

日期：2015年1月12日
行业：电子设备和仪器行业



王昊
021-53519888-1957
wanghao@shzq.com
执业证书编号：S0870513070002

IPO 报价 RMB16.08 元
合理价格区间 RMB26.90~32.28 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	10.20
发行后总股本 (百万股)	40.80
发行数量占发行后总股本	25.00%
发行方式	网上定价发行
保荐机构	民生证券

主要股东 (IPO 前)

杨耀光	20.42%
杨伟光	20.42%
李源	20.42%
邓志溢	20.42%
北京国泽资本管理有限公司	8.50%

收入结构 (Y2013)

机动车排放物检测系统收入	43.50%
机动车排放物检测仪器收入	21.06%
机动车安全检测系统收入	11.51%
前照灯检测仪收入	17.29%
其他收入	6.64%

报告编号：WH15-NSP01

首次报告日期：2015/1/12

机动车检测仪器及系统领域的佼佼者

■ 投资要点：

公司在机动车检测仪器及系统领域具有一定的市场影响力

南华仪器公司是一家专业从事机动车环保和安全检测用分析仪器及系统研发、生产和销售的高新技术企业，产品主要包括机动车排放物检测仪器、机动车排放物检测系统、机动车安全检测仪器及机动车安全检测系统。经过多年发展已成为国内机动车排放物检测仪器、工况法系统、机动车安全检测仪器（前照灯检测仪）三大系列产品市场的主要供应商之一。

公司业绩稳定增长 盈利能力不断提升

公司营业收入从2011年的1.03亿元增加到2013年的1.25亿元，2012年和2013年分别实现了8.17%和12.57%的增长；同期公司分别实现归母公司净利润2,402.68万元、2,489.87万元和2,878.97万元，2012年和2013年同比增长3.63%和15.63%，说明公司业绩具备稳定增长的能力。

同期公司综合毛利率呈现稳步上升的趋势，分别为46.66%、49.36%和51.56%。毛利率上升的主要原因是除了机动车安全监测仪器外，其他主要产品的毛利率均保持稳定增长。

公司在行业内竞争优势明显

公司的竞争优势有：1) 技术研发优势；2) 产品质量优势；3) 成本优势。

上市6个月内的合理估值区间为26.90~32.28元

我们认为给予公司14年每股收益40倍市盈率这一估值水平较为合理，以该市盈率为中枢且正负区间为20%的公司合理估值区间为26.90-32.28元，相对于2014年的动态市盈率（发行后摊薄）为36.36-43.64倍。

建议询价价格为16.08元

在老股不进行转让的前提下，新股发行价格由项目资金需求量、新股发行费用和新发股数确定。假定公司发行1020万股新股，则公司总股本为4080万股，公司本次募集资金总额为1.64亿元，据此推算发行价格为16.08元，对应2014年动态市盈率21.75倍。

■ 数据预测与估值：

至12月31日 (¥.百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	125.42	139.48	155.97	238.10
年增长率	12.57%	11.21%	11.82%	52.66%
归属于母公司的净利润	28.79	30.18	32.75	45.81
年增长率	15.63%	4.84%	8.50%	39.89%
(发行后摊薄) 每股收益(元)	0.71	0.74	0.80	1.12

