

2011年10月13日

证券研究报告--新股定价报告

发行价(元): 0.00

上市定价(元): 17.10 ~ 22.00

# 恒立油缸(601100)

## 高速成长势头恐难为继

装备制造组: 王合绪

执业证书编号: S0890510120008

电话: 021 5012 2369

邮箱: [wanghexu@cnhbstock.com](mailto:wanghexu@cnhbstock.com)

联系人: 毛雪梅

电话: 021-50122432

### 公司基本数据

发行后总股本(万股)	42000.00
A股(万股)	10500.00
资产负债率(%)	47.08
每股净资产(元)	2.17
市净率(倍)	0.00
净资产收益率(加权)	33.75
12个月内最高/最低价	0.0/0.0

### 股价走势图

### 相关研究报告

### ◎投资要点:

◆国内高压油缸供应商龙头企业。高压油缸产品作为下游重型装备关键配套件之一,客户对于产品的稳定性和可靠度要求极高。恒立油缸始终瞄准国际主流产品的最新技术,坚持高端定位,高起点切入,重点发展高端、高附加值、高成长性的高压油缸产品,在长期的产品研发及生产实践中,形成了深厚的技术积累。

◆公司成长受益于下游行业快速发展。油缸属于液压系统关键五大关键零部件之一。其主要下游行业工程机械行业近年进来呈现快速发展态势,尤其是公司为之配套的工程机械产品挖掘机近年来呈现爆发增长态势,成就了公司业绩的高速成长,但工程机械行业短期内面临增速放缓的风险。

◆优质客户资源优势。公司与行业内众多知名客户建立了长期稳定的合作关系。优质的客户资源群为公司建立了明显的先发优势,对后来潜在竞争者构成较强进入壁垒,其主要客户为三一重工为首的内资挖掘机客户,由于国内挖掘机企业处于崛起阶段,这些客户的成长速度远高于行业成长速度,这是公司近年来高速成长的原因。

◆盈利预测与估值。我们预测恒立油缸 2011、2012、2013 年每股收益分别为 0.86 元、1.11 元、1.33 元。我们选择了关键零配件三家上市公司杭齿前进、方圆支承和南方轴承作为恒立油缸的可比公司。这些公司 2011—2013 年平均市盈率分别是 26 倍, 20 倍和 15 倍。考虑到恒立油缸的行业地位与制造技术和方圆支承类似,我们认为其可以支撑 2011 年 20-25 倍市盈率,目标估值区间大约在 17.20~21.50 元左右。

### ◎风险提示:

◆其主要下游产品挖掘机短期下滑势头难以改变,未来 2 年增速将明显放缓,公司高速增长势头可能难以为继;

◆公司主要客户都有自制油缸能力或计划,公司未来增长空间可能面临天花板。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	415.99	817.00	1241.84	1614.39	1937.27
同比增速(%)	40.72	96.40	52.00	30.00	20.00
净利润(百万)	115.47	228.73	362.94	464.24	556.78
同比增速(%)	22.70	98.08	58.68	27.91	19.94
毛利率(%)	41.45	42.27	43.00	42.50	42.00
每股盈利(元)	0.82	0.73	0.86	1.11	1.33
ROE(%)	43.71	43.32	43.16	36.68	31.89
PE(倍)	0.00	40.40	25.46	19.90	16.60

## 1. 公司简介

### 1.1. 本次发行情况及发行后股权结构

恒立油缸是由江苏恒立高压油缸有限公司以截至 2010 年 6 月 30 日经审计的净资产扣除分配股东现金股利后剩余净资产整体变更设立的股份有限公司。已于 2010 年 8 月 8 日，在常州市工商行政管理局登记注册，工商注册号 320400400015411，注册资本为 31,500 万元。

本次发行前公司总股本合计 31,500 万股，三大股东常州恒屹实业投资有限公司、申诺科技（香港）有限公司和常州智瑞投资有限公司，持股比例分别为 56%、25%、19%。汪立平及其配偶钱佩新通过恒屹实业(汪 55%，钱 45%)成为公司实际控制人。

本次发行股数为 10,500 万股，占发行后总股本的 25%。公司实际控制人汪立平、钱佩新，公司股东恒屹实业、智瑞投资、申诺科技承诺自股票在证券交易所上市交易之日起三十六个月内，不转让或者委托他人管理其新增股份，也不由公司回购其新增股份。

