

中际装备 (300308):

绕组装备龙头受益下游升级

中际装备 (300308)

投资评级: 推荐

公司简介

公司是国内专业生产电机定子绕组设备的龙头企业, 产品包括单工序、多工序、半自动、自动化生产线。传统客户是家电电机企业, 但目前正积极拓展汽车和工业等领域客户。

行业分析

短期由于宏观经济增速放缓, 绕组设备行业会受到影响; 中长期来看, 伴随着电机行业从效率竞争主导转向产品性能竞争主导, 即使下游行业总体增长平缓, 绕组设备行业凭借下游产品升级带来的设备需求仍能够取得较快增长。

公司分析

公司产品性能接近国际领先水平, 性价比优势明显; 一体化经营模式使其具有更强的竞争力; 高端产品日渐成熟、客户领域逐步拓宽。募投项目投产后, 竞争优势将得以充分释放。公司长期前景良好, 份额将逐步提高。

财务分析

公司财务稳健, 成长性和盈利能力有保证。短期成长性受宏观经济不景气影响预计将放缓, 但中长期仍将保持快速增长。短期现金能力下降, 但上市后资金充裕, 足以应对短期经济低迷。

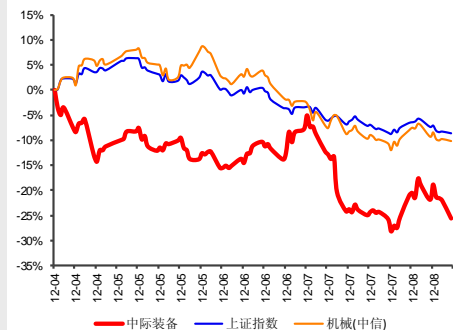
投资建议

综合考虑公司未来成长性、估值水平, 我们给予首次“推荐”评级, 但当前公司股价对应2012年EPS在20倍左右, 与行业和公司历史估值相比没有优势, 建议投资者逢低买入。

盈利预测

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (亿元)	1.62	1.81	2.36	2.99
+/-%	31.2	11.5	30.6	26.5
归属母公司股东的净利润 (亿元)	0.51	0.54	0.70	0.87
+/-%	22.2	5.1	30.5	23.5
每股收益 (元)	1.02	0.81	1.05	1.30
市盈率		20.8	15.9	12.9

上市至今公司股价相对市场表现



市场数据

截至2012年8月28日

总股本 (万股)	6,667
总市值 (亿元)	10.63
流通市值 (亿元)	2.66
收盘价	15.95
一年最高价	21.80
一年最低价	15.31
市净率	2.07
市盈率 (TTM)	21.07

分析师: 肖波

电话: 010-58568163

邮箱: xiaobo@hrsec.com.cn

执业证书号: S1490510120001

联系人: 赵奎

电话: 010-58568231

邮箱: zhaokui@hrsec.com.cn

联系人: 张沈伟

电话: 010-58315193

邮箱: zhangshenwei@hrsec.com.cn

联系人: 岳阳

电话: 010-58568033

邮箱: yueyang@hrsec.com.cn

/// 风险提示

宏观经济复苏缓慢导致下游行业需求大幅减少；竞争对手加强价格竞争，导致公司盈利能力下滑

目 录

一、 公司简介	5
1. 公司概况.....	5
2. 公司股权结构.....	5
3. 公司主要财务数据.....	6
4. 公司主营业务和收入情况.....	6
二、 行业分析：下游产品升级推动绕组装备行业成长	8
1. 短期行业受宏观经济影响，成长将明显放缓.....	8
2. 下游电机总产量增长将放缓，但汽车行业是下游亮点.....	10
2.1 家电：短期下滑，中长期保持小幅增长.....	10
2.2 汽车：汽车电机需求增长速度较快.....	12
2.2.1 汽车产业产量和性能提升带来电机需求增长.....	12
2.2.2 新能源汽车发展对电机装备产生新的需求.....	12
3. 行业转型催生新的发展机遇，未来设备增长依旧可观.....	13
3.1 提升效率和产品性能是绕组装备应用的两大关键动因.....	13
3.2 高效电机普及为绕组设备行业中期发展提供动力.....	15
3.2.1 电机行业发展从效率竞争主导转向产品性能竞争主导阶段.....	15
3.2.2 高效电机普及推动下游企业设备升级.....	18
三、 公司分析：技术领先、模式先进，份额仍将提高	20
1. 产品性能接近国际领先，性价比优势强.....	21
2. “一体化”经营模式适应客户定制化需求特点.....	21
3. 高端产品日渐成熟，上游配套环境改善，毛利有望提升.....	22
4. 募投项目提高产能，长期将有利于竞争优势充分释放.....	23
四、 财务分析：财务稳健，成长性和盈利能力有保证	24
1. 偿债能力：上市融资后资金状况大幅改善.....	24
2. 成长能力：随行业发生波动，表现优于行业总体.....	25
3. 盈利能力：盈利能力较强，但短期呈下滑态势.....	26
4. 现金能力：短期现金回收能力变弱，但资金仍充裕.....	27
5. 营运能力：基本保持稳定，但账款回收速度有所放缓.....	27
五、 业绩预测及投资建议	28
六、 风险提示	30

图表目录

图表 1: 公司股权结构	6
图表 2: 公司主要财务数据	6
图表 3: 公司主要产品下游应用领域	7
图表 4: 公司主要产品及其收入情况	7
图表 5: 2011 年公司各类别设备和产品收入占比	8
图表 6: 月度工业增加值同比增速与交流电机产量（总功率）同比增速	9
图表 7: 电机制造业主营业务收入累计同比增长率	9
图表 8: 绕组装备市场规模与交流电机产量（总功率）增长情况	10
图表 9: 主要家电产品产量月度累计同比增长情况	11
图表 10: 2011 年城乡每百户家庭家电拥有量	11
图表 11: 2001 年以来中国汽车产量及增长情况	12
图表 12: 电机定子生产流程	14
图表 13: 不同生产线效率和价格对比	15
图表 14: 1990 年以来我国交流电动机产量及增长情况	16
图表 15: 电机行业发展阶段、生产方式和设备特点	17
图表 16: 中国电机行业发展阶段和生产方式图示	18
图表 17: 高效电机推广补助清单	19
图表 18: 电机制造业企业数量	20
图表 19: 公司在电机绕组设备市场的占有率	21
图表 20: 公司各类产品毛利率情况	22
图表 21: 公司各大类产品毛利率情况	23
图表 22: 公司关键原材料中进口和国产占比情况	23
图表 23: 公司募投项目	24
图表 24: 行业与公司偿债能力情况比较	24
图表 25: 2008 年以来公司收入以及绕组装备行业收入增长情况	25
图表 26: 行业与公司盈利能力情况比较	26
图表 27: 公司历年毛利率和净利率变化情况	27
图表 28: 行业与公司现金流量情况比较	27
图表 29: 行业与公司营运能力情况比较	28
图表 30: 公司盈利预测及主要财务比率	29
图表 31: 公司与行业估值情况比较	29
图表 32: 公司 PE-Band 图	30
图表 33: 公司 PB-Band 图	30

一、公司简介

1. 公司概况

山东中际电工装备股份有限公司（中际装备，300308：SZ）是国内电机绕组制造装备的领军企业之一，是国内少数能为客户提供定子绕组制造系列成套装备的厂家之一。公司是由龙口中际电工机械有限公司于2010年10月整体变更设立的外商投资股份有限公司，原龙口中际的资产全部进入了股份公司。

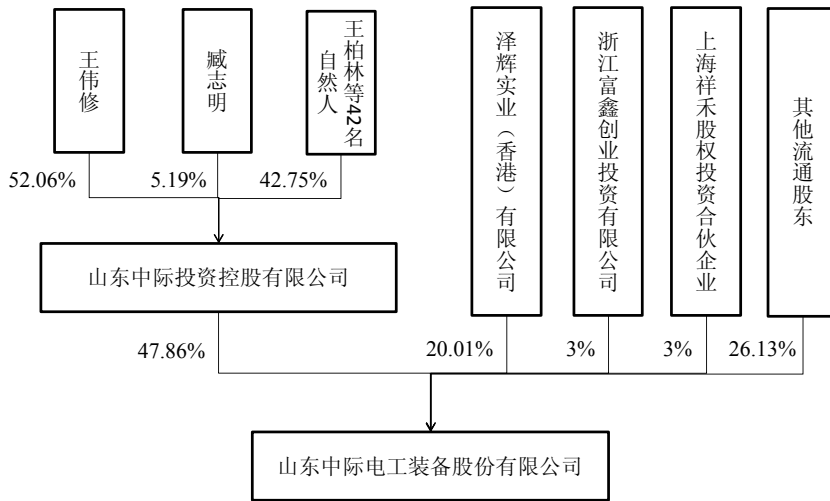
2. 公司股权结构

2012年4月在深圳证券交易所挂牌上市，向社会公开发行股票1667万股，扣除各项发行费用后募集资金29766万元。发行前总股本5000万股，发行后总股本6667万股。

