

方正证券研究所

机械行业资深研究员：李俭俭

执业证书编号：S1220208100112

TEL: 010-68584863

E-mail: lijianjian@foundersc.com

电力设备行业研究员：姚玮

TEL: 010-68584809

E-mail: yaowei0@foundersc.com

研究助理：赵甘晶

TEL: 010-68584809

E-mail: zhaoganjing@foundersc.com

联系人：杨玢

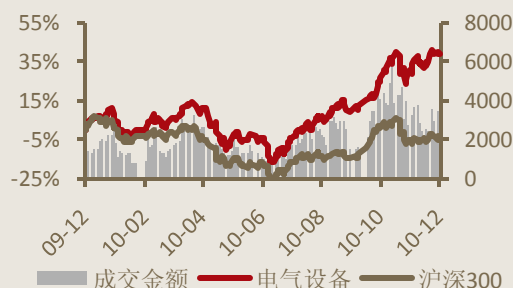
TEL: (86731) 85832449

Email: yangbin0@foundersc.com

发行上市资料

发行价格(元)	23.00
A股发行股数(万股)	8200.00
发行前总股本(万股)	31873.40
发行后总股本(万股)	40073.40
发行日期	2010-12-23
发行方式	网下配售, 网上发行
主承销商	广发证券股份有限公司
预计上市日期	

电气设备行业相对指数表现



请务必阅读最后特别声明与免责条款

四方股份(601126)

公司新股申购报告
2010.12.23

电气设备行业

投资要点

※ 国内电力系统自动化行业的“北丐”

公司在继电保护、电网自动化及发电厂自动化领域拥有国内乃至国际领先的技术和研究成果，主要产品获得多项国家级或省部级奖项。在国家电网公司2009年二次设备总招标中以21.20%的中标额位列第二。同时，公司也是我国第一条750kV输电线路工程、国内首个特高压工程的首要供应商。公司与南京南瑞继保南北呼应，为国内继电保护两大龙头公司之一。

※ 公司传统技术优势受益智能电网高景气

公司是国内最早从事继电保护、电网自动化等业务的专业电力系统自动化公司，在国内西电东输、交流特高压示范线等多个电力系统重大工程中均表现突出。“十二五”电网建设有望突破2万亿，公司具备的牢固行业地位将使其收益智能电网全面建设带来的行业高度景气机会。

※ 募投项目优化完善产品结构，提高公司竞争优势

募集资金将使公司的主要产品得以升级和完善，生产能力显著增强，进一步提高现有产品的技术领先优势并扩大市场份额，有利于加强公司的研发能力和盈利能力。另外，公司的产品领域得以横向扩展，可以向现有客户提供更为多样化的产品，并加大向电力系统外用户的延伸，加速公司做大做强，进一步提高公司在电力自动化领域的综合竞争力。

※ 新股投资建议

我们预测公司IPO摊薄后2010-2012年的每股收益将达到0.37元，0.49元，0.62元。综合考虑公司所处行业地位及技术优势，基于公司2010年业绩以及行业可比的上市公司平均市盈水平，我们认为给予40-45倍市盈率比较合理。按照2011年预测每股收益0.49元，我们预期公司二级市场的合理价格为19.60-22.05元之间。

