

汉钟精机 002158.SZ

行业大发展，业绩超预期

研究结论：

- **所处行业全面步入高景气周期。** 公司主营制冷压缩机（包括冷冻冷藏压缩机）、空气压缩机和干式真空泵等产品，在“十二五”期间均将步入高景气黄金发展期。公司通过产能扩张和产品链与产业链的拓展，有望实现超越行业的高增长。我们预计公司未来三年净利润复合增长率为43.53%。
- **制冷压缩机（包括冷冻冷藏压缩机）下游市场空间拓展潜力巨大。** 传统的下游在中央空调领域，中央空调领域国内常规增速约在5—10%。“十二五”期间我国城轨地铁和高速铁路大发展所带来的站点及其周边商圈建设的拉动下，我国中央空调需求年均增速有望提高到10—15%；节能环保将是我国“十二五”的一个重要核心，核电、地源热泵、冰蓄冷电网调峰、工业流程能量回收等诸多节能环保领域均必将得到大力发展，进一步拓展了螺杆压缩机的下游应用领域。因此，我们判断未来3—5年，我国制冷压缩机年均需求增速有望达到20%甚至以上水平。
- **冷链发展规划带来冷冻压缩机需求的迅速膨胀。** 减少浪费就是最大的节能环保，因此，我国出台了冷链发展规划，目标到2015年冷库容量在880万吨的基础上增加1000万吨，行业面临前所未有的发展机遇。公司的冷冻螺杆压缩机在节能环保优势驱动下，具有较大的替代传统柱塞机的空间，我们预计未来三年年均增速有望达到50%以上。
- **空气压缩机仍具备持续高增长潜力。** 对节能标准的提高带来了我国空气压缩机的全面升级，公司抓住行业契机果断介入空气压缩机机体领域，并取得了骄人业绩，我们预计2010年增速将会达到50%以上，未来三年依然具备20%以上的高增长潜力。
- **干式真空泵将是公司未来三年高增长的重要支撑。** 从维修入手，公司开始大力介入干式真空泵领域，在瞄准替代进口的同时，努力向替代高端真空泵领域拓展，进而成为公司持续高增长的一个重要支撑。
- **依靠产能扩张，以及产品链与产业链的拓展，实现持续高增长。** 转子是公司产能的主要瓶颈点，目前的产能尚未达到销售需求，预计将在2011年解决产能问题，日后根据销售需求将逐步扩大产能，产能扩张是公司持续高增长的硬件保障。公司在做大做强制冷压缩机的基础上，成功拓展了空气压缩机业务，目前开始大力发展冷冻冷藏压缩机和干式真空泵业务，产品链的拓展是公司持续高增长的重要支撑。公司在逐步解决核心部件转子国产化的同时，开始向铸件等上游产业拓展，产业链的拓展是公司盈利能力持续高增的保障。
- **风险因素与催化剂：**宏观经济不确定性的影响。“十二五”规划及其相关节能环保扶植政策的推出。
- **估值与投资评级：**我们调高公司盈利预测与目标价位，给予公司股价1.0倍PEG和43.53倍PE估值水平，对应2011年预测EPS的股价是43.67元，目前股价低估，维持买入评级。

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。

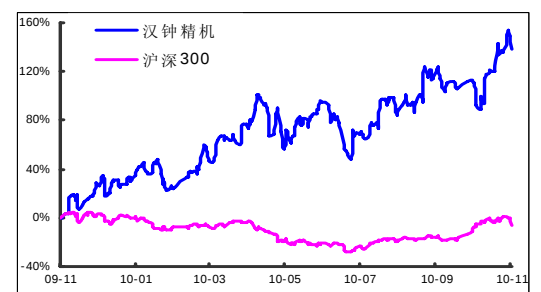


周凤武 机械行业首席分析师
8621-63325888 × 6100
zhoufw@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010048

胡耀文 机械行业研究助理
8621-63325888-6103
huyaowen@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860110060048

