

分析师： 葛军 (8627)65799505 gejun@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120019  
联系人： 陈佳 (8627)65799505 yangjf@cjsc.com.cn

## 具有一定细分优势的中小电机漆包线生产商

### 事件描述

宏磊股份拟发行 4223 万股，发行后总股本 16891 万股。

### 事件评论

- 宏磊股份是国内大型综合性漆包线产品供应商之一，公司主要从事漆包线、铜线、高精度铜管材、坯管等铜材的研发、生产和销售。目前公司漆包线产品产能为 6 万吨/年，铜管产能为 2 万吨/年，中小型电机用漆包线市场占有率接近 30%。
- 漆包线作为重要的电子专用材料被广泛运用于电机、变压器、家用电器、电动工具、汽车、微特电机、继电器、电子变压器、电声器件等领域。铜管材作为水（汽）传输设备和热交换设备的关键部位，被广泛应用于家用电器、建筑、电力、海洋工程和船舶工业等多个行业。
- 公司未来看点在于产品结构的优化升级和产销量的提升。公司主要采取“以销定产”的生产模式，漆包线和铜管的产销率一直维持在 98%以上，产品售价按照“铜价+加工费”的原则确定，利润来源于相对稳定的加工费。后期公司主导产品实现了由普通铜材向高端铜材转移，着重于漆包线和铜管等高附加值产品的生产，逐步减少低附加值的铜线、坯管的产量。
- 公司收入主要来自长三角和珠三角，且中小电机漆包线领域具一定优势。该区集中了大量铜加工材的下游企业群，行业的集群效应明显。公司在该地区竞争对手主营业务主要在非中小电机漆包线领域。因此，我们认为，在中小电机漆包线领域，公司具有一定优势；在高端铜管材领域，公司虽面临一定同行竞争压力，但市场空间广阔。
- 本次募投项目主要为公司现有产品产能的扩建以及产业链的上游延伸。公司漆包线的产能将由 6 万吨增至 9 万吨，铜管产能由 2 万吨增至 2.5 万吨。“年产 15 万吨高性能铜及铜合金杆材项目”主要用于满足自身漆包线生产需要；“3 万吨节能环保型特种漆包线项目”系公司为优化产品结构，扩产现有节能环保特种漆包线产品；“年产 5000 吨热交换器用高效节能高翅片铜管项目”系新兴节能环保产品，代表未来行业发展的方向。总体上，募投项目将在一定程度上拓展了公司产业链、优化了公司产品结构，提高盈利能力，利于公司长远发展。
- 综合考虑公司未来的发展趋势及募投项目建设情况，我们预计公司 2011 年和 2012 年 eps 分别为 0.52 元和 0.65 元，按照 12 年给予 15 倍 pe 计算，公司合理价格应该在 9.5~10.5 元左右。
- 投资风险和结论的局限性。我们盈利预测及结论是建立在下游求稳步增长以及公司产量有所增长、未来产品结构有所优化的基础上。未来行业前景、公司募投项目不及预期及原材料价格波动等因素将造成报告中业绩低于预期。

## ● 公司概况

宏磊股份是国内大型综合性漆包线产品供应商之一，公司主要从事漆包线、铜线、高精度铜管材、坯管等铜材的研发、生产和销售。公司的漆包线产销量占比达 70%以上。公司生产的漆包线作为中小型电机、电器、精密仪表、电子、航空、航天、汽车、通讯等产品的重要配套元件，有着广泛的适应性。

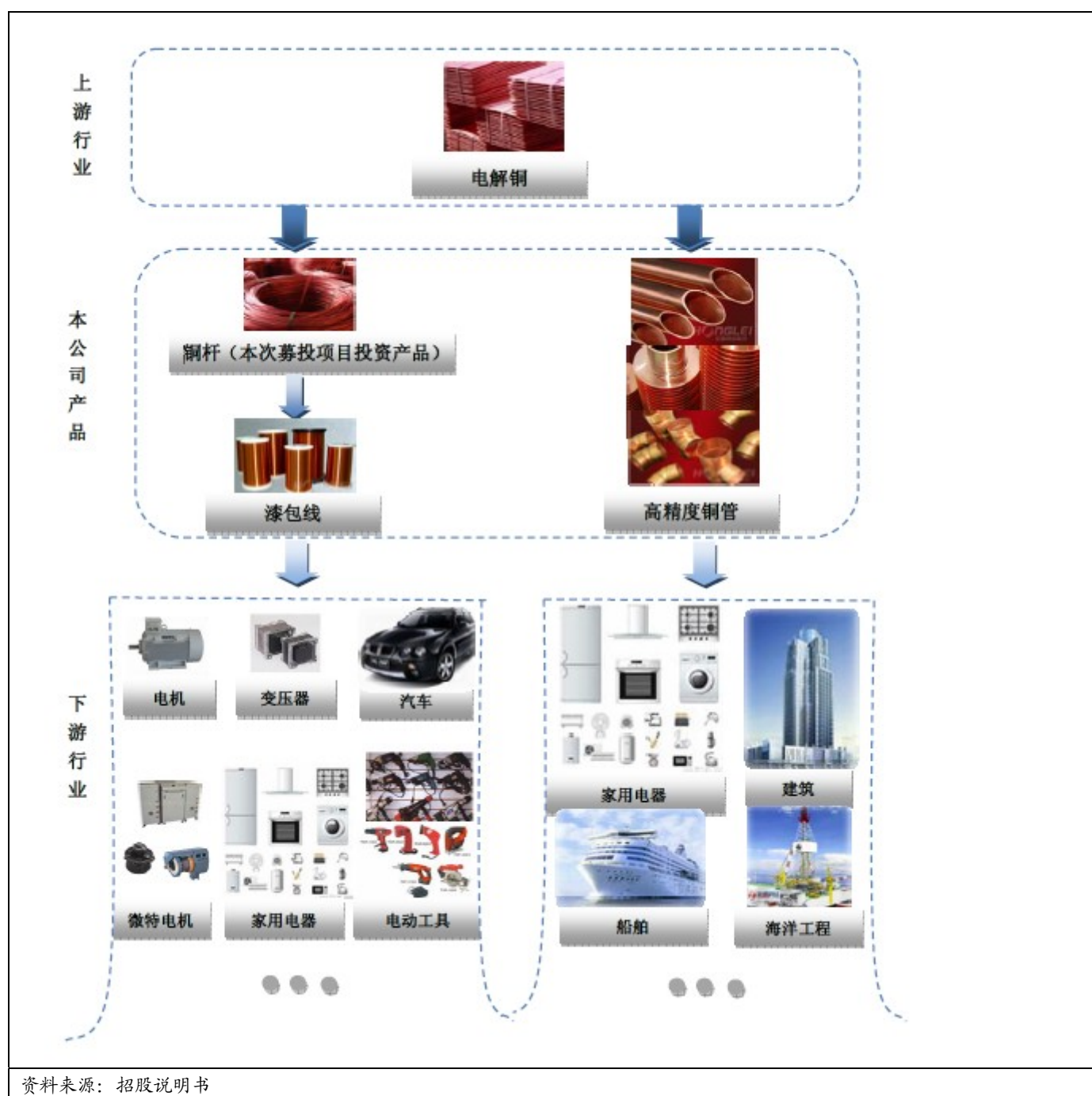
目前公司漆包线产品产能为 6 万吨/年，铜管产能为 2 万吨/年，其中中小型电机用漆包线市场占有率接近 30%。本次发行前，戚建萍女士持有公司 50.50%股权，是宏磊股份的实际控制人。

