

债券研究报告/可转债定价研究报告

中信海直可转债申购价值分析报告

申购定价

1、中信海直（000099）拟发行 650 万张 6 年期可转债，发行总额为 6.5 亿元，中信海直转债存续期六年，即自 2012 年 12 月 19 日至 2018 年 12 月 18 日，票面利率分别为 0.5%、1.0%、1.5%、2.0%、2.0%、2.0%，初始转股价格为 7.10 元/股，申购日期为 2012 年 12 月 19 日。

2、海直转债信用评级为 AA+，没有担保，该转债规模比较小，流动性可能比较差，条款特色和亮点并不突出，但回售条款保护相比前期转债尚可，从第三年开始就可以回售，若本次可转债全部转股，则稀释率不容忽视，高达 15% 左右。中信海直以海上石油直升机飞行服务为主业、并发展其他通用航空业务，公司业绩稳步增长，本次发行可转债所募集的资金将用于购置 4 架 EC 225LP 型直升机，这将提升公司海上大型远程直升机的运力。可以说，可转债发行主体中信海直经营稳健，债券违约风险较低。近期市场比较活跃，投资者可关注其可转债。

3、海直转债债券价值比较低，给予其 6.3% 的到期收益率，纯债价值为 79.11 元。转债属于价内，小盘转债，估值可能比较高，若中信海直股价在 6.8-7.5 元之间，海直转债的合理价格在 104-114 元之间。如果转股溢价率在 5%-10% 之间，若中信海直股票在 7.2 元左右，则上市时其转债价格在 108.0-112.0 元的概率比较大，如果市场反弹没有结束，转债有很大概率在 110 元以上，当然市场波动而可能导致转债价格大幅度波动，则申购风险不容忽视。

4、同仁转债上市首日的表现可能激励部分机构投资者的申购热情，估计原股东配售的比例较高，可供申购的资金在 2.6-3.3 亿元左右，以此预测，海直转债的中签率可能比大部分投资者预期的低，估计中签率在 0.10%-0.3% 左右。由于网下申购资金冻结时间比较长，考虑目前股票市场比较活跃，申购机会成本相对比较高。如果中签率在 0.11%-0.31% 之间，假设中信海直转债首日涨幅在 10% 左右，则网上申购收益率在 0.011%-0.031%，申购回报一般，很难覆盖成本，网下由于有 2.5 倍的杠杆，则收益率达到 0.0275%-0.0775%，回购融资未必覆盖成本，建议普通投资者谨慎申购，风险偏好者可参与申购。在目前反弹的市场环境下，建议投资者根据机会成本来决策是否申购，网上申购未必合算，网下可适度参与，原股东可参与优先配售。一般投资者可在二级市场上把握配置海直转债的机会，申购亏损可能性比较小，但收益也并不显著。

发行规模	6.5 亿
存续期	6 年
转股价格	7.10 元
评级	AA+
定价	108-112 元
中签率	0.11%-0.31%
网上申购 收益率	0.011%-0.031%
网下申购 收益率	0.0275%-0.0775% %

相关报告
证券分析师：赵旭

执业证书编号：S0550511010005

TEL: (21)20361161 FAX: (21)20361138

证券分析师：

执业证书编号：

研究助理：

执业证书编号：

目 录

1. 中信海直可转债条款分析.....	3
2. 中信海直转债投资价值分析评价.....	4
3. 海直转债申购价值及建议.....	6

1. 中信海直可转债条款分析

中信海直（000099）拟发行 650 万张 6 年期可转债，发行总额为 6.5 亿元，每张面值 100 元，申购日期为 2012 年 12 月 19 日。

表 1 主要发行条款

股票简称	股票代码	转债简称	申购转债代码	评级结果	评级机构	担保人	担保方式
中信海直	000099	海直转债	070099	AA+	鹏元资信评估有限公司	无	无
募集资金总额	期限	转股期限	转股价格	初始转股日	股权登记日	发行日	到期日
6.5 亿	6 年	2013-6-19 至 2018-12-18	7.1 元/股	5.5 年	12 月 18 日	12 月 19 日	2018 年 12 月 18 日

