

西泵股份 (002536)：国内最大、最有竞争力的汽车水泵生产厂商

汽车及配件

合理价：31.5-37.8 元

报告日期：2010 年 12 月 28 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	672	980	1257	1500
(+/-)	4.51%	45.86%	28.24%	19.33%
营业利润	58	110	139	166
(+/-)	163.64%	88.34%	26.79%	19.50%
归属于母公司 的净利润	53	95	121	145
(+/-)	115.45%	79.25%	27.37%	19.83%
每股收益(元)	0.74	0.99	1.26	1.51

公司发行新股基本情况

发行日期/上市日期	2010.12.29/
发行后总股本（万股）	9,600
发行股数（万股）	2,400
发行价格（元）	36.00
发行市盈率（倍）	49
发行动态市盈率（倍）	36
行业滚动市盈率（倍）	18
实际控制人	孙耀志
实际控制人持股比例 (发行前/发行后)	23.6%/17.7%
发行前每股净资产(元)	3.74
发行前资产负债率	74.47%

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度摊薄后 EPS；

发行动态市盈率=发行价/发行当年预测摊薄后 EPS

天相汽车组

010-66045585 zhanghl@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 公司发行前总股本为7,200万股，本次发行24,00万股，占发行后总股本的25%。本次发行后，第一大股东宛西制药持股比例将由发行前的57.57%变为43.18%，孙耀志先生持有宛西制药41%的股份，仍为公司的实际控制人。
- 国内最大的汽车水泵、排气歧管生产厂商。公司是目前国内最大的汽车水泵、排气歧管生产厂商。2009年生产汽车水泵超过306万只，在行业中排名第一；生产排气歧管超过271万只，在行业中排名第二。截至2010年6月30日，公司汽车水泵全年产能为343万只/年；排气歧管全年产能为425万只/年。
- 拥有国内同行业最强的技术研发体系。公司是高新技术企业，设有行业内唯一博士后科研工作站，拥有国内同行业最专业的研发团队，获得国家级项目、发明专利等30余项。2001年公司技术中心被河南省评为省级技术中心。2007年公司参与修订了《内燃机水泵总成技术条件》、《内燃机水泵性能试验方法》两项国家行业标准。
- 拥有丰富的客户资源优势，议价能力较强。公司产品市场占有率达20%左右，公司客户涵盖国内包括上海大众、一汽大众、上海通用、福田汽车、东风集团在内的40多家汽车制造商，具有较强的议价能力。
- 募集资金项目缓解产能瓶颈。公司募集资金拟投资于新建乘用车水泵和排气歧管项目。2009年至今公司的产能利用率始终高于110%，公司发展明显受制于产能瓶颈。本次新建项目达产后，公司乘用车水泵新增产能300万只，排气歧管新增产能300万只，有效缓解公司产能紧张情况。
- 盈利预测与估值。预计2010-2012年归属母公司所有者净利润分别为9,515万元、12,052万元、14,503万元，按发行后总股本摊薄的每股收益分别为0.99元、1.26元、1.51元。综合考虑行业内可比上市公司的估值平均水平、中小板的估值水平以及公司的发展潜力，我们认为公司上市后的合理市盈率应为25-30倍。以2011年EPS1.26元进行估算，公司的合理价位应在31.5-37.8元之间。
- 风险提示。（1）生铁、低碳钢和铝合金等原材料价格上涨超预期风险；（2）需求下降和市场竞争更加激烈风险；（3）税收优惠风险；（4）偿债能力风险。

正文目录

1. 公司概况	4
1.1 公司基本情况：目前国内汽车水泵行业龙头	4
1.2 公司业务构成：汽车水泵为主，排气歧管为辅	5
2. 行业现状及发展前景	5
2.1 汽车水泵、排气歧管行业集中度有望提高	5
2.2 汽车水泵需求将持续增长	6
3. 公司竞争优势	7
3.1 品牌及质量优势	7
3.2 拥有国内同行业最强的技术研发体系	8
3.3 拥有丰富的客户资源优势，议价能力较强	8
4. 募集资金项目分析	10
5. 盈利预测与风险提示	11
5.1 盈利预测假设条件	11
5.2 盈利预测与估值-合理价格 31.5-37.8 元	11
5.3 风险提示	12

