

雪迪龙 (002658)

仪器仪表/机械设备

发布时间: 2013-02-20

报告类型 / 公司调研报告

谨慎推荐

上次评级: 中性

雪迪龙调研报告

——烟气监测设备龙头, 脱硝受益品种

报告摘要:

CEMS 及其第三方运营业务为公司主要看点。公司主营业务围绕环境监测和工业过程分析领域“产品+系统应用+运维服务”展开。烟气排放在线监测系统 (CEMS) 及相关的第三方运营为现阶段公司主要看点。未来 2-3 年内, CEMS 系统应用业务仍将是公司最主要收入和利润来源, 并有望搭乘火电厂脱硝的顺风车实现快速增长。

火电厂脱硝将在今明两年迎来高峰。“十二五”余下三年氮氧化物减排任务艰巨, 火电厂作为氮氧化物的主要排污源, 相关减排政策最为完备, 将承担氮氧化物减排主要任务。火电厂脱硝将在今明两年迎来高峰, 脱硝 CEMS 年市场容量将达到 10 亿。

品牌、业绩和服务确保公司市场地位。公司在脱硫脱硝 CEMS 市场的占有率约为 30%, 具有行业龙头地位, 品牌知名度较高; 凭借多年的业绩经验, 公司积累了大量的客户资源; 公司近年来不断加大技术服务人员的配置, 为客户提供专业和定制化的售后服务, 客户忠诚度较高。品牌、业绩和服务等方面的优势将保证公司维持龙头地位, 确保公司充分受益脱硝。

第三方运营带来增量收入的同时促进二次销售。目前 CEMS 第三方运营社会化招标的模式已经被排污企业广泛接受, 公司 CEMS 系统市场保有量在 3000 套以上, 已签运维合同仅 1000 套左右, 增长空间较大。同时运维人员在现场维护中更能了解最终用户的设备状况和需求, 促进分析仪器主机及配件的二次销售。

盈利预测与投资建议: 预计 2012-2014 年, 公司将实现每股收益分别为 0.69 元、0.96 元和 1.18 元, 目前股价对应的市盈率分别为 35.4 倍、25.4 倍和 20.6 倍。在 A 股市场可比脱硝相关环保公司中, 估值处于中游偏下水平。公司作为脱硝直接受益品种, 理应给予行业平均估值水平, 因此我们认为, 公司 2013 年业绩对应的 25 倍左右市盈率为合理估值, 给予公司“谨慎推荐”评级。

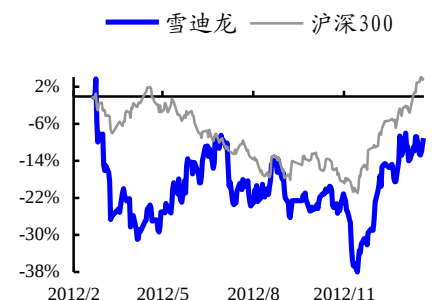
风险提示: 火电厂脱硝低于预期; 公司市占率下降; 坏账风险等

股票数据

2013/2/8

收盘价 (元)	24.31
12 个月股价区间 (元)	16.38 ~ 28.60
总市值 (百万元)	3,342
总股本 (百万股)	137
A 股 (百万股)	137
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	1

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	8%	19%	0%
相对收益	-2%	-4%	-10%

相关报告

证券分析师: 王师

执业证书编号: S0550511030001

021-20361109 wangs@nesc.cn

研究助理: 马斌博

021-20361120 mabb@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	300	328	394	550	678
(+/-)%	18.94%	9.21%	20.06%	39.73%	23.20%
归属母公司净利润	34	81	94	132	162
(+/-)%	-40.66%	136.39%	15.94%	39.30%	23.33%
每股收益 (元)	0.33	0.79	0.69	0.96	1.18
市盈率	96.97	41.02	35.38	25.40	20.59
市净率	12.97	9.85	3.09	2.75	2.43
净资产收益率 (%)	13.37%	24.02%	8.72%	10.83%	11.78%
股息收益率 (%)	—	—	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	103	103	137	137	137

