

日期：2009 年 11 月 24 日

行业：通信及相关设备制造业



TMT 研究小组 张涛
021-53519888*1967
zhangtaofd@hotmail.com

国内专网通讯技术解决方案的领导者

IPO 报价区间 RMB 14.70~16.80 元
上市合理定价 RMB 17.10~19.00 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	30.00
发行后总股本 (百万股)	120.00
发行数量占发行后总股本	25.00%
发行方式	网下询价配售 20% 网上定价发行 80%
保荐机构	东吴证券

IPO 前后的指标对比

08 年每股收益/发行后摊薄(元)	0.42/0.32
08 年每股净资产/发行后每股净资产(元)	2.42/3.31

主要股东 (IPO 前)

键桥通讯技术	50.99%
乌江实业	11%
华瑞杰	10.01%
其他股东	28%

收入结构 (MRQ)

调度通信解决方案	49.66%
RPR 工业数据解决方案	17.98%
工业多媒体监控解决方案	27.42%
数字视频业务	4.94%

报告编号: ZT09-NSP08

■ 投资要点:

● 国内最大的通信网络物理连接设备供应商

公司是专业从事能源交通领域通讯技术解决方案的服务商,是国内能源交通领域最大的通讯技术解决方案服务商,是专网通信行业通讯技术解决方案的领导者。

● 电力调度通信受益于我国电力投资和智能电网建设

“十一五”期间我国电网投资年均规模超过“十五”期间年均投资 90%以上,国家电网十一五期间用于通信系统、调度自动化、信息系统、配电自动化等专项投资总额达 656.69 亿元,年均 131.34 亿元。同时国家电网提出建设以特高压电网为骨干网架,各级电网协调发展,具有信息化、数字化、自动化和互动化特征的统一的坚强智能电网。启动智能电网规划,能够提供电力调度通信解决方案的专网通讯技术服务商将面临一次良好的产业发展机遇。

● 轨道交通行业迎来高速增长阶段

我国 ITS 市场已经进入了成长期,CCW Research 的研究结果显示:近几年,我国在 ITS 的投资年增幅均超过 20%,到 2010 年我国 ITS 的投资额将达到 190 亿元。到 2010 年全国将规划建设 1,500 公里轨道交通线,预计总投资额超过 4,000 亿元,至 2015 年的规划线路长度是 2,400 公里,投资规模近 7,000 亿,我国已经成为世界最大的城市轨道交通市场。

● 定价结论

综合考虑可比公司以及最近上市的中小板股票的估值情况,我们认为给予键桥通讯公司 09 年 45-50 倍市盈率较为合理,公司合理估值区间为 17.10-19.00 元,我们建议询价区间为 14.70~16.80 元,对应 09 年动态市盈率区间为 38.68 倍-44.21 倍。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	174.85	160.88	162.00	180.09	199.05
年增长率 (%)	12.69%	-7.99%	0.70%	11.16%	10.53%
归属于母公司的净利润	42.04	38.02	45.83	50.98	56.78
年增长率 (%)	11.45%	-9.56%	20.55%	11.24%	11.37%
摊薄每股收益 (元)	0.35	0.32	0.38	0.42	0.47

数据来源:公司招股意向书;上海证券研究所整理

一、行业背景

● 发行人的行业分类及在行业中的地位

公司是专业从事能源交通领域通讯技术解决方案的服务商，是国内能源交通领域最大的通讯技术解决方案服务商，是专网通信行业通讯技术解决方案的领导者。

● 行业成长前景

根据我国“十一五”发展规划，电力、煤炭、轨道交通、城市智能交通等行业依然保持较大的投资规模，专网通信技术服务行业面临更加广阔的市场前景。

电网投资和智能化双驱动

“十一五”期间我国电网投资规模将超过 1.2 万亿元，年均投资额超过 2,400 亿元，比“十五”期间年均电网投资额 1,265 亿元增幅超过 90%。根据国家电网公司《重点城市电网“十一五”规划及 2020 年远景展望专题报告》，31 个重点城市电网建设总投资需求为 4,298.20 亿元，其中用于通信系统、调度自动化、信息系统、配电自动化等专项投资规划占电网投资的 15.28%，投资总额达 656.69 亿元，年均 131.34 亿元；南方电网公司重点城市电网建设投资约 1,000 亿元左右。