表 1 本次发行后恒立油缸股权结构

股东名称	持股数量（万股）	持股比例
常州恒屹实业投资有限公司	17640	42.00%
申诺科技（香港）有限公司	7875	18.75%
常州智瑞投资有限公司	5985	14.25%
发行股数	10500	25.00%
总额	42000	100.00%

资料来源：公司公告，华宝证券研究所










### 1.2. 恒立油缸主营业务——领先的高压油缸生产商

恒立油缸业务范围为高压油缸、液压件、液压系统、高压柱塞泵及马达、高压液压阀、精密铸件研发、生产与相关技术支持服务；机械零部件制造，销售自产产品；道路货物运输服务（普通货运）。公司主要业务为挖掘机专用油缸和重型装备用非标准油缸的研发、生产与销售。

作为国内四大挖掘机专用油缸供应商之一，恒立油缸是唯一的规模化生产挖掘机专用油缸的自主品牌企业。2010 年挖掘机专用油缸销售额占公司主营业务收入的 74.47%。2011 年上半年公司在国内的市场占有率为 3.18%，预计年底可达 30%。

公司生产的大型装备用非标准油缸主要应用于高技术要求的大型基建设备、船舶、海洋工程设备、港口机械和大型工业设备等领域，已与国内外领先的大型装备制造企业建立了配套供应关系。

表2 恒立油缸主要产品及用途

项目类别	应用领域	产品图片	备注说明
大型基建设备用非标准油缸	挖掘机		挖掘机专用油缸包括：动臂油缸、斗杆油缸和铲斗油缸(部分装备推土油缸)，由于挖掘机的工作环境十分恶劣，工况有重载、高速、灰尘多的特点，对油缸在高压、高频、高速情形下，缓冲性能、耐腐蚀性及稳定性等方面要求非常苛刻。
	旋挖钻机		旋挖钻机的油缸类型较多，包括：变幅油缸、抓斗油缸、加压油缸和桅杆油缸。旋挖钻机油缸具有所处工况极其复杂，行程长，稳定性、保压性和密封要求高等特点。
	架桥机		大型桥梁施工机械用油缸主要用于铁路或者高铁桥梁架设，对油缸的缓冲能力、保压性、稳定性和抗径向力要求极高
	提梁机		
	运梁车		
隧道盾构机		油缸主要应用于盾构机的推进系统、铰接系统。盾构机用于隧道开挖时只能前进不能后退，通常仅用于一次性作业，或发生故障时地面整体开挖将盾构机吊出进行维修后使用，重置或维修成本高昂，因此盾构机油缸对可靠性要求极高。	
船舶、海洋工程设备及港口机械用非标准油缸	船舶		船舶用油缸主要应用在舵机、液压锚机、绞缆机、液压舱盖等设备上，要求具有非常高的稳定性和耐腐蚀性。材料和技术都需要通过相关船级社的审核。海洋工程设备的钻机平台顶驱液压系统、生产平台液压系统都需要应用大量的液压油缸，对油缸的稳定性、防腐蚀、保压性要求极高。材料和技术都需要通过相关船级社的审核。港口机械用油缸应用与桥吊、轮胎吊、集装箱起重机、龙门吊、轮胎式起重机、皮带机、卸船机、码垛机等，该类油缸一般处于高空作业状态，要求结构简单、牢固可靠、启动平稳，装卸维修方便并兼具较强稳定性。材料和技术都需要通过相关船级社的审核。
	海洋工程设备		
	港口机械		