图 1：公司发行前股权结构



资料来源：招股说明书

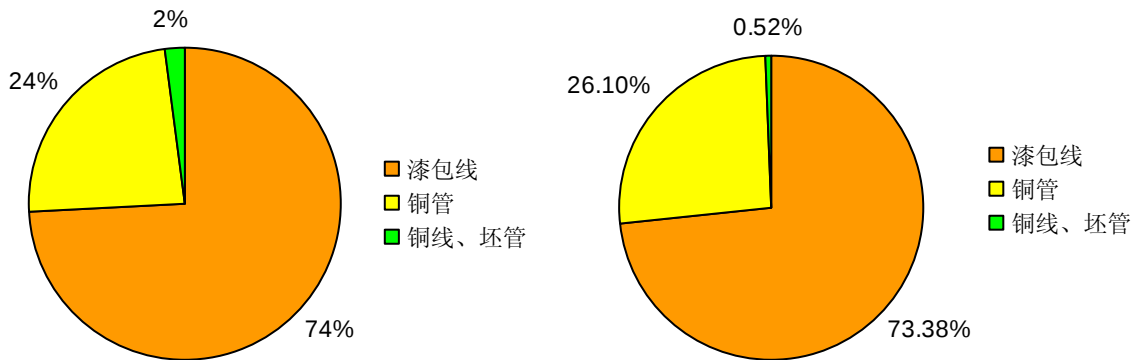
图2：公司处于铜产业链的中游行业



资料来源：招股说明书

图 3：公司收入结构（2010年）

公司利润结构（2010年）



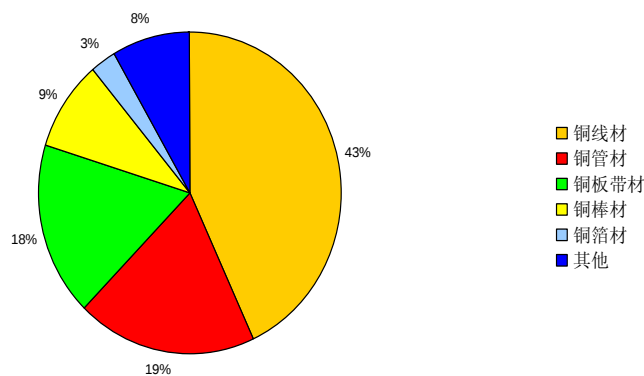
资料来源：招股说明书

## 一、行业背景分析

### ● 漆包线和铜管是重要的铜加工材，在诸多领域得到广泛应用

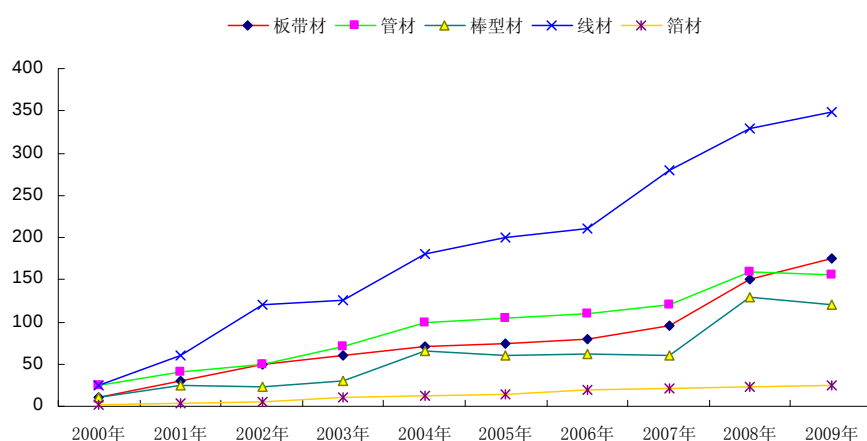
漆包线作为重要的铜线材，是电机、电器和家用电器、电讯、电子仪表电磁绕组的主要和关键原材料，主要应用于中小型电机、电器、精密仪表、电子、航空、航天、汽车、通讯等领域。铜管材作为重要的铜加工产品之一，是由铜经过压制、拉制工艺而制成的无缝管，具有导热和延伸性好、强度高和耐腐蚀等特点，主要分为空调制冷用铜管，建筑用铜管，热交换器用铜管三大类，是水（汽）传输设备和热交换设备的关键部位，被广泛应用于家用电器、建筑、电力、海洋工程和船舶工业等多个行业。

图 4： 2008 年中国铜加工材产品产量比例图



资料来源：博威合金招股说明书

图 5： 2000-2009 年我国铜加工材主要品种产量 单位：万吨



资料来源：招股说明书

### ● 中国铜加工材增长迅速，已成为铜材产品的第一生产和消费大国，但产能阶段性过剩

得益于迅速的经济增长、庞大的市场容量以及铜加工材在我国国民经济各个领域里的广泛应用，近年来，我国铜加工材产量得到迅速增长，产能扩张较为明显，已跃居铜加工材的生产大国。

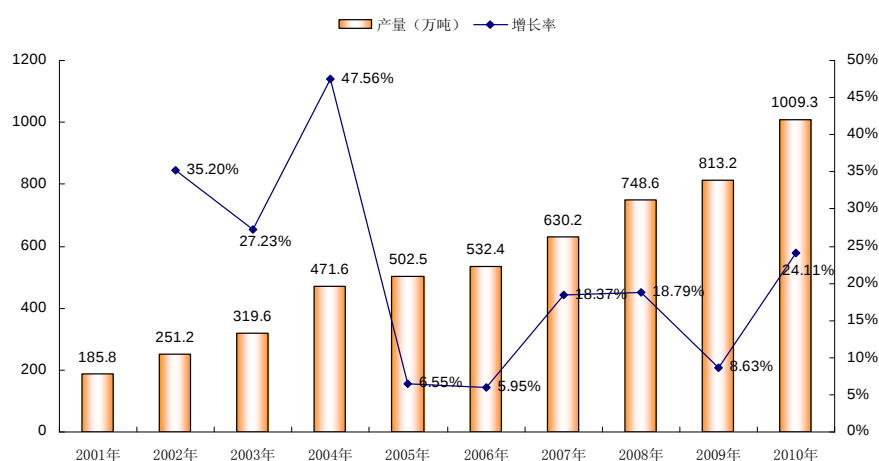
表 1：世界铜加工材产量 单位：万吨

| 地区        | 2005 年度 | 2006 年度 | 2007 年度 | 2008 年度 | 2009 年度 |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 产量（包括中国）  | 1545.8  | 1599.4  | 1783.2  | 1762.2  | 1652.0  |
| 产量（不包括中国） | 1043.3  | 1067.0  | 1153.0  | 1013.6  | 838.8   |

资料来源：博威合金招股说明书

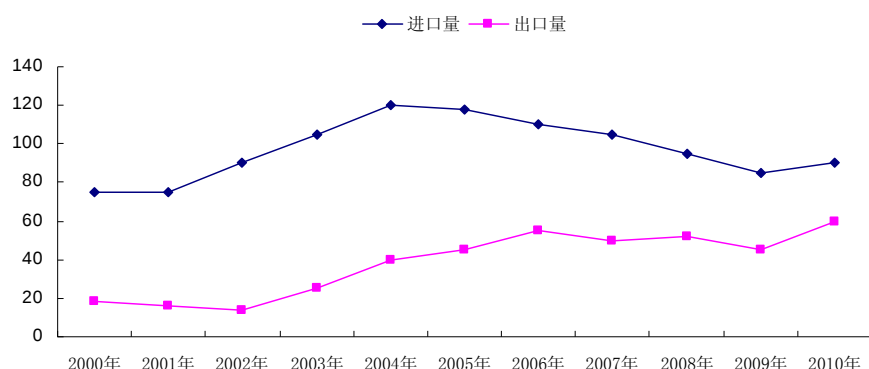
在过去的 10 年间，中国铜加工材的产量保持了年均 20.7% 的高速增长，各种产品的生产规模都在快速扩大。特别是在“十一·五”期间，总产量以每年 100 万吨，甚至 200 万吨的数量增加。

图 6：2001-2010 年中国铜加工材产量及增长率



资料来源：博威合金招股说明书、宏磊股份招股说明书

图 7：2000-2010 年我国铜加工材进出口量 单位：万吨



资料来源：招股说明书

产业快速扩张的同时，也带来部分产品同质化与产能阶段性过剩的矛盾，进一步加剧了行业竞争的残酷性。2010年中国铜加工材的总体产能利用率在84.1%左右，连续第3年出现下降。而根据各地发展规划，在所观察到的34家企业中，以2009年年底投产项目和此后建设计划项目推算，在2010年以后的2-3年内就将新增铜材（含铜线杆）产能415万吨，其中有312万吨为铜线杆项目的产能。而在这34家企业中，6家铜冶炼生产企业的铜材（含铜线杆）项目，计划2010年以后新增的产能就有126万吨，其中铜线杆的产能为117万吨。

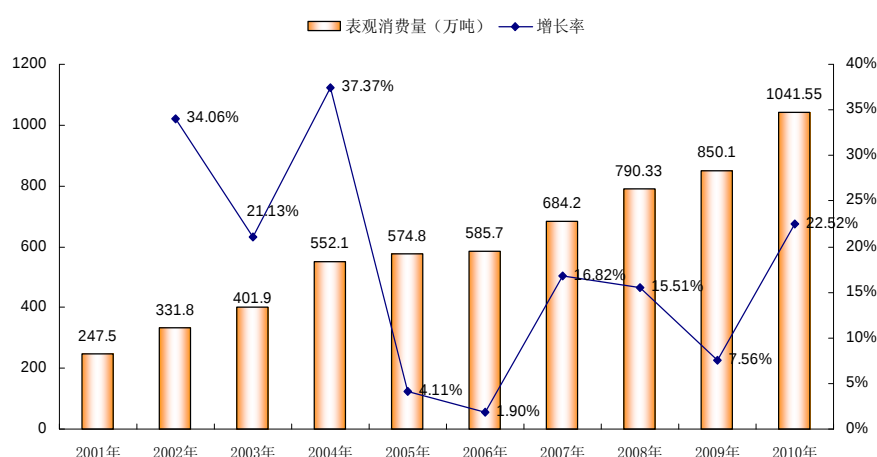
**表 2：34 家企业新增铜加工材产能情况（分地区） 单位：万吨**

|          | 铜加工材 | 其中铜线杆 |
|----------|------|-------|
| 34 家企业合计 | 415  | 310   |
| 其中：华北地区  | 57   | 50    |
| 东北地区     | 28   | 25    |
| 华东地区     | 200  | 170   |
| 华中地区     | 42   | 10    |
| 华南地区     | 22   | 10    |
| 西南地区     | 30   | 20    |
| 西北地区     | 36   | 25    |

