

方正证券研究所证券研究报告

高级研究员：张远德

执业证书编号：S1220511030004

联系人：彭民（机械行业）

TEL: 010-68584886

Email: pengmin@foundersc.com

联系人：戎毅仁（机械行业）

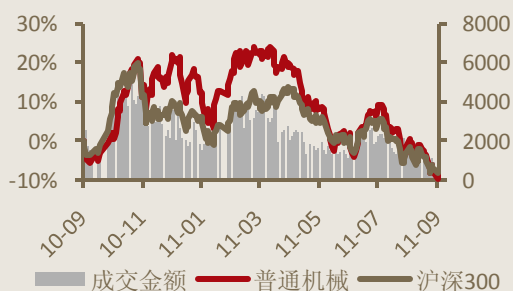
TEL: 010-68584856

Email: rongyiren@foundersc.com

发行上市资料

发行价格(元)	0.00
A股发行股数(万股)	1400
发行前总股本(万股)	4200.00
发行后总股本(万股)	5600.00
发行日期	2011-09-19
发行方式	网下配售, 网上发行
主承销商	中信建投证券有限责 任公司
预计上市日期	

普通机械行业相对指数表现



请务必阅读最后特别声明与免责条款

兴源过滤(300266)

公司新股申购报告
2011.09.14

普通机械行业

投资要点

※国内压滤机新兴应用市场领军企业，深耕压滤机环保领域

公司是一家以系统集成服务为特色的压滤机制造商和系统集成服务提供商，是压滤机新兴应用市场的领军企业。公司主要产品为行业内技术领先的隔膜压滤机，过滤后滤饼水分含量最低，耗时是传统厢式压滤机的1/3，具有显著的节能环保效益。公司压滤机下游主要应用于环保、化工、食品、医药等领域，其中在环保领域整机收入占比逐年提高，目前已高达45.4%。

※新应用领域扩展、进口替代、出口三架马车拉动市场需求强劲增长，2014年压滤机市场容量有望达120亿元

随着国家对各行业环保要求逐步提高、工业向新型工业化发展，压滤机应用领域不断扩展，例如环保领域的城镇污水污泥处理、食品领域的啤酒麦汁、生物医药领域的发酵液生产等。且国内压滤机装备水平与国际水平的差距越来越小，进口替代及出口进程逐渐加快。另外，压滤机保有量的增长也拉动了零配件市场需求。未来3-5年，压滤机行业市场容量保守估计将会以25%-35%的速度增长，预计2011年市场容量不低于60亿元，2014年将超过120亿元。

※主营产品隔膜压滤机符合环保新规，发展前景广阔

按照环保部最新出台的《关于加强城镇污水处理厂污泥污染防治工作的通知》，能够达到污泥处理处置含水率新标准的污泥脱水设备只有隔膜压滤机（公司的主营产品，约占总收入的66%），而目前污水处理厂中隔膜压滤机使用比例仅为6%，增长空间明确、前景广阔。

※公司系统集成服务、技术、区域优势显著，市占率有望进一步提升

公司凭借先发及系统集成服务优势，在啤酒麦汁、油脂分提等5个新兴细分应用领域排名榜首。且研发实力雄厚，授权专利及授权发明专利数量均位居行业第一，在加工工艺、制造技术、配方等方面也拥有较强的非专利技术优势。另外，公司是南方唯一收入过亿的压滤机企业，华东、华南地区经济最发达、城市及人口密布最大，未来需求潜力巨大。

※募投项目扩大公司大中型压滤机产能，提升公司竞争实力

募投项目完全达产后，大中型压滤机产能将从现有的600台提升到1400台。有利于提升公司大型产品制造能力，为系统集成服务提供装备基础，提升综合竞争力，扩大市场份额。

※盈利预测与估值

我们预计公司2011-2013年的每股收益分别为0.82元、1.15元和1.53元，按2012年19-23倍PE区间，对应的询价区间为21.85-26.45元。

※风险提示

原材料价格波动风险；下游需求不确定性风险；

目 录

1、国内压滤机制造行业领先者	4
1.1、公司简介	4
1.2、近 3 年收入复合增速 28%，毛利率保持 30%以上的较高水平	5
1.3、公司股权结构	7
2、2011 年压滤机需求将超 120 亿元，未来 3-5 年复合增速在 25%-35%.....	7
2.1、压滤机简介	7
2.2、新增应用领域、进口替代、出口三驾马车拉动需求强劲增长	9
3、公司技术、区域及系统集成服务优势显著，市占率有望进一步提升.....	10
3.1、凭借先发和系统集成服务优势，5 大新兴应用领域市占率第一.....	10
3.2、授权专利及授权发明专利数量均位居行业首位	11
3.3、南方唯一收入过亿压滤机企业，凭借区域优势打开发展空间	11
4、募投项目扩大大中型压滤机产能，突破产能瓶颈、提升盈利能力	11
5、盈利预测	12
6、风险提示	12