※ 风险提示：

技术开发和升级的风险；知识产权受到侵害的风险；市场竞争加剧的风险；高度依赖电力行业的风险

特别提示：本报告所预测新股定价不是上市首日价格表现，而是在现有市场环境基本保持不变情况下的合理价格区间。

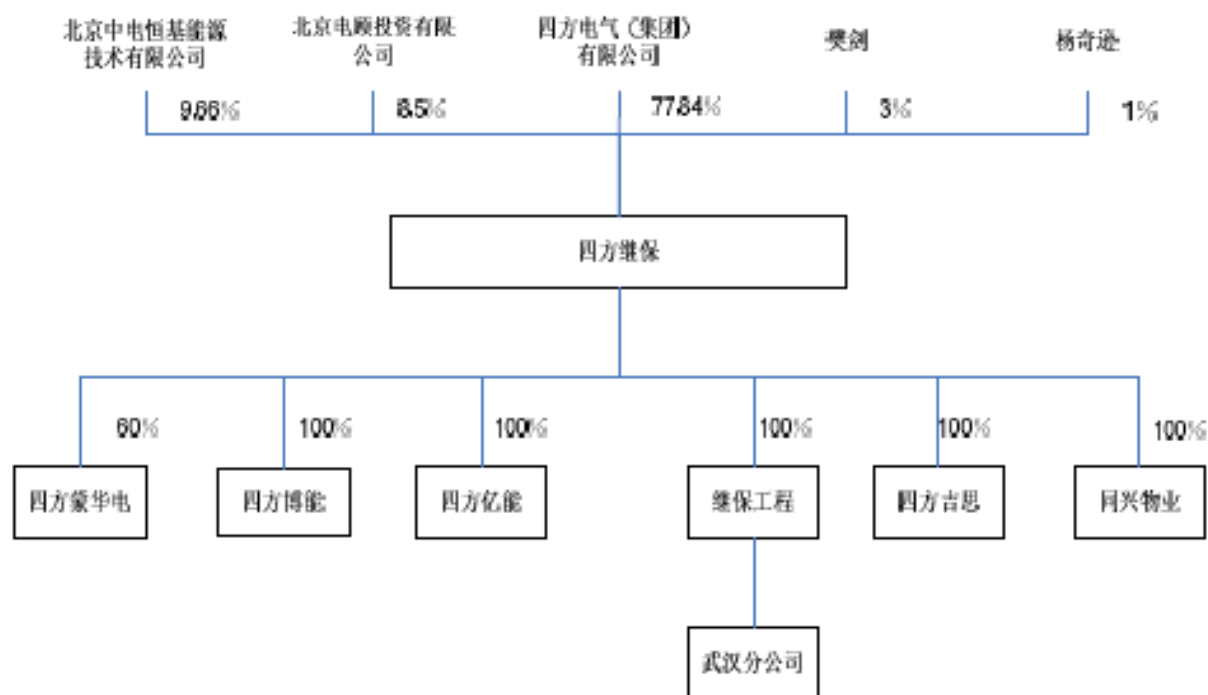
一、公司概况

1. 公司简介及股权结构

公司是国内电力系统自动化领域的领先者。公司在继电保护、电网自动化及发电厂自动化领域拥有国内乃至国际领先的技术和研究成果，主要产品获得多项国家级或省部级奖项。在我国第一条750kV输电线路——西北750kV示范工程中，公司是其保护设备的三家供应商之一和变电站自动化系统仅有的两家供应商之一。在国内首个特高压工程——1,000kV晋东南——南阳——荆门特高压交流试验示范工程中，公司是其线路保护装置的两家供应商之一、过电压及远方跳闸保护装置的两家供应商之一、变电站自动化系统的三家供应商之一、功角测量装置的唯一供应商、稳态过电压控制装置的两家供应商之一及继电保护及故障信息管理子站的唯一供应商。

四方电气为公司的控股股东，持有公司24,810.25 万股，占总股本的77.84%。杨奇逊先生和王绪昭先生分别持有四方电气27.07%和19.54%的股权，两人合计持有四方电气46.62%的股权，杨奇逊先生持有本公司1%的股权。这次发行前公司总股本为31,873.4 万股，本次发行不超过8,200 万股，发行后公司总股本不超过40,073.40 万股，这次发行的股份占发行后总股本的比例不超过20.46%。

图表 1 公司股权结构



资料来源：公司招股意向书

2. 公司主营业务在二次设备领域占据领先地位

公司主要从事继电保护、电网自动化及发电厂自动化产品的研发、生产、销售和技术服务。公司的主营业务主要面向电力行业。目前，除电力行业之外，公司的系列产品已成功应用于石化、铁路、煤炭和冶金等行业。