山东中际投资控股有限公司是公司的控股股东，目前持有公司47.86%的股权。王伟修先生持有山东中际投资控股有限公司52.06%的股份，是中际控股的实际控制人。王伟修现任中际装备的董事长兼总经理，也是公司研发团队带头人、终身享受国务院特殊津贴专家、山东省优秀专利发明者和中国机械制造工艺专家库高级专家。

富鑫创投、祥禾投资和中科宏易创投均为专业投资机构，主要投资于具有高成长、行业领先的企业。为进一步优化发行人的股权结构，改善公司治理，2010年8月12日，龙口中际董事会做出决议，同意吸收富鑫创投、祥禾投资和中科宏易创投作为发行人的新股东。上述三家新股东共计认购了发行人146.26万元出资额，增资金额为4085万元。目前持股1809.25万股，占总股本的26.01%，这些股份将于2013年4月10日解禁。

图表 1：公司股权结构



数据来源：公司招股书，2012年1季报，华融证券

3. 公司主要财务数据

今年4月公司上市融资2.97亿元后，资产规模大幅增长，负债水平显著降低。公司2011年的收入和盈利都实现了较快增长，主要受益于前两年下游行业高速增长带来的对高端绕组设备需求的增长。

图表 2：公司主要财务数据

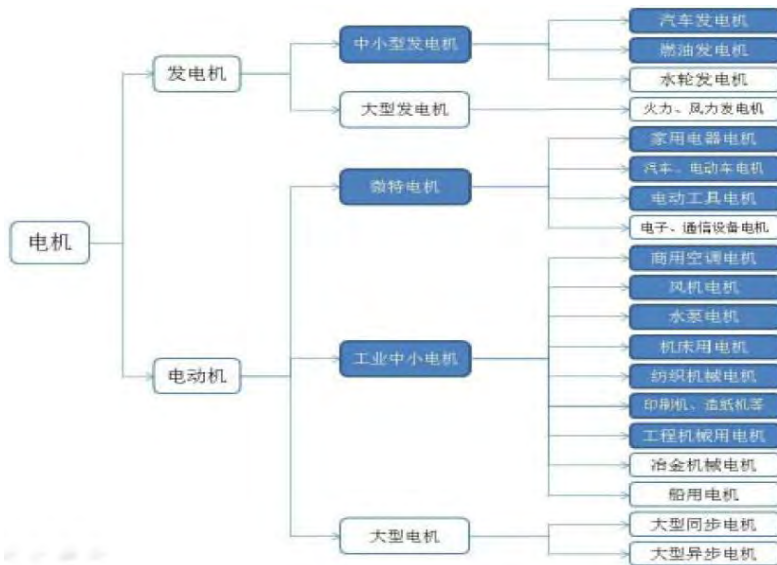
主要财务数据	2012年6月	同比增长(%)
资产(亿元)	5.52	102.42
负债(亿元)	0.38	-59.65
所有者权益(亿元)	5.14	186.70
	2011年	同比增长(%)
营业总收入(亿元)	1.62	31.19
净利润(亿元)	0.51	22.17
稀释每股收益(元)	1.02	14.61
每股净资产(元)	4.41	33.12

数据来源：公司公告，华融证券

4. 公司主营业务和收入情况

公司主要从事电机定子绕组制造装备的研发和设计、制造、销售及售后服务，产品主要适用于各类家用电器电机、工业用中小型电机、汽车电机等众多工业领域的定子绕组的大规模自动化生产。

图表 3：公司主要产品下游应用领域



数据来源：公司招股书，深色表示公司设备的应用领域

公司主要产品按照自动化程度和可完成工序数量分为单工序机、多工序机、半自动生产线和自动生产线四大类。其中，单工序机按照其在电机绕组生产过程中的工序不同，可以分为槽绝缘成形插入机、嵌线机、绕线机、绑扎机、整形机系列；每种单工序机根据提供工位多少，可以分为单工位机和多工位机；多工序机按照可实现的组合功能主要分检测标识插槽组合机、绕线嵌线组合机（一绕一嵌、两绕一嵌）、绕线嵌线整形组合机。此外，公司还给客户提供重要零部件，主要是模具、配件和架体。2011年，公司收入中单工序机比重最高，占68%。

公司的客户主要是国内大型家电企业的配套电机厂商以及各类工业、汽车电机生产企业，如杭州富生电器有限公司、青岛海尔模具有限公司、南通长江电器实业有限公司等。2011年65%的销售收入来源于家电电机制造企业，其余35%来源于工业电机和汽车电机制造领域。

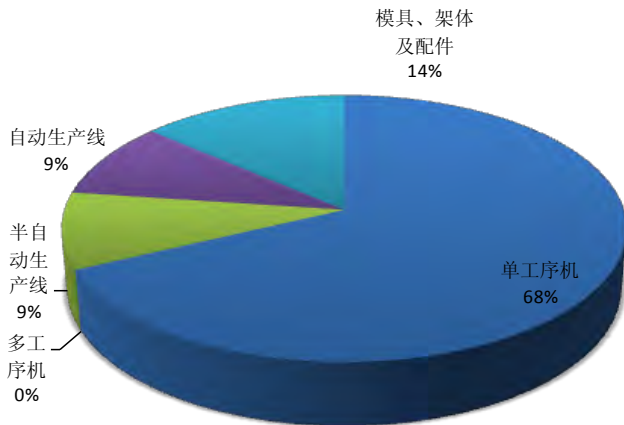
图表 4：公司主要产品及其收入情况

	2009	2010	2011
	收入 (亿元)	收入 (亿元)	收入 (亿元)
绕线机	0.27	0.32	0.38
嵌线机	0.19	0.29	0.33
整形机	0.11	0.21	0.20
半自动生产线		0.04	0.15
自动生产线			0.15
绑扎机	0.10	0.09	0.12
模具	0.08	0.10	0.10
架体	0.07	0.04	0.07