资料来源：CNIA, 安泰科

铜加工材产量的不断增加和新增产能的不断上马，客观上也显示出国内市场的强大需求与有效增长，到目前为止，中国已成为全球铜加工产品消费第一大国。过去10年，中国铜加工材的表观消费以年均17.5%的速度递增，其中，2010年我国铜材产品的消费量为1,041.55万吨，较2000年的219.70万吨增长374.08%，十年间的复合增长率为16.84%。各种产品的消费需求都在有效扩大，除了铜箔之外，铜板带排、铜管、铜棒、铜线消费规模都达到了百万吨级水平。其中，2010年铜线的表观消费量超过420万吨。

**图 8：2001-2010 年中国铜加工材表观消费量及增长率**



资料来源：博威合金招股说明书、宏磊股份招股说明书

### ● 我国铜加工材行业集中度较高，区域性发展特征显著

长三角和珠三角地区是我国经济最发达最活跃的地区，也是我国最大的铜加工产品生产和消费区域。以浙江、上海、江苏为中心的长三角沿海产业带集聚了中国 80% 的铜加工企业，其中浙江省铜加工材产量占全国的比例超过 20%，已连续多年列全国第一。2006-2009 年度中国铜加工材产量前 5 位地区分布情况如下表所示：

目前我国规模以上电机生产企业主要分布于东部沿海地区，浙江省企业数量最多达到 144 家，随后依次是江苏、山东、上海、广东和福建，从销售收入地区分布来看，排名依次为山东、浙江、江苏和上海，其销售收入总和占全国销售收入的 60% 以上，产业集中度较高。

表 3：2006-2009 年度中国铜加工材产量前 5 位地区分布情况

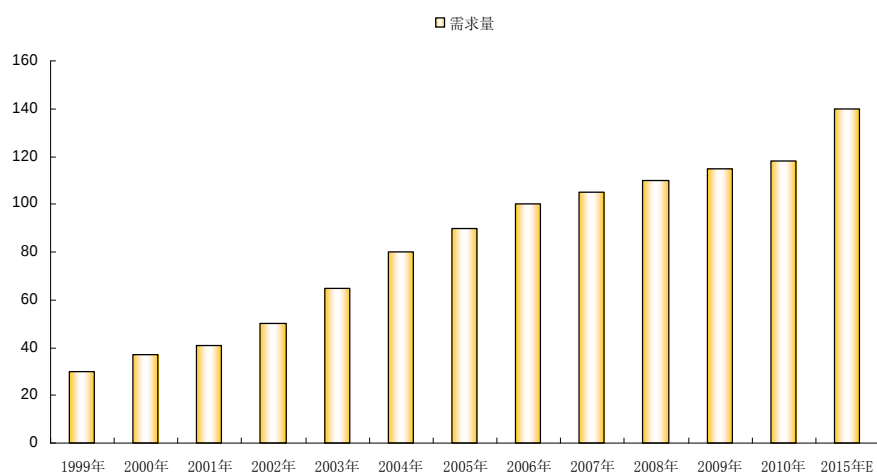
| 2009 年度   |        | 2008 年度   |        | 2007 年度   |        | 2006 年度   |        |
|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|
| 全国        | 813.2  | 全国        | 748.6  | 全国        | 6302   | 全国        | 532.4  |
| 浙江        | 185.9  | 浙江        | 151.2  | 浙江        | 142.7  | 浙江        | 136.5  |
| 江苏        | 179.6  | 江苏        | 139.2  | 江苏        | 141.2  | 江苏        | 126.6  |
| 广东        | 131.5  | 广东        | 113.3  | 广东        | 86.9   | 广东        | 79.0   |
| 江西        | 104.1  | 江西        | 108.7  | 江西        | 58.0   | 河南        | 43.1   |
| 安徽        | 81.5   | 安徽        | 56.8   | 河南        | 50.9   | 安徽        | 38.0   |
| 江浙两省小计    | 365.5  | 江浙两省小计    | 290.4  | 江浙两省小计    | 283.9  | 江浙两省小计    | 263.1  |
| 江浙两省占全国比例 | 44.95% | 江浙两省占全国比例 | 38.79% | 江浙两省占全国比例 | 45.05% | 江浙两省占全国比例 | 49.42% |

资料来源：CRU

### ● 我国漆包线产业发展较快，中小电机漆包线增长迅速

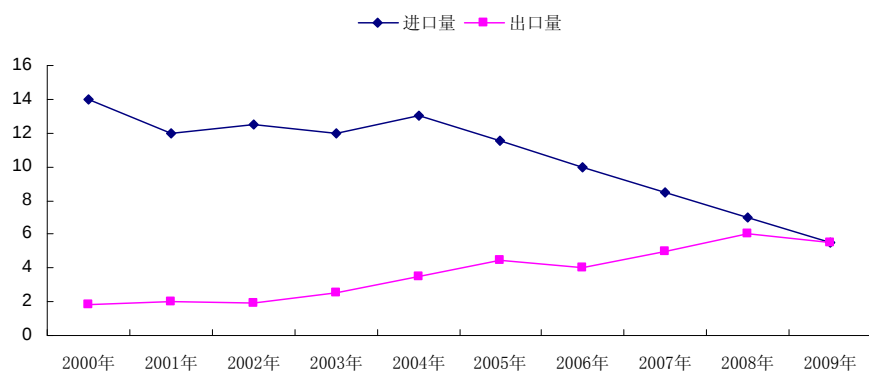
漆包线作为重要的电子专用材料被广泛运用于电机、变压器、家用电器、电动工具、汽车、微特电机、继电器、电子变压器、电声器件等领域。目前，我国漆包线行业保持高速发展，漆包线产量已超过美国和日本等国，成为世界第一大生产和消费国。2000 年我国漆包线产品的市场需求量为 36.70 万吨，2010 年增至约 118 万吨，增长 213.35%，根据中国电器工业协会电线电缆分会的预测，到 2015 年预计将达到 140-150 万吨。

图 9：1999-2010 年我国漆包线需求趋势图 单位：万吨



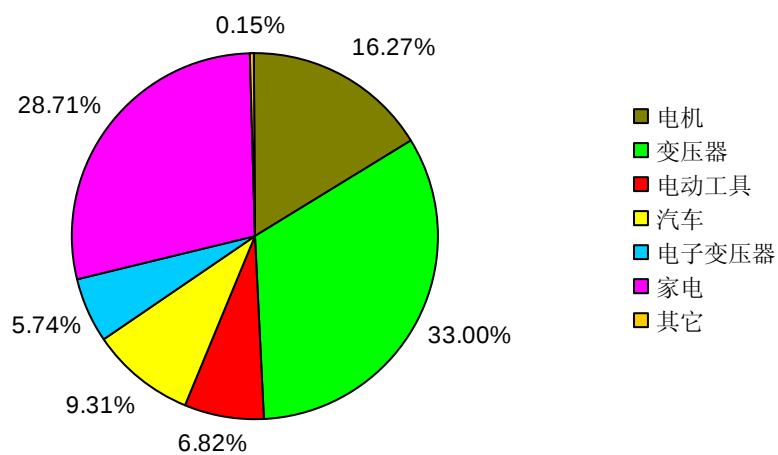
资料来源：招股说明书

图 10：2000-2009 年我国漆包线进出口量 单位：万吨



资料来源：招股说明书

图 11：2009 年我国漆包线产品应用领域结构图

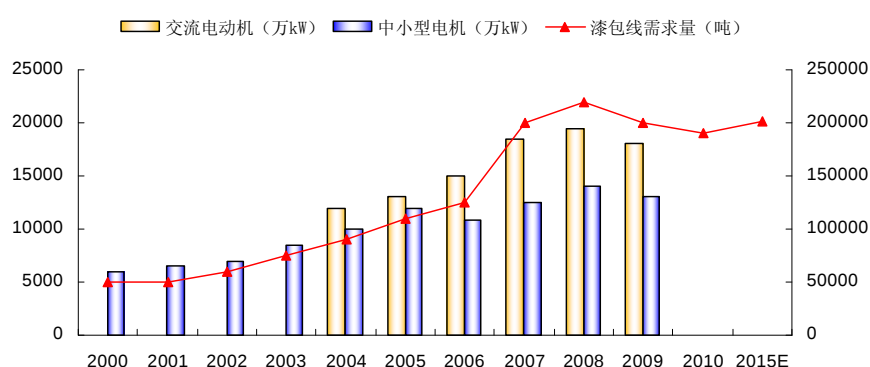


资料来源：招股说明书

电机行业是漆包线产品的主要需求行业之一。目前，我国电机制造企业近 2,000 家，电机品种品种约 1,500 个。截至 2010 年 11 月我国交流电机产量已达 2.11 万千瓦，较 2001 年产量增幅约 235%。电机行业的迅猛发展带动了漆包线产品需求的增加，根据中国电器工业协会电线电缆分会统计，2009 年度电机行业的漆包线需求量将近 19 万吨，约占漆包线总需求量的 16%，到 2015 年我国电机和发电机漆包线需求量将达 25.20 万吨。由于中小电机约占电机总产量 90%，同时中小电机用漆包线市场是漆包线应用领域中行业跨度、市场涵盖范围最广的一个细分市场，因此中小电机漆包线产品有着广泛的客户基础以及稳定增长的市场需求。

