

分析师: 刘元瑞 (8621) 68751072 pilotyd@gmail.com

执业证书编号: S0490209080266

联系人: 刘元瑞 (8621) 68751072 pilotyd@gmail.com

快速成长的电梯控制领域龙头

事件描述

发行基本情况: 本次计划公开发行人民币普通股 5000 万股, 发行后总股本为 20000 万股。本次发行股数占发行后总股本的 25%, 2010 年 6 月 30 日每股净资产 2.29 元。

本次发行募集资金用于: “电梯专用系列变频器扩建技术改造项目”、“电梯控制成套系统扩建技术改造项目”及“企业技术中心扩建项目”, 预计总投资额 18,548 万元。项目建设期一年, 完全达产期三年。完全达产后, 将新增产能 20000 台电梯专用变频器、5000 台门机变频器、12,000 台(套)电梯控制成套系统。

估值及询价建议: 我们预计公司 2010 年到 2012 年 EPS 为 0.38、0.46、0.56 元, 结合可比上市公司估值, 给予公司 2010 年 50 倍、2011 年 35 倍的市盈率, 我们认为公司合理的价值区间为 16.1~19.0 元。

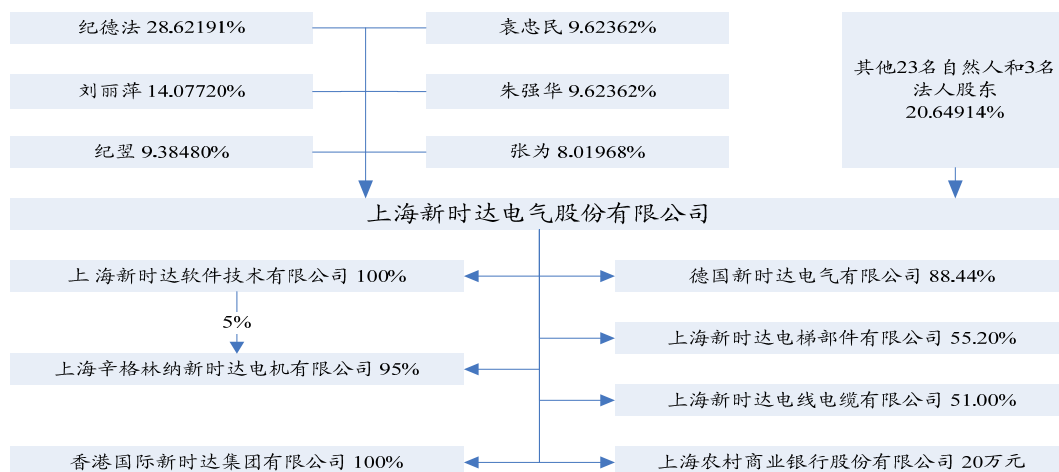
事件评论

公司概况

公司股权结构及资产概况

公司是国内最大的电梯控制系统配套供应商, 主要从事电梯控制系统与电梯变频器的研发、生产及销售。公司产品包括电梯控制系统和电梯变频器两个系列, 主要客户为奥的斯、迅达、蒂森克虏伯、通力等电梯整机品牌厂商。

图 1: 新时达发行前股东持股结构及控股公司



资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

公司本次计划公开发行人民币普通股 5000 万股，发行后总股本为 2000 万股。根据公司 2010 年 6 月 30 日的财报，发行前每股净资产为 2.29 元。公司发行前后股本结构如下表：

表 1：新时达发行前后股本结构

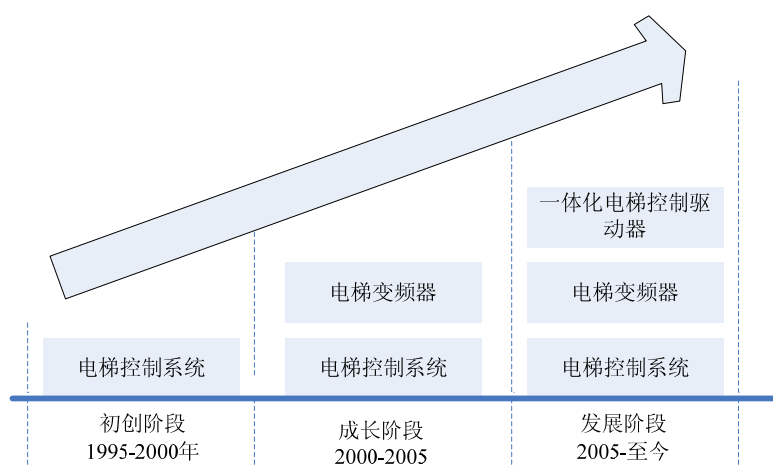
股东类别	发行前		发行后		限售期
	股数(万股)	比例	股数(万股)	比例	
一、有限售条件流通股	15,000.00	100.00%	15,000.00	75.00%	
其中：纪德法	4293.2865	28.62191%	4,293.29	21.47%	36 个月
刘丽萍	2111.5800	14.07720%	2,111.58	10.56%	36 个月
纪翌	1407.7200	9.38480%	1,407.72	7.04%	36 个月
其他 29 名股东	7187.4135	47.91609%	7,187.41	35.94%	12 个月
二、本次拟发行流通股	0.00	0.00%	5,000.00	25.00%	
合计	15,000.00	100.00%	20,000.00	100.00%	