插入机	0.04	0.07	0.07
配件	0.04	0.04	0.05
多工序机		0.03	

数据来源：公司公告，华融证券

图表 5：2011 年公司各类别设备和产品收入占比



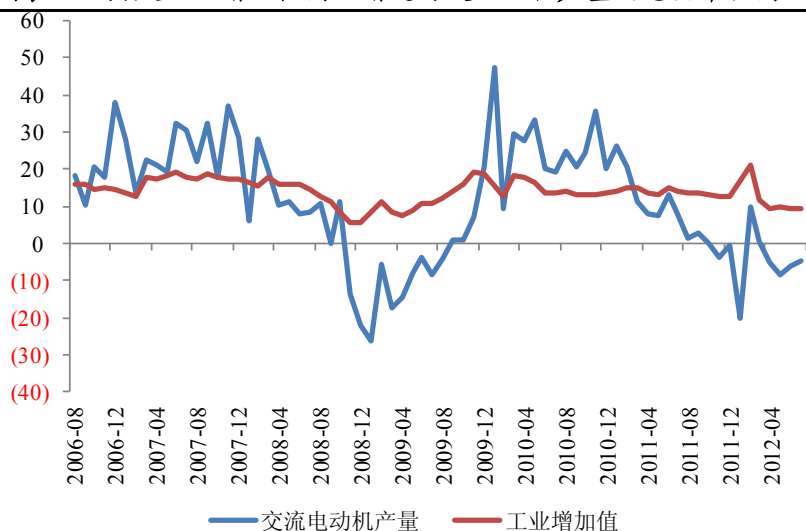
数据来源：公司公告，华融证券

二、行业分析：下游产品升级推动绕组装备行业成长

1. 短期行业受宏观经济影响，成长将明显放缓

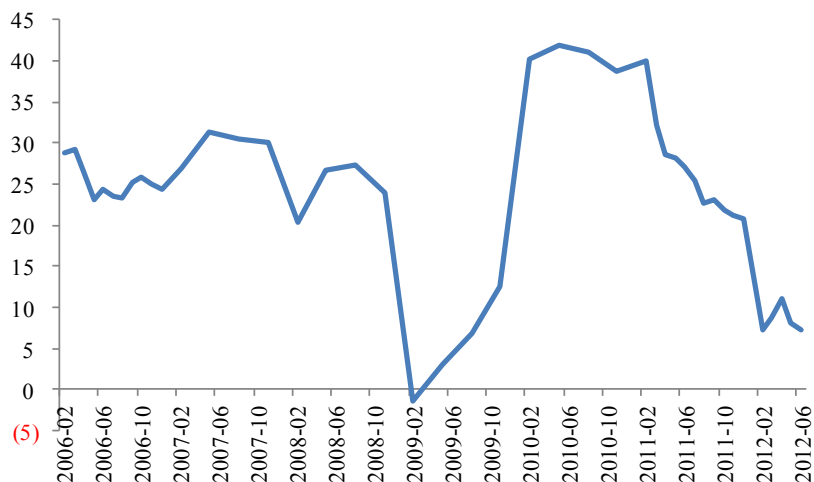
由于电机产品品类众多、下游应用领域广泛，既包括冰箱、洗衣机、汽车等消费品，又可用于纺织、冶金、印刷等工业生产。因此，电机制造行业与整个宏观经济运行情况高度相关。历史数据也印证了这一点，比较工业增加值增速与交流电机产量月度同比增速，两者走势总体一致，且前者稍领先于后者。由于今年4月份以来工业增加值增速大幅下滑至9%的水平，交流电机产量增速也从4月开始出现连续4个月的负增长，7月同比增速为-4.8%。电机制造业主营业务收入增速也从2011年底的20%大幅下降至6月的7.17%。

图表 6：月度工业增加值同比增速与交流电机产量（总功率）同比增速



数据来源：WIND，华融证券

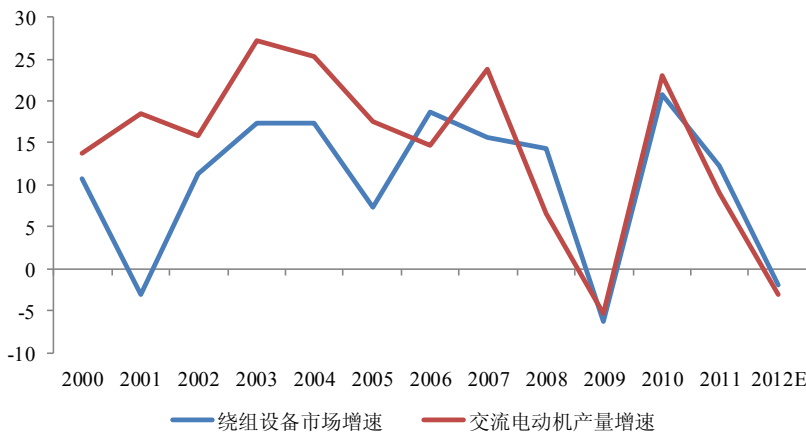
图表 7：电机制造业主营业务收入累计同比增长率



数据来源：WIND，华融证券

绕组装备作为重要的电机制造装备，其需求受电机行业运营情况影响很大。电机产量高速增长带来装备需求的提高，而电机产量增速的放缓甚至下滑也会使装备需求萎缩。当前，由于宏观经济不景气导致电机产量增速出现负增长，我们判断绕组装备需求也会减少。根据中国电器工业协会统计，2001—2009年我国电机绕组装备市场的复合增长率为14.25%，而同期我国交流电动机的产量复合增长率为15.22%，两者幅度基本相同。近几年我国绕组装备市场增长速度与交流电机产量增速的变化也基本一致。

图表 8：绕组装备市场规模与交流电机产量（总功率）增长情况



数据来源：中国电器工业协会，WIND，华融证券

短期来看，根据我们宏观组的预测，预计工业增加值在今年底将有所复苏，我们估计交流电机产量有望在 2013 年恢复正增长，带动设备投资的逐渐恢复。另外，考虑到 2010 年之后高效节能电机比重提高，对新设备的需求增速也会提高。综合而言，我们估计今年绕组装备市场同比下滑 1%左右，市场规模约为 20 亿元。

2. 下游电机总产量增长将放缓，但汽车行业是下游亮点

中长期来看，由于“十二五”阶段很可能是我国经济增长方式转型的关键时期，相对“十一五”期间平均高达 11.2% 的平均 GDP 增速，“十二五”期间 GDP 增速可能会大幅放缓。“十二五”规划提出的增长目标为 7%，考虑到实际增速通常高于目标水平，很可能平均在 8%—9% 的范围内。

根据我们的测算，伴随着我国经济增长速度的下移，单纯从量上来看，我国电机产量增长将会明显放缓，假设 GDP 增长率在 8%—9% 的区间，则交流电动机产量的增速范围为 1.0%—6%。我们估计，在未来经济不出现前几年的高速增长的情况下，电机总产量增长幅度并不大。

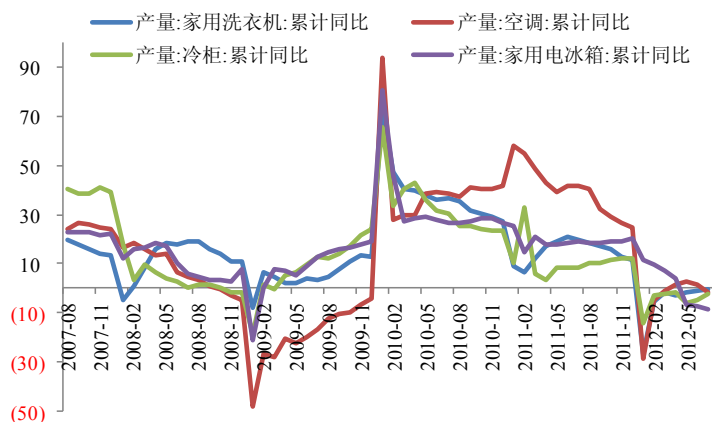
主要下游应用领域未来的成长性趋缓也支持我们的这一判断，但汽车行业有望获得较快的增速。

2.1 家电：短期下滑，中长期保持小幅增长

家电行业是中小型和微特电机重要的下游用户。由于 09 年开始的家电下乡政策刺激，家电行业在前两年经历了高速增长，但由于目前政策已经退出，2010 年开始的房地产调控也抑制了家电需求，同时海外需求也因欧债危机深化、新兴市场经济增长放缓而难见起色，多重负面因素叠加导致家电行业目前

正在经历比较困难的时期。截止 2012 年 7 月，洗衣机、空调、冷柜、电冰箱这四类产品产量都出现了负增长，且没有看到显著的好转迹象。家电产量的复苏将有赖于宏观经济的复苏。

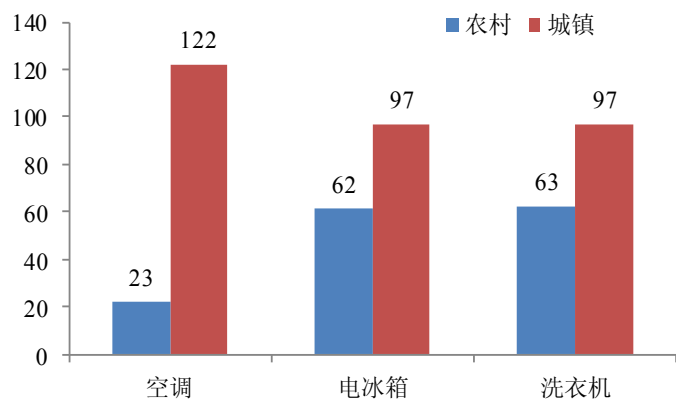
图表 9：主要家电产品产量月度累计同比增长情况



数据来源：WIND，华融证券

长期来看，我国家电产业产量增长的空间有限。支撑我国家电产业产量增长主要有三个动力：国际产业转移、收入水平提高提升购买力、城市化进程推进带来新增需求。但目前来看，国际家电产业向中国的进一步转移空间已经不大，目前全球家电产量的 85% 在中国；由于家电拥有率近几年已经显著提高，内需市场高速增长的可能性也不大。2011 年，我国家电制造行业收入为 1.1 万亿元，今年上半年收入为 0.53 万亿元，比上年同期增长 0.45%，预计全年将基本持平。“十二五”规划提出到 2015 年末，家电行业规模将达到 1.5 万亿元，按照这一目标规模，2013—2015 年复合增长率为 9.2%。总体上，我们认为这一速度仍偏乐观，但即使能够实现，相较于前几年的增速也已经大幅放缓，且大部分增长需要来自产品升级而非产量增长。

