

徐敏锋

执业证书编号: S0730210030005

021-50588666-8029

xumf@ccnew.com

气缸套亚洲老大，有望挑战全球第一

——中原内配（002448）调研报告

研究报告-公司调研

增持（首次）

发布日期: 2010年8月16日

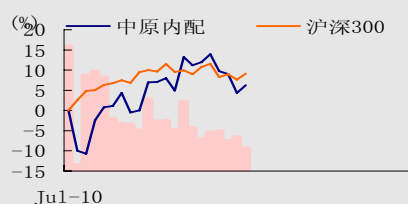
市场数据（2010年08月12日）

收盘价(元)	41.74
一年内最高/最低(元)	46.77/27.12
沪深300指数	2816.39
市净率(倍)	4.60
流通市值(亿元)	7.85

基础数据（2010年06月30日）

每股净资产(元)	5.30
每股经营现金流(元)	0.94
毛利率(%)	32.56
净资产收益率(%)	17.19
资产负债率(%)	56.34
总股本/流通股(万股)	7371/
B股/H股(万股)	/

个股相对沪深300指数走势



相关研究

联系人: 马嵌琦

电话: 021-50588666-8038

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

报告关键要素:

中原内配依靠多年的技术经验积累，率先走出国门，先发优势突出，在国内居领先地位。与国际对手竞争不落下风，不断开拓新客户。扩张产能应对需求上升，有望成为全球行业第一。

投资要点:

- **公司是亚洲最大的气缸套供应商。**国内市场占有率达到36.50%，全球市场占有率约10%，客户众多。与德国马勒、美国辉门并称世界三大，行业地位突出。自主研发能力和技术实力在国内处于领先水平，将受益于内燃机排放标准的提高。
- **未来气缸套需求增长将快于主机产量增速。**金融危机后，海外需求逐步恢复，国内需求不断创新高。一旦铝制发动机大规模应用，铝包容式气缸套需求将步入快速增长期。
- **盈利能力突出。**公司通过提高生产效率、调整产品结构，加大高附加值产品和新产品比例，来提高整体毛利率。目前原材料价格处于低位有利于高盈利能力的保持。未来期间费用率有望下降，有助于净利润的上升。
- **新增客户需求助推收入增长。**2010年公司业务增长主要来源于乘用车产品业务恢复和商用车、工程机械产品的稳步增长。未来公司产品的新增需求将更多来源于新客户，如戴姆勒奔驰等。
- **募投资金主要投向新建年产1000万只气缸套项目等。**预计扩产项目2012年完全达产，将缓解产能瓶颈问题。
- **盈利预测。**预计公司2010-2012年EPS分别为1.21元、1.51元和1.84元。公司质地优良，首次给予“增持”评级。
- **风险提示。**下游需求增长放缓，重点客户需求不足；原材料价格大幅波动；募投项目进展不顺利；汇率波动风险。

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入(亿元)	6.75	6.22	7.95	9.33
增长比率(%)	15.00	-7.84	27.78	17.36
净利润(亿元)	0.40	0.66	1.12	1.39
增长比率(%)	-37.77	65.91	69.23	24.34
每股收益(元)	0.43	0.72	1.21	1.51
市盈率(倍)	96.64	58.25	34.42	27.68

1. 公司概况

公司是亚州最大的气缸套供应商，2008 年气缸套产量超过2000万只，产品国内市场占有率达到36.50%，全球市场占有率超过10%。主要客户包括福特、通用、克莱斯勒（上述二级配套关系）、康明斯、国际卡车等国际主机厂以及广西玉柴、东风康明斯、中国重汽、一汽锡柴、一汽大柴，东风朝柴等国内知名主机厂。

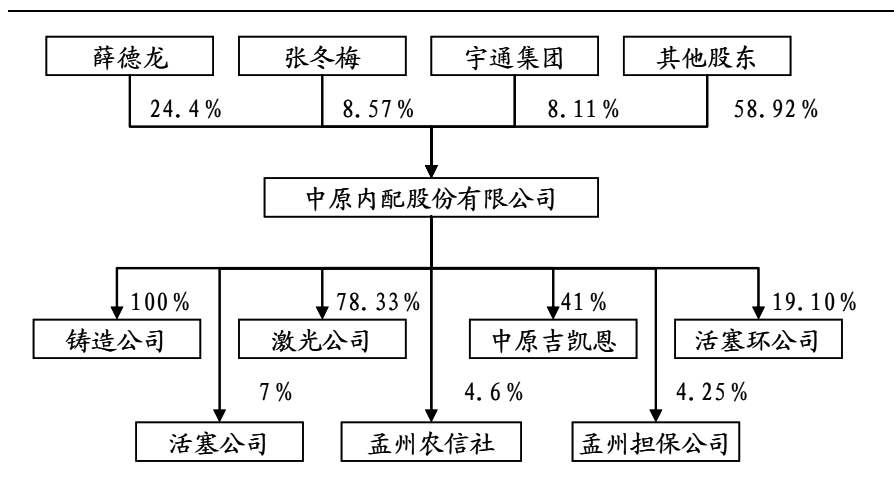
公司拥有近 50 年的气缸套制造历史，自1958年创立以来致力于内燃机气缸套的专业化生产，自1983年以来一直参与主机厂发动机的同步设计和开发，技术实力突出。