图表目录

图表 1: 系统集成服务流程图	4
图表 2: 环保领域收入占比逐年提升	图表 3: 2011H1 环保领域收入占比高达 45.4%. 4
图表 4: 公司近 3 年市场占有率稳居行业第 3 位	5
图表 5: 2008-2010 公司收入复合增速 27.73%	5
图表 6: 2008-2011H1 整机与配件都保持较快增长	5
图表 7: 压滤机整机收入占比高达 77.2% (2011H1)	6
图表 8: 2008-2011H1 毛利率保持在 30%以上的较高水平	6
图表 9: 聚丙烯和零配件成本占比高达 70%	7
图表 10: 公司 IPO 前股权结构	7
图表 11: 固液分离机械分类	8
图表 12: 固液分离机械适用物料特性比较	8
图表 13: 压滤机实物图	8
图表 14: 隔膜压滤机脱水后滤饼含水率最低	9
图表 15: 隔膜压滤机耗时是厢式压滤机的 1/3	9
图表 16: 2014 年压滤机市场容量有望达 120 亿元	10
图表 17: 环保将是压滤机最大的下游应用领域	10
图表 18: 公司压滤机在 5 个新兴细分领域市场占有率第一	11
图表 19: 募集资金投向	11
图表 20: 2011-2013 年分项业务预测	12

1、国内压滤机制造行业领先者

1.1、公司简介

公司是一家以系统集成服务为特色的压滤机制造商和系统集成服务商,是国内压滤机行业的技术领跑者、压滤机新兴应用市场领军企业。公司主要产品为行业内技术领先的隔膜压滤机,同时还生产厢式压滤机、板框压滤机,共3大系列648个规格。

近年来,公司从压滤机制造技术的研发,向物料预处理、系统控制研发延伸,形成了对压滤机过滤系统各环节先进技术的全面覆盖,在国内率先初步实现了由压滤机制造商向压滤机系统集成服务商的转型升级。

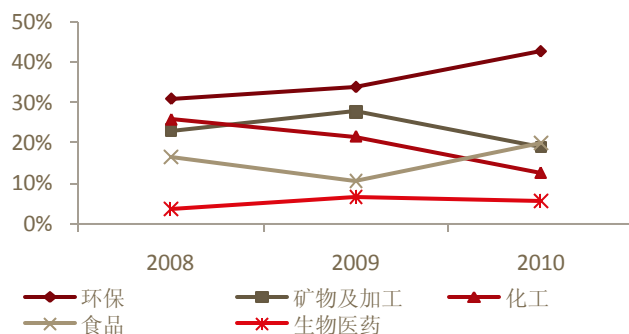
图表 1: 系统集成服务流程图



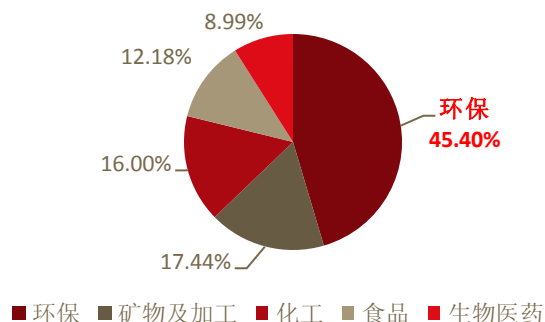
资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