图表 10：2011 年城乡每百户家庭家电拥有量



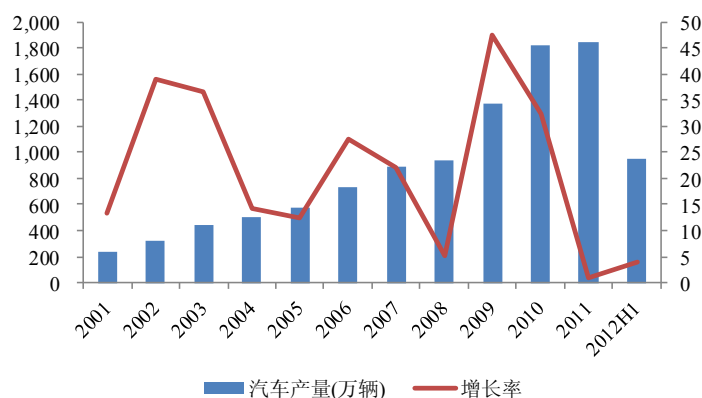
数据来源：WIND，华融证券

2.2 汽车：汽车电机需求增长速度较快

2.2.1 汽车产业产量和性能提升带来电机需求增长

我国目前已经成为世界第一大汽车产销大国，但汽车在我国还远未达到饱和状态，根据我们汽车行业研究员的估计，未来5年我国汽车产量将基本与经济增长速度同步，保持约为8%的年均增速。

图表 11：2001 年以来中国汽车产量及增长情况



数据来源：中国汽车工业协会，华融证券

同时，随着人们对汽车舒适性、安全性、燃油经济性以及环境保护等要求的不断提高，汽车上的电子控制装置和用电设备相应增加，汽车微电机需求也会增大。汽车电机分为汽车发电机和微特电机。汽车发电机是汽车的主要电源，每辆车配备一台。微特电机使用数量与汽车档次成正比，乘用车需要的汽车电机数量较多，每辆经济型汽车至少装备5台以上，普通轿车配备20—30台，而豪华型轿车则需要配备60—70台甚至上百台；商用车通常需要10台以上。

这也意味着，在汽车产量增长的基础上，车辆性能的提升也会带来对汽车电机的市场需求。我们预计汽车电机市场容量增速可维持在15%以上。

2.2.2 新能源汽车发展对电机装备产生新的需求

7月9日，国务院正式发布《节能与新能源汽车产业发展规划》：到2015年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车累计产销量力争达到50万辆；到2020年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达200万辆、累计产销量超过500万辆。

在国外，生产新能源汽车电机存在着多项严格的技术指标。纯电动汽车在爬坡、下坡、平坦路面、颠簸路面等不同路况行驶时，电机的输出功率不一样。但目前国内的新能源汽车所需电机很多都是传统工业电机简单改装形成，完全

没有考虑到新能源汽车电机的使用环境，使用寿命短，且容易造成局部过热、线路短路等危险。

目前我国专门用于新能源汽车的电机并没有统一的行业技术标准，电机也已经成为制约我国新能源汽车发展的重要瓶颈。但这也就意味着对于整车企业来说，如果能够解决好新能源汽车专用电机的配套问题，就很可能为其带来技术优势，提升其市场竞争力。而新能源汽车电机系统的研制需要不断的研发、试验、试制才能最终成功。因此，性能优秀、能满足多种参数设置的电机生产设备必不可少。这也是2009年比亚迪汽车有限公司向公司订购新能源汽车电机绕组制造装备的重要原因。

3. 行业转型催生新的发展机遇，未来设备增长依旧可观

3.1 提升效率和产品性能是绕组装备应用的两大关键动因

从电机定子绕组的生产流程来看，除金属部件和原材料生产之外，绕组组装流程大部分可以手工操作。下图将这一生产流程分解为17个步骤，绕组装备的诞生本质上就是针对这些步骤，用机器代替人工。世界上最先采用机械化生产电机绕组可追溯到20世纪五十年代之前欧美电机厂，如美国的GE公司等。

图表 12：电机定子生产流程



数据来源：南通长江电器实业有限公司官网

从绕组装备的发展历程来看，首先是针对各个单独的工序，实现单工序的机械化，即使用单工序机。单工序机既可以减少用工，又可以避免人工操作差异造成产品质量不稳定。

此后，多工位单工序机的推出使生产效率进一步提高；

之后，多工序设备实现了多个工序的组合生产，进一步提高了效率、减少了操作人员数量。多工序机对电机定子绕组定位精度较高，特别适合小槽口、高槽满率电机定子的制造，提高了模具的使用寿命。

近几年，代表电机绕组制造装备最高水平的半自动生产线和自动生产线开始逐渐被应用，用来生产高效节能电机。自动生产线可实现除了首末两端上下料外的无人值守，节省三分之二的人工，减轻了工人的劳动强度，有效地提高了电机的制造质量和稳定性，满足了我国电机制造业向数字化、信息化方向发展的需要。自动生产线单日产量可达 4000 千瓦，而单工序设备组成的生产线

每天产量仅为 1600 千瓦。

图表 13：不同生产线效率和价格对比

设备	单日产量（千瓦/日）	价格（万元）
单工序机组成的生产线	1600	350
自动化生产线	4000	900

数据来源：公司招股书

综上，可以看出，采用机械化、自动化的生产方式有两个优势：一个是替代人工，降低人工成本，提高生产效率；另一个则是提高产品品质、精度、质量稳定性，适应更高的性能要求和多样化要求。

因此，在分析装备的应用方面，不仅需要从机器与人工的效率对比角度来考虑，还需要从下游企业对电机产品性能要求的角度来分析。

如果效率因素主导，产品性能和规格相对稳定，企业要做的往往就是价格竞争驱动下的成本竞争。而提升成本竞争力，关键就是要通过扩大规模、以机械化代替人工的方式来提高效率。我们认为，规模经济与机械化实际上是两种互相竞争的策略，在人工充分的情况下，企业可以通过扩大规模、雇佣更多人工来实现效率的提升，而避免初期投入较高的机械化。因此，这种情况下，机械化的推进是伴随着宏观人力成本的缓慢提升而逐渐渗透的，这注定是一个曲折和漫长的过程。对这种过程的担忧也是很多投资者当前不看好机器替代人这类投资标的主要原因为。

而如果电机产品性能因素主导，自动化装备的应用更多地取决于下游电机行业的竞争情况、终端用户使用电机的用途和功能要求，而这种需求端的条件变化很可能是突发的和强制性的。这种情况下，产品竞争对企业生产工艺产生了强制性的升级要求，下游对特定产品的需求使电机企业必须采用机械化、自动化的生产设备以达到更高的能效（来自政府的强制性要求）、更高的产品稳定性、更高的生产灵活性、更高的产品精度。企业无法通过雇佣更多的人工来满足这种竞争要求。

3.2 高效电机普及为绕组设备行业中期发展提供动力

我们认为，提升效率和产品性能这两个动因在电机行业不同的发展阶段、不同的宏观经济和政策环境下发挥作用的强弱是不同的。目前，电机行业正从效率竞争主导阶段转变为产品性能竞争主导阶段，或者说，从产量竞争转变为品质竞争，而高效电机的普及则是这一转变的核心动力。

3.2.1 电机行业发展从效率竞争主导转向产品性能竞争主导阶段

根据中国电器工业协会以及中际装备相关公告资料，我国电机行业的发展

经历了四个发展阶段：

1987年以前被称为原始阶段，我国电机产量很小，主要采用手工生产。

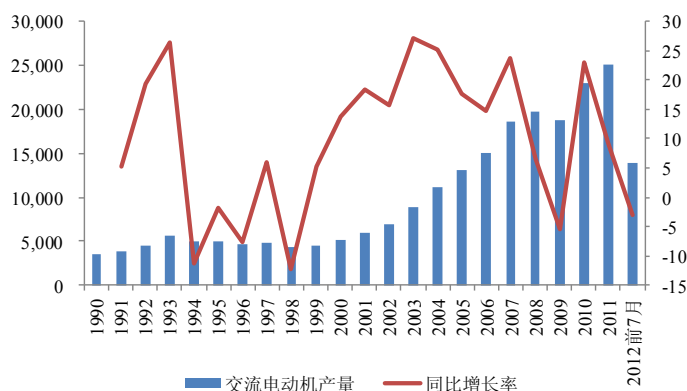
1987-2005年，被称为专业生产驱动阶段。我国电机产量稳步增长，1990-2005年产量年均复合增长率为9%。这一阶段，企业开始逐步实现机械换生产代替人工生产，单工序机是主流的生产设备。尽管2001年之后，随着我国加入WTO，下游家电等行业迅速发展，对电机的需求也快速增长，产量年平均增长了20.8%，但是由于设备投资的滞后性，2001-2005年绕组设备市场平均增速仅为8.63%。