表 1：我国“十一五”电网发展规划投资情况

投资主体	投资规模	年均投资规模
国家电网公司	10,450	2,090
南方电网公司	2,340	468
合计	12,790	2,558

数据来源：《国家电网公司“十一五”电网发展规划及 2020 年远景目标》、《南方电网公司“十一五”电网发展规划及 2020 年远景目标》

表 2：我国“十一五”重点城市电网发展规划投资情况

投资主体	投资规模	年均投资规模
国家电网公司	4,298.20	859.64
其中：专项投资规划（用于通信系统、调度自动化、信息系统、配电自动化等）	656.69	131.34
南方电网公司	1,000.00	200
合计	5,298.20	1,059.64

数据来源：国家电网公司《重点城市电网“十一五”规划及 2020 年远景展望专题报告》

2008 年底，国家电网和南方电网分别宣布最新的投资计划，国家电网公司结合 2008~2012 年电网滚动规划，今后 2 至 3 年投资规

模将超过 1 万亿元，建设规模为 110（66）千伏及以上线路 26 万公里、变电容量 13.5 亿千伏安。南方电网公司在原“十一五规划”基础上每年增加 300 亿投资，未来两三年乃至今后中长期，我国电网投资将迎来爆发式增长，将为专网通讯技术服务商提供广阔的发展空间。

“2009 特高压输电技术国际会议”上，国家电网首次提出加快建设以特高压电网为骨干网架，各级电网协调发展，具有信息化、数字化、自动化和互动化特征的统一的坚强智能电网。5 月 24 日国家电网公司在北京首次公布了“智能电网”的发展计划，初步披露了建设时间表，智能电网在我国的发展将分三个阶段逐步推进，2020 年可全面建成统一的“坚强智能电网”。启动智能电网规划和试点以后，能够提供电力调度通信解决方案的专网通讯技术服务商将面临一次良好的产业发展机遇和广阔的成长空间。

表 3：我国智能电网发展三阶段

阶段	时间	重点	投资额
规划试点阶段	2009 年-2010 年	重点开展“坚强智能电网”发展规划工作，制定技术和管理标准，开展关键技术研发和设备研制及各环节试点工作	约 1600 亿元
全面建设阶段	2011 年-2015 年	加快特高压电网和城乡配电网建设，初步形成智能电网运行控制和互动服务体系，关键技术和装备实现重大突破和广泛应用	约 2 万亿元
引领提升阶段	2016 年-2020 年	高度调度系统，全数字变电站全面普及，柔性输电技术全面应用，智能电表进一步推广，智能配电网基本建成，分布式能源、储能装置在主要城市得到广泛应用	约 1.7 万亿元
合计			约 3.86 万亿元

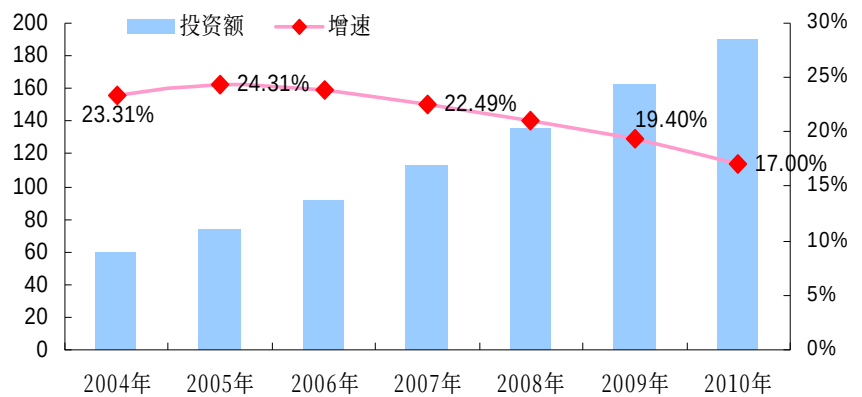
资料来源：国家电网“智能电网”发展计划

智能交通投资高速增长

我国 ITS 市场已经进入了成长期，计世资讯（CCW Research）的研究结果显示：近几年，我国在 ITS 的投资保持高速增长，年增幅均超过 20%，到 2010 年我国 ITS 的投资额将达到 190 亿元。