2010 年 5 月 31 日财政部和国家发改委推出《节能产品惠民工程高效电机推广实施细则》，中央财政将向高效电机生产企业发放补贴，这将直接推动高效电机的市场需求，同时带动节能环保型特种漆包线产品的发展。因此，生产高质量的特种漆包线以增加出口与替代进口的市场潜力很大。

图 12：2000-2015 年我国电动机产量和漆包线需求量趋势图

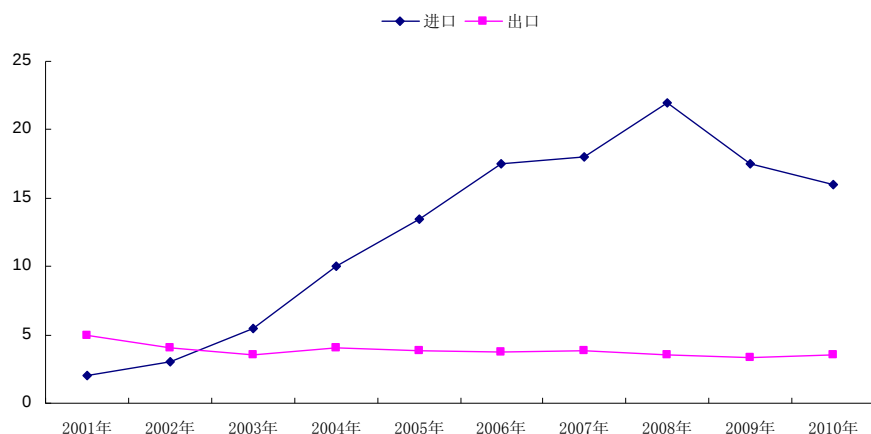


资料来源：招股说明书

## ● 铜管材行业保持稳步增长

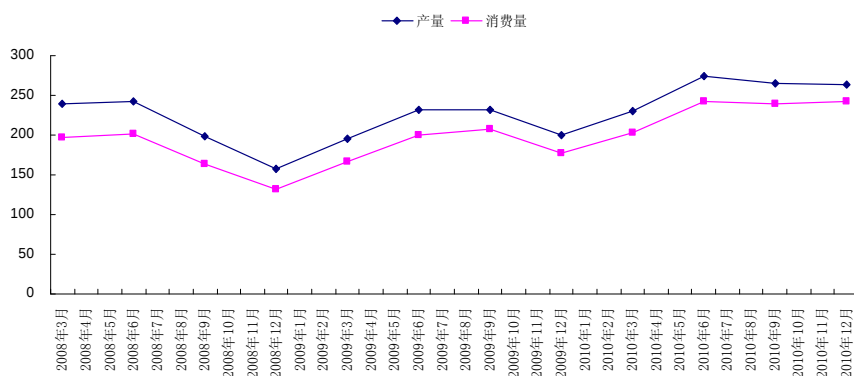
铜管材是铜产品制造业中发展最快的产品之一。“十五”和“十一五”期间是中国铜加工业大发展的时代，期间国内铜材产量增长了 5.5 倍，年平均增速达 46.20%，其中铜管材的产量从 2000 年的 15.10 万吨增至 2009 年的 156.51 万吨，年复合增长率高达 29.67%，中国已经是世界上最大的铜管生产和消费国，国内主要铜管生产商的生产技术已经基本达到世界先进水平。目前，铜管生产企业纷纷向热交换铜及铜合金等新兴领域进军，如研制生产白铜管和铜合金翅片管等，代表行业发展的新趋势。近几年我国铜管消费量每年以 10% 以上的速度递增，其中 2015 年我国高效换热翅片管市场需求量预计将达到约 15 万吨。

图 13：2001-2010 年我国铜管材进出口量 单位：万吨



资料来源：招股说明书

**图 14：2008-2010 年我国铜管产量与消费量 单位：万吨**



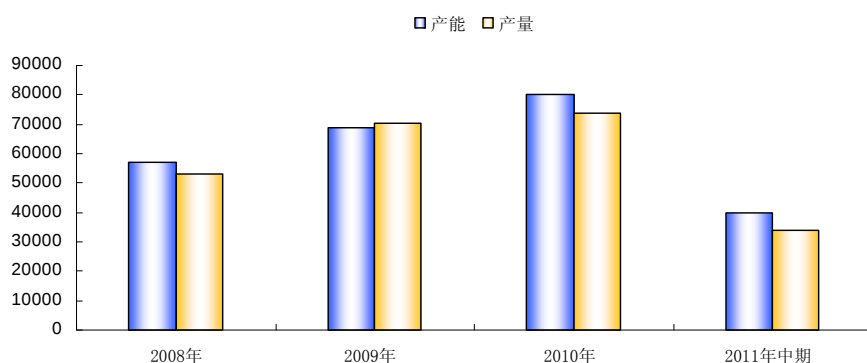
资料来源：CRU

## 二、公司深度分析

### ● 公司是国内大型综合性漆包线供应商之一，在细分领域的中小型电机用漆包线市场有一定竞争优势

公司是国内大型综合性漆包线产品供应商之一。目前，公司产能从原有的 5.7 万吨扩张到现在的 8 万吨，产量从原有的 5.2 万吨增长至现在的 7 万吨，漆包线产量占行业总产量比重也提高至 0.58%，其中中小型电机用漆包线市场占有率接近 30%。公司主要采取“以销定产”的生产模式，漆包线和铜管的产销率一直维持在 98% 以上，其中 2010 年漆包线的产销率达到 100.12%。产品售价按照“铜价+加工费”的原则确定，利润来源于相对稳定的加工费。2008 年至今，公司漆包线产能利用率稳定保持在 80% 以上，铜管产能利用率稳定保持在 70% 以上。

**图 15：近年公司产能扩张速度较快 单位：吨**



资料来源：招股说明书

表 4：公司主营产品的毛利率情况

|            | 2011 年 1-6 月 | 2010 年度 | 2009 年度 | 2008 年度 |
|------------|--------------|---------|---------|---------|
| 漆包线 (%)    | 6.10         | 5.32    | 8.69    | 6.78    |
| 铜管 (%)     | 6.45         | 5.83    | 4.15    | 1.45    |
| 铜线、坯管等 (%) | -            | 1.44    | 3.75    | -0.67   |
| 综合 (%)     | 6.17         | 5.37    | 7.00    | 5.16    |

资料来源：招股说明书

表5：报告期内，公司产品产能、产量、销量情况

| 时间           | 产品类别  | 产能 (吨) | 产量 (吨)   | 销量 (吨)   | 产销率 (%) | 产能利用率 |
|--------------|-------|--------|----------|----------|---------|-------|
| 2011 年 1-6 月 | 漆包线   | 30000  | 26866.76 | 26644.25 | 99.17   | 89.56 |
|              | 铜管    | 10000  | 7222.82  | 7050.82  | 97.62   | 72.23 |
|              | 铜线等其他 | -      | -        | -        | -       | -     |
| 2010 年       | 漆包线   | 60000  | 53830.56 | 53928.35 | 100.18  | 89.72 |
|              | 铜管    | 20000  | 18060.05 | 17723.28 | 98.14   | 90.30 |
|              | 铜线等其他 | -      | 1635.58  | 1,635.58 | 100.00  | -     |
| 2009 年       | 漆包线   | 54000  | 44043.90 | 43624.50 | 99.05   | 81.56 |
|              | 铜管    | 15000  | 10626.07 | 10528.55 | 99.08   | 70.84 |
|              | 铜线等其他 | -      | 15622.18 | 15622.18 | 100.00  | -     |
| 2008 年       | 漆包线   | 44000  | 41512.83 | 41090.35 | 98.98   | 94.35 |
|              | 铜管    | 13000  | 11798.58 | 11754.02 | 99.62   | 90.76 |
|              | 铜线等其他 | -      | 3848.02  | 3848.02  | 100.00  | -     |

资料来源：招股说明书

表6：公司主要产品及用途情况

| 产品     |                           | 用途                                      |
|--------|---------------------------|-----------------------------------------|
| 漆包线    | 聚酯漆包线                     | 中小型工业电机、小家电用电机                          |
|        | 改性聚酯漆包线                   | 汽车及电动车电机、水泵电机、空调电机                      |
|        | 聚酯亚胺漆包线                   | 电动工具、吸尘器电机、洗衣机电机、微特电机、电机                |
|        | 直焊性聚氨酯漆包线                 | 电子变压器、继电器、散热超微电机、电声器件                   |
|        | 聚酯亚胺 / 聚酰胺酰<br>亚胺漆包线（耐冷媒） | 空调压缩机、微波炉变压器                            |
|        | 聚酯亚胺 / 聚酰胺酰<br>亚胺漆包线（耐电晕） | 变频电机                                    |
| 高精度铜管材 | 直铜管                       | 输送水（气）管道，主要用于建筑领域，还可用作燃气、采暖、太阳能等领域的设备管道 |
|        | 蚊香盘管                      | 空调制冷用铜管                                 |
|        | 内螺纹管                      |                                         |
|        | 光盘管                       |                                         |
|        | 高翅片管                      | 换热器、电力、海水淡化和船舶制造                        |