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2010年11月12日)	30.59元
目标价格	43.67元
总股本/流通A股 (万股)	18172.88
A股市值 (百万元)	8225.11
国家/地区	中国
行业	专用机械制造业
报告日期	2010年11月15日

行业表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现 (%)	12.22	26.98	139.97
相对表现 (%)	5.58	12.68	147.16

资料来源：WIND

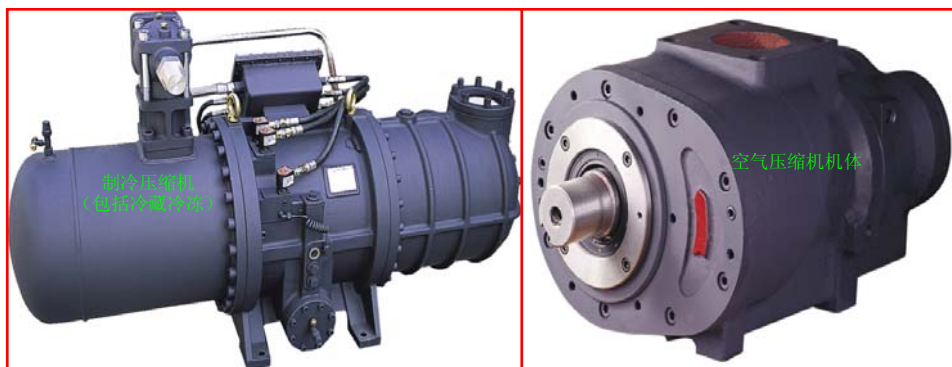
财务分析				
(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	413.16	660.05	927.99	1287.25
税前利润	86.06	144.50	214.51	309.05
归属母公司净利润	74.77	122.82	182.33	262.70
EBITDA	96.19	155.35	230.41	328.05
每股收益(元)	0.47	0.68	1.00	1.45
净资产收益率	12.94%	18.64%	23.45%	27.75%
每股经营现金(元)	0.57	0.34	0.73	1.04
市盈率(X)	39.92	45.26	30.49	21.16
EV/EBITDA	28.40	33.92	22.66	15.65

资料来源：公司数据，东方证券研究所

1、公司所处行业全面步入高景气周期

公司主营制冷压缩机（包括冷冻冷藏）、空气压缩机和干式真空泵等产品，在“十二五”期间均将步入高景气黄金发展期。公司通过产能扩张和产品链与产业链的拓展，有望实现超越行业的高增长。我们预计公司未来三年净利润复合增长率为 43.53%。