图表目录

图表 1: 发行前公司股权结构及对外投资结构图	4
图表 2: 发行后公司股权结构	4
图表 3: 2007-2010 年上半年公司主营产品收入、毛利占比	5
图表 4: 公司产品的国内主要竞争对手	6
图表 5: 2007-2010 年上半年公司产品销量市场 (OEM) 占有率	6
图表 6: 1992-2010 年 11 月我国汽车销量及增长情况	7
图表 7: 汽车水泵需求预测 (单位: 万只)	7
图表 8: 公司在技术研发方面获得的主要荣誉	8
图表 9: 公司近年来对研发投入情况	8
图表 10: 2009 年公司乘用车水泵、商用车水泵和排气歧管最终客户	9
图表 11: 2010 年 1-6 月公司产能及产销量情况	10
图表 12: 募集资金项目投资计划 (单位: 万元)	10
图表 13: 新建项目达产后新增产能 (单位: 万只)	10
图表 14: 西泵股份 (002536) 盈利预测	11

1. 公司概况

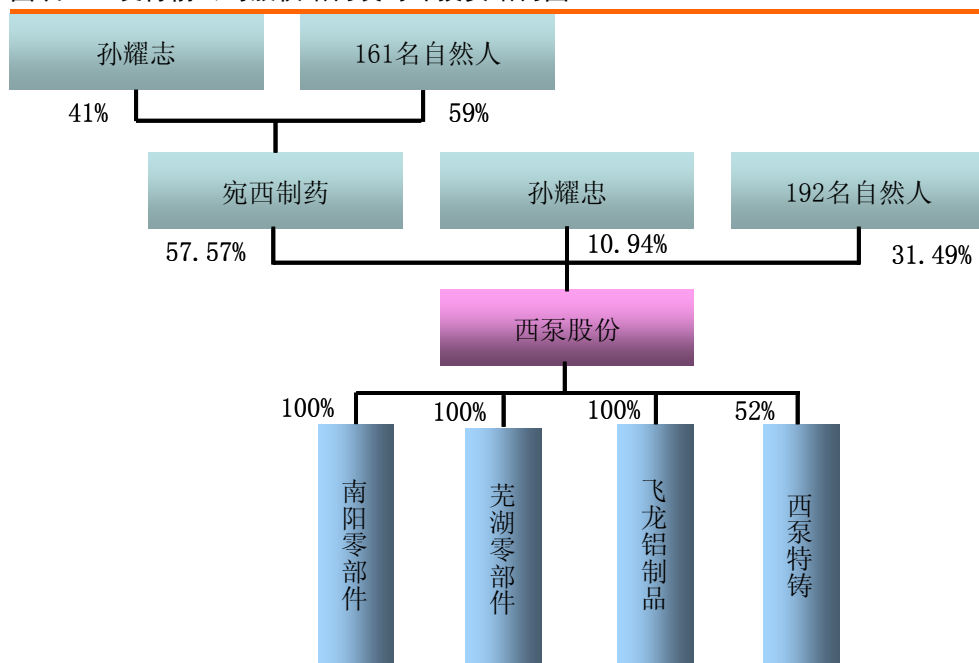
1.1 公司基本情况：目前国内汽车水泵行业龙头

公司成立于 2001 年 1 月。2002 年 10 月 15 日，由西泵有限整体变更设立为河南省西峡汽车水泵股份有限公司。

公司是目前国内最大的汽车水泵、排气歧管生产厂商。公司先后通过 ISO/TS16949、ISO14001 和 OHSAS18001 “三标一体” 认证，品牌知名度位居国内同行业前列。2006 年，全国汽车水泵行业唯一博士后科研工作站在公司挂牌；2008 年 3 月，公司“飞龙”商标被国家工商管理总局认定为“中国驰名商标”。公司生产的“飞龙”牌汽车水泵分重、中、轻、轿、微等五大系列 500 多个品种，排气歧管 200 多个品种，进气歧管 30 多个品种，主要客户是包括上海大众、上海通用、一汽大众、潍柴动力、美国康明斯、德国道依茨等在内的 40 余家知名企业。