ITS 市场增长的动力，首先来自于国家和政府对 ITS 建设的日益重视；其次，2008 年奥运会、2010 年亚运会以及 2011 年大运会在国内的举办已经带动或将带动相关城市 ITS 的发展；第三，城市道路和交通问题的日益严峻，企业和个人对出行效率更加关注，使 ITS 的发展迫在眉睫，此外信息技术的迅速发展也将带动 ITS 的发展。

图 1 2004 年-2010 年我国智能交通建设投资规模 单位：亿元



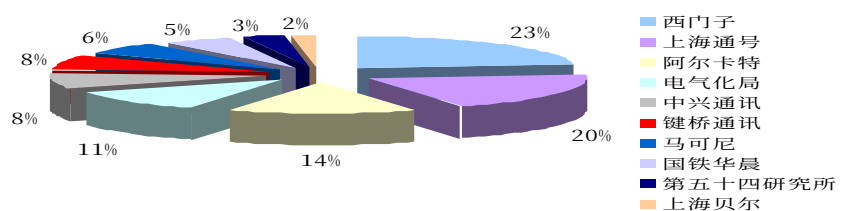
资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

我国轨道交通进入跨域式发展阶段

2008 年下半年以来，国家进一步加大基础设施建设力度，各地方政府纷纷出台政策规划，多个城市加快或开始筹建轨道交通，到 2010 年全国将规划建设 1,500 公里轨道交通线，预计总投资额超过 4,000 亿元。至 2015 年的规划线路长度是 2,400 公里，投资规模近 7,000 亿，我国已经成为世界最大的城市轨道交通市场，未来一段时间，我国的城市轨道交通行业将步入一个跨越式发展的新阶段。

各城市轨道交通建设、运营机构将会在专用通信系统建设上投入巨额资金，据国家发改委和建设部提供的资料显示，“十一五”期间，国家轨道交通预计投资将达 4,000 亿元，通信系统和监控系统在轨道交通的整个投资中占的比例约为 3%，按平均每线 13~18 个车站计算，建设一条线路的总投资将超过 100 亿元，其中通信系统、监控系统的建设资金约为 3 亿元，未来轨道交通专网通信系统市场蕴含着巨大的市场容量。目前在已开通运行的地铁线路上调度通信的市场份额如图 2 所示，公司占据相当的市场份额。

图 2 国内主要已开通运行的地铁线路的调度通信系统市场占有率



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

煤炭安全生产促进其信息化建设

我国政府在煤矿安全生产领域共安排国债资金 89 亿元支持国有重点煤矿进行安全技术改造，“金安”工程一期已在“十一五”期间作为重点项目予以实施，主要系在已有的信息化工作基础上购置定制必要的软、硬件设备，投资金额 2.74 亿元；“金安”工程二期是在“金安”工程一期基础上，继续补充和完成其余安全监管与煤矿安全监察的网络扩建，对原有监管和监察应用系统与数据库进行扩容升级，拟投资金额为 17.7 亿元。

表 4：公司承建的项目概况

客户名称	项目名称	合同签订时间	合同金额 (万元)
兖矿集团有限公司	兖矿集团 IP 宽带业务网络工程 项目	2004 年 10 月	1,065.60
平顶山煤业（集团）有限公司	平煤集团网络平台传输路由交 换子系统工程	2005 年 11 月	1,010.40

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 产业竞争结构与优势 在位优势

专网通信技术服务业是一个在位优势明显的行业。专网用户基于对通信产品质量可靠性和服务稳定性考虑，倾向于选择长期合作、产品质量稳定、售后服务及时的服务商。新进入者由于缺乏项目经验和品牌知名度，短时间内难以进入专网通信服务市场开展业务。

应用经验优势

公司是国内能提供各种电力调度通信解决方案的主要服务商之一，参与建设了包括电力系统国家主干线、省内骨干网、城域网、农网和配网等各种层次的电力调度通信系统。公司率先在专网领域规模推广 RPR 技术和方案，成为国内 RPR 技术的领军企业之一。公司将调度通信技术上的综合优势拓展到智能交通领域，提供基于 IP 网络数字化平台的智能交通系统解决方案，使智能交通系统真正实现网络化管理和应用。

