

[2009.02.05]

牛年能出“白马”吗？

——2月份中小板投资月报

陈思郁

021-38676284
chensiyu@gtjas.com

王成

021-38676820
wangcheng6461@gtjas.com

- 经历了前期的快速上涨，中小板整体上未来几个月将不再有超额收益，进入精耕选股阶段。

本报告导读：

- 根据以往中小板涨跌的规律，我们深入本轮上涨中涨幅巨大的公司，认为华东数控、江苏国泰、和利尔化学有成为“白马股”的潜质。

摘要：

- 08年11月至年底，中小板综指上涨35.1%，同一时期上证综指仅上涨5.88%。进入09年，整个A股市场估值水平抬升，带动中小板的上升，但此时中小板相对上证综指的涨幅并没有呈现进一步扩大的现象（1月以来，截至2月4日，中小板上涨13.09%，上证综指上涨13.18%）。另外，从涨幅上，中小板上涨超越市场整体主要在年末年初前后。因此我们认为中小板整体上不再提供超额收益。

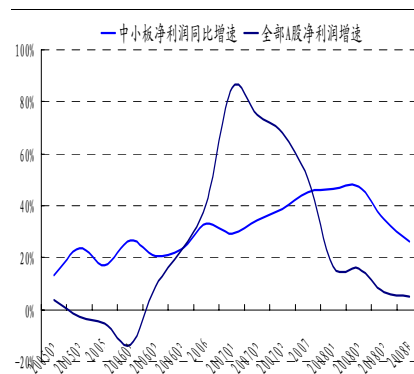
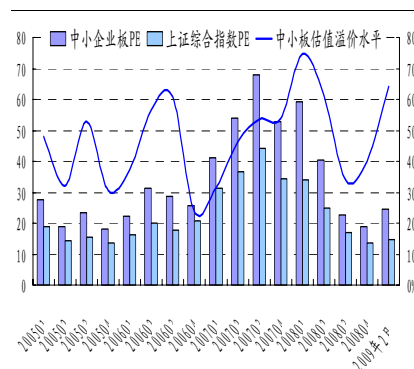
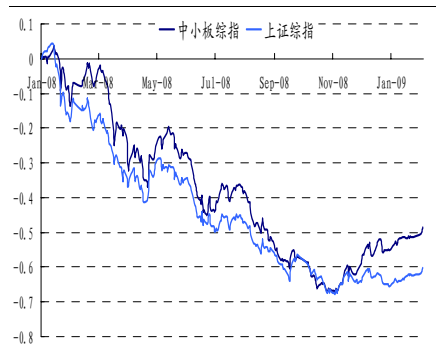
- 截至2月4日，中小板综指的市盈率（TTM）为24.37倍（同一时期上证综指的静态PE为14.86），采用Wind机构盈利预测净利润中值计算的动态市盈率为22.65倍。经历了这一轮反弹，中小板相对上证综指的估值溢价回到64%，离08年一季度74.83%的历史高点不远。整体上，未来上涨只能最多跟随市场。

- 虽然目前中小板已经涨幅较大，估值也不具备优势，据我们预测，08年4季度中小板净利润同比增速仍高达26.14%，大幅高于全部A股5%的预期业绩增速。因此在通货紧缩但是增量资金资产需要配置的背景下，成长性显著的中小板公司仍将成为优良投资标的。

- 中小板作为一个细分行业龙头聚集地，自下而上精选个股才更应该被重视。我们认为只要公司的成长性确定，前景广阔，较高的估值水平，抑或是较大的解禁压力，都无法阻止股价上升的脚步（详情见09年2月4日酷图）。

- 研究以往每轮中小板涨幅较大的公司，我们得出几点规律：一，涨幅较大的公司估值一直较高，较高的估值压力并没有阻止它们继续上涨的脚步；二，尽管上市初期争议较大，上述大部分公司事后被市场证明为“白马”。此次上涨也有部分次新股表现夺人眼球，优劣并存的“马”——东方雨虹，小巧精干的“马”——华东数控，独具慧眼的“马”——江苏国泰，朝阳行业中的“马驹”——川大智胜，和善于复制的“马”——利尔化学。我们认为华东数控、江苏国泰和利尔化学有成为“白马股”的潜质。

- 维持组合不变，不过我们认为思源电气、双鹭药业和美邦服饰市值已高。需要更高业绩增长来证明。短期，市值相对其行业空间仍然不贵的有鱼跃医疗、海陆重工和合兴包装。



相关报告

压力下的成长——中小板公司季报点评 (08.05.09)

中小板综指处于5月以来最低水平——
中小板双周报(08.06.06)

股权激励——中小板公司业绩推动器 (08.06.27)

中小板中期业绩捷报频传 (08.07.14)

水落石出一部分优质公司已有安全边际 (08.09.16)

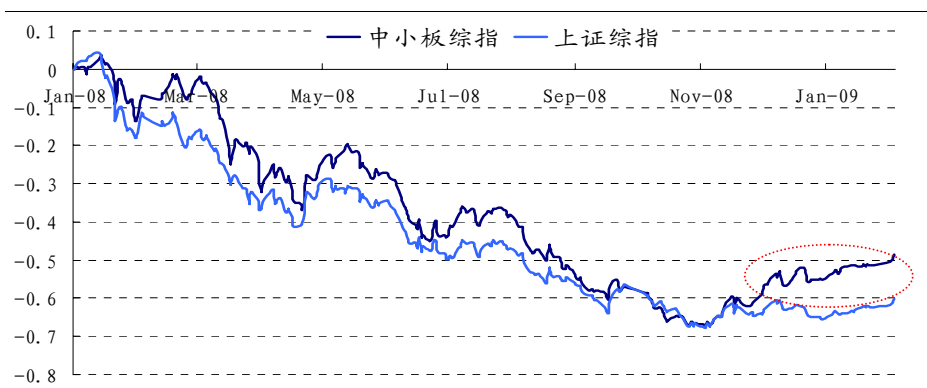
2009年中小板策略报告 (08.12.12)

1. 中小板月度综述

1.1. 快速上涨后已难有超额收益

当投资者在为市场未来的走向争论不休时，中小板已经迎来了自己的春天。08 年 11 月至年底，中小板综指上涨 35.1%，同一时期上证综指仅上涨 5.88%。进入 09 年，整个 A 股市场估值水平抬升，带动中小板的上升，但此时中小板相对上证综指的涨幅并没有呈现进一步扩大的现象（1 月以来，截至 2 月 4 日，中小板上涨 13.09%，上证综指上涨 13.18%。）

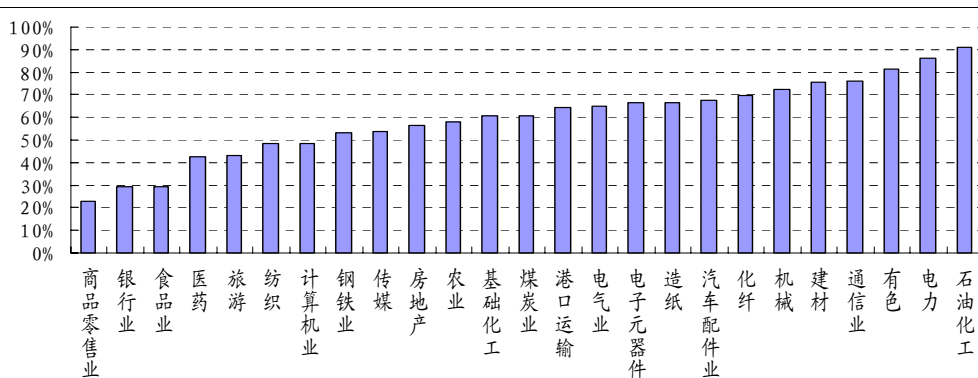
图 1：经历了快速上升后，中小板随着 A 股估值的提升而略有上涨



资料来源：Wind 国泰君安研究所

11 月以来行业指数全部飘红，跌幅居前的 3 个行业有前期下跌较多的石油化工（91.01%）、电力行业（86.33%）和有色金属业（81.3%），以及受益于 3G 建设的通信业（76.32%）。前期跌幅较少的商品零售业（22.63%）、食品业（29.42%）表现相对较差。

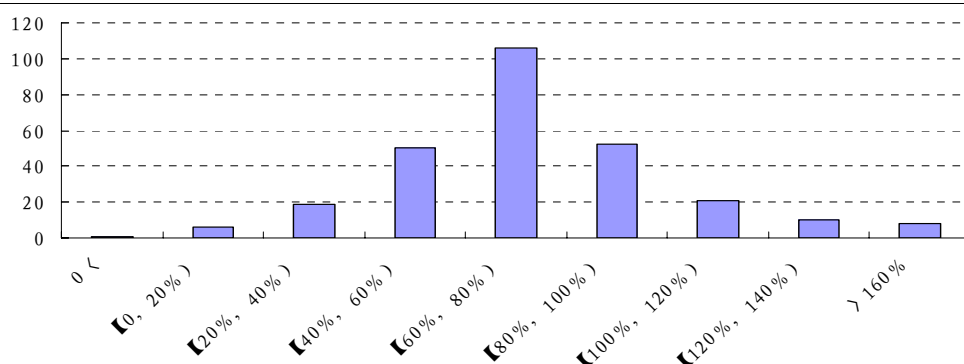
图 2：各行业涨跌幅



数据来源：WIND 国泰君安研究所

11 月以来，除了前期处于停牌阶段的云南盐化补跌而下跌外，中小板个股全线上涨。40% 的公司涨幅处于 60% - 80% 区间。本轮涨幅较大的公司大部分是契合某个投资主题，如受益于铁路、公路建设的东方雨虹，受益于电网建设的中航光电，受益于基础建设增加的江南化工，以及有新能源题材的江苏国泰。