公司发行前总股本为 7,200 万股，本次拟公开发行 2,400 万股，占发行后总股本的比例为 25%。本次发行后，第一大股东宛西制药持股比例将由发行前的 57.57% 变为 43.18%，孙耀志先生持有宛西制药 41% 的股份，仍为公司的实际控制人。

图表 1：发行前公司股权结构及对外投资结构图



资料来源：招股说明书，天相投顾整理

图表 2：发行后公司股权结构

序号	股东名称	股数（万股）	占比
1	宛西制药	4,145	43.18%
2	孙耀忠	788	8.21%
3	张天长	86	0.90%
4	焦雷	70	0.73%
5	梁中华	70	0.73%
6	其他189名自然人	2,041	21.26%
7	公众投资者	2,400	25.00%
	总股本	9,600	100.00%

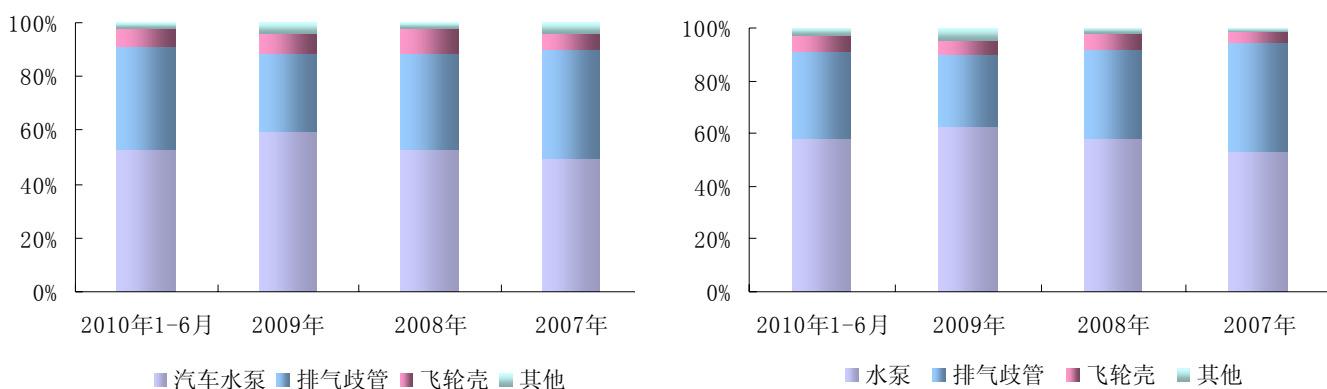
资料来源：招股说明书，天相投顾整理

1.2 公司业务构成：汽车水泵为主，排气歧管为辅

公司的产品包括发动机水泵、排气歧管等汽车发动机零部件。发动机水泵和排气歧管都是汽车发动机系统的重要部件，发动机水泵与发动机主轴连接，为发动机供应循环冷却水，是公司的主导产品。

公司经营状况良好，营业收入及净利润快速增长。尽管经历了2008年金融危机的冲击，2008-2010年公司净利润复合增长率超过70%，远高于国内同期整车销售38.5%的复合增长率。2010年上半年营业收入、归属母公司所有者净利润分别为5.01亿元、5,053万元，分别占2009年全年的74.62%、95.29%。其中，汽车水泵、排气歧管收入分别占主营业务收入的52.85%、38.44%。

图表 3：2007-2010 年上半年公司主营产品收入、毛利占比



资料来源：招股说明书，天相投顾整理

2. 行业现状及发展前景

2.1 汽车水泵、排气歧管行业集中度有望提高

目前国内汽车水泵、排气歧管生产企业众多，但真正达到规模要求的比较少，生产企业总体上呈现“弱、小、散”局面，目前国内汽车水泵、排气歧管生产企业约有100多家。公司是国内最大的汽车水泵和排气歧管生产企业。根据中国汽车工业协会统计数据，2009年及2010年1~6月公司乘用车水泵销售量分别占全国OEM市场容量的18.10%和19.49%、AM市场的6.13%和2.09%；商用车水泵销售量分别占全国OEM市场容量的29.77%和18.78%、AM市场的5.83%和2.34%。在本次募集资金投资项目全面落实后，公司的生产能力将进一步增强，规模化程度将更高，进一步扩大公司在本行业的竞争优势，不断扩大市场份额，加强行业老大的地位。