研发优势

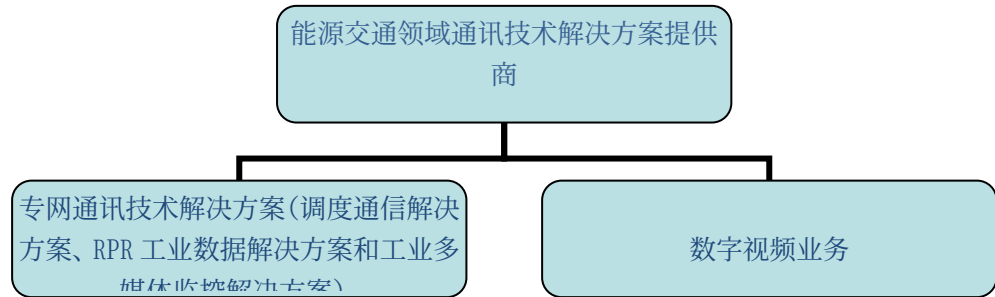
公司研发部作为技术研究与开发的组织部门，自成立以来不断加大研发投入和人才储备。目前，公司拥有技术开发人员 69 人，在 MSTP、RPR、PCM、通信网管技术和工业多媒体监控系统等方面有深厚的技术储备。2006 年、2007 年、2008 年及 2009 年 1-6 月，公司研发费用占营业收入比例分别为 7.03%、6.88%、5.90%及 8.02%。

二、公司分析及募集资金投向

■ 公司历史沿革

公司是专业从事能源交通领域通讯技术解决方案的服务商，是国内能源交通领域最大的通讯技术解决方案服务商，是专网通信行业通讯技术解决方案的领导者。公司的主要业务及产品如图 3 所示：

图 3 公司主要业务及产品

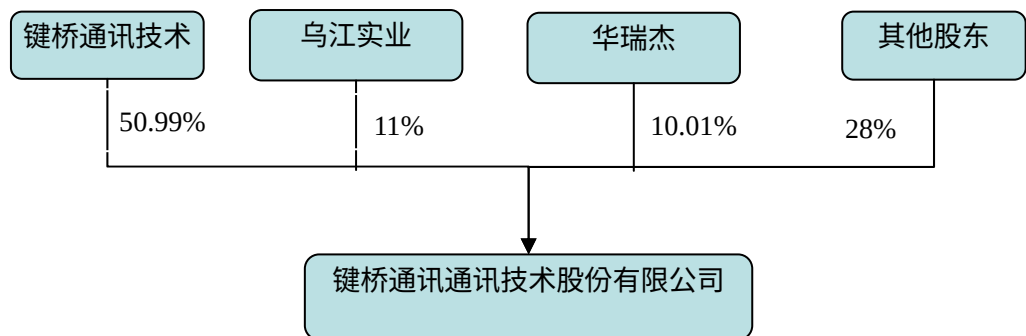


资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

■ 股本结构

公司控股股东为香港键桥，持有本公司股份 4,589.10 万股，占本次发行前总股本的 50.99%。公司由中外合资有限责任公司整体变更方式设立，公司发起人为香港键桥等，目前公司股权结构为：键桥通讯技术 50.99%，乌江实业 11%、深圳市华瑞杰科技 10.01%、深圳市中泽信投资 8%，深圳市晓扬科技投资 5%，深圳市深港产学研创业投资 5%，深圳市乔治投资 4%，重庆源盛投资 4%和深圳市卓佳汇智创业投资 2%。发行后键桥技术控制公司 38.24%的股份。

图 4 公司发行前股权结构



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

■ 主业简况及收入利润结构

国内最大的专网通讯技术解决方案服务商

公司是能源交通领域通讯技术解决方案服务商，主要产品专网通讯技术解决方案（调度通信解决方案、RPR 工业数据解决方案和工业多媒体监控解决方案）和数字视频业务。

图 5 公司近年来收入及净利润高速增长

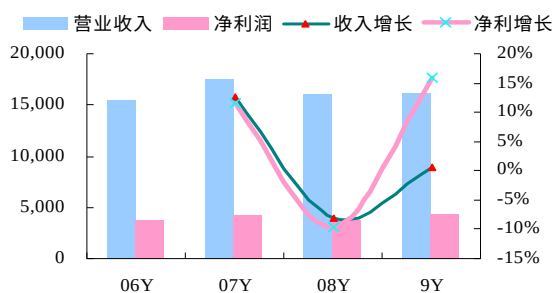
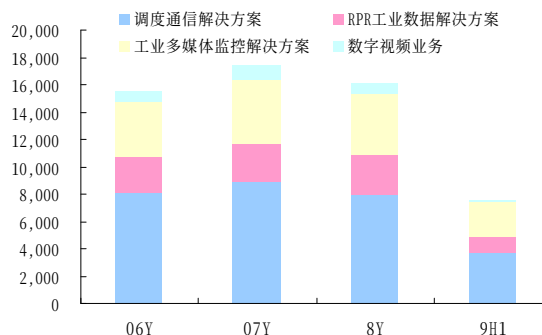