公司控股股东与实际控制人为公司董事长薛德龙先生，持有公司2257万股股份，占总股本的24.40%。其他重要股东包括张冬梅、宇通集团等。

公司旗下包括了铸造公司和激光公司两家控股子公司，参股了中原吉凯恩等企业。

公司于7月5日发行2350万股新股，其中网上发行的1880万股新股于7月16日在深圳中小板上市流通。

图1：公司发行新股后股权结构与控股参股公司



资料来源：中原证券，公司资料

2. 行业分析

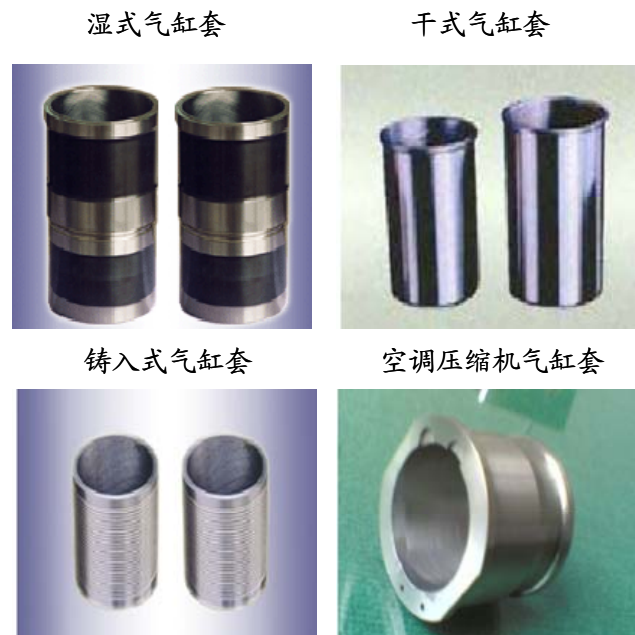
2.1 气缸套是内燃机核心零部件之一

气缸套是内燃机的核心零部件之一，位于气缸的缸筒内，与活塞和缸盖共同组成燃烧室，并对活塞起导向作用。燃气在燃烧过程中最高温度达2000-2500℃，最高压力达5-25MPa，气缸套内壁直接受到高温高压燃气的冲击，外壁受到冷却液的冷却。气缸套的恶劣工作条件决定了其较高的技术要求。在内外壁温差及爆发压力作用下，气缸套承受的机械应力和热应力较大，要求气缸套具备足够的强度和刚度。活塞环在气缸套内表面高

速运动使气缸套内壁受到强烈摩擦，要求气缸套有较高的耐磨性和减磨性。气缸套外壁受到冷却液的冲击，要求具有较强的抗腐蚀、抗穴蚀能力。总体来看气缸套产品的技术要求较高。

气缸套产品按照最终用途分为乘用车气缸套、商用车及工程机械气缸套、农业机械气缸套、摩托车气缸套、船用发动机及发电机组气缸套等。按照外表面是否与液体直接接触分为湿式气缸套和干式气缸套两类。按照与缸体的配合方式分分为装配式和铝包容式两类。按缸套缸径分为大中小口径，大口径为130mm以上，中小口径范围为40-130mm。

图2：各类气缸套产品



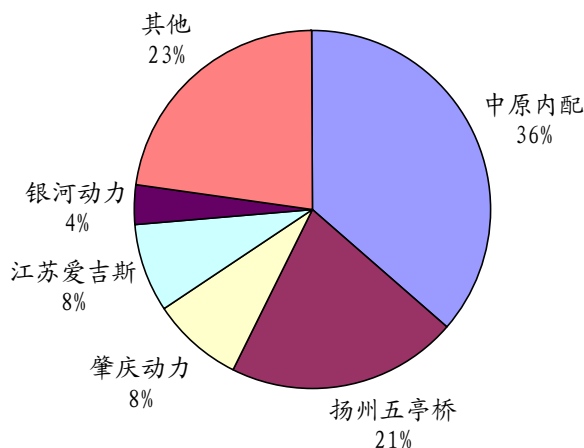
资料来源：中原证券，公司资料

近年来由于对内燃机排放、动力等方面要求越来越高，气缸套在材料、表面处理技术等方面出现了诸多改进。气缸套生产企业不断开发气缸套新型材料，如硼铜合金、铜铬合金、钼镍铜合金、贝氏体合金、蠕墨铸铁等。为满足不断提高的排放标准，催生了气缸套内孔研磨、平顶珩磨、激光珩磨和滑动珩磨等关键加工技术和辉光离子渗流、激光淬火、表面软氮化、磷化、QPQ复合处理、等离子合金强化、热喷涂、高频淬火等先进的表面处理技术。产品技术的提升对企业提出了更高的要求。

2.2 市场相对集中，中原内配占据领先地位

根据中国内燃机工业协会缸套、活塞环分会统计资料，截至2008年底，国内气缸套行业年产30万只规模以上的企业12家，其中年产2000万只以上的企业1家，年产500-1500万只以上的企业1家，年产400-500万只的企业2家，年产200-400万只的企业2家。前5名企业的市场占有率在70%以上，市场较为集中。其中中原内配2006-2008年市场占有率分别为34%、35%和36.5%，占据领先地位，并呈现逐年上升趋势。