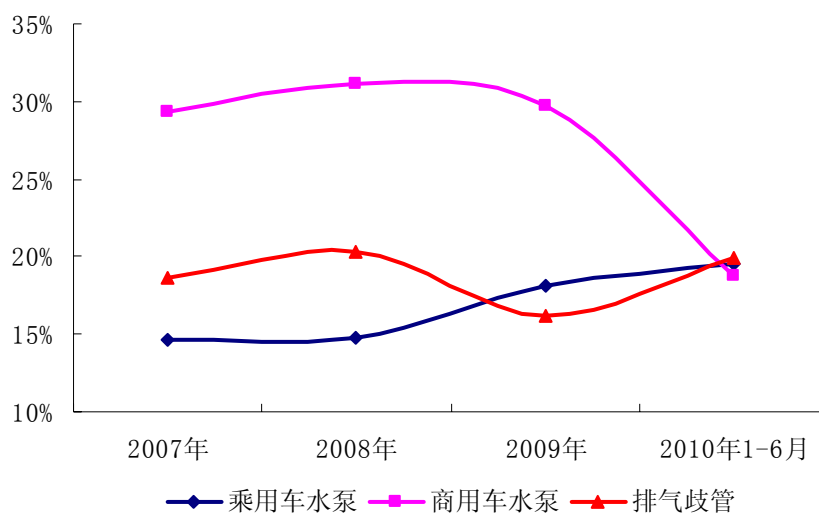
公司的竞争对手集中在国内，公司的主要竞争对手包括山东隆基集团有限公司、西峡县内燃机进排气管有限责任公司和一汽集团旗下的富奥汽车零部件股份有限公司，以及中外合资企业浙江爱信宏达汽车零部件有限公司、华纳圣龙（宁波）有限公司、富士和机械工业（昆山）有限公司等。

图表 4: 公司产品的国内主要竞争对手

竞争对手	汽车水泵	排气歧管	飞轮壳
富奥汽车	★		
山东隆基	★		
爱信宏达	★		
华纳圣龙	★		
西峡内燃机		○	
富士和机械		○	▲
佳木斯畅通		○	
萧山汽车滤清器		○	

资料来源: 招股说明书, 天相投顾整理

图表 5: 2007-2010 年上半年公司产品销量市场 (OEM) 占有率



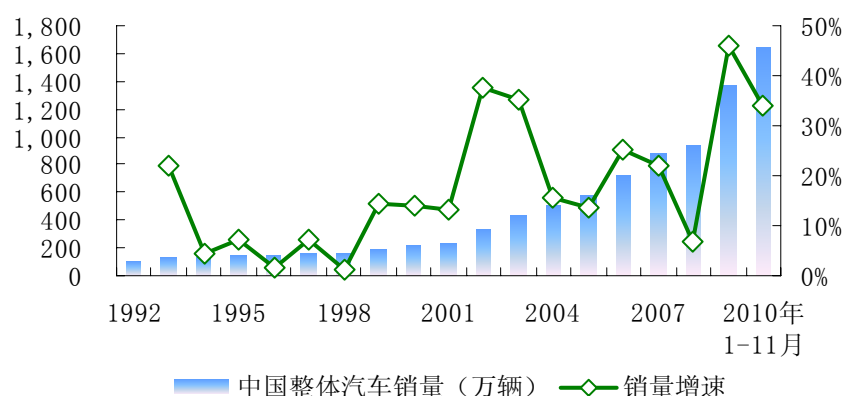
资料来源: 招股说明书, 天相投顾整理

2.2 汽车水泵、排气歧管需求将持续增长

汽车水泵市场需求主要取决于整车配套市场 (OEM) 和售后服务市场 (AM) 的需求。在国际、国内汽车工业持续增长、欧盟逐渐开放汽配市场及全球贸易一体化的带动下, 汽车水泵、排气歧管的市场需求将持续增长。

