

日期: 2015 年 2 月 10 日

行业: 建筑业-建筑装饰业



冀丽俊

021-53519888-1921

jilijun@shzq.com

执业证书编号: S0870510120017

IPO 价格 RMB17.20 元
上市合理定价 RMB27.05-32.46 元

基本数据 (IPO)

发行数量 (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	网上定价申购 网下询价配售
保荐机构	东吴证券

主要股东 (发行前)

柯利达集团	51.11%
顾益明	12.73%
顾敏荣	8.22%

收入结构 (2014)

建筑幕墙	64.45%
公共建筑装饰	34.33%
设计业务	1.21%

报告编号: JIJ15-NSP04

首次报告日期: 2015 年 2 月 10 日

内外装并进的建筑装饰公司

■ 投资要点:**内外装并进的建筑装饰公司**

公司主营业务为建筑幕墙与公共建筑装饰工程的设计与施工。公司以“建筑幕墙+公共建筑装饰”共同发展为业务发展模式,具备建筑幕墙设计、生产、施工与公共建筑内装设计、施工协同发展的产业链,同时布局内、外装业务顺应了城市化及建筑装饰市场发展的需求。公司具备国家住建部颁发的《建筑幕墙工程专业承包壹级》、《建筑装饰装修工程专业承包壹级》、《钢结构工程专业承包壹级》、《金属门窗工程专业承包壹级》等 4 项施工壹级资质证书,《建筑幕墙工程设计专项甲级》、《建筑装饰设计专项甲级》等 2 项设计甲级资质证书。公司是行业内同时具备上述资质的少数企业之一。

募投项目提高产能

募集资金将增资投入建筑幕墙投资项目、建筑装饰用木制品工厂化生产项目、柯利达设计研发中心建设项目、企业信息化建设项目和补充其他与主营业务相关的营运资金项目。募投项目有利于扩大公司产品产能,改善公司的财务状况,为公司进一步提升内、外装业务承接能力、打造完备的“大装饰”产业链提供良好的基础。

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 1.08 亿元和 1.21 亿元,同比增速分别为 33.95%和 21.47%,相应的稀释后每股收益为 0.90 元和 1.01 元。

定价结论

公司拟发行股份 3000 万股,发行后总股本 12000 万股,公司发行价格为 17.20 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 27.05-32.46 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	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,708	1,844	1,956	2,125
年增长率	50.47%	7.99%	6.03%	8.66%
归属于母公司的净利润	97	92	108	121
年增长率	50.27%	-5.02%	17.50%	11.52%
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.81	0.77	0.90	1.01

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和重要声明。

一、行业背景

● 公司的行业分类及简况

公司主营业务为建筑幕墙与公共建筑装饰工程的设计与施工。公司以“建筑幕墙+公共建筑装饰”共同发展为业务发展模式，具备建筑幕墙设计、生产、施工与公共建筑内装修设计、施工协同发展的产业链，同时布局内、外装业务顺应了城市化及建筑装饰市场发展的需求。

公司具备国家住建部颁发的《建筑幕墙工程专业承包壹级》、《建筑装饰装修工程专业承包壹级》、《钢结构工程专业承包壹级》、《金属门窗工程专业承包壹级》等 4 项施工壹级资质证书，《建筑幕墙工程设计专项甲级》、《建筑装饰设计专项甲级》等 2 项设计甲级资质证书。公司是行业内同时具备上述资质的少数企业之一。

公司以“为城市经典留影，专筑精品工程”为建筑装饰理念，成立至今，公司承接项目获得包括鲁班奖、全国建筑装饰奖以及全国建筑装饰科技示范工程奖、全国建筑装饰科技创新成果奖在内的国家级奖项 101 项，省级奖项 163 项，市级奖项百余项，树立了良好的工程业绩口碑。公司所属行业为建筑业中的建筑装饰行业。

表 1 公司主营业务情况

业务类别	业务情况
建筑幕墙业务	集建筑幕墙系统的设计、材料采购、生产制造、现场装配等，主要从事城市公共建筑及高端住宅幕墙工程，为客户提供幕墙系统整体解决方案，主要幕墙产品包括单元式、构件式幕墙等。
公共建筑装饰业务	集室内设计、施工、家具等木制品制作、建筑智能化安装等，主要从事商务写字楼、城市商业综合体、星级酒店等城市商业空间，以及机场、车站、轨道交通、博物馆、图书馆、体育场馆、学校、医院等城市公共空间建筑的内部装饰工程。