公司的压滤机产品主要应用于环保、矿物及加工、化工、食品和生物医药等领域，在环保领域实现的整机收入占比逐年提高，2010 年占比已达到 42.78%。

图表 2: 环保领域收入占比逐年提升



图表 3: 2011H1 环保领域收入占比高达 45.4%



资料来源：招股说明书 方正证券研究所

公司通过实施差异化竞争战略，依靠积淀的技术研发优势，近三年市场占有率稳居行业第三名。2009 年市场占有率提高至 5%。

图表 4: 公司近 3 年市场占有率稳居行业第 3 位

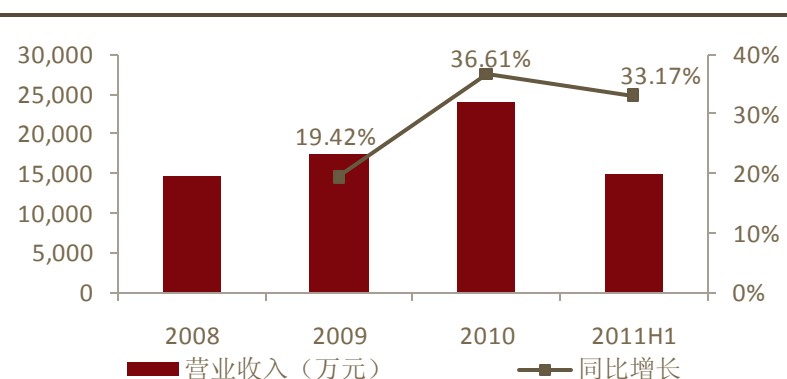
排名	2007	2008	2009
第一名	景津压滤机集团有限公司	景津压滤机集团有限公司	景津压滤机集团有限公司
第二名	衡水海江压滤机集团有限公司	衡水海江压滤机集团有限公司	衡水海江压滤机集团有限公司
第三名	兴源过滤	兴源过滤	兴源过滤

资料来源：招股说明书 方正证券研究所

1.2、近 3 年收入复合增速 28%，毛利率保持 30%以上的较高水平

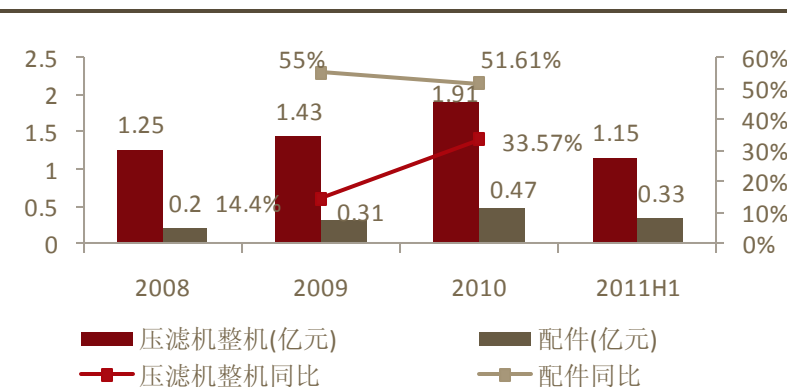
公司 2008 年、2009 年和 2010 年、2011 年 1-6 月分别实现营业收入 1.47 亿元、1.75 亿元、2.39 亿元和 1.49 亿元，2009 年、2010 年和 2011 年 1-6 月分别较上年同期增长 19.42%、36.61%和 33.17%，2008-2010 年营业收入的复合增长率为 27.73%。压滤机收入占比近几年来保持 80%左右，随着已售压滤机产品逐渐进入零配件更换期，配件的占比逐步提升。

图表 5: 2008-2010 公司收入复合增速 27.73%



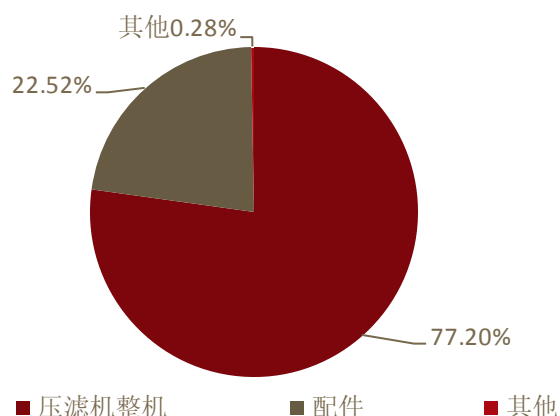
资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