数据来源：东北证券,WIND

本次发行的同仁转债向公司原 A 股股东全额优先配售，余额部分采用网下对机构投资者配售和通过上交所交易系统网上定价发行相结合的方式进行，认购金额不足 12.05 亿元的部分由承销团包销。原股东优先配售后余额部分在网下和网上预设的发行数量比例为 50%：50%。发行人和主承销商将根据实际申购结果，最终按照网下配售比例和网上中签率趋于一致的原则确定最终的网上、网下发行数量。值得注意的是，原 A 股股东可优先配售的同仁转债数量为其在 12 月 3 日股权登记日收市后登记在册的持有发行人股份数按每股配售 0.9254 元面值可转债的比例计算可配售可转债金额，并按 1000 元/手的比例转换为手数。同仁堂现有总股本 1302065695 股，原股东可优先配售的可转债上限总额为 1204931 手，占本次可转债发行数量的 99.9943%。我们估计原股东配售的积极性相对比较高，但大部分流通股股东持股比例比较小，估计配售的概率不高，预期原股东配售比例在 50-60%左右，以 50%概率更大。

本次发行的海直转债向原股东优先配售，余额部分采用网下对机构投资者配售和通过深交所交易系统网上定价发行相结合的方式进行，认购金额不足部分由承销团包销。原股东优先配售后余额部分网下和网上预设的发行数量比例为 60%:40%，发行人和主承销商将根据实际申购结果，最终按照网下配售比例和网上中签率趋于一致的原则确定最终的网上、网下发行数量。值得注意的是，原 A 股股东可优先配售的海直转债数量为其在 12 月 18 日股权登记日收市后登记在册的持有发行人股份数按每股配售 1.2655 元面值可转债的比例计算可配售可转债金额，并按 1000 元/手的比例转换为手数。中信海直现有总股本 513600000 股，原股东可优先认购可转债约 6499608 张，约占发行可转债总额的 99.99%。我们估计原股东配售的积极性相对较高，预期原股东配售比例在 50-60%左右，以 60%概率更大。

不容忽视的是，本次海直转债发行网下机构投资者申购有 2.5 倍的杠杆，即定金数量为其全部申购金额的 40%，机构投资者网下申购的下限为 1000 万元（10 万张），超过 1000 万元（10 万张）的必须是 100 万元（1 万张）的整数倍。机构投资者网下申购的上限为 39000 万元（390 万张），如投资者按上限申购，需缴纳定金数量为 15600 万元。这次 2.5 倍的杠杆不同于以往的 5 倍杠杆，可能对部分机构投资者吸引力不大。

中信海直转债为发行之日起六年，即自 2012 年 12 月 19 日至 2018 年 12 月 18 日，票面利率分别为 0.5%、1.0%、1.5%、2.0%、2.0%、2.0%，发行结束之日起六个月后可以转股，初始转股价格为 7.10 元/股，可转债期满后 5 个交易日内按面值的 106%（含最后一期利息）向投资者赎回未转股的可转债。信用评级为 AA+，资信评估机构为鹏元资信评估有限公司，没有担保。该转债规模比较小，流动性可能比较差，条款特色和亮点并不突出，票面利率比较低，信用评级尚可，转股价格修正条款相对宽松，回售条款保护相比前期转债尚可，从第三年开始就可以回售，赎回条款中规中矩。但是价内期权，若本次可转债全部转股，则稀释率不容忽视，高达 15%左右。

总体而言，中信海直转债发行 6.5 亿元，转债规模偏小，信用评级尚可，无担保。中信海直以海上石油直升机飞行服务为主业，并发展其他通用航空业务。公司业绩稳步增长，2009 年至 2011 年，中信海直海上石油直升机飞行服务业务收入从 6.61 亿元增加至 7.59 亿元，年均复合增长率为 7.13%，2012 年上半年的增长率达到 23.47%。随着我国低空空域管理制度的改革，通用航空业的发展面临较大发展空间。直升机飞行服务

是海上油气开发尤其是远海、深海油气开发中重要的基础服务，而中信海直占据了约 60% 的海上石油直升机飞行服务市场份额。本次发行可转债所募集的资金将用于购置 4 架 EC 225LP 型直升机，这将提升公司海上大型远程直升机的运力，有助于优化机队配置结构，进一步增强市场竞争力。可以说，可转债发行主体中信海直，主体信用评级高，公司经营稳健，债券违约风险较低且可控。从长期看，公司发展前景广阔，有着良好的发展契机，目前股价估值相对处于底部，投资价值可期，近期市场比较活跃，投资者可关注其可转债。

