

# 业绩符合预期，进军合同能源管理

民生精品---简评报告/机械行业

2011 年 08 月 19 日

## 一、事件概述

公司于 2011 年 8 月 18 日晚间发布半年报，中期 EPS 0.44 元，同比增长 29.41%，业绩构成稍有差异，但总体符合我们的预期。预收账款增幅高出收入增长 8 个百分点，下半年业绩将好于上半年。

公司同时发布第六届董事会第十九次会议决议公告，审批同意本公司出资 90.89 万美元与开利亚洲有限公司共同投资设立屹创能源工程（上海）有限公司，公司控股 61%，正式进军建筑合同能源管理。我们认为该项业务将于机器人一起成为公司重点培养的新兴业务。

## 二、分析与判断

### ➤ 中报观点：业绩总体符合预期，下半年好于上半年，维持全年0.93EPS的判断

公司 2011 年上半年公司实现的营业收入 73.66 亿元，同比增长 16.72%，实现净利润 4.5 亿元，同比增长 27.48%，总体符合我们的预期。主营业务收入增长主要来源：(1) 上海三菱同比增长 18.20%；(2) 印包公司同比增长 18.69%；(3) 金泰工程机械同比增长 53.27%。净利润增长超过营业收入增长达 10.76%，主要原因：(1) 印包机械业务由去年同期亏损 700 万扭亏至盈利 523 万；(2) 投资收益增长 20.2%；(2) 受在手资金增长及利率提高影响，公司财务费用大幅降低，实现增收 109%；(3) 受上海三菱央视大火减值准备冲回影响，资产减值损失由去年的计提 750 万到今年冲回 850 万。

我们预计公司下半年将好于上半年：受行业提价和订单饱满影响，电梯业务下半年将好于上半年；下半年将剥离盈利能力较差的焊材和人造板业务，将实现营业外收入 1.2 亿元（需要扣除处置费用）。

此外，公司去年非经常性资产减值损失计提较多（电梯业务计提央视大火减值 8000 万左右，印包机械业务计提商誉减值损失 6000 万左右），预计今年开始非经常性减值损失较少，资产减值损失将明显少于去年。

综上，我们维持公司全年 0.93EPS 的判断，但业绩构成稍有调整。

### ➤ 预计电梯板块全年增长25%，预收账款同比增幅45%，今明两年增长无忧

上海三菱经营稳健，接单时优先考虑高毛利订单，上半年营业收入和净利润分别同比增长 18.20% 和 16.05%，低于我们此前预期。但三菱电机上海机电电梯有限公司上半年给公司贡献 1800 万投资收益，与去年同期 250 万相比增长 6.2 倍，我们预计该项投资收益全年为 4000 万左右，保证整个电梯板块同比增长 25%。

在曳引机等成本大幅提升背景下，上海三菱毛利仅减少 0.29%，显示公司具有较强的成本控制能力。预收账款与去年同期相比增长 45%，与年初相比增长 24%，显示电梯业务订单较为充足。电梯行业提价大概在 5-6 月展开，预计从 10 月份开始体现。我们调整之前对于公司电梯业务乐观估计，预计公司电梯业务今明两年分别同比增长 25%。

### ➤ 印包机械按计划实现扭亏，预计全年实现盈利2000万

受下游需求增长影响，印包机械业务收入同比增长 21.42%，在去年亏损 6000 万基础上实现扭亏。但受行业竞争及成本影响，毛利率下降 2.26%，仅实现盈利 500 万元，预计全年实现盈利 2000 万元。

### ➤ 进军“建筑”合同源管理业务，再次重申公司三线发展格局已经形成

公司与开利成立控股合资公司，正式进军合同能源管理业务。欧美和日本的合同能源管理业务已经发展成熟，我国已经将其写入“十二五”规划，政策扶持下具有较好的发展前景。我们认为合同能源管理是公司重点培养的新兴业务之一，符合我们之前关于公司主营、培养、投资三线发展格局已然形成的判断。