图表 6: 2008-2011H1 整机与配件都保持较快增长



资料来源：方正证券研究所

图表 7：压滤机整机收入占比高达 77.2%（2011H1）



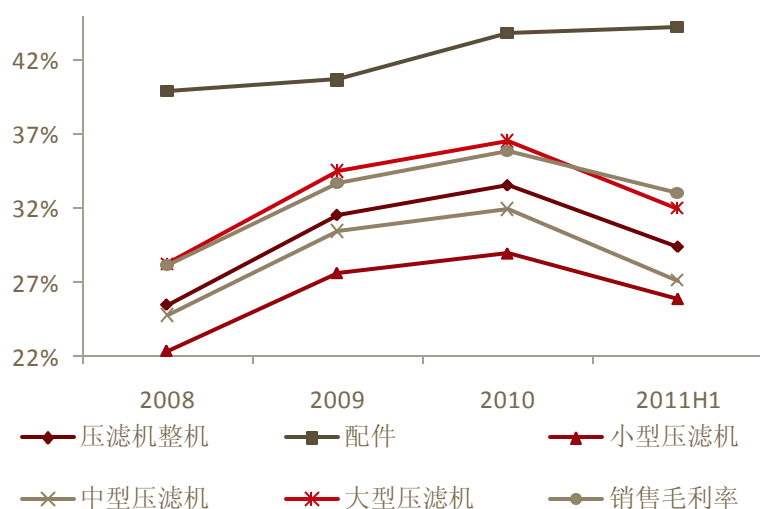
资料来源：方正证券研究所

公司营业收入快速增长主要得益于以下几个方面的原因：1、压滤机系统集成服务正逐步成为收入快速增长的重要驱动力；2、环保领域收入快速增长；3、食品、生物医药等领域收入稳步增长；4、配件业务收入增长较快。

2008 年、2009 年、2010 年和 2011 年 1-6 月综合毛利率分别为 28.20%、33.73%、35.84%和 32.97%，高于压滤机行业的平均水平。

压滤机整机毛利率上升主要是由于毛利率较高的大中型压滤机收入占比逐渐提高。而配件业务毛利率近几年一直保持在 40%以上的高水平，且逐年提升。

图表 8：2008-2011H1 毛利率保持在 30%以上的较高水平



资料来源：招股说明书 方正证券研究所

公司原材料成本占比高，2008 年、2009 年、2010 年和 2011 年 1-6 月，原材料成本占比分别高达 93.59%、89.80%、83.41%和 83.53%。聚丙烯、钢材等原材料价格的变化，将对公司毛利率产生重大影响。

图表 9：聚丙烯和零配件成本占比高达 70%

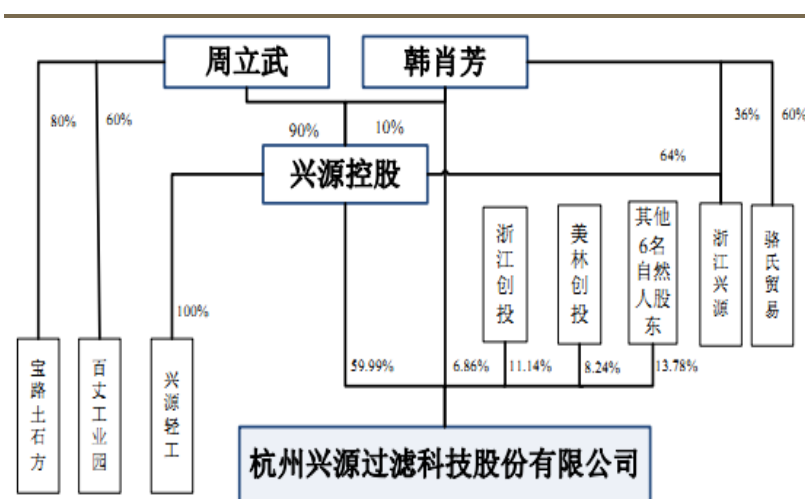
原材料种类	2008	2009	2010	2011H1
聚丙烯	—	23.09%	36.82%	38.17%
滤板	48.17%	20.07%	1.00%	—
钢材	21.00%	15.33%	13.91%	12.98%
零配件	21.87%	29.25%	29.80%	31.18%
辅助原材料	2.55%	2.06%	1.88%	1.20%
合计	93.59%	89.80%	83.41%	83.53%

资料来源：招股说明书 方正证券研究所

1.3、公司股权结构

公司本次拟发行 1400 万股，占发行后总股本的 25%。此次发行前，兴源控股持有公司已发行股份的 59.99%，为公司的控股股东。周立武、韩肖芳夫妻分别持有公司控股股东兴源控股 90%、10%的股权，同时韩肖芳直接持有兴源过滤 6.86%的股份。发行后，周立武、韩肖芳夫妇仍将合计持有公司 50.13%的股权，拥有公司实际控制权。

