

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

技术领先的节油点火燃烧系统专家

事件描述

发行基本情况：本次计划公开发行人民币普通股 2800 万股，发行后总股本为 10800 万股。本次发行股数占发行后总股本的 25.926%，2010 年 6 月 30 日（发行前）每股净资产 2.89 元。

本次发行募集资金用于：“提高节能环保设备产能及技术研发能力建设项目”及“其他与主营业务相关的营运资金”，前者预计总投资 30,623.32 万元。项目建设期二年，第一年投资 60%，第二年投资 40%。本项目达产后正常年营业收入 54,850.4 万元（不含税），利润总额为 14,058.1 万元。

估值及询价建议：我们预计公司 2010 年到 2012 年 EPS 为 0.72、1.11、1.36 元，结合可比上市公司估值，给予公司 2010 年 40 倍、2011 年 30 倍的市盈率，我们认为公司合理的价值区间为 28.8~33.3 元。

投资要点

燃控科技：技术领先的节油节能点火燃烧系统专家：公司及其前身徐州燃控院深耕燃烧控制领域二十年，能够生产从传统到最新技术的各代系产品，目前三大主营产品烟风道点火燃烧系统、双强少油煤粉点火系统、传统燃油（气）点火系统在各自细分市场领域市场占有率均居第一位，自 2007 年至 2009 年营收增长 112.26%，净利润增长 235.65%。

节油节能点火燃烧系统：节能降耗的必然选择，市场前景广阔。火电厂燃煤锅炉是公司点火燃烧产品的主要应用领域，虽然自 2007 年以来火电年新增装机容量呈下降趋势，但仍保持较高的绝对值。考虑到节油点火设备在存量机组中的改造才刚刚开始，存量改造市场潜力巨大。

公司竞争优势：公司拥有烟风道点火燃烧系统与双强少油煤粉点火系统核心技术，拥有行业内一流的技术人才，且与国内五大重点高校签订有技术合作协议，研发实力卓越；与行业内主要客户保持长时间的良好合作关系，对于新进竞争对手形成一定的壁垒；公司三种主要产品市场占有率均居第一位，市场开拓能力强。

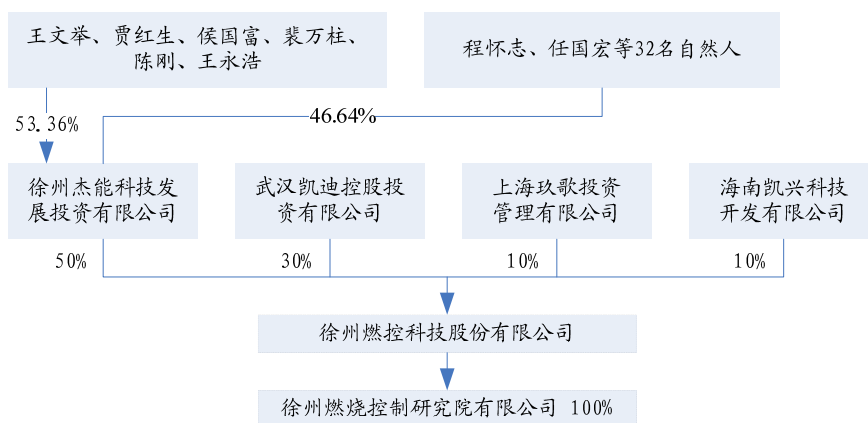
公司面临的主要风险：双强少油煤粉点火系统面临无油点火技术的挑战；业绩受电力行业建设周期影响的风险；应收账款坏账风险；客户集中度较高的风险；公司控制权变动风险。

公司股票合理的价值区间为元。我们预计公司 2010 年到 2012 年 EPS 为 0.72、1.11、1.36 元，结合可比上市公司估值，给予公司 2010 年 40 倍、2011 年 30 倍的市盈率，我们认为公司合理的价值区间为 28.8~33.3 元。