大型工业设备用非标准油缸

冶金设备  
电圆锯



冶金设备的液压油缸具有品种繁多，型号规格不统一，结构多样化等特点；对设计、制造的要求较高，且要求耐高温、耐冲击、耐污染；适合于各种高温高压、环境恶劣的场合。

风电设备用油缸

风电设备



风电设备用油缸主要用于风力发电机的叶片变角和转速控制。对风力发电的输出功率、叶片速度或频响控制有至关重要的作用，具有耐腐蚀性强，稳定性高等特点。

资料来源：公司公告，华宝证券研究所整理

## 2. 下游行业快速发展成就公司高增长

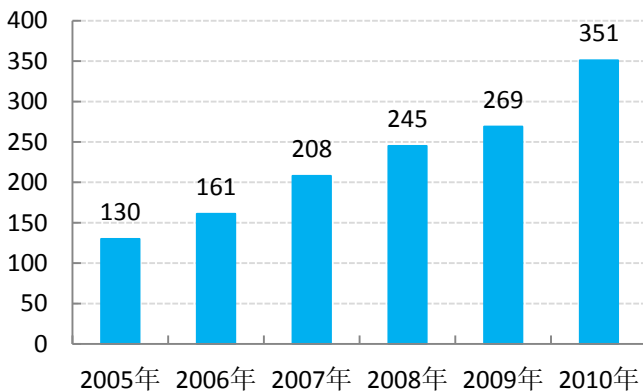
### 2.1. 国内市场需求快速增长

油缸属于液压系统关键五大关键零部件——泵、阀、马达、发动机、油缸之一，主要为挖掘机、桩工机械、大型桥梁施工设备、船舶和海洋工程设备、港口机械、发电设备、石油化工机械及航空航天等行业提供零部件配套。

随着我国经济的快速发展和城市化进程的加快，基础设施和基础工业建设保持稳步增长，加之国家拉动内需、增加基础设施投资力度等因素影响，我国装备制造行业呈现高速增长态势，其中挖掘机、旋挖钻机、大型桥梁施工设备、隧道盾构掘进机等工程机械，船舶、海洋工程、港口机械、冶金设备、风力发电设备等行业都直接受益。

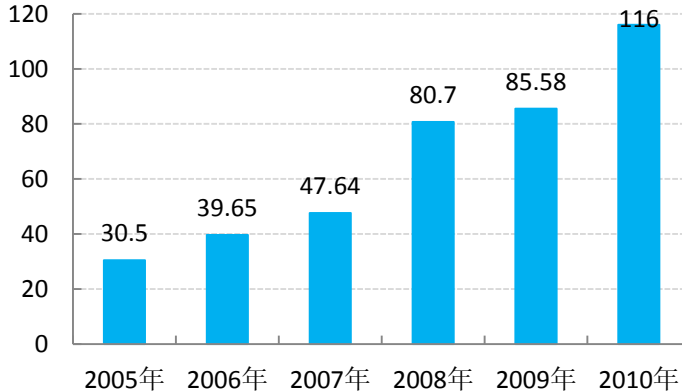
2005-2010年我国液压工业产值的年均复合增长率达22%，然而世界各主要国家液压工业销售额占机械工业产值2%-3.5%，我国只占1%左右，有广阔的发展前景。受下游行业发展带动，作为液压系统核心部件的油缸，2005-2010年的年均复合增长率为30%。但油缸在全国工业总产值中的比重仍远低于发达国家，预计国内市场需求将保持高速增长。

图 1 2005-2010 年我国液压工业产值（亿元）



资料来源：公司公告，华宝证券研究所整理

图 2 2005-2010 年我国液压油缸销售额（亿元）



资料来源：中国液压协会，华宝证券研究所整理

### 2.2. 低端市场竞争激烈，高端市场垄断竞争

随着我国液压工业的不断发展，国内的油缸生产企业数量不断增加，但是大部分规模较小以生产技术含量不高的中低压油缸为主（如普通机械设备、通用工业机床用油缸），低端产品市场已经成熟，竞争激烈。

一些大型机械急需技术含量高、附加值高的高端油缸产品，如挖掘机专用油缸在高负载、大流量、高频、稳定性及良好的缓冲性能与密封性能上有极高的要求，以适应复杂恶劣的工况，产品，制造难度高。国内高压油缸制造还主要集中在国外品牌在华投资企业及少数国内领先企业。产量远远不能满足国内市场需求，很大程度上仍依赖进口。