2. 中信海直转债投资价值分析评价

2.1 纯债价值

中信海直转债的信用评级为 AA+，无担保。参照银行间 AA+级和交易所 AA+级固定利率企业债的 6 年期利差，结合同类性质的转债底价的到期收益率，我们给予其 6.3% 的到期收益率，进行纯债价值的计算，结果债券价值为 79.11 元，债券价值比较低。

2.2 可转债期权及理论价值

(1)、理论价值

由于海直转债是一个轻微价内债券，即是一个轻度价平期权，我们测算其期权价值。根据测算，中信海直股票近一年的历史波动率在 39.0% 左右，由于属于通用航空企业，概念比较多，股票波动性相对比较大，若股价在 6.4-7.5 之间波动，所计算的期权价值在 35.28-57.79 元之间，以此计算的可转债理论价格在 114.38-136.9 元之间，但实际可转债的市场价格受多种因素的影响，特别是正股走势以及市场变化的影响，目前转债市场相对比较活跃，平均价格在 103.00 元左右，市场估值提升，这在某种程度上影响海直转债的定价，值得投资者关注。

表 2 中信海直可转债理论价值（元）

	波动率 \股价	6	6.4	6.6	6.8	7	7.2	7.5	8	8.5
期权 价值	0.2	16.752	20.308	22.188	28.186	31.366	36.896	42.675	48.664	36.896
	0.25	20.703	24.350	26.254	32.251	35.396	40.826	46.466	52.287	40.826
	0.3	24.580	28.330	30.270	36.325	39.474	44.880	50.463	56.202	44.880
	0.35	28.372	32.228	34.211	40.357	43.532	48.958	54.535	60.247	48.958
	0.39	31.335	35.278	37.297	43.529	46.735	52.197	57.794	63.511	52.197
	0.45	35.649	39.722	41.798	48.172	51.434	56.972	62.623	68.376	56.972
	0.5	39.115	43.293	45.417	51.916	55.231	60.843	66.554	72.355	60.843
	0.6	45.656	50.038	52.256	59.007	62.433	68.210	74.064	79.988	68.210
可转 债 价值	0.2	95.862	99.418	101.298	107.296	110.476	116.006	121.785	127.774	116.006
	0.25	99.813	103.460	105.364	111.361	114.506	119.936	125.576	131.397	119.936
	0.3	103.690	107.440	109.380	115.435	118.584	123.990	129.573	135.312	123.990
	0.35	107.482	111.338	113.321	119.467	122.642	128.068	133.645	139.357	128.068
	0.39	110.445	114.388	116.407	122.639	125.845	131.307	136.904	142.621	131.307
	0.45	114.759	118.832	120.908	127.282	130.544	136.082	141.733	147.486	136.082
	0.5	118.225	122.403	124.527	131.026	134.341	139.953	145.664	151.465	139.953
	0.6	124.766	129.148	131.366	138.117	141.543	147.320	153.174	159.098	147.320

数据来源：东北证券

(2)、基于转股溢价率的市场价格模拟

目前不考虑偏债性转债的可转债转股溢价率在 0.56%-71.02% 之间，我们根据转股溢价率的定义模拟计算了同仁可转债的市场价格，结果见表 3，根据二级市场可转债的转股溢价率的走势来判断海直可转债的价格变化态势。

表 3 基于转股溢价率的海直转债价格模拟（元）

波动率 \股价	6	6.4	6.6	6.8	7	7.2	7.5	8	8.5	9
-5%	80.282	85.634	88.310	90.986	93.662	96.338	100.352	107.042	113.732	120.423
-2%	82.817	88.338	91.099	93.859	96.620	99.380	103.521	110.423	117.324	124.225
0	84.499	90.132	92.948	95.765	98.582	101.398	105.623	112.665	119.706	126.748
2%	86.197	91.944	94.817	97.690	100.563	103.437	107.746	114.930	122.113	129.296
5%	88.732	94.648	97.606	100.563	103.521	106.479	110.915	118.310	125.704	133.099
8%	91.268	97.352	100.394	103.437	106.479	109.521	114.085	121.690	129.296	136.901
10%	92.958	99.155	102.254	105.352	108.451	111.549	116.197	123.944	131.690	139.437
15%	97.183	103.662	106.901	110.141	113.380	116.620	121.479	129.577	137.676	145.775
20%	101.408	108.169	111.549	114.930	118.310	121.690	126.761	135.211	143.662	152.113