目 录

1. 公司主营业务及首发上市概况	3
2. CEMS 及相关的第三方运营为现阶段公司主要看点	3
2.1. CEMS 系统应用业务为公司最重要的收入和利润来源	3
2.2. 脱硝市场打开在即，品牌、业绩和服务确保市场地位	4
2.2.1. 火电厂脱硝将在今明两年迎来高峰	4
2.2.2. 品牌、业绩和服务确保公司市场地位	5
2.3. 第三方运营带来增量收入的同时促进二次销售	6
3. 公司盈利预测与分析	6
4. 投资建议与风险提示	8
4.1. 脱硝受益品种，给予“谨慎推荐”评级	8
4.2. 风险因素提示	9

图表目录

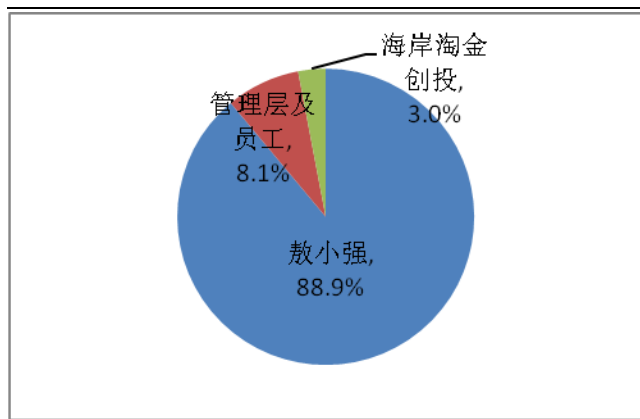
图 1: 发行前公司股权结构	3
图 2: 发行后公司股权结构	3
图 3: 公司历年收入构成	4
图 4: 公司历年毛利构成	4
图 5: 环保部 CEMS 认证检测合格厂家及产品数量	5
图 6: 公司历年期间费用率及预测	8
表 1: 2012-2014 年新增脱硝装机预测	5
表 2: 公司分业务盈利预测	6
表 3: 截止 2013 年 2 月 17 日，可比脱硝相关环保公司估值表	8

1. 公司主营业务及首发上市概况

公司前身为北京雪迪龙自动控制系统有限公司，依靠化肥行业工业过程分析仪器起家，后逐步拓展到固定污染源烟气监测等环保领域。公司主营业务围绕环境监测和工业过程分析领域“产品+系统应用+运维服务”展开，主要产品包括烟气排放连续监测系统（CEMS）、环境空气质量监测系统、工业过程分析系统以及红外分析仪等各类单机产品，同时公司把握政策契机，是国内最早进入环境监测第三方运营维护服务的环保企业之一。

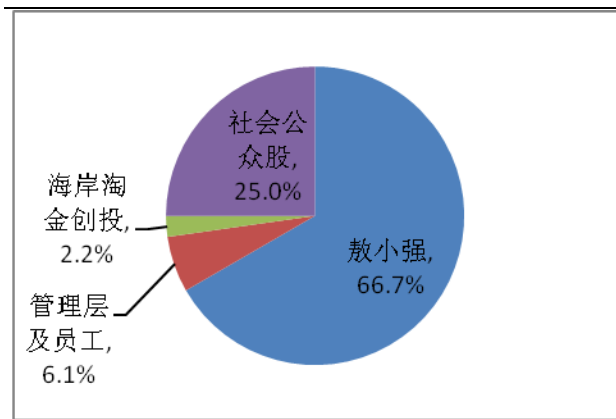
公司于 2012 年 3 月 9 日首发上市，发行 3438 万股，净募集资金 6.49 亿，其中超募 3.83 亿。IPO 后，公司实际控制人仍为敖小强董事长，持股比例为 66.67%。