国内现阶段已基本形成了 KYB、恒立油缸、东洋机电三架专业挖掘机油缸生产企业垄断竞争的市场格局。此外小松和卡特彼勒的挖掘机产品主要供自己的主机使用而不对外供货。

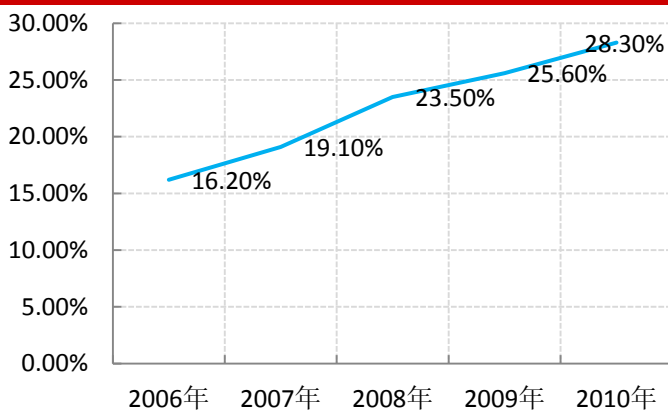
### 2.3.进口替代正在进行

目前，我国中高端液压产品的进口依赖度高达 70%以上，液压油缸的高端产品（如挖掘机专用油缸等）进口比率较高，进口替代市场空间较大。

挖掘机是我国工程机械中唯一一个由外资品牌主导的品种。截至 2010 年底，我国共进口挖掘机 26 万台，其中 80%是国外二手挖掘机。而随着国内挖掘机产能充足，国家限制挖掘机产能进口的政策持续收紧，产生进口替代空间。同时早起进口的就挖掘机已到使用寿命期，进一步带来更新需求。

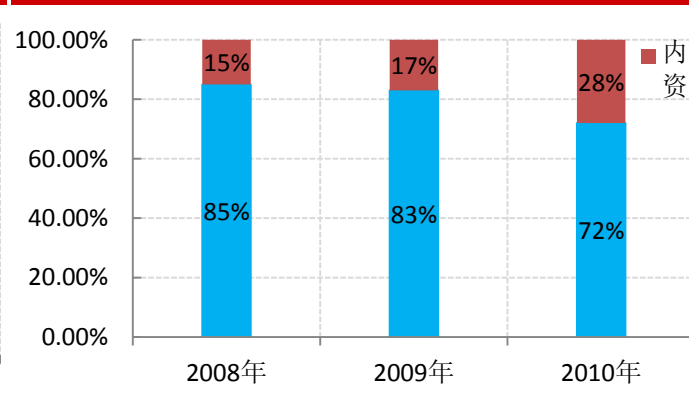
2010 年国内品牌在国内挖掘机市场的占有率为 28.3%，到 2011 年上半年这一指标已上升至 37.2%，预计未来 5 年内将进一步提升。目前国产品牌挖掘机主要采用国产油缸（恒立油缸是唯一具有全系列大规模供货能力的制造商），国产品牌市场占有率的提升将直接促进国产品牌油缸需求增长。

图 3 2006-2010 年我国国产品牌占有率 (%)



资料来源：公司公告，华宝证券研究所整理

图 4 我国挖掘机专用油缸市场国内外品牌占有率对比



资料来源：中国液压协会，华宝证券研究所整理

## 3.核心优势助力打造行业垄断地位

### 3.1.自主研发，技术领先

高压油缸产品作为下游重型装备关键配套件之一，客户对于产品的稳定性和可靠度要求极高。恒立油缸始终瞄准国际主流产品的最新技术，坚持高端定位，高起点切入，重点发展高端、高附加值、高成长性的高压油缸产品。

恒立油缸作为省级高新技术企业，在长期的产品研发及生产实践中，形成了深厚的技术积累。公司多年来致力于油缸技术的开发和众多领域的知识储备，将高端油缸的研发和生产作为系统性工程来进行，集跨学科知识于产品整个制造流程，并不断积累高压油缸制造工艺的各种经验，形成了独特的专有技术知识体系。

在进行技术自主创新和研发的过程中，公司将人才作为企业发展的根本动力，拥有一支高水平、富有实践经验的研发队伍。在实际生产中通过多种具有国际领先水平的检验、试验设备，完成包括化学成分分析、力学性能测试、尺寸及形位公差检测、金相分析、无损检测、油液清洁度检测、可靠及疲劳测试等相关检验和试验工作。

### 3.2. 拥有优质客户资源

品牌信誉度是下游厂商选择高压油缸产品的重要依据。公司凭借其高品质的产品、周到的服务和强大的技术保障能力，受到众多下游知名厂商的青睐，与行业内众多知名客户建立了长期稳定的合作关系。优质的客户资源群为公司建立了明显的先发优势，对后来潜在竞争者构成较强进入壁垒，充分地保障了公司未来在国内高压油缸行业市场份额的稳定增长潜力和盈利能力的连续性。

