

日期: 2015年2月9日  
 行业: 生态保护和环境治理业



冀丽俊  
 021-53519888-1921  
 jilijun@shzq.com  
 执业证书编号: S0870510120017

IPO 价格 RMB10.00 元  
 上市合理定价 RMB19.70-23.64 元

**基本数据 (IPO)**  
 发行数量 (百万股) 15.50  
 发行后总股本 (百万股) 62.00  
 发行数量占发行后总股本 25.00%  
 发行方式 网上定价申购  
 网下询价配售  
 保荐机构 国金证券

**主要股东 (发行前)**  
 王双飞 32.54%  
 盈富创投 17.93%  
 达晨财富 14.94%

**收入结构 (2014)**  
 水污染末端治理 79.94%  
 水污染前端控制 7.66%

报告编号: JLJ15-NSP02  
 首次报告日期: 2015年2月9日

# 水污染治理整体解决方案提供商

## ■ 投资要点:

### 水污染治理整体解决方案提供商

公司系水污染治理整体解决方案提供商,为国家火炬计划重点高新技术企业,致力于为客户提供系统方案设计、系统集成、关键设备设计制造、工程施工、项目管理及其他技术服务等,核心业务包括高浓度有机废水厌氧处理及难降解废水深度处理、重金属污染治理、制浆造纸清洁漂白二氧化氯制备等。

### 募投项目提高产能

公司本次发行募集资金将增资投入环保设备制造基地扩建技术改造项目、技术研发中心建设项目和偿还银行贷款及补充流动资金项目。本次募集资金运用将围绕主业进行,增加产能,另外辅以补充流动资金,以增强公司的综合竞争能力。

### 盈利预测

根据募投项目建设进度情况,我们预计 2015、2016 年归属于母公司的净利润分别为 4072 万元和 4575 万元,同比增速分别为 30.24% 和 12.36%,相应的稀释后每股收益为 0.66 元和 0.74 元。

### 定价结论

本次拟发行股份 1550 万股,发行后总股本 6200 万股,公司发行价格为 10.00 元/股。综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司的成长性,我们认为给予公司合理估值定价为 19.70-23.64 元,对应 2015 年每股收益的 30-36 倍市盈率。

## ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.万元)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	206	280	306	344
年增长率	-7.06%	35.89%	9.26%	12.16%
归属于母公司的净利润	28	31	40.72	45.75
年增长率	-16.75%	11.63%	30.24%	12.36%
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.45	0.50	0.66	0.74

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

### ● 公司的行业分类及简况

公司系水污染治理整体解决方案提供商，为国家火炬计划重点高新技术企业，致力于为客户提供系统方案设计、系统集成、关键设备设计制造、工程施工、项目管理及其他技术服务等，核心业务包括高浓度有机废水厌氧处理及难降解废水深度处理、重金属污染治理、制浆造纸清洁漂白二氧化氯制备等。涉及的行业客户主要包括制浆造纸、制糖、淀粉、酒精、制药、重金属污染治理等。公司在实施具体项目工程过程中，根据污水特点和处理要求，向客户提供污染治理设施集成系统或实施环境修复工程，并设计制造有针对性的或定制化的污水处理设备，其中主要核心技术设备系统有上流式多级处理厌氧反应器（UMAR）、上流式多相废水处理氧化塔（UHOFe）和二氧化氯制备系统等。公司属于生态保护和环境治理业。

公司是国家火炬计划重点高新技术企业、广西壮族自治区高新技术企业、广西创新型企业、广西技术创新示范企业，拥有自治区级企业技术中心、国家认可委员会认可检测中心，并获准建有“博士后科研工作站”和“院士专家企业工作站”，还被认定为“南宁市环保设备研发人才小高地”、“南宁市水污染治理工程技术研究中心”、南宁“高新区知识产权示范企业”、“南宁市工业水污染治理国际科技合作基地”、“广西清洁化制浆造纸与污染控制人才小高地”，截至 2014 年 12 月 31 日已取得专利证书的专利达到 58 项（不含子公司），其中发明专利 12 项，实用新型 46 项。

图 1 公司水污染治理业务分类情况



资料来源：WIND 资讯，公司招股意向书等；

### ● 行业增长前景

近年来，随着国民经济发展和人们生活水平不断提高，我国废水排放总量不断增大，其中主要系生活废水排放量不断攀升。如下图所示，2004 年，全国生活污水排放量为 261.3 亿吨，而到 2012 年，生活污水排放量已达到 462.7 亿吨，较 2004 年增加了 77.08%。工业废水方面，由于近年来国