资料来源：WIND 资讯，公司招股意向书等

表 2 公司主要产品类别情况

产品类别	产品概况
构件式幕墙	具有独立的竖框及横栏构成支撑格，施工现场组装，弹性连接，隔音效果好。
单元式幕墙	工厂化生产组装，加工精度高，安装快速、施工周期短，防雨水渗漏性能好。
半单元式幕墙	具有构件式幕墙及单元式幕墙的综合特色，工厂化程度高，构件加工组装精度高。
支点式幕墙	属于无框式幕墙，美观大气，适用于中庭入口等大跨度部位，是最为通透的幕墙系统。
金属幕墙	面板由金属制造，重量轻、防水、防污、防腐蚀性性能优良，易于维护，建筑形式富有冲击力。
遮阳系统	用以避免建筑物受过量阳光照射，减少内部空调能耗，改善能源效率。
雨棚系统	建筑物外层结构组成部分，位于建筑物入口、出口处，为建筑物挡风雨及阳光，同时突出整体设计效果。
栏杆/栏板系统	用于安全防护及装饰，应用于有通道的屋顶边缘、室内楼面及露台。

资料来源：WIND 资讯，公司招股意向书等

● 行业增长前景

中国经济持续高速增长为建筑装饰行业提供了良好的发展条件。“十一五”期间，建筑装饰行业工程总产值由 2005 年的 1.15 万亿，提高到 2010 年的 2.10 万亿，增长 82.60%。“十二五”期间，我国城镇化建设进程将进一步推动建筑业投资额及新建建筑面积高速增长。新建的城市商业空间和公共空间及已有建筑空间的不断更新将持续形成建筑装饰行业的需求。根据《中国建筑装饰行业“十二五”行业发展规划纲要》，预计 2015 年我国建筑装饰行业的产值将达 3.8 万亿，较 2010 年再增长 80.95%，增长潜力较大。行业的持续增长为公司发展提供了良好的市场环境。

随着建筑业主和使用者对建筑空间环境、外观设计等要求的提高，建筑幕墙逐渐成为建筑外墙的首选之一。“十一五”期间，我国建筑幕墙市场工程总产值由 2005 年的 620 亿元，提升到 2010 年的 1,500 亿元，增长幅度达 142%。根据《中国建筑装饰行业“十二五”发展规划纲要》，“十二五”期间我国建筑幕墙工程年产值将达到 4,000 亿元，比 2010 年再增长 2,500 亿元，增幅约 167%。

同时，随着绿色建筑成为建筑消费市场的主导观念，发展高性能、高技术的节能幕墙、门窗，减少能源消耗和环境污染，给人类营造舒适的生活环境，正成为建筑幕墙行业发展的方向。

● 行业竞争结构及公司的地位

市场集中较为分散，2013 年行业百强总计产值占行业总产值比例不足 10%，其中金螳螂、洪涛股份、亚厦股份、广田股份、瑞和股份等五家上市公司市场份额合计约为 1.53%，行业集中度较低。

公司建筑幕墙业务在全国范围内的主要竞争对手包括远大铝业、江河创建等，在华东区域的主要竞争对手包括金螳螂幕墙、王兴幕墙等。公司公共建筑内装业务的主要竞争企业包括金螳螂、亚厦股份。上述公司地处华东，由于装饰市场的地域性特征，与公司内装业务产生一定的竞争。

公司以“内外兼修、专筑精品”的综合竞争力在江苏省市场竞争中名列前茅。2010 年、2011 年、2012 年和 2013 年，由江苏省建设厅、统计局、商务厅组织评比的“江苏省建筑装饰企业综合实力排名”中，公司连续四年名列第二。

报告期内，公司在全国范围内的行业排名持续攀升，“中国建筑装饰行业百强企业”综合排名由 2010 年的第 39 名上升至 2013 年的第 25 名；“中国建筑幕墙行业 50 强企业”综合排名由 2010 年的第 15 名上升至 2013 年的第 7 名。

表 3 公司全国行业排名

全国行业排名	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
中国建筑幕墙行业排名	第 15 名	第 12 名	第 8 名	第 7 名
中国建筑装饰行业百强企业排名	第 39 名	第 30 名	第 27 名	第 25 名