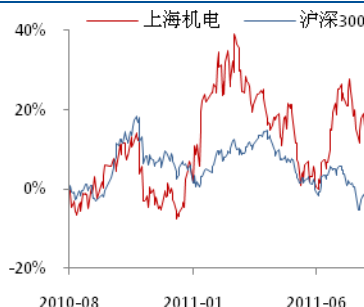
**强烈推荐**      维持

**合理估值：18.2—22.75 元**

### 交易数据 (2011-08-19)

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价 (元)       | 12.70       |
| 近 12 个月最高/最低  | 15.85/10.15 |
| 总股本 (百万股)     | 1022.74     |
| 流通 A 股 (百万股)  | 806.50      |
| 流通 B 股 (百万股)  | 216.24      |
| 流通股比例%        | 100         |
| 流通 A 股市值 (亿元) | 102.10      |
| 上海电气持有 A 股市值  | 61.21       |

### 该股与沪深 300 走势比较



## 分析师

**分析师：张琢**

执业证号：S0100210110002

邮箱：zhangzhuo@mszq.com

**联系人：刘利**

电话：(8610)8512 7661

Email: liuli@mszq.com

## 相关研究

- 1.《上海机电深度报告—价值洼地急需修复，业务拓展促股价腾飞》2011.05.11
- 2.《机械行业 2011 中期策略报告—2011-2020：机械替代人工的黄金十年》2011.06.24
- 3.《上海机电深度报告-房地产后周期崛起，公司三线发展格局已然形成》2011.07.25

## ► 我国合同能源管理行业快速增长，政策扶持力度逐渐加大，但仍有欠缺

合同能源管理 (EPC-Energy Performance Contracting) 是一种新型的市场化节能机制，其实质就是以减少的能源费用来支付节能项目全部成本的节能业务方式。在国外简称 EPC，在国内广泛地被称为 EMC。EMC 公司利用自有资金和技术为用户提供节能方案设计和设备安装、调试，并培训用户 (即不负责直接) 使用和维护设备，然后从用户节能收益中回收成本。

合同能源管理在欧美和日本已经发展成熟，但在我国仍处于萌芽发展期。合同能源管理机制于 1998 年由国家发改委、财政部和世界银行、全球环境基金共同合作引进中国。此后，国务院陆续出台了一系列政策，推动合同能源管理产业的发展：

-2005 年 6 月，国务院关于做好建设节能型社会近期工作重点的通知，推行合同能源管理和节能投资担保机制，为企业实施节能改造提供服务。

-2006 年 6 月，关于印发节能减排综合性工作方案的通知，加快推行合同能源管理，重点支持专业化节能服务公司。

-2006 年 8 月，国务院加强节能工作的决定，加快推广合同能源管理，推进企业节能技术改造。

-2007 年 6 月，国家发改委关于做好中小型企业节能减排工作的通知，健全节能减排服务体系，鼓励专业化节能服务公司为中小型企业开展节能减排咨询。

-2008 年 10 月，公共机构节能条例，公共机构可以采用合同能源方式，委托节能服务机构进行节能诊断，设计，融资，改造和运行管理。

-2010 年，中国政府密集出台了一系列推行基于市场的合同能源管理节能机制，大力促进节能服务产业发展的政策和通知，总结 EPC 在建筑节能领域达发展历程，分析在过去推广中遇到的问题，如何加快 EPC 在建筑节能领域的发展，在产业界、学术界广受关注。

-2010 年 4 月，关于加快推进合同能源管理促进节能服务产业发展的意见的通知，对节能服务业采取适当的税收扶持政策。

-2011 年 1 月，合同能源管理税收优惠政策出台，包括增值税，营业税，企业所得税。

我国目前预计有 2500 多家合同能源管理公司，发改委共备案三批，分别备案 461、523 和 750 家，合计 1734 家。但由于标准制定、补贴兑现等政策扶持力度仍显不足，这些公司规模相对较小，且盈利能力不强。由于产业前景较好，以中节能、国家电网、中广核为代表的大型央企和以施耐德电气、西门子、江森自控为代表的跨国企业都纷纷布局 EMC 行业。