图表 10：公司 IPO 前股权结构



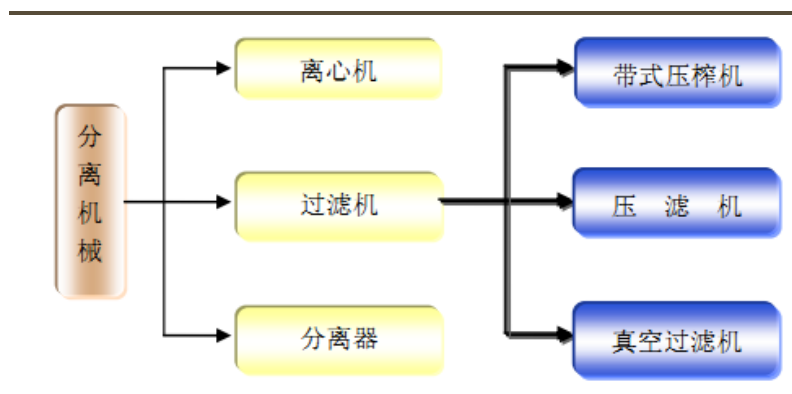
资料来源：方正证券研究所

2、2011 年压滤机需求将超 120 亿元，未来 3-5 年复合增速在 25%-35%

2.1、压滤机简介

压滤机是用于固液分离的工业装备，属于分离机械，应用领域广、使用数量多，主要用于固液、液液、气液和气固等物质的分离和提纯。其中固液分离机械按照分离原理不同可分为离心机、过滤机和分离器三大类，过滤机又可分为带式压榨机、压滤机和真空过滤机三种。

图表 11：固液分离机械分类



资料来源：招股说明书 方正证券研究所

图表 12：固液分离机械适用物料特性比较

设备类型	适用物料的特性		
	粒径	粒度分布	可压缩性
压滤机	较小	无要求	无要求
带式压榨机	较大	无要求	较好
离心机	较大	较集中	无要求
真空过滤机	较大	集中	无要求

资料来源：招股说明书 方正证券研究所

离心机、带式压榨机、真空过滤机和压滤机都可以用于细粒物料的固液分离，但适用物料的特性各不相同，压滤机对物料特性要求不高，更适合分离粒径较小的细粒物料。

图表 13：压滤机实物图



资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

在实际应用中，压滤机按照滤板形式不同分为隔膜压滤机、厢式压滤机、板框压滤机；按照滤板大小分为超大型压滤机、大型压滤机、中型压滤机和小型压滤机。在处理细粒物料时，隔膜压滤机不但截留效果好，而且可以获得更低的滤饼含水率，并且有着良好

的节能减排效果。隔膜压滤机过滤压力高，可以选用致密的滤布，通过滤布截留和滤饼层过滤，获得清澈的滤液，滤饼含水率低，分离彻底，这是真空过滤机、带式压榨机和离心机难以实现的。

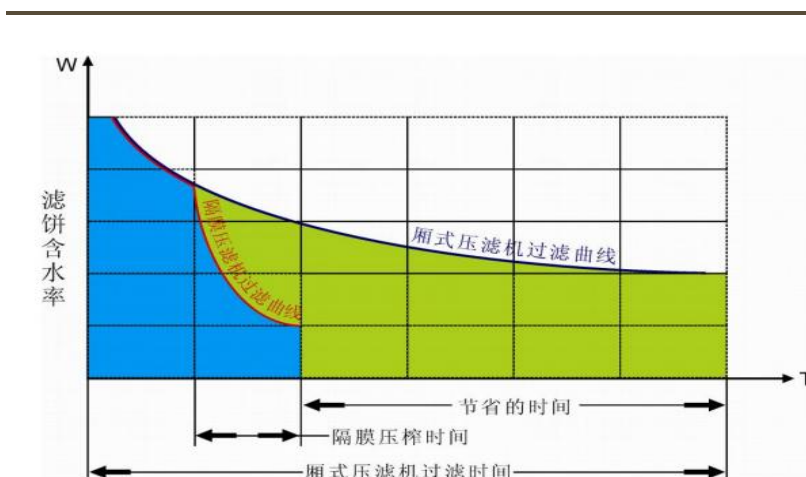
图表 14：隔膜压滤机脱水后滤饼含水率最低

设备	脱水方法	脱水后滤饼含水率	目前使用比
带式压榨机	带式挤压法	75%-83%	65%
离心机	离心脱水法	75%-80%	22%
隔膜压滤机	隔膜压榨法	40%-58%	6%