图 1：发行前公司股权结构



数据来源：公司公告，东北证券

图 2：发行后公司股权结构



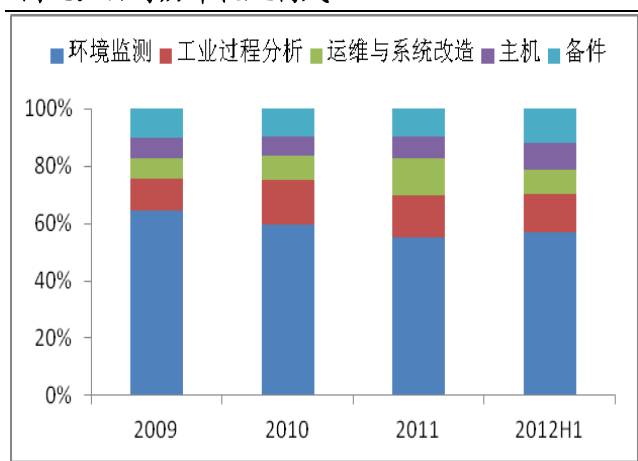
数据来源：公司公告，东北证券

2. CEMS 及相关的第三方运营为现阶段公司主要看点

2.1. CEMS 系统应用业务为公司最重要的收入和利润来源

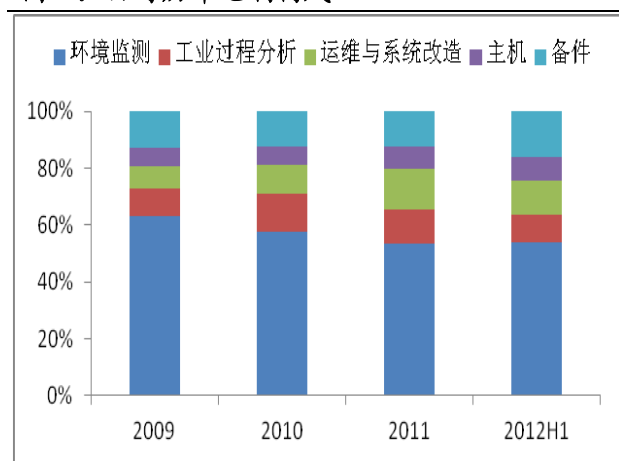
公司招股说明书显示，自 2009 年以来，环境监测业务一直占据公司收入和毛利的一半以上。2012 年上半年，公司实现主营业务收入 1.4 亿元，其中环境监测系统收入 8000 万元，占总收入的 57%；实现毛利 6900 万元，其中环境监测系统产品贡献 3700 万，占比 54%。

图 3: 公司历年收入构成



数据来源：公司公告，东北证券

图 4: 公司历年毛利构成



数据来源：公司公告，东北证券

目前公司环境监测业务的绝大多数收入都来自烟气排放在线监测系统（CEMS），这也是公司的相对优势业务，环境空气和水质监测公司也有所涉及，但由于起步较晚，短时间内难以形成较大贡献，而工业过程分析不是公司主要发力点，因此可以判断，未来 2-3 年内，CEMS 系统应用业务仍将是公司最主要收入和利润来源，并有望搭乘火电厂脱硝的顺风车实现快速增长。

2.2. 脱硝市场打开在即，品牌、业绩和服务确保市场地位

2.2.1. 火电厂脱硝将在今明两年迎来高峰

公司 CEMS 系统产品主要用于固定污染源的连续监测，燃煤火电厂的烟气脱硫和脱硝监测是产品主要的需求来源。目前脱硫高峰已过，未来脱硝市场的走势将是影响公司业绩的最重要的外部条件。今年年初，脱硝补贴电价在全国范围内推广后，有关火电厂脱硝的相关约束和激励政策基本全部落实，我们认为，在经历的低于预期的 2012 以后，火电厂脱硝市场将在今年充分打开，理由有以下几点：

