

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120022

联系人： 王鹤涛 (8621) 68751767 wanght1@cjsc.com.cn

油井管、核电管和精密管投产，特尖优之路更进一步

事件描述

久立特材今日公告，募投项目“年产 3000 吨镍基合金油井管项目”及“年产 2000 吨核电管和精密管项目”于近日顺利投产。

事件评论

第一，油井管、核电管和精密管项目顺利投产，开始迈上“特尖优”之路

作为一家民营钢管企业，久立特材区别于其他国内钢管上市公司的地方主要有两点：1 所有产品均以不锈钢为原料；2 拥有明显的高端化战略发展方向。

- ✓ 公司原有产能：1.85 万吨的无缝钢管、2.25 万吨的焊接管；
- ✓ 募投项目：1 万吨大口径油气输送管、2 万吨超超临界用管、3000 吨油井管；
- ✓ 超募项目：1000 吨钛管、1500 吨精密管、500 吨核电蒸发器管。

表 1：公司产能情况的详细统计

序号	产品品种	项目分类	产能统计	预计投产时间
1	无缝钢管	原有产能	18,500	现有
2	焊管	原有产能	22,500	现有
3	钛管	超募资金投资项目	1,000	一期 500 吨，二期 500 吨，最新产能 1000 吨
4	超超临界用管	募投项目	20,000	2010 年底
5	大口径油气输送管	募投项目	10,000	现已投产
6	油井用管	募投项目	3,000	现已投产
7	核电蒸发器管	超募资金投资项目	500	现已投产
8	航天精密管	超募资金投资项目	1,500	现已投产

资料来源：公司资料，长江证券研究部

在立足于传统主业的同时，此次公司油井管、核电蒸发器管与航天精密管项目的顺利投产使得公司在“特、尖、优”的战略之路上更进一步，至此所有在规划产能已基本全部投产。未来一段时间内，不断追求产品结构的调整与优化升级成为了公司经营战略的主线。虽然我国高端的钢管品种面临着进口商品的竞争，但我们相信，在公司多年专业钢管行业经验积累的支撑下，这一过程虽然较为曲折但依然充满希望。

公司与壳牌全球解决方案公司签订为期 5 年的《全球框架协议》，正是客户对公司技术实力、产品质量以及综合素质最直接的肯定，虽然该协议并未详细规定具体条款，但作为目前国内第一家也是唯一一家具备供货资格的公司，框架协议将利于公司长期高端品种的市场推广。

图 1：公司产品结构逐步调整，特尖优成为长期经营理念



资料来源：公司资料，长江证券研究部

第二，立足传统主业，2012 年增量来自油井管、核电管、航天精密管的投产与超超临界用管的进一步投放

我们对公司主要产品进行简单分析与盈利预测，主要的过程与框架假设如下

- 短期依赖传统业务产能释放与需求复苏：焊接管原有产能 2.25 万吨，1 万吨油气输送管投产后，总产能达到 3.25 万吨，统一汇总测算，主要的假设如下：
 - ✓ 产量的假设：上半年合计实现焊管产量 1.25 万吨，受季节性因素影响，下半年产量环比上半年存在自然增长，假定全年产量为 2.6 万吨，并对 2012-2013 年产量保守假设为 2.7 万吨、2.8 万吨；
 - ✓ 销售价格的假设：由于焊管市场竞争激烈，对价格的假设在参考历史数据的基础上，以相对谨慎的原则，假定 2011-2013 年价格分别为 3.3 万元、3.4 万元、3.4 万元；
 - ✓ 毛利率的假设：上半年毛利率约为 15%，由于市场竞争激烈，我们对全年也仅仅假设为 15%，虽然“十二五”需求的启动将对钢管需求有所拉动，但考虑到焊管市场进入壁垒较低、竞争格局激烈，仍谨慎假定 2012-2013 年毛利率也维持在 15%、15%；