从早期的原始手工生产，到长期逐步实现机械化生产，我们看到电机行业实际上更多地是在规模或者产量方面的发展，而在产品性能方面进步不大，因此，我们认为这两个阶段属于效率竞争主导阶段。

2006-2009年，业内称之为能效驱动阶段。行业开始逐步进入**产品性能竞争主导**这一阶段，高效电机的生产工艺问题被解决。国家标准化管理委员会2006年发布了强制性标准《中小型三相异步电动机能效限定值及节能评价》，规定2011年7月1日以后将禁止销售3级能效电机。虽然这一阶段低能效电机并没有被强制要求退出，但部分具有前瞻性的企业已经开始采用效率更高、能生产较高能效产品的多工位的单工序设备以及多工序设备。

2010年开始，高效电机的普及开始在政策上受到明确鼓励，低能效电机的退出也迫在眉睫，业内将这一阶段自动化、信息化驱动阶段。我们则认为行业**实质性地进入了产品性能竞争主导阶段**，通过采用自动化生产装备生产高效节能电机，并且更好地应对人工成本的快速上升。

图表 14：1990 年以来我国交流电动机产量及增长情况



数据来源：WIND，华融证券

图表 15：电机行业发展阶段、生产方式和设备特点

序号	时间	阶段	生产方式	特点	代表产品
效率竞争主导阶段	-1987	原始阶段	手工操作	工效低、劳动强度大，电机制造企业的产能、产量、效率都不高，电机产品档次低、质量不稳定，无法满足市场需求	国内产品处于空白、开始引进国外产品、国内有关部门开始组织课题攻关并研究开发国产化装备
	1987-2005	专业生产驱动阶段	单工序专业机型机械化生产	通过单工序机与人工操作相配合，节省人工，提高工效，降低工人的劳动强度，提升电机产品的质量和性能	单工序机：按工序分解为插槽机、绕线机、嵌线机、整形机、绑扎机
产品性能竞争主导阶段	2006-2009	能效驱动阶段	单工序机（多工位）多工序机自动化生产	保证电机的高品质，进一步提高生产效率、节省人工，解决了高效电机生产的工艺问题	单工序（多工位）机、多工序机如绕嵌组合机、定子检测标识插槽组合机、嵌线整形组合机等
	2010-	自动化、信息化驱动阶段	智能化、柔性化、自动化	主要工序实现自动化生产，能在无人值守情况下自动完成电机绕组制造的全部工序，电机生产达到自动化生产线阶段	由多个功能制造单元集成的半自动线、自动生产线

数据来源：公司公告，中国电器工业协会，华融证券

我们认为，产品性能竞争主导阶段，设备企业的竞争将会更加激烈，但将不是以往的单纯粗放式地比拼成本的竞争，而是竞争产品的能效、品种的多样，企业在技术研发和设备升级方面的投入将越来越大、步伐将越来越快。

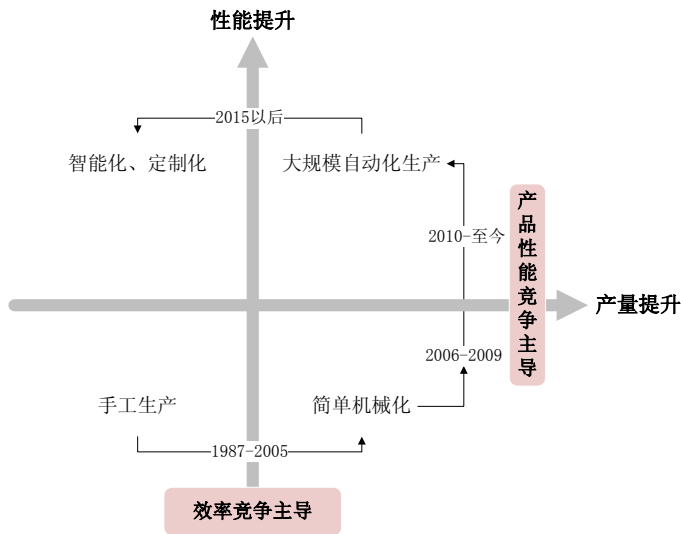
可以看到，效率竞争主导的专业生产阶段（即简单机械化阶段），从1987年一直延续到2005年，长达20年之久，但是采用多工位、多工序设备的能效驱动阶段仅仅只有4年，2010年以来产品已经进入自动化、信息化的最新阶段。未来，随着电机制造业的快速发展，尤其是高效节能电机的推广，电机绕组制造装备将逐步向自动化、智能化、柔性化方向升级，使得半自动及全自动生产线将成为行业未来发展的重点。

这一新趋势意味着，在未来行业总产量增长将明显放缓的情况下，以高效电机普及为标志的产品性能竞争，将成为绕组装备行业实现较高速增长的核心驱动力。

通过观察2000年以来绕组装备市场增速与电机产量增速这张图，我们可以看到这样一个特点：2006年之前，绕组装备市场增速都显著低于电机产量增速，我们剔除2001年这个异常年份计算的平均差值为8个百分点；但是，2006年至2011年，两者增速差距显著缩小，甚至在2006、2008、2011这三年，绕组装备市场增速都是高于电机产量增速的，且前者比后者平均高了1个百分点。

因此，在产业竞争主导因素发生变革、劳动力成本高速上涨的综合作用下，绕组装备市场成长速度超越下游电机产量增速的现象已经有所显现。我们预计至少在未来5年内，这一态势仍将延续。

图表 16：中国电机行业发展阶段和生产方式图示



数据来源：公司招股书，华融证券

3.2.2 高效电机普及推动下游企业设备升级

根据我国电机能效标准，电机能效分为三级：能效一级为超高效电机，能效二级为高效电机，能效三级为普通电机。我国是电机制造大国，2011 年仅交流电动机的年产量就已经达到 2.51 亿千瓦。但是，我国高效、超高效电机的生产制造能力还相当弱，2009 年，高效、超高效电机销量仅占全部电机销量的 8%。

据估计，2011 年，全国电机用电量超过 2 万亿千瓦时，占全国 4.7 亿千瓦时发电量的 42.5%。若全部采用高效电机，可使电机系统整体效率提高 3%—5%，每年节电 660—1100 亿千瓦时，相当于三峡电站全年发电量。

目前政府正在通过补贴高效电机、强制淘汰低能效电机的政策措施推广高效电机。

2010 年 6 月以来，财政部、国家发展改革委等相继出台的《关于印发节能产品惠民工程高效电机推广实施细则的通知》、“节能产品惠民工程”第一、二、三、四批高效电机推广目录，将高效电机纳入节能产品惠民工程实施范围，采取财政补贴方式进行推广，并于 2011 年 3 月 8 日提高补助标准；财政部、国家发改委 2011 年 3 月 19 日联合在湖南召开会议，对高效节能电机推广工作进行动员部署。会议确定，2011 年全国高效电机的推广任务是 3177 万千瓦，占全年国内电机销售量的比重约为 30%。

图表 17：高效电机推广补助清单

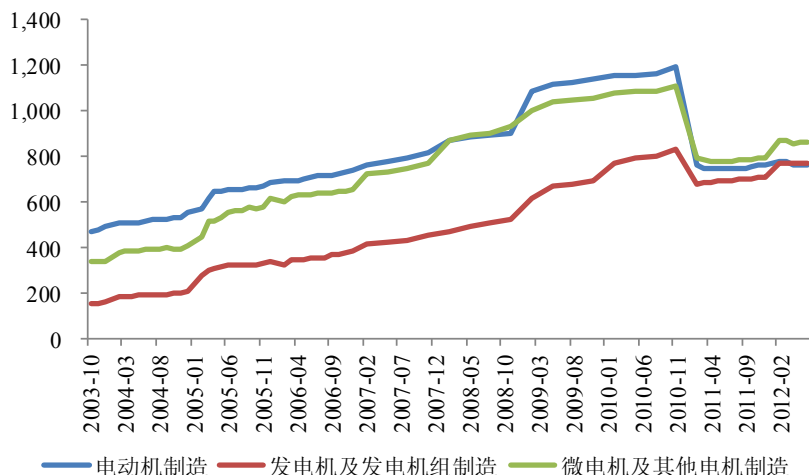
产品类型	低压三相异步电机		高压三相异步电机	稀土永磁电机
	0.55≤额定功率≤22	22<额定功率≤315	355≤额定功率≤25000	0.55≤额定功率≤25000
补贴标准(元/千瓦)	35-40	15-20	12	40-60
最新	58	31	26	100
补贴企业数	第一批(2010/8/1)	11	0	3
	第二批(2011/3/11)	24	11	15
	第三批(2011/8/2)	8	15	18
	第四批(2012/3/21)	9	10	15
补贴型号数	第一批(2010/8/1)	996	0	65
	第二批(2011/3/11)	1440	6653	343
	第三批(2011/8/2)	677	8760	459
	第四批(2012/3/21)	737	10669	388