家对环境污染的治理力度和资金投入不断加大，工业废水排放量基本保持稳定，如 2004 年，我国工业废水排放量为 221.1 亿吨，到 2012 年，排放量为 221.6 亿吨，排放量略微增加。进入“十二五”期间，随着我国《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》和《国家环境保护“十二五”规划》相继颁布，这将为环保产业在“十二五”期间的发展提供强大助力。根据《“十二五”工业废水治理投资需求超 1200 亿》8 报道，“十二五”期间，我国全社会环保投资需求约为 3.4 万亿元，其中全国工业废水治理领域的投资需求将达 1,292 亿元，较“十一五”期间将增长 57.37%。工业废水处理投资需求的快速增长，将为公司未来进一步壮大提供了重大发展机遇。

### ● 行业竞争结构及公司的地位

公司为水污染治理整体解决方案提供商，主要涉及水污染末端治理和水污染前端控制等领域，核心业务包括高浓度有机废水厌氧处理、难降解废水深度处理、重金属污染治理和制浆造纸清洁漂白二氧化氯制备等，所属细分市场可分为高浓度有机废水处理市场、重金属污染治理市场、制浆造纸清洁漂白市场。

就市场整体而言，我国废水处理市场以民营企业居多，企业规模普遍较小，市场集中度比较低，缺乏行业领导者，能够提供成套设备及系统解决方案的企业很少，大多数企业以提供成熟的单机产品为主，综合竞争能力较弱。利用国外先进技术的合资企业是这个领域的重要组成部分，且占据了行业高端市场。

受资金和技术条件的制约，行业内企业的创新能力普遍不足，但少数企业凭借其自身拥有的技术优势，在某些细分市场形成了一定的市场竞争优势。如公司凭借多年的研发和实践经验，不仅为客户提供整体解决方案，还将上流式多级处理厌氧反应器（UMAR）、上流式多相废水处理氧化塔（UHOFe）两款核心设备成功实现产业化，在高浓度有机废水厌氧处理和难降解废水深度处理领域形成了较强的市场竞争优势。

(1) 厌氧处理方面，目前竞争对手存在的成熟工艺方法主要为 IC 厌氧反应器技术和 EGSB 厌氧反应器技术。该两种成熟工艺方法与公司的 UMAR 厌氧保能源股份有限公司。

(2) 难降解废水的深度处理方面，目前竞争对手主要存在的成熟工艺方法主要为东莞市水星环保科技有限公司的流体化床 fenton 深度氧化反应器技术。该公司的总部在台湾，是较早将 fenton 流化床技术应用于中国大陆地区的环保公司，是该领域的领先者。

(3) 重金属废水处理方面，目前的治理技术有化学法、物理化学法及生物法三种。公司采用的重金属废水处理工艺“氧化还原法+整合絮凝沉淀

“逆流连续砂滤”亦属于上述工艺范畴。目前，在重金属废水治理领域，公司的主要竞争对手为中国节能环保集团公司、湖南凯天重金属污染治理工程有限公司、湖南永清环保股份有限公司、北京高能时代环境技术股份有限公司、北京建工环境修复股份有限公司等，上述竞争对手均有各自在重金属废水治理领域的技术体系，一般是根据废水中重金属浓度、存在的形态以及不同来源废水的特性，采用不同的技术处理。

(4) 制浆造纸清洁漂白二氧化氯制备领域，目前竞争对手存在的成熟工艺方法主要为甲醇还原法二氧化氯制备工艺和综合法二氧化氯制备工艺。其中甲醇还原法二氧化氯制备系统国外供应商主要为加拿大 ERCO 公司和瑞典 EKA 公司，国内竞争对手主要是成都锦兴绿源环保科技有限公司和山大华特科技股份有限公司。目前，世界上综合法二氧化氯制备系统供应商主要为加拿大 Chemetics 公司。

## 二、公司分析及募集资金投向

### ● 公司历史沿革及股权结构简况

公司是由广西博世科环保科技有限公司整体变更设立的股份有限公司。王双飞、宋海农、杨崎峰和许开绍为公司共同实际控制人。截至本招股说明书签署日，上述四人合计持有公司 48.51% 的股份，其中王双飞持有公司 32.54% 的股份，为公司第一大股东。