恒立油缸占国产挖掘机油缸 70% 以上份额，在国内挖掘机专用油缸市场占有率 2010 年达 20%，2011 年 1 月至 6 月达 23.18%。主要客户包括：柳工、三一、徐工、玉柴、力士德、中联重科、山东临工、山重建机、福田雷沃等国内著名挖掘机品牌。公司成功进入卡特彼勒、神钢、久保田、洋马、加藤、日立和沃尔沃等国际著名挖掘机品牌的供应商体系。以卡特彼勒和神钢为例，公司于去年 10 月通过前者 11 项机型认证，获得供应商代码，今年公司为其提供 500 台套（2000 支）油缸，预计明年可达四、五万支；今年为后者提供 3 款机型 2 万条油缸。

公司生产的重型装备用非标准油缸主要客户包括：国内主要旋挖钻机厂商宝峨公司、三一、金泰工程、上海工程机械厂；国内主要隧道掘进设备供应商中铁轨道、中铁隧道、北京华隧通、南车隧道；知名大型桥梁施工设备生产企业天业通联、郑州大方；全球最大的港口机械企业振华重工；国际著名船舶设备厂商 TTS 集团、麦基嘉；冶金工业设备领域的西马克梅尔、达涅利；以及风电设备领域的贺德克等。

### 3.3. 垄断定价权保证高毛利率

恒立油缸是国内唯一一家规模化供应全系列高品质高压油缸的企业，全球供应挖掘机液压油缸主要有 5 家，其中主机厂小松和科特彼勒的产品供其自己主机使用；日本 KYB 产品质量与公司相当但价格高于公司、售后服务比公司差，且订货周期长达 8-12 月；韩国东洋机电挖掘机油缸质量不如公司，尤其是中达挖掘机用油缸的故障率是公司的两倍。

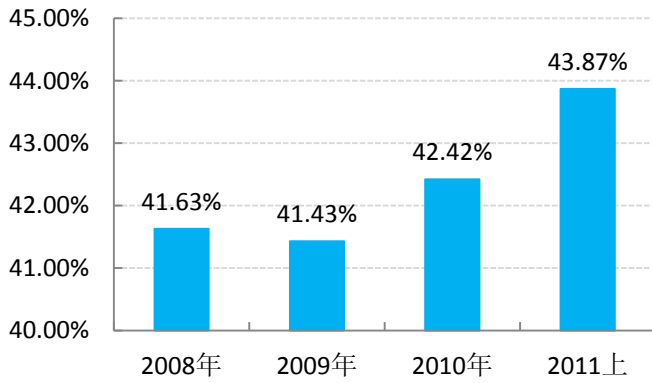
目前，只有恒立油缸和东洋机电在进行扩产，而增长迅速的国产品牌挖掘机大部分采用公司产品，中长期公司将开发毛利率更高的液压系统其他零部件泵、马达、阀（液压系统五大关键部件除了油缸目前全部依赖进口）。

在中型装备非标准油缸方面，公司在产能有限情况下结合市场需求调整产品结构，有限保证重点、优质客户与附加值较高的订单生产，保证较强的盈利能力。

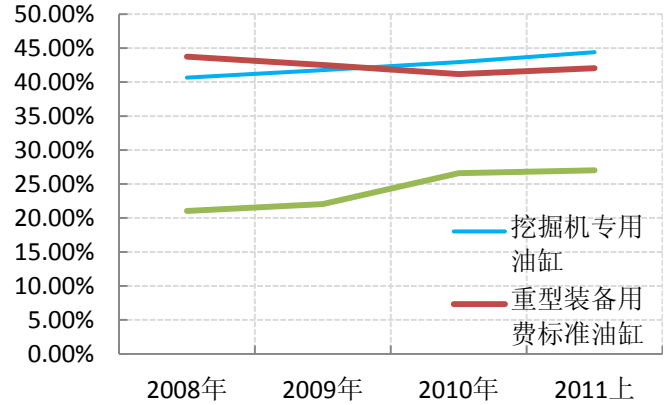
此外，由于油缸作为主机的液压系统关键零部件对整机运行的稳定性和可靠性起到关键作用，但其成本占主机成本的比例很低，因而主机厂商对油缸产品的价格敏感度较低，通常可以认可油缸生产厂商随钢材价格波动对产品出厂价格适当调整的做法。恒立油缸一般会在钢材价格超过 5%~10% 的情况下调整产品定价。