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

电梯控制成套系统与智能化微机控制板贡献大部分营收，变频器系列产品占营收比重稳步上升

公司自初创至今，先后开发了电梯控制系统，电梯变频器，一体化电梯控制器等产品群。

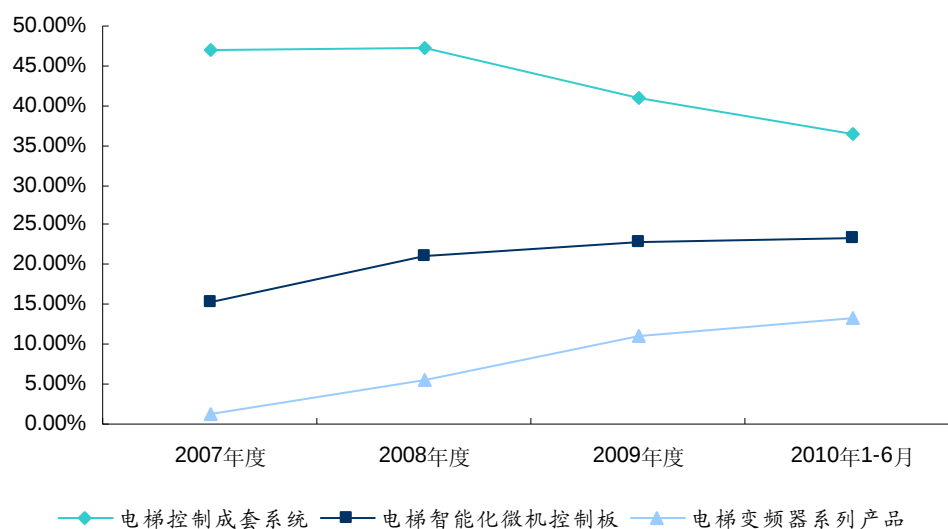
图 2：新时达主营业务发展历程



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

公司当前主营产品包括电梯控制成套系统、电梯智能化微机控制板、电梯操纵箱、电梯召唤箱等电梯控制系统系列产品以及电梯专用变频器、一体化电梯驱动控制器、门机变频器等电梯变频器系列产品两大类。最近三年公司电梯控制成套系统和智能化微机控制板占营业收入比超过 60%，但总和呈持续下降趋势，电梯变频器系列产品占收入比稳步上升。

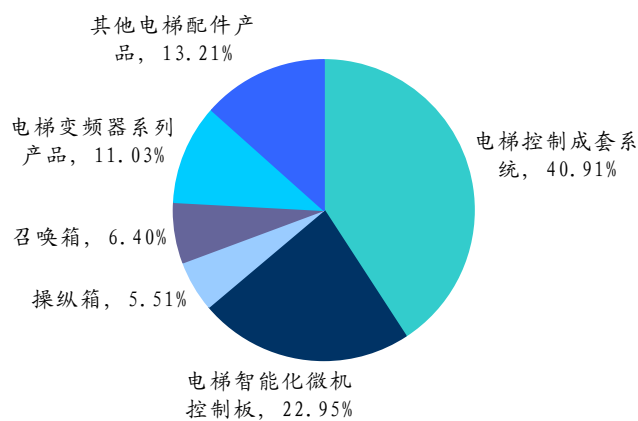
图 3：新时达 2007 年-2010 年 1-6 月份营业收入构成变化



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

2009 年占营业收入比重最大的三项产品依次是：电梯控制成套系统、电梯智能化微机控制板、其他电梯配件产品。

图 4：新时达 2009 年主营业务收入分产品构成



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

主营产品市场竞争充分，价格总体趋向下降

虽然如电梯控制成套系统、电梯智能化微机控制主板等并非标准化产品，不同时期销售产品结构和功能的差别会造成价格的波动，但整体看来，自 2007 年以来，公司各主要产品价格均呈现逐步走低态势。这与电梯控制行业竞争对手较多，行业进入门槛和技术壁垒有限有关。