数据来源：赛迪顾问

在强制淘汰政策方面，国家标准化委员会 2006 年发布了强制性标准《中小型三相异步电动机能效限定值及节能评价》，文件规定 2011 年 7 月 1 日以后将禁止销售 3 级能效电机。今年 9 月份，新的国家标准《GB18613—2012》将开始实施，进一步对原有标准进行改进细化。2012 年 2 月，在工信部出台的《工业节能“十二五”规划》中，提出到 2015 年，2 级以上能效电机应用比例达到 80%。

电机能效强制性政策对行业产生了巨大的影响。2010 年下半年至 2011 年初，大批生产工艺落后、产品能效低的企业退出了市场。电机制造业的企业数量从 2011 年底的 3132 家减少到目前的 2393 家，减少了接近 1/4。

图表 18：电机制造业企业数量



数据来源：WIND，华融证券

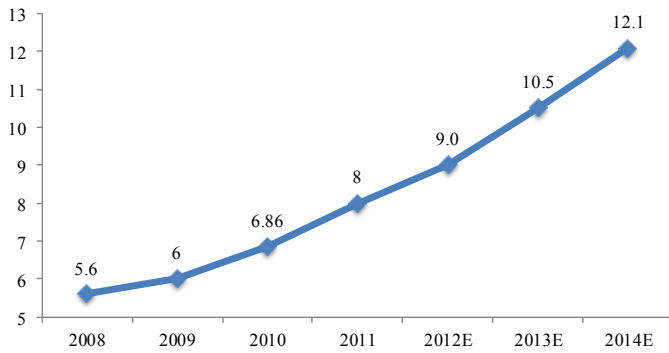
高效节能型电机的生产和快速推广应用需要数字化的自动生产装备来提供支持和保证。高效节能型电机对槽满率、下线速度等方面均有特殊要求，对电机绕组装备的形式、结构、精度和柔性化程度要求苛刻，只能以高端单工序机、多工序机、半自动化生产线和自动化生产线进行生产。

为了满足高效节能电机的生产，广大电机厂商需要重新购置适合高效节能电机的绕组制造装备。2009年以来，浙江迪贝、杭州富生、南通长江等国内大型微特电机及中小型电机生产企业，均开始大规模进行高效节能电机的研发和生产，并购置了一大批专门用于高效节能电机绕组生产的装备。高效节能电机的迅速推广给电机绕组生产线装备未来市场打开了广阔发展空间。

三、 公司分析：技术领先、模式先进，份额仍将提高

目前国内电机绕组装备制造行业集中度较低，CR10 仅有 25%。随着公司竞争优势的逐步凸显，公司近年来市场份额持续稳步提升。尤其是 2009 年公司半自动和自动生产线以来，公司市场份额提高速度明显加快。我们认为，凭借公司在技术水平、资金实力、经营模式方面的优势，预计未来其市场份额上升趋势仍将保持。

图表 19: 公司在电机绕组设备市场的占有率



数据来源：公司公告，华融证券

1. 产品性能接近国际领先，性价比优势强

公司始终专注于电机绕组制造装备的设计、研发，较国内公司技术优势明显，产品线齐全，种类众多，拥有较高的品牌优势。

经山东省科技厅鉴定，公司主要新产品中，达到国际同类产品领先水平的4项、达到国际同类产品先进水平的7项、达到国内同类产品领先水平的1项，其中12项产品填补国内空白。

新研发的节能电机高速自动生产线，具有高度智能化、柔性化等特点，代表了我国电机绕组制造装备的最高水平，实现了无人值守自动完成定子检测、标识、槽绝缘插入、线圈绕制、嵌线、整形、绑扎以及多项线圈需要的重复工序等制造全部流程。

与国外知名公司相比，公司产品的质量和性能接近，部分核心产品指标已经达到国际先进水平，但价格仅为国外产品1/5-1/2，性价比优势显著。目前，国外产品份额达到50%，公司未来替代国外品牌的空间很大。

2. “一体化”经营模式适应客户定制化需求特点

电机制造装备提供商需要在充分了解下游客户需求的基础上，围绕电机绕组的特性提出电机生产整体解决方案，包括产品设计方案和工艺技术方案，通过采用适合的零部件加工工艺制造方法和恰当的机械、电器装配技术，将关键零部件、机械和电器的特性完美结合，最终提供满足用户需求的产品。

“流程一体化”模式是指电机绕组装备制造企业从用户提出要求开始，从签订技术协议、设计产品性能和配置方案，到设备加工装配调试、产品试运行，再到用户最终投产等全过程实现同用户的“一体化”对接。

这样就保证了在与用户的每个批次合作的前期技术交流、制定出专用的设

备配置方案并以此为基础制定出供需双方业务合作技术协议文件、根据双方技术协议组织技术研发和设计制造、用户到制造企业现场进行预验收、调试和正式生产等众多环节实现及时、有效、紧密的沟通，而实现对电机绕组装备进行不断的调整或改进，以满足其自身的需求，也从而带动了电机绕组装备技术水平的不断完善和提高。

这种一站式、个性化服务降低了客户的采购成本以及配套产品非系列化带来的技术及生产管理风险，提升了客户忠诚度。

3. 高端产品日渐成熟，上游配套环境改善，毛利有望提升

由于产品技术含量较高，公司毛利率一直处于较高的水平。2011年，公司综合毛利率为50.18%。各类产品的毛利率差异不大，大都在50%左右，但其中模具的毛利率较高，达到68%。

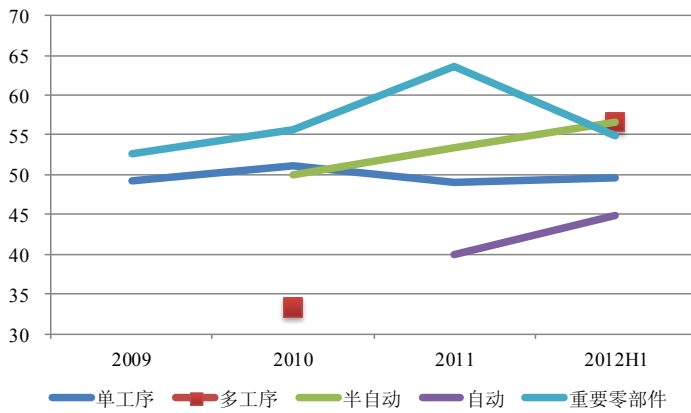
公司毛利率2011年以来有所降低，主要是因为毛利较低的自动化生产线和绕线机产品收入比重提高。公司最先进的自动生产线毛利率水平目前仅为41%，这是因为公司新产品在市场开拓时为了建立市场口碑，采取低价策略。根据招股书，公司在估算绕组装备市场需求时均按照每条自动生产线900万元计算，但是，我们根据销量和收入数据计算的价格是750万元。另外，新产品推出初期，受生产经验的限制，成本相对较高。2011年上半年，公司销售的第一条自动生产线的毛利率仅为39.08%，但下半年销售的第二条自动生产线毛利率达到42.77%，较首条产品上升3.7个百分点。

图表 20：公司各类产品毛利率情况

毛利率	2009	2010	2011
绕线机	46.24	46.26	47.06
嵌线机	46.42	50.69	50.16
整形机	50.40	51.21	50.05
半自动生产线		55.48	51.13
自动生产线			41.03
绑扎机	58.13	49.13	51.82
模具	64.20	65.00	68.08
架体	36.37	44.14	53.91
插入机	55.23	53.80	52.22
配件	58.08	54.47	51.16
多工序机		46.46	