图 3: 各涨跌区间的公司分布状况



数据来源: WIND 国泰君安研究所

中小板综指自从 05 年 6 月 8 日创立以来, 95.21% 的时间跑赢上证综指 (中小板涨跌幅/上证综指涨跌幅 < 1 的情况只出现两次: 分别在 06 年 12 月 27 日 - 07 年 1 月 11 日, 以及 07 年 10 月 11 日 - 07 年 11 月 23 日)。

图 4: 绝大部分时间段, 中小板综指跑赢大盘



数据来源: WIND 国泰君安研究所

表 1: 中小板综指自创立以来, 经历了 5 次相对于上证综指的明显上涨

历次上涨区间	区间内中小板涨跌幅	区间内上证综指涨跌幅
05 年 6 月 8 日 - 05 年 11 月 30 日	31.38 %	- 1.46 %
06 年 2 月 27 日 - 06 年 6 月 16 日	58.32 %	21.38 %
07 年 1 月 4 日 - 07 年 6 月 20 日	102.67 %	53.97 %
07 年 11 月 2 日 - 08 年 3 月 27 日	- 4.89 %	- 40.96 %
08 年 10 月 20 日 - 至今	39.35 %	- 3.05 %

数据来源: WIND 国泰君安研究所

从上述 5 个时期我们看到, 中小板跑赢上证综指的时间几乎都集中与年末到年初的区间内, 这也许与年末中小板高送配的传统有关。与历史相比, 而本轮上涨已经充分体现相对上证指数的超额收益。

截至 2 月 4 日, 中小板公司最新收盘价低于其 200 日均价的公司数从 9 月的 267 家缩减为 37 家。

表 2: 表现突出的公司

涨幅最大的前五家公司		涨幅最小的前五家公司		日均换手率最大前五家公司		高于 200 日均价最多的公司 (元)		低于 200 日均价最多的公司 (元)	
公司	涨幅 (%)	公司	涨幅 (%)	公司	换手率 (%)	公司	高出幅度 (元)	公司	低出幅度 (元)
江南化工	189.19	云南盐化	-56.44	江南化工	11.97	东方雨虹	11.58	全聚德	-9.18
江苏国泰	185.11	九阳股份	7.83	江苏国泰	4.30	天马股份	10.75	石基信息	-4.30
川大智胜	178.25	石基信息	12.83	川大智胜	10.62	恒邦股份	8.16	步步高	-3.69
东方雨虹	170.61	步步高	16.21	东方雨虹	14.43	川大智胜	7.08	三全食品	-2.32
中航光电	169.33	报喜鸟	18.10	中航光电	2.51	金风科技	6.12	苏宁电器	-2.00

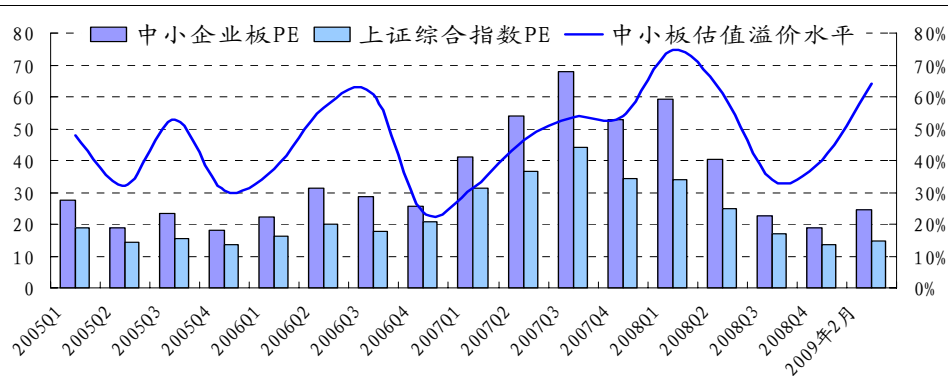
数据来源: WIND 国泰君安研究所

1.2. PE 重回高位

截至 2 月 4 日, 中小板综指的市盈率 (TTM) 为 24.37 倍 (同一时期上证综指的静态 PE 为 14.86), 采用 Wind 机构盈利预测净利润中值计算的动态市盈率为 22.65 倍。从公司来看, 动态 PE 最低的公司为新和成 (6.32)、三钢闽光 (8.06)、广宇集团 (9.6)。房地产业和化工业的公司多集中于低 PE 区域。川大智胜、鱼跃医疗经历了大幅上涨后, 动态估值已高达 46.3 和 44.5 倍。

中小板由于其较强的成长性和盈利能力, 获得了市场的认可和追捧, 其估值相对于主板市场一直都有一定的溢价。由下图可以看到, 估值溢价呈周期波动态势。于 08 年第三季度, 溢价降为 33.84%, 经历了这一轮反弹, 估值溢价水平回到 64%, 离 08 年一季度 74.83% 的历史高点不远。

图 5: 经历了反弹后, 估值水平回到

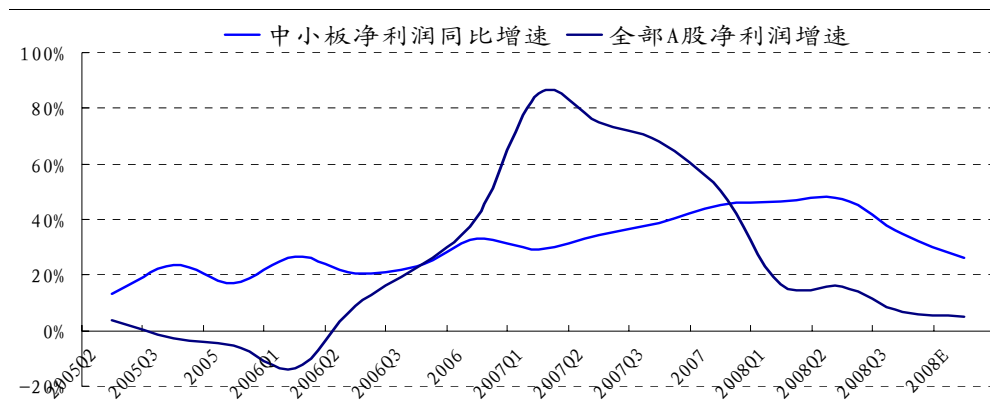


数据来源: WIND 国泰君安研究所

由图 6 可以看到, 中小板公司的净利润同比增速平稳, 在大宏观环境并不乐观的背景下, 成长性显著高于主板公司, 受到资金追捧也是情理之中。据我们预测,

08 年 4 季度中小板净利润同比增速仍高达 26.14%，大幅高于全部 A 股 5% 的预期业绩增速。

图 6: 成长性显著



数据来源: WIND 国泰君安研究所

虽然目前中小板已经涨幅较大，估值也不具备优势，但是考虑到中小板净利润高增速和低波动。在通货紧缩但是增量资金资产需要配置的背景下，成长性显著的中小板公司仍将成为优良投资标的。

同时，中小板作为一个细分行业龙头聚集地，自下而上精选个股才更应该被重视。我们认为只要公司的成长性高且确定，行业前景广阔，较高的估值水平，抑或是较大的解禁压力，都无法阻止股价上升的脚步（详情见 09 年 2 月 4 日酷图）。