表 2：2007-2010 年 1-6 月新时达主要产品价格升降幅度

产品	2010 年 1-6 月	2009 年	2008 年	2007 年
电梯控制成套系统	-13.89%	-10.40%	-5.49%	-0.17%
电梯智能化微机控制板	-11.45%	-26.55%	-22.61%	-11.60%
操纵箱	-17.82%	5.00%	12.11%	-0.80%
召唤箱	4.92%	-18.23%	-11.30%	14.57%
电梯变频器系列产品	10.57%	-11.92%	-16.36%	53.16%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

主营产品产能利用率接近或超过 100%，期待募集资金扩大产能、提高销售量

主营产品中电梯控制成套系统与电梯变频器系列产品最近两年合计占公司收入大于 50%，其产能利用率连续两年超过 100%，而产销率均接近 100%，表明公司产销已受制于产能限制未能进一步增长。

表 3：新时达主营产品产能利用率及产品产销率

时间	项目	电梯控制成套系统	电梯智能化微机控制板	操纵箱	召唤箱	电梯变频器系列产品
2010 年 1-6 月	设计年产能	12,000	500,000	9,600	96,000	20,000
	产量	7,139	296,494	3,218	34,645	14,678
	产能利用率	59.49%	44.66%	33.52%	36.09%	73.39%
	销量	6,883	290,008	2,817	33,100	14,011
	产销率	96.41%	97.81%	87.54%	95.54%	95.46%
2009 年	设计年产能	12,000	500,000	9,600	96,000	20,000
	产量	13,721	555,186	8,602	86,267	25,200
	产能利用率	114.35%	80.09%	89.61%	89.87%	126.00%
	销量	13,323	544,999	8,511	87,749	24,184
	产销率	97.10%	99.27%	98.94%	101.72%	95.97%
2008 年	设计年产能	12,000	135,000	9,600	96,000	6,000
	产量	12,058	390,360	6,459	61,334	11,103
	产能利用率	100.48%	97.78%	67.28%	63.89%	185.05%
	销量	11,572	369,451	6,184	59,761	9,104
	产销率	95.97%	94.64%	95.74%	97.44%	82.00%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

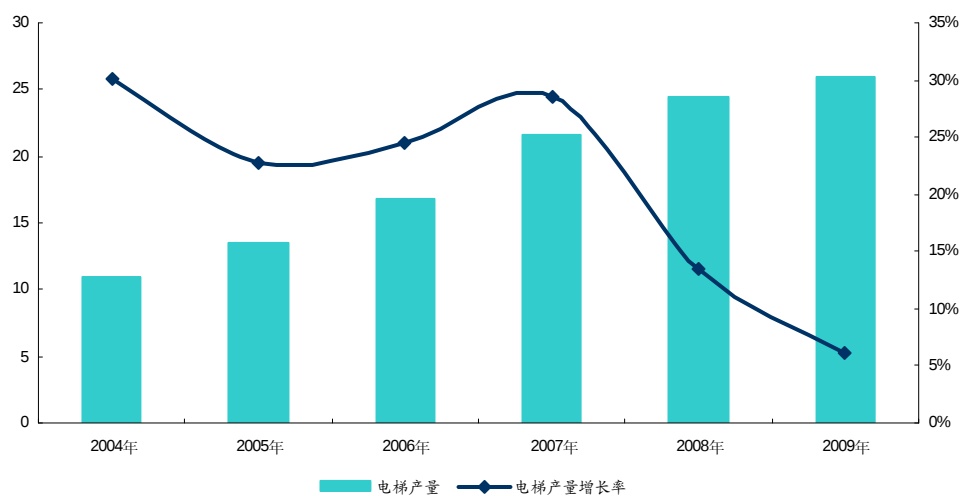
电梯控制行业分析：下游需求旺盛，龙头企业强者恒强

下游电梯行业发展迅速，为电梯控制产品提供了广阔的市场空间

随着我国经济持续快速增长、城市化快速推进、人民生活水平提高、人口老龄化等因素的推动，我国电梯行业也呈快速发展态势。根据中国电梯协会的统计数据，2003 年至 2008 年我国电梯产量保持年均 23.86% 的增长速度，2008 年我国电梯产量达到 24.5 万台，将近全球电梯产量的一半，成为全球最大的电梯市场和制造中心，2009 年我国电梯产量更是达到了 26 万台。根据 CCID 预计，我国电梯产量未来几年仍将保持较快的增长速度，2013 年将达到年产 36 万台的水平。