数据来源：WIND，公司公告，华融证券

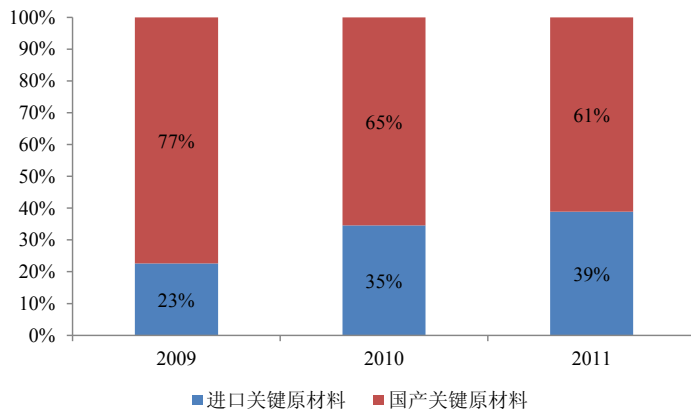
图表 21：公司各大类产品毛利率情况



数据来源：WIND，公司公告，华融证券

近年来，国内液压零部件等关键配件的生产水平不断提高，且国产产品价格相对进口比有很大优势。在这一有利条件下，公司国内采购比重逐渐增高，而且由于国产产品价格较低，关键原材料的采购成本逐渐降低，在总采购中的比重也有所降低。

图表 22：公司关键原材料中进口和国产占比情况



数据来源：公司招股书，华融证券

我们认为，短期内，由于公司绕线机、自动生产线等毛利较低的产品成长较快，公司毛利率仍可能小幅下滑，但随着公司制造经验的积累、产品逐渐为更多客户所认可、上游原材料和配件价格的下滑，公司毛利率将会出现提升。

4. 募投项目提高产能，长期将有利于竞争优势充分释放

公司上市募集资金拟投资高效节能电机绕组制造装备生产基地以及技术中心建设。前者产品为高效节能型电机绕组专用装备，该装备可自动完成节能

型电机的定子检测标识、槽绝缘纸插入、线圈绕制、嵌线、整形、绑扎等工序，大大提高了电机的制造质量和稳定性，降低了能源消耗，解决了节能电机数字化生产制造的复杂工艺难题。

项目完全达产后，将形成年产 229 台（套）高效节能电机绕组制造装备（包含 15 条自动生产线）的生产能力，总体产能较 2011 年相比将增长 62.53%，其中插入机、嵌线机、整形机、绑扎机、绕线机产量将分别有 40%、40%、52.27%、65.93%、94.01% 的提升。

图表 23：公司募投项目

项目名称	投资额 (万元)	建设期	现有产量 (台)	新增产量 (台)
高效、节能电机绕组制造装备生产基地	15556	3 年	724	439
技术中心	5000	2 年		

数据来源：公司招股书，华融证券

预计项目达产后年销售收入为 1.55 亿元，可实现税前利润 6198 万元。不过，由于项目建设周期历时 3 年，预计 2013 年竣工，2014 年才能完全达产释放产能，因此短期内对公司盈利没有实质帮助。

四、 财务分析：财务稳健，成长性和盈利能力有保证

1. 偿债能力：上市融资后资金状况大幅改善

2011 年，公司流动比、速动比为 1.8 和 1.1，而行业平均则高达 4.5 和 3.8，公司的短期偿债能力相对较差。但 2012 年 4 月公司上市后，相关比率大幅上升，目前已经远高于行业平均水平，偿债能力良好。

图表 24：行业与公司偿债能力情况比较

	流动比率	速动比率	资产负债率	已获利息倍数
赛象科技	4.0	3.1	20.9	
中科电气	5.5	4.9	19.7	
三丰智能	3.4	2.8	26.7	26.7
启源装备	8.3	7.3	10.6	
金明精机	3.2	2.8	29.4	14.9
华昌达	2.4	2.0	37.8	12.8
行业平均	4.5	3.8	24.2	18.1
中际装备 2011	1.8	1.1	29.5	28.8

2012H1	10.6	9.1	6.8	26.2
--------	------	-----	-----	------

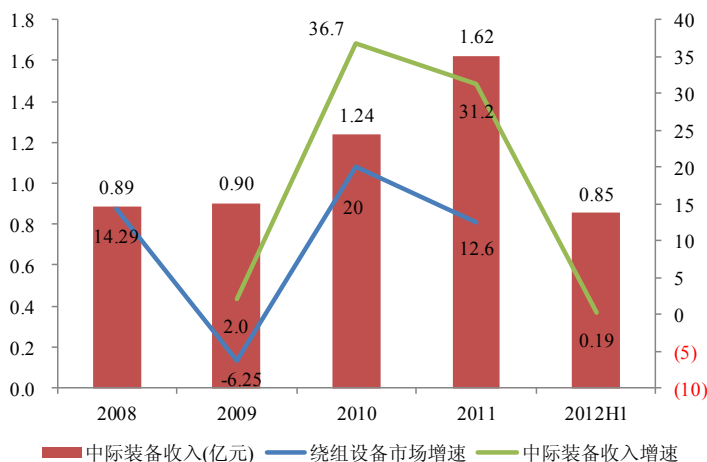
数据来源：WIND，华融证券

2. 成长能力：随行业发生波动，表现优于行业总体

公司收入历年保持较快增长，2008年至2011年，年复合增长率达到22.1%。虽然公司的收入受到宏观经济以及整个行业波动的影响也较大，但表现均明显优于行业总体水平，公司在行业中的市场份额逐年提高。

2009年，行业受宏观经济不景气影响，下滑了6.25%，中际装备仍小幅增长2%。2010和2011年，行业重新恢复高增长，公司的业绩成长弹性更大，在行业分别实现20%和12.6%增长的情况下，中际装备增长了36.7%和31.2%。因此，尽管中际装备的成长与行业成长情况高度相关，但它的成长性总体保持较高水平。我们认为，之所以出现这种情况，一方面是由于公司技术水平先进，作为行业龙头企业，业绩弹性更大；另一方面则是由于公司自2009年开始加速自动化生产线的研发和推广，目前新产品已经量产，为公司抵抗经济波动发挥重要作用。

图表 25：2008年以来公司收入以及绕组装备行业收入增长情况



数据来源：公司招股书，华融证券

公司绕线机与绑扎机的产量2011年分别增长了7%和8%，是单工序设备中增速最快的两类。这是因为，近年来，公司的电机绕组装备在工业用电机、汽车电机生产行业中的应用越来越广泛。与家用电器电机的生产阶段相似，工业用电机、汽车电机在装备化初期对于绕线机、绑扎机等基本型绕组装备的需求很大，而对插入机、嵌线机、整形机、自动化生产线等装备的需求有待进一步释放。2011年底，公司工业用电机、汽车电机客户逐渐增多，订单占比已经超过35%，随着未来客户结构的进一步优化，预计绕线机、绑扎机等传统设备的需求仍将保持较快增长。

2012年，由于宏观经济增速放缓，我们预计绕组设备行业增长速度为-1%，根据历史数据以及公司在行业的优势地位，我们预计中际装备的收入增速有望达到10%。

未来几年随着公司下游非家电领域客户的增多以及高端自动化生产线为更多客户所认可，公司预计将取得较快增长。

3. 盈利能力：盈利能力较强，但短期呈下滑态势

与其它可比公司比较，公司的盈利能力较强，毛利率和净利率都大幅高于可比公司，主要是因为各项产品技术含量较高。

图表 26：行业与公司盈利能力情况比较

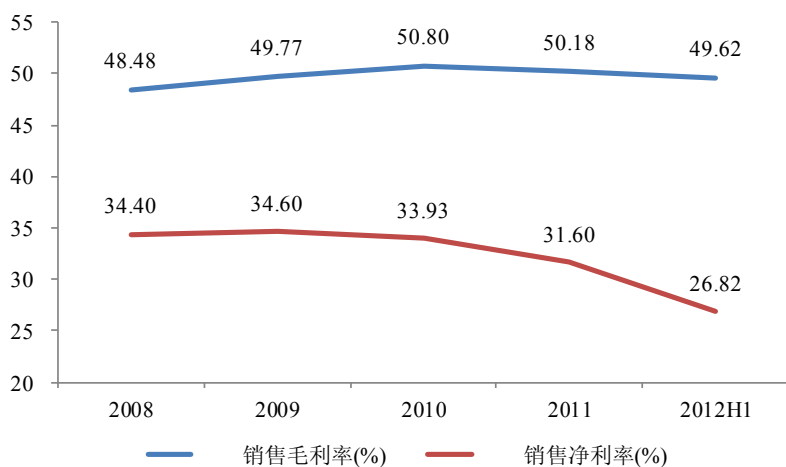
	净利率	毛利率	期间费用率	营业费用率	管理费用率	财务费用率	
赛象科技	6.7	20.6	15.9	6.3	13.1	-3.5	
中科电气	17.2	42.2	22.0	12.1	13.6	-3.7	
三丰智能	19.3	36.4	14.0	4.1	9.0	0.9	
启源装备	13.8	31.4	17.1	8.1	12.3	-3.2	
金明精机	19.4	35.9	14.2	3.5	7.7	2.9	
华昌达	14.2	30.3	11.8	2.4	6.4	3.1	
行业平均	15.1	32.8	15.8	6.1	10.4	-0.6	
中际装备	2011	31.6	50.2	13.0	1.9	9.8	1.3
	2012H1	26.8	49.6	15.2	2.5	11.5	1.2