《节能环保“十二五”规划》有望于四季度出台，进一步扶持合同能源管理行业，EMC 行业有望进入快速增长期。

## ► 我们看好公司合同管理业务，“十二五”规划支持下有望超预期

屹创能源公司目标至 2015 年实现营业收入 2 亿元人民币，净利润 1700 万元人民币，表面看对业绩影响有限。但我们对公司进军能源合同管理领域非常看好，业绩有望超预期，主要理由如下：

(1) 我们认为国内合同能源管理公司成功需要具备三个条件：技术/服务、资金和节能设备参与广度。公司可以利用开利在美国和中国成熟的合同能源管理经验和技能，在手资金充裕，公司和上电电气集团具有电梯、空调、电力等诸多节能设备资源，具有较好的协同效应；与外资企业相比，公司又具有本地化优势。

(2) 从欧美和日本的发展经验来看，建筑节能最先发展，然后拓展到电力等其他行业。公司参与建筑节能，有望最先受益 EMC 行业发展。

(3) 受众多公司投入 EMC 行业影响，前期行业增速预计达 30%。但受标准和政策限制，行业整体盈利能力较差。但我国已经把 EMC 写入《节能环保“十二五”规划》，政策扶持力度会不断加大，行业有望进入高速发展期。

注：开利亚洲是美国联合技术公司直接投资的全资子公司，全权负责开利公司在中国区的投资。UTC 集团及其下属公司在美国除了提供建筑节能解决方案外，还为客户提供三联供分布式能源系统解决方案、为绿色建筑及 LEED 提供认证服务、整合型能源服务、能源咨询服务。UTC 集团旗下已有两家企业进入中国，在中国从事节能咨询、LEED 认证、节能改造，已摸索出一套比较成熟的中国市场运行机制。开利亚洲与本公司在中国有开利空调销售服务 (上海) 有限公司和一冷开利空调设备有限公司两家合资企业，主要从事商用中央空调系统和设备的生产、销售，合资产品品牌在中国既有建筑市场中的占有率在 30% 以上。屹创公司投资总额 212.8 万美元，注册资本 149 万美元，其中：本公司出资 90.89 万美元，占 61% 股权；开利亚洲出资 58.11 万美元，占 39% 股权。屹创公司的合资经营期限为 20 年，经营范围是能源管理及节能服务，包括能源审计、节能项目设计、节能项目融资、设备采购和销售、工程总包及施工、人员培训、节能效果的检测。

### 三、盈利预测与投资建议

我们对盈利预测的业绩构成进行适当调整, 预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.93、1.17 和 1.44 元。我们认为公司具有下述投资价值: (1) 经济前景不明背景下, 公司今明年的业绩增长具有较强确定性; (2) 公司三线发展格局已然形成, 层次发展明晰, 长期受益于业务整合; (3) 高斯国际注入是时间问题, 上海发那科机器人注入也是大概率事件。

我们维持对公司“强烈推荐”的投资评级, 以扣除焊材和人造板业务 EPS 0.91 元为基础, 给予 20-25 倍 PE, 合理估值 18.2-22.75 元, 目标价 20 元。

#### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 13,260 | 15,516 | 16,891 | 20,911 |
| 增长率 (%)          | 20.70% | 17.01% | 8.86%  | 23.80% |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 666    | 948    | 1,195  | 1,469  |
| 增长率 (%)          | 42.94% | 42.39% | 26.08% | 22.93% |
| 每股收益 (元)         | 0.65   | 0.93   | 1.17   | 1.44   |
| 毛利率 (%)          | 19.3%  | 19.9%  | 19.8%  | 20.1%  |
| 净资产收益率 ROE (%)   | 15.3%  | 18.5%  | 19.3%  | 19.2%  |
| 每股净资产 (元)        | 7.23   | 8.70   | 10.56  | 12.79  |
| PE               | 20.62  | 14.46  | 11.47  | 9.33   |
| PB               | /      | 1.54   | 1.27   | 1.05   |
| EV/EBITDA        | /      | 12.38  | 8.99   | 6.56   |