图表 2 公司的主要产品分类

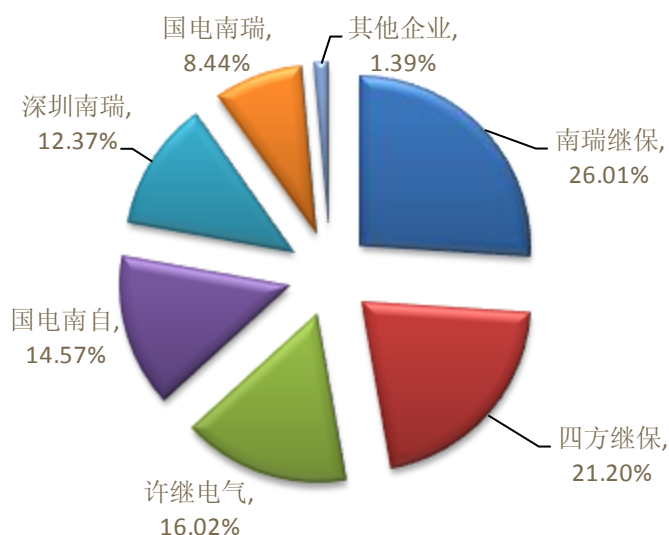
主要产品系列	产品名称
继电保护及变电站自动化系统	继电保护及自动装置
	变电站自动化系统
电力系统安全稳定监测控制系统	动态安全监控系统
	安全稳定控制系统
电网继电保护及故障信息系统	电网继电保护及故障信息系统
	发电厂电气自动化系统
发电厂自动化系统	发电机组励磁控制系统
	发电机组扭振保护控制装置
	电网调度自动化系统等
其他	

资料来源：公司招股意向书

公司在继电保护和电网自动化领域市场份额位列第二。

国家电网公司 2009 年二次设备总招标 56,243.79 万元。从各企业的中标情况看，四方继保以 21.20% 的中标额位列第二，仅次于南瑞继保 26.01% 的中标额，高于许继电气的 16.02%。

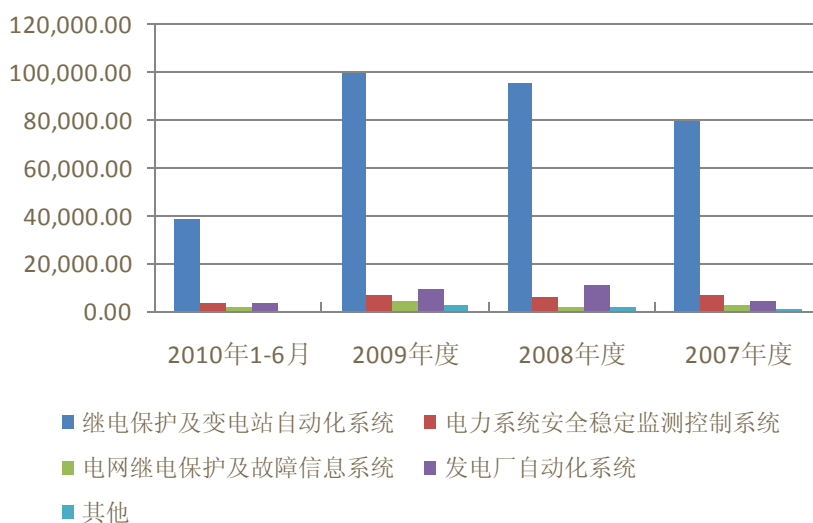
图表 3 国家电网 2009 年二次设备招标中标情况



资料来源：方正证券整理

从产品的销售收入来看，继电保护及变电站自动化系统是公司目前的主要收入来源，占总收入的 80%，电力系统安全稳定监测控制系统、电网继电保护及故障信息系统、发电厂自动化系统也实现了一部分的销售收入。