公司概况

公司股权结构及资产概况

图 1：燃控科技发行前股东持股结构及子公司



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司本次计划公开发行人民币普通股 2800 万股，占发行后总股本 10800 万股的 25.926%。根据公司 2010 年 6 月 30 日的财报，发行前每股净资产为 2.89 元。

深耕燃烧控制领域二十年，三项主营产品市场占有率居第一位

1986 年徐州市陶瓷研究所更名为徐州市引燃技术研究所，1993 年更名为徐州燃烧控制研究院，2002 年改制为徐州燃烧控制研究院有限公司，2007 年成为华远公司全资子公司，2008 年华远公司整体变更发起设立徐州燃控科技股份有限公司，即本次发行人。在此过程中虽然组织形式几经变更，但其始终围绕着燃烧控制这一技术和产品主题，积累了深厚的技术功底和牢固的客户关系。

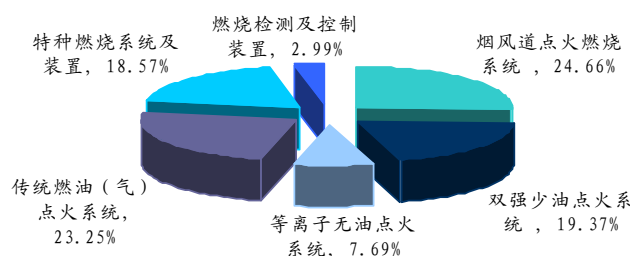
表 1：2006-2008 年燃控科技锅炉点火及燃烧成套设备国内电力市场（新增市场）市场占有率

年份	2006	2007	2008
市场占有率	6.42%	10.50%	22.91%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

2009 年，占公司营业总收入前三位的产品依次是烟风道点火燃烧系统、传统燃油（气）点火系统、双强小油点火系统。

图 2：燃控科技 2009 年主营业务构成



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司 2009 年占营业收入前三位的产品，其市场占有率均居第一位，显示了公司强大的市场竞争力。

表 2：2009 年主要节油点火系统产品市场占有率排名

排名	烟风道点火燃烧系统	双强少油煤粉点火系统	传统燃油（气）点火系统	等离子无油点火系统
1	徐州燃控科技股份有限公司	徐州燃控科技股份有限公司	徐州燃控科技股份有限公司	烟台龙源电力技术股份有限公司
2	美国 COEN 公司	大唐节能科技有限公司 (气化小油枪微油点火系统)	哈尔滨中能自动化设备有限公司	武汉天和技术股份有限公司
3	法国 PILLARD 公司	烟台龙源电力技术股份有限公司 (微油点火系统)	南京万和测控仪表有限公司	徐州燃控科技股份有限公司

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

抓住节能降耗历史性机遇，产能向节油节能类新型产品集中

公司三大主导节油节能点火系统产品相比传统油点火系统，在新建、扩建火力发电厂的第一次投运（包括：锅炉本体各项试验和酸洗，汽轮发电机组空负荷试运和吹管，以及机组整套启动试运）的节油情况如下表：