资料来源: 民生证券研究所

表 1: 上海机电主要业务盈利预测, 焊接器材和人造纤维板业务将在 2011 年底之前彻底剥离

| 业务种类      | 2010A       | 2011E       | 同比增长 (%)      | 2012E       | 同比增长 (%)      | 2013E        | 同比增长 (%)      |
|-----------|-------------|-------------|---------------|-------------|---------------|--------------|---------------|
| 电梯及自动扶梯   | 0.453       | 0.57        | 25.83%        | 0.71        | 24.56%        | 0.89         | 25.35%        |
| 印刷包装机械    | -0.062      | 0.02        |               | 0.03        | 50.00%        | 0.05         | 66.67%        |
| 冷冻空调      | 0.132       | 0.14        | 6.06%         | 0.18        | 28.57%        | 0.22         | 22.22%        |
| 液压气动产品    | 0.099       | 0.12        | 21.21%        | 0.15        | 25.00%        | 0.2          | 33.33%        |
| 工程机械      | 0.037       | 0.05        | 35.14%        | 0.03        | -40.00%       | 0.04         | 33.33%        |
| 焊接器材      | -0.048      | 0.04        |               |             |               |              |               |
| 人造纤维板     | 0.001       | -0.02       |               |             |               |              |               |
| 上海 ABB 电机 | 0.02        | 0.017       | -15.00%       | 0.018       | 5.88%         | 0.019        | 5.56%         |
| 马拉松革新电气   | 0.021       | 0.024       | 14.29%        | 0.021       | -12.50%       | 0.022        | 4.76%         |
| 上海日用-友捷   | 0.027       | 0.025       | -7.41%        | 0.03        | 20.00%        | 0.05         | 66.67%        |
| 其他投资收益    | -0.011      | -0.02       |               | 0.011       |               | 0.01         |               |
| 总部其他收益    | -0.03       | -0.036      |               | -0.01       |               | -0.06        |               |
| 合计        | <b>0.65</b> | <b>0.93</b> | <b>43.08%</b> | <b>1.17</b> | <b>25.81%</b> | <b>1.441</b> | <b>23.16%</b> |

资料来源: 民生证券研究所

## 公司财务报表数据预测汇总

### 利润表

| 项目（百万元）     | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 一、营业总收入     | 13,260 | 15,516 | 16,891 | 20,911 |
| 减：营业成本      | 10,700 | 12,431 | 13,540 | 16,704 |
| 营业税金及附加     | 47     | 55     | 60     | 74     |
| 销售费用        | 572    | 670    | 695    | 861    |
| 管理费用        | 1,077  | 1,260  | 1,288  | 1,594  |
| 财务费用        | (88)   | (120)  | (130)  | (140)  |
| 资产减值损失      | 182    | 120    | 50     | 40     |
| 加：投资收益      | 358    | 430    | 602    | 753    |
| 二、营业利润      | 1,127  | 1,529  | 1,991  | 2,530  |
| 加：营业外收支净额   | 121    | 200    | 190    | 100    |
| 三、利润总额      | 1,248  | 1,729  | 2,181  | 2,630  |
| 减：所得税费用     | 162    | 225    | 283    | 342    |
| 四、净利润       | 1,087  | 1,505  | 1,897  | 2,288  |
| 归属于母公司的利润   | 666    | 948    | 1,195  | 1,469  |
| 五、基本每股收益（元） | 0.65   | 0.93   | 1.17   | 1.44   |