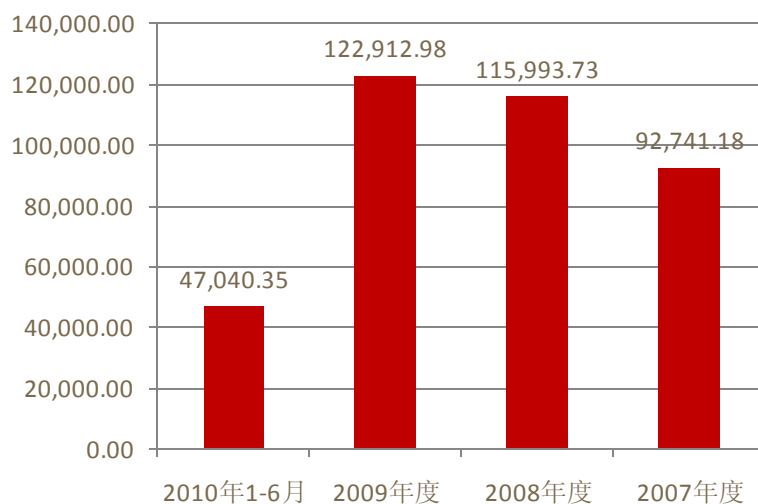
图表 4 公司主要产品近 3 年的分类销售收入情况



资料来源：方正证券整理

从总销售收入来看，近年来销售收入都是稳步增长的，08年增长了 25.07%，09 年的增长率为 6.00%。

图表 5 公司主要产品近 3 年总销售收入情况



资料来源：方正证券整理

公司产品的主要客户为国家电网公司、南方电网公司、各大发电公司及其下属分公司、子公司，以及石化和冶金等行业的用户。公司不存在向单个客户的销售比例超过总额的 50%或严重依赖于少数客户的情况。

图表 6 公司最近三年及一期向前五名客户合计的销售情况

年份	营业收入	前五名客户的销售额	销售额占营业收入的比例
2010 年 1-6	47,040.35	6,769.18	14.39%

2009 年度	122,912.98	16,241.17	13.21%
2008 年度	115,993.73	14,268.68	12.30%
2007 年度	92,741.18	12,620.07	13.61%

资料来源：公司招股意向书

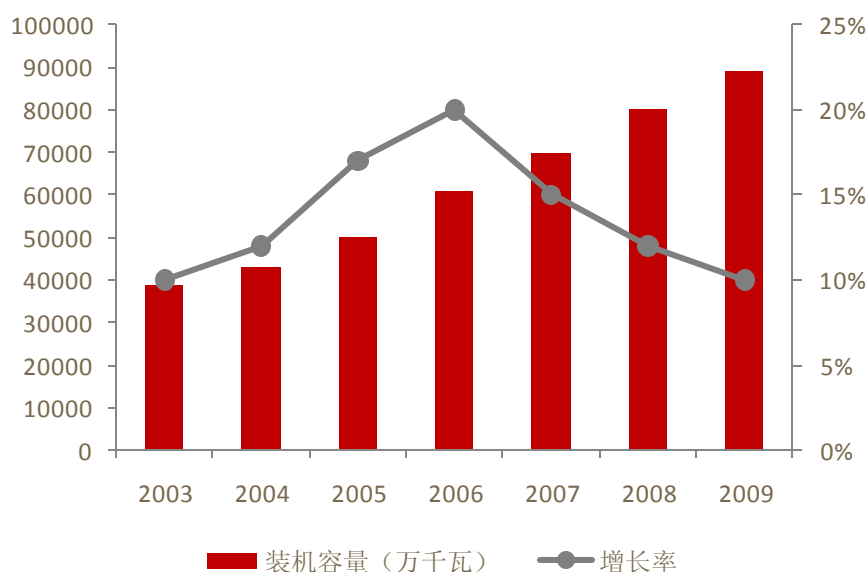
二、行业发展前景及公司竞争优势

1. 国内电力需求快速增长

(1). 装机容量增大，发电厂自动化市场空间稳步扩大。

截至2009 年底，我国发电装机总容量已经达到8.74亿千瓦，同比增长10.23%。根据国家电网公司预测，“十二五”期间，发电装机总容量预计将达到11.2亿千瓦。到“十三五”结束，装机容量计划将增长4.56亿千瓦，总体投资约为22,800 亿元。预计每年电厂二次设备投资额将达到160亿元左右，其中发电厂自动化系统的市场容量约为50亿元。因此，随着装机容量的不断增大，以及核电、风电、光伏等大型电源项目投入的增加，发电厂自动化市场空间将稳步扩大。