图3：国内气缸套行业市场份额



资料来源：中原证券，公司资料

海外主要气缸套企业包括德国马勒集团、美国辉门公司等，目前尚未大规模进入中国市场，与中原内配一起同为全球三大气缸套供应商。

表1：国内外主要气缸套生产企业

企业	2008 年产能或产量（万只）	主要配套客户
中原内配	2016	福特、通用、康明斯、广西玉柴、中国重汽、一汽锡柴等
扬州五亭桥	1177	一汽锡柴、一汽大柴、潍柴动力、上柴股份、扬柴动力等
江苏爱吉斯	452	一汽锡柴、南汽集团、江淮动力等
肇庆动力	460	广西玉柴、一汽大柴等
德国马勒	1700	大部分主机厂
美国辉门	-	奔驰、大众、通用、福特、丰田等

资料来源：中原证券，公司资料

由于气缸套产品较高的技术要求，特别针对成千上万内燃机需要不同的产品，要求气缸套企业具有长期同步设计能力的积淀，因此行业具有较高的壁垒。随着产品不断升级特别是排放标准的提升，先发优势企业可获得更多的发展空间，行业集中度进一步提升。

2.3 行业增长将快于主机销量增速

按2009年下游应用领域主机产量，我们估算了气缸套需求量和市场价值。其中国内气缸套需求量约为3900万只，市场价值14.65亿元；海外市场气缸套需求量为18226万只，市场价值63.25亿元；全球市场价值合计为77.89亿元。其中汽车相关市场占比在2/3左右。按2009年7.95亿元的收入规模，中原内配未来还有提升空间。

表2: 气缸套市场容量估算

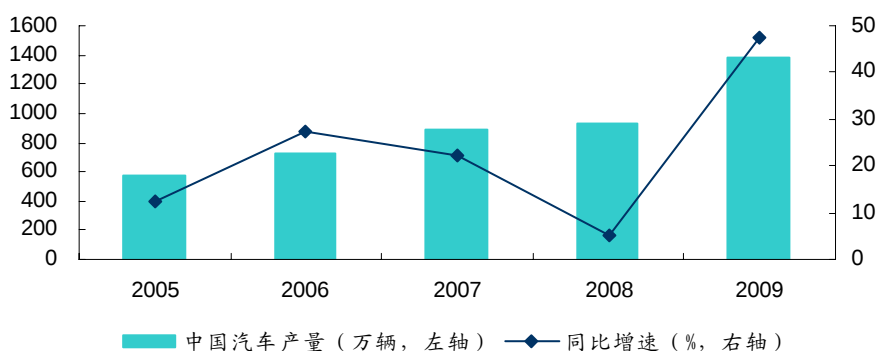
单位: 万台、万只、元、亿元

表 1 2009 年国内配套市场价值						
	产品领域	2009 年产量	配套系数	气缸套需求量	单价	市场价值
国内	乘用车（约 10% 配套）	1038	4	415	28	1.16
	商用车	340	5	1700	45	7.65
	工程机械	43	5	215	45	0.97
	农业机械	450	2	900	28	2.52
	其他			162	35	0.57
	售后市场			509	35	1.78
国内合计				3900		14.65
海外	乘用车（约 50% 配套）	3757	4	7514	25	18.79
	商用车	1036	5	5180	50	25.90
	工程机械	80	5	400	50	2.00
	农业机械	1000	2	2000	28	5.60
	其他			755	35	2.64
	售后市场			2377	35	8.32
海外合计				18226		63.25
全球合计				22126		77.89

资料来源: CAAM, OICA, 中国工程机械工业协会, 中原证券

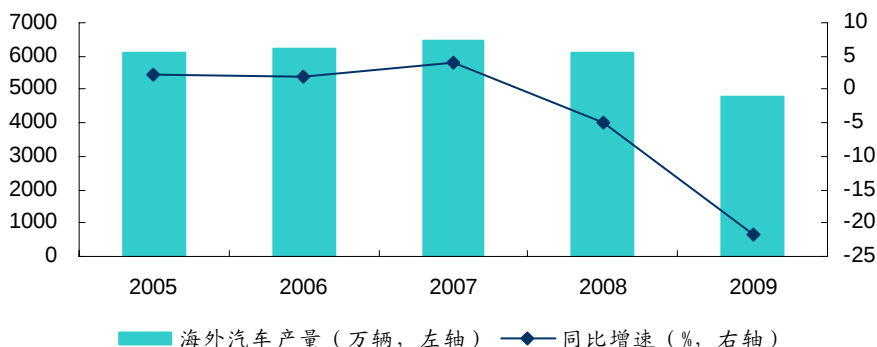
分区域来看, 国内内燃机主机产量保持快速增长, 以汽车为例, 2009 年汽车产量达到 1379 万辆, 同比增长 48%。预计未来还将保持较快增长。在经历了金融危机后, 海外汽车产量有较大幅度下滑, 随着经济复苏, 汽车产量水平有望逐渐恢复。因此总体上看未来几年全球汽车主机产量将获得一定的增长。