注：有关指标按最新总股本计算 上海证券研究所

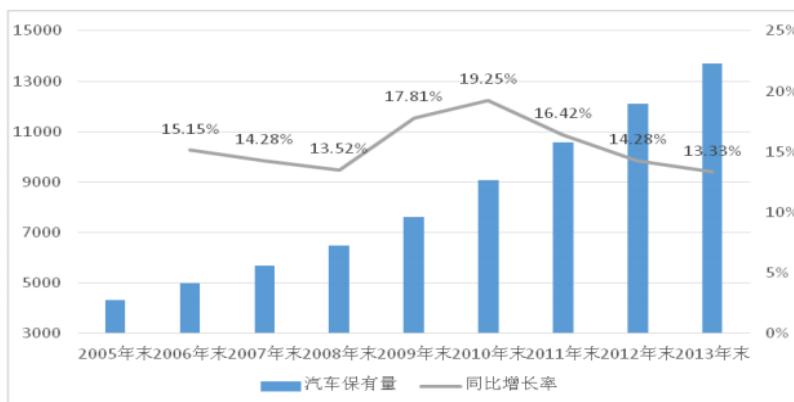
一、行业背景

1.1 公司所处行业及简况

公司是一家专业从事机动车环保和安全检测用分析仪器及系统研发、生产和销售的高新技术企业，现有产品主要包括机动车排放物检测仪器、机动车排放物检测系统、机动车安全检测仪器及机动车安全检测系统。公司主营业务属于“专用仪器仪表制造”，细分行业为机动车排放物及安全检测仪器及系统行业。

机动车是大气环境的主要污染源之一，由其产生的排气污染物将直接降低空气质量，影响人们的生产、生活环境。近年来，机动车保有量快速增长，由其造成的大气环境质量下降的情况也愈加严重。未来，随着国内机动车保有量的不断增加，环保压力越来越大，政府可能会进一步提高机动车尾气排放限制标准，这也将进一步促进机动车检测产品的发展。

图 1 我国汽车保有量增长情况



数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

汽车维修市场是机动车排放物检测仪器及机动车安全检测仪器的主要市场。伴随着我国汽车保有量近几年的快速增长，作为汽车后市场的主导产业，汽车维修业呈现快速增长的趋势。截至 2013 年底，我国汽车维修企业（含 4S 店）近 40 万家，其中一类和二类汽车维修企业（含 4S 店）近 10 万家。

1.2 行业增长前景

从国家产业政策以及相关行业的发展情况来看，公司所处的行业发展前景较为明朗：

人们对环保安全的日益重视，是行业发展的良好宏观环境。随着机动

车保有量的增加，机动车排放污染物对环境的影响日益显现，控制机动车尾气污染的治理已成为政府、相关企业和公众共同关心的问题。随着国家对机动车尾气污染问题的日益重视，机动车尾气检测标准将更加严格，从而带来了广阔的市场。

下游机动车行业的快速发展将推动机动车排放物及安全检测仪器行业的发展。2005-2013年，中国汽车年产量从570.77万辆增长到2,211.68万辆，2013年末中国汽车保有量达1.37亿辆，印度、巴西、印尼等国汽车行业也发展较快，为机动车排放物及安全检测产品提供了广阔的国内外市场。

我国对机动车排放物及安全检测产品的研发起步较晚，但经过多年的发展，我国机动车排放物及安全检测产品的研发与制造技术取得了较快的进步。使得国产机动车排放物及安全检测产品制造技术接近或达到国际先进水平，为将来进一步发展奠定了良好的基础。

1.3 行业特点

机动车排放物及安全检测仪器行业涉及光、机、电等跨行业、多学科各类技术，技术难度大，研发投入高，属于高技术含量的行业。

我国机动车排放物及安全检测仪器行业起步较晚，早期主要向国外先进企业购买核心部件（如：光学平台等）进行组装生产。但是，近年来，国内企业采用自主研发的方式，不断提高了技术水平，国内机动车排放物及安全检测仪器行业技术水平进步较快，目前少数国内企业可以利用自主知识产权生产核心部件（如：光学平台等），其技术水平已接近或达到国外先进水平。未来，高精度、智能化、系统化将成为机动车排放物及安全检测技术的发展方向。