我国电梯行业的迅速发展，致使我国在用梯保有量激增，中国电梯协会统计数据显示，截至 2008 年底我国在用梯保有量达到 115 万台。

图 5：2004 年-2009 年我国电梯产量（万台）



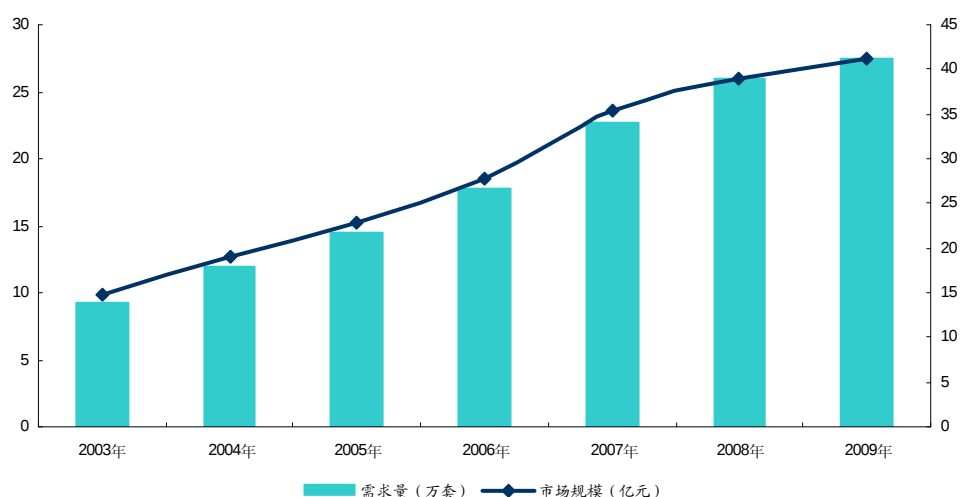
资料来源：中国电梯协会，长江证券研究部

电梯控制系统：竞争格局相对局定，龙头企业强者恒强

控制系统是电梯的核心部件，是电梯的“大脑”和“神经网络”，一台电梯必须相应配备一套控制系统。电梯控制系统产品主要用于新梯配套、旧梯更新、在用梯改造和维保等。

据统计，2004 年至 2009 年我国电梯控制系统市场需求量复合增长率达到 20.0%，2009 年达到 27.5 万套的水平。按金额计算，2009 年我国电梯控制系统行业市场规模达到 41.3 亿元。

图 6：我国电梯控制系统市场规模

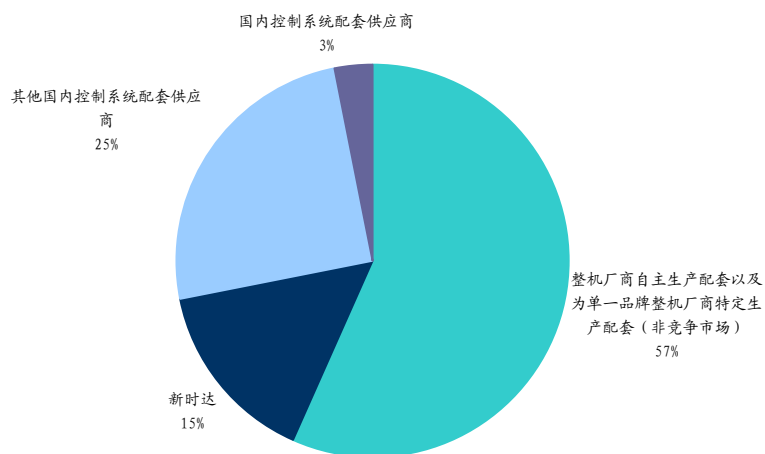


资料来源：招股意向书，长江证券研究部

根据电梯整机厂商现有的生产模式，目前我国电梯控制系统的市场供给来自于两个方面，一部分由电梯整机厂商自产自配，一部分则由专业电梯控制系统生产企业提供。前者不参与市场竞争，该市场称为非竞争市场，约占国内市场需求

求总量约 57%左右。其余市场份额称为有效竞争市场，由国内外独立的电梯控制系统配套供应商自由竞争，其中绝大部分市场份额由国内电梯控制系统配套供应商占据，本公司、沈阳蓝光、无锡中秀和苏州默纳克等是主要的市场竞争参与者，国外电梯控制系统配套供应商所占市场份额则较小。