经过简单假设，测算得 2011-2013 年焊接管对业绩的贡献分别为 0.21 元、0.23 元与 0.23 元。

表 2：传统焊管业务未来几年的业绩假设预测

传统焊管业绩预测	2009A	2010E	2011Z	2011E	2012E	2013E	极限假设
焊管产能（万吨）	2.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25
年产量（万吨）	2.01	2.00	1.25	2.60	2.70	2.80	3.20
产能利用率	89.35%	61.39%	76.87%	80.00%	83.08%	86.15%	98.46%
价格（万元）	3.25	3.15	3.27	3.30	3.40	3.40	3.40
成本（亿元）	2.35	2.62	2.78	7.29	7.80	8.09	9.25
收入（亿元）	6.53	6.29	4.08	8.58	9.18	9.52	10.88
毛利率	27.69%	16.83%	14.98%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利（亿元）	1.81	1.06	0.61	1.29	1.38	1.43	1.63
费用率	10.45%	8.50%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%
税前净利（亿元）	1.13	0.52	0.24	0.51	0.55	0.57	0.65

所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
税后净利 (亿元)	0.96	0.44	0.21	0.44	0.47	0.49	0.55
最新股本	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08
EPS (元)	0.46	0.21	0.10	0.21	0.23	0.23	0.27

资料来源：公司资料，长江证券研究部

● 由于公司后期高端品种的产量均计入无缝管统计口径，无缝管的测算相对较为困难，主要假设如下：

- ✓ 产量的假设：原有产能为 1.85 万吨，由于公司存在 5000 吨左右的毛管加工能力，故传统无缝管统计口径合计产能约 2.35 万吨。2010 年无缝管依然主要为传统主业的无缝管，新项目放量较少，产量达到 2.26 万吨，基本实现满产。故仅考虑传统的无缝管业务，剔除其他高端管材的产量后，我们对 2011-2013 年传统无缝管产量大致保守假定为 2 万吨左右；
- ✓ 价格的假设：2010 年价格水平约 3.87 万，2011 年上半年受统计口径影响，统计销售均价为 4.89 万。我们对传统业务的无缝管价格简单假定，假设 2011-2013 年价格为 4 万、4.1 万、4.2 万；
- ✓ 毛利率的假设：2011 年上半年毛利率超过 20% 主要源于部分新项目高端品种的陆续投产，我们参考历史数据的基础上，对 2011-2013 年毛利率数据假定为 15%、16%、16%；

经过简单假设，测算得 2011-2013 年无缝管对业绩的贡献分别为 0.20 元、0.23 元与 0.24 元。

表 3：传统无缝管盈利能力测算

无缝管业绩预测	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	极限假设
传统无缝管产能 (万吨)	1.85	1.85	1.85	1.85	1.85	1.85
毛管产能 (万吨)	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
合计传统无缝管产能 (万吨)	2.35	2.35	2.35	2.35	2.35	2.35
年产量 (万吨)	1.51	2.26	2.00	2.00	2.00	2.00
产能利用率	64.15%	96.20%	85.11%	85.11%	85.11%	85.11%
价格 (万元)	3.78	3.87	4.00	4.10	4.20	4.20
成本 (亿元)	3.15	3.30	6.80	6.89	7.06	7.06
收入 (亿元)	5.70	8.75	8.00	8.20	8.40	8.40
毛利率	16.67%	14.73%	15%	16%	16%	16%
毛利 (亿元)	0.95	1.29	1.20	1.31	1.34	1.34
费用率	10.45%	8.50%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%
税前净利 (亿元)	0.35	0.54	0.48	0.57	0.59	0.59
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%
税后净利 (亿元)	0.30	0.46	0.41	0.49	0.50	0.50
最新股本	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08
EPS (元)	0.14	0.22	0.20	0.23	0.24	0.24

资料来源：公司资料，长江证券研究部

立足传统主业的同时，已投产的超超临界项目的进一步放量成为 2012 年增长的重要增量之一。

● 中期业绩的增长点主要来自超超临界用管项目的产能释放，主要的假设条件如下：

- ✓ 上半年公司超超临界项目实现收入约 1.66 亿元，我们推测产量约为 2000-3000 吨，进度低于之前预期的主要原因为进口替代打破当前格局所面临的市场推广难度，不过随着市场认可度的逐步提升，产能利用率的提升应该是较为确定的事。我们简单假定 2 万吨超超临界管项目在 2011 年可释放约 7000 吨产量。由于公司产品已经通过了挂样与试用阶段，客户信心的逐步建立与认可随着时间的推移有望加强，虽然超超临界用管 SUPER304 与