图 6 公司近年营业收入结构 单位：万元



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

■ 募资项目

募资项目完善布局，扩大市场份额

本次 IPO 计划实施四个项目（见表 5），拟投资总额为 22,618.74 万元。募投项目着眼于新产品的开发，提升研发、营销和服务能力，培育新的利润增长点，提高公司业务市场占有率，增强公司核心竞争力。

表 5 键桥通讯 IPO 募集资金项目概况

项目名称	投资额 (万元)	建成期	新增营业收入 (万元/年)	新增净利润 (万元/年)
基于 WiMAX 技术的无线通信专网解决方案开发项目	6,870.00	1	11,619.00	2,787.00
工业多媒体统一通信解决方案开发项目	5,710.00	1	8,640.00	1,768.00
研发中心项目	5,966.35	-	-	-
扩建营销服务网络平台项目	4,072.39	-	10,983.06	2,609.30
合 计	22,618.74	-	-	-

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

基于 WiMAX 技术的无线通信专网解决方案开发项目

项目致力于将 WiMAX 技术引入专网通信行业，开发出适用于电力、煤炭、石油、交通等行业用户的无线通信专网解决方案。达产后

年提供 100 套解决方案，项目总投资为 6,870 万元，建设期为一年，达产后销售收入 11,619.00 万元，净利润 2,787.00 万元，投资的回收期 4.68 年。

工业多媒体统一通信解决方案开发项目

项目拟凭借公司多年积累的调度通信解决方案、RPR 工业数据解决方案和工业多媒体监控解决方案的经验，利用国际先进的统一通信技术，开发满足电力行业更高需求的解决方案。达产后拟年实施 20 个解决方案，目总投资为 5,710 万元，建设期为一年，达产后新增销售收入 8,640.00 万元，新增润 1,768.00 万元，投资回收期 5.15 年。

研发中心项目

项目拟利用公司已有的研发基础、技术优势和经验，扩建研发中心，构建一个完整、先进的研发体系。研发中心主要项目：变电站内基于弹性分组环的自动化多业务接入系统，数据透传时隙复用设备项目，多业务智能交叉复接设备项目，宽带网络接入技术项目，基于 DSP 嵌入式识别器的交通事件监测系统与交通计费中心系统项目。项目总投资为 5,966.35 万元

扩建营销服务网络平台项目

公司计划在原有营销服务中心基础上新增江苏、四川、湖北、湖南营销服务中心，扩大市场覆盖面，基本覆盖华东、华北、华中、东北、西南地区，实现对目标客户的有效覆盖，使公司的销售和利润都实现快速增长。项目总投资为 4,072.39 万元，达产后新增销售收入 10,983.06 万元，净利润 2,609.30 万元，投资回收期 3.47 年。

三、财务状况和盈利预测

公司盈利能力强

06、07、08 年及 09H1 键桥通讯公司综合毛利率分别为 28.73%、30.99%、30.54%和 29.88%；净资产收益率分别为 30.78%、25.54%、18.76%和 6.86%，与同行业上市公司亿阳信通、特发信息和国电南瑞比较，盈利能力更胜一筹。

图 7 键桥通讯综合毛利率稳定 30%左右

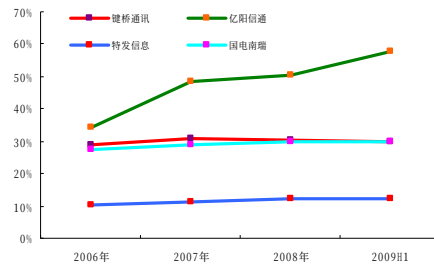
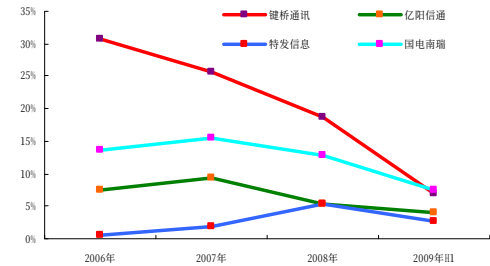