图表 7 发电装机容量统计

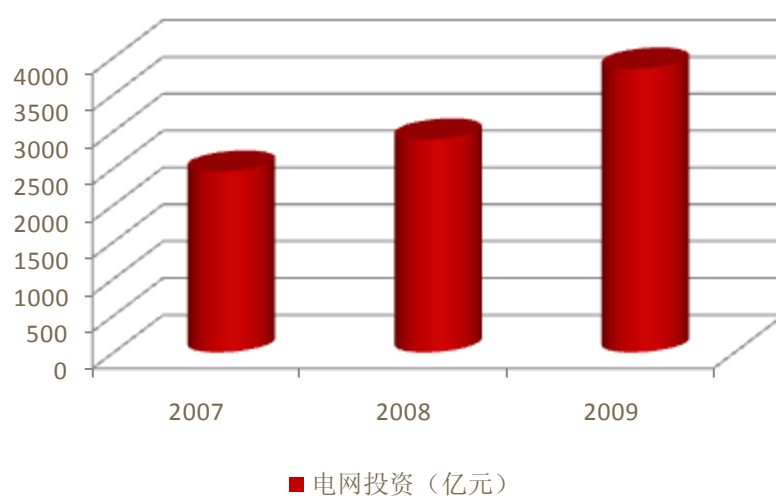


资料来源：方正证券研究所整理

(2). 改善“重发电轻供电”现象，加大电网投资。

另外，我国电力工业“重发电轻供电”的现象严重，电网建设的累计投资仅占电力建设投资的30%左右，远低于发达国家50%以上的水平。未来我国电网投资将会保持快速增长。2009 年全国电网工程建设总投资达3,847 亿元，同比增长33%，电网二次设备投资额超过300 亿元。国家对电网建设投入的不断加大，将为电力系统二次设备制造商提供难得的发展机遇。

图表 8 近 3 年电网投资情况



资料来源：方正证券研究所整理

(3). 国家新能源政策及坚强智能电网战略促进需求增长

2009年5月，国家电网公司提出了建设以特高压电网为骨干网架、各级电网协调发展的坚强电网为基础，利用先进的通信、信息和控制技术，构建以信息化、自动化、互动化为特征的自主创新、国际领先的统一坚强智能电网的战略发展目标，并分三个阶段予以实施。

图表9 智能电网的战略实施的三个阶段

阶段	时期	目标
规划试点	2009-2010 年	重点完成坚强智能电网的整体规划，形成顶层设计；加强各级电网建设，开展关键性、基础性、共用性技术研究，进行技术和应用试点。
全面建设	2011-2015 年	加快特高压电网和城乡配电网建设，初步形成智能电网运行控制和互动服务体系，关键技术和装备实现重大突破和广泛应用。
引领提升	2016-2020 年	全面建成统一的坚强智能电网，技术与装备全面达到世界先进水平，清洁能源装机比例达 35%，分布式电源实现“即插即用”，智能电表普及应用。

资料来源：公司招股意向书

2. 行业的进入障碍

(1). 技术与人才壁垒较高

电力系统二次设备制造行业以电力系统运行和故障分析理论为基础，涉及继电保护技术、微处理机技术、计算机网络和控制技术、现代通信技术、系统集成技术、电力系统故障诊断技术、电力自动化技术、嵌入式开发技术、机电一体化制造技术、电磁兼容技术、发电厂运行与控制技术、过程自动化技术、现场总线控制技术等多个技术领域的交叉发展，因此要求企业不仅具有专业系统的研究背景和扎实的技术基础，其技术水平及产品安全稳定性能还要通过行业验证部门

严格的认定和测试。

(2). 行业准入标准高

由于现代电力系统的运行情况极其复杂,尤其是在大容量发电机组、高电压等级输变电领域,电力系统运行的安全性、稳定性至关重要。电力系统二次设备主要完成对一次设备的故障保护、操作控制和运行监测等任务,一般来说,电力系统对这类设备的选择性、灵敏性、快速性和可靠性有很高的要求。因此,为了在降低运行风险的同时满足电力系统的高标准要求,各电网公司和发电集团在招标时大多制定严格的考核指标对投标方的运行业绩水平、项目实施能力、化解电网安全事故的参与能力、售后服务和产品长期维护水平等进行评测,并将考核结果作为选择中标方的重要依据。这些要求使得公司所处行业具有较高的进入壁垒。