资料来源：招股说明书

公司漆包线产品的竞争对手主要是精达股份、冠城大通和蓉胜超微。精达股份是国内第一全球前三的漆包线生产企业，年产能已达 15 万吨，市场占有率超过 35%，处于行业绝对龙头地位，2010 年度的销量为 11.85 万吨，在压缩机行业具有较强竞争优势；冠城大通是国内规模较大的漆包线生产企业，年产能超过 6 万吨，2010 年度的销量为 6.62 万吨，漆包线产品类型与产销规模与公司基本相近；蓉胜超微是我国专业微细漆包线生产厂商，在微细线市场具有一定优势，产品毛利率高于普通漆包线产品，但产销规模有限。面对复杂的经济环境和严峻的竞争态势，公司在巩固发展传统的优势市场-中小电机市场的同时，依托优异的研发水平和技术开发能力开发了一系列新型特种产品。公司顺应行业中节能、环保的发展趋势，重点发展特殊专用和复合涂层的特种漆包线系列，提升了漆包线产品的附加值，满足了高效电机和变频电机发展的需要。因此，在中小电机漆包线领域，以上三家公司与公司基本不形成竞争。

公司铜管产品的竞争对手主要是精艺股份和海亮股份。精艺股份具有完整的铜管产业链条，产品竞争实力较强，综合毛利率水平较高；海亮股份专注于精密铜管材的加工、贸易，是中国最大的铜管出口商和最大的精密铜棒生产企业，竞争实力较强。在产销规模方面，公司与上述两公司相比，存在一定的差距，但公司一直致力于利用自身技术优势开发高技术含量的高端铜管材产品，公司研发生产的高翅片管大量应用于换热器、电力、海水淡化和船舶制造等领域，由于设计复杂、工艺难度高，业内能够专业化、规模化生产的厂商较少，产品的利润水平较高。与此同时，公司铜管材产品致力于细分市场，为国内无缝高翅片铜管和空调制冷用蚊香盘管的重要生产基地之一，出口量位居前列。目前，公司铜管产品的毛利率呈现持续上升，2010 年度，公司铜管产品的毛利率水平已经与上述两家公司基本接近。

**表 7：公司与同行业可比公司在具体业务构成、产品结构和产销规模等方面的差异**

| 公司   | 业务构成及主要产品           | 产销规模                                   | 2008 年                                |
|------|---------------------|----------------------------------------|---------------------------------------|
| 精艺股份 | 金属加工设备、精密铜管和铜管深加工产品 | 2010 年度，精密铜管销量 3.82 万吨；铜管深加工销量 0.56 万吨 | 集“铜加工设备-精密铜管-铜管深加工产品”一体，产业链完整，产品毛利率较高 |
| 海亮股份 | 精密铜管材；贸易业务          | 2010 年度，铜管销量 17.97 万吨                  | 中国最大的铜管出口商，最大的精密铜棒生产企业，规模优势明显         |

|      |            |                                   |                                                                                                         |
|------|------------|-----------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 精达股份 | 漆包线        | 2010 年度, 漆包线销量11.85 万吨            | 中国最大的电磁线制造商, 在压缩机行业中具有较强优势, 规模优势明显                                                                      |
| 冠城大通 | 漆包线; 房地产业务 | 2010 年度, 漆包线销量6.62万吨              | 房地产业务在公司的主营业务中的比例超过50%, 双主业共存                                                                           |
| 蓉胜超微 | 微细漆包线      | 2010 年度, 微细漆包线销量1 万吨左右            | 致力于微细漆包线产品的研发、生产和销售, 在微细漆包线领域具有较强优势, 产品毛利率较高                                                            |
| 宏磊股份 | 漆包线、高精度铜管材 | 2010 年度, 漆包线销量5.39万吨; 铜管销量1.77 万吨 | 漆包线产品品种齐全, 拥有线径介于 $\Phi 0.04\text{mm}-\Phi 3.15\text{mm}$ 之间的全系列产品, 在中小电机行业中具有优势; 高精度铜管材技术领先; 规模和资金实力较弱 |

资料来源: 招股说明书

表 8: 公司漆包线产品与国内龙头相比单位毛利情况 元/吨

| 公司   | 2010 年  | 2009 年  | 2008 年  |
|------|---------|---------|---------|
| 精达股份 | 4629.07 | 3363.57 | 3689.13 |
| 冠城大通 | 2719.39 | 2058.96 | 1068.71 |
| 平均   | 3674.23 | 2711.27 | 2378.92 |
| 宏磊股份 | 2829.70 | 3376.54 | 3526.46 |

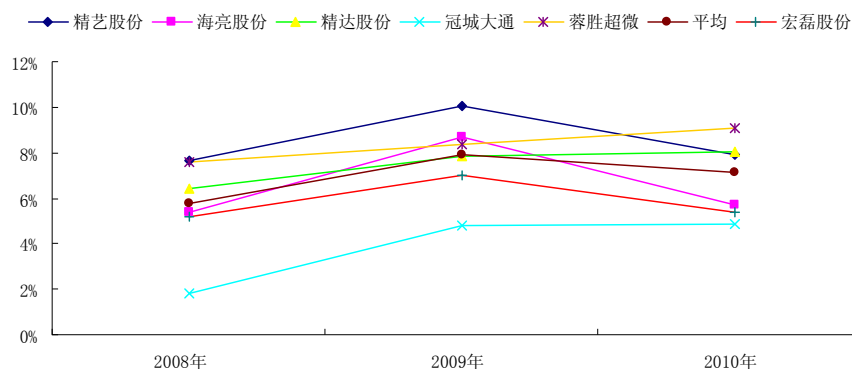
资料来源: 招股说明书

表 9: 公司铜管产品与国内龙头相比单位毛利情况 元/吨

| 公司   | 2010 年  | 2009 年  | 2008 年  |
|------|---------|---------|---------|
| 精艺股份 | 3161.79 | 3227.78 | 3026.05 |
| 海亮股份 | 2878.00 | 3407.00 | 2825.00 |
| 平均   | 3019.90 | 3317.39 | 2925.53 |
| 宏磊股份 | 3062.26 | 1558.22 | 770.70  |

资料来源: 招股说明书

图 16: 行业内公司综合毛利率水平



资料来源: 招股说明书

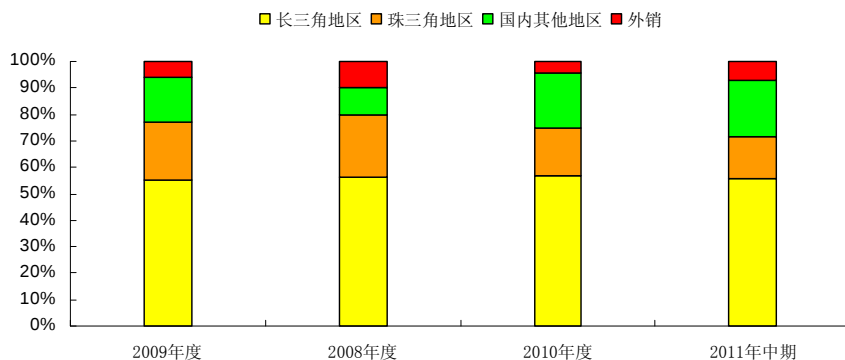
近三年，公司综合毛利率水平低于同行业可比公司的平均水平，主要系业务构成、产品结构、产销规模等方面与同行业可比公司存在一定差异，以及自身经营策略调整所致。因此，随着产品结构的不断优化、新产品的投产，公司的毛利率水平有较大增长空间。

总体上，我们认为，在中小电机漆包线领域，公司具有一定的优势；在高端铜管材领域，公司虽面临一定同行竞争压力，但市场空间广阔。

### ● 公司在长三角、珠三角地区具有一定的区域优势

公司地处电机制造业较为发达的长三角地区，与该地区的下游电机厂商建立了长期稳固的合作关系，产品获得了客户的一致好评，并将产品的销售区域和营销网络逐步拓展到全国范围，进一步巩固了在中小型电机市场的领先地位。目前，公司在中小型电机用漆包线市场占有率接近 30%。另外，公司与珠三角漆包线的主要大客户大洋电机（10、11 年销售占比均在 3%以上）、志高空调（08、09 年收入占比均在 4%以上），均在有效销售半径内，这无益增强了公司销售业绩的稳定性。