公司主导产品



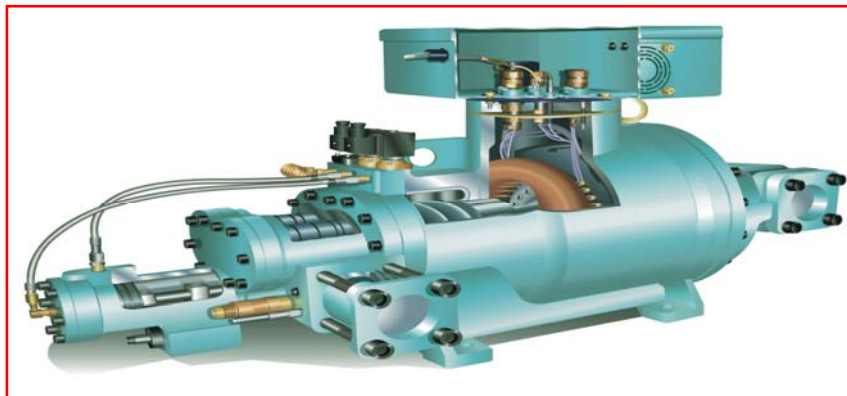
资料来源：公司网站、东方证券研究所

公司主导产品-----干式真空泵



资料来源：公司网站、东方证券研究所

螺杆压缩机结构剖析图

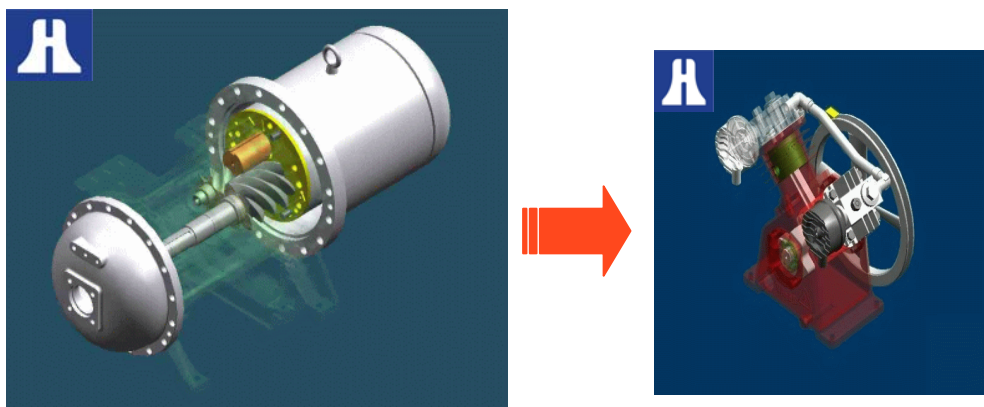


资料来源：公司网站、东方证券研究所

一、螺杆制冷压缩机（包括冷冻冷藏）是高速增长的支撑

公司的螺杆式制冷压缩机主要适用于传统中央空调、水地源热泵以及冷冻冷藏压缩机，相对传统的活塞式压缩机，具有明显的节能环保优势，在全球范围内的节能环保大趋势下，螺杆式制冷压缩机存在巨大的替代传统的柱塞式压缩机的市场空间。

螺杆式压缩机（左）与柱塞式压缩机（右）工作原理图



资料来源：公司网站、东方证券研究所

（一）制冷压缩机（包括冷冻冷藏）下游市场空间拓展潜力巨大

螺杆式制冷压缩机传统的下游在大型中央空调主机领域，国内常规增速约在 5—10%。“十二五”期间是中国城轨地铁和高速铁路大发展期，在其站点及周边商圈建设的拉动下，国内中央空调需求年均增速有望提高到 10—15%。

“十一五”期间，我国铁路投资有望完成 2.40 万亿元以上，约是“十五”期间的 4.91 倍，我们判断中国铁路投资必将长期持续高增长，未来 10 年，中国铁路投资规模将达到 11.18 万亿。

我国铁路投资场潜力分析

（亿元）	基建投资	装备投资	其他投资	总投资额	备 注
最低规模	37752	8603.91	3775.20	50131.11	完成《中长期铁路网规划》目标
可实现规模	86757	18108.33	6940.56	111805.89	完成地方政府增肥的“四横四纵”目标
目标规模	152339	30831.07	9140.34	192310.41	中国铁路市场化改革取得突破
潜力规模	176539	35307.80	8826.95	220673.75	中国铁路网密度达到美国水平
极限规模	280841	56168.20	14042.05	351051.25	中国铁路网密度到前 15 国家平均水平

资料来源：东方证券研究所

“十二五”期间，我国将规划建设四万公里快速铁路网，其中新建客运专线里程有望超过 1.6 万公里，投资规模有望达到 5 万亿元甚至以上水平。

为了缓解日益严重的城市交通拥堵，中国掀起了城轨建设高潮。根据不完全统计，到 2020 年，我国 24 个城市城轨建设规划里程已经达到 6262 公里，投资总额在 2.17 亿元。

国务院批准地铁建设有 3 项指标：城市人口超 300 万、GDP 超 1000 亿元、地方财政一般预算收入超 100 亿元。2009 年，我国城市人口超 300 万的城市有 8 个，GDP 超 1000 亿元的 88 个，地方财政一般预算收入超 100 亿元的有 62 个，其中国务院审核达标的城市有 50 多个。可见我国城市轨道交通建设发展空间非常巨大。