### 主要财务指标

| 项目（百万元）           | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| EV/EBITDA         | /      | 12.38  | 8.99   | 6.56   |
| <b>成长能力：</b>      |        |        |        |        |
| 营业收入同比            | 20.70% | 17.01% | 8.86%  | 23.80% |
| 营业利润同比            | 30.4%  | 35.7%  | 30.1%  | 27.1%  |
| 净利润同比             | 34.68% | 38.48% | 26.08% | 20.6%  |
| <b>营运能力：</b>      |        |        |        |        |
| 应收账款周转率           | 12.41  | 12.56  | 12.14  | 12.88  |
| 存货周转率             | 5.72   | 5.67   | 5.50   | 5.85   |
| 总资产周转率            | 0.94   | 0.95   | 0.90   | 0.95   |
| <b>盈利能力与收益质量：</b> |        |        |        |        |
| 毛利率               | 19.3%  | 19.9%  | 19.8%  | 20.1%  |
| 净利率               | 5.0%   | 6.1%   | 7.1%   | 7.0%   |
| 总资产净利率 ROA        | 7.7%   | 9.2%   | 10.1%  | 10.4%  |
| 净资产收益率 ROE        | 15.3%  | 18.5%  | 19.3%  | 19.2%  |
| <b>资本结构与偿债能力：</b> |        |        |        |        |
| 流动比率              | 1.52   | 1.69   | 1.83   | 1.88   |
| 资产负债率             | 51.3%  | 48.5%  | 46.0%  | 46.3%  |
| 长期借款/总负债          | 0.6%   | 0.6%   | 0.5%   | 0.4%   |
| <b>每股指标：</b>      |        |        |        |        |
| 每股收益              | 0.65   | 0.93   | 1.17   | 1.44   |
| 每股经营现金流量          | 1.75   | 1.36   | 1.47   | 2.03   |
| 每股净资产             | 7.23   | 8.70   | 10.56  | 12.79  |

### 资产负债表

| 项目（百万元）          | 2010A         | 2011E         | 2012E         | 2013E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金             | 7,020         | 8,913         | 10,810        | 13,502        |
| 应收票据             | 233           | 273           | 297           | 367           |
| 应收账款             | 1,139         | 1,333         | 1,451         | 1,796         |
| 预付账款             | 504           | 590           | 642           | 795           |
| 其他应收款            | 185           | 216           | 235           | 291           |
| 存货               | 2,530         | 2,940         | 3,202         | 3,950         |
| 其他流动资产           | 38            | 40            | 40            | 40            |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>11,649</b> | <b>14,304</b> | <b>16,676</b> | <b>20,742</b> |
| 长期股权投资           | 1,323         | 1,323         | 1,623         | 1,623         |
| 固定资产             | 1,473         | 1,210         | 956           | 950           |
| 在建工程             | 126           | 141           | 151           | 161           |
| 无形资产             | 315           | 284           | 252           | 221           |
| 其他非流动资产          | 300           | 300           | 300           | 300           |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>3,539</b>  | <b>3,259</b>  | <b>3,283</b>  | <b>3,256</b>  |
| <b>资产总计</b>      | <b>15,188</b> | <b>17,563</b> | <b>19,960</b> | <b>23,997</b> |
| 短期借款             | 231           | 226           | 221           | 216           |
| 应付票据             | 17            | 20            | 22            | 27            |
| 应付账款             | 1,846         | 2,144         | 2,335         | 2,881         |
| 预收账款             | 4,664         | 5,418         | 5,901         | 7,281         |
| 其他应付款            | 528           | 528           | 528           | 528           |
| 应交税费             | 103           | 103           | 103           | 103           |
| 其他流动负债           | 44            | 8             | 8             | 8             |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>7,684</b>  | <b>8,596</b>  | <b>9,098</b>  | <b>10,957</b> |
| 长期借款             | 50            | 50            | 50            | 50            |
| 其他非流动负债          | 18            | 18            | 18            | 18            |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>68</b>     | <b>68</b>     | <b>68</b>     | <b>68</b>     |
| <b>负债合计</b>      | <b>7,793</b>  | <b>8,664</b>  | <b>9,166</b>  | <b>10,913</b> |
| 股本               | 1,023         | 1,023         | 1,023         | 1,023         |
| 资本公积             | 1,471         | 1,471         | 1,471         | 1,471         |
| 留存收益             | 2,993         | 3,941         | 5,136         | 6,605         |
| 少数股东权益           | 1,907         | 2,464         | 3,166         | 3,985         |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>7,394</b>  | <b>8,899</b>  | <b>10,796</b> | <b>13,084</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>15,188</b> | <b>17,563</b> | <b>19,960</b> | <b>23,997</b> |