“十二五”氮氧化物减排任务艰巨。“十二五”期间氮氧化物排放下降 10%作为节能减排约束指标写入政府“十二五”规划，具有高度的政治严肃性。然而，“十二五”已过去两年，氮氧化物排放不降反升，余下三年，氮氧化物减排任务将更加艰巨。政府为完成规划目标，无疑将加速推动氮氧化物减排的进程。同时近期连续的“雾霾”天气引发的广泛的社会关注也将推动政府加快大气治理的步伐。

火电厂脱硝政策最为完备，将承担氮氧化物减排主要任务。固定污染源中火电厂是最大的氮氧化物排污源，且火电厂排污治理目前看相关约束和激励政策最为完备，燃煤火电机组氮氧化物排放有强制的标准和明确的达标期限以及相关的电价激励。因此火电厂脱硝将承担起实现“十二五”氮氧化物减排达标的主要任务。

微观层面提示脱硝市场正在启动。2012 年全年火电厂脱硝市场整体低于市场预期，但是从下半年的情况看要明显好于上半年，相关脱硝工程公司订单和新开工项目明显多于上半年，这也从微观角度提示脱硝市场的逐渐启动。

总体来讲，我们对 2013 年脱硝市场的打开持乐观态度，我们基于以下假设对未来火电厂脱硝进度进行了预测。**假设一：**考虑到火电厂脱硝时间紧、任务重，估计火电厂氮氧化物实际达标期限将推迟半年到 2014 年年底。**假设二：**仅考虑火电燃煤机组的脱硝，不考虑燃气和燃油机组。**假设三：**燃煤机组中重点国控污染源全部安装脱硝设施。

表 1：2012-2014 年新增脱硝装机预测

(万千瓦)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
年末火电装机	70967	76546	81900	85900	89900
当年新增火电装机	5831	5886	5100	4000	4000
年末脱硝装机	7948	12936	22136	42950	62930
当年新增脱硝装机	-	4988	9200	20814	19980
脱硝占火电装机的比例	11%	17%	27%	50%	70%

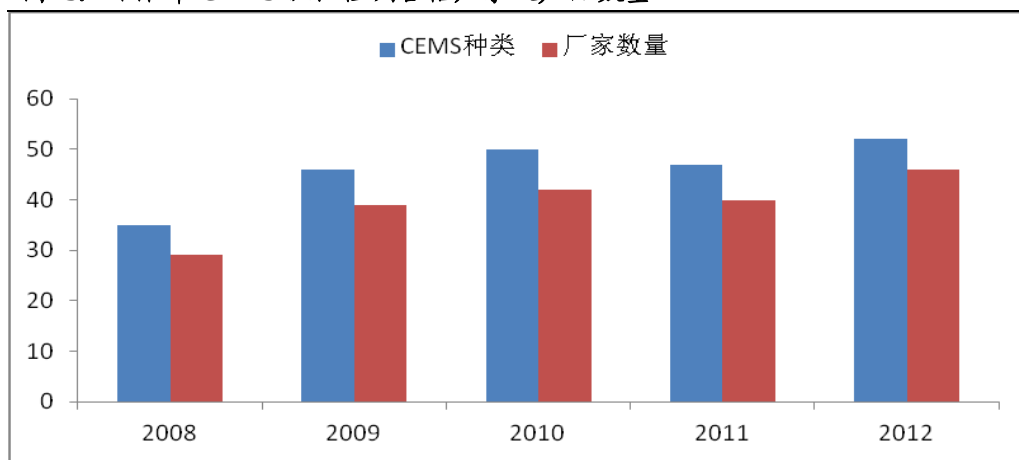
数据来源：Wind，中电联，东北证券测算

2.2.2. 品牌、业绩和服务确保公司市场地位

根据我们的预测，2013-2014 年新增燃煤机组脱硝装机年均达到 2 亿千瓦，由于烟气监测属于脱硝工程的“后工种”，可以认为脱硝新增 CEMS 的需求与新增脱硝装置同步。假设新增脱硝装机单机平均装机容量为 20 万千瓦，单台脱硝装置加装 4 套 CEMS，今明两年脱硝 CEMS 的市场需求量各为 4000 套，以平均每套 25 万单价计算，年市场容量达到 10 亿。