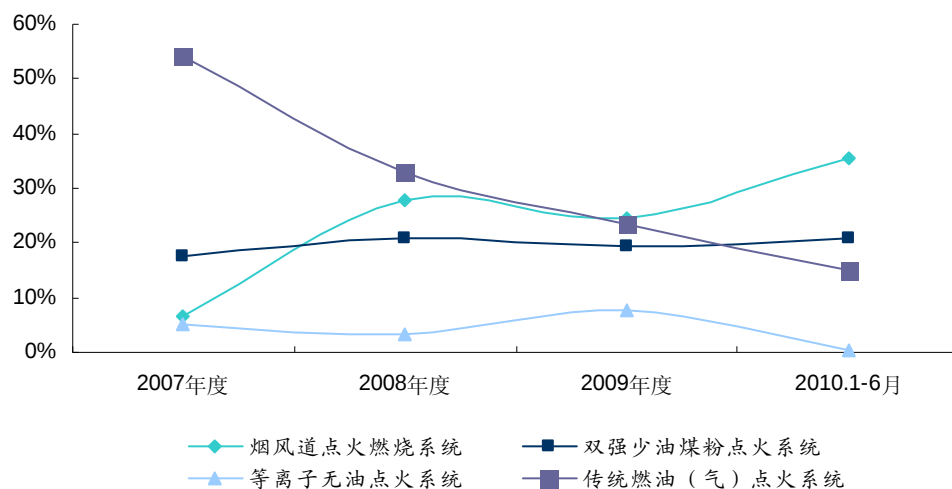
表 3：燃控科技三大节油产品节油效益

公司产品名称	相比传统产品节油率	30 万千瓦机组节油量	30 万千瓦机组节约运营成本
烟风道点火燃烧系统	>60%	>1714 吨	>965 万元
双强少油点火系统	>90%	>2571 吨	>1447 万元
等离子点火系统	100%	2857 吨	1608 万元

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

虽然公司传统燃油（气）点火系统占有率居于第一位，但最近三年来，相对于烟风道点火燃烧系统和双强少油煤粉点火系统，其占公司总收入的比重持续下降，而后两种具有节油节能效益的产品占比持续上升。

图 3：燃控科技 2007 年-2010 年 1-6 月份营业收入分产品构成变化



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

高速增长的同时，持续享受较高毛利率

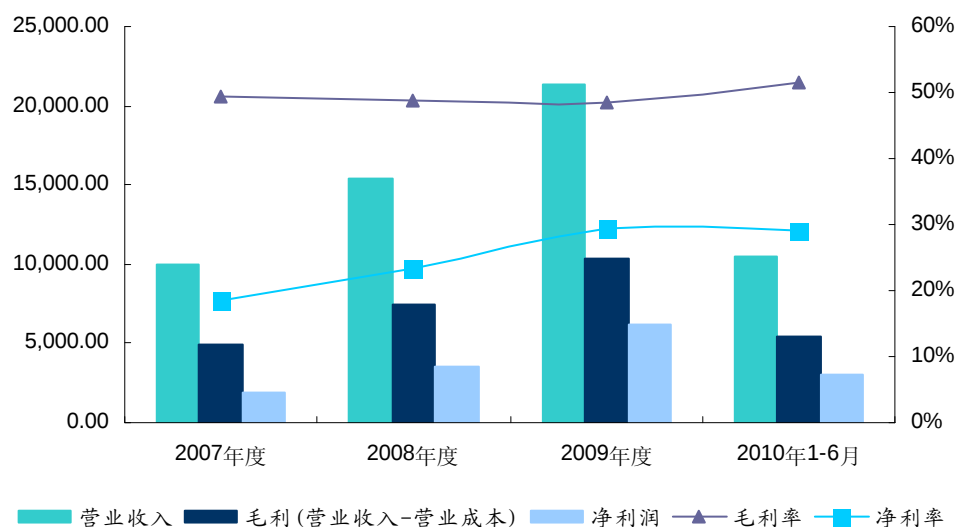
得益于巨大的市场需求、公司产品较高的技术含量以及与行业内客户良好的合作关系，公司自 2007 至 2009 年间，营收增长 112.26%，净利润增长 235.65%，毛利率持续保持接近 50%，净利率稳中有升。

表 4：2007-2010 年 1-6 月燃控科技产品毛利率

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1-6 月
锅炉点火及燃烧成套设备	49.34%	48.29%	47.95%	51.25%
燃烧检测及控制装置	51.11%	54.98%	57.54%	61.30%
合计	49.42%	48.74%	48.57%	51.56%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 4：燃控科技 2007 年-2009 年 1-6 月营收、毛利率、净利率（万元）