中国城轨地铁和高速铁路的大发展，自然会带来站点和周边商圈的建设高潮，其对中央空调需求的拉动效应已经开始显现，我们判断将拉动需求增速达到 10—15%。

节能环保将是我国“十二五”的一个重要核心，核电、地源热泵、冰蓄冷电网调峰、工业流程能量回收等诸多节能环保领域均将得到大力发展，进一步拓展了螺杆压缩机的下游应用领域。因此，我们判断未来 3—5 年，我国冷藏螺杆压缩机年均需求增速有望达到 20% 甚至以上水平。

首先，地源热泵应用领域已经步入高速增长期。公司的螺杆压缩机在地源热泵领域的拓展已初具规模，2009 年销售规模占比达到 10% 左右，在突出的节能环保优势驱动下，增长潜力巨大。

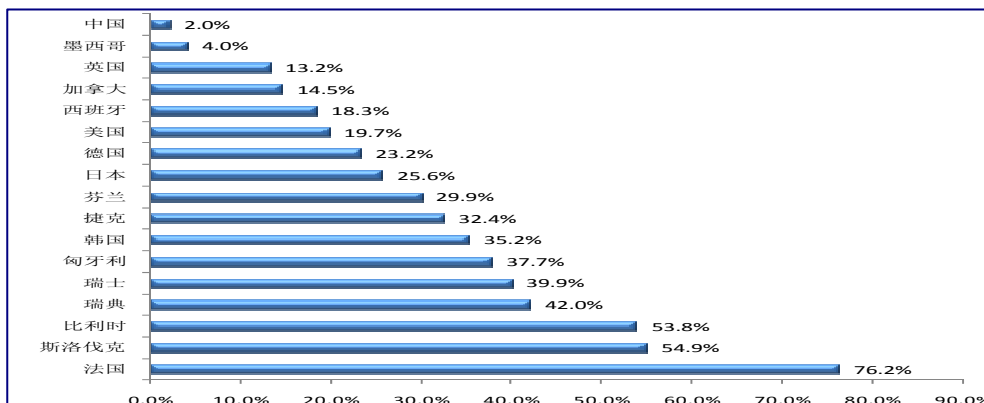
地源热泵的节能环保优势

电能消耗少	比电锅炉节省 65% 电能
燃料消耗少	比燃料锅炉节省 53% 的燃料能
购置费用低	比普通中央空调系统节省 15%-25%
运行费用低	整体运行费用节省 30%-40%
制热/冷效率高	1kW 电能产生 5kW 以上热量，4kW 以上冷量，制热、冷效率提高 40%-60%
污染物排放少	与空气源热泵相比，减少 40% 以上，与电供暖相比，减少 70% 以上
占地面积小	没有冷却塔、锅炉房等设备，机房可设在地下，大大节省面积
自动化程度高	机组内部及机组与系统均可实现自动化控制

资料来源：东方证券研究所

其次，我国核电的大发展也是大型中央空调需求的一个重要支撑。核电作为一种安全、清洁、经济的能源已得到世界各主要国家的认可。主要的 17 个国家核电占总发电量比率平均约为 16%，我国仅为 2%，国际化差距巨大。

世界各国核电占总发电量比例分析



资料来源：东方证券研究所

为缩小国家化差距，我国制定了《核电中长期发展规划（2005—2020 年）》。规划到 2020 年我国核电占比将由 2009 年的 2% 提升到 16% 以上，装机容量 8000 万千瓦以上。我国核电建设突飞猛进的时代已经拉开序幕，核电大型中央空调的需求市场也随之启动。

最后，我国在冰蓄冷电网调峰和中小型工业流程能量回收等节能环保领域，还处于刚刚起步的探索阶段，“十二五”期间预期中的强大政策驱动，必将激活这一巨大市场，使得螺杆压缩机在节能环保领域的应用被彻底打开，市场需求大幅增长。