资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

2010 年 11 月 26 日，环保部发布《关于加强城镇污水处理厂污泥污染防治工作的通知》，要求污水处理厂以贮存（即不处理处置）为目的将污泥运出厂界的，必须将污泥脱水至含水率 50% 以下。能够达到污泥处理处置含水率新标准的污泥脱水设备只有隔膜压滤机，切正在使用隔膜压滤机进行污泥脱水的污水处理厂比例仅为 6%，增长空间明确、广阔。这标志着我国对高效污泥处理设备的使用，以污水处理厂污泥处理为突破口，开始从政策指导阶段向强制要求使用阶段过渡。

图表 15：隔膜压滤机耗时是厢式压滤机的 1/3



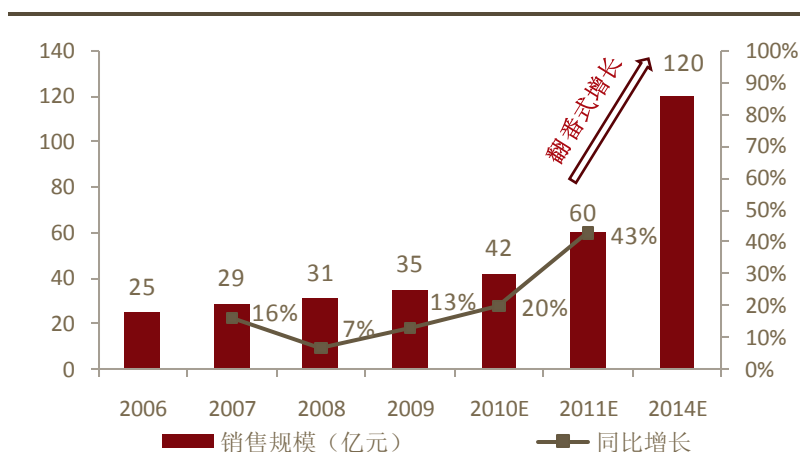
资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

2.2、新增应用领域、进口替代、出口三驾马车拉动需求强劲增长

根据分离机械协会统计数据显示，“十一五”期间，我国压滤机行业产量不断增长，主要压滤机企业产量合计由 2007 年的 8,494 台增长至 2009 年的 10,050 台；销售规模由 2006 年的 25 亿元增长至 2010 年的约 42 亿元，复合增速 14%。

未来 3-5 年，压滤机行业市场容量保守估计将会以每年 25%-35% 的速度增长，预计 2011 年压滤机市场容量不低于 60 亿元，2014 年将超过 120 亿元，其中配件市场不低于 14 亿元，出口市场不低于 10 亿元。

图表 16：2014 年压滤机市场容量有望达 120 亿元



资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

压滤机市场需求主要来自于环保领域、矿物及加工、化工、食品和生物医药等行业的整机新增和替代需求，以及配件需求和压滤机出口。其中，环保将成为压滤机最大的下游应用领域，2014 年环保领域的市场需求有望高达 52 亿元，占总市场需求的 43.33%。

图表 17：环保将是压滤机最大的下游应用领域

应用领域	传统应用领域	新兴细分领域	2014 年需求
环保	工业废水污泥、工业固体废弃物	城镇污水污泥、自来水污泥、疏浚淤泥	不低于 52 亿元
化工	氯碱、无机盐、人造丝、 粘胶、甘油、白炭黑	染料、颜料、硅酸、硫酸钠、 硫酸锰、氢氧化铁、钛白粉、 氟化工、锂化工、碳化硅	不低于 10 亿元
矿物及加工	有色金属、金属尾矿、 精煤、尾煤	非金属矿	不低于 24 亿元
食品	葡萄酒、黄酒、酒精、 食用油、柠檬酸、果汁、 果胶、酱油、糖浆、 各类淀粉、浓缩汤料	海藻胶、啤酒麦汁、 棕榈油、甜菜糖、蔗糖	不低于 10 亿元
生物医药	医药中间体、原料药、 中成药	发酵液、酶制剂	不低于 4 亿元

