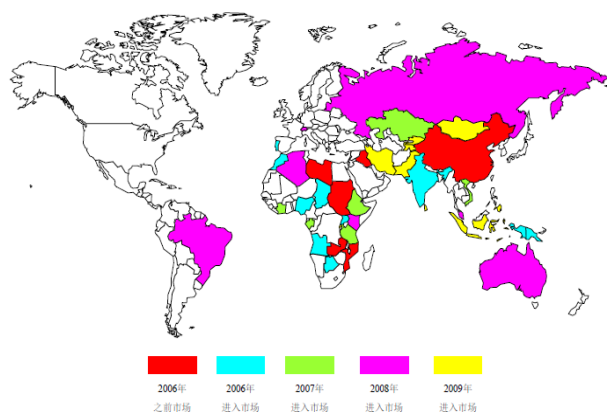


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

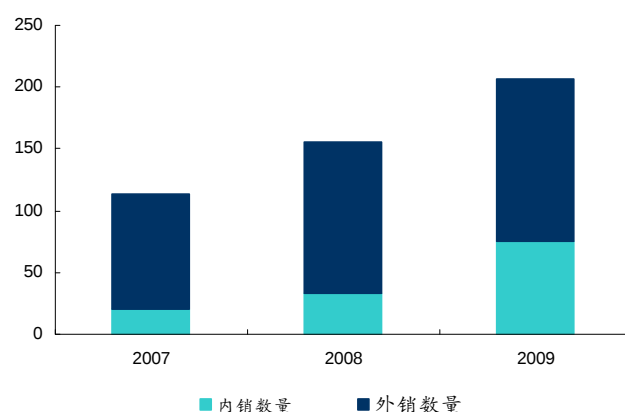
国际认知度提高，海外市场扩容有空间

报告期内，使用公司产品国家总数持续增加，从 2006 年以前的 5 个持续增加 2009 年的 36 个。公司的销售政策为立足国内市场，积极开拓国际市场，以优异产品创造一流的品牌价值。目前，公司销售收入中内销约占 85%，外销约占 15%。

公司国外营销主要集中在非洲产油国、印度、中亚等国家和地区，这些地区经济正处于发展阶段，而基础设施建设较为薄弱。受益于主要出口国公路建设的加快，公司产品海外市场扩容空间广阔。在海外市场中，公司主要面对法国、德国、美国 and 意大利等国同类产品的竞争，由于公司产品的科技含量较高，在国际市场上属于技术领导者，在国际市场上具有较高的知名度和较强竞争力。

图 12: 公司产品海外市场不断扩展


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 13: 公司外销占比逐渐提升（单位：台）


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

募投项目分析：突破产能瓶颈，扩大公司收入

本次募集资金投资将主要用于达刚筑路机械设备总装基地及研发中心建设和达刚营销服务网络建设两个项目，继续增加对原有主导产品的技改及产业化的投入，进一步提升产能与产品质量，并为公司未来发展和扩大市场提供营销服务网络支撑。从而进一步优化公司产品结构，增强公司自主创新能力，提升公司核心竞争力，形成公司新的利润增长点。

表 5: 公司募投资金项目

项目名称	投资额(万元)	项目达产进度				建设期(年)	达产年营业收入(万元)	税后内部收益率(%)
		1Y	2Y	3Y	4Y			
达刚筑路机械设备总装基地及研发中心建设	总投资	23966						
	固定资产投资	20360	42.39%	58.24%	71.05%	100%	3	42,608
	铺底流动资金	3606						29.60
	总投资	3,892						
达刚营销服务网络建设	固定资产投资	1,101	选址	购买设备	完工	开始运营	3	48,101
	运营流动资金	2,437						20.1
	铺底流动资金	354						
其他与主营业务相关的营运资金	——	——	——	——	——	——	——	——