2. 月度专题——牛年能出白马吗？

在历次中小板上涨过程中，总会有部分中小板股票表现亮眼。

表 3: 5 个区间段涨幅前十大公司

证券简称	各个区间涨跌幅					证券简称	各个区间涨跌幅				
第一个上涨区间涨幅最大前十大公司											
	(05, 6 - 05, 11)	(06, 2 - 06, 6)	(07, 1 - 07, 6月)	(07, 11 - 08, 3)	(08, 10 - 最新)		(05, 6 - 05, 11)	(06, 2 - 06, 6)	(07, 1 - 07, 6月)	(07, 11 - 08, 3)	(08, 10 - 最新)
航天电器	124.3	40.3	66.9	6.1	52.8	华兰生物	89.2	82.9	113.0	-0.2	27.9
科华生物	104.1	59.2	131.6	-1.9	20.8	伟星股份	83.1	9.7	87.2	-0.2	59.9
新和成	104.0	41.2	117.0	79.5	20.1	天奇股份	82.9	57.4	140.3	-17.9	85.1
大族激光	96.9	96.0	81.2	-2.6	17.9	双鹭药业	75.2	52.4	353.3	26.8	32.6
思源电气	93.2	57.5	129.0	13.5	30.5	华星化工	68.1	44.7	148.1	124.5	39.4
第二个上涨区间涨幅最大前十大公司											
	(05, 6 - 05, 11)	(06, 2 - 06, 6)	(07, 1 - 07, 6月)	(07, 11 - 08, 3)	(08, 10 - 最新)		(05, 6 - 05, 11)	(06, 2 - 06, 6)	(07, 1 - 07, 6月)	(07, 11 - 08, 3)	(08, 10 - 最新)
苏宁电器	36.0	129.3	131.3	-15.8	43.2	霞客环保	52.6	89.6	126.8	35.2	33.9
宁波华翔	68.0	113.7	23.1	5.3	33.2	华兰生物	89.2	82.9	113.0	-0.2	27.9
大族激光	96.9	96.0	81.2	-2.6	17.9	宜科科技	49.3	68.1	345.4	-24.6	32.2
七匹狼	36.3	95.0	72.8	4.1	11.1	中捷股份	36.4	63.9	104.9	-17.0	32.4

苏泊尔	25.3	90.6	103.3	27.5	33.2	科华生物	104.1	59.2	131.6	-1.9	20.8
第三个上涨区间涨幅最大前十家公司											
	(05, 6 - 05, 11)	(06, 2 - 06, 6)	(07, 1 - 07, 6月)	(07, 11 - 08, 3)	(08, 10 - 最新)		(05, 6 - 05, 11)	(06, 2 - 06, 6)	(07, 1 - 07, 6月)	(07, 11 - 08, 3)	(08, 10 - 最新)
鑫富药业	2.6	12.1	667.0	-46.2	50.7	华孚色纺	38.7	9.2	293.0	0.0	108.2
华峰氨纶	/	/	415.3	-23.4	42.8	中航精机	64.8	38.0	256.0	-13.0	49.5
双鹭药业	75.2	52.4	353.3	26.8	32.6	恒宝股份	/	/	228.6	7.0	64.6
宜科科技	49.3	68.1	345.4	-24.6	32.2	华邦制药	59.3	17.5	213.9	18.1	68.0
ST张铜	/	/	301.5	-15.0	77.4	ST琼花	52.7	16.7	204.6	10.7	10.6
第四个上涨区间涨幅最大前十家公司											
	(05, 6 - 05, 11)	(06, 2 - 06, 6)	(07, 1 - 07, 6月)	(07, 11 - 08, 3)	(08, 10 - 最新)		(05, 6 - 05, 11)	(06, 2 - 06, 6)	(07, 1 - 07, 6月)	(07, 11 - 08, 3)	(08, 10 - 最新)
华星化工	68.1	44.7	148.1	124.5	39.4	远望谷	/	/	/	63.8	74.4
华帝股份	62.9	25.3	122.6	92.0	56.5	苏州固锝	/	/	35.2	59.6	42.5
新和成	104.0	41.2	117.0	79.5	20.1	云南盐化	/	/	39.1	50.1	-58.5
紫鑫药业	/	/	52.2	77.6	67.6	凯恩股份	33.7	11.2	97.2	45.0	47.2
登海种业	28.4	58.8	61.5	76.4	15.3	精工科技	45.9	22.5	84.8	42.8	26.6
第五个上涨区间涨幅最大前十家公司											
证券简称	(05, 6 - 05, 11)	(06, 2 - 06, 6)	(07, 1 - 07, 6月)	(07, 11 - 08, 3)	(08, 10 - 最新)	证券简称	(05, 6 - 05, 11)	(06, 2 - 06, 6)	(07, 1 - 07, 6月)	(07, 11 - 08, 3)	(08, 10 - 最新)
东方雨虹	/	/	/	/	198.4	智光电气	/	/	/	-15.1	130.2
江苏国泰	/	/	41.3	18.7	172.1	川大智胜	/	/	/	/	130.0
江南化工	/	/	/	/	157.1	法因数控	/	/	/	/	126.0
华东数控	/	/	/	/	154.0	中航光电	/	/	/	-23.1	120.3
南岭民爆	/	/	99.9	-4.6	141.3	利尔化学	/	/	/	/	116.2

数据来源: WIND 国泰君安研究所

从上表我们可以看出两个规律

1、这些涨幅较大的公司估值一直较高,并且相对于中小板综指估值水平,它们的PE相对较为稳定。较高的估值压力并没有阻止它们继续上涨的脚步。

表 4: 涨幅较大的公司的估值从来都不便宜

	大族激光	科华生物	苏宁电器	航天电器	思源电气	七匹狼	苏泊尔	宁波华翔	中小板综指
	静态 PE	静态 PE	静态 PE	静态 PE	静态 PE	静态 PE	静态 PE	静态 PE	PE
04 年末	54.16	30.03	43.52	59.01	38.49	31.31	17.42	/	31.3
05 年末	36.28	25.51	37.02	67.7	29.05	23.33	17.76	24.96	24.12
06 年末	82.36	43.45	93.32	25.27	37.68	61.55	49.07	155.69	41.82
07 年末	131.47	100.14	143.79	38.55	70.72	99.01	103.69	73.13	86.04
08 年末	24.22	62.31	36.56	23.5	28.25	33.55	31.71	12.38	26.45
09 年末	28.64	59.24	35.66	26.84	31.06	34.51	32.33	15.71	17.96

数据来源: WIND 国泰君安研究所

尽管上市初期争议较大,上述大部分公司事后被市场证明为“白马”,如航天电器、科华生物、大族激光、思源电气、苏宁电器、七匹狼、苏泊尔、双鹭药业等。且呈现强者恒强的局面,在 5 个上涨区间均有不错表现。

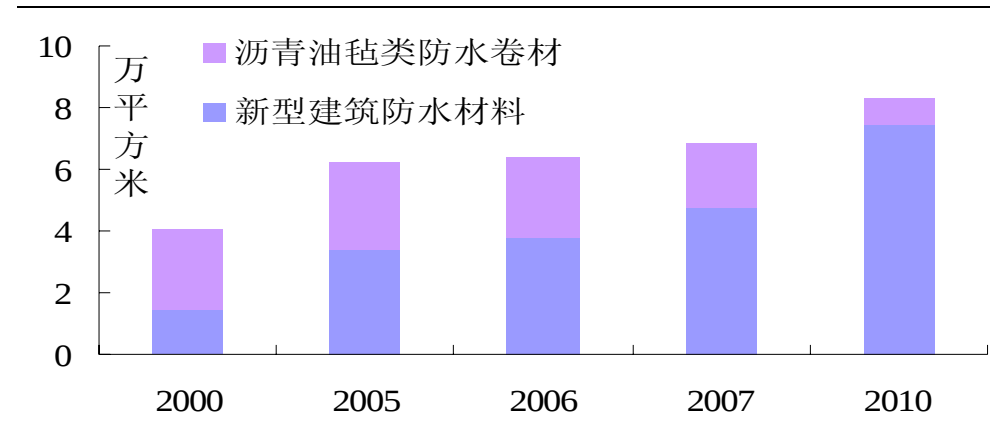
此次上涨又有部分次新股表现夺人眼球，如**东方雨虹**、**华东数控**、**江苏国泰**、**川大智胜**、**利尔化学**。对于这些公司，市场上同样存在争议，这些公司能否成为在将来若干次上涨中继续逞强的“白马”呢？

2.1. 优劣并存的“马”——东方雨虹

公司主要从事建筑防水材料和防水工程施工业务，应用于房屋建筑、高速公路和城市道桥、地铁及城市轨道交通、高速铁路、机场和水利设施等领域。

亮点一：行业处于景气周期中

图7 建筑防水材料产量呈现平稳增长的态势，新型建筑防水材料增长较快



数据来源： 国泰君安研究所

大规模的基础设施建设提升行业景气度

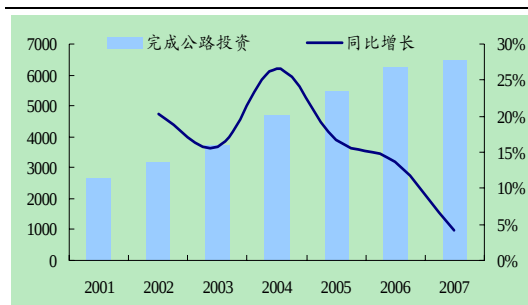
表5 《“十一五”规划》明确指出：要“优先发展交通运输业”

单位：亿元	铁路	公路水路	港口、机场	水利建设	合计
未来三年投资额	2500－3000	6000－7000	1500－1800	800－1000	10000－12000