资料来源：公司招股意向书

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

公司系由苏州柯利达建筑装饰工程有限公司整体变更设立。

柯利达集团持有公司 51.11% 的股份，为公司控股股东。公司实际控制人为顾益明、顾敏荣和顾龙棣先生，三人系兄弟关系，合计直接持有公司 29.14% 的股份，并通过柯利达集团间接控制公司 51.11% 的股份，同时顾益明先生作为执行事务合伙人通过弘普投资间接控制公司 5.88% 的股份。

本次拟发行股份 3000 万股，发行后总股本 12000 万股，公司发行价格为 17.20 元/股。

表 4 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	柯利达集团	4,600.00	51.11	4,600.00	38.33
2	顾益明	1,145.50	12.73	1,145.50	9.55
3	顾敏荣	739.47	8.22	739.47	6.16
4	顾龙棣	737.50	8.19	737.50	6.15
5	弘普投资	529.00	5.88	529.00	4.41
6	国发融富	300.00	3.33	300.00	2.50
7	中海联合	280.00	3.11	280.00	2.33
8	王秋林	258.00	2.87	258.00	2.15
9	鲁崇明	240.53	2.67	240.53	2.00
10	黄益民	170.00	1.89	170.00	1.42
11	社会公众股	-	-	3,000.00	25.00
	合 计	9,000.00	100.00	12,000.00	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 5 营业收入分产品明细 单位：万元、%

项目	2014 年		2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重	金额	比重
建筑幕墙	118846.47	64.45	123,416.30	72.27	78,253.14	68.95	58,323.48	59.97
公共建筑装饰	63308.52	34.33	45,283.53	26.52	34,044.17	29.99	37,434.19	38.49
设计业务	2239.44	1.21	2,070.56	1.21	1,202.84	1.06	1,493.55	1.54
合计	184394.4	100.00	170,770.38	100.00	113,500.15	100.00	97,251.22	100.00

资料来源：WIND 资讯，公司招股意向书等

表 6 公司签订的 500 万以上的合同数量及金额按业务分类情况 单位：个、万元

项目	2014 年 1-9 月		2013 年		2012 年		2011 年	
	个	金额	个	金额	个	金额	个	金额
建筑幕墙	26	79,551.60	31	87,047.90	37	120,719.56	28	92,364.48
公共建筑装饰	19	47,821.15	23	43,972.88	23	54,293.07	19	28,648.24
合计	45	127,372.75	54	131,020.78	60	175,012.63	47	121,012.72

资料来源：WIND 资讯，公司招股意向书等

表 7 主营业务毛利情况 单位：万元、%

项目	2014 年		2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重	金额	比重
建筑幕墙业务毛利	19695.66	63.20	20,399.59	71.42	13,201.63	68.16	9,765.77	57.74
公共建筑装饰业务毛利	10690.42	34.31	7,464.07	26.13	5,700.93	29.43	6,514.51	38.52
设计业务毛利	776.16	2.49	697.91	2.44	465.91	2.41	633.66	3.75
合计	31162.24	100.00	28,561.57	100.00	19,368.47	100.00	16,913.94	100.00

资料来源：WIND 资讯，公司招股意向书等

表 8 主要业务的毛利率情况%

主要业务	2014 年	2013 年度	2012 年度	2011 年度
建筑幕墙	16.57	16.53	16.87	16.74
公共建筑装饰	16.89	16.48	16.75	17.40
设计业务	34.66	33.71	38.73	42.43
综合毛利率	16.91	16.73	17.06	17.39

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建筑幕墙投资项目、建筑装饰用木制品工厂化生产项目、柯利达设计研发中心建设项目、企业信息化建设项目和补充其他与主营业务相关的营运资金项目。募投项目建成后，有利于扩大公司产品产能、增加产品科技含量、改善公司的财务状况，为公司进一步提升内、外装业务承接能力、打造完备的“大装饰”产业链提供良好的基础。

表 9 募集资金项目 单位：万元

序号	项目名称	总投资	拟投入募集资金	建设期
1	建筑幕墙投资项目	26,286.80	26,286.80	2 年
2	建筑装饰用木制品工厂化生产项目	4,460.60	4,460.60	1 年
3	柯利达设计研发中心建设	9,881.40	9,881.40	1.5 年