本次拟发行股份 1550 万股，发行后总股本 6200 万股，公司发行价格为 10.00 元/股。

表 1 公司的股东结构情况

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数(万股)	持股比例%	持股数(万股)	持股比例%
1	王双飞	1513.305	32.54	1513.305	24.41
2	盈富创投	833.814	17.93	833.814	13.45
3	达晨财富	694.881	14.94	694.881	11.21
4	杨崎峰	247.5	5.32	247.5	3.99
5	许开绍	247.5	5.32	247.5	3.99
6	宋海农	247.5	5.32	247.5	3.99
7	其他股东	865.5	18.61	865.5	13.96
8	社会公众股	-	-	1550	25.00
	合计	4650	100.00	6200	100.00

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

表 2 收入构成情况 单位：万元、%

	2014 年度		2013 年度		2012 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	28,031.42	100.00	20,611.70	99.92	21,671.15	97.64
其他业务收入	-	-	16.38	0.08	524.03	2.36
合计	<b>28,031.42</b>	<b>100.00</b>	<b>20,628.08</b>	<b>100.00</b>	<b>22,195.18</b>	<b>100.00</b>

资料来源: WIND 资讯, 公司招股意向书等

表 3 成本构成情况 单位: 万元、%

	2013 年度		2012 年度		2011 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务成本	18,672.40	100.00	13,212.28	99.90	14,234.84	97.49
其他业务成本	-	-	13.18	0.10	366.79	2.51
合计	<b>18,672.40</b>	<b>100.00</b>	<b>13,225.45</b>	<b>100.00</b>	<b>14,601.63</b>	<b>100.00</b>

资料来源: WIND 资讯, 公司招股意向书等

表 4 主营业务收入分产品明细 单位: 万元、%

产品系列	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
1 水污染末端治理	22,408.06	79.94	15,555.80	75.47	17,354.38	80.08
其中: 设备系统集成	15,088.35	53.83	14,470.00	70.20	8,041.71	37.11
建造工程	7,319.71	26.11	1,085.80	5.27	9,312.67	42.97
2 水污染前端控制	2,148.32	7.66	3,103.15	15.06	2,248.00	10.37
3 专业技术服务	1,267.48	4.52	837.05	4.06	2,068.77	9.55
4 其他	2,207.56	7.88	1,115.71	5.41	-	-
主营业务收入合计	<b>28,031.42</b>	<b>100.00</b>	<b>20,611.70</b>	<b>100.00</b>	<b>21,671.15</b>	<b>100.00</b>

资料来源: WIND 资讯, 公司招股意向书等

表 5 主营业务毛利分产品明细 单位: 万元、%

产品系列	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
1 水污染末端治理	7,498.85	80.12	5,688.68	76.88	5,842.51	78.57
其中: 设备系统集成	5,190.64	55.46	5,257.09	71.05	2,620.96	35.25
建造工程	2,308.21	24.66	431.59	5.83	3,221.56	43.32
2 水污染前端控制	694.15	7.42	1,048.12	14.16	657.76	8.85
3 专业技术服务	505.71	5.40	259.04	3.50	936.04	12.59
4 其他	660.31	7.06	403.59	5.45	-	-
合计	<b>9,359.02</b>	<b>100.00</b>	<b>7,399.43</b>	<b>100.00</b>	<b>7,436.31</b>	<b>100.00</b>

资料来源: WIND 资讯, 公司招股意向书等

表 6 主要产品的毛利率情况

主要产品	2014 年度	2013 年度	2012 年度
水污染末端治理	33.46%	36.57%	33.67%

其中：设备系统集成	34.40%	36.33%	32.59%
建设工程	31.53%	39.75%	34.59%
水污染前端控制	32.31%	33.78%	29.26%
专业技术服务	39.90%	30.95%	45.25%
其他	29.91%	36.17%	-
主营业务综合毛利率	33.39%	35.90%	34.31%

资料来源：WIND 资讯，公司招股意向书等

### ● 募投项目

公司本次发行募集资金将增资投入环保设备制造基地扩建技术改造项目、技术研发中心建设项目和偿还银行贷款及补充流动资金项目。本次募集资金运用将围绕主业进行，增加产能，另外辅以补充流动资金，以增强公司的综合竞争能力。

表 7 募集资金项目 单位：万元

序号	项目名称	建设期	计划投资总额	募集资金投入额
1	环保设备制造基地 扩建技术改造项目	1 年	10,875.68	4,000.00
2	技术研发中心建设 项目	8 个月	2,923.90	500.00
3	偿还银行贷款及补 充流动资金项目	-	18,000.00	7,950.00
	合计		31,799.58	12,450.00