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

大中型锅炉节油节能点火燃烧系统行业分析

公司产品的应用领域包括电力、化工、冶金、垃圾处理等，其中电力行业占比 70%以上，因此下面主要分析公司产品在电力行业的需求状况。

表 5：燃控科技营收分行业统计

行业类别	2010 年上半年		2009 年		2008 年		2007 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
电力	7,638.53	72.69%	18,066.52	84.92%	12,157.28	78.91%	8,038.83	80.18%
化工	1,183.34	11.26%	2,037.07	9.57%	1,865.51	12.11%	941.07	9.39%
冶金	553.35	5.27%	404.43	1.90%	551.89	3.58%	405.46	4.04%
垃圾	858.73	8.17%	354.32	1.67%	321.42	2.09%	144.44	1.44%
其他	274.38	2.61%	412.63	1.94%	509.77	3.31%	496.57	4.95%
合计	10,508.33	100.00%	21,274.98	100.00%	15,405.87	100.00%	10,026.37	100.00%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

节能政策强力推动，市场前景长期看好

在我国经济由粗放式增长向集约化发展转变这一大的课题背景下，从“十一五”的“节能降耗”到“十二五”的“节能环保”，节能这一话题历久弥新。具体到大中型锅炉点火和燃控领域，国家从立法、政策等各方面出台了许多的鼓励性的文件。其中比较重要的有：

2007 年 1 月 25 日，国家发展与改革委员会、科技部发布了《中国节能技术政策大纲（2006）》（发改环资[2007]199 号），将气化小油枪、等离子点火等节油或无油点火稳燃节能技术、蓄热式加热炉技术作为重点生产工艺节能技术予以推广。

2008 年 8 月 1 日，国务院发出《关于进一步加强节油节电工作的通知》（国发[2008]23 号），要求“所有火电厂（包括新建电厂）燃煤锅炉都要采用等离子无油、小油枪等微油点火技术和低负荷稳燃技术，降低油耗”，“工业窑炉要逐步停用燃料油，以洁净煤、天然气、煤制气等替代燃料油，大力采用窑炉保温、富氧燃烧、余热回收等新技术、新工艺，降低燃油消耗。中央预算内投资和中央财政资金要加大对节约和替代石油项目的支持力度”。

根据上述文件尤其是《关于进一步加强节油节电工作的通知》，节油点火系统的市场需求可分为三部分：一是对传统点火燃烧设备的节能节油改造，二是在运行节油节能设备的更新需求，三是新增火电机组需求。

传统设备节油改造总需求在 40 亿元以上

根据 2008 年国务院《关于进一步加强节油节电工作的通知》，“所有火电厂（包括新建电厂）燃煤锅炉都要采用等离子无油、小油枪等微油点火技术和低负荷稳燃技术，降低油耗”，而国内现存机组多采用传统点火设备。

根据中电联数据，2008 年底我国火电总装机容量为 60,132 万千瓦，折合 30 万千瓦机组约为 2004 台。其中约有 15% 属于循环流化床锅炉，不适合双强、等离子方式改造。平均来说 30 万千瓦燃煤机组点火系统价值在 250 万元左右，如果余下适合改造机组都进行节油节能点火系统改造，估算节油节能改造的国内市场容量约在 40 亿元以上。

在运行节油系统设备更新需求约 5 亿元每年

双强、等离子节油点火产品平均寿命为 8 年左右，8 年以后全部更新，因此存量锅炉的定期设备更新，也是一块较大的市场。若以每五年进行一次大型维修，每次大修更换一半的零部件，每八年全部更新估算，每年存量锅炉的定期设备更新约有 5 亿左右的市场空间。

新增火电机组带来新增需求 3-4 亿元每年

新增市场容量指每年新增火电机组对节油节能点火系统的需求。新增火电机组对于节油点火系统有着确定的需求：平均来说每 30 万千瓦燃煤机组点火系统价值 250 万左右，根据每年新增燃煤火电机组容量，就可以估算出新增市场价值：

表 6：火电行业节油点火系统市场需求分析

年份	年新增装机容量 (万千瓦)	折合成 30 万千瓦锅炉的台数	年新增点火系统市场容量估算 (万元)
2003	2422	81	20250
2004	3971	132	33000
2005	6190	206	51500
2006	9244	308	77000
2007	7225	241	60250
2008	4525	151	37750
2009	4822	161	40183
2010E	4639	155	38656