HR3C 两个品种推广仍面临较大困难，但一方面是公司内在技术实力的支撑，另一方面“十二五”规划明确提出要提高高端锅炉管的国产化比例，这使得公司 2 万吨超超临界项目有可能在未来某个时刻得到爆发式增长，成为公司业绩弹性的主要来源。不过出于谨慎角度考虑，对 2012-2013 年产量简单假设为 1.1 万吨与 1.5 万吨；

- ✓ 今年公司 SUPER304 与 HR3C 两个品种产量释放较少，产品结构主要以超临界等其他等级的锅炉管为主，单价要偏低，约 6-7 万元/吨，明年随着市场需求的增长与公司市场推广力度的进一步开展，HR3C 与超级 304 等单价盈利偏高的超超临界用管预计可逐步释放部分产能。国产化后，超级 304 价格基本在 8-9 万，HR3C 在 12-13 万左右。综合考虑之下，由于超超临界锅炉管的推广仍存在一定不确定性，简单对 2011-2013 年超超临界用管项目的产品销售综合均价假定为 6 万、7 万、8 万；
- ✓ 由于上半年公司电力设备制造行业产品毛利率为 16.68%，我们推测其中超超临界用管应该贡献大部分收入，故据此推测超超临界项目毛利率应该维持在 16% 左右。由于高端超超临界用管毛利率可达到 20% 以上，综合考虑，随着后期品种结构的调整，对超超临界用管项目毛利率 2011-2013 年简单谨慎假定为 15%、17%、18%；

经过简单假设，测算得 2011-2013 年超超临界用管项目对业绩的贡献分别为 0.11 元、0.25 元与 0.44 元。

表 4：2 万吨超超临界用管业绩测算，预计 2011 年可贡献 EPS 为 0.11 元

超超临界用管业绩预测	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	极限假设
项目产能（万吨）	2	2	2	2	2	2
年产量（万吨）	0.02	0.10	0.75	1.10	1.50	2.00
产能利用率	1.00%	5.00%	37.50%	55.00%	75.00%	100.00%
价格（万元）	6	6	6	7	8	10
收入（亿元）	0.12	0.60	4.50	7.70	12.00	20.00
毛利率	5%	10%	15%	17%	18%	20%
毛利（亿元）	0.01	0.06	0.68	1.31	2.16	4.00
费用率	10.45%	8.50%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%
税前净利（亿元）	-0.01	0.01	0.27	0.62	1.08	2.20
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%
税后净利（亿元）	-0.01	0.01	0.23	0.52	0.92	1.87
最新股本	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08
EPS（元）	0.00	0.00	0.11	0.25	0.44	0.90

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

而此次镍基合金油井管与核电管和精密管项目的顺利投产，成为 2012 年公司成长的另一大重要增量。

● 油井管、核电蒸发器管和精密管项目顺利投产成为 2012 年重要增量；

中长期来看，在超超临界用管项目产能进一步释放的同时，3000 吨油井管与 500 吨核电蒸发器管项目成为了重要的增量。按照规划，预计年底前油井管项目与核电蒸发器管项目均可顺利投产，其中油井管已经开始了部分前期的试生产工作。

- ✓ 产量的假设：3000 吨油井管项目于今年年底前按计划投产难度不大，2011 年已经进行了部分前期的试生产准备工作，预计释放产量约 500 吨，2012 年作为项目投产后产能释放的第一年，假定产能释放 60%，产量达到 1800 吨，同似乎对 2013 年产量进一步假定为 2500 吨；
- ✓ 价格的假设：油井管各类不同的品种规格间价格差异较大，目前市场均价约为 25 万元/吨，综合考虑对 2011-2013 年的价格谨慎假定为 20 万元/吨、17 万元/吨、17 万元/吨；

- ✓ 毛利率的假设：项目投产初期，我们对毛利率的假设采取谨慎原则，后期随着生产的稳定后，盈利有望有所趋稳回升。简单假定 2011-2013 年毛利率分别为 15%、18%、20%；