因此，我们判断“十二五”期间，在我国城轨地铁和高速铁路大发的拉动下，以及核电、地源热泵、冰蓄冷电网调峰、工业流程能量回收等诸多节能环保应用领域市场的逐步打开，螺杆制冷压缩机年均需求增速有望达到 20% 甚至以上水平。

公司目前国内市场占有率排名第一，高达 35—40%，凭借着行业龙头地位和突出的技术研发优势，公司必将获得超越行业平均水平的高增长。

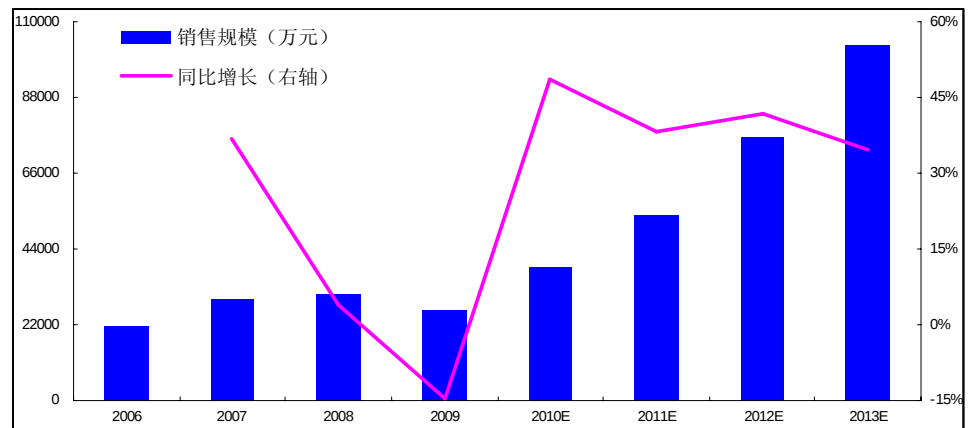
（二） 冷链发展规划带来冷冻压缩机需求的迅速膨胀

日本和欧美等发达国家和地区农产品进入冷链系统流通占比在 95% 以上，而我国农产品中蔬果类进入冷链系统的比重只有 5%。由于冷链产业落后，我国在运输过程中腐烂的果蔬每年超过 1.42 亿吨，物流过程中的损失率高达 25%~30%，为发达国家的 4—6 倍，造成经济损失逾千亿元，这对农业生产、农民增收，以及居民消费质量和食品安全都产生了严重不利影响。

减少浪费就是最大的节能环保，国家发改委出台了《农产品冷链物流发展规划》，明确 2015 年将全国冷库总容量在现有 880 万吨的基础上，增加 1000 万吨。行业面临前所未有的发展机遇。公司的冷冻螺杆压缩机在节能环保优势驱动下，具有较大的替代传统柱塞机的空间，我们预计未来三年年均增速有望达到 50% 以上。