资料来源：中电联，长江证券研究部

火电年装机容量下降主要是国家调整一次能源结构、提高新能源占比所致，因此可以预期，火电年装机容量未来将持续下降。在“十二五”期间，预计火电新增装机容量所带来的年市场需求大概在 3-4 亿元每年。

烟风道（点火）燃烧系统市场容量约 1.5 亿元每年

根据各锅炉生产企业的生产统计，截至 2007 年 6 月，中国 5 万千瓦以上循环流化床锅炉的数量为 638 台，总装机容量为 6192 万千瓦。另据《中国电力行业年度发展报告 2007》的统计数据表明，截至 2006 年底，中

国的火电装机容量为 48382 万千瓦，以此估算循环流化床锅炉约占火电总装机容量的 15.5%。根据上文分析，国内“十二五”期间年增火电装机容量约 4500 万千瓦，若仍按 15.5%的比例计算，则每年将会有 183 台新建循环流化床锅炉，按每台套 82 万元计，年新增烟/风道（点火）燃烧器市场容量 1.5 亿元。

行业竞争格局：高端市场相对比较稳定，中低端市场的竞争激烈

国内的大型锅炉厂，包括东方锅炉、上锅、哈锅、武汉锅炉集团有限公司和北京巴布科克威尔科克斯有限公司等，是大型锅炉点火及燃烧成套设备和控制系统采购的主体厂商，对产品的质量、技术要求比较高。其采购策略是通过制度化的开发与评估体系，将同类物料的供应商数量保持在少数几家，以便有效控制采购物料的品质和物料管理成本，因此高端市场相对比较稳定。

国内的中低端产品主要是为各地的小型锅炉厂进行配套，因为所需要配套产品的技术含量不高，因此中低端市场中产品的价格成为主导因素，竞争相对比较激烈。

燃控科技竞争能力分析

公司及其前身从事燃烧控制领域二十余年，积累了深厚的技术功底、客户关系、工程经验。公司的技术人才与研发能力、与客户长期保持良好的合作关系、较高的市场占有率和丰富的产品经验，是公司的核心竞争力。

领先的技术水平和研发能力

公司目前拥有双强少油煤粉点火系统、等离子无油点火系统等产品相关的专利共 31 项，其中包括 5 项外国专利。取得专利的相关技术人员大多仍在公司服务，是公司未来研发能力的一个有力保障。

公司拥有多名业内顶级的技术专家，其研发能力基本能够代表整个节油点火行业的发展水平，是公司技术竞争力的有力保证。

公司与华中科技大学等 5 所国内相关领域重点高校签订有技术合作协议，是公司研发能力的有力补充，如果公司加强与这些外部科研机构的合作，将有利于保证其在技术竞争中立于不败之地。

客户资源优势

经过多年的沉淀，公司积累了丰富的大客户开发与服务经验，与众多国内知名客户建立了长期合作伙伴关系。公司的主要客户包括东方锅炉（集团）股份有限公司、武汉锅炉股份有限公司、上海锅炉厂有限公司、哈尔滨锅炉厂有限责任公司、北京巴布科克威尔科克斯有限公司、无锡华光锅炉股份有限公司、济南锅炉集团有限公司等国内主要的锅炉生产厂家。

如前所述，国内大型锅炉企业的采购策略是通过制度化的开发与评估体系，将同类物料的供应商数量保持在少数几家，以便有效控制采购物料的品质和物料管理成本。这种机制对锅炉点火燃烧产品供应商提出了较高的要求，使供应商的数量大幅减少，且对于公司的其他竞争对手将会形成一定的壁垒。

募投项目达产将提升公司实力

本次发行募集资金用于：“提高节能环保设备产能及技术研发能力建设项目”及“其他与主营业务相关的营运资金”，前者预计总投资 30,623.32 万元。

表 7：募投项目资金运用

序号	构成	金额（万元）	占比
1	建设投资	25,800.47	84.25%
2	建设期利息	1,108.54	3.62%
3	流动资金	3,714.31	12.13%
	合计	30,623.32	100.00%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