经过简单估算，预计油井管项目在 2011-2013 年可分别释放业绩为 0.02 元、0.11 元和 0.19 元。

表 5: 3000 吨油井管业绩测算，预计 2012 年达产可贡献 EPS 为 0.11 元

油井管业绩预测	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	极限假设
项目产能（万吨）	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
年产量（万吨）	0.01	0.01	0.05	0.18	0.25	0.30
产能利用率	3.33%	3.33%	16.67%	60.00%	83.33%	100.00%
价格（万元）	30.00	25.00	20.00	17.00	17.00	17.00
收入（亿元）	0.30	0.25	1.00	3.06	4.25	5.10
毛利率	10.00%	10.00%	15.00%	18.00%	20.00%	20.00%
毛利（亿元）	0.03	0.03	0.15	0.55	0.85	1.02
费用率	10.45%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%
税前净利（亿元）	0.00	0.00	0.06	0.28	0.47	0.56
所得税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
税后净利（亿元）	0.00	0.00	0.05	0.23	0.40	0.48
最新股本	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08
EPS（元）	0.00	0.00	0.02	0.11	0.19	0.23

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

超募资金所投的 500 吨核电蒸发器管项目无疑是当前公司技术壁垒最高的产品。据了解，蒸发器管的主要原材料镍基合金目前市场价格在 15 万元/吨左右，每吨蒸发器管通常需要 3 吨左右原材料，由此估算每吨蒸发器管原材料成本大约需要 45 万元/吨左右。折旧方面，该项目投资额预计在 1.7 亿元左右，假设按照 10 年的折旧期计算，每年折旧额为 1700 万元，在年产 500 吨达产后吨钢折旧为 3 万元左右，较吨钢售价来讲较低。我们预计产品最终的综合成本可能在 70-80 万元/吨左右。

为保障生产工艺和产品质量和项目早日投产，公司公告决定收购子公司湖州久立挤压特殊钢有限公司部分设备资产，以完善核电蒸发器管的前道（即挤压开坯）生产能力。公司收购的部分设备资产与生产核一、二、三及电管产品相关，主要包括进口穿孔机、感应加热炉、环形炉等设备。目前，公司正在积极推进 500 吨核电蒸发器管项目投产以早日实现产品升级和结构优化，预计 2011 年底或 2012 年初可初步实现投产。

- ✓ 产量的假设：500 吨核电蒸发器管按计划可于今年年底顺利投产，公司 690U 型管认证仍在稳步推进之中，但核一核二等相关认证均已顺利通过，我们保守估计 2012-2013 年产量释放分别为 100 吨、250 吨；
- ✓ 价格的假设：当前核电蒸发器管价格约为 120 万元/吨，不过由于公司可能也会适当生产部分略低规格的核级产品，因此对 2012-2013 年综合均价的假设我们简单假定为 100 万元/吨、70 万元/吨；
- ✓ 毛利率的假设：虽然目前核电蒸发器管毛利率在 50% 左右，但与其他替代进口产品一样，一旦蒸发器管国产化率提高，价格与盈利下滑都可能是难以避免的大概率事件。同时，投产初期无法全部达产也使得折旧费用会出现一定幅度的上升。预计蒸发器管毛利率将会逐步下滑至 30% 左右。

表 6: 公司核电蒸发器管业绩预测，预计 2012 年可贡献 EPS 为 0.02 元

蒸发器管业绩预测	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	极限假设
项目产能（吨）	500	500	500	500	500	500
年产量（吨）	0	0	0	100	250	500
产能利用率	0.00%	0.00%	0.00%	20.00%	50.00%	100.00%

价格（万元）			120	100	70	100
收入（亿元）			0.00	1.00	1.75	5.00
毛利率			10.00%	15.00%	25.00%	30.00%
毛利（亿元）			0.00	0.15	0.44	1.50
费用率	10.45%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%
税前净利			0.00	0.06	0.28	1.05
所得税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
税后净利			0.00	0.05	0.24	0.89
最新股本	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08
EPS（元）	0.00	0.00	0.00	0.02	0.11	0.43

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

精密管广泛用于航空航天、液压和气压控制系统等多个行业的设备。产品高端且种类繁多，均价 20-30 万元/吨，最高端品种可达几百万元每吨。虽然目前公司尚未制定明确的生产计划，但在国家扩大内需、产业结构优化升级以及鼓励国产设备出口的形势下，正处于高速成长期的航天钢精密管的需求不断加大，该项目的顺利投产也为公司成长提供了良好的契机。