数据来源： 国泰君安研究所

“十一五”期间，我国政府拟安排3.8万亿元用于公路水路（主要投资于公路）等交通基础建设，比“十五”期间增长73%。按照公路建设规范，桥梁必须做防水。

图8 公路投资保持高位



数据来源：铁道部 国泰君安研究所

图9 国内铁路建设投资额平稳增加

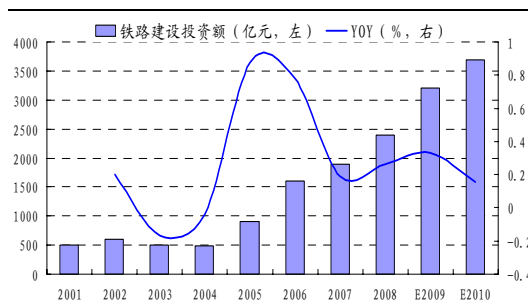
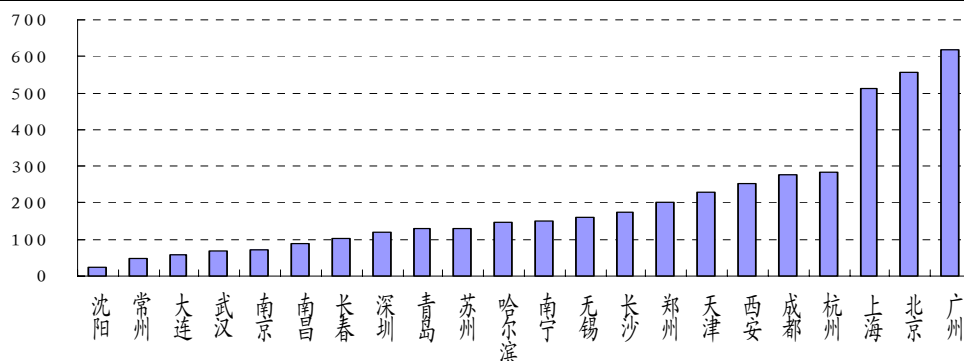


图 10 “十一五”期间，国家计划投资 8000 亿元用于城市轨道交通建设，建成总里程将达到 450 公里，其中用于地铁建设的投资 2000 亿元。



数据来源： 国泰君安研究所

亮点二：中高端市场有较为明显的品牌优势。

表 6 东方雨虹代表性工程项目

分类	项目名称
房屋建筑工程	毛主席纪念堂
	人民大会堂
	中华世纪坛
	中央直属储备粮库（100 多个）
	北京饭店
	中央电视台新台址
	上海电视台
奥运场馆	国家游泳中心（水立方）
	国家体育场（鸟巢）
	奥林匹克国家会议中心
	北京顺义奥林匹克水上公园
	奥林匹克运动员村
高速公路和城市道桥	北京五环、六环、京沪、沪宁、京承、京石等
高速公路	合武客运专线、京津城际、武广客运专线等
地铁及城市轨道	北京地铁四号线、五号线、13 号线高架桥、八通线高架桥、北京轨道交通首都国际机场线等
	天津地铁、南京地铁、成都地铁、沈阳地铁等
机场	首都机场 3 号航站楼、西安咸阳国际机场、天津机场等

数据来源：招股书 国泰君安研究所

但公司同样面临较大的风险

风险一：高度依赖房屋建筑市场

据公司《招股意向书》预计，公司每年在房屋建筑方面销售防水卷材将达到 1,500 万平方米，防水涂料 16,000 吨，占公司防水材料产能的一半左右。同时，公司的分销商市场主要面对家庭装修防水业务，经销商市场则主要面对中小型建筑防水工程。公司预计通过经销商、分销商网络，总共实现 1000 万平方米防水卷材，16000

吨防水涂料的销售，这部分间接依赖房地产建筑市场。公司的未来发展前景高度依赖房屋建筑市场的发展，直接和间接相加的依赖程度达到 75%。房地产行业的大幅下滑，可能使公司的扩张目标难以实现，同时造成公司防水材料销售价格的下滑，压缩公司的毛利率水平。公司能否利用基础建设投资弥补房地产市场疲软带来的业绩下降，仍有待观察。

风险二：资金回收期长

公司下游建筑施工行业的工程款结算周期相对较长，应收款较多，较大的降低了资金运作效率，也反应出公司相对下游客户的一个弱势地位。

表 7 应收款 08 年 3 季度上升较多

	2005		2006		2007		2008Q3	
	金额 (万元)	营收占比 (%)	金额 (万元)	营收占比 (%)	金额 (万元)	营收占比 (%)	金额 (万元)	营收占比 (%)
应收账款	5,758.2	41.87	5,291.41	27.19	8,877.3	29.63	17,211	36.4

数据来源: Wind 国泰君安研究所

总体投资建议: 在国家投资的拉动下，行业景气度明显提升，公司在行业中的优势地位突出；然而风险不容小觑，较高的房地产市场依赖度，以及较大的工程占款也削弱了公司的吸引力。考虑到其上涨幅度，我们认为今年其投资机会有限。

2.2. 小巧精干的“马”——华东数控

公司是以研发、生产经营数控机床、数控机床关键功能部件（数控系统、编码器、高速精密机床主轴、刀库等）及普通铣床、普通磨床等为主营业务的重点高新技术企业。

规模尚小: 国内机床行业是一个行业集中度较低的行业。根据中国机床工业工具协会统计资料，2006 年度中国机床企业年销售收入 50 亿元以上的超大型企业 2 家；年销售收入在 5-16 亿元的大型企业有 14 家；年销售收入在 2-5 亿元的中型企业有 21 家。华东数控在我国 600 余家机床企业中生产规模排名第 23 位，属中型机床企业。

表 8 主用机床厂商概况

公司名称	主要产品	产量 (台)	销售收入 (万元)	收入排名
大连机床集团有限责任公司	加工中心、车床	43,505	920,000	1
沈阳机床有限责任公司	加工中心、车床、钻床、镗床	75,18	770,358	2
宝鸡机床厂	铣床、锯床、磨床、车床	9,669	112,017	5
北京第一机床厂	加工中心、铣床、车床、钻床	6,912	108,057	6
威海华东数控股份有限公司	数控龙门铣床、磨床及龙门加工中心等	8,415	31,716	23

数据来源: 中国机床工业工具协会 国泰君安研究所

产品档次稍低、盈利能力有待提升: 受行业景气持续向好影响，我国机床上市公司除沈阳机床之外，机床产品毛利率均呈现逐年递增景象。华东数控的数控机床产品毛利率在各公司中处中等偏下水准，说明公司产品档次仍有待提高。

表 9 各机床公司盈利能力对比

公司名称	产品	2005	2006	2007	2008H1
沈阳机床	普通机床	10.2	8.25	7.7	4.91
	数控机床	29.14	29.83	24.05	24.66
	机床产品合计	20.8	20.11	17	15.85
昆明机床	机床产品合计	26.33	31.5	35.93	35.17
秦川发展	机床产品合计	25.11	23.94	27.38	25.51
青海华鼎	机床产品合计	17.16	20.02	21.46	19.99
华东数控	普通机床	11.79	13.86	12.81	13.34
	数控机床	34.22	26.88	29.68	30.4
	机床产品合计	18.5	19.4	21.71	23.66

数据来源: Wind 国泰君安研究所

今年数控机床毛利率略降, 整体毛利率仍会上升。公司机床未来的发展方向, 将重点发展高速、高精、多轴、复合、大型的数控机床。这从三个募集资金项目全是发展大型数控机床就可以看出。我们预计未来数控化率会进一步提高, 从而机床整体毛利率仍会上升。

体制灵活: 与现有的机床类上市公司相比, 公司目前的规模不大, 技术优势不是特别明显, 但是公司的体制灵活, 是我国截止目前为止机床行业中唯一的民营上市公司。

表 10 华东数控在销售毛利率较低的情况下, 凭借行业内最低的营业费率和管理费率获得了除昆明机床之外机床上市公司中最高的销售净利率。

公司名称	净资产收益率	销售毛利率	销售净利率	营业费用率	管理费用率	财务费用率
沈阳机床	2.68	15.89	0.88	4.23	8.4	2.26
昆明机床	21.61	33.64	17.85	4.46	9.59	0.08
秦川发展	10.02	25.21	9.8	4.68	7.82	1.02
青海华鼎	4.25	19.48	2.84	4.78	10.24	1.99
华东数控	7.36	24.91	12.13	3.31	5.73	2.25

数据来源: Wind 国泰君安研究所

技术突破: 动梁动柱龙门铣床和博格板专用磨床

目前国内生产的数控龙门铣床中, 90%左右的规格都集中在宽度 1-2.5 米范围, 95%的品种都是定梁式。加工宽度在 3 米以上, 尤其是宽度达到 5 米的动柱动梁式超重龙门铣床, 技术难度大, 技术含量高。截止目前, 国内有能力设计、生产的厂家约为 5 家。华东数控目前已拥有生产加工宽度达 5 米、最大加工高度达 4 米的超重型动梁动柱式龙门铣床的生产技术, 产能可以达到 20 台。

博格板数控磨床世界领先。2006 年 2 月公司在铁道部中铁六局京津城际轨道交通工程中一举中标, 成功签约一台大型博格板数控磨床, 打破了制造业强国德国公司在这一领域的长期垄断, 成为中国第一台、世界第二台此类机床。到目前为止, 公司已公告在手高铁博格磨床订单共 2.94 亿元, 平均不含税采购单价约 1254 万元/台, 采购台数约 20 台, 将全部在 09 年四季度之前交货, 大幅增厚 09 年业绩。