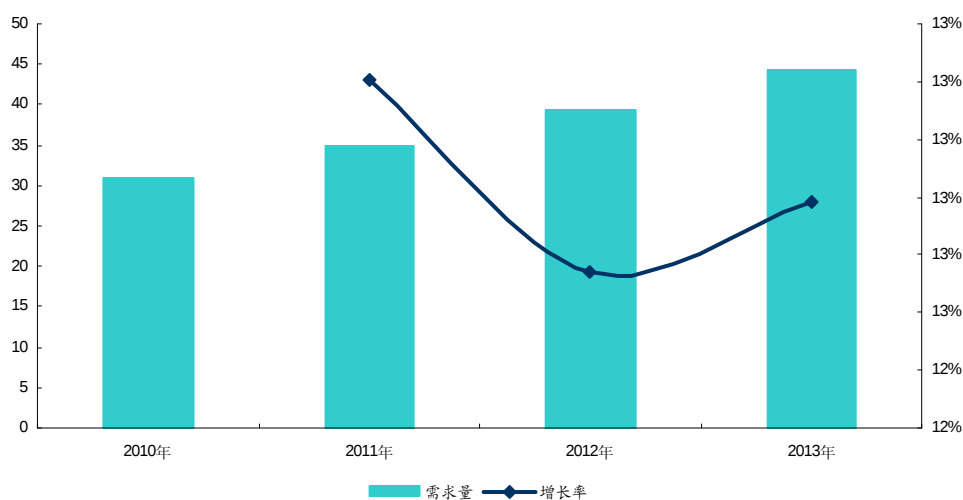
图 7：2009 年我国电梯控制系统市场份额



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

未来国内电梯控制系统的的市场需求主要来自于两个方面：一是新楼新梯、旧梯更新、旧楼加梯和新梯出口等与新增电梯产量相关的市场需求；二是在用梯改造、在用梯维保和控制系统出口等与在用梯改造维保相关的市场需求。据 CCID《中国电梯控制系统市场研究报告》预测，2010 年-2013 年我国电梯控制系统行业市场需求量的复合增长率将能达到 12.73%，2013 年将达到 44.4 万套，市场规模可达 60 亿元。

图 8：2010-2013 年中国电梯控制系统需求量预测



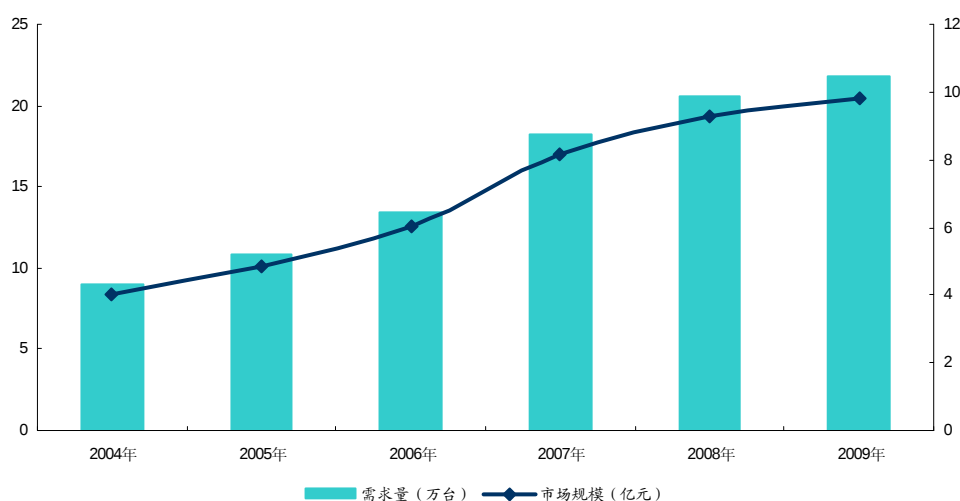
资料来源：招股意向书，长江证券研究部

电梯变频器：市场竞争尚不充分，进口替代进程是成功的关键

电梯变频器包括用于电梯轿厢升降运动驱动控制的电梯专用变频器和用于电梯轿门开关运动驱动控制的门机变频器。由于电梯所使用的门机变频器价值量和总体市场规模很小（2008 年国内市场规模约为 1.6 亿元）、技术含量相对较低，一般电梯变频器主要指电梯专用变频器。

据统计，2004 年至 2009 年我国电梯变频器市场需求量复合增长率达到 19.54%，2009 年达到 21.8 万台的水平。按金额计算，2009 年我国电梯变频器行业市场规模达到 9.81 亿元。