总之，我们判断，公司的制冷压缩机（包括冷藏冷冻）业务，未来三年年均增速均有望达到 20% 以上。

公司制冷压缩机（包括冷冻冷藏压缩机）增长情况分析

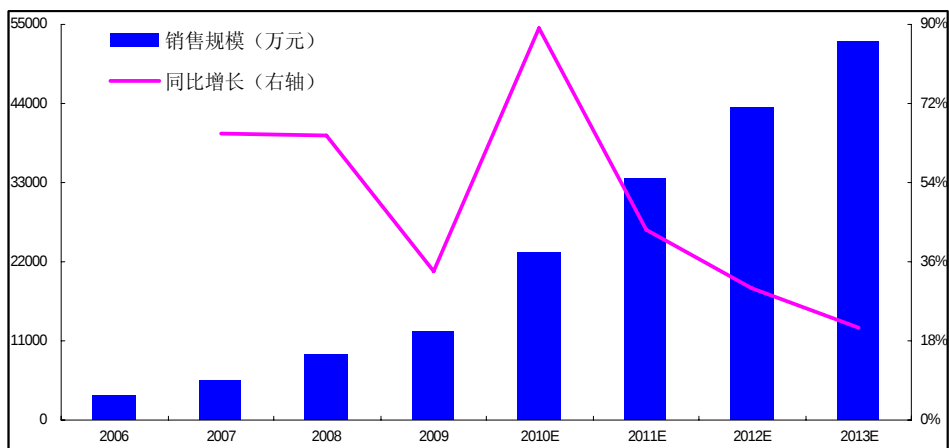


资料来源：公司公告、东方证券研究所

二、 空气压缩机仍具备持续高增长潜力

空气压缩机应用于所有工业领域，如机械、电子、电力、化工、冶金、医药等。对节能标准的提高带来了我国空气压缩机的全面升级，公司抓住行业契机果断介入螺杆空气压缩机机体领域，并取得了骄人业绩，我们预计 2010 年增速将会达到 50% 以上，未来三年依然具备 20% 以上的高增长潜力。

公司空气压缩机（包括机体和机组）增长情况分析



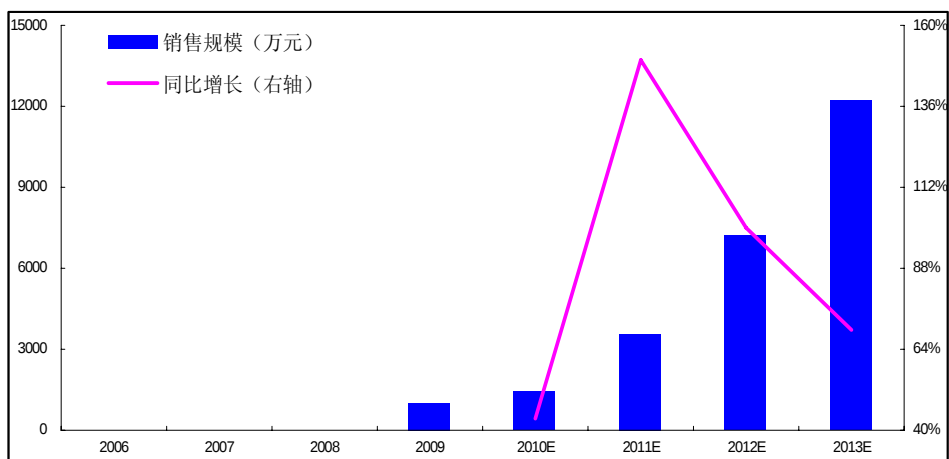
资料来源：公司公告、东方证券研究所

三、干式真空泵将是公司未来三年高增长的重要支撑

干式真空泵下游应用领域主要集中在 IC、半导体、光伏（太阳能）、TFT—LED、真空镀膜等领域，国内市场规模约 20 亿元，目前基本依赖进口。

公司从维修入手，开始大力介入干式真空泵领域，在瞄准替代进口的同时，正努力向替代高端真空泵领域拓展，进而拓宽下游应用领域，打开公司产品的成长空间，进而成为公司持续高增长的一个重要支撑。

公司干式真空泵增长情况分析



资料来源：公司公告、东方证券研究所

总之，公司目前螺杆机产能 24000 台，2011 年将扩张到 48000 台，之后将根据市场情况逐步扩张到 72000 台，产能扩张是公司持续高增长的硬件保障。公司在做大做强冷藏压缩机的基础上，成功拓展了空气压缩机业务，目前开始大力发展冷冻压缩机和干式真空泵业务，产品链的拓展是公司持续高增长的重要支撑。我们预计公司未来三年营业收入年均增速在 30% 以上。

公司营业收入结构与增长情况分析预测

(万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
制冷压缩机	30705.26	26229.24	38996.58	53899.21	76476.27	103080.46
空气压缩机	9217.53	12346.20	23342.87	33471.22	43512.59	52638.67
真空泵	0.00	1005.00	1440.00	3600.00	7200.00	12240.00
零件及维修	3412.58	2694.68	2155.74	1724.59	1379.67	1103.74
其他业务	17.13	46.25	69.37	104.06	156.09	234.14
营业总收入	43352.49	41316.37	66004.57	92799.08	128724.62	169297.01
同比增长	14.28%	-4.70%	59.75%	40.59%	38.71%	31.52%