图4: 国内汽车产量与增速



资料来源: 中原证券, CAAM

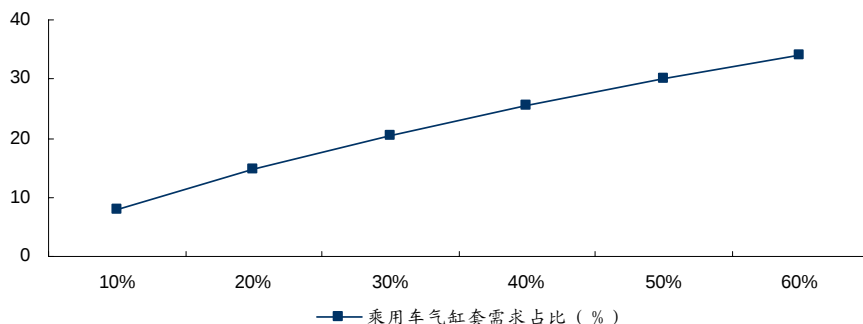
图5：海外汽车产量与增速



资料来源：中原证券，OICA

分结构来看，目前气缸套需求主要集中在柴油机市场，特别是商用车领域。未来随着铝制发动机在乘用车领域的大规模应用，那么气缸套需求还会进一步上升。目前国内乘用车使用铝制发动机的比例约为10%，与国外50%的比例相比有较大差距。如果上述比例提升，将使得乘用车领域对气缸套的需求大幅上升。假如国内乘用车铝制发动机比例达到50%，那么相应对气缸套的需求将达到5.81亿元，远大于目前的1.16亿元，其在国内气缸套市场的占比也会提高到30%。

图6：乘用车铝制发动机比例提升对乘用车气缸套需求占比影响



资料来源：中原证券

目前国内自产全铝发动机的压铸技术存在一定技术难题，导致废品率较高，影响了推广速度。从性能等方面来看，全铝发动机普遍优于铸铁发动机。因此整车厂存在推动的动力。我们预计一旦技术获得突破，全铝发动机将迅速推广。

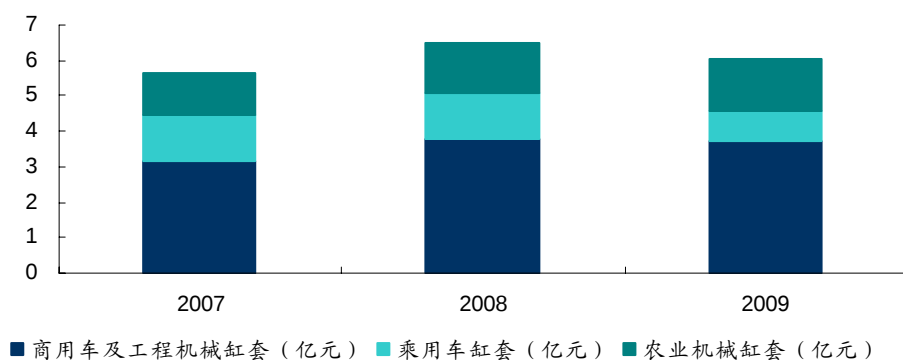
另外，不断增长的汽车和其他主机保有量规模也带动了售后市场的增长。鉴于乘用车气缸套增长空间巨大，售后市场提供额外增长动力，我们认为未来气缸套需求增长将快主机产量增速。

3. 公司业务分析

3.1 海内外市场发展并重

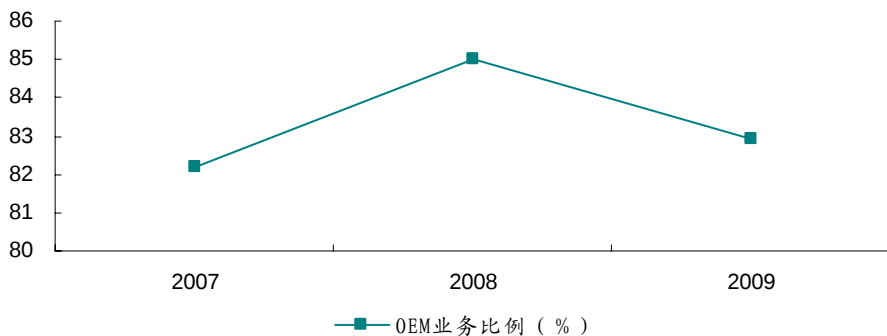
目前公司产品包括商用车与工程机械气缸套、乘用车气缸套、农业机械气缸套等，产品系列齐全。其中商用车与工程机械气缸套占有较大比例，销售规模在50%以上。OEM业务占比在80%以上，订单相对稳定，盈利能力较好。