铁路轨道机床市场广阔。京津城际铁路全程 120km 采用了 2 台博格板专用磨床，京沪高速铁路 1318km 采用了 14 台博格式磨床。根据我国的铁路建设规划，2020 年前，需要修建高铁客运专线 1.5 万公里。这 1.5 万公里客运专线多数可能采用博格板轨道方案，还需要大量博格板轨道磨床。公司在博格板机床领域优势明显，有望继续获得多数订单。

把握市场机会，携手德国希斯庄明

项目：双方就数控龙门移动式镗铣车削中心、 $\phi 320$ 数控落地镗铣床、16 米数控六轴滚齿机三个项目达成协议。拟投资金额共计 1.78 亿元，制造周期在 2008 年到 2010 年间。产品单价介于人民币 6,500 万-1 亿元不等(公司目前龙门机床产品均价在 300-500 万元不等)。

效果：公司将有能力开展对外承接大型、精密零件生产加工业务，预计对外加工大型零件能力可达到 5,000 吨/年。

观点：该合作案将建立公司在超大型机械零部件的加工能力，为公司往更大型化数控机床发展奠定基础。该项目着眼于核电、水电、风电衍生的超大型铸锻件商机，我们也乐观看待公司与德国希斯庄明合资设厂(预计投资 4 亿元)切入中国首条 1.5-5MW 风机大型部件的柔性加工线的前景。

总体投资建议：公司在总体规模上并不占据优势，在产品质量、市场声誉方面比国内领先的北京第一机床公司尚有一定差距。但是，公司已成为有能力制造中国最大规格龙门机床的 5 家公司之一，数控龙门机床产品现已进入沈阳机床、中铁六局（为京津高铁提供博格板磨床）等高端需求企业，表明公司技术和质量水平已达到我国的先进适用水准，可参与高端市场竞争，公司具备销售收入大增的机遇。

2.3. 独具慧眼的“马”——江苏国泰

公司原为从事纺织、轻工、化工产品的进出口业务和外派劳务业务的贸易公司，后通过控股子公司华荣公司（控股比例为 78.9%），进入化工业务领域，从事锂离子电池电解液和硅烷偶联剂的生产和销售。我们认为公司的核心竞争力在于其精准的市场把握能力。在公司的外贸和化工业务分别体现。

自主创业、寒流中保持稳定——外贸业务

相比许多国有外贸公司依赖无偿配额发展而言，公司 1998 年成立以来，一直依靠自身经营来发展企业，没有获得过政府的特别支持，而是需要向其他公司购买配额来进行出口贸易。通过自身的努力，公司已同世界上 90 多个国家或地区 800 多个客户建立了稳固的经贸合作关系，与国内 2500 多家生产企业建立了合作关系，并在客户和供应商中形成了良好的信誉。

近两三年，受人民币持续升值和国家下调出口退税率影响，我国外贸行业经营压力增大，作为一家以外贸业务为主的企业，江苏国泰凭借其较好的市场洞察力，积极采取了调整出口产品结构、提高远洋贸易比例等手段来应对行业的不利状况，使得公司外贸业务受人民币升值和出口退税率下调影响较小，在行业低谷阶段保

持了平稳发展。

图 11 积极调整产品结构应对行业寒流

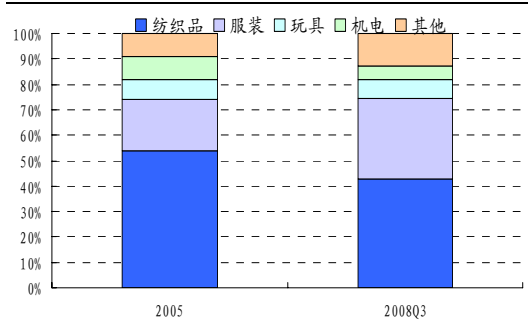
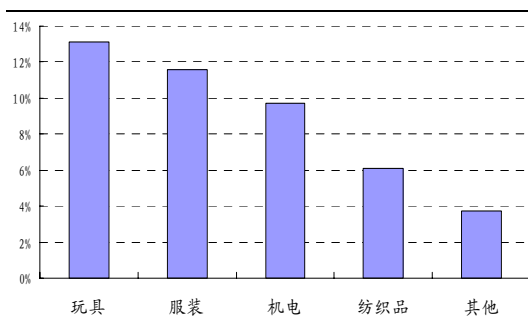
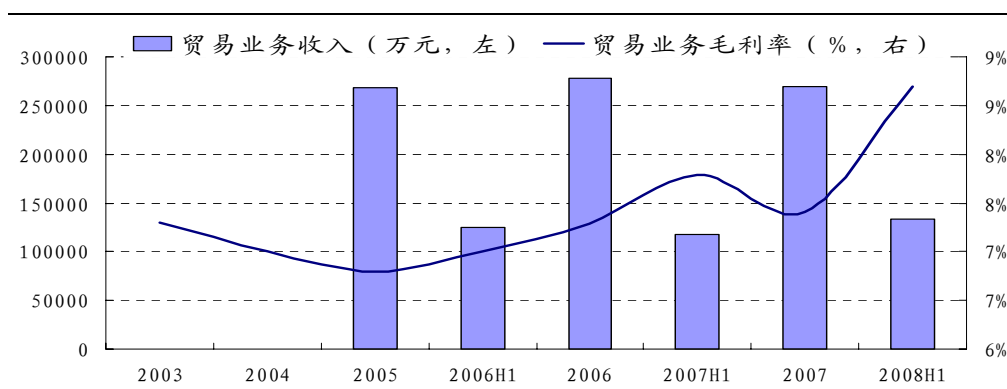


图 12 08年上半年公司出口产品毛利率



数据来源：Wind 国泰君安研究所

图 13 贸易业务稳中有升，毛利率保持上升势头

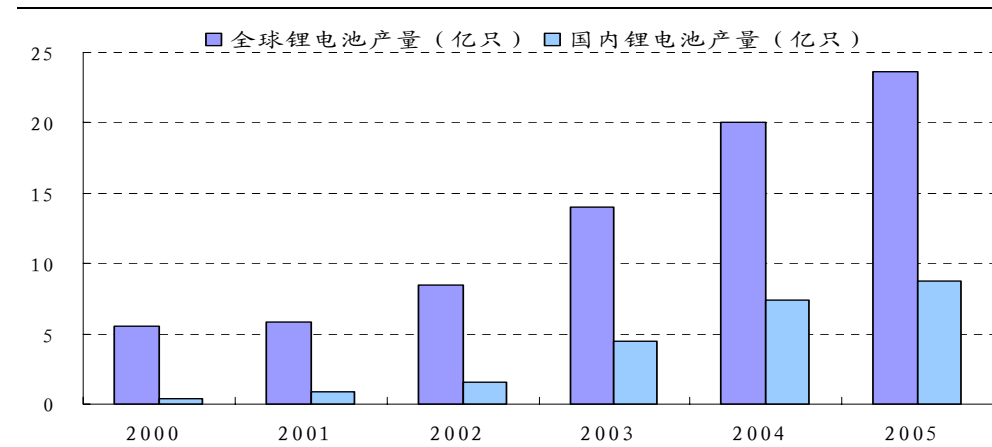


数据来源：Wind 国泰君安研究所

新利润增长点 - 锂电池电解液

在外贸业务保持稳定的同时公司也在积极寻找新的利润增长点。2002 年公司在代理张家港华荣化工和翔达电池材料公司的进出口业务过程中看到了硅烷偶联剂和锂离子电池电解液两类产品广阔的发展前景，公司成为华荣公司的第一大股东并收购了翔达电池材料公司，进入锂电池行业。

图 14 近年来消费电子产品的快速增长直接拉动了锂电池消费需求，此外作为动力电池，锂电池的应用正在向电动自行车、摩托车及汽车等发展。



数据来源：新材料在线 国泰君安研究所

控股子公司华荣是我国最早实现工业化生产锂离子二次电池电解液的企业，充分分享了近年来锂离子电池行业的快速发展，目前公司锂离子电池电解液的产量已从 2003 年的 563 吨迅速增加到 2007 年底的 2500 吨，发展成为仅次于日本宇部的全球第二大锂电池电解液生产企业，国内市场占有率达到了 35% 左右，行业龙头地位突出。

公司通过指派总经理和财务部长等高管，直接领导华容。公司高管精准的市场把握能力，不仅使得外贸业务稳定发展，外汇避险获得不菲收益，更使得贸易起家的公司在进入化工这一新领域依然能领导华容取得不错成绩。公司高管深谙锂技术在电池电解液行业的重要作用，实现华容高管持股以稳定核心技术人员，每年投入的研发费用占销售收入 4% 左右，同时还与浙江大学、中国电子科技集团第十八研究所、中国人民解放军防化研究所——军用电源研究中心保持长期的合作关系。正是注重技术的研发和更新，国泰华荣目前生产的电解液型号可以达到 40-50 种，顺应了电子设备更新换代快的行业趋势。