此外，公司还具备 1000 吨钛管的生产能力，不过受需求下滑订单不足的影响，产能并未完全释放，这一状况有望在 2012 年有所改观。

表 7：钛管业绩预测，预计 2011、2012 年可贡献 EPS 为 0.02 元、0.04 元

海水淡化管业绩预测	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	极限假设
年产量（万吨）	0.01	0.04	0.02	0.04	0.06	0.10
价格（万元）	25	25	25	22	20	25
收入（亿元）	0.25	0.88	0.50	0.88	1.20	2.50
毛利率	25%	25%	20%	20%	15%	25%
毛利（亿元）	0.06	0.22	0.10	0.18	0.18	0.63
费用率	10.45%	8.50%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
税前净利	0.04	0.14	0.05	0.09	0.06	0.38
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%
税后净利	0.03	0.12	0.04	0.07	0.05	0.32
最新股本	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08
EPS（元）	0.01	0.06	0.02	0.04	0.02	0.15

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

简单汇总，预计公司 2011-2013 年业绩贡献分别为 0.56 元、0.89 元和 1.24 元。当然我们的测算考虑因素较为简单，无法完全模拟实际经营过程中的种种变化，但随着高端管材的逐步投产与业绩贡献的逐步扩大，盈利能力持续增强应该是大概率事件。

表 8：分品种盈利能力测算汇总

分品种业绩测算汇总	2011E	2012E	2013E	极限假设
传统焊管	0.21	0.23	0.23	0.27
传统无缝管	0.20	0.23	0.24	0.24
海水淡化管	0.02	0.04	0.02	0.15
超超临界用管	0.11	0.25	0.44	0.90
镍基油井管	0.02	0.11	0.19	0.23

核电蒸发器管	0.00	0.02	0.11	0.43
汇总合计	0.56	0.89	1.24	2.22

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第三，维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 0.55 元和 0.84 元，维持“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1784	2478	3319	4052	货币资金	412	248	332	405
营业成本	1545	2104	2779	3353	交易性金融资产	3	3	3	3
毛利	239	374	540	699	应收账款	131	184	246	301
% 营业收入	13.4%	15.1%	16.3%	17.3%	存货	404	547	723	872
营业税金及附加	2	2	3	4	预付账款	105	143	189	228
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	5	7	10	12
销售费用	83	124	166	203	流动资产合计	1121	1218	1618	1961
% 营业收入	4.6%	5.0%	5.0%	5.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	57	79	106	130	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	12	14	28	41	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.7%	0.6%	0.8%	1.0%	固定资产合计	738	1075	1384	1565
资产减值损失	1	0	0	0	无形资产	88	83	79	75
公允价值变动收益	3	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0	递延所得税资产	2	0	0	0
营业利润	89	155	237	322	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	5.0%	6.3%	7.1%	7.9%	资产总计	1948	2376	3081	3601
营业外收支	3	0	0	0	短期贷款	192	409	822	1004
利润总额	92	155	237	322	应付款项	166	225	298	359
% 营业收入	5.1%	6.3%	7.1%	7.9%	预收账款	83	116	156	190
所得税费用	8	23	35	48	应付职工薪酬	2	4	6	7
净利润	83	132	201	274	应交税费	0	1	2	2
归属于母公司所有者					其他流动负债	7	9	12	15
的净利润	73.2	114.7	174.9	237.9	流动负债合计	451	766	1295	1578
少数股东损益	10	17	26	36	长期借款	28	28	28	28
EPS (元/股)	0.35	0.55	0.84	1.14	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	33	33	33	33
经营活动现金流净额	58	75	159	308	负债合计	513	827	1356	1639
取得投资收益	2	0	0	0	归属于母公司	1381	1478	1627	1829
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	54	71	98	133
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1435	1550	1725	1963
固定资产投资	-274	-425	-433	-341	负债及股东权益	1948	2376	3081	3601
其他	-5	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-278	-425	-433	-341		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.352	0.551	0.841	1.144
股权融资	0	0	0	0	BVPS	6.64	7.11	7.82	8.80
银行贷款增加 (减少)	-68	217	412	183	PE	43.61	27.83	18.26	13.42
筹资成本	32	-31	-54	-77	PEG	0.91	0.58	0.38	0.28
其他	-148	0	0	0	PB	2.31	2.16	1.96	1.75
筹资活动现金流净额	-184	186	358	106	EV/EBITDA	17.57	12.96	9.43	7.25
现金净流量	-405	-164	84	73	ROE	5.3%	7.8%	10.7%	13.0%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

王鹤涛，复旦大学经济学硕士，南开大学经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

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