数据来源：东北证券,WIND

由于海直转债的转股价格是 7.10 元，12 月 17 日中信海直股票的收盘价是 7.26 元，因此其属于价内债券期权，属于轻微价内转债，转股溢价率可能比较小，其与上半年上市的恒丰、同仁转债等有一定的可比性，都是小盘转债，估值可能比较高，这些转债转股溢价率平均在 10.3% 左右，如此我们估计海直转债转股溢价率在 5%-10% 的概率比较高，假设中信海直股票价格为 7.2 元，则可转债的价格在 107.0-112.0 元之间。如果按 5% 转股溢价率估计，则中信海直转债开盘价格有可能在 106.00 元左右，按照 8% 估计，则在 109 元左右，当正股价格在 7.0-7.5 元附近波动时，中信海直转债的合理转股溢价率在 5%~10% 之间波动，即 8% 左右波动，则相应的转债合理市场价值在 104.0-116.0 元之间。

表 4 已上市可转债价值评价（12 月 17 日）

证券简称	收盘价 元	纯债到期 收益率	纯债价值 元	纯债溢价 率	转股价 元	转股 比例	转换价值 元	转股溢价 率%	信用 等级
新钢转债	103.460	5.10%	104.43	-0.92%	5.88	17.01	70.24	47.30%	AA+
博汇转债	99.460	5.20%	100.73	-1.26%	6.16	16.23	74.68	33.19%	AA-
双良转债	96.320	3.41%	93.45	3.07%	13.48	7.42	49.55	94.37%	AA
歌华转债	92.810	4.21%	89.61	3.57%	14.89	6.72	42.31	119.36%	AAA
海运转债	99.510	2.23%	91.81	8.38%	4.51	22.17	78.49	26.78%	AA
国投转债	117.780	-0.79%	93.11	26.50%	4.74	21.10	115.61	1.88%	AAA
石化转债	102.210	2.21%	90.88	12.47%	6.98	14.33	94.70	7.93%	AAA
川投转债	103.430	2.38%	92.33	12.02%	9.15	10.93	85.46	21.02%	AA+
中海转债	89.090	4.66%	86.94	2.48%	8.60	11.63	52.09	71.02%	AAA
国电转债	109.000	1.27%	91.48	19.15%	2.57	38.91	94.94	14.81%	AAA
恒丰转债	106.800	0.49%	88.18	21.12%	6.88	14.53	92.59	15.35%	AA
南山转债	106.000	3.42%	96.64	9.69%	6.92	14.45	96.24	10.14%	AA
中行转债	96.910	3.87%	93.12	4.07%	3.44	29.07	84.01	15.35%	AAA
工行转债	109.100	-0.18%	90.31	20.80%	3.77	26.53	108.49	0.56%	AAA
重工转债	103.170	1.37%	84.39	22.25%	4.93	20.28	88.24	16.93%	AAA
深机转债	91.900	4.45%	88.92	3.35%	5.60	17.86	65.71	39.85%	AAA
美丰转债	108.190	-0.19%	96.15	12.53%	7.06	14.16	96.18	12.49%	AA
中鼎转债	104.373	1.78%	94.73	10.18%	12.66	7.90	69.35	50.50%	AA
燕京转债	100.980	0.85%	90.40	11.71%	7.58	13.19	72.30	39.68%	AA+
巨轮转 2	117.991	-2.27%	91.26	29.28%	5.47	18.28	112.07	5.29%	AA-