图7：收入构成



资料来源：中原证券，公司资料

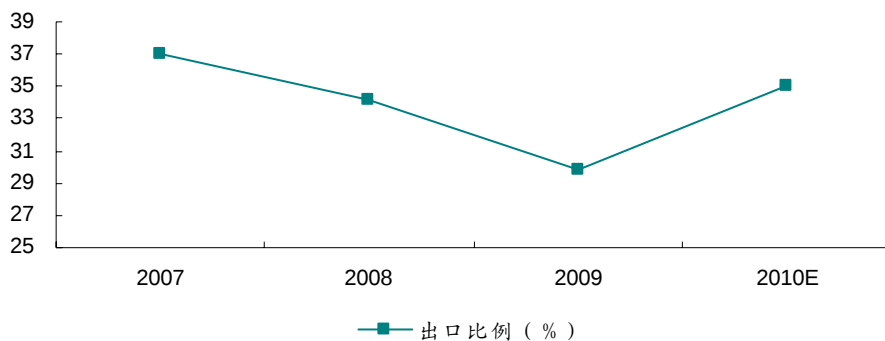
图8：OEM业务比例



资料来源：中原证券，公司资料

近几年通过不断开拓国际市场，公司出口业务比例保持在30%以上。虽然受金融危机影响，2008-2009年这一比例有所下降，但随着海外市场的复苏，预计2010年将回升35%左右。海内外市场发展并重，一方面增加收入规模的提升空间，另一方面也降低了单一市场的波动性。

图9：出口业务比例



资料来源：中原证券，公司资料

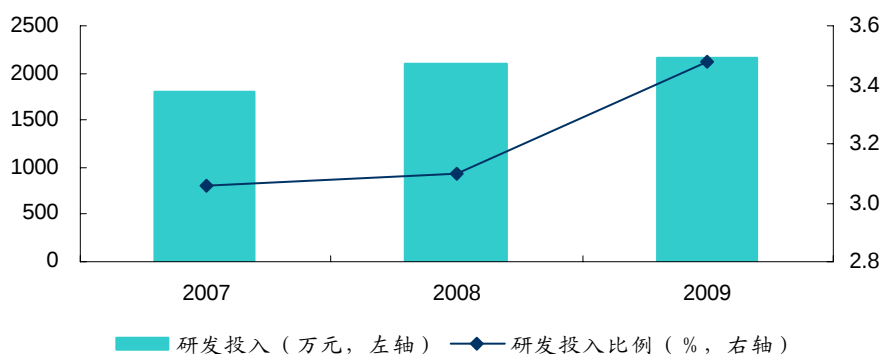
3.2 竞争优势明显

公司在行业内率先通过了ISO/TS16949等第三方认证，并通过出口与合资合作，学习交流国际一流技术和工艺，使得公司的自主研发能力和技术实力在国内处于领先水平，在国际上也接近先进水平，这对公司获取国内市场最大份额、扩大出口市场份额打下了基础。

近几年公司每年的研发投入都在2000万元以上，占营业收入的比例在3%以上，高于行业平均水平。在高额持续的研发投入下，公司在内表面珩磨技术、材料开发以及表面处理技术方面处于领先水平，也拥有与主机厂的同步开发能力。与国内竞争对手相比，公司技术优势明显。与海外竞争者来比，技术较为接近，主要竞争优势体现在成本方面。

目前公司是最先掌握欧五等级以上气缸套配套能力的国内企业。这一竞争优势将在未来排放标准提高的过程中受益，也较易获得海外市场高端订单，比如康明斯、奔驰等。

图10：研发投入及比例



资料来源：中原证券，公司资料

在明显的竞争优势下，公司客户范围不断扩大。目前国内大部分主机厂是公司客户。海外市场中，客户也涵盖了通用、福特、克莱斯勒、康明斯等跨国主机厂。近几年还相继开拓了国际卡车、戴姆勒奔驰、标致雪铁龙等大客户。

资料来源：中原证券，公司资料

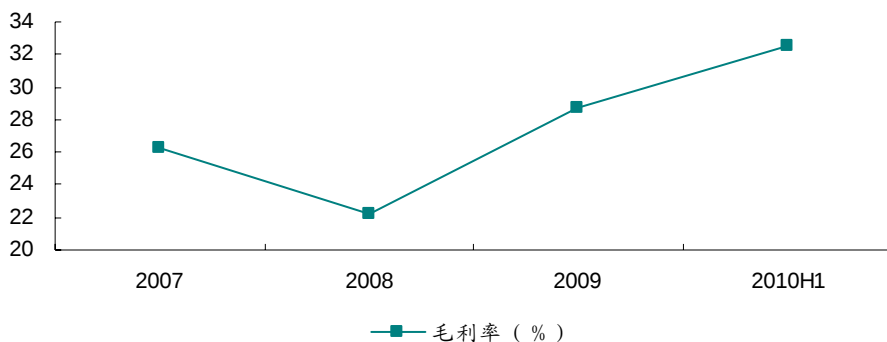
[illegible]

资料来源：中原证券，公司资料

3.3 近期赢利能力呈上升趋势

公司业务盈利能力突出,毛利率在30%左右,2008年以来呈现上升趋势。由于原材料价格的大幅波动和下游需求的下降,毛利率走低的2008年是极为特殊的一年,并不是公司本身出现问题。2009年在原材料价格低位运行和需求复苏的背景下,毛利率快速恢复,甚至超过了金融危机以前的2007年。2010年以来,毛利率保持上升趋势不变,达到32.57%。