从 2012 年招投标情况看，公司在脱硫脱硝 CEMS 市场的占有率约为 30%。行业内主要竞争对手为杭州聚光科技、北京牡丹联友、上海华川自动化、青岛佳明测控以及河北先河环保等。截止 2012 年底，经环保部认证监测合格的 CEMS 厂家数量为 46 家，合格产品为 52 种，其中公司有 SCS-900、SCS-900C 和 SYS-CE-1 等三款产品在列。

图 5：环保部 CEMS 认证检测合格厂家及产品数量



数据来源：中国环境监测总站，东北证券

我们认为在 CEMS 市场，CEMS 系统集成技术相对较为成熟，上游高端分析仪器核心技术掌握在外资企业手中的格局目前难以打破，企业的核心竞争力主要体现在品

牌、业绩经验和技术服务水平上。公司在烟气连续监测市场经营多年，在脱硫脱硝 CEMS 市场已上升为行业龙头，品牌认知度高；同时凭借多年的业绩经验，公司积累了大量的客户资源，目前前十大电力环保工程公司均为公司的主要客户；此外，公司近年来不断加大技术服务人员的配置，为客户提供专业和定制化的售后服务，客户忠诚度较高。因此，我们认为，在未来脱硝 CEMS 市场竞争中，公司市场份额仍能够维持在 25% 以上的水平，行业龙头地位有望继续保持，估计 2013-2014 年年均订单都在 2.5 亿以上。

2.3. 第三方运营带来增量收入的同时促进二次销售

环境监测设备的第三方运营维护服务可以有效解决排污企业缺乏专业技术和易损备件、运维成本高、环保部门监管难度大的问题。目前，第三方运营社会化招标的模式已经被排污企业广泛接受，相关政策也逐渐完善，未来潜力较大。目前，公司 CEMS 系统市场保有量在 3000 套以上，截止 2012 年底已签运维合同仅 1000 套左右，加之未来增量，公司运营维护业务尚有很大的增长空间。我们以年均新增 600 套运营维护、每套每年 5 万元计算，第三方运营每年将为公司贡献增量营收 3000 万元。

此外，运维服务不仅能为公司贡献收入，运维人员在现场维护中更能了解最终用户设备的状况和需求，促进分析仪器主机及配件的二次销售。随着运维市场的拓展，相信公司主机和配件销售业务也将随之加大。

3. 公司盈利预测与分析

我们基于 2013-2014 年火电厂脱硝市场进入高峰，公司在脱硝 CEMS 市场占有率保持在 25% 以上的假设，预计公司 2012-2014 年将实现主营业务收入分别为 3.94 亿、5.50 亿和 6.78 亿，实现净利润 9400 万、1.32 亿和 1.62 亿，同比分别增长 15.9%、39.3% 和 23.3%。

表 2: 公司分业务盈利预测

(人民币百万元)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	<u>252.1</u>	<u>300.2</u>	<u>327.8</u>	<u>393.6</u>	<u>549.9</u>	<u>677.5</u>
其中：环境监测	162.5	178.5	180.1	227.0	338.1	409.3
YOY	-	9.8%	0.9%	26.0%	48.9%	21.1%
其中：脱硫脱硝 CEMS	162.2	175.4	174.0	220.0	330.0	400.0
YOY	-	8.1%	-0.8%	26.4%	50.0%	21.2%
其他环境监测	0.3	3.1	6.1	7.0	8.1	9.3
工业过程分析	28.6	47.3	48.9	50.0	60.0	70.0
运维与系统改造	17.5	25.4	41.8	54.3	83.2	121.5
其中：运营维护	5.0	10.0	24.9	34.9	60.8	95.8
YOY	-	101.2%	148.6%	40.2%	74.5%	57.5%
系统改造	12.5	15.4	16.9	19.4	22.4	25.7
主机	17.8	20.5	25.6	27.6	30.6	34.8
备件	25.7	28.5	31.4	34.6	38.0	41.8