较强的议价能力使得公司能够维持较高的毛利率。从下表可见，公司 2008 年~2011 年上半年的主营业务毛利率均维持在 41% 以上，且呈逐年上升趋势。其中毛利率最高的中型挖掘机专用油缸毛利率目前已近 45%。

图 5 恒立油缸 2008~2011 上半年主营业务毛利率 (%) 图 6 恒立油缸 2008~2011 上半年主要产品毛利率 (%)



资料来源：公司公告，华宝证券研究所整理



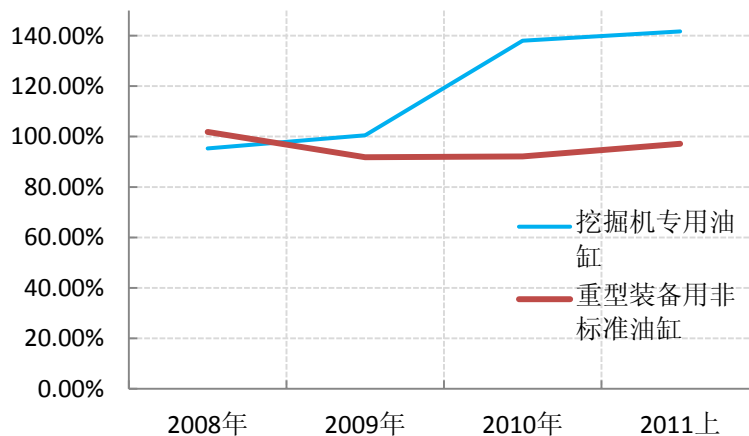
资料来源：公司公告，华宝证券研究所整理

### 3.4.募投项目缓解产能紧张问题

随着市场需求逐年加大，公司产能达到饱和仍不能完全满足市场需求，产能不足的矛盾凸显。公司虽逐年增加固定资产投资和人力资本投入以扩大产能，但仍无法完全解决产能不足的矛盾，严重制约了公司的规模扩张和市场拓展。

本次募集资金的投向主要为实行产能扩张计划。募投项目达产后，公司将新增年产 20 万只挖掘机专用油缸的产能和年产 5 万只重型装备用非标准油缸的产能，届时将拥有年产 30 万只挖掘机专用油缸及 8 万只重型装备用非标准油缸的生产能力。与 2010 年产能相比，整体产能将扩大一倍以上，项目可以有效地迎合快速增长的市场需求，保持较高的市场占有率。

图 7 恒立油缸 2008~2011 上半年产能利用率



资料来源：公司公告，华宝证券研究所整理

## 4.盈利预测与估值

### 4.1.盈利预测

随着我国基础设施建设和城市化进程的加快，预计恒立油缸 2011 年销售收入增长率有望达到 50%。据此我们初步判断恒立油缸 2011、2012、2013 年每股收益分别为 0.86 元、1.11 元、1.33 元。

## 4.2. 相对估值

我们选择了从事装备制造行业关键零配件业务的三家上市公司杭齿前进、方圆支承和南方轴承作为恒立油缸的可比公司。这些公司 2011—2013 年平均市盈率分别是 26 倍，20 倍和 15 倍。考虑到恒立油缸的行业地位与制造技术和方圆支承类似，我们认为其可以支撑 2011 年 20-25 倍市盈率，目标估值区间大约在 17.20~21.50 元左右。

表 3 恒立油缸与可比公司每股收益、市盈率比较

证券代码	证券简称	EPS				收盘价	PE			
		2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
601177.SH	杭齿前进	0.40	0.45	0.61	0.77	11.77	36.45	26.23	19.36	15.27
002147.SZ	方圆支承	0.35	0.50	0.61	0.91	12.52	39.58	25.10	20.58	13.77
002553.SZ	南方轴承	0.55	0.65	0.87		17.77	42.94	27.30	20.32	
<b>中值</b>		0.40	0.45	0.61			39.58	26.23	20.32	14.52
<b>均值</b>		0.44	0.50	0.70			39.66	26.22	20.09	14.52