(3). 高标准、长周期的服务能力

电力系统一般需要连续运行数年,因此其安全运行对继电保护及自动化设备的稳定性要求极高。一旦二次设备运行出现问题,则需要设备供应商及时有效地予以解决。而且由于继电保护及自动装置和各种电网、发电厂自动化设备的技术含量较高、运行指标较为复杂,用户对供应商提供的技术服务依赖就更加突出。因此,能否为客户提供高标准、长周期的后续服务是企业能否争取并维持客户资源的关键因素之一。

3. 公司竞争优势

(1). 技术研发及创新优势

公司从建立初期就把确保技术优势、创新优势作为发展的第一要务,一直保持着较高比例的研发投入。最近三年及一期,公司的年均研发费用占营业收入的比例达到 9%以上。公司作为主要起草人或参与起草人,先后参加了 80 多项国际标准、国家标准和行业标准的起草和制修订工作。到目前为止,在公司参与起草的标准中,已发布的标准有 50 余项,其中国际标准 1 项,国家标准 30 项,行业标准 23 项。

(2). 品牌优势

作为国内电力系统二次设备制造品牌企业之一,公司已经累积十多年的行业运行经验,尤其在继电保护装置及变电站自动化系统的研发、制造和销售方面,产品遍布全国,获得业内广泛好评,位居国内二次设备供应商的前三位。2006 年,CSC-2000 变电站自动化系统荣获“北京市名牌产品”荣誉称号。2007 年 9 月公司生产的四方牌电力自动化监控设备被国家质量监督检验检疫总局授予“中国名牌产品”称号。

(3). 人才优势

公司秉承“以人为本、知识创新”的人力资源理念,高度重视自主创新并拥有一支高水平的研发队伍,现有研发技术人员 491 名,研发人员占公司总人数的比重达到 27.11%。

研发技术人员在长时间的发展过程中积累了丰富的生产、设计、现场运行经验，深入了解国内电力系统自动化复杂的运行环境，可以针对电力系统客户的个性化需求进行产品开发。公司已获得专利 83 项、软件著作权 106 项，在国内同行业高新技术企业中处于领先地位。

三、募股资金用途

公司此次拟 IPO 发行不超过 8,200 万股人民币普通股，募集资金将用于以下项目：

图表10 募股资金用途

序号	项目名称	预计投资额(万元)	募集资金年度投资计划(万元)		
			第 1 年	第 2 年	第 3 年
一	产品类项目				
1	新型电力系统成套继电保护设备项目	7,700.00	5,675	1,525	500
2	CSC-2000 (V3) 变电站自动化系统项目	9,600.00	7,400	1,800	400
3	电力系统动态监控系统升级项目	6,307.29	4,612.29	1170	525
4	新一代电网继电保护及故障信息系统项目	4,039.00	2,979	810	250
5	轨道交通自动化系统项目	4,200.00	1,912.50	1,727.50	560
6	配网自动化系统项目	6,300.00	3,825	2,025	450
二	平台类项目				
1	通用电力系统自动化软件平台项目	4,569.00	2,969	1,600	
2	全国营销平台及客户服务体系建设项目	5,713.00	4,530	1,183	
三	生产基地扩建项目	6,174.85	3,006.85	3,168	
四	补充流动资金	6,000.00	6,000		

资料来源：公司招股意向书

四、盈利预测与估值

我们预测公司 IPO 摊薄后 2010-2012 年的每股收益将达到 0.37 元，0.49 元，0.62 元。综合考虑公司所处行业地位及技术优势，基于公司 2010 年业绩以及行业可比的上市公司平均市盈水平，我们认为给予 40-45 倍市盈率比较合理。按照 2011 年预测每股收益 0.49 元，我们预期公司二级市场的合理价格为 19.60-22.05 元之间。

图表 11 同类可比公司 PE 估值比较

公司	PE (2009 年)	PE (2010 年)	PE (2011 年)
国电南瑞	160.0	108.9	77.2
国电南自	84.3	64.8	45.4
许继电气	98.0	72.5	50.7
积成电子	78.4	54.5	37.5
金智科技	58.4	28.6	23.6
北京科锐	43.8	39.8	28.1