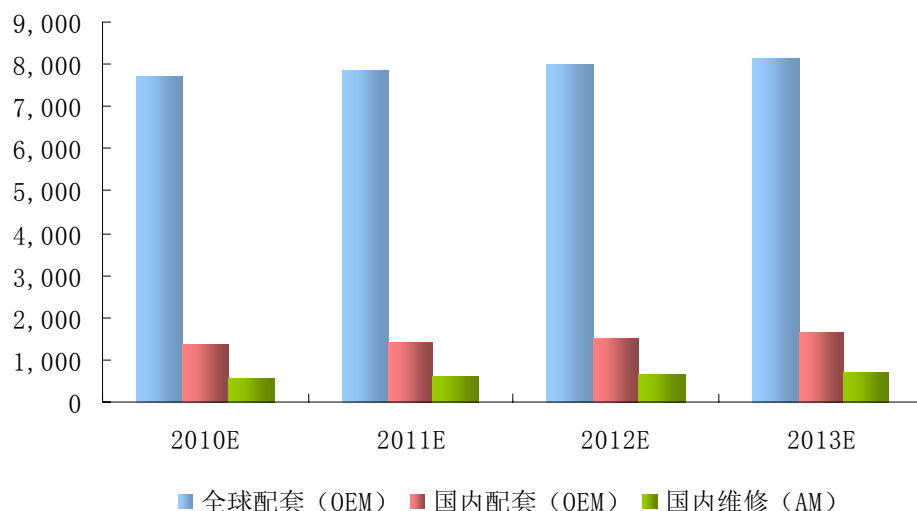
我国汽车工业的迅速发展带动了我国汽车发动机水泵和排气歧管需求不断提高。我国汽车销量由2000年度的208万辆迅速提高到2009年的1,364万辆, 年均复合增长率高达20%以上。2010年1-11月, 我国汽车销量达到1,637.5万辆, 比2009年全年高出275.5万辆, 同比增长34.14%。我们预计2010年汽车销量将达到1,800万辆, 同比增长32%左右。相对于整车而言, 我国零部件产业发展滞后, 零部件产业规模比整车产业只有0.75:1左右, 远低于欧美成熟市场1.7:1的水平, 伴随整车需求的稳步增长和汽车保有量的不断增加, 汽车零部件市场将保持更快的增长速度。

图表 6: 1992-2010 年 11 月我国汽车销量及增长情况



资料来源: 中国汽车工业信息网, 天相投顾整理

图表 7: 汽车水泵需求预测 (单位: 万只)



资料来源: 招股说明书, 天相投顾整理

3. 公司竞争优势

3.1 品牌及质量优势

公司“飞龙”牌商标目前是本行业国内知名度最高的品牌, 汽车水泵市场占有率常年保持第一, “飞龙”牌各系列汽车水泵已经成为国内整车厂商和主机厂商的首选配套品牌。

公司是“全国 100 家最佳汽车零部件供应商”。公司被主要客户通用五菱、上海大众、比亚迪、北汽福田、潍柴动力、广西玉柴和美国康明斯等评为优秀供应商、核心供应商。公司还获得“2010 最具竞争力汽配商”、“中国驰名商标”、“中国名牌产品”、“中国汽车水泵行业最具影响力第一品牌”等一系列荣誉称号, 同行业内市场美誉度第一。

2003 年公司通过了 ISO/TS16949 质量体系认证。目前公司的技术水平和产品质量都已达到国内先进水平，产品已经进入美国康明斯、德国道依茨、意大利菲亚特、韩国斗山等企业全球采购系统。

3.2 拥有国内同行业最强的技术研发体系

公司是高新技术企业，设有行业内唯一博士后科研工作站。2001 年公司技术中心被河南省评为省级技术中心，2009 年 11 月 7 日公司技术中心经中国合格评定国家认可委（CNAS）审核，顺利通过 ISO/IEC17025 实验室认证。2009 年 6 月 19 日，经河南省科学技术厅审核，批准公司建立河南省工程技术研究中心。

2007 年公司参与修订了《内燃机水泵总成技术条件》、《内燃机水泵性能试验方法》两项国家行业标准。由于不断加强自主研发和技术创新，近年来公司累计获得国家级火炬计划项目 1 个，目前公司及控股子公司共拥有专利 30 项，其中国家发明专利 2 项、实用新型专利 20 项、外观设计专利 8 项；正在申请国家发明专利 5 项。