数据来源：WIND，华融证券

动态来看，公司的盈利能力有所下滑。2012年上半年毛利率为49.62%，较2011年略有降低。公司净利率虽然总体也处于较高水平，但是近年来却呈现出明显的下滑趋势。2012年上半年净利率较2011年底下滑了4.78%。主要原因是公司的期间费用提升较多，并且资产减值损失增加。

上半年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为2.45%、11.5%和1.24%，而2011年则分别为1.90%、9.76%、1.33%，期间费用率提高了2.2%。同时资产减值损失率从0.46%上升至2.59%。但2012年上半年，公司偿还了4000万元的短期借款，预计将会显著降低下半年的财务费用，而且募集资金还会带来一定的利息收入。我们预计公司未来期间费用率将基本持平。

图表 27：公司历年毛利率和净利率变化情况



数据来源：WIND，华融证券

4. 现金能力：短期现金回收能力变弱，但资金仍充裕

公司现金能力在行业中处于一般水平，从动态来看，今年上半年呈现一定的恶化迹象。经营活动现金流量净额占营业收入比例负值，显示下游客户经营状况变差导致他们对公司回款速度也变慢。但我们认为这只是暂时的现象，随着宏观经济的逐渐复苏，下游客户经营状况也会改善，公司现金回收能力也会改善。而且，公司当前现金充裕，短期现金回收变慢不影响公司的正常经营。

图表 28：行业与公司现金流量情况比较

	销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入	经营活动产生的现金流量净额 / 营业收入
赛象科技	1.12	-0.04
中科电气	0.91	0.01
三丰智能	1.00	0.13
启源装备	0.72	-0.07
金明精机	1.01	0.23
华昌达	0.58	-0.10
行业平均	0.89	0.03
中际装备	2011 0.86	0.20
	2012H1 0.31	-0.34

数据来源：WIND，华融证券

5. 营运能力：基本保持稳定，但账款回收速度有所放缓

专业设备行业公司由于其服务的下游行业存在很大差异，公司运营模式也

有所不同，因此运营效率总体可比性不高。公司的相关指标与行业内公司相比，应收账款天数较低，但存货周转天数较高。

从今年上半年的数据来看，公司应收账款周转天数明显增加，而存货周转则基本稳定，这也与现金能力分析部分的结论一致，即受下游经营情况恶化影响，公司的回款能力确实有所降低。

图表 29：行业与公司营运能力情况比较

	应收账款周转天数	存货周转天数
赛象科技	135	191
中科电气	281	178
三丰智能	79	195
启源装备	118	135
金明精机	29	137
华昌达	71	178
行业平均	119	169
中际装备	2011	65
	2012H1	100

数据来源：WIND，华融证券

五、业绩预测及投资建议

短期内由于宏观经济增速放缓，绕组设备行业以及公司的经营会受到影响；中长期来看，伴随着电机行业从效率竞争主导转向产品性能竞争主导，在下游行业总体增长平缓的情况下，绕组设备行业凭借下游产品升级带来的设备需求仍能够取得较快增长。

公司作为绕组设备行业的龙头企业，产品性能接近国际领先水平，性价比优势明显；一体化经营模式使其具有更强的竞争力；高端产品日渐成熟、客户领域逐步拓宽。因此，尽管公司短期增速下滑，我们认为其长期发展前景良好，市场份额将逐步提高。预计2012-2014年公司摊薄每股收益为0.81、1.05和1.30，对应8月28日收盘价的市盈率为19.8倍、15.1倍和12.3倍。

从公司上市以来的历史估值水平来看，历史平均PE为24，历史平均PB为2.4，目前TTM指标分别为21和2.1，目前估值与历史均值差异不大。

与行业内可比公司相比，公司目前估值水平稍高但差距不大。如采用目前行业的平均PE，则公司对应股价为14.5元。考虑到规模总体较小、未来成长性良好、公司行业龙头地位、受益节能环保政策等因素，存在一定的溢价也可以理解。

综合考虑公司未来成长性、估值水平，我们给予首次“推荐”评级，建议投资者逢低买入。

图表 30：公司盈利预测及主要财务比率

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	12355	16208	18070	23602	29855
营业收入增速	36.71%	31.19%	11.49%	30.61%	26.50%
营业成本	6079	8074	9042	11846	15000
营业税金及附加	6	140	156	204	258
销售费用	234	308	452	708	1045
管理费用	1051	1581	2168	2596	3284
EBIT	4984	6104	6252	8247	10268
EBIT 增速	48.14%	22.46%	2.42%	31.92%	24.51%
财务费用	74	215	-300	-100	-50
资产减值损失	39	75	361	236	299
其他经营收益					
营业利润	4871	5814	6190	8111	10020
加：营业外收入	39	156	82	76	88
减：营业外支出	16		16	11	14
利润总额	4894	5970	6272	8187	10108
所得税	702	849	892	1164	1437
净利润	4192	5121	5380	7023	8671
归属于母公司所有者的净利润	4192	5121	5380	7023	8671
增速	34.04%	22.17%	5.06%	30.54%	23.46%
最新股本摊薄每股收益	0.84	1.02	0.81	1.05	1.30
综合毛利率	50.80%	50.18%	49.96%	49.81%	49.76%
EBIT/营业收入	40.34%	37.66%	34.60%	34.94%	34.39%
净利润/营业收入	33.93%	31.60%	29.77%	29.76%	29.04%
销售费率	1.90%	1.90%	2.50%	3.00%	3.50%
管理费费率	8.51%	9.76%	12.00%	11.00%	11.00%

数据来源：公司公告，华融证券

图表 31：公司与行业估值情况比较

	EPS			当前股价	PE		
	2012E	2013E	2014E		2012	2013	2014
中科电气	0.44	0.58	0.76	8.40	19.2	14.4	11.0
金明精机	1.09	1.52	2.00	15.76	14.5	10.4	7.9
机器人	0.76	0.99	1.31	23.56	31.2	23.7	18.0
慈星股份	2.40	2.86	3.32	22.30	9.3	7.8	6.7
瑞凌股份	0.53	0.63	0.90	8.20	15.5	13.0	9.1
行业平均					17.9	13.9	10.5
中际装备	0.81	1.05	1.30	15.95	19.8	15.1	12.3

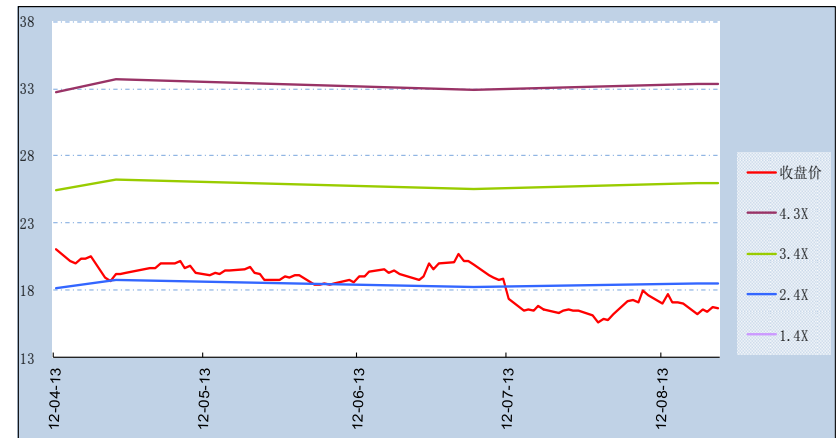
数据来源：WIND，华融证券

图表 32：公司 PE-Band 图



数据来源：WIND，华融证券

图表 33：公司 PB-Band 图



数据来源：WIND，华融证券

六、 风险提示

宏观经济复苏缓慢导致下游行业需求大幅减少；竞争对手加强价格竞争，导致公司盈利能力下滑

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

免责声明

肖波,在此声明,本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司(已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格)已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司(以下简称本公司)的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告,但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播,不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用,不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠,但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证,也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务,敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址:北京市西城区金融大街8号A座5层(100033)

传真:010-58568159 网址: www.hrsec.com.cn