平均值（扣除最高与最低值）	80.6	58.26	41.4
---------------	------	-------	------

资料来源：方正证券研究所整理

图表 12 公司产品分项目盈利预测

单位（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入预测				
继电保护及变电站自动化系统	994.40	1044.12	1461.76	2046.47
增长率	4.00%	5.00%	40.00%	40.00%
电力系统稳定监测控制系统	70.62	74.15	88.98	106.78
增长率	23.70%	5.00%	20.00%	20.00%
电网继电保护及故障信息系统	39.43	41.40	47.61	54.75
增长率	109.00%	5.00%	15.00%	15.00%
发电厂自动化系统	96.00	148.80	238.07	380.92
增长率	-12.90%	55.00%	60.00%	60.00%
其它	28.69	26.68	29.34	32.28
增长率	24.20%	-7.00%	10.00%	10.00%
收入合计	1229.13	1335.14	1865.78	2621.20
营业成本预测				
继电保护及变电站自动化系统	593.46	626.47	884.37	1248.35
毛利率	40.30%	40.00%	39.50%	39.00%
电力系统稳定监测控制系统	41.06	43.01	52.05	63.00
毛利率	41.90%	42.00%	41.50%	41.00%
电网继电保护及故障信息系统	18.61	18.63	21.43	24.64
毛利率	52.80%	55.00%	55.00%	55.00%
发电厂自动化系统	49.49	74.40	119.04	190.46
毛利率	48.40%	50.00%	50.00%	50.00%
其它	21.73	20.70	23.81	27.38
毛利率	24.20%	25.00%	25.00%	24.00%
成本合计	724.35	783.21	1100.69	1553.82

资料来源：方正证券研究所整理

五、风险提示

1. 技术开发和升级的风险

由于电力自动化产品的技术属于计算机技术、网络通信技术、数字信号处理技术和自动控制技术等技术的综合应用，且其技术开发具有更新快、投入大、市场需求变化多样等特点，因此公司需要不断进行新技术、新产品的研发。如果公司不能及时准确把握市场发展趋势，对现有技术和产品进行升级换代，

以开发出满足用户需求的新产品,则会导致公司丧失已有市场份额,减缓公司发展速度,同时也将造成公司研发资源的浪费,影响公司可持续发展战略的实施。

2. 知识产权受到侵害的风险

公司作为高新技术企业,一直致力于自主知识产权的开发与保护。截至 2010 年 6 月 30 日,公司已拥有专利 83 项,软件著作权 106 项,这些知识产权直接应用于公司的主要产品,服务于用户。如果公司的知识产权受到侵害或因其他原因导致知识产权被宣告失效,将直接影响到公司产品的竞争力,对公司未来的业绩产生不利影响。

3. 市场竞争加剧的风险

公司的主要产品技术含量高,一直在市场竞争中处于优势地位。但是,根据我国电力建设工程的管理体制,用户普遍采取招标方式选择供应商,而且投标报价因素所占的评标比重有提高的趋势,公司为扩大市场占有率而可能被迫采取降价销售的策略。因此,公司存在由于市场竞争加剧导致综合毛利率水平下降的风险。