图 17：公司收入主要来自长三角及珠三角地区



资料来源：招股说明书

表 10：报告期内公司向前五名客户销售情况

| 时间           | 单位名称         | 金额（万元）    | 占营业收入比例（%） |
|--------------|--------------|-----------|------------|
| 2011 年 1-6 月 | 中山大洋电机股份有限公司 | 7206.27   | 3.39       |
|              | 湖北惠洋电器制造有限公司 | 6404.67   | 3.01       |
|              | 格力电器(重庆)有限公司 | 3486.47   | 1.64       |
|              | 福建省神通机械有限公司  | 3,472.51  | 1.63       |
|              | 浙江新界泵业股份有限公司 | 3,465.30  | 1.63       |
|              | 合计           | 24,035.22 | 11.30      |
| 2010 年       | 中山大洋电机股份有限公司 | 11,762.29 | 3.04       |
|              | 广东志高空调有限公司   | 9,781.11  | 2.53       |
|              | 江门市江晟电机厂有限公司 | 9,680.52  | 2.50       |
|              | 湖北惠洋电器制造有限公司 | 8,284.58  | 2.14       |

|        |                  |           |       |
|--------|------------------|-----------|-------|
|        | 佛山市伊戈尔电业制造股份有限公司 | 6,206.09  | 1.60  |
|        | 合计               | 45,714.59 | 11.81 |
| 2009 年 | 广东志高空调有限公司       | 11,380.85 | 4.33  |
|        | 台州市诚峰有色金属有限公司    | 8,592.94  | 3.27  |
|        | 中山大洋电机股份有限公司     | 6,678.93  | 2.54  |
|        | 江门市江晟电机厂有限公司     | 6,141.31  | 2.34  |
|        | 六安江淮电机有限公司       | 4,517.39  | 1.72  |
|        | 合计               | 37,311.42 | 14.20 |
| 2008 年 | 广东志高空调有限公司       | 18,785.74 | 6.33  |
|        | 佛山伊戈尔电业制造有限公司    | 7,440.49  | 2.51  |
|        | 江门市江晟电机厂有限公司     | 6,976.98  | 2.35  |
|        | 福建省神通机械有限公司      | 5,090.93  | 1.71  |
|        | 江苏小天鹅三江电器制造有限公司  | 4,644.83  | 1.56  |
|        | 合计               | 42,938.97 | 14.46 |

资料来源：招股说明书

### ● 公司自主研发能力尚可，技术总体处于国内先进水平

目前，公司拥有 20 项具有自主知识产权的专利技术，尤其在在高精度铜管材领域，公司拥有包括热交换器用铜及铜合金无缝高翅片管、螺旋型热交换用铜及铜合金高翅片管、聚热焰型高齿翅片管等系列产品专利。该系列产品生产技术居于国内领先、达到国际先进水平，其中公司自主研发的无缝高翅片铜管采用特制的铜和铜合金母管、三辊冷旋轧一次成型的先进技术，填补了国内空白，产品高效、节能，代表热交换用材料和产品的发展方向。

表 11：公司所获专利情况

| 序号 | 专利名称 |                   | 专利号                   | 证书号     | 有效期限                       |
|----|------|-------------------|-----------------------|---------|----------------------------|
| 1  | 实用新型 | 绞合特种聚酯亚胺漆包圆铜线     | ZL2006 2<br>0140266.7 | 1004803 | 2006-11-23 至<br>2016-11-22 |
| 2  |      | 特种微型漆包圆铜线         | ZL2006 2<br>0140265.2 | 1004802 | 2006-11-23 至<br>2016-11-22 |
| 3  |      | 绿色环保耐冷媒复合漆包线      | ZL2007 2<br>0105470.X | 1031584 | 2007-01-11 至<br>2017-01-10 |
| 4  |      | 双涂层耐电晕漆包线         | ZL2007 2<br>0112935.4 | 1160274 | 2007-08-09 至<br>2017-08-08 |
| 5  |      | 新型耐高温自粘自润滑复合漆包铜圆线 | ZL2007 2<br>0112936.9 | 1061601 | 2007-08-09 至<br>2017-08-08 |
| 6  |      | 漆包线烘炉尾气余热回收利用装置   | ZL2007 2<br>0112937.3 | 1061277 | 2007-08-09 至<br>2017-08-08 |

|    |      |                      |                       |         |                            |
|----|------|----------------------|-----------------------|---------|----------------------------|
| 7  |      | 三涂层双润滑漆包线            | ZL2008 2<br>0086516.2 | 1264002 | 2008-05-13 至<br>2018-05-12 |
| 8  | 发明   | 高齿翅片铜管的制作<br>工艺      | ZL2004 1<br>0067159.1 | 395342  | 2004-10-14 至<br>2024-10-13 |
| 9  | 实用新型 | 三辊行星铜管轧机             | ZL02 2<br>80279.7     | 589677  | 2002-12-09 至<br>2012-12-08 |
| 10 |      | 热交换器用铜及铜合<br>金无缝高翅片管 | ZL2004 2<br>0090344.8 | 741532  | 2004-09-22 至<br>2014-09-21 |
| 11 |      | Y 型铜合金拉链             | ZL2006 2<br>0100360.X | 913276  | 2006-01-16 至<br>2016-01-15 |
| 12 |      | 空调制冷用无缝蚊香<br>盘管      | ZL2006 2<br>0104467.1 | 927914  | 2006-06-08 至<br>2016-06-07 |
| 13 |      | 聚热焰型高齿翅片管            | ZL2008 2<br>0086515.8 | 1217740 | 2008-05-13 至<br>2018-05-12 |
| 14 |      | 螺旋型热交换用铜及<br>铜合金高翅片管 | ZL2008 2<br>0162870.9 | 1253447 | 2008-08-21 至<br>2018-08-20 |
| 15 |      | 一种生产螺旋型高齿<br>翅片管的新装置 | ZL2010 2<br>0136263.2 | 1704868 | 2010-03-22 至<br>2020-03-21 |
| 16 |      | 波纹翅型高齿翅片管            | ZL2010 2<br>0540269.6 | 1780815 | 2010-09-25 至<br>2020-09-24 |
| 17 |      | 一种铜球的辊锻轧生<br>产装置     | ZL2010 2<br>0540266.2 | 1780287 | 2010-09-25 至<br>2020-09-24 |
| 18 | 外观设计 | 铜合金型材（“十”<br>字型）     | ZL2009 3<br>0197670.7 | 1299116 | 2009-11-16 至<br>2019-11-15 |
| 19 |      | 铜合金型材（C 型）           | ZL2009 3<br>0197669.4 | 1315183 | 2009-11-16 至<br>2019-11-15 |
| 20 |      | 铜合金型材（K 型）           | ZL2009 3<br>0201045.5 | 1327821 | 2009-12-03 至<br>2019-12-02 |

资料来源：招股说明书

**表 12：目前公司主要的研发项目情况**

| 序号 | 项目名称            | 进展情况 | 建设目的                                                                         |
|----|-----------------|------|------------------------------------------------------------------------------|
| 1  | 新型环保铜合金材料<br>项目 | 试生产  | 通过对合金配方的全新设计，采用硅、磷等资源较丰富的元素作为<br>主要铜合金添加元素，形成一种满足环保要求的高强度、高切削性、<br>高性价比的新材料。 |
| 2  | 铜及铜合金内螺纹高       | 研发   | 增加翅片管内表面螺纹沟槽，使其外表面积均增加，充分提高热交                                                |

|   |          |    |                                                                                         |
|---|----------|----|-----------------------------------------------------------------------------------------|
|   | 翅片管      |    | 换能力。                                                                                    |
| 3 | 高齿翅片铜热管  | 研发 | 热管外表面有一系列平行于纵轴或沿管子圆周扩张的金属肋的铜管，可有效增大传热面积。                                                |
| 4 | 正方形截面漆包线 | 研发 | 正方形截面漆包线组成的线束，线与线之间是平面与平面接触，不产生间隙，所组成的线束的有效截面积增加，为线圈空间的减小和导电强度的增加创造条件，可以加大电流的传输效能，提升性能。 |

资料来源：招股说明书

表 13：公司参与制订的国家标准

| 序号 | 标准编号                                | 标准名称                                    | 级别   | 参与方式 |
|----|-------------------------------------|-----------------------------------------|------|------|
| 1  | GB/T 4074.7-2009/IEC60172:1987      | 绕组线试验方法第7部分：测定漆包绕组线温度指数的试验方法            | 国家标准 | 参加起草 |
| 2  | GB/T 4074.8-2009                    | 绕组线试验方法第8部分：测定漆包绕组线温度指数的试验方法快速法         | 国家标准 | 参加起草 |
| 3  | GB/T 21652-2008                     | 铜及铜合金线材                                 | 国家标准 | 负责起草 |
| 4  | GB/T 23312.1-2009/IEC60317-0-3:2008 | 漆包铝圆绕组线 1 部分：一般规定                       | 国家标准 | 参加起草 |
| 5  | GB/T 23312.2-2009                   | 漆包铝圆绕组线第2 部分：120 级缩醛漆包铝圆线               | 国家标准 | 参加起草 |
| 6  | GB/T 23312.3-2009                   | 漆包铝圆绕组线第3 部分：130 级聚脂漆包铝圆线               | 国家标准 | 参加起草 |
| 7  | GB/T 23312.4-2009                   | 漆包铝圆绕组线第4 部分：155 级聚酯漆包圆铝线               | 国家标准 | 参加起草 |
| 8  | GB/T 23313.5-2009/IEC60317-15:2004  | 漆包铝圆绕组线第5 部分：180 级聚酯亚胺漆包圆铝线             | 国家标准 | 参加起草 |
| 9  | GB/T 23312.6-2009                   | 漆包铝圆绕组线第6 部分：180 级聚酯或聚酯亚胺/聚酰胺复合漆包圆铝线    | 国家标准 | 参加起草 |
| 10 | GB/T 23312.7-2009/IEC60317-25:1997  | 漆包铝圆绕组线第7 部分：200 级聚酯或聚酯亚胺/聚酰胺酰亚胺复合漆包圆铝线 | 国家标准 | 参加起草 |
| 11 | GB/T 23310-2009/IEC60317-44:1997    | 240 级芳族聚酰亚胺薄膜绕包铜扁线                      | 国家标准 | 参加起草 |
| 12 | GB/T 23311-2009/IEC60317-43:1997    | 240 级芳族聚酰亚胺薄膜绕包铜圆线                      | 国家标准 | 参加起草 |
| 13 | GB/T 5584.1-2009                    | 电工用铜、铝及其合金扁线 第1 部分：一般规定                 | 国家标准 | 参加起草 |
| 14 | GB/T 5584.2-2009                    | 电工用铜、铝及其合金扁线 第2 部分：铜扁线                  | 国家标准 | 参加起草 |