2.4. 朝阳行业中的“马驹”——川大智胜

公司是我国空中交通管理领域具有自主知识产权的大型软件和重大装备供应商，主要产品包括空中交通管理和地面智能交通管理两大类。

行业前景广阔、想象空间巨大

“十五”期间，国内军、民航用于空管自动化系统的建设投资约 40 亿元，根据“十一五”规划，国家投资总额达到 60 左右，我们预计未来十年空管系统的 CAGR 在 10% 左右，而公司目前占国内市场份额的 11.5% 左右，位居国内第一。

图 15 国内空管系统市场规模较快增长

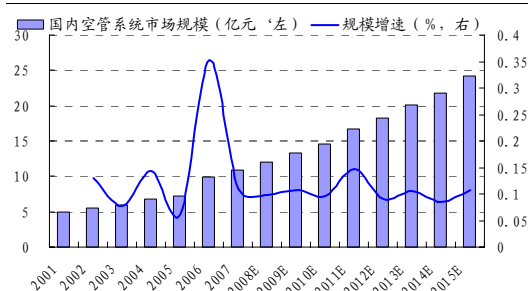
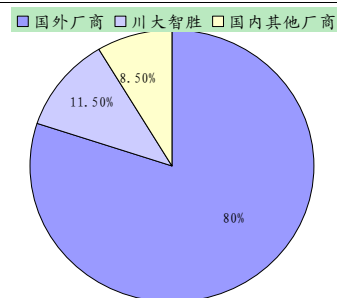
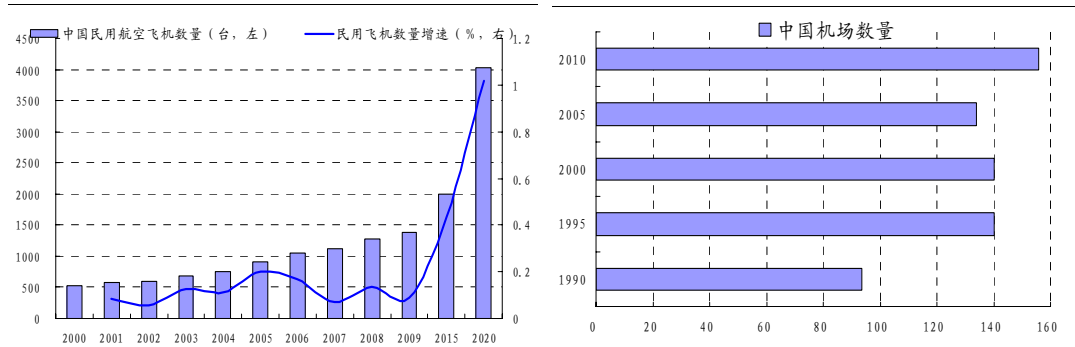


图 16 在国内空管市场，公司占据有利地位



数据来源：招股书，国泰君安研究所

图 17 国内空管系统市场的发展得益于国内航空运输市场的高速增长以及空中资源的日益稀缺。



数据来源：国泰君安研究所

“国产化”利于公司发展

“十一五”计划相比“十五”计划，政府都将发展空管系统国产化作为航空建设的最关键任务之一。目前我国军航空管已率先做到“国产为主”，民航也已确定中、小空管系统首先国产化，国外空管自动化系统占有民航 80% 市场份额的局面将难以维持。鉴于空管自动化系统的技术门槛和行业准入门槛都很高，“十一五”期间高速增长的空管自动化系统市场将主要由少数国内厂商分享，作为过去五年占有国产空管自动化系统最大市场份额的国内厂商，公司将面临难得的市场机遇。

表 11 国家为推行空管系统“国产化”采取的举措

时间	事件	内容
80年代	空管系统即被列入国家重大技术装备国产化项目	并被《国家中长期科学和技术发展规划纲要(2006-2020年)》、《中华人民共和国国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》等多项国家科技发展规划和政策列入重点支持领域和优先发展主题项目。
2006年3月	全国空管系统工程建设会议	全国空管系统建设要“加大科技研发力度，增强自主创新能力，积极推动空管设备国产化”。
2006年	国务院出台支持大型成套设备国产化优惠政策	包括鼓励订购和使用国产首台（套）重大技术装备及税收优惠等具体措施。

数据来源：国泰君安研究所

表 12 民航空管系统从中小型机场逐步实现国产化。对小型空管系统产品比较成熟的川大制胜，机遇良好

	北方机场群	华东机场群	中南机场群	西南机场群	西北机场群
新增机场地点	北京第二机场、霍林河、邯郸、衡水、良乡、吕梁、五台山、鄂尔多斯、二连浩特、阿尔山、巴彦淖尔、达来库布、长海、长白山、通化、加格达奇、白城、漠河、大庆、鸡西、抚远、伊春	淮安、苏中、丽水、济宁、芜湖、宜春、三明、宁德、九华山、蚌埠、赣东、平潭	武冈、邵东、衡阳、岳阳、韶关、河池、白色、玉林、东方、五指山、琼海、信阳、商丘、神农架、	黔江、巫山、乐山、康定、那曲、日喀则、阿里、黔北、六盘水、遵义、黄平、毕节、荔波、泸沽湖、会泽、怒江、红河、腾冲、亚丁、马尔康	石河子、塔中、宝鸡、商洛、壶口、天水、夏河、金昌、陇南、张掖、德令哈、花土沟、玉树、航天城、威武、果洛、青海湖、吐鲁番、喀纳斯、中卫、固原、哈密、博乐、奎屯、楼兰、富蕴
新增合计	24	12	14	21	26

数据来源：国泰君安研究所

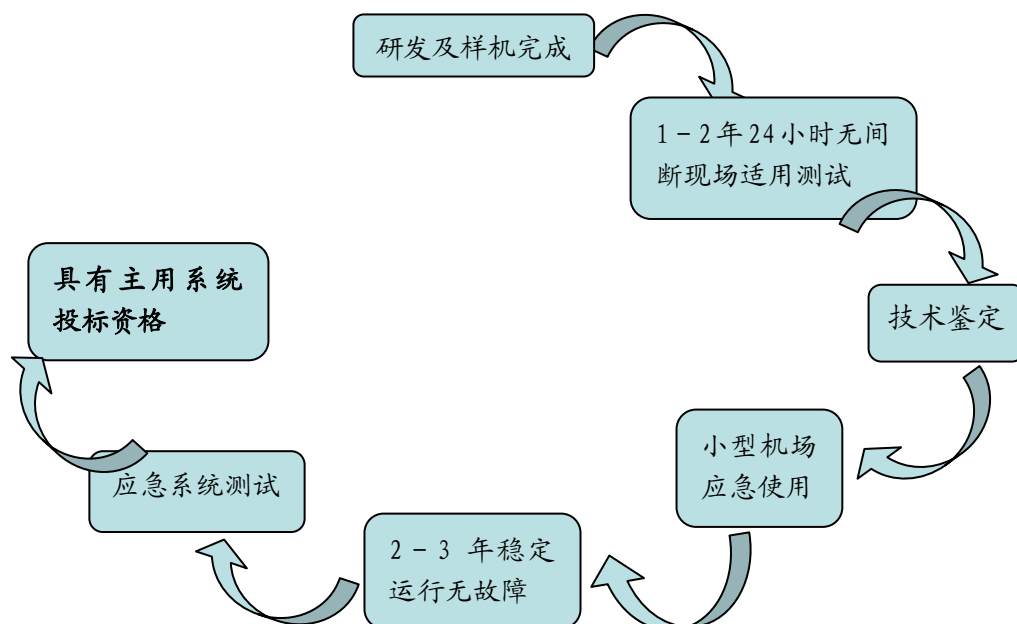
表 13 以技术为核心，产品国内领先，部分替代进口

产品类别	主要竞争对手		国内 市场 份额	备注
	国内	国外		
空管自动化系统	电子集团 28 所、空军装备 2 所、中国民航 2 所	马丁、雷神、德雷费尼克	11.5 %	“十五”期间军航新装空管自动化系统总数的 90%、军航已建各种级别空管自动化系统总数的 60% 由公司所提供，公司在我国军航空管自动化系统市场上处于垄断地位。民航市场方面，虽然欧美大型厂商占据了我国市场 80% 的份额，但公司已获得了重要突破，已建成验收的太原机场空管自动化系统是目前第一套由国内生产商提供的民航主用系统，截至目前，公司已经承建了 12 套不同规模的民航空管自动化系统。
塔台视景模拟机	国内唯一拥有自主知识产权供应商。	ADACEL、BAE、波音训练系统和设备公司、美国雷神国内公司	国内领先	信息产业部 2004 年组织的鉴定结果表明，公司开发的塔台视景模拟机突破了机场塔台视景模拟机实时三维仿真的关键技术，产品的技术成果填补了国内空白，整体技术属国内领先，达到当今国际同类系统先进水平。
航管雷达模拟机	无	波音、爱立信	95 %	成功填补了我国在这一领域的空白，已经替代进口，在全国民航各大空管局、民航院校和空管中心投入使用。
程序管制模拟机	无	雷神、阿克赛尔、阿莱尼亚		已在西南空管局、中南空管局和中国民航学院等单位投入使用。
多通道数字同步记录仪	东进通讯技术公司	富士通、雷卡、以色列奈斯	国内领先	已经取代国外进口产品