图 9：2004-2009 年中国电梯变频器市场规模

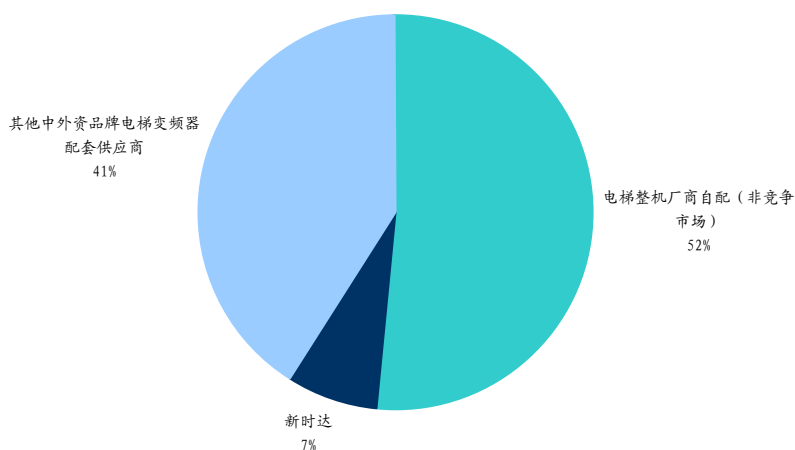


资料来源：招股意向书，长江证券研究部

电梯变频器是中低压变频器中的高端产品，虽然中国目前是世界第一电梯生产大国，但由于我国变频调速技术发展滞后，国内电梯变频器市场长期以来由外资品牌垄断。

从电梯变频器的市场竞争看，一些大型外资电梯整机厂商使用的部分电梯变频器不直接从市场采购，主要通过自行生产、交由同一集团内企业生产、境外母公司完成采购或贴牌加工交付境内使用等方式自配，这部分电梯变频器不参与市场竞争，约占国内市场需求总量的 52% 左右，称为非竞争市场。其余 48% 的份额称为有效竞争市场，由专业变频器生产厂家自由竞争，竞争主体包括外资品牌和内资品牌两个集群。2009 年，有效竞争市场中的大部分市场份额被外资品牌占有，主要有日本安川、意大利西威、日本富士、艾默生 CT 等品牌；其余市场份额则由内资品牌竞争，主要市场参与者有本公司和苏州默纳克，其它竞争对手的市场份额较小。

图 10：2009 年我国电梯变频器市场份额

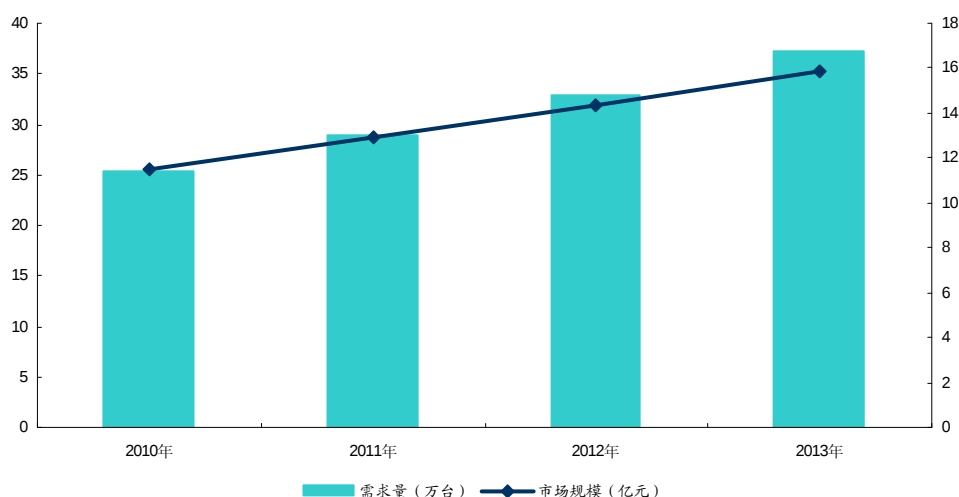


资料来源：招股意向书，长江证券研究部

电梯变频器的广泛应用对于提高电梯运行的稳定性、舒适性起到了重要作用，保证了乘员对电梯的综合性能要求。同时，变频技术作为一种节能手段也得到了国家的大力提倡和推广。随着城市化的快速推进，未来很长一个时期内电梯行业仍将蓬勃发展；同时，由于电梯保有量不断增加，将形成巨大的旧梯更新改造、维护保养市场；此外，在我国电梯行业发展初期很多电梯并未装有变频器，在当前节能减排的宏观背景和人们对生活舒适性的要求下，这些电梯也均面临着更新换代或改造加装变频器。

据 CCID《中国变频器市场研究报告》预计，2010 年至 2013 年我国电梯变频器需求量复合增长率将达到 13.64%，2013 年将达到 37.2 万台，市场规模达到 15.88 亿元。

图 11：2010-2013 年中国电梯变频器需求量预测



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

电梯控制及变频器竞争格局稳定，一体化专机是未来发展趋势

电梯变频器属于中低压变频器中的高端产品，长期以来安川、富士、西威、艾默生 CT 等外资品牌产品被市场广泛认可。近年来，以本公司、苏州默纳克等为代表的内资企业，通过自主研发也相继开发出电梯变频器产品，逐渐被市场所接受，市场份额正逐步扩大。由于电梯变频器专业性相对较强，进入门槛较高，一般变频器厂家没有充分的行业经验积累，难以顺利进入。因此，电梯变频器行业的竞争格局相对稳定。

信号控制与驱动控制的有效集成是变频自动化控制的最新发展趋势。信号控制系统注重控制对象的逻辑控制，驱动控制注重电机运动控制，该技术在电梯变频器上已经得到了广泛应用。