此外，行业没有明显的区域性和周期性。

1.4 行业竞争结构及公司地位

在国内，机动车排放物及安全检测产品已从过去的主要由国外厂商供应发展为现在的基本由国内厂商供应，少数国内厂商还将产品出口到日本、澳大利亚、欧洲及南美等国家及地区。目前，国内厂商竞争主要体现在研究开发能力、产品质量、市场推广和销售服务体系等方面。废气分析仪、烟度计和前照灯检测仪等检测产品，由于其技术含量高，生产难度大，生产厂商相对较少，竞争程度相对较低，主要有南华仪器、佛山分析仪有限公司、浙大鸣泉科技等生产厂家。

在机动车排放物及安全检测系统的市场供应方面，早期市场上的检测仪器生产商仅生产仪器、不进行系统集成；此后，部分检测仪器生产商开始涉足生产安全检测系统和工况法系统。相对于系统集成商，检测仪器生产商掌握了核心部件检测仪器的生产技术，且销售网络成熟，直接拥有终端用户，在核心技术研发、成本控制、质量管理及售后服务等方面具有一定优势。

凭借在机动车排放物及安全检测领域的长期积累，公司在研发、核心技术、产品质量、成本、服务、客户资源与品牌等方面建立了市场竞争优势，已成为国内机动车排放物检测仪器、工况法系统、机动车安全检测仪器（前照灯检测仪）三大系列产品市场的主要供应商之一。

1.5 公司竞争优势

公司的竞争优势主要体现在：

1) 技术研发优势：公司将自主研发和掌握核心技术作为企业核心发展战略，经过十多年的培养和投入，已形成一支创新能力强、行业经验丰富、专业互补的近百人的研发团队。为保持公司技术行业领先优势，公司每年都保证有较为充足的研发投入。

2) 产品质量优势：公司按照 ISO9001 质量认证体系的要求建立了涵盖研发、采购、生产、检验、售后服务等全过程的质量管理体系，严格执行内部质量控制标准，实施全面质量管理战略。同时，公司从优选原材料入手，通过对产品进行适应性改良和生产工艺优化，使产品在准确度、稳定性、可靠性等方面达到了同行业领先水平。

3) 成本优势：通过对产品核心部件生产技术进行研究开发，公司不仅获得了相关的知识产权，而且通过应用这些知识产权，自主生产这些核心部件，代替进口采购，从而降低了产品生产成本，具有成本优势。

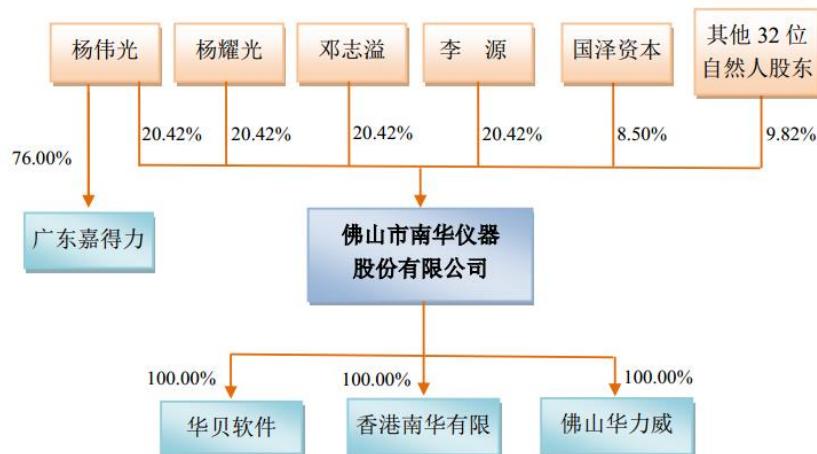
但公司在生产场地和产能以及资金实力上的不足也一定程度上制约了公司的快速发展。

二、公司分析及募集资金投向

2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

佛山市南华仪器股份有限公司由南华有限整体变更设立，承继了南华有限的全部资产、负债、权益，已完成了所有资产的产权变更手续。公司的主要发起人为杨耀光、邓志溢、李源、杨伟光等 36 名自然人股东。