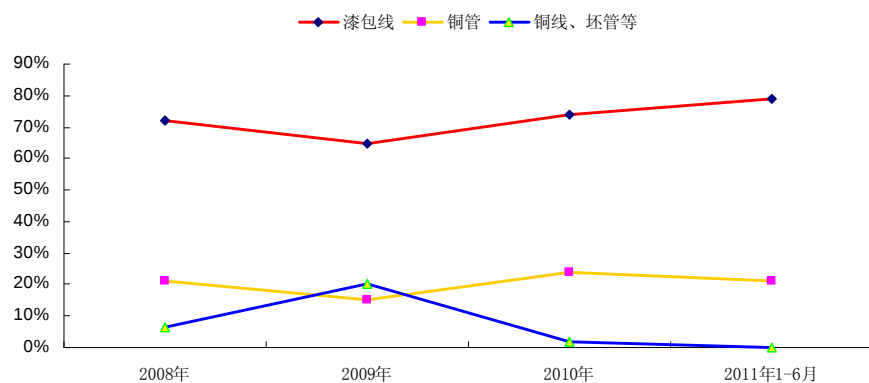
|    |                  |                       |      |      |
|----|------------------|-----------------------|------|------|
| 15 | GB/T 5584.3-2009 | 电工用铜、铝及其合金扁线 第3部分：铝扁线 | 国家标准 | 参加起草 |
| 16 | GB/T 5584.4-2009 | 电工用铜、铝及其合金扁线 第4部分：铜带  | 国家标准 | 参加起草 |
| 17 | GB/T18033-2007   | 无缝铜水管和铜气管             | 国家标准 | 参加起草 |

资料来源：招股说明书

## ● 公司未来看点在于产品结构的优化升级和产销量的提升

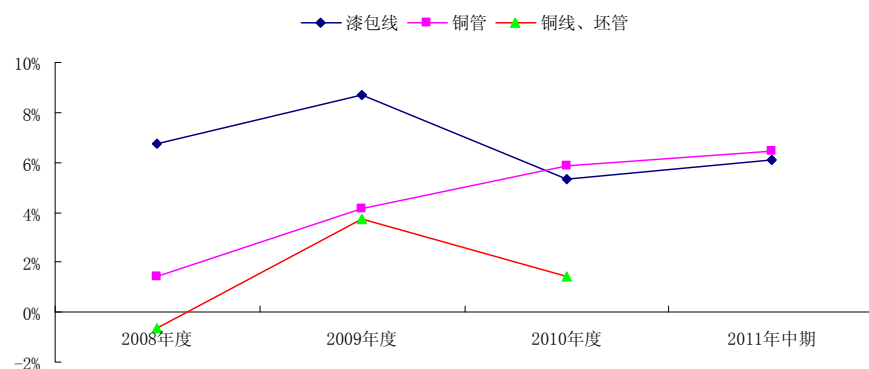
公司主要采取“以销定产”的生产模式，漆包线和铜管的产销率一直维持在 98%以上，产品售价按照“铜价+加工费”的原则确定，利润来源于相对稳定的加工费，未来利润增长主要来自漆包线和铜管产品产销量的提升。公司主导产品实现了由普通钢材向高端钢材转移，公司目前主要着重于漆包线和铜管等高附加值产品的生产，逐步减少低附加值的铜线、坯管的产量。

图 18：公司收入结构的变化



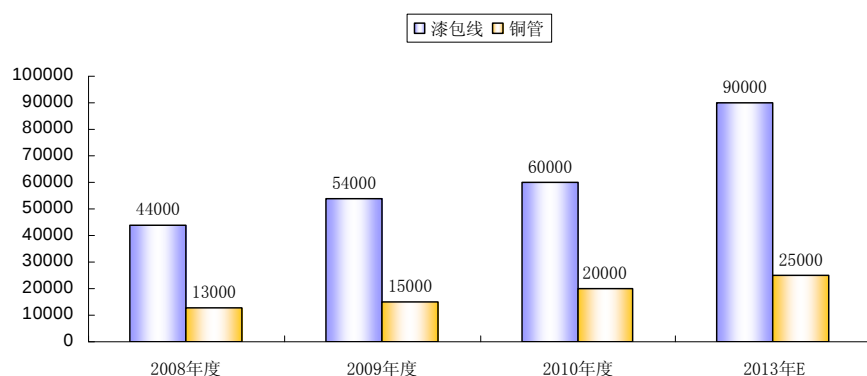
资料来源：招股说明书

图 19：公司产品毛利率的变化



资料来源：招股说明书

图 20：公司产品产能的增长情况 单位：吨

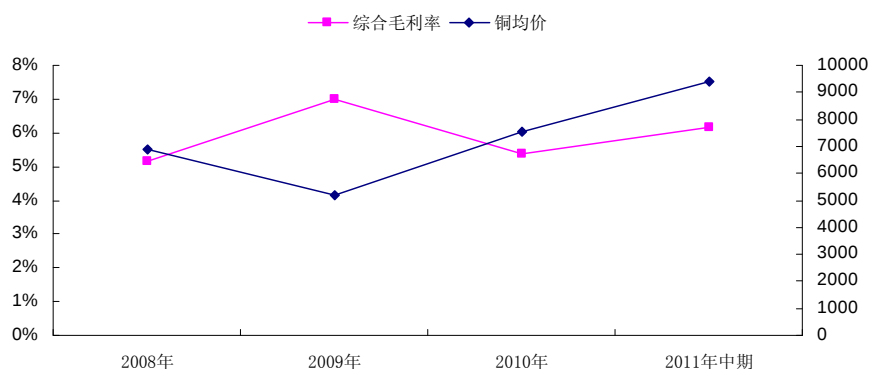


资料来源：招股说明书

### ● 铜价格波动对公司业绩有一定影响

公司所处行业主要产品采取“铜价+加工费”的定价模式，即主要通过加工费获取毛利，从定价机制和盈利模式来看，铜材等原材料采购成本可以转移给下游客户承担，因此从理论上说，公司不承担铜价波动所造成的损失，但在生产经营中，由于原材料采购与产品销售无法做到完全平衡，因此公司仍然面临铜价大幅波动带来的风险。因此，如何提高铜价波动风险向下游厂商转移的能力，是公司防范铜价波动风险的关键。

图 21：公司综合毛利率和铜均价有一定的反相关系



资料来源：招股说明书

## 三、募投项目分析

### ● 公司募集资金投向及项目实施进度

公司本次募集资金主要用于新建年产 15 万吨高性能铜及合金杆材项目、年产 3 万吨节能环保型特种漆包线项目、年产 5,000 吨热交换器用高效节能高翅片铜管建设项目。

表 14：公司募集资金投向及项目建设期

| 项目名称                | 募集资金投入额（万元） | 预计建设周期 | 项目备案情况                                |
|---------------------|-------------|--------|---------------------------------------|
| 年产 15 万吨高性能铜及合金杆材项目 | 16398       | 5.02 年 | 已取得诸暨市经济贸易局“诸经技备案[2010]6 号”备案通知书，备案号： |

|                              |       |       |                                                            |
|------------------------------|-------|-------|------------------------------------------------------------|
|                              |       |       | 330000100914006297A                                        |
| 年产 3 万吨节能环保型特种漆包线项目          | 17532 | 1.5 年 | 已取得诸暨市经济贸易局“诸经技备案[2010]5 号”备案通知书, 备案号: 330000100914006285A |
| 年产 5,000 吨热交换器用高效节能高翅片铜管建设项目 | 4980  | 1 年   | 已取得诸暨市发展和改革局“诸发改外资办[2010]69 号”核准批复                         |
| 合计                           | 38910 | -     | -                                                          |

资料来源: 招股说明书

## ● 募投项目主要为公司现有产品产能的扩建以及产业链的上游延伸

公司本次募投项目主要为公司现有产品产能的扩建以及产业链的上游延伸。公司漆包线的产能将从目前的 6 万吨增至 9 万吨, 铜管产能将从目前的 2 万吨增至 2.5 万吨。