图表 8：公司在技术研发方面获得的主要荣誉

时间	所获荣誉	颁发机构
2009 年	最佳VPI 项目开发支持奖	美国康明斯
2007 年	最佳持续改进奖	美国康明斯
2007 年	河南省高新技术产品	河南省科技厅
2006 年	新产品开发贡献奖	江淮汽车
2006 年	2005年度最佳研发奖	保定长城内燃机
2005 年	国家火炬计划项目	国家科技部
2004 年	河南省高新技术企业	河南省科技厅
2001 年	省级技术中心	河南省科技厅

资料来源：招股说明书，天相投顾整理

公司历来对研发非常重视，不断地进行投入。2009 年度公司研发费用达到了 3,826.54 万元，比 2008 年和 2007 年分别增长了 35.47%和 49.81%，占营业收入比例达到 5.69%，远高于国内汽车行业平均 2%-3%的水平。

图表 9：公司近年来对研发投入情况（单位：万元）

时间	2007年	2008年	2009年	2010年1-6月
研发费用	2,554	2,825	3,827	1,492
营业收入	52,915	64,305	67,192	50,141
比例	4.83%	4.39%	5.69%	2.97%

资料来源：招股说明书，天相投顾整理

3.3 拥有丰富的客户资源优势，议价能力较强

公司产品销售覆盖全国市场，并出口美国、欧洲等国家和地区。在国内市场，公司拥有的配套客户主要是国内重要的整车企业和主机厂商。目前公司主要长期客户有上海大众、一汽大众、神龙汽车、上海通用、通用五菱、上海汽车、奇瑞汽车、江铃汽车、江淮汽车、北汽福田、康明斯、吉利汽车、长安集团、比亚迪、广西玉柴、潍柴动力、中国重汽等四十余家国内知名企业。在海外市场，公司主要客户为美国康明

斯、德国道依茨、意大利菲亚特、韩国斗山、美国卡特彼勒、美国爱科等著名企业。

公司在行业中处于龙头地位，公司对主机配套厂商及整车厂商具有较强的议价能力。近年来，公司对国内汽车水泵和排气歧管产品定价具有一定的主导作用。因此，面对上游原材料的不断涨价，公司可以通过对产品提价，与主机配套厂商及整车厂商共同分担成本上涨的压力。对于通过协商无法接受产品提价的主机配套厂商及整车厂商，公司可根据客户的重要性和合作关系，从战略角度进行主动筛选。

图表 10：2009 年公司乘用车水泵、商用车水泵和排气歧管最终客户

乘用车水泵客户				
序号	客户名称	累计销量（只）	占本公司销量比例	占该客户采购量比例
1	奇瑞汽车股份有限公司	1,159,284	20.44%	77.33%
2	上海大众汽车有限公司	855,222	15.08%	47.29%
3	上汽通用五菱汽车股份有限公司	814,592	14.36%	81.46%
4	一汽一大众汽车有限公司	577,005	10.17%	39.57%
5	神龙汽车有限公司	570,074	10.05%	70.06%
6	哈尔滨东安汽车发动机制造有限公司	215,039	3.79%	28.36%
7	长城汽车股份有限公司	124,960	2.20%	60.51%
8	保定长城内燃机制造有限公司	116,416	2.05%	34.60%
9	一汽海马动力有限公司	117,662	2.07%	69.55%
10	浙江吉利汽车零部件采购有限公司	97,242	1.71%	18.52%
商用车水泵客户				
1	广西玉柴机器股份有限公司	687,809	23.25%	60.16%
2	潍柴动力(潍坊)备品资源有限公司	591,192	19.99%	57.32%
3	东风朝阳柴油机有限责任公司	421,244	14.24%	74.45%
4	一汽解放汽车有限公司无锡柴油机厂	236,569	8.00%	67.59%
5	广西玉柴机器专卖发展有限公司	196,238	6.63%	80.87%
6	珀金斯雷沃动力(天津)有限公司	129,959	4.39%	24.75%
7	第一拖拉机股份有限公司	126,902	4.29%	49.13%
8	上海柴油机股份有限公司	105,419	3.56%	44.08%
9	中国重汽集团济南动力有限公司	81,328	2.75%	20.50%
10	道依茨一汽(大连)柴油机有限公司	66,254	2.24%	18.32%
排气歧管主要客户				
1	哈尔滨东安汽车发动机制造有限公司	765,662	8.54%	69.08%
2	奇瑞汽车股份有限公司	725,470	8.09%	52.48%
3	一汽一大众汽车有限公司	533,249	5.95%	36.57%
4	康明斯	519,830	5.80%	40.51%
5	上海弘安汽车配件厂	423,108	4.72%	96.16%
6	江铃汽车股份有限公司	419,889	4.68%	34.28%
7	安徽江淮汽车股份有限公司发动机分公司	419,180	4.68%	76.45%
8	浙江吉利汽车零部件采购有限公司	412,509	4.60%	47.14%
9	保定长城内燃机制造有限公司	410,521	4.58%	59.80%
10	珀金斯雷沃动力(天津)有限公司	408,364	4.56%	77.78%