资料来源：公司公告，华宝证券研究所

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	456.02	583.50	885.39	1153.36
现金	106.01	103.32	294.62	452.03
应收账款	74.80	122.46	118.83	179.53
其它应收款	1.15	5.70	0.46	8.28
预付账款	146.85	152.02	261.31	219.35
存货	68.04	93.27	107.06	142.02
其他	59.16	106.72	103.10	152.14
<b>非流动资产</b>	494.75	676.55	941.25	1138.24
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	125.46	215.69	328.34	435.57
无形资产	70.56	98.33	140.18	171.70
其他	298.73	362.53	472.73	530.97
<b>资产总计</b>	950.76	1260.05	1826.64	2291.60
<b>流动负债</b>	227.29	250.63	369.97	377.55
短期借款	50.00	25.00	37.50	31.25
应付账款	97.75	71.12	168.34	110.19
其他	79.54	154.51	164.13	236.11
<b>非流动负债</b>	195.44	168.45	191.13	167.84
长期借款	158.16	149.81	163.17	144.54
其他	37.28	18.64	27.96	23.30
<b>负债合计</b>	422.73	419.08	561.10	545.39
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	528.04	840.97	1265.54	1746.21
<b>负债和股东权益</b>	950.76	1260.05	1826.64	2291.60

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	171.47	275.44	487.15	505.02
净利润	228.73	362.94	464.24	556.78
折旧摊销	0.00	28.08	44.95	62.36
财务费用	-0.69	3.64	-5.55	-9.54
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-56.42	-119.28	-16.45	-104.61
其它	-0.14	0.07	-0.04	0.02
<b>投资活动现金流</b>	-403.04	-209.96	-309.61	-259.37
资本支出	365.76	200.52	255.34	201.67
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-37.28	-9.44	-54.27	-57.70
<b>筹资活动现金流</b>	281.25	-68.18	13.77	-88.24
短期借款	50.00	-25.00	12.50	-6.25
长期借款	158.16	-8.35	13.36	-18.63
其他	73.09	-34.83	-12.10	-63.36
<b>现金净增加额</b>	49.67	-2.69	191.30	157.41

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	817.00	1241.84	1614.39	1937.27
营业成本	471.62	707.85	928.27	1123.62
营业税金及附加	0.49	0.62	0.88	1.01
营业费用	29.64	49.12	61.21	75.03
管理费用	53.60	74.51	101.39	118.95
财务费用	-0.69	3.64	-5.55	-9.54
资产减值损失	1.77	-1.73	0.62	-0.98
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	260.58	407.84	527.56	629.16
营业外收入	0.16	0.12	0.14	0.13
营业外支出	0.16	0.16	0.16	0.16
<b>利润总额</b>	260.58	407.79	527.54	629.13
所得税	31.85	44.86	63.30	72.35
<b>净利润</b>	228.73	362.94	464.24	556.78
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	228.73	362.94	464.24	556.78
<b>EBITDA</b>	265.72	440.10	573.09	686.10
<b>EPS (元)</b>	0.73	0.86	1.11	1.33

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	96.40%	52.00%	30.00%	20.00%
营业利润	101.42%	56.51%	29.36%	19.26%
归属母公司净利润	98.08%	58.68%	27.91%	19.94%
<b>获利能力</b>				
毛利率	42.27%	43.00%	42.50%	42.00%
净利率	28.00%	29.23%	28.76%	28.74%
ROE	43.32%	43.16%	36.68%	31.89%
ROIC	30.16%	34.21%	30.10%	27.55%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	44.46%	33.26%	30.72%	23.80%
净负债比率	39.42%	25.24%	19.82%	13.39%
流动比率	2.01	2.33	2.39	3.05
速动比率	1.71	1.96	2.10	2.68
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.27	1.12	1.05	0.94
应收帐款周转率	14.17	12.59	13.38	12.99
应付帐款周转率	7.12	8.38	7.75	8.07
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.73	0.86	1.11	1.33
每股经营现金	0.41	0.66	1.16	1.20
每股净资产	1.68	2.00	3.01	4.16
<b>估值比率</b>				
P/E	40.40	25.46	19.90	16.60
P/B	17.50	10.99	7.30	5.29
EV/EBITDA	35.30	21.29	16.10	13.18

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

**投资评级的说明**

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

**机构业务部咨询经理**

上海	北京	深圳
宋歌	程楠	袁月
021-5012 2086	010-6708 5220	0755-3665 9385
138 1882 8414	159 0139 1234	158 1689 6912

**风险提示及免责声明：**

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。