项目				
4	企业信息化建设项目	1,956.10	1,956.10	1 年
5	补充其他与主营业务相关的营运资金项目	8,500.00	4,747.10	-
合计		51,084.90	47,332.00	

资料来源：公司招股意向书

建筑幕墙投资项目为建筑幕墙生产设备投资及厂房建设，是对公司现有建筑幕墙“工厂化”生产产能的扩充。项目达产后，预计实现年产单元式幕墙 50 万平方米，构件式幕墙 60 万平方米，满足公司建筑幕墙业务进一步发展的需求。项目总投资 26,286.80 万元。项目的建设期预计为 2 年，投入总资金为 26,286.80 万元，项目达产后预计年均销售收入 126,200.00 万元，年利润总额 13,388.40 万元，年税后利润 10,041.30 万元，项目税后内部收益率为 28.20%，静态投资回收期 5.8 年，具有良好的发展前景和投资效益。

建筑装饰用木制品工厂化生产项目的主要建设内容为木制品加工工厂化生产设备以及相关厂房等配套设施。项目建成达产后预计可实现年产 1 万平米高低柜、8 万平方米木饰面和 3 万套门及门套的生产规模，能够进一步满足公司建筑装饰业务对木制品的需求，降低施工成本，提高公司的综合竞争优势。项目总投资 4,460.60 万元。本项目建设期预计为 1 年。预计本项目投入总资金 4,460.60 万元，年利润总额 1,238.70 万元，年税后利润 929.00 万元，项目税后内部收益率为 19.40%，资本金净利润率为 20.80%，项目税后财务净现值为 1,774.00 万元，静态投资回收期 5.9 年，具有良好的发展前景和投资效益。

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 1.08 亿元和 1.21 亿元，同比增速分别为 33.95%和 21.47%，相应的稀释后每股收益为 0.90 元和 1.01 元。

表 10 公司损益简表及预测（单位：百万元）

指标名称	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	1,708	1,844	1,956	2,125
二、营业总成本	1,583	1,722	1,811	1,964
营业成本	1,422	1,532	1,639	1,781
营业税金及附加	55	57	65	70
销售费用	15	20	29	28
管理费用	50	61	68	74
财务费用	8	10	10	11

三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
汇兑净收益	0	0	0	0
四、营业利润	125	122	144	161
加：营业外收入	3	2	0	0
减：营业外支出	1	0	0	0
五、利润总额	127	124	144	161
减：所得税	30	32	36	40
六、净利润	97	92	108	121
减：少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	97	92	108	121
总股本（百万股）	120.00	120.00	120.00	120.00
七、每股收益：	0.81	0.77	0.90	1.01

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

四、风险因素

宏观经济波动及政策变化的风险

公司从事建筑幕墙与公共建筑装饰工程的设计与施工，主要定位于商务写字楼、城市商业综合体、星级酒店等商业空间，以及机场、车站、轨道交通、博物馆、图书馆、体育场馆、学校、医院等公共空间。该等市场需求受国家宏观经济、全社会固定资产投资及相关政策影响，公司存在由于宏观经济波动及相关政策变化而导致公共建筑建设投资规模受到影响，甚至所承接项目推迟开工或停建、在建项目款项支付进度受影响等风险。

应收账款回收的风险

2011 年末、2012 年末、2013 年末和 2014 年 9 月 30 日，公司应收账款期末净额分别为 51,098.60 万元、64,296.51 万元、92,440.77 万元和 133,780.57 万元，占当期营业收入的比例分别为 52.54%、56.65%、54.13% 和 100.65%。若宏观经营环境发生较大变化，或客户财务状况发生恶化，公司应收账款的回收风险将加大，公司业绩和生产经营状况将受到较大影响。

资产负债率较高的风险

2011 年末、2012 年末、2013 年末和 2014 年 9 月 30 日，公司资产负债率（母公司）分别为 73.52%、71.76%、70.41% 和 70.58%，资产负债率较高，这与公司所处工程施工行业的项目承揽、施工周期、项目竣工结算模式等有关。目前除自有资金外，公司生产经营资金不足部分主要依靠银行贷款或上下游企业的商业信用，导致公司资产负债率较高，面临潜在的财务风险。