资料来源：公司招股意向书

环保设备制造基地扩建技术改造项目建成后主要生产制造上流式多级处理厌氧反应器（UMAR）和上流式多相废水处理氧化塔（UHOFe），达产后新增上流式多级处理厌氧反应器（UMAR）和上流式多相废水处理氧化塔（UHOFe）产能各 30 套/年。截至 2014 年 12 月 31 日，公司已签约尚未完工水污染末端治理业务合同金额 62,974.03 万元（含已中标项目金额）。根据项目可行性研究报告，项目建设期一年，建成后第一年达产 70%，第二年 100% 达产，如 2015 年为建设期，2017 年 100% 达产后，新增销售收入为 19,230.90 万元。因此，从公司目前的技术实力、市场容量来看，本项目的产能消化是有较好保障的。

## 三、公司财务状况及盈利预测

### ● 业绩预测

根据募投项目建设进度情况，我们预计 2015、2016 年归母公司的净利润分别为 4072 万元和 4575 万元，同比增速分别为 30.24% 和 12.36%，相应的稀释后每股收益为 0.66 元和 0.74 元。

表 8 公司损益简表及预测 (单位: 万元人民币)

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>一、营业总收入</b>	206	280	306	344
<b>二、营业总成本</b>	178	248	258	290
营业成本	132	187	204	229
营业税金及附加	2	5	5	5
销售费用	8	11	11	13
管理费用	25	27	31	34
财务费用	9	10	8	9
<b>三、其他经营收益</b>				
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	-2	-0	0	0
汇兑净收益	0	0	0	0
<b>四、营业利润</b>	26	32	48	54
加: 营业外收入	5	3	0	0
减: 营业外支出	1	0	0	0
<b>五、利润总额</b>	30	35	48	54
减: 所得税	2	3	7	8
<b>六、净利润</b>	28	31	41	46
减: 少数股东损益	0	-0	0	0
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	28	31	41	46
<b>总股本 (百万股)</b>	62.00	62.00	62.00	62.00
<b>七、每股收益:</b>	0.45	0.50	0.66	0.74

资料来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

## 四、风险因素

### 经营业绩下滑的风险

截至 2014 年 12 月 31 日, 公司已签约尚未完工的合同金额 89,984.36 万元 (含已中标项目金额); 若公司将来承接水污染治理业务合同量下降, 或相关已签约合同不能如约履行, 将可能导致公司业绩出现下滑, 与此同时, 如果公司未来进一步增加银行借款, 或应收账款回款不及预期而大量增加坏账, 将可能导致公司业绩进一步下降, 甚至引发公司上市当年营业利润较上一年大幅下滑 50% 以上的风险。此外, 若公司出现本节中所列示的一项风险因素, 或多项风险因素同时发生时, 亦有可能引发公司上市当年营业利润较上一年大幅下滑 50% 以上的风险。

### 营运资金不足导致的风险

公司主要以承接环保工程的方式开展上述业务, 公司以 EP/EPC 模式承接的项目执行周期较长, 从参加项目的招投标到最后收回质保金, 一般情况下需要 2 年左右, 对公司营运资金的储备要求较高。此外, 报告期内,

公司已承接采用 BT 模式的项目，若公司同时承建多个 BT 或 BOT 工程项目，则将进一步加大公司对营运资金的需求。

截至 2014 年末，公司资产负债率（母公司）为 63.59%。为进行债务融资，公司已将主要房屋、部分土地使用权等资产用于担保。公司其余资产主要为货币资金、应收款项、存货等，使得公司可用于担保贷款的资产较少，公司进一步取得银行信贷资金的能力有限。未来，若公司业务快速增长，现有营运资金将可能无法满足业务增长的需求，公司存在营运资金不足的风险。

#### 项目回款风险

公司收入主要来自环保工程，环保工程项目具有阶段性收款的业务特点。当项目已确认收入但尚未取得相应回款时则形成应收账款（BT 项目根据完工进度相应确认为长期应收款）。随着公司经营规模的扩大和项目的增多，报告期各期末公司的应收账款、长期应收款（含列示在“一年内到期的非流动资产”的长期应收款）金额较大。

2012 年末至 2014 年末，公司应收账款净额分别为 10,134.12 万元、12,459.41 万元和 21,257.18 万元；公司长期应收款账面价值（含列示在“一年内到期的非流动资产”的长期应收款）分别为 9,112.67 万元、8,485.74 万元和 6,863.19 万元，两者合计占当期期末资产总额的比例分别为 56.26%、47.33% 和 47.21%，占比较高。上述应收款项对公司形成了较大程度的资金占用，并影响到公司资金周转，若相应款项不能按照合同约定及时回收，将可能对公司的经营状况和盈利能力产生重大不利影响。