图 2 公司股权结构图



数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

2.2 公司业务简况及收入利润结构变化

南华仪器目前已经形成了比较完整的产品体系，公司主要产品为机动车排放物检测仪器、机动车排放物检测系统、机动车安全检测仪器及机动车安全检测系统。

图 3 公司部分产品示意图



数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

2011 年-2014 年上半年的三年一期中，公司主营业务分别实现营业收入 1.03 亿元、1.11 亿元、1.25 亿元和 0.62 亿元，主营业务突出，均占全部收入的 100.00%。

从目前的产品分类看，公司主要产品为机动车排放物检测系统、机动车排放检测仪器、机动车安全检测仪器和前照灯检测仪，其合计销售收入占公司主营业务收入的比例超过 90%。报告期内，除公司进入机动车安全检测系统的研发外，公司产品结构未发生重大变化。公司产品中，机动车排放检测系统和机动车安全检测仪器最近几年保持了较快的增长，在我国节能减排标准及机动车安全性能关注度日益提高的背景下，市场空间在未来数年里仍会得到较大的扩展。

表 1：公司按产品分类的营业收入情况（万元）

项目	2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
机动车排放物检测系统	5,455.76	43.50%	4,141.37	37.17%	5,130.15	49.81%
机动车排放物检测仪器	2,641.78	21.06%	3,162.98	28.39%	2,646.76	25.70%
机动车安全检测仪器	1,444.16	11.51%	584.17	5.24%	59.57	0.58%
前照灯检测仪	2,167.94	17.29%	2,357.73	21.16%	1,727.23	16.77%
其他业务	832.49	6.64%	895.36	8.04%	736.57	7.15%
合计	12,542.13	100.00%	11,141.61	100.00%	10,300.28	100.00%

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

2.3 募集资金投向

本次发行所募集资金将分别用于以下项目：

表 2：公司的募集资金项目计划概况

序号	项目名称	建设期	预计投资总额 (万元)	运用募集资金 总额(万元)	投资收益率 (%)	静态投资回 收期(年)
1	年产 600 套机动车环保安全检测系统生产项目	1.5 年	9,588.67	9,588.67	29.87	4.82
2	年产 310 台(套)红外外烟气分析仪器及系统生产项目	1.5 年	2,898.89	2,898.89	32.51	4.63
3	企业研发中心建设项目	1.5 年	2,463.98	1,772.58	-	-
合计			14,951.54	14,260.14		

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

进一步考虑预计发行费用 2,150.00 万元，此次发行共需募集资金总额 16,410.14 万元，按照发行 1,020 万股，每股市需募集资金 16.08 元

年产 600 套机动车环保安全检测系统生产项目

机动车排放物及安全检测系统主要用于机动车排放物及安全检测，属国家政策鼓励发展的项目，完成后将建成年产机动车排放物检测系统 300 套、机动车安全检测系统 300 套的生产能力，为公司未来主营业务持续增长提供保障。项目建设周期安排为 1.5 年，项目达产后年均实现销售收入 14,100 万元、净利润 3,067 万元，投资收益率 29.87%，投资回收期（税后）为 4.82 年，财务内部收益率（税后）为 32.05%。

年产 310 台（套）红外烟气分析仪器及系统生产项目

项目产品属于仪器仪表行业，仪器仪表行业因其对国民经济各行各业影响的广度和深度，向来是国家重点发展的行业；同时，产品在环境保护及工业过程分析领域发挥着重要作用，符合国家相关产业政策要求。项目实施完成后，将新增红外烟气分析仪器及系统 310 套。项目建设周期安排为 1.5 年，达产后年均实现销售收入 4,600 万元、净利润 1,009 万元，投资收益率 32.51%，投资回收期（税后）为 4.63 年，财务内部收益率（税后）为 36.95%。