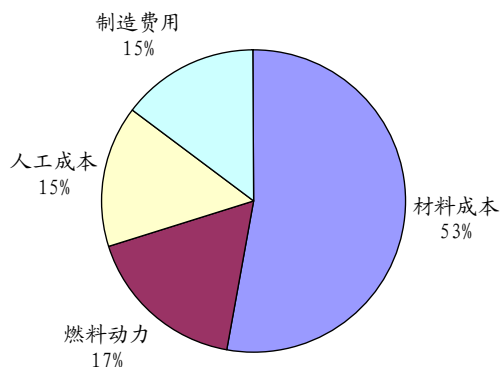
图13: 综合毛利率



资料来源: 中原证券, 公司资料

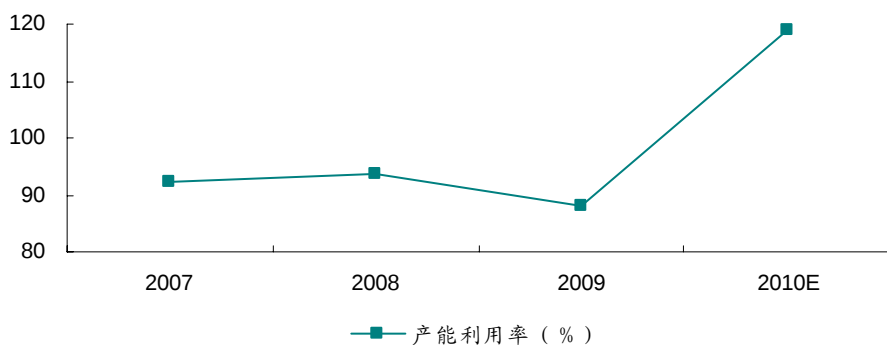
从成本结构来看, 原材料成本占比达到53%。目前原材料价格低位运行, 以及废料的再利用是公司产品维持高毛利率的重要原因。今年以来公司享受河南省省网直供电价优惠政策, 使得燃料动力成本降低。在制造费用方面, 虽然近期和未来公司在进行新产区建设, 设备购置较多, 但据我们了解, 由于新设备加工效率更高, 单件产品的加工费用反而更低。而且生产规模的提升对降低单件产品固定成本摊销作用明显。

图14: 产品成本结构



资料来源: 中原证券, 公司资料

图15: 理论产能利用率



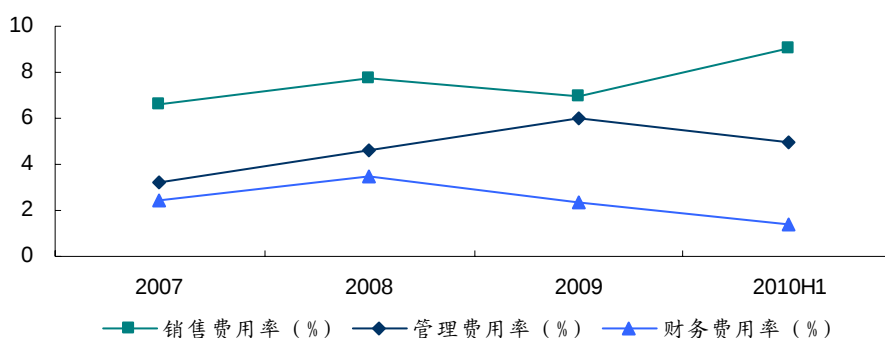
资料来源: 中原证券, 公司资料

另外，公司通过产品结构调整，加大高附加值产品和新产品的销售比例，提高了整体毛利率。毛利率在40%以上的产品销售收入占比由2009年的31%提高至2010年上半年的36%，上升5个百分点。相对较高毛利率的出口业务回暖也对提升整体毛利率有一定作用。在未来内燃机排放标准升级时，凭借技术优势公司产品毛利率还能进一步上升。

我们认为公司业务将保持较高盈利能力，在原材料价格仍处于低位的情况，毛利率仍有上升空间。

在销售费用中，运输费用占有60%的份额。近几年销售费用率有所上升主要受运输价格上升影响。根据我们了解公司在产品定价过程中会考虑运输费用的影响，如果运输成本上升会相应提价，因此我们认为运输价格上升对产品的最终盈利影响不大。其他销售费用以及除研发费用外的管理费用，随着业务规模的扩大，其比率有望下降。另外募集资金到位后，财务费用率也有望下降。总体上来说，未来期间费用率有望下降，有助于净利润的上升。

图16：期间费用率



资料来源：中原证券，公司资料

3.4 新增客户需求助推收入增长

受金融危机影响，公司以出口为主的乘用车气缸套需求出现大幅下滑，2009年销量仅为507万只，比高峰期的2007年下降40%。这也是导致产能利用率下降的主要原因。按调整后的乘用车气缸套产能700万只计算，2009年尚有236万只产能空闲。而其他品种均保持了很高的产能利用率。