#### 依赖主要项目的风险

报告期内，由于公司以承接环保工程的方式开展业务，且目前整体经营规模不大，由此导致大型项目业务收入对公司主营业务收入影响较大，存在公司主营业务收入依赖于少数主要项目的特点。2012 年、2013 年和 2014 年，收入确认金额较大的前五大主要项目合计收入占当期主营业务收入的比例分别为 62.26%、29.84% 和 45.72%。在公司目前整体经营规模不大的情况下，合同金额较大的大型项目对公司业绩贡献影响较大，如果出现大型项目数量减少或单个项目合同金额大幅降低，将可能导致公司主营业务收入下降，进而引发业绩下滑，因此，公司存在依赖主要项目的风险。

#### 重大经营合同实施风险

截至 2014 年 12 月 31 日，公司已签约未履行完毕项目合同金额为 89,984.36 万元，其中，亿元级项目 4 个，千万元级项目 6 个，公司大型项目具有区域分布广、建设周期长、施工环节多、前期垫资金额较大等特征，由此给公司的经营管理带来一定的风险。



### 采用 BT/BOT 模式承接项目的风险

报告期内，公司已采用 BT 模式承接了大湖 BT 项目、宁远县七里岗垃圾简易堆放场封场工程等项目。未来，公司可能仍会采用 BT 或 BOT 模式承接项目，而 BT/BOT 项目合同金额一般都较大，其中，BT 模式具有要求公司对项目投入资金进行垫资，待项目完成后一段时间内再由业主方回购的业务特点；BOT 模式需要建设方对项目进行垫资，项目完成后由建设方在一段时间内通过运营管理收回投资并获取利润。采用 BT/BOT 模式实施大型水污染治理工程对公司的资金实力、项目组织实施能力和技术保障能力要求更高，公司采用 BT/BOT 模式承接项目存在一定的财务风险、业绩波动风险和组织管理风险等。

## 五、估值及定价分析

### ● 同类公司的比较

基于 2014、2015 年预测业绩的均值，同行业重点上市公司 2014、2015 年平均动态市盈率 48.67 倍、33.91 倍；最近上市的十家创业板企业中，2014 年、2015 年平均市盈率为 65.70 倍、54.07 倍。

表 9 同行业上市公司估值比较

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E
300070.Sz	碧水源	31.93	0.53	0.78	1.11	1.52	60.77	40.69	28.67	21.05
300262.Sz	巴安水务	21.38	0.17	0.24	0.33	0.50	127.14	89.21	63.88	42.59
300172.Sz	中电环保	21.25	0.34	0.41	0.51	0.64	62.64	51.99	41.28	33.25
300190.Sz	维尔利	29.27	0.39	0.17	0.56	0.86	74.92	176.40	51.99	34.19
300055.Sz	万邦达	45.54	0.40	0.57	0.79	1.18	113.02	79.41	57.53	38.48
	平均						87.70	87.54	48.67	33.91

资料来源：Wind 上海证券研究所

表 10 最近上市创业板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E
300410.SZ	正业科技	31.53	0.70	0.55	0.58	0.63	45.36	57.74	54.05	49.79
300411.SZ	金盾股份	30.50	0.50	0.59	0.66	0.85	60.56	51.73	46.19	36.05
300412.SZ	迦南科技	39.18	0.68	0.65	0.75	0.89	57.77	60.26	52.25	44.17
300413.SZ	快乐购	35.05	0.35	0.46	0.40	0.47	99.45	76.02	86.76	74.77
300364.SZ	中文在线	30.80	0.45	0.37	0.40	0.50	67.94	82.36	77.33	61.91
300415.SZ	伊之密	33.77	0.63	0.66	0.63	0.82	53.25	51.45	53.54	41.17
300416.SZ	苏试试验	39.15	0.59	0.58	0.57	0.72	66.50	67.09	68.23	54.63
300417.SZ	南华仪器	49.17	0.61	0.71	0.74	0.88	80.57	69.68	66.51	55.77
300418.SZ	昆仑万维	75.07	0.78	1.56	1.23	1.61	96.26	48.22	61.09	46.49

2015 年 2 月 9 日

300419.SZ	浩丰科技	118.35	1.14	1.26	1.30	1.56	103.57	93.73	91.04	75.93
	平均						73.12	65.83	65.70	54.07

资料来源: Wind 上海证券研究所

- **公司可给的估值水平及价格区间**

综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司的成长性,我们认为给予公司合理估值定价为 19.70-23.64 元,对应 2015 年每股收益的 30-36 倍市盈率。

## 分析师承诺

分析师 冀丽俊

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

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$
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。

## 免责声明

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声明具有修改权和最终解释权。