“提高节能环保设备产能及技术研发能力建设项目”由提高节能环保设备产能项目和提高技术研发能力建设项目两个部分组成。

提高节能环保产品产能项目：包括备料机加中心、结构容器分厂、传统产品分厂和控制类产品分厂等 4 个主要生产设施的建设，以及储运中心、综合站房、油化库和变配电站等 4 个辅助生产设施的建设。

提高技术研发能力建设项目：主要内容是建设企业产品中试中心。该项目的建成将提升本公司产品的自制能力，扩大

本公司优势产品产能，降低外协管理难度，提高公司产品技术保密性；新建的中试中心将大大提高本公司的研发能力，加快本公司新产品的推出。

项目建设期二年，第一年投资 60%，第二年投资 40%。本项目达产后正常年营业收入 54,850.4 万元（不含税），利润总额为 14,058.1 万元。

风险提示

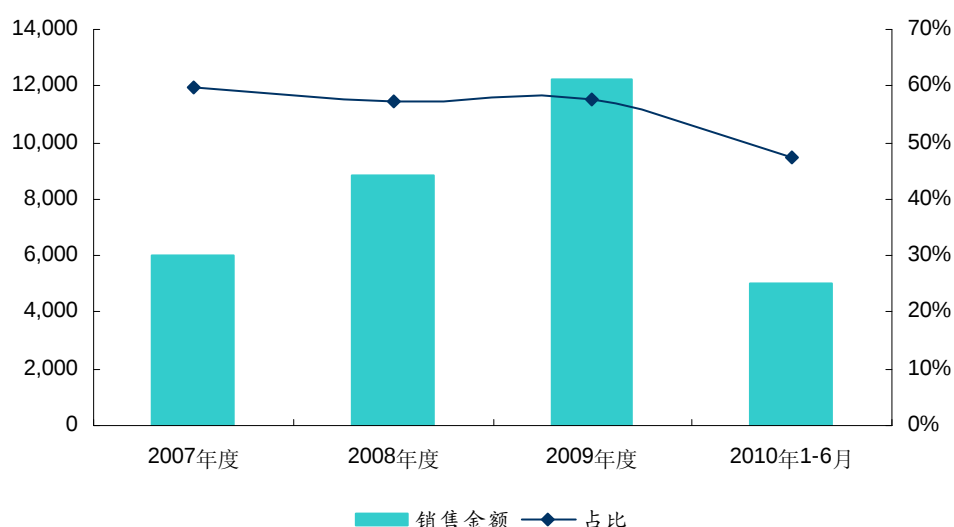
双强少油煤粉点火系统面临无油点火技术的挑战

公司当前双强少油煤粉点火系统推广比较成功，在微油点火领域市场占有率居第一位。但公司的另一项产品等离子体无油点火系统具有更好的节油效果，未来还可建成无油电站。公司此项产品市场推广并不成功，目前其 90% 的市场份额被竞争对手龙源技术占据。若未来市场需求更多的转向等离子体设备，则公司存在市场份额下滑的风险。

客户集中度较高的风险；

锅炉制造行业集中度较高，东方电气股份有限公司、上海电气集团股份有限公司、哈尔滨电气集团公司三家公司的国内市场份额合计可以达到约 75%。虽然公司和许多国内大型锅炉制造商已经建立了多年的良好稳定的合作关系，但如果本公司的产品不再符合大型锅炉制造商要求，将会对公司的经营业绩产生不利影响。

图 5：2007-2010 年 1-6 月燃控科技向前五位客户销售额及占总收入比



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

业绩受电力行业建设周期影响的风险

虽然目前我国火电发电装机总容量不断增加且绝对值较大，大量存量机组及新增的机组对锅炉及辅助设备制造依然有较大需求，但是全国发电装机总容量增速特别是火电装机总容量增速的回落仍有可能对本公司现有产品的新增市场需求带来不利的影响。