资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

3、公司技术、区域及系统集成服务优势显著，市场占有率有望进一步提升

3.1、凭借先发和系统集成服务优势，5 大新兴应用领域市占率第一

公司是我国最早从事压滤机制造的企业之一，是我国压滤机行业的技术领跑者和新应用市场的开拓者，经过多年积累和发展，公司初步完成了由压滤机制造商向系统集成商的转变。目前公司系统集成服务优势已转化为在一些新兴细分市场稳定的占有率和较高的盈利水平，公司在多个新兴细分应用领域排名位居行业首位。公

司将继续凭借系统集成优势在具有市场潜力的污泥处理等新兴细分领域进行市场开拓，不断提高公司整体的市场占有率水平。

图表 18：公司压滤机在 5 个新兴细分领域市场占有率第一

应用领域	公司市场地位
啤酒麦汁过滤	第一
油脂分提	第一
高岭土洗涤过滤	第一
海藻胶过滤	第一
海水淡化污泥处理	第一
钛白粉洗涤过滤	第二

资料来源：招股说明书 方正证券研究所

3.2、授权专利及授权发明专利数量均位居行业首位

公司拥有授权专利 188 项，其中发明专利 34 项，实用新型专利 150 项，外观设计专利 4 项，并有 35 项发明专利申请和 3 项实用新型专利申请处于审查阶段，已形成涵盖压滤机产品、过滤系统、制造过程的专利体系，公司授权专利及授权发明专利数量均位居行业第一。公司在加工工艺、制造技术、配方等方面拥有较强的非专利技术优势。

3.3、南方唯一收入过亿压滤机企业，凭借区域优势打开发展空间

目前，国内压滤机企业主要分布在以浙江杭州为中心和以山东德州为中心的南北两个片区，4 家收入过亿的骨干企业中，南方片区只有兴源过滤一家，兴源过滤在华东、华南拥有较强的品牌影响力。华东、华南地区是我国经济最发达、城市和人口密布的两个区域，市场潜力巨大。

4、募投项目扩大大中型压滤机产能，突破产能瓶颈、提升盈利能力

公司本次募集资金拟投资于年产 800 台大中型隔膜压滤机及技术研发中心建设项目，预计使用募集资金 3 亿元。

图表 19：募集资金投向

序号	名称	预计总投资额 (万元)	使用募集资金 金额(万元)
1	年产 800 台大中型隔膜压滤机及技术研发中心建设项目	33,717	30,000
2	其他与主营业务相关的营运资金		

资料来源：招股说明书 方正证券研究所

募投项目完全达产后，大中型压滤机产能将从现有的 600 台提升到 1400 台。有利于提升公司大型产品制造能力，为系统集成服务提供装备基础，提升综合竞争力，扩大市场份额。

5、盈利预测

我们预计公司 2011-2013 年的每股收益分别为 0.82 元、1.15 元和 1.53 元，按 2012 年 19-23 倍的 PE 区间，对应的询价区间 为 21.85-26.45 元。

图表 20：2011-2013 年分项业务预测

单位：百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
环保	48.44	81.78	122.67	184.01	294.41
增长率	25.67%	68.83%	50.00%	50.00%	60.00%
毛利率	31.42%	32.87%	30.60%	31.00%	31.00%
矿物加工	39.58	35.94	41.33	49.60	59.52
增长率	37.55%	-9.20%	15.00%	20.00%	20.00%
毛利率	35.80%	37.45%	28.00%	32.00%	32.00%
化工	30.93	24.21	36.32	50.84	61.01
增长率	-3.70%	-21.73%	50.00%	40.00%	20.00%
毛利率	30.92%	32.34%	29.00%	29.00%	29.00%
食品	14.90	38.39	30.71	36.85	44.23
增长率	-27.75%	157.65%	-20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	30.82%	32.24%	32.00%	32.00%	32.00%
生物医药	9.23	10.83	20.58	30.87	40.13
增长率	101.76%	17.33%	90.00%	50.00%	30.00%
毛利率	30.53%	31.94%	29.00%	30.00%	30.00%
配件	30.60	47.28	73.28	91.61	114.51
增长率	40.64%	43.81%	55.00%	25.00%	25.00%
毛利率	40.78%	35.68%	42.00%	42.00%	42.00%
其他	1.52	0.90	1.08	1.30	1.56
增长率		-40.79%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	16.92%	542.66%	20.00%	20.00%	20.00%
营业收入合计	175.20	239.33	325.97	445.06	615.35
增长率		36.60%	36.20%	36.54%	38.26%
综合毛利率	33.73%	35.83%	32.65%	33.13%	32.92%