图 8 键桥通讯净资产收益率远高于同行业



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

营业收入、净利润快速增长

公司营业收入有一定的波动，2007 年、2008 年营业收入增幅分别为 12.69%、-7.99%；2007 年、2008 年、2009H1 实现归属于母公司股东的净利润分别为 0.42 亿元、0.38 亿元和 0.27 亿元，07 年和 08 年分别同比增长 11.45%和-9.56%

应收账款周转率、存货周转率处于行业平均水平

从应收账款周转率、存货周转率指标来看，公司低于行业水平。公司由于行业应用系统的建设周期相对较长，同时受公司客户计算周期的影响，公司的应收账款及存货的周转率低于行业水平。

图 9 键桥通讯应收账款周转处于行业水平

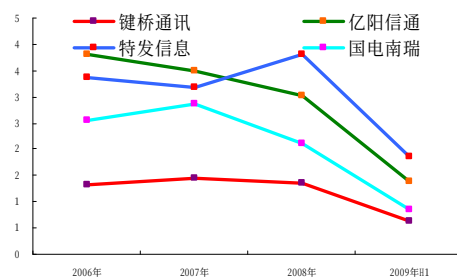
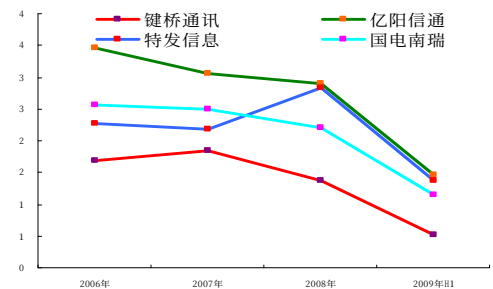


图 10 键桥通讯存货周转率处于行业水平



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

业绩预测

分项业务收入和毛利预测

随着我国能源交通信息化进程加快和智能电网的推广，公司近三年仍将保持快速增长势头，初步预计 2009-2011 年归于母公司的净利润将实现年递增 20.55%、11.24%和 11.37%，相应的稀释后每股收益为 0.38 元、0.42 元、0.47 元。

四、风险因素

汇率波动的风险

汇率波动对公司的影响主要表现在两个方面。一是汇兑损益，本公司出口主要采用美元结算，汇率波动可能导致本公司出现汇兑损益；二是出口产品的价格竞争力，若人民币持续大幅升值，公司产品在国际市场的性价比优势将被削弱，从而影响本公司的经营业绩。

行业依赖风险

电力企业是公司目前最重要的客户，2006 年、2007 年、2008 年及 2009 年 1-6 月，公司对电力企业的销售收入分别占同期营业收入总额的比例分别为 58.90%、72.48%、80.67%、71.12%，主营业务较高程度上依赖于国内电力行业的发展状况。

特殊资产结构引致的风险

公司属于资本与技术密集型企业，形成了“哑铃式”经营模式，即研发与营销服务两端的投入较高，生产环节的投入相对较低，因此形成固定资产规模较小、流动资产规模较大的特殊资产结构。专网通信技术服务行业竞争的日趋加剧和市场需求的扩大对公司资产规模和抗风险能力提出了更高的要求。

原材料供应风险

2006 年度、2007 年度、2008 年度及 2009 年 1-6 月，公司向前五名供应商采购的金额合计分别占公司当期全部采购金额的比例分别为 49.59%、60.07%、35.35%及 44.70%。公司原材料供应集中度较高，在一定程度上依赖主要的供应商。

五、估值及定价分析

● 国内/国际同类公司的比较

目前在 A 股上市的公司中，同行业公司主要有亿阳信通、特发信息和国电南瑞，其 09 年 PE 在 45-50 倍。国外可比公司主要有 CR US、LECO US、CLC US、WCC US 和 CW US，其 09 年 PE 范围 10-30 倍，平均 PE 为 19.32 倍，由于国外公司为综合性的大公司，公司业务范围比较广，而且其成长性要远远低于国内公司。此处国外估值水平仅做参考。综合考虑可比公司亿阳信通、特发信息和国电南瑞以及最近上市的中小板股票的估值情况，我们认为给予键桥通讯公司 09 年 45-50 倍市盈率较为合理，公司合理估值区间为 17.10-19.00 元。