应收账款坏账风险

2007 年、2008 年、2009 年、2010 年上半年，公司应收账款余额分别为 8,332.89 万元、7,920.11 万元、10,425.49 万元、12,855.44 万元，分别占公司当期流动资产的 53.46%、36.83%、41.02%、53.08%。虽然公司应收账款余额较大属于行业特点，但从应收账款的账龄来看，4 到 5 年账龄的应收账款比例分别为 0.41%、1.13%、2.78%、2.45%，比例有所上升，使公司面临应收账款坏账的风险加大。

公司控制权变动风险

发行人控股股东杰能公司股权分散，共 38 名自然人持有杰能公司的股权，王文举等六名实际控制人共持有杰能公司股权比例为 53.36%。虽然公司的实际控制人拥有长期合作的良好基础，并通过两次签署《一致行动关系协议书》，对一致行动人的提出提案、表决、意见不一致的解决办法及股权的转让等可能影响一致行动关系的问题已经详细确定。但如果上述未来协议不能得到有效执行，六人中某人或某些人违反《一致行动关系协议书》约定，未发表一致的表决意见，或向一致行动人以外的其他股东或非股东方转让股权，将导致一致行动关系的其他各方持有表决权份额低于杰能公司全部表决权份额的 50%，从而引发发行人控制权变动风险。

估值分析与投资建议

我们预计公司 2010 年到 2012 年 EPS 为 0.72、1.11、1.36 元，结合可比上市公司估值，给予公司 2010 年 40 倍、2011 年 30 倍的市盈率，我们认为公司合理的价值区间为 28.8~33.3 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	213	262	396	527	货币资金	77	807	795	818
营业成本	109	136	205	283	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	103	126	191	244	应收账款	109	134	203	270
% 营业收入	48.6%	48.0%	48.3%	46.2%	存货	30	37	55	76
营业税金及附加	2	3	4	5	预付账款	4	5	8	10
% 营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	13	16	24	33	流动资产合计	254	1024	1124	1259
% 营业收入	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	18	22	33	44	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	长期股权投资	8	8	8	8
财务费用	5	1	-3	-3	投资性房地产	1	1	1	1
% 营业收入	2.5%	0.2%	-0.7%	-0.6%	固定资产合计	25	71	112	146
资产减值损失	0	2	5	5	无形资产	127	120	114	109
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	8	0	1	1
营业利润	65	83	128	160	其他非流动资产	-8	-8	-8	-8
% 营业收入	30.4%	31.6%	32.3%	30.4%	资产总计	414	1217	1352	1515
营业外收支	10	10	12	15	短期贷款	96	0	0	0
利润总额	74	93	140	175	应付款项	41	51	76	105
% 营业收入	34.9%	35.4%	35.4%	33.2%	预收账款	13	16	24	32
所得税费用	12	15	23	28	应付职工薪酬	1	2	3	4
净利润	62	78	117	147	应交税费	21	1	1	1
归属于母公司所有者					其他流动负债	1	1	1	1
的净利润	62.3	77.8	117.5	146.9	流动负债合计	173	70	105	144
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.58	0.72	1.09	1.36	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	40	40	40	40
经营活动现金流净额	31	50	57	97	负债合计	213	110	145	184
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	200	1106	1206	1331
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	200	1106	1206	1331
固定资产投资	-11	-53	-54	-55	负债及股东权益	414	1217	1352	1515
其他	39	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	28	-53	-54	-55		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.577	0.720	1.088	1.360
股权融资	0	840	0	0	BVPS	2.50	13.83	15.08	16.64
银行贷款增加（减少）	-14	-96	0	0	PE	64.10	51.37	34.01	27.20
筹资成本	18	-12	-15	-19	PEG	1.94	1.55	1.03	0.82
其他	-34	0	0	0	PB	14.77	2.67	2.45	2.22
筹资活动现金流净额	-29	732	-15	-19	EV/EBITDA	54.05	33.20	22.17	17.28
现金净流量	30	729	-12	23	ROE	31.1%	7.0%	9.7%	11.0%

分析师介绍

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。