资料来源：招股说明书，天相投顾整理

4. 募集资金项目分析

目前公司汽车水泵产能为 343 万只，排气歧管产能为 425 万只。2007 年以来公司主要生产设备的生产设备高负荷运转，产能利用率趋于饱和，产销率较高，呈现产销两旺的局面。2007 年以来，公司乘用车水泵和排气歧管销量逐年增长，最近一年及一期增幅较大，公司基本处于满负荷或超负荷生产状态，2010 年上半年公司乘用车水泵产能利用率达到 112.48%。2007 年至 2009 年，公司接到的乘用车水泵订单需求量分别为 136 万只、120 万只、218.5 万只，公司当期的实际产能为 110 万只、110 万只、180 万只。公司一方面采取优先满足主要优质客户的需求策略，放弃部分客户、订单，另一方面通过增加工人数量和工作班次，增加零部件外协加工数量，以实现销售所需的产量。产能问题是公司迫切需要解决的最大问题。

图表 11：2010 年 1-6 月公司产能及产销量情况

产品	年产能（只）	产量（只）	产能利用率	订单量（只）	销量（只）	产销率
乘用车水泵	2,500,000	1,405,959	112.48%	1,420,000	1,390,749	98.92%
商用车水泵	930,000	466,921	100.41%	470,000	464,605	99.50%
水泵合计	3,430,000	1,872,880	109.21%	1,890,000	1,855,354	99.06%
排气歧管	4,250,000	2,014,643	94.81%	2,068,000	2,041,337	101.32%

资料来源：招股说明书，天相投顾整理

本次募集资金拟投资于新建乘用车水泵和排气歧管项目。达产后公司乘用车水泵新增产能 300 万只，排气歧管新增产能 300 万只，其中新增 50 万只高端不锈钢排气歧管的生产能力，将有效提升排气歧管产品的盈利能力。预计 2011 年底募投项目将建设完毕，2012 年实现达产。募集资金投资项目的实施将缓解公司目前乘用车水泵和排气歧管产能不足的瓶颈，提升公司竞争力。

图表 12：募集资金项目投资计划（单位：万元）

项目名称	投资额	建设周期	达产时间	年销售收入	年税后净利润
新建年产300万只汽车水泵、300万只排气歧管项目	28,000	2年	2012年	119,658	9,679
新建年产300万只乘用车水泵毛坯生产线项目	10,000	2年	2012年	21,000	1,912

资料来源：招股说明书，天相投顾整理

图表 13：新建项目达产后新增产能（单位：万只）

产品	目前产能	达产后新增产能	合计
乘用车水泵	250	300	550
铸铁排气歧管	425	250	675
不锈钢排气歧管	0	50	50
合计	675	600	1,275

资料来源：招股说明书，天相投顾整理

5. 盈利预测与风险提示

5.1 盈利预测假设条件

1、在生铁、低碳钢、铝合金等主要原材料价格保持稳定的前提下，考虑公司扩大市场占有率的目标，公司毛利率将保持平稳并略有下降；

2、考虑公司将不断研发新产品，预计管理费用率将保持稳定；考虑到公司主要客户资源稳定，并且稳步拓展 AM 市场，预计销量费用率将保持稳定；而 IPO 后公司财务费用率将有所降低，预计 2010-2012 年期间费用率分别为 17%、16%、15%。