表 6. 同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益				市盈率			
			2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
600489.SH	亿阳信通	14	0.21	0.27	0.36	0.44	66.67	51.85	38.89	31.82
000070.SZ	特发信息	8.49	0.14	0.17	0.23	0.30	60.64	49.94	36.91	28.30
600406.SH	国电南瑞	47.69	0.49	0.97	1.20	1.56	97.33	49.16	39.74	30.57
国内同行业整体平均							74.88	50.32	38.51	30.23
CR US Equity	克瑞	29.02	1.84	2.02	2.21	2.32	15.78	14.37	13.13	12.51
LECOUS Equity	LECO	52.92	1.53	1.57	2.40	2.80	34.59	33.75	22.10	18.90
CLC US Equity	CLC	30.22	1.52	1.37	1.62	1.93	19.88	22.01	18.70	15.66
WCC US Equity	WCC	27.59	1.78	2.32	2.23	2.53	15.50	11.89	12.39	10.91
CW US Equity	CW	30.15	1.77	2.08	2.28	2.57	17.03	14.50	13.22	11.73
国外同行业整体平均							20.56	19.30	15.91	13.94

数据来源：WIND 资讯、BLOOMBERG 资讯，上海证券研究所（11 月 23 日收盘价）

表 7. 最近上市（中小板）股票（10 只平均）的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益（元/股）				市盈率（倍）			
			2007	2008	2009E	2010E	2007	2008	2009E	2010E
002298.SZ	鑫龙电器	18.91	0.22	0.25	0.31	0.38	85.95	75.64	61.00	49.76
002299.SZ	圣农发展	25.86	0.41	0.44	0.51	0.74	63.37	58.47	50.84	34.72
002300.SZ	太阳电缆	35.15	0.52	0.40	0.72	0.92	67.08	86.94	48.66	38.12
002301.SZ	齐心文具	33.39	0.43	0.47	0.62	0.89	77.89	70.67	53.97	37.32
002302.SZ	西部建设	29.4	0.46	0.46	0.61	0.69	64.45	63.43	48.47	42.83
002303.SZ	美盈森	32.88	0.40	0.57	0.71	0.97	82.88	57.65	46.27	33.81
002304.SZ	洋河股份	94.29	0.83	1.65	2.46	3.09	113.23	57.10	38.26	30.48
002305.SZ	南国置业	20.69	0.28	0.34	0.34	0.45	72.95	61.71	60.50	46.35
002306.SZ	湘鄂情	18.91	0.22	0.25	0.31	0.38	85.95	75.64	61.00	49.76
002307.SZ	北新路桥	25.86	0.41	0.44	0.51	0.74	63.37	58.47	50.84	34.72
平均值			34.58	0.41	0.51	0.70	0.91	85.15	67.47	49.09

数据来源：Wind 资讯；上海证券研究所整理；股价以 11 月 23 日收盘价计

● 公司可给的估值水平及报价区间

综合考虑键桥通讯公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况，我们建议按照 08 年 35-40 PE 询价，询价区间为 14.70~16.80 元，对应 09 年动态市盈率区间为 38.68 倍—44.21 倍。

表 8 键桥通讯损益简表及预测（单位：万元）

指标名称	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E	2011 E
营业总收入	17,484.64	16,087.64	16,200.25	18,008.80	19,905.05
营业总成本	9,299.62	8,455.36	7,950.24	8,987.75	9,897.93
营业税金及附加	16.14	17.43	58.42	18.81	20.79
销售费用	1,476.78	1,128.03	1,215.02	1,442.50	1,681.98
管理费用	2,360.97	1,718.17	1,766.96	1,956.38	1,987.24
财务费用	348.31	723.16	213.97	-45.02	23.89
投资收益		-4.92			
营业外收入	476.76	308.36	405.01	360.18	398.10
营业外支出	0.01	7.13	3.46	5.40	5.97
利润总额	4,517.28	4,343.44	5,392.18	5,998.15	6,680.36
所得税费用	313.35	541.30	808.83	899.72	1,002.05
净利润	4,203.93	3,802.14	4,583.35	5,098.43	5,678.30
归属于母公司所有者的净利润	4,203.93	3,802.14	4,583.35	5,098.43	5,678.30
少数股东权益	0	0	0	0	0
摊薄 EPS（元）	0.35	0.32	0.38	0.42	0.47

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

分析师承诺

分析师 张 涛、邓永康、陈启书

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。