### 现金流量表

| 项目（百万元）   | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流量  | 1,787 | 1,389 | 1,500 | 2,081 |
| 投资活动现金流量  | 38    | 615   | 492   | 693   |
| 筹资活动现金流量  | (709) | 115   | 125   | 135   |
| 现金及等价物净增加 | 1,114 | 2,120 | 2,118 | 2,908 |

资料来源：民生证券研究所

## 分析师与行业专家简介

**刘利**，清华大学机械工程及自动化专业本科、材料科学与工程学博士，三年行业工作经验，2011年3月加盟民生证券研究所。对钢铁、冶金、汽车、能源、发电等上下游产业，对机械各子行业的现状及发展趋势理解深刻，目前主要研究专用机械和铁路、航空设备。

**张琢**，中国人民银行研究生部金融学硕士，对外经济贸易大学管理学学士。2007年加入中国银河证券研究所从事策略研究工作，2010年9月加盟民生证券研究所。精于数据分析，具有独特的策略分析框架和成熟的资产配置研究经验。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 机构销售

| 销售  | 负责区域 | 电话            | 手机          | 邮箱                       |
|-----|------|---------------|-------------|--------------------------|
| 尹璠  | 北京   | 010-85127761  | 18611738655 | yintang@mszq.com         |
| 郭明  | 北京   | 010-85127762  | 18601357268 | guoming@mszq.com         |
| 郭楠  | 北京   | 010-85127835  | 15801209146 | guonan@mszq.com          |
| 杜婵媛 | 北京   | 010-85127761  | 13811313398 | duchanyuan@mszq.com      |
| 杨平平 | 北京   | 010-85127761  | 15210830789 | yangpingping@mszq.com    |
| 李珊珊 | 北京   | 010-85127506  | 18616891195 | lishanshan@mszq.com      |
| 平珂  | 上海   | 021-68885772  | 13818133101 | pingke@mszq.com          |
| 张瑜鑫 | 上海   | 021-68885790  | 13810338213 | zhangyuxin_jgxs@mszq.com |
| 陈康菲 | 上海   | 021-68885792  | 13917175055 | chenkangfei@mszq.com     |
| 朱光宇 | 上海   | 021-68885773  | 18601666368 | zhuguangyu@mszq.com      |
| 汪萍  | 上海   | 021-68885167  | 13402036996 | wangping@mszq.com        |
| 钟玲  | 上海   | 021-68885797  | 15900782242 | zhongling@mszq.com       |
| 郑敏  | 上海   | 021-68885159  | 18701944310 | zhengmin@mszq.com        |
| 王溪  | 上海   | 021-68885793  | 13585785630 | wangxi_sh@mszq.com       |
| 万小山 | 广深   | 0755-22662056 | 13902959014 | wanxiaoshan@mszq.com     |
| 许立平 | 广深   | 020-84228173  | 18601368846 | xuliping@mszq.com        |
| 韦珂嘉 | 广深   | 0755-22667772 | 13701050353 | weikejia@mszq.com        |
| 李潇  | 广深   | 0755-22662095 | 13631517757 | lixiao@mszq.com          |
| 马炜炎 | 广深   | 0755-22662089 | 18665855545 | maweiyang@mszq.com       |
| 王仪枫 | 广深   | 0755-22662093 | 13682556787 | wangyifeng@mszq.com      |

## 民生证券研究所：

**北京：**北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

**上海：**浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；200120

**深圳：**深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

## 评级说明

| 公司评级标准                                   | 投资评级 | 说明                      |
|------------------------------------------|------|-------------------------|
| 以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。 | 强烈推荐 | 相对沪深300指数涨幅20%以上        |
|                                          | 谨慎推荐 | 相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间  |
|                                          | 中性   | 相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间 |
|                                          | 回避   | 相对沪深300指数下跌10%以上        |
| 行业评级标准                                   |      |                         |
| 以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。 | 推荐   | 相对沪深300指数涨幅5%以上         |
|                                          | 中性   | 相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间   |
|                                          | 回避   | 相对沪深300指数下跌5%以上         |

## 免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。