数据来源：东北证券,WIND

综合考虑，我们认为若中信海直股价在 6.8-7.5 元之间，海直转债的合理价格在 104-114 元之间。如果转股溢价率在 5%-10%之间，若中信海直股票在 7.2 元左右，则上市时其转债价格在 108.0-112.0 元的概率比较高，即使中信海直股票跌到 6.4 元以下，如 6.0 元，在转股溢价率为 20%时，其价格为 101.00 元，若为 15%，则为 97 元，则申购有一定风险，可能跌破面值。我们估计如果中信海直股票在 7.2 元，中信海直转债上市时其价格在 108-112 元的可能性比较大，价值中枢在 109 元，有很大概率在 110 元以上，同仁转债上市开盘在 110 元左右，说明近期转债市场比较活跃，但如果届时市场反弹结束，市场下跌，则海直转债定价可能和我们预期的有一定差距，但跌破面值的可能性比较小。但如果市场持续向好，正股反弹，不排除可转债上冲 115 元以上的可能。

风险提示：如果市场再度下跌，中信海直股票价格低迷，转债变为价外，则海直可转债的期权价值也下降，期权价外程度加深，不排除海直转债下跌的可能，甚至跌破面值，在100元以下徘徊，这种风险不容忽视，但如果正股上涨，则可转债的期权价值相对比较高，值得期待和关注。但投资者也要认识到可转债转股后每股收益、净资产收益率摊薄的风险以及可转债到期未能转股的风险、可转债价格波动风险。

3. 海直转债申购价值及建议

海直转债发行规模比较小，流动性风险突出，发行 6.5 亿元，转债无担保且评级尚可，票面利率较低，债券价值不高，保险等机构投资者有可能参与。在经历了可转债市场大起大落之后，近期可转债市场相对比较活跃，受到资金的关注，由于目前股票市场反弹力度比较大，转债估值水平提升，这有利于海直转债的上市定价，如果市场持续反弹，转债反弹的概率比较大，转债估值重心有望进一步上移，但中信海直由于正股波动性相对比较大，弹性比较大，估计海直转债上市定价相对比较高，由于有同仁转债作为参照物，因此其估值定价比较合理，作为通用航空企业，毛利率稳定性较好，中信海直业绩爆发性增长的可能性不大，但成长性一般，公司概念可能较多，正股难免有较多的交易性机会，值得注意的是，海直转债发行时属于轻微价内期权，未来随着中信海直股票价格的上涨，期权价值逐渐凸显，转股价值显现。

表 5 部分历史可转债发行申购统计

名称	发行日	发行量 (亿)	原股东实际 配售比例	网上中签率	网下中签率
海运转债	2011-1-7	7.2	66.2%	0.212%	0.212%
国投转债	2011-1-25	34	100%	0.239%	0.239%
中鼎转债	2011-2-11	3	89.78%	0.2236%	/
石化转债	2011-02-23	230	27.1496%	0.591544%	0.591542%
川投转债	2011-03-21	21	38.15%	0.5608%	0.5608%
深机转债	2011-7-15	20	72.61%	1.3405%	1.34048%
巨轮转债	2011-7-19	3.5	75.28%	0.4214%	0.4214%
中海转债	2011-8-1	39.5	51.94%	0.3278%	0.32775%
国电转债	2011-8-19	55	40.15%	1.0888%	1.0888%
恒丰转债	2012-3-23	4.5	43.72%	0.41676%	0.41676%
重工转债	2012-6-4	80.5015		0.46%	0.46%
南山转债	2012-10-16	60	9.48%	0.81%	0.81%
同仁转债	2012-12-4	12.05	74.72%	0.778%	0.778%

数据来源：东北证券,WIND

如果海直转债上市后价格在 108-112 元之间，其涨幅在 8%-12%之间。鉴于以前燕京转债的原股东配售比例高达 87.81%，歌华有线的原股东配售比例在 57.19%，海运转债的原股东配售比例在 66.2%，川投转债的配售比例为 38.15%，中海转债原股东配售比例在 52%左右，国电转债的配售比例在 40.15%，都比较高。