营业总成本	<u>138.3</u>	<u>156.2</u>	<u>167.1</u>	<u>197.0</u>	<u>276.7</u>	<u>340.8</u>
其中：环境监测	90.8	95.6	94.0	119.6	181.1	222.9
工业过程分析	17.6	28.1	29.8	31.0	37.8	44.9
运维与系统改造	8.5	10.4	18.3	18.8	26.8	37.8
主机	10.5	11.2	13.2	15.3	17.7	20.5
备件	10.9	10.8	11.7	12.3	13.3	14.6
综合毛利率	<u>45.2%</u>	<u>48.0%</u>	<u>49.0%</u>	<u>49.9%</u>	<u>49.7%</u>	<u>49.7%</u>
其中：环境监测	44.2%	46.4%	47.8%	47.3%	46.4%	45.5%
工业过程分析	38.4%	40.6%	39.0%	38.0%	37.0%	35.9%
运维与系统改造	51.6%	59.0%	56.1%	65.3%	67.7%	68.9%
主机	40.8%	45.4%	48.4%	44.7%	42.2%	41.1%
备件	57.5%	62.1%	62.7%	64.4%	65.0%	65.0%

数据来源：公司公告，东北证券

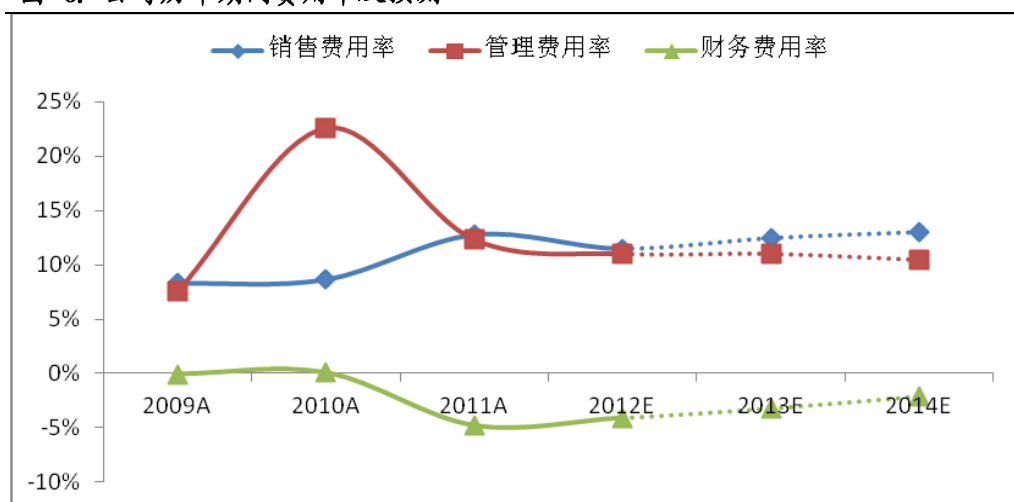
CEMS 和运营维护为收入主要增长点。得益于脱硝的爆发以及存量脱硫的设备更换需求，2013-2014 年公司脱硫脱硝 CEMS 系统业务实现快速增长。伴随着环保部门进一步规范固定污染源的在线监测，鼓励第三方运营，同时已签运维合同基数较低，预计公司运营维护收入将维持高增长。

其他环境监测方面，由于大气和水质监测不是公司的优势业务，在技术、经验和市场等方面都需要长时间的积累和培育，我们暂且谨慎估计其对公司收入和利润尚不能构成重大影响。工业过程分析业务由于不是公司未来重点发展方向，且这块业务毛利率相对较低，盈利能力稍差，我们预计未来几年将小幅稳定增长。