企业研发中心建设项目

项目实施后，将建成气体分析光学平台实验室、联网控制系统及远程监控系统实验室、产品运输及使用环境条件实验室、光学校准实验室等一批实验室及设施。开展机动车排放物及安全检测仪器及系统、红外烟气分析仪器及系统等相关产品的研究开发，构建具有国际先进水平的研发创新平台，为公司持续发展提供强有力的技术支持。

三、财务状况和盈利预测

3.1 综合毛利率稳步上升

2011-2013 年，公司分别实现毛利为 4,805.61 万元、5,499.54 万元和 6,466.27 万元，2012 年和 2013 年分别实现了 14.44% 的增长和 17.58% 的增长。报告期，机动车排放物检测系统的毛利、机动车排放物检测仪器的毛利和前照灯检测仪的毛利占毛利总额的比重分别在 30%、20% 和 20% 以上，是公司毛利的主要来源。公司在前照灯检测仪的基础上开发了机动车安全检测系统，并于 2011 年末开始对外销售，已成为公司新的盈利增长点；未来随着募投项目的投产，工况法系统和机动车安全检测系统的毛利将进一步增加，红外烟气分析仪也将成为公司新的利润增长点。

同期公司综合毛利率呈现稳步上升的趋势，分别为 46.66%、49.36% 和 51.56%。毛利率上升的主要原因是除了机动车安全监测仪器外，其他主要产品的毛利率均保持稳定增长。

表 3：公司主要产品毛利率

项目	2013 年	增长率	2012 年	增长率	2011 年
1、营业收入(单位: 万元)					
机动车排放物检测系统	5455.76	31.74%	4141.37	-19.27%	5130.15
机动车排放物检测仪器	2641.78	-16.48%	3162.98	19.50%	2646.76
机动车安全检测仪器	1444.16	147.22%	584.17	880.64%	59.57
前照灯检测仪	2167.94	-8.05%	2357.73	36.50%	1727.23
其他业务	832.49	-7.02%	895.36	21.56%	736.57
合计	12542.13	12.57%	11141.61	8.17%	10300.28
2、营业成本(单位: 万元)					
机动车排放物检测系统	2821.28	18.34%	2384.01	-20.95%	3015.99
机动车排放物检测仪器	1123.98	-21.52%	1432.17	10.96%	1290.71
机动车安全检测仪器	844.84	147.76%	340.99	934.56%	32.96
前照灯检测仪	999.05	-6.33%	1066.56	19.63%	891.58
其他业务	286.71	-31.46%	418.33	58.80%	263.43
合计	6075.86	7.69%	5642.06	2.68%	5494.67
3、毛利(万元)					
机动车排放物检测系统	2634.48	49.91%	1757.36	-16.88%	2114.16
机动车排放物检测仪器	1517.80	-12.31%	1730.81	27.64%	1356.05
机动车安全检测仪器	599.32	146.45%	243.18	813.87%	26.61
前照灯检测仪	1168.89	-9.47%	1291.17	54.51%	835.65
其他业务	545.78	14.41%	477.03	0.82%	473.14
合计	6466.27	17.58%	5499.55	14.44%	4805.61
4、毛利率(%)					
机动车排放物检测系统	48.29%		42.43%		41.21%
机动车排放物检测仪器	57.45%		54.72%		51.23%
机动车安全检测仪器	41.50%		41.63%		44.67%
前照灯检测仪	53.92%		54.76%		48.38%
其他业务	65.56%		53.28%		64.24%
合计	51.56%		49.36%		46.66%

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

3.2 主营业务和净利润持续提升 公司经营情况良好

公司营业收入从 2011 年的 1.03 亿元增加到 2013 年的 1.25 亿元，2012 年和 2013 年分别实现了 8.17% 和 12.57% 的增长。2012 年收入增长的原因主要是由于机动车排放物检测仪器、前照灯检测仪和机动车安全检测系统销售收入增加；2013 年收入增长的原因主要是由于工况法系统和机动车安全检测系统销售收入增加。总体上看，多数产品销售单价稳定，收入增长主要来自销量的增加。