新时达公司竞争优势

技术和研发优势

技术核心竞争优势的形成，是基于公司能够始终坚持自主科技创新，大力发展具有自主知识产权的核心技术，将技术的产业化成熟应用作为行业优势地位确立的基础，从而使多项国内领先、国际先进的技术成果成功地实现了产业化。公司由一个从事在用旧电梯控制系统改造的微型企业逐步发展成为当前国内最大的电梯控制系统配套供应商，主要依托于技术产业化能力的着力培育；公司由单一的电梯控制系统行业逐步实现专业变频器等行业的延伸，主要依托于技术移植和嫁接能力的着力培育。

产品雄踞细分市场龙头，客户基础广泛

公司的电梯控制系统的微机控制主块从 2005 年起就在国内市场排名第一，占有率为 15% 左右。电梯变频器自 2006 年 12 月实现销售以来，销售量增长迅速，2009 年，公司电梯专用变频器（含一体化电梯驱动控制器）和门机变频器销售量远远超过 2008 年的销售量，分别达到 2008 年的 259.77% 和 278.61%。

表 4：核心产品市场占有率情况

年份	微机控制主板（块）	市场占有率	市场占有率排名
2005 年	19,017	13.12%	1
2006 年	27,091	15.22%	1
2007 年	32,976	14.53%	1
2008 年	34,130	13.13%	1
2009 年	40,623	15.40%	1

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

经过十多年的经营，公司在行业中积累了丰富的客户资源，美国奥的斯、瑞士迅达、德国蒂森克虏伯、芬兰通力等全球前四名电梯整机厂商均已成为公司的优质客户，近期又成功打开日本和韩国市场，为公司的发展拓宽了道路。同时，公司已建立了国内同行业领先水平的营销服务网络体系，大大提高了客户对公司的满意度和忠诚度，使得公司在市场竞争中始终处于优势地位。

产品的协同优势

集成于一体，更是能进一步提高电梯的使用性能，节省了客户的采购成本，产品性价比优势明显。营销的协同性。电梯控制系统和电梯变频器均应用电梯领域，客户资源、销售服务网络高度重叠，电梯变频器的市场开拓完全可以利用

现有资源，大大节约了营销费用；而反过来，由于两种产品之间具有高度的关联性，电梯变频器的销售也必将推动电梯控制系统产品进一步扩大市场份额，形成良性的营销协同格局。

募投项目达产将提升公司实力

本次募集资金拟投入“电梯专用系列变频器扩建技术改造项目”、“电梯控制成套系统扩建技术改造项目”及“企业技术中心扩建项目”，这三个项目共需资金 18,548 万元，计划全部使用募集资金投资。如未发生重大的不可预测的市场变化，本次公开发行股票募集资金将根据项目的轻重缓急按以上排列顺序进行投资。

表 5：募集资金投向

序号	项目名称	投资总额(万元)	建设期
1	电梯专用系列变频器扩建技术改造项目	5788	12 个月
2	电梯控制成套系统扩建技术改造项目	8806	12 个月
3	企业技术中心扩建项目	3954	12 个月

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

本次募集资金投资项目将有效解决公司目前在销售需求强劲情况下的产能瓶颈：

表 6：电梯专用变频器项目产品达纲计划

达纲计划	建成后第一年	建成后第二年	建成后第三年
达纲率	50%	80%	100%
电梯专用变频器（含一体化电梯驱动控制器）新增产量	10,000	16,000	20,000
电梯专用变频器（含一体化电梯驱动控制器）总产量	25,000	31,000	35,000
门机变频器新增产量	2,500	4,000	5,000
门机变频器总产量	7,500	9,000	10,000

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

表 7：电梯控制成套系统扩建技术改造项目产品达纲计划

产品方案	项目建成后第一年	项目建成后第二年	项目建成后第三年
达产率	50%	80%	100%
电梯控制成套系统（新增）	6,000	9,600	12,000
电梯控制成套系统（全部）	18,000	21,600	24,000

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

估值及询价建议

我们预计公司 2010 年到 2012 年 EPS 为 0.38、0.46、0.56 元，结合可比上市公司估值，给予公司 2010 年 50 倍、2011 年 35 倍的市盈率，我们认为公司合理的价值区间为 16.1~19.0 元。

表 8：A 股可比上市公司估值水平（取自 2010 年 12 月 9 日收盘价）

公司	收盘价（元）	EPS（元）			PE		
		2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
科陆电子	31	0.33	0.53	0.81	94.66	58.34	38.21
荣信股份	48.91	0.83	0.78	1.10	59.09	62.61	44.56