资料来源：公司公告、东方证券研究所

2、产业链的拓展是公司盈利能力持续高增长的保障

公司在逐步解决核心部件转子国产化的同时，开始向铸件、粗加工等上游拓展，产业链的拓展是公司盈利能力持续高增长的保障。

公司毛利率水平分析预测

(万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
制冷压缩机	29.31%	39.85%	42.41%	42.15%	41.80%	41.67%
空气压缩机	4.72%	20.76%	21.25%	25.83%	25.83%	25.74%
真空泵	0.00%	8.00%	8.00%	15.00%	30.00%	40.00%
零件及维修	34.91%	27.15%	27.00%	27.00%	27.00%	27.00%
其他业务	23.76%	11.62%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	24.55%	33.29%	33.65%	34.90%	35.55%	36.46%

资料来源：公司公告、东方证券研究所

公司产能主要取决于核心部件转子的产能。2009 年三季度，公司募投项目开始产生效益，核心零部件转子产能由基本外购达到基本自制，带来全年毛利率水平的大幅提升。我们预计公司转子产能 2011 年将基本实现自制化，之后将根据市场情况逐步扩张产能。公司在逐步解决核心部件转子国产化的同时，开始向铸件等上游产业拓展，产业链的拓展是为公司盈利能力持续高增长的保障。因此，我们判断公司未来三年毛利率水平有望呈现稳中走高的趋势。

3、风险因素

后金融危机时代，国内国际宏观经济均存在诸多不确定性，宏观经济波动将直接影响公司主导产品的市场需求。另外，原材料价格波动和公司产品由于市场竞争所带来的价格压力，也将是公司未来三年面临的一大不确定性。

4、催化剂

节能环保将是“十二五”规划结构调整的一个重大核心，“十二五”规划的推出必将是公司股价的重大催化剂。

节能环保将是“十二五”规划结构调整的一个重大核心



资料来源：东方证券研究所

明年上半年相关节能环保政策的推行及其相关扶植优惠配套措施的落实，是公司股价的后继催化剂。

5、估值与投资评级

在“十二五”规划及其相关节能环保推行扶植政策相继推出的催化下，在未来六个月内，节能环保产业链相关公司的估值水平均有望提升到 40 倍的 PE 水平。

鉴于公司的高增长潜力，我们调高公司盈利预测与目标价位，给予公司股价 1.0 倍 PEG 和 43.53 倍 PE 估值水平，对应 2011 年预测 EPS 的合理股价为 43.67 元，目前股价存在低估，维持买入评级。

公司估值水平比照分析

(倍)	2009PE	E2010PE	E2011PE
全部 A 股	24.46	18.17	15.12
中小企业板	57.40	40.18	29.79
节能环保指数	41.84	34.08	25.00
汉钟精机	74.35	45.26	30.49