4. 高度依赖电力行业的风险

公司主要产品能广泛应用于电力、轨道交通、石化等行业,但目前主要集中在国内电力行业。目前公司来源于电力行业的收入占营业收入的比例超过 90%,因此公司生产经营存在高度依赖国内电力行业的风险。如果我国电力体制改革的取向和电力工业发展的政策出现重大调整,将导致电力行业发展速度放缓,则可能对公司未来的业绩产生不利影响。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1334.82	3373.13	4270.04	4575.12	经营活动现金流	171.55	491.59	642.39	884.47
现金	167.83	2493.81	2938.74	3555.25	净利润	127.90	148.79	198.02	249.02
应收账款	779.93	466.79	777.06	271.42	折旧摊销	33.73	31.15	44.63	63.42
其它应收款	31.16	45.13	62.59	86.27	财务费用	22.94	20.03	3.73	13.11
预付账款	23.98	35.31	11.34	41.09	投资损失	0.00	0.05	0.07	0.04
存货	296.19	323.32	435.78	600.10	营运资金变动	-17.93	296.30	394.43	558.32
其他	35.73	8.77	44.54	20.99	其它	4.91	-4.73	1.52	0.56
非流动资产	212.59	203.16	247.02	310.28	投资活动现金流	-14.22	-17.04	-90.07	-127.27
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-19.38	-13.99	45.33	63.80
固定资产	125.97	116.21	145.01	184.56	长期投资	0.32	0.00	0.00	0.00
无形资产	63.68	59.76	75.94	97.72	其他	-33.29	-31.03	-44.74	-63.48
其他	22.95	27.19	26.07	28.00	筹资活动现金流	-105.32	1851.44	-107.39	-140.69
资产总计	1547.41	3576.30	4517.06	4885.40	短期借款	-23.29	-14.09	17.15	-6.74
流动负债	877.09	873.64	1737.46	1977.95	长期借款	10.00	-2.28	-0.91	-0.97
短期借款	333.55	319.46	336.61	329.87	其他	-92.04	1867.81	-123.63	-132.98
应付账款	294.39	221.87	878.82	1192.94	现金净增加额	52.01	2325.99	444.93	616.50
其他	249.16	332.31	522.03	455.14					
非流动负债	13.84	11.39	10.53	9.58	主要财务比率	2009	2010E	2011E	2012E
长期借款	10.00	7.72	6.81	5.84	成长能力				
其他	3.84	3.68	3.72	3.75	营业收入	5.21%	8.10%	39.74%	40.49%
负债合计	890.93	885.03	1747.99	1987.53	营业利润	-2.74%	26.77%	49.26%	32.83%
少数股东权益	22.48	24.15	26.16	28.45	归属母公司净利润	1.64%	15.73%	33.24%	25.88%
归属母公司股东权益	634.00	2667.12	2742.91	2869.42	获利能力				
负债和股东权益	1547.41	3576.30	4517.06	4885.40	毛利率	41.12%	42.00%	41.01%	40.72%
					净利率	10.36%	11.14%	10.61%	9.50%
利润表	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	19.48%	5.53%	7.15%	8.59%
营业收入	1235.12	1335.14	1865.78	2621.20	ROIC	13.03%	4.96%	6.40%	7.75%
营业成本	727.20	774.38	1100.69	1553.82	偿债能力				
营业税金及附加	11.28	12.02	18.31	24.42	资产负债率	57.58%	24.75%	38.70%	40.68%
营业费用	189.47	200.27	285.46	401.04	净负债比率	38.56%	37.19%	19.78%	17.02%
管理费用	178.55	196.27	261.21	366.97	流动比率	1.52	3.86	2.46	2.31
财务费用	22.94	20.03	3.73	13.11	速动比率	1.18	3.49	2.21	2.01
资产减值损失	9.42	10.11	14.18	19.88	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.79	0.52	0.46	0.56
投资净收益	0.00	-0.05	-0.07	-0.04	应收帐款周转率	1.64	2.14	3.00	5.00
营业利润	96.25	122.02	182.13	241.93	应付帐款周转率	2.32	3.00	2.00	1.50
营业外收入	57.84	56.11	57.00	56.98	每股指标(元)				
营业外支出	1.17	1.01	1.30	1.16	每股收益	0.40	0.37	0.49	0.62
利润总额	152.93	177.13	237.83	297.75	每股经营现金	0.54	1.23	1.60	2.21
所得税	25.02	28.34	39.81	48.73	每股净资产	1.99	6.66	6.84	7.16
净利润	127.90	148.79	198.02	249.02	估值比率				
少数股东损益	0.78	1.68	2.01	2.29	P/E	36.31	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	127.12	147.11	196.01	246.73	P/B	7.28	0.00	0.00	0.00
EBITDA	186.66	208.28	282.46	361.17	EV/EBITDA	25.81	-10.26	-9.07	-8.82
EPS (元)	0.40	0.37	0.49	0.62					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com