如果我们按照 50-60% 的原股东配售比例来计算的话, 估计配售的资金可能在 3.25-3.9 亿元左右, 则可供资金申购的大概有 2.6-3.3 亿元左右, 假设有 2.8 亿的资金可供申购, 目前由于市场活跃, 转债需求相对比较多, 保险等资金可能参与申购, 加之同仁转债申购的收益可能激励部分机构投资者的热情, 预计同仁堂转债的网上有效申购资金量在 50-90 亿元左右, 网下有 2.5 倍的杠杆效应, 估计按照上限申购的帐户数量不少, 预计网下机构申购资金在 500 亿到 900 亿之间, 则海直转债网上和网下申购资金在 1300-2340 亿左右, 估计海直转债的网上网下申购中签率在 0.11%-0.25% 左右。中海转债的中签率为 0.328%, 巨轮转债的中签率在 0.421%, 恒丰转债的中签率为 0.42%, 重工转债的中签率为 0.46%, 我们估计此次中签率大小取决于原股东配售的意愿, 如果原股东大部分配售, 则中签率可能降低, 估计申购海直转债的投资者比较多, 转债上市定价适中, 我们估计此次中签率可能比较低, 在 0.1%-0.3% 左右, 这其中原股东配售的比例存在一定的不确定性, 值得关注。估计中签率在 0.25% 的概率比较高, 至少也在 0.10%, 不排除会超过 0.4% 的可能。

表 6 部分历史可转债发行申购资金统计

名称	网上有效 申购金额 (亿元)	网上获配 金额(亿 元)	网上中签 率(%)	网下有效 申购户数 (户)	网下有效申 购金额(亿元)	网下获配 金额(亿 元)	网下中签 率(%)	发行日期
海运转债	791.17616	1.67881	0.2122	140	355.5	0.75342	0.2122	2011-1-7
国投转债	174.405	0.41742	0.239339	1606	6549.84	15.67616	0.239337	2011-1-25
中鼎转债	739.31125	0.0165322	0.2236					2011-2-11
石化转债	174.96		0.5915442		28150.3		0.59154215	2011-2-23
川投转债	1510.05	8.4679	0.5608	174	806.15	4.5206	0.5608	2011-3-21
深机转债	276.8396	3.71104	1.340502	34	131.8	1.766762	1.340487	2011-7-15
巨轮转债	35.4569	0.14942	0.421413	158	169.87	0.715875	0.42142	2011-7-19
中海发展	86.49	0.28347	0.32775285	1386	5706.07	18.7017	0.32775097	2011-8-1
国电转债	92.04043	1.0021	1.0888	727	2,931.30	31.9149	1.09	2011-8-19
恒丰转债	25.91416	0.1080	0.42	574	581.75	2.42455	0.42	2012-3-23
重工转债	80.299	0.36882	0.459	1801	10676.09	49.03516	0.459	2012-6-4
南山转债	42.91697	0.34599	0.81%	1173	6693.695	53.96421	0.81%	2012-10-16
同仁转债	30.22855	0.23532	0.778%	241	361.075	2.81092	0.778%	2012-12-4

数据来源: 东北证券, WIND

海直转债申购日为 12 月 19 日, 网下资金解冻日为 12 月 24 日, 网上资金解冻日为 12 月 25 日, 网下申购定金比率为 40%, 网下申购资金冻结时间比较长, 考虑目前股票市场比较活跃, 申购机会成本相对比较高。如果中签率在 0.11%-0.31% 左之间, 假设中信海直转债首日涨幅在 10% 左右, 则网上申购收益率在 0.011%-0.031%, 申购回报一般, 很难覆盖成本, 网下由于有 2.5 倍的杠杆, 则收益率达到 0.0275%-0.0775%, 回购融资未必覆盖成本, 建议普通投资者谨慎申购, 风险偏好者可审慎申购。在目前反弹的市场环境下, 考虑到申购同仁转债的收益, 建议投资者根据机会成本来决策是否申购。当然, 海直转债轻微价内, 如果股价上涨, 则可转债期权价值突出, 涨幅可观, 其弹性比较大, 从长期看海直转债值得关注, 但流动性不足是一大缺陷。如果海直转债上市定价在 110 元, 网下申购收益为 0.0775%, 相对并不高。原股东可参与优先配售, 一般投资者可在二级市场上把握配置海直转债的机会, 申购亏损可能性比较小, 但收益也并不显著。

本报告部分指标注释:

- (1)、转股价值=股票价格×转换比例, 转换比例=100/转股价格
- (2)、转股溢价率=(转债价格-转股价值)/转股价值, 套利空间=转股价值-转债价格
- (3)、溢折价比=(转债价格-理论价格)/理论价格
- (4)、债券溢价率=(转债价格-债券价值)/债券价值

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：<http://www.nesc.cn>

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760