公司投资建设的“年产 15 万吨高性能铜及铜合金杆材项目”主要用于满足自身漆包线生产需要, 可节约 300 元/吨、3000 万元/万吨的成本, 有效解决公司漆包线产品升级对高性能铜杆材的需求问题, 实现漆包线产品的大规模生产和结构调整, 完善公司产业链, 提高公司竞争力。本次 3 万吨节能环保型特种漆包线项目系公司为优化产品结构, 对现有节能环保特种漆包线产品进行扩产, 符合行业发展的趋势, 随着公司本次 3 万吨节能环保型特种漆包线募集资金投资项目的顺利投产实施, 公司特种漆包线业务的竞争能力将更为全面, 市场地位将进一步增强。公司本次拟投资建设的“年产 5,000 吨热交换器用高效节能高翅片铜管项目”的实施是适应行业发展趋势的新举措, 有利于促进公司高新技术产业化的进程, 提升公司产品核心竞争力, 进一步提高经济效益。总体上, 募投项目将在一定程度上拓展了公司产业链、优化了公司产品结构, 提高盈利能力, 利于公司长远发展。

**表 15: 年产 15 万吨高性能铜及合金杆材项目方案**

| 序号 | 产品名称       | 规格范围 | 年产量<br>(万吨) |
|----|------------|------|-------------|
| 1  | 高性能铜及铜合金杆材 | Φ8mm | 15          |

资料来源: 招股说明书

**表 16: 年产 3 万吨节能环保型特种漆包线项目方案**

| 序号 | 名称             | 型号             | 产品范围 (mm) (Φmm) | 年产量<br>(万吨) |
|----|----------------|----------------|-----------------|-------------|
| 1  | 节能型变频电机用耐电晕漆包线 | 200 级          | 0.20-1.20       | 1           |
| 2  | 环保型耐冷媒漆包线      | Q(ZY/XY) 200 级 | 0.20-1.20       | 1           |
| 3  | 聚酯亚胺漆包线        | QZY180 级       | 0.20-1.20       | 1           |
| 合计 |                |                |                 | 3           |

资料来源: 招股说明书

**表 17: 年产 5,000 吨热交换器用高效节能高翅片铜管建设项目方案**

| 序号 | 名称            | 型号      | 产品范围                 | 年产量<br>(吨) |
|----|---------------|---------|----------------------|------------|
| 1  | 高效节能铜及铜合金高翅片管 | 高效节能高翅片 | 直径为 12mm-45mm, 翅片高度为 | 4000       |

|  |         |                               |      |
|--|---------|-------------------------------|------|
|  | 紫铜管     | 5mm-20mm , 翅距为 2mm-4mm , 翅    |      |
|  | 高效节能高翅片 | 片厚度为 0.4mm-0.6mm, 抗拉强度 $\geq$ | 1000 |
|  | 白铜管     | 250Mpa                        |      |
|  | 合计      |                               | 5000 |

资料来源：招股说明书

#### 四、盈利预测与风险提示

综合考虑公司未来的发展趋势及募投项目建设情况，我们预计公司 2011 年和 2012 年 eps 分别为 0.52 元和 0.65 元，按照 12 年给予 15 倍 pe 计算，公司合理价格应该在 9.5~10.5 元左右。

#### 五、投资风险和结论的局限性。

我们盈利预测及结论是建立在下游行业需求稳步增长以及公司产量有所增长、未来产品结构有所优化的基础上的。未来行业前景、公司募投项目不及预期及原材料价格波动等因素将造成报告中业绩预期及投资结论的偏差。

**财务报表预测**
**利润表 (百万元)**

|               | 2010 | 2011 | 2012  | 2013  |
|---------------|------|------|-------|-------|
| 营业收入          | 3872 | 4182 | 4600  | 5750  |
| 营业成本          | 3664 | 3952 | 4315  | 5376  |
| 毛利            | 208  | 230  | 285   | 374   |
| % 营业收入        | 5.4% | 5.5% | 6.2%  | 6.5%  |
| 营业税金及附加       | 2    | 2    | 2     | 3     |
| % 营业收入        | 0.0% | 0.0% | 0.0%  | 0.0%  |
| 销售费用          | 22   | 23   | 25    | 31    |
| % 营业收入        | 0.6% | 0.5% | 0.5%  | 0.5%  |
| 管理费用          | 39   | 42   | 46    | 57    |
| % 营业收入        | 1.0% | 1.0% | 1.0%  | 1.0%  |
| 财务费用          | 44   | 39   | 55    | 68    |
| % 营业收入        | 1.1% | 0.9% | 1.2%  | 1.2%  |
| 资产减值损失        | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益      | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 投资收益          | 6    | 0    | 0     | 0     |
| 营业利润          | 107  | 125  | 157   | 215   |
| % 营业收入        | 2.8% | 3.0% | 3.4%  | 3.7%  |
| 营业外收支         | 1    | 0    | 0     | 0     |
| 利润总额          | 109  | 125  | 157   | 215   |
| % 营业收入        | 2.8% | 3.0% | 3.4%  | 3.7%  |
| 所得税费用         | 24   | 31   | 39    | 54    |
| 净利润           | 85   | 94   | 118   | 161   |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 79.3 | 87.3 | 109.9 | 150.2 |
| 少数股东损益        | 5    | 6    | 8     | 11    |
| EPS (元/股)     | 0.47 | 0.52 | 0.65  | 0.89  |

**现金流量表 (百万元)**

|             | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|-------------|------|------|------|------|
| 经营活动现金流净额   | 0    | 58   | 39   | -11  |
| 取得投资收益收回现金  | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 长期股权投资      | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 无形资产投资      | 0    | 1    | 0    | 0    |
| 固定资产投资      | 0    | -375 | -388 | -373 |
| 其他          | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 投资活动现金流净额   | -1   | -375 | -388 | -373 |
| 债券融资        | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 股权融资        | 0    | 676  | 0    | 0    |
| 银行贷款增加 (减少) | -1   | 84   | 618  | -244 |
| 筹资成本        | 1    | 30   | 44   | 53   |
| 其他          | -1   | 0    | 0    | 0    |
| 筹资活动现金流净额   | -2   | 790  | 662  | -191 |
| 现金净流量       | -2   | 473  | 314  | -575 |

**资产负债表 (百万元)**

|             | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|-------------|------|------|------|------|
| 货币资金        | 363  | 836  | 1150 | 575  |
| 交易性金融资产     | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 应收账款        | 378  | 401  | 441  | 551  |
| 存货          | 348  | 379  | 414  | 515  |
| 预付账款        | 131  | 126  | 138  | 172  |
| 其他流动资产      | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 流动资产合计      | 1296 | 1822 | 2230 | 1923 |
| 可供出售金融资产    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 持有至到期投资     | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 长期股权投资      | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 投资性房地产      | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 固定资产合计      | 248  | 606  | 969  | 1301 |
| 无形资产        | 78   | 75   | 73   | 71   |
| 商誉          | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 递延所得税资产     | 3    | 0    | 0    | 0    |
| 其他非流动资产     | -2   | -2   | -2   | -2   |
| 资产总计        | 1623 | 2501 | 3270 | 3293 |
| 短期贷款        | 694  | 778  | 1424 | 1180 |
| 应付款项        | 352  | 381  | 416  | 519  |
| 预收账款        | 29   | 29   | 32   | 40   |
| 应付职工薪酬      | 0    | 0    | 0    | 1    |
| 应交税费        | 18   | 23   | 28   | 39   |
| 其他流动负债      | 1    | 2    | 2    | 2    |
| 流动负债合计      | 1095 | 1213 | 1903 | 1780 |
| 长期借款        | 28   | 28   | 0    | 0    |
| 应付债券        | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 递延所得税负债     | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 其他非流动负债     | 8    | 8    | 8    | 8    |
| 负债合计        | 1131 | 1249 | 1911 | 1788 |
| 归属于母公司所有者权益 | 374  | 1129 | 1228 | 1363 |
| 少数股东权益      | 117  | 123  | 131  | 142  |
| 股东权益        | 492  | 1252 | 1359 | 1505 |
| 负债及股东权益     | 1623 | 2501 | 3270 | 3293 |

**基本指标**

|           | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EPS       | 0.469 | 0.517 | 0.651 | 0.889 |
| BVPS      | 2.96  | 8.91  | 9.69  | 10.76 |
| PE        | 34.08 | 30.96 | 24.59 | 17.99 |
| PEG       | 1.44  | 1.30  | 1.04  | 0.76  |
| PB        | 5.41  | 1.80  | 1.65  | 1.49  |
| EV/EBITDA | 20.19 | 14.65 | 12.41 | 10.18 |
| ROE       | 21.2% | 7.7%  | 9.0%  | 11.0% |

### 分析师介绍

葛军，长江证券有色金属行业研究员。

### 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      |
| 鞠 雷 | 华南区总经理  | (8621) 68751863 | 13817196202 julei@cjsc.com.cn      |
| 程 杨 | 华北区总经理  | (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  |

### 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：<br>看好： 相对表现优于市场<br>中性： 相对表现与市场持平<br>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：<br>推荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间<br>中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间<br>减持： 相对大盘涨幅小于-5%<br>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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。