资料来源：wind 资讯、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

损益表 (人民币百万元)						现金流量表 (人民币百万元)					
	2009	2010E	2011E	2012E	2013E		2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业总收入	413.1	660.05	927.99	1287.2	1692.9	税后利润	74.77	122.82	182.33	262.70	363.15
营业成本	275.6	437.97	604.13	829.59	1075.6	经常性现金支出	19.61	22.66	26.01	30.66	35.44
主营业务税金及附	0.22	0.26	0.39	0.55	0.71	非经常性现金支出	(1.37)	(1.40)	(1.91)	(2.24)	(2.66)
销售费用	22.01	34.98	48.26	65.65	84.65	营运资金变动	(2.34)	(82.99)	(74.13)	(101.35)	(110.75)
管理费用	36.14	47.52	64.96	87.53	111.74	少数股东损益	(0.29)	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	(4.94)	(2.83)	(0.76)	(1.60)	(3.16)	经营活动现金净流	90.37	61.10	132.30	189.77	285.18
营业利润	84.11	142.14	211.02	305.52	423.39	资本开支	61.71	48.25	48.19	47.75	17.28
非经常性损益	1.96	2.36	3.49	3.53	3.85	其他投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	86.06	144.50	214.51	309.05	427.24	投资活动现金净流	(95.11)	(45.45)	(44.83)	(43.72)	(12.44)
所得税	11.59	21.67	32.18	46.36	64.09	贷款增加	36.27	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	74.48	122.82	182.33	262.70	363.15	支付股利利息	(38.93)	21.19	(37.70)	(57.72)	(85.59)
少数股东损益	(0.29)	0.00	0.00	0.00	0.00	其他融资	36.00	(0.22)	(1.67)	(1.50)	(1.77)
归属母公司净利润	74.77	122.82	182.33	262.70	363.15	筹资活动现金净流	5.07	20.97	(39.37)	(59.22)	(87.36)
EPS (元/股)	0.47	0.68	1.00	1.45	2.00	现金净流量	0.32	36.63	48.10	86.83	185.38
						现金期初余额	314.24	314.57	351.19	399.30	486.12
资产负债表 (人民币百万元)						现金期末余额	314.57	351.19	399.30	486.12	671.50
	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	比率分析					
货币资金	314.5	351.19	399.30	486.12	671.50		2009	2010E	2011E	2012E	2013E
应收账款票据	120.6	190.26	258.83	356.33	459.42	增长能力					
存货	81.30	130.30	184.98	261.03	347.87	营收增长率(%)	-4.70%	59.75%	40.59%	38.71%	31.52%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	42.76	61.50%	48.31%	42.38%	36.72%
流动资产合计	527.6	696.21	876.69	1147.2	1536.8	EBIT 增长率(%)	42.95	75.97%	50.93%	44.55%	38.27%
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率(%)	22.95	64.92%	48.45%	44.08%	38.24%
固定资产	124.6	114.52	138.61	162.11	181.34	盈利能力					
在建工程	8.18	50.82	55.08	55.51	25.55	毛利率(%)	33.29	33.65%	34.90%	35.55%	36.46%
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率(%)	18.03	18.61%	19.65%	20.41%	21.45%
非流动资产合计	199.7	230.20	258.18	281.37	269.88	EBITDA 利润率	23.28	23.54%	24.83%	25.48%	26.49%
资产总计	727.4	926.40	1134.8	1428.6	1806.6	ROA(%)	10.24	13.26%	16.07%	18.39%	20.10%
循环借款	61.45	61.45	61.45	61.45	61.45	ROE(%)	12.94	18.64%	23.45%	27.75%	30.86%
应付账款	71.38	113.42	162.23	230.42	309.02	ROIC(%)	18.81	25.49%	32.05%	35.85%	23.90%
预收账款	5.71	10.14	13.31	18.79	24.78	偿债能力					
其他应付款	6.00	9.59	14.39	21.18	28.90	资产负债率(%)	20.85	28.86%	31.49%	33.74%	34.86%
流动负债合计	151.4	267.13	357.22	481.83	629.59	流动比率(倍)	3.48	2.61	2.45	2.38	2.44
非流动负债合计	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19	速动比率(倍)	2.87	2.03	1.84	1.75	1.80
负债合计	151.6	267.32	357.41	482.02	629.79	价值评估					
股本	158.0	181.73	181.73	181.73	181.73	P/B(倍)	8.51	8.53	7.22	5.92	4.75
资本公积	284.2	285.08	321.55	374.09	446.72	P/E(倍)	39.92	45.26	30.49	21.16	15.31
未分配利润	99.39	152.01	224.80	328.25	467.77	EV/收入(倍)	6.61	7.98	5.63	3.99	2.92
股东权益	575.7	659.08	777.46	946.59	1176.9	EV/EBITDA(倍)	28.40	33.92	22.66	15.65	11.03
负债和股东权益	727.4	926.40	1134.8	1428.6	1806.6	EV/EBIT(倍)	34.51	37.82	24.83	16.89	11.78

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，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