表3：各型气缸套销量

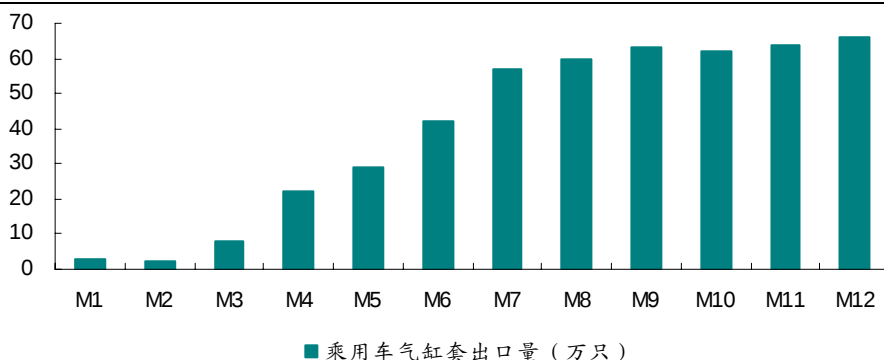
单位：万只

	2007	2008	2009	2010E
商用车与工程机械气缸套	677	635	813	1008
乘用车气缸套	846	786	507	769
农业机械气缸套	525	463	498	522
其他	46	34	47	50
合计	2094	1918	1865	2349

资料来源：中原证券，公司资料

从2009年下半年开始，海外乘用车市场得到快速恢复，对气缸套的需求量逐月回升。2009年6月，公司乘用车气缸套出口销量为41.66万只，2009年12月已升至65.54万只，接近历史最高水平。按峰值月产量计算，乘用车气缸套已经满产。

图17：2009年月度乘用车气缸套出口量



资料来源：中原证券，公司资料

受国内商用车和工程机械销量的大幅增长影响2009年商用车和工程机械气缸套销量稳步增长。但受制于产能，其需求不能完全满足。这一趋势延续至今。

2010年公司业务的增长主要来源于乘用车产品业务的恢复性增长和商用车和工程机械产品的稳步增长。随着下游需求完成恢复性增长进入常态增长期，未来公司产品的新增需求将更多来源于新客户。

自公司进入康明斯配套体系以来，公司凭借技术实力相继开拓了尼玛克（为美国三大配套发动机）、俄罗斯科斯特罗马、国际卡车、戴姆勒奔驰、标志雪铁龙等重要客户。其中戴姆勒奔驰、标志雪铁龙、国际卡车需求将是2010年以后业务规模增长的重要来源。另外以奇瑞为代表的国内乘用车企业对铝包容气缸套的需求也将快速增长。

表4：主要新增客户需求

戴姆勒·奔驰公司发动机气缸套开发项目	预计未来 2-3 年内气缸套需求量超过 110 万只。全部达产后，发动机年产量为 180.89 万台，气缸套需求量高达 1000 万只以上；公司已成为其重型发动机项目的气缸套首选合作商
奇瑞 1.6L、2.0L 铝包容气缸套项目	主要用于奇瑞主推的 1.6L 和 2.0L 两个系列的汽油发动机，预计在 2013 年产量可达 100 万台，年气缸套需求量 400 万只
标致雪铁龙气缸套项目	目前标致雪铁龙集团正致力于全球平台的欧 V 排放新型铝合金发动机开发，预计形成缸套需求量 500 万只/年，预计 2010 年将批量生产
巴西国际卡车重型发动机气缸套研发项目	公司已经开始向国际卡车和巴西 MWM 公司进行批量供货，并且供货数量持续增加，预计未来 2 至 3 年将分别形成 70 万只/年和 80 万只/年的气缸套需求量

资料来源：中原证券，公司资料

3.4 中原吉凯恩受托加工解决上市公司产能不足问题

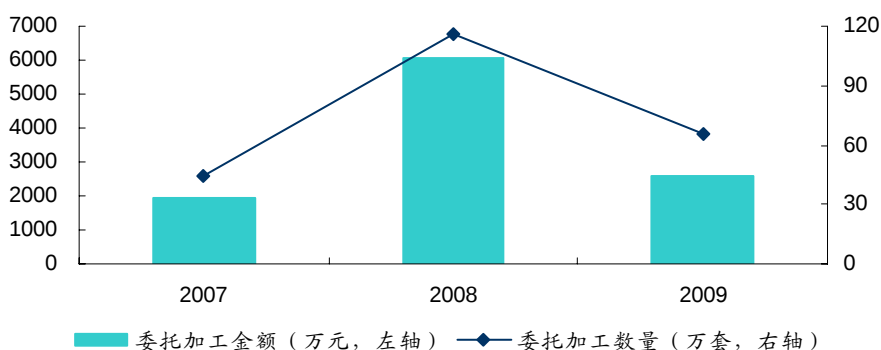
中原吉凯恩是公司与英国GKN公司于2005年合资成立的，公司持股比例为41%，主要基于学习先进技术、打开国际市场以及减少竞争对手的考虑。

根据修改后的合资协议，中原吉凯恩将目标市场定位于130mm以上口径的气缸套，规模不超过300万只，主要应用于大型船用发动机、发电机组和超大型工程机械。该领域市场需求量约为1000万只，不到全球气缸套市场的10%。而公司目标市场定位于中小口径气缸套。两者没有直接竞争。

中原吉凯恩成立以来，产能尚有富余。因此中原内配在产能不足时，委托中原吉凯恩加工部分产品，这一部分约占总销量的5%。这一方面使得公司实际产能有较大弹性，客户订单也不致丢失，另一方面也提高了中原吉凯恩的产能利用率。我们预计这一合作模式还将在一段时间内延续。