同期公司分别实现归母公司净利润 2,402.68 万元、2,489.87 万元和 2,878.97 万元，2012 年和 2013 年同比增长 3.63% 和 15.63%，说明公司业绩具备持续增长的能力。

3.3 资产周转能力优于行业平均水平

公司 2013 年的应收账款周转率 5.77，高于行业可比公司中位数 1.43，公司应收账款平均余额较低，导致应收账款周转率均大幅高于同行业可比公司水平。

公司 2013 年的存货周转率 1.84，高于行业可比上市公司中值 1.50，公司存货平均余额较低，导致存货周转率均高于同行业可比公司平均水平。

表 4：同行业重点上市公司营运能力比较（单位：次/年）

证券代码	证券简称	应收账款周转率			存货周转率		
		2013A	2012A	2011A	2013A	2012A	2011A
300203.SZ	聚光科技	1.43	1.37	1.48	1.50	1.51	1.84
002214.SZ	大立科技	1.13	1.22	1.23	0.48	0.56	0.47
002658.SZ	雪迪龙	2.24	2.19	2.76	2.25	1.82	1.93
行业可比上市公司中值		1.43	1.37	1.48	1.50	1.51	1.84
300417.SZ	南华仪器	5.77	6.98	8.58	1.84	1.98	1.81

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

3.4 主要资产偿债能力较强

公司 2013 年的流动比率 5.68，低于行业可比上市公司中值 5.87。公司 2013 年的速动比率 4.28，高于行业可比上市公司中值 3.60，表明公司资产流动性较强。2012 年公司流动负债有所减少，而流动资产增长，因此流动比率和速动比率同比上升。2013 年末公司应付账款、预收账款增加使得流动负债增加，导致公司流动比率和速动比率与 2012 年末相比略有下降。

公司 2013 年的资产负债率 14.95%，明显低于行业可比上市公司中值 20.39%。2012 年经营利润增加使净资产增加，同时流动负债有所减少，导致公司资产负债率同比有所下降。2013 年公司经营利润增加使年末净资产增加，但是公司年末应付账款、预收账款增加导致流动负债增加比例更多，带来资产负债率的上升。

表 5：同行业上市公司偿债能力比较

证券代码	证券简称	流动比率			速动比率			资产负债率(%)		
		13A	12A	11A	13A	12A	11A	13A	12A	11A
300203.SZ	聚光科技	4.53	4.00	3.55	3.60	3.30	3.07	20.39	21.31	24.59
002214.SZ	大立科技	5.87	2.51	2.42	3.37	1.44	1.26	38.28	34.92	35.46
002658.SZ	雪迪龙	7.37	11.39	3.87	6.27	10.18	2.90	12.30	8.05	21.84
行业可比上市公司中值		5.87	4.00	3.55	3.60	3.30	2.90	20.39	21.31	24.59
300417.SZ	南华仪器	5.68	6.30	4.17	4.28	4.91	3.10	14.95	12.87	21.09

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

3.5 盈利预测及主要假设

- 1) 各业务的毛利率基本维持在目前水平，不出现大范围、大幅度的降价；
- 2) 募投项目进展顺利，下游需求依然较好，我们预计 2016 年开始募投项目将陆续释放产能。

基于以上假设，我们预计 2014-2016 年归属于母公司的净利润分别为 3,018 万元、3,275 万元和 4,581 万元，同比增长 4.84%、8.50% 和 39.89%。假定公司发行 1,020 万股新股，则公司总股本为 4,080 万股，相应的稀释后每股收益为 0.74 元、0.80 元和 1.12 元。

四、风险因素

4.1 行业政策变化的风险

公司产品为机动车环保和安全检测设备，主要用于机动车的日常检修和定期检测，机动车环保和安全检测需求主要受机动车保有量和检测周期影响。行业政策变化及国内汽车检测需求量的减少可能使机动车环保和安全检测设备的市场需求减少，导致机动车环保和安全检测设备的市场未来需求波动，给公司经营带来不利影响。