九洲电气	21.6	0.67	0.47	0.65	32.06	46.00	33.25
英威腾	64.3	1.70	1.03	1.56	37.79	62.63	41.14
汇川技术	153.3	1.27	1.71	2.58	121.00	89.90	59.35
合康变频	58.2	0.78	0.83	1.18	74.42	70.11	49.26
智光电气	22.18	0.24	0.32	0.48	91.65	70.37	46.08
平均					72.95	65.71	44.55

资料来源：Wind，长江证券研究部

风险提示

我们认为新时达未来主要面临三方面的风险：房地产行业周期性波动影响短期市场需求的风险、房地产行业周期性波动影响短期市场需求的风险、产品价格及毛利率波动风险。

房地产行业周期性波动影响短期市场需求的风险

公司主营业务为电梯控制系统与电梯变频器的研发、生产和销售，产品销售受电梯整机市场需求的影响，而电梯整机市场的短期需求与房地产市场的景气程度有较大的关联性。2008 年，受全球金融危机和国家宏观经济环境的影响，房地产行业出现短期波动，电梯整机市场增幅放缓，继而影响公司产品的市场需求。虽然从中长期来看，随着我国城市化的快速推进以及保障性住房建设力度的加大，将在一定程度上促进我国电梯整梯需求的增长，但房地产行业周期性波动仍将在一定程度上影响公司产品的短期市场需求。

主要客户相对集中的风险

美国奥的斯、瑞士迅达等跨国公司在国内设立的电梯制造企业均为本公司的主要客户，2007 年度、2008 年度、2009 年度以及 2010 年 1-6 月，公司向美国奥的斯、瑞士迅达在国内设立的电梯制造企业销售产品收入合计占公司营业收入的 58.00%、36.46%、29.10%和 28.81%。公司存在客户相对集中的风险，若上述客户经营状况发生变化或其产品线变更等因素减少对公司产品的采购，可能会给公司经营带来一定影响。

产品价格及毛利率波动风险

公司产品价格在报告期内波动较大，各类产品平均单价总体上呈现逐年下降趋势，产品价格的变化导致单类产品毛利率发生波动，虽然报告期内公司通过调整产品结构，提升高毛利率产品销售比重，减弱了毛利率波动对经营业绩的影响，使得产品综合毛利率维持基本稳定的态势。若公司产品销售价格继续下跌，或不能通过提高生产效率、降低采购成本等措施有效减少产品成本支出，公司将面临产品毛利率波动影响经营业绩的风险。

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	408	484	617	782	货币资金	85	759	709	784
营业成本	243	286	376	481	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	164	198	241	301	应收账款	100	119	151	192
% 营业收入	40.3%	40.9%	39.1%	38.5%	存货	71	84	110	141
营业税金及附加	1	2	2	2	预付账款	1	2	2	3
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	34	41	52	65	流动资产合计	281	991	1008	1164
% 营业收入	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	62	73	93	118	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	3	1	0	0	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.7%	0.2%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	177	290	386	366
资产减值损失	1	2	3	3	无形资产	24	22	21	20
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	2	0	0	0
营业利润	63	80	92	112	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	15.5%	16.5%	14.9%	14.3%	资产总计	484	1304	1415	1551
营业外收支	11	10	15	20	短期贷款	11	0	0	0
利润总额	75	90	107	132	应付款项	69	81	107	136
% 营业收入	18.3%	18.6%	17.3%	16.9%	预收账款	8	10	12	16
所得税费用	10	12	14	17	应付职工薪酬	8	10	13	17
净利润	65	78	93	115	应交税费	2	1	1	1
归属于母公司所有者					其他流动负债	2	2	2	3
的净利润	63.9	77.0	91.4	112.8	流动负债合计	100	103	135	173
少数股东损益	1	1	2	2	长期借款	40	40	40	40
EPS（元/股）	0.32	0.39	0.46	0.56	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	8	8	8	8
经营活动现金流净额	82	102	119	149	负债合计	147	151	183	220
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	330	1145	1223	1319
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	7	8	10	12
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	336	1153	1233	1330
固定资产投资	-18	-155	-156	-58	负债及股东权益	484	1304	1415	1551
其他	3	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-15	-155	-156	-58		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.320	0.385	0.457	0.564
股权融资	0	750	0	0	BVPS	2.20	7.63	8.15	8.79
银行贷款增加（减少）	1	-11	0	0	PE	115.70	96.05	80.94	65.61
筹资成本	21	-12	-13	-16	PEG	5.56	4.61	3.89	3.15
其他	-43	0	0	0	PB	16.83	4.84	4.54	4.21
筹资活动现金流净额	-21	727	-13	-16	EV/EBITDA	88.40	53.86	43.93	35.04
现金净流量	46	674	-50	75	ROE	19.4%	6.7%	7.5%	8.6%

资料来源: Wind, 长江证券研究部

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
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@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。