数据来源：国泰君安研究所

较高的准入门槛既巩固了公司的在位优势，也放缓了公司产品替代进口的步伐

图 18 空管系统是每天 24 小时不间断使用的重大使命实时系统，安全责任重大，准入门槛高、周期长。



数据来源：国泰君安研究所

公司空管自动化系统于 1995 年研制成功，1997 年开始样机使用，1999 年

获得民航总局鉴定通过，2000 年在重庆、成都等地作为应急系统使用，2003 年承建太原管制中心主用系统，至 2006 年太原主用系统通过验收，历时长达 12 年，是国内民航获准使用的第一套国产主用系统。长期的技术积累优势是国内其他厂商短期内难以比拟的。但较大的在位优势也放缓了公司产品进口替代的脚步。

总体投资建议：公司在国内空管自动化市场的地位，和逐步替代进口的能力奠定未来公司业绩增长的基础，边际成本低和客户潜在数量的增加表明其未来业绩具备爆发的潜力。但由于公司空管系统主要依赖政府政策，公司对客户需求无法主动把握，同时销售合同属于数量少但总价高的类型，机场空管系统的投标的时间又在不确定性，对于公司整体表现也将有波动性的影响。目前仅像一个刚出生的小马驹，但股价目前体现的是大马，我们认为今年继续表现的可能较小。

2.5. 善于复制的“马”-利尔化学

公司从事农药原药和制剂的生产和销售，三种主要产品：毕克草、毒莠定和氟草烟，均为除草剂产品。

表 14 各种产品市场用途和特点

产品	市场用途	备注	2006 年		2007 年	
			产能	产量	产能	产量
毕克草 油菜、甜菜、玉米、小麦		在防除菊科、豆科类难除的深根杂草有特优异功	310	293	550	618
		效，全球市场占有率为 19%，销量仅次于美国陶氏，全国第一、全球第二				
毒莠定 牧场、森林草坪、非耕地除草果好		用于草坪的阔叶类牙后除草，最大特点是灭灌效	400	342	400	372
		全球市场占有率为 15%，销量仅次于美国陶氏，全国第一、全球第二				
氟草烟 小麦、果园、非耕地除草		与其他除草剂有较好的混配性，对猪殃殃、婆婆	100	43	150	163
		纳等亚热带恶性杂草有很好的防效。全球市场占有率为 3.6%				

资料来源：招股书，国泰君安研究所

细分行业龙头：吡啶类除草剂是我国农药行业中技术含量最高的产品之一，掌握核心合成技术的企业为数不多，利尔化学目前占据全球市场 20% 的份额，仅次于美国陶氏。

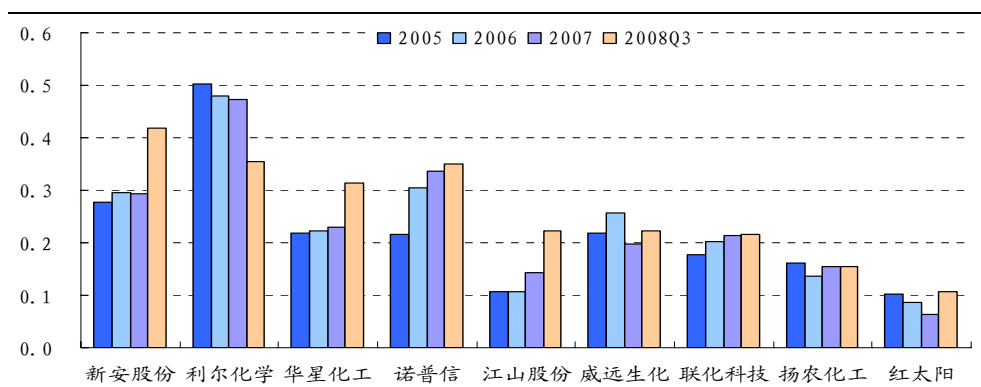
表 15 08 年 6 月全球部分吡啶类除草剂生产企业产能产量情况

吨/年	陶氏		利尔化学		河北万全		浙江永农		江苏中旗		重庆双丰	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量	产能	产量	产能	产量	产能	产量
毒莠定	/	1600	550	618	60	50	60	40	/	/	/	/
氟草烟	/	1500	150	163	100	100	30	20	100	100	50	30
毕克草	/	1500	400	372	30	30	20	10	/	/	/	/

数据来源：公司公告 国泰君安研究所

产品技术壁垒高、盈利能力强：由于产品技术门槛高，所以产品毛利率非常高。2007 年，公司产品综合毛利率达到 47.47%，其中毕克草毛利率超过了 50%，这在我国农药企业中是少有的。

图 19 农药公司毛利率比较



数据来源: Wind 国泰君安研究所

较高的产品盈利能力使得公司被划分在技术突破类公司，技术是核心

作为中国工程物理研究院旗下的军转民企业，利尔化学从诞生的一刻开始就带有非常鲜明的技术背景。公司通过十多年的技术积累，在国内率先掌握了氰基吡啶催化、氯化、选择性氟化等一系列关键技术，成为继美国陶氏益农公司之后全球第二家成功掌握吡啶类化合物催化氯化系统集成技术的企业。

利尔化学的技术优势依托于在公司管理层重视研究开发理念下的强大的研发团队和较高的研发投入，目前公司已经拥有了 100 多人的研发队伍，其中化学专业博士、硕士多人。而且为吸引人才、克服处于绵阳的地域劣势，公司特地在成都成立了研发中心，对关键技术人员给予较高的待遇和充分自由的研究环境。与人才投入相对应，公司在研发上的资金投入在同行业中也处于较高水平。募投项目中仍然计划投入 4000 万元用于研发中心的建设，购置更先进的设备并建立更完善的中试车间。

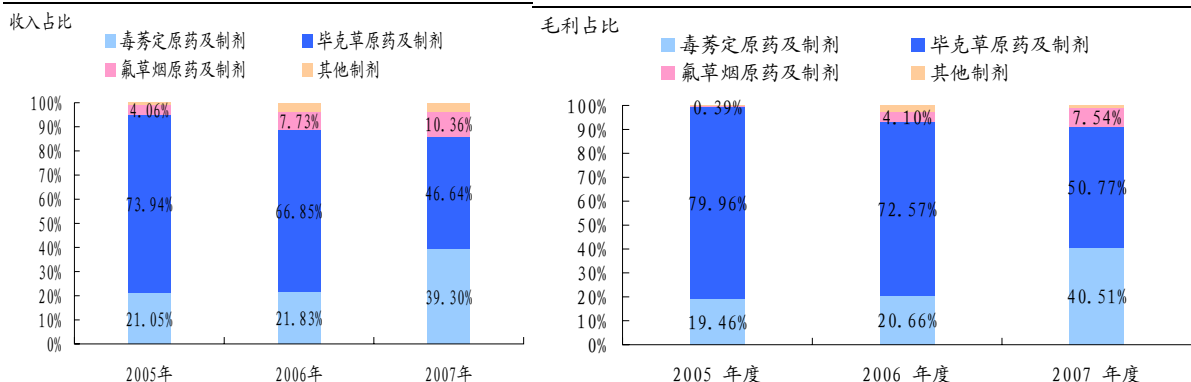
表 16 对于核心技术管理团队的股权激励机制明确到位

股东名称	持股数量（万股）	持股比例（%）
久远集团	3679	27.26
中通投资	3472	25.73
化材所	1324	9.81
陈学林等8名自然人	1621	12.01
本次发行	3400	25.19
合计	13496	100

资料来源: 招股书, 国泰君安研究所

将技术优势复制于其他产品，建立完整产品线指日可待。

图 20 除了吡啶类除草剂以外，公司其他制剂产品占比很少，产品单一化比较明显



资料来源：招股书，国泰君安研究所

在未来几年内，公司计划逐步改变目前产品单一状况，逐步走向多元化，在加强原药生产的同时，逐步扩大制剂的销售，在扩大出口的同时，逐步拓展国内市场，在做好除草剂基础上，拓展杀虫剂和杀菌剂市场。