5.2 盈利预测与估值-合理价格 31.5-37.8 元

预计 2010-2012 年归属母公司所有者净利润分别为 9,515 万元、12,052 万元、14,503 万元，按发行后总股本摊薄的每股收益分别为 0.99、1.26、1.51 元。

综合考虑行业内可比上市公司的估值平均水平、中小板的估值水平以及公司的发展潜力，我们认为公司上市后的合理市盈率应为 25-30 倍。以 2011 年 EPS1.26 元进行估算，公司的合理价位应在 31.5-37.8 元之间。

图表 14：西泵股份（002536）盈利预测

单位：万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	67,192	98,004	125,684	149,974
增长率	4.49%	45.86%	28.24%	19.33%
减：营业成本	47,294	70,046	91,245	110,355
毛利率	29.61%	28.53%	27.40%	26.42%
减：营业税金及附加	213	343	440	525
销售费用	3,048	3,920	5,027	5,999
管理费用	8,384	8,820	11,312	13,498
财务费用	2,335	3,920	3,771	2,999
期间费用率	20.49%	17.00%	16.00%	15.00%
减：资产减值损失	100	-3	-4	-5
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	5,818	10,957	13,893	16,603
增长率	163.20%	88.34%	26.79%	19.50%
营业利润率	8.66%	11.18%	11.05%	11.07%
加：营业外收入	571	1,000	1,250	1,600
减：营业外支出	39	250	350	450
利润总额	6,350	11,707	14,793	17,753
增长率	134.50%	84.37%	26.36%	20.01%
利润率	9.45%	11.95%	11.77%	11.84%
减：所得税	299	1,171	1,479	1,775
实际所得税率	4.70%	10.00%	10.00%	10.00%
净利润	6,051	10,537	13,314	15,978
归属于母公司所有者的净利润	5,303	9,515	12,052	14,503
增长率	115.78%	79.41%	26.66%	20.34%
净利润率	7.89%	9.71%	9.59%	9.67%
少数股东损益	748	1,022	1,262	1,475
总股本(万股)	7,200	9,600	9,600	9,600
全面摊薄每股收益(元)	0.74	0.99	1.26	1.51

资料来源：招股说明书，天相投顾整理

5.3 风险提示

1、主要原材料价格波动风险。公司生产所用主要原材料为生铁、低碳钢、铝合金、钼铁、镍板、轴承、水封、其他外协件和毛坯半成品。其中，其他外协件和毛坯半成品的主要原料也是生铁、钢材、铝合金等。因此，生铁、钢材、铝合金的价格变化对公司利润有重要影响。

2、需求下降和市场竞争更加激烈风险。公司属于汽车零部件行业，业务收入主要来源于为汽车制造商和发动机制造商配套的汽车水泵和排气歧管产品，若汽车行业景气度下降，客户的经营状况恶化，将可能造成公司订单减少、存货积压、应收款收回困难等风险，同时也将进一步加剧行业内的市场竞争，造成产品毛利率下降。

3、税收优惠风险。公司报告期内享受高新技术企业所得税优惠、国产设备所得税优惠、福利企业所得税优惠、技术转让所得减免企业所得税、模具技术开发收入免征营业税等优惠。2007年至2009年及2010年1~6月，公司依据上述政策享受的税收优惠占利润总额的比例分别为19.67%、18.65%、18.56%及0.30%。如未来相关优惠政策发生变化，或本公司及控股子公司不再符合上述税收优惠的条件，将对公司产生一定影响。

4、偿债能力风险。公司2007年、2008年、2009年年末及2010年6月30日，公司的母公司口径资产负债率分别为67.28%、70.89%、69.30%及65.88%，合并报表口径资产负债率分别为69.43%、73.07%、75.02%及74.47%，与国内同行业上市公司相比，公司资产负债率偏高，而流动比率和速动比率偏低，发行人偿债风险较大。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040