高毛利率有望维持。由于 CEMS 系统集成业务技术门槛不高，随着脱硝 CEMS 市场的打开，新的竞争者的加入将不可避免对产品价格形成压制。市场需求的增加也可能导致 CEMS 主要原材料分析仪器和核心传感器价格的上涨，特别是国内厂家尚不能生产的高端分析仪器和传感器。因此，我们认为未来公司 CEMS 系统集成业务毛利率将出现一定程度的下滑。另一方面，随着公司运营维护服务的规模化运作，单位固定成本的产出有望得到提高，运维业务的毛利率将继续提高，从而对冲其他业务毛利率的下降，我们测算公司 2012-2014 年公司综合毛利率有望维持在 49.5% 以上的高水平。

销售费用率将有所提高。为满足业务拓展的需求，公司近年来销售费用率呈上升态势，为把握脱硝市场的爆发这一重大战略机遇，我们预计公司在市场开拓上的投入将进一步加大，未来销售人员、技术服务人员和运营维护工程师等人力成本增长将导致公司销售费用率出现一定幅度的提升。

图 6: 公司历年期间费用率及预测



数据来源: 公司公告, 东北证券

注: 公司 2010 年管理费用率较高主要是该年公司向高管和员工转让股权形成股份支付所致。

4. 投资建议与风险提示

4.1. 脱硝受益品种, 给予“谨慎推荐”评级

公司是目前烟气监测设备龙头企业, 未来 2-3 年的主要看点在 CEMS 业务以及相关第三方运营上。未来两年火电厂脱硝市场将进入高峰, 公司作为脱硝脱硝 CEMS 龙头, 将是脱硝的直接受益者。凭借品牌、业绩以及服务等方面的优势, 我们有理由相信在未来的竞争中仍能保持较高的市场占有率, 因此我们看好公司业绩由脱硝带来的弹性, 在经历略低于预期的 2012 年后, 2013 年将是高增长的一年。

预计 2012-2014 年, 公司将实现每股收益分别为 0.69 元、0.96 元和 1.18 元, 目前股价对应的市盈率分别为 35.4 倍、25.4 倍和 20.6 倍。在 A 股市场可比脱硝相关环保公司中, 估值处于中游偏下水平。公司作为脱硝直接受益品种, 理应给予行业平均估值水平, 因此我们认为, 公司 2013 年业绩对应的 25 倍左右市盈率为合理估值, 给予公司“谨慎推荐”评级。建议投资者密切关注公司股价走势, 静候低位吸纳的机会。

表 3: 截止 2013 年 2 月 17 日, 可比脱硝相关环保公司估值表

公司名称	总股本 (百万股)	流通 A 股 (百万股)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE			PB
				2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E	
雪迪龙	137.5	34.4	33.4	0.69	0.96	1.18	35.4	25.4	20.6	3.1
聚光科技	445.0	68.2	61.4	0.49	0.62	0.76	27.8	22.2	18.0	3.6
先河环保	156.0	109.0	26.2	0.30	0.35	0.40	56.8	48.6	42.2	2.9
国电清新	296.0	146.3	58.4	0.40	0.83	1.09	49.9	23.8	18.0	2.8
九龙电力	511.9	232.1	74.1	0.31	0.47	0.62	46.3	31.0	23.2	2.8
永清环保	133.6	36.4	39.4	0.51	0.76	1.03	54.9	38.2	28.6	5.0
龙净环保	213.8	210.3	64.4	1.32	1.61	1.85	22.8	18.7	16.3	2.7

平均值	<u>0.57</u>	<u>0.80</u>	<u>0.99</u>	<u>41.98</u>	<u>29.67</u>	<u>23.85</u>	<u>3.27</u>
-----	-------------	-------------	-------------	--------------	--------------	--------------	-------------