市场区域集中和业务拓展的风险

报告期内,公司业务收入主要集中在江苏省内,2011 年度、2012 年度、2013 年度和 2014 年 1-9 月,公司来源于江苏省内的业务收入分别为 83,549.46 万元、93,979.18 万元、135,046.42 万元和 106,591.36 万元,占同期主营业务收入的比例分别为 85.91%、82.80%、79.08%和 80.21%。虽然公司近年来先后在全国范围内设立了 11 家分公司和 12 个营销网点,逐步开拓了上海、安徽、福建、山东、辽宁、河北、河南、陕西、江西、四川等区域市场,2011 年至 2013 年公司省外业务收入分别为 13,701.77 万元、19,520.97 万元和 35,723.96 万元,年均复合增长率 61.47%,2014 年 1-9 月公司省外业务收入为 26,294.85 万元。但如果公司不能继续有效拓展江苏省外市场,仍将面临市场区域过于集中的风险。

市场竞争风险

根据中国建筑装饰协会统计,截至 2013 年 7 月,我国共有建筑幕墙工程设计专项甲级资质企业 298 家,建筑幕墙工程专业承包壹级资质企业 291 家,建筑装饰设计专项甲级资质企业 737 家,建筑装饰专业承包壹级资质企业 1,225 家,其中相当一批建筑装饰企业在设计、施工、管理等方面具有较强的实力。公司虽然是行业内同时具有上述资质的少数企业之一,但如果公司不能在设计能力、幕墙与装饰部件生产、施工质量、全国市场开拓以及企业管理等方面持续提升,将面临一定的市场竞争风险。

此外,建筑装饰企业流动资金需求量较大,公司目前业务扩张受到资金瓶颈的限制,与同行业上市公司相比,业务规模仍相对较小。若公司不能进一步解决因业务规模扩大而迅速增加的营运资金需求,将不利于公司维持市场竞争地位。

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 24.81 倍、19.66 倍;最近上市的十家主板企业中,2014 年、2015 年平均市盈率为 49.08 倍、39.33 倍。

表 11 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
002081.Sz	金螳螂	24.79	0.63	0.89	1.17	1.50	39.31	27.94	21.24	16.53
002325.Sz	洪涛股份	12.60	0.26	0.35	0.46	0.59	49.37	36.12	27.25	21.26
002482.Sz	广田股份	18.95	0.73	1.01	1.02	1.20	25.89	18.74	18.57	15.79
002620.Sz	瑞和股份	18.21	0.61	0.67	0.45	0.52	29.70	26.98	40.47	34.69

2015 年 2 月 10 日

002375.Sz	亚厦股份	20.26	0.71	1.00	1.22	1.50	28.44	20.17	16.64	13.53
300117.Sz	嘉寓股份	6.57	0.17	0.19	0.25	0.36	38.86	35.08	26.19	18.31
601886.Sh	江河创建	7.99	0.41	0.25	0.34	0.46	19.27	31.71	23.30	17.54
	平均						32.98	28.11	24.81	19.66

资料来源: Wind 上海证券研究所

表 12 最近上市主板公司的相对估值

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
603799.SH	华友钴业	13.41	0.31	0.23	0.23	0.35	43.81	58.50	57.31	38.37
603611.SH	诺力股份	37.95	0.90	1.07	1.18	1.31	42.17	35.32	32.07	29.07
603698.SH	航天工程	30.38	0.47	0.55	0.62	0.78	64.55	54.86	49.09	38.72
603558.SH	健盛集团	35.28	0.82	0.94	1.06	1.23	43.22	37.41	33.28	28.64
603899.SH	晨光文具	29.88	0.49	0.61	0.75	0.91	60.96	49.03	40.07	32.76
603678.SH	火炬电子	32.71	0.68	0.73	0.89	1.08	48.09	45.02	36.71	30.21
603600.SH	永艺股份	28.13	0.58	0.59	0.61	0.71	48.78	47.52	45.99	39.62
603601.SH	再升科技	30.20	0.19	0.38	0.62	0.75	161.63	80.26	48.90	40.33
601069.SH	西部黄金	16.12	0.50	0.19	0.14	0.18	32.51	84.41	116.64	90.61
601021.SH	春秋航空	61.77	1.56	1.83	2.01	2.47	39.56	33.74	30.73	24.97
	平均						58.53	52.61	49.08	39.33

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 27.05-32.46 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声明具有修改权和最终解释权。