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

募投项目达产后，将有效缓解公司近年产能紧张的问题，新增 744 台产能，助力公司实现收入扩大至 48,000 万元的目标。

表 6：募投项目达产后扩建产能的产品结构

产品名称	2009 年产量	2009 年销量	2009 年平均售价(万元/台)	2014 年达产后产能
智能型沥青洒布车	43	59	90.05	180
沥青碎石同步封层车	17	19	111.75	160
改性乳化沥青稀浆封层车	3	4	117.45	70
液态沥青运输车	14	27	58.83	180
碎石撒布机	45	40	9.22	73
沥青路面养护车	-	-	——	65
沥青改性设备	1	1	70.94	16
合计	123	150	——	744

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

考虑未来市场竞争加剧，公司采用下调主要产品价格以扩大市场份额的销售策略，其综合毛利率将有所下降。我们进行保守预计，预计公司未来三年的销售收入分别为 182 百万元，240 百万元，307 百万元，未来三年净利润为 58.1 百万元，76.9 百万元，97.9 百万元。

盈利预测

目前我国路面机械行业仍属于新兴行业，受益于公路建设里程的持续增长和筑路工艺的不断提高，对先进筑路机械需求比较旺盛。公司新增产能可以得到较好消化，公司未来业绩将受益于行业的景气发展，保持较高增速。

预计 2010—2012 年归属于母公司股东的净利润分别为 58.1 百万元，76.9 百万元，97.9 百万元，按公司成功发行 1635 万股计算，2010—2012 年全面摊薄每股收益分别为 0.89 元、1.18 元和 1.50 元。

考虑到公司所处行业的成长性以及公司在行业内的龙头地位，给予公司 33-38 倍市盈率，合理的询价区间为 29.37-33.82 元。

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	134	182	240	307	货币资金	63	520	439	434
营业成本	61	86	113	145	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	72	96	127	162	应收账款	30	41	54	69
% 营业收入	54.1%	52.9%	52.8%	52.8%	存货	36	50	66	84
营业税金及附加	2	2	3	4	预付账款	1	2	2	3
% 营业收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	9	13	17	21	流动资产合计	131	615	564	594
% 营业收入	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	10	13	17	22	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	-1	-1	-2	-2	投资性房地产	1	1	1	1
% 营业收入	-0.7%	-0.5%	-0.7%	-0.5%	固定资产合计	23	169	308	389
资产减值损失	1	1	1	1	无形资产	14	14	13	12
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	52	68	91	115	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	39.0%	37.5%	37.7%	37.5%	资产总计	170	799	886	996
营业外收支	2	0	0	0	短期贷款	10	0	0	0
利润总额	54	68	91	115	应付款项	11	16	21	27
% 营业收入	40.7%	37.5%	37.7%	37.5%	预收账款	6	7	10	13
所得税费用	8	10	14	17	应付职工薪酬	1	1	1	1
净利润	46	58	77	98	应交税费	6	8	11	13
归属于母公司所有者					其他流动负债	1	1	1	1
的净利润	46.1	58.1	76.9	97.9	流动负债合计	34	33	43	55
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.71	0.89	1.18	1.50	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	1	1	1	1
经营活动现金流净额	25	46	70	96	负债合计	35	34	44	56
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	135	765	842	940
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	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	135	765	842	940
固定资产投资	-15	-152	-152	-103	负债及股东权益	170	799	886	996
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-15	-152	-152	-103		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.706	0.889	1.177	1.498
股权融资	0	572	0	0	BVPS	2.76	15.62	17.19	19.19
银行贷款增加 (减少)	10	-10	0	0	PE	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资成本	21	1	2	2	PEG	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-28	0	0	0	PB	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	3	563	2	2	EV/EBITDA	-1.00	-7.07	-4.26	-3.18
现金净流量	12	457	-81	-5	ROE	34.2%	7.6%	9.1%	10.4%

分析师介绍

吕越超，上海交通大学机械与动力工程学院工学学士，上海财经大学金融学硕士，目前在长江证券从事机械行业研究

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。