数据来源：Wind，东北证券

注：除雪迪龙外，其他公司盈利与估值取 Wind 一致预期

4.2. 风险因素提示

火电厂脱硝低于预期。尽管目前火电厂脱硝政策已趋于完备，但由于脱硝电价仍不能完全覆盖电厂成本，仍存在低于预期的风险。

公司市场占有率下降。受脱硝市场打开的驱动，更多厂家将进入脱硝 CEMS 领域，市场竞争将会加剧，不排除行业出现低价恶性竞争，公司市场占有率降低的风险。

坏账风险。由于下游行业支付能力不足，2012 年公司应收账款大幅增加，并计提了 1000 万左右的减值准备，未来仍存在受宏观大环境影响，公司回款困难、呆坏账增加的风险。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）					现金流量表（百万元）				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	87	686	644	713	净利润	81	94	132	162
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	0	10	3	-4
应收款项	124	247	284	315	折旧及摊销	4	5	8	13
存货	92	108	149	184	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	财务费用	1	0	0	0
流动资产合计	367	1092	1142	1293	投资损失	0	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-48	-120	-58	-40
长期投资净额	0	25	50	50	其他	0	0	0	0
固定资产	27	32	112	142	经营活动净现金流量	38	-12	83	131
无形资产	36	36	36	37	投资活动净现金流量	-41	-30	-126	-61
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	8	641	0	0
非流动资产合计	67	94	213	262	企业自由现金流	-1	-22	-32	51
资产总计	434	1186	1356	1555					
短期借款	8	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	35	27	42	56		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	41	60	79	97	每股指标				
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股收益（元）	0.79	0.69	0.96	1.18
流动负债合计	95	102	141	178	每股净资产（元）	3.29	7.88	8.84	10.02
长期借款	0	0	0	0	每股经营性现金流量（元）	0.37	-0.09	0.60	0.95
其他长期负债	0	0	0	0	成长性指标				
长期负债合计	0	0	0	0	营业收入增长率	9.21%	20.06%	39.73%	23.20%
负债合计	95	102	141	178	净利润增长率	136.39%	15.94%	39.30%	23.33%
归属于母公司股东权益合计	339	1083	1215	1377	盈利能力指标				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	48.92%	49.95%	49.68%	49.70%
负债和股东权益总计	434	1186	1356	1555	净利率	24.85%	24.00%	23.93%	23.95%
					运营效率指标				
利润表（百万元）					应收账款周转率（次）	132.17	220.00	180.00	165.00
	2011A	2012E	2013E	2014E	存货周转率（次）	189.60	200.39	196.92	196.85
营业收入	328	394	550	678	偿债能力指标				
营业成本	167	197	277	341	资产负债率	21.84%	8.64%	10.38%	11.44%
营业税金及附加	3	4	5	6	流动比率	3.87	10.66	8.11	7.27
资产减值损失	0	10	3	-4	速动比率	2.84	9.45	6.90	6.08
销售费用	29	45	69	88	费用率指标				
管理费用	37	43	60	71	销售费用率	8.79%	11.50%	12.50%	13.00%
财务费用	1	-16	-18	-14	管理费用率	11.39%	11.00%	11.00%	10.50%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	财务费用率	0.16%	-4.08%	-3.19%	-2.13%
投资净收益	0	0	0	0	分红指标				
营业利润	91	110	154	190	分红比例	—	0.00%	0.00%	0.00%
营业外收支净额	4	1	1	1	股息收益率	—	0.00%	0.00%	0.00%
利润总额	95	111	155	191	估值指标				
所得税	13	17	23	29	P/E（倍）	41.02	35.38	25.40	20.59
净利润	81	94	132	162	P/B（倍）	9.85	3.09	2.75	2.43
归属于母公司净利润	81	94	132	162	P/S（倍）	7.65	8.49	6.08	4.93
少数股东损益	0	0	0	0	净资产收益率	24.02%	8.72%	10.83%	11.78%

资料来源：东北证券

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。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

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