随着中原吉凯恩产销规模的上升，其业绩将进入快速增长期。2009年中原吉凯恩实现净利润163万元。如果按照满产的300万只产品销量、单价100元计算，销售规模可以达到3亿元，如果净利率达到10%，则净利润达到3000万元。未来满产时可贡献投资收益1200万元。

图18：委托加工金额与数量



资料来源：中原证券，公司资料

4. 募集资金投资项目分析

本次募集资金主要投资两个项目：新建年产1000万只气缸套项目和研发中心及信息化建设项目。

表5：募投项目投资安排与效益

项目	投资安排 (万元)			效益
	总投资	第一年	第二年	
新建年产1000万只气缸套项目	32160	19628	12532	新增收入4.85亿元，新增利润4971万元
研发中心及信息化建设项目	6973	-	6973	综合经济效益3000万元以上

资料来源：中原证券，公司资料

根据招股说明书，募投项目将于2012年建成达产，新增气缸套生产能力1000万只。目前公司产能瓶颈主要在铸造能力方面，实行三班倒。两班倒的机加工生产线如果实行三班倒，产能还有提升空间。项目中将新增12台多工位浇铸机，将新增年产1500万只铸造毛坯能力。我们认为项目达产后，综合产能有望超过3000万只。产能的扩张使得公司有望成为全球行业第一。

表6：新增产能情况

	新增产能（万只）		针对客户	达产后总产能（万只）
柴油机气缸套	国内	300	重汽、玉柴、锡柴等	1800
	国际	200	戴姆勒奔驰、国际卡车等	
轿车铝包容式气缸套	国内	300	奇瑞等	1200
	国际	200	通用、标志雪铁龙等	

资料来源：中原证券，公司资料

由于可行性报告测算时，按前三年毛利率均值为基准，因此项目新增收入的净利率仅为10%。根据目前状况，考虑未来新增产品大多处于中高端，盈利能力较好，因此我们认为项目经济效益有望超出报告预测。

5. 盈利预测

我们预计公司2010-2012年EPS分别为1.21元、1.51元和1.84元，对应2010-2012年的动态市盈率分别为34.42倍、27.68倍和22.69倍。

考虑公司在气缸套行业的优势地位和未来良好的成长性，我们首次给予“增持”评级。

6. 风险提示

- 下游需求增长放缓，重点客户需求不足；
- 原材料价格大幅波动；
- 募投项目进展不顺利；
- 汇率波动风险。

表7: 利润表

单位: 百万元

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	622	795	933	1118
减:				
营业成本	444	542	635	760
营业税金及附加	4	5	6	8
销售费用	43	62	72	85
管理费用	37	46	53	63
财务费用	15	7	3	3
资产减值损失	3	2	2	2
加:				
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	1	5	6	7
营业利润	77	135	168	205
营业外收支	3	0	0	0
利润总额	81	135	168	205
所得税费用	15	23	29	35
净利润	66	112	139	170
归属于母公司所有者的净利润	66	112	139	170
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.72	1.21	1.51	1.84

资料来源: 中原证券

表8: 重点公司估值分析表

单位: 元、倍

	基本每股收益			每股净资产	收盘价	市盈率			市净率	投资评级
	09A	2010E	2010E	10Q1		09A	2010E	2011E	10Q1	
宁波华翔	0.72	0.65	0.76	4.16	12.15	16.88	18.69	15.99	2.92	增持
江淮汽车	0.26	0.73	0.89	3.63	9.26	35.62	12.68	10.40	2.55	增持
福耀玻璃	0.56	0.82	0.89	2.46	10.76	19.21	13.12	12.09	4.37	增持
福田汽车	1.13	1.70	1.83	4.86	20.81	18.42	12.24	11.37	4.28	增持
中鼎股份	0.48	0.71	0.83	2.14	16.90	35.21	23.80	20.36	7.90	增持
金龙汽车	0.34	0.43	0.48	3.49	7.62	22.41	17.72	15.88	2.18	观望
上海汽车	1.01	1.24	1.31	6.90	14.87	14.72	11.99	11.35	2.16	增持
华域汽车	0.69	0.83	0.90	5.01	9.87	14.30	11.89	10.97	1.97	增持
一汽富维	1.68	2.02	2.31	8.27	24.28	14.45	12.02	10.51	2.94	增持
宇通客车	1.08	1.30	1.40	3.71	18.82	17.43	14.48	13.44	5.07	增持
长安汽车	0.46	0.97	1.02	4.12	9.95	21.63	10.26	9.75	2.42	增持
一汽轿车	1.00	1.45	1.58	5.12	15.92	15.92	10.98	10.08	3.11	增持
潍柴动力	4.09	5.83	6.01	16.07	65.66	16.05	11.26	10.93	4.09	增持
江铃汽车	1.22	2.00	2.10	6.18	24.00	19.67	12.00	11.43	3.88	增持
中国重汽	1.02	2.12	2.24	7.22	22.22	21.78	10.48	9.92	3.08	增持
平均						20.25	13.57	12.30	3.53	

资料来源: 中原证券 注: 股价为 2010 年 8 月 12 日收盘价

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的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、刊登、发表或引用。