4.2 机动车环保检测标准变化的风险

机动车排放物及安全检测产品是伴随机动车检测需求的发展而兴起，机动车排放物及安全检测产品行业的快速发展一定程度上源于机动车尾气排放限值等相关标准的持续提升。未来，国家关于机动车尾气排放标准可能会进一步提高，如果公司现有产品不能适应尾气排放标准提高所带来的市场需求，或者对未来技术、产品及市场发展趋势的把握出现偏差，将导致公司产品需求减少。

4.3 新能源电动汽车快速增加带来的风险

尽管目前新能源电动汽车的产销量很小，其保有量占比也很低，但是随着新能源电动汽车技术的不断发展，未来电动汽车保有量可能会快速增长。新能源电动汽车的检测方式与传统汽车的检测方式差异较大，如果未来新能源电动汽车保有量快速增加且占机动车保有量的比例大幅提高，但公司产品研发进度不能与市场需求发展保持同步，则可能导致产品市场需求减少，对公司的经营产生不利影响。

五、估值及定价分析

5.1 国内/国际同类公司比较分析

基于已公布的 2013 年业绩和 2014 年预测业绩的均值，可比上市公司 13 年、14 年平均市盈率为 57.22 倍、44.35 倍。

表 6 国内可比公司估值

证券代码	证券简称	股价	EPS			PER(倍)			PB
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	
300203.SZ	聚光科技	20.10	0.35	0.45	0.59	57.22	44.35	34.28	4.79
002214.SZ	大立科技	22.82	0.15	0.34	0.56	154.51	67.43	40.62	10.87
002658.SZ	雪迪龙	27.73	0.49	0.73	0.96	56.84	38.03	28.86	6.46
行业可比上市公司中值						57.22	44.35	34.28	6.46

数据来源：Wind 资讯，上海证券研究所（对应股价为 2015-1-12 日收盘价）

5.2 公司合理的估值水平及价格区间

公司的竞争优势有：1) 技术研发优势；2) 产品质量优势；3) 成本优势。我们认为给予公司 14 年每股收益 40 倍市盈率这一估值水平较为合理，以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值区间为 26.90-32.28 元，相对于 2014 年的动态市盈率（发行后摊薄）为 36.36-43.64 倍。

在老股不进行转让的前提下，新股发行价格由项目资金需求量、新股发行费用和新发股数确定。假定公司发行 1020 万股新股，则公司总股本为 4080 万股，公司本次募集资金总额为 1.64 亿元，据此推算发行价格为 16.08 元，对应 2014 年动态市盈率 21.75 倍。

附表 1 公司损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	11,142	12,542	13,948	15,597	23,810
二、营业总成本	8,518	9,383	10,662	12,041	18,731
营业成本	5,642	6,076	7,036	7,985	12,563
营业税金及附加	119	115	126	140	214
销售费用	1,118	1,388	1,562	1,747	2,667
管理费用	1,713	1,919	2,106	2,355	3,595
财务费用	-111	-155	-209	-234	-357
资产减值损失	37	40	42	47	49
三、其他经营收益	0	0	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
四、营业利润	2,624	3,159	3,286	3,556	5,079

加：营业外收入	282	205	279	312	327
减：营业外支出	21	11	14	16	16
五、利润总额	2,885	3,353	3,551	3,853	5,389
减：所得税	395	474	533	578	808
六、净利润	2,490	2,879	3,018	3,275	4,581
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	2,490	2,879	3,018	3,275	4,581
七、摊薄每股收益(元)	0.61	0.71	0.74	0.80	1.12

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

分析师承诺

分析师 王昊

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。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

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其中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
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	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其中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
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	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，任何机构和个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。