表 17 IPO 项目改变目前产品单一状况，将技术优势复制于其他产品，完善的产品线指日可待

项目名称	情况介绍	可行性
3000 吨/年毒死蜱原药及配套制剂产品技术改造项目	毒死蜱是有机磷类杀虫剂中的第一大品种，是一种优良的广谱、高效、低残留和低抗药性的有机磷类杀虫杀螨剂，杀虫谱广，毒性较低，是防治粮食、果树、蔬菜和其他经济作物的理想杀虫剂。预计到 2010 年，毒死蜱原药的国内市场需求量将达到 2 万吨/年以上。	毒死蜱项目利用公司掌握的关键中间体——三氯吡啶酚钠的制造技术，具有反应步骤少，收率高、成本低的优点，使毒死蜱制造成本比国内竞争对手明显降低。该项目已全面完成小试和成熟的中试技术开发。
500 吨/年氟草烟原药及配套制剂产品技术改造项目	一种吡啶类选择性旱地除草剂，对亚热带恶性杂草有很好的防效，具有高效、低毒、低残留特点，符合环保要求。预计 2010 年该产品在全球的需求量将达到原药 2400 吨以上，国内市场对氟草烟的需求量将达到 500~600 吨原药规模。	现已建成 150 吨/年工业化生产线，连续运行 2 年以上，生产工艺稳定，技术成熟，从 150 吨/年放大到 500 吨/年风险较小。
600 吨/年丙环唑原药技术改造项目；	随着我国农业发展及种植结构、用药习惯的改变，国内对杀菌剂品种需求会越来越大。丙环唑是一种新型高效、安全、低毒的三唑类内吸性广谱杀菌剂，具有杀菌谱广泛、活性高、杀菌速度快等特点，目前已经成为世界上销量较大的三唑类新型广谱性杀菌剂的代表品种。	公司是目前国内仅有的三家取得丙环唑制剂在大田作物上登记的企业之一，从 2006 年公司丙环唑产品已进入西南、华南、华东、华中地区市场，在巨大市场空间的大田作物应用上已走在国内主要竞争对手前面，该项目已全面完成小试和成熟的中试技术开发
150 吨/年氟环唑原药技术改造项目	氟环唑是一种广泛应用于经济作物的高效、环保、广谱、持效期长的内吸性三唑类杀菌剂，其市场空间较大。2006 年氟环唑国内市场销售额约为 4 亿美元，	该项目已全面完成小试和成熟的中试技术开发
600 吨/年草铵膦原药技术改造项目	目前氨基酸类除草剂（主要产品为草甘膦、草铵膦）已成为第一大类农药品种。草铵膦是一种具有部分内吸作用的高效、低毒、对环境友好的非选择性除草剂，主要用于果园、非耕地等防除一年生和多年生杂草。1999 年草铵膦全球销售额不足 1 亿美元，到 2006 年草铵膦的全球销售额已约为 5 亿美元，预计到 2010 年草铵膦全球销售额将达到 10 亿美元	本项目投产后产品能迅速确立国内市场领先优势，也有利于本项目产品利用公司现有成熟销售渠道，以具有竞争力的价格和品质进入国际市场，迅速提升销量。该项目目前已全面完成小试和成熟的中试技术开发。

资料来源：国泰君安研究所

对于这次涨幅较大的公司，我们认为较有可能成为资本市场公认的“白马股”是：
华东数控、江苏国泰和利尔化学。

3. 近期报告与事件汇总

表 18 国泰君安近期中小板公司报告精粹

公司名称	报告名称	研究员	评级	业绩预测		
				08 年	09 年	10 年
鱼跃医疗 (002223)	调研简报: 《战略清晰明确, 业绩增长将多点开花》	倪文昊	增持	0.65	0.91	1.29
天宝股份 (002220)	调研简报: 《精细化管理出效益, 做强主业拓内需》	秦军	增持	0.74	1.03	1.38
伟星股份 (002003)	事件点评: 《信用危机导致订单流向优势企业》	李质仙	增持	0.78	0.9	/
利尔化学 (002258)	调研报告: 《技术、订单、差异化, 确保增长》	任静	谨慎 增持	0.63	0.75	0.98
绿大地 (002200)	事件点评: 《限售股解禁可能带来买入良机》	秦军	增持	0.65	0.85	1.06
思源电气 (002028)	调研报告: 《平平常常才是真》	王祺	增持	1.08	1.47	/
鑫富药业 (002019)	事件点评: 《新发相关诉讼案件点评》	易镜明	中性	/	/	/

资料来源: Wind 国泰君安研究所

表 19: 近期主要公司新闻动态

新闻	情况	点评
深圳将设创投引导基金, 重点培育中小民企上市	重点培育中小民企上市融资并资助 310 万元	有利于抵御金融海啸对中小民营企业的不断侵袭, 解决民营企业面临的资金紧张危险。同时在当前发展多层次资本市场政策明确, 创业板呼之欲出的背景下, 此举破除影响和阻碍中小企业改制上市的困难与障碍, 政府、企业双赢。
江苏国泰发起成立紫金财险	2 月 3 日, 公司公告, 出资人民币 4,000 万元参与投资紫金财产保险股份有限公司, 截止目前, 已按《出资协议书》约定出资人民币 4,000 万元, 且经会计师事务所验资。	在今年外贸出口举步维艰的背景下, 公司积极寻找新利润增长点。公司高管眼光独到, 市场把握能力强, 但此举的具体成效如何有待观察。
鱼跃医疗进军 X 光机设备	年 6-7 月份, 公司的高频医用诊断 X 射线机得到的生产许可证, 8-9 月份就在甘肃和山西两地中标。	每个细分基础医疗器械设备的市场很小, 打造完整生产线对这类厂商至关重要。公司每年都有数个新产品面市, 成为新的利润增长点。
国脉科技蝉联年度通信技术服务奖	基于公司在电信服务领域的卓越表现, 在“2009 中国通信技术年会”上, 国脉科技获得了“年度通信产业技术服务奖”奖项。这是公司连续第二年获得此奖项, 也是去年唯一获此奖项的本土服务商	国脉科技是国内领先的第三方电信专业服务商, 公司为客户提供跨专业、多厂家的第三方通信服务综合解决方案, 为最终用户提供标准化、规范化、一体化的通信外包服务。公司把握未来电信网络技术趋势, 投入大量资源进行先进通信服务解决方案的研究, 并积极参与行业标准的制定。
美邦服饰计划年内招聘	根据公司的扩张需求, 预计在今年全国范围内招募新人 5000 名, 以满足企业及旗下	相对低迷的市场环境, 商业地产的景气度问题对公司拓宽销售网点而言正是机会, 也为公司招募到更合适的人才提供了机遇。2008 年

5000人 两大品牌的扩张需要。加之前不久在南昌 9月底,公司共有门店2641家,其中直营店382家,加盟店2259家。和辽宁花费1.8亿元购置两处店铺,美邦到目前为止,美邦服饰门店数量已经超过了2700家,其中直营门店服饰将在今年内将“逆势扩张”进行到底。数拓展目标已经完成,加盟门店拓展略低于目标。去年公司总体的门店拓展略超过市场的预期。

资料来源: 国泰君安研究所

4. 关注股票组合追踪

近期中小板的大幅上涨,核心股票池的公司上涨较多,估值大多也并不便宜。但基于对公司基本面的判断,我们维持组合不变,不过我们认为思源电气、双鹭药业和美邦服饰市值已高,需要更高业绩增长来证明。短期,市值相对其行业空间仍然不贵的有鱼跃医疗、海陆重工和合兴包装。

表 20 核心股票组合

公司名称	2月4日 收盘价	EPS			PE			G (%)	PEG	市值 (亿元)
		08	09	10	08	09	10			
绿大地	34.54	1.05	1.43	1.95	32.90	24.15	17.71	0.36	0.91	29.29
科大讯飞	26.79	0.65	0.85	1.06	41.22	31.52	25.27	0.28	1.49	27.92
大立科技	15.37	0.43	0.54	0.7	35.74	28.46	21.96	0.28	1.30	15.42
荣信股份	36	1.02	1.37	/	35.29	26.28	/	0.34	1.03	45.04
远望谷	20.98	0.61	0.9	1.24	34.39	23.31	16.92	0.43	0.81	26.08
思源电气	32.86	1.08	1.47	/	30.43	22.35	/	0.36	0.84	87.11
双鹭药业	35.6	0.93	1.44	/	38.28	24.72	/	0.55	0.70	86.49
鱼跃医疗	25.4	0.65	0.91	1.29	39.08	27.91	/	0.40	0.98	25.36
海陆重工	19.94	0.67	1.1	1.37	29.76	18.13	14.55	0.43	0.69	21.42
合兴包装	11.91	0.51	0.66	0.83	23.35	18.05	14.35	0.28	0.85	11.82
诺普信	19.92	0.58	0.74	1.01	34.34	26.92	19.72	0.32	1.07	30.28
国脉科技	13.38	0.28	0.41	0.63	47.79	32.63	21.24	0.50	0.96	34.92
美邦服饰	27.37	0.89	1.15	/	30.75	23.80	/	0.29	1.05	180.97
伟星股份	13.38	0.78	0.9	/	17.15	14.87	/	0.15	1.12	25.7
步步高	41	1.3	1.82	2.39	31.54	22.53	17.15	0.36	0.89	56.52

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我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头寸并进行交易，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。

本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码：200120

电话：（021）38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码：518029

电话：（0755）82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码：100140

电话：（010）59312799

国泰君安证券网址：www.askgtja.com

E-MAIL：gtjaresearch@ms.gtjas.com