资料来源：方正证券研究所

6、风险提示

原材料价格波动风险；下游需求不确定性风险；

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	181.63	486.81	484.26	522.71	经营活动现金流	35.51	54.56	45.83	59.98
现金	46.76	336.79	242.15	224.23	净利润	39.09	46.17	64.70	85.74
应收账款	53.52	63.84	118.28	122.47	折旧摊销	5.34	6.84	10.43	15.82
其它应收款	5.28	19.50	10.93	25.59	财务费用	3.90	-5.92	6.94	10.27
预付账款	4.35	1.02	7.68	4.49	投资损失	0.00	-0.11	-0.06	-0.07
存货	59.82	65.63	93.30	142.01	营运资金变动	-12.70	-4.24	-36.21	-51.75
其他	11.90	0.00	11.92	3.92	其它	-0.11	-0.03	0.06	-0.03
非流动资产	85.02	169.72	298.56	352.41	投资活动现金流	-48.18	-91.40	-139.23	-69.57
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	39.44	86.93	128.52	53.31
固定资产	50.71	62.39	93.46	138.86	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	29.35	32.87	39.21	51.18	其他	-8.74	-4.47	-10.71	-16.26
其他	4.96	74.47	165.89	162.37	筹资活动现金流	43.42	326.87	-1.24	-8.33
资产总计	266.66	656.53	782.82	875.12	短期借款	13.91	-14.94	5.32	1.43
流动负债	134.37	130.34	191.55	197.60	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	60.91	45.97	51.30	52.73	其他	29.50	341.81	-6.57	-9.76
应付账款	24.06	17.35	60.35	41.25	现金净增加额	30.75	290.03	-94.64	-17.92
其他	49.39	67.02	79.90	103.62					
非流动负债	3.40	1.13	1.51	2.01	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	3.40	1.13	1.51	2.01	营业收入	36.61%	36.20%	36.54%	38.26%
负债合计	137.77	131.48	193.06	199.61	营业利润	34.62%	19.14%	42.04%	33.06%
少数股东权益	0.00	0.11	0.32	0.48	归属母公司净利润	34.72%	17.78%	40.15%	32.64%
归属母公司股东权益	128.89	524.93	589.45	675.02	获利能力				
负债和股东权益	266.66	656.53	782.82	875.12	毛利率	35.84%	32.65%	33.13%	32.92%
					净利率	16.33%	14.16%	14.54%	13.93%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	30.32%	8.79%	10.97%	12.69%
营业收入	239.33	325.97	445.06	615.35	ROIC	20.23%	8.07%	10.07%	11.75%
营业成本	153.57	219.56	297.62	412.75	偿债能力				
营业税金及附加	1.61	2.18	2.94	4.10	资产负债率	51.66%	20.03%	24.66%	22.81%
营业费用	13.87	17.82	24.71	34.48	净负债比率	47.26%	8.76%	8.70%	7.81%
管理费用	22.20	27.21	37.88	53.60	流动比率	1.35	3.73	2.53	2.65
财务费用	3.90	5.92	6.94	10.27	速动比率	0.91	3.23	2.04	1.93
资产减值损失	0.70	1.60	1.46	2.28	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	1.16	0.71	0.62	0.74
投资净收益	0.00	0.11	0.09	0.07	应收帐款周转率	4.89	5.55	4.89	5.11
营业利润	43.49	51.82	73.60	97.93	应付帐款周转率	6.11	10.60	7.66	8.12
营业外收入	2.17	2.69	2.39	2.42	每股指标(元)				
营业外支出	0.32	0.62	0.40	0.45	每股收益	0.93	0.82	1.15	1.53
利润总额	45.34	53.89	75.59	99.90	每股经营现金	0.85	1.30	1.09	1.43
所得税	6.26	7.72	10.89	14.16	每股净资产	3.07	9.38	10.53	12.06
净利润	39.09	46.17	64.70	85.74	估值比率				
少数股东损益	0.00	0.11	0.18	0.17	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	39.09	46.06	64.52	85.57	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EBITDA	50.68	60.73	86.02	115.72	EV/EBITDA	0.35	-4.77	-2.20	-1.46
EPS (元)	0.70	0.82	1.15	1.53					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

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