

日期: 2015 年 3 月 9 日

行业: 化学原料和化学制品制造业



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

IPO 报价 RMB13.69 元
合理价格区间 RMB23.06-27.67 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	20.00
发行后总股本 (百万股)	80.00
发行数量占发行后总股本	25.00%
发行方式	网上定价发行 网下询价配售
保荐机构	华泰联合证券

主要股东 (IPO 前)

卢凤仙	59.75%
朱菁	7.83%
江苏锦诚投资有限公司	7.83%
蒋达伟	5.85%

收入结构 (Y2013)

PCM 产品收入	70.31%
VCM 产品收入	28.76%
其他收入	0.93%

报告编号: WH15-NSP05

首次报告日期: 2015/3/9

志存高远的家电复合材料供应商

■ 投资要点:

公司在是家电复合材料行业内的领先企业

立霸股份主要为国内外致命家电整机企业提供家电外观用复合材料, 是国内主要的家电用复合材料生产厂商之一, 具有一定的技术研发、新品推广和客户服务优势, 产销居行业前列。公司是行业内规模较大且具有品牌影响力的企业之一, 2011-2013 年间其 VCM/PCM 产品的市场占有率为 8.70%、10.12% 和 12.49%。

公司业绩有望再次进入加速释放期

公司营业收入从 2011 年的 4.78 亿元增加到 2013 年的 6.72 亿元, 2013 年和 2014 年分别实现了 10.68% 和 27.01% 的增长。同期公司分别实现归母公司净利润 3,976.71 万元、4,419.93 万元和 4,926.38 万元, 2012 年和 2013 年同比增长 11.15% 和 11.46%, 说明在行业竞争持续加剧的大背景下, 公司业绩仍有能力保持正的业绩增长。公司综合毛利率呈现小幅下滑的趋势, 分别为 18.99%、18.69% 和 17.21%, 下降的主要原因是毛利率较高的 VCM 产品占销售收入的比重持续下降, 以及原材料价格下跌带来的销售价格的持续下降。

公司在行业内竞争优势明显

公司的竞争优势有: 1) 产业链完整优势; 2) 产品质量和过程控制优势; 3) 客户优势。

上市 6 个月内的合理估值区间为 23.06-27.67 元

我们认为给予公司 15 年每股收益 30 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 23.06-27.67 元, 相对于 2015 年的动态市盈率 (发行后摊薄) 为 27.27-32.73 倍。

建议询价价格为 13.69 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 2000 万股新股, 则公司总股本为 8000 万股, 公司本次募集资金总额为 2.74 亿元, 据此推算发行价格为 13.69 元, 对应 2015 年动态市盈率 16.20 倍。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥. 百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	737.29	863.70	1,015.79	1,270.81
年增长率	9.77%	17.14%	17.61%	25.11%
归属于母公司的净利润	54.83	67.64	83.49	103.69
年增长率	11.30%	23.36%	23.43%	24.20%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.69	0.85	1.04	1.30

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

立霸股份主要为国内外致命家电整机企业提供家电外观用复合材料，是国内主要的家电用复合材料生产厂商之一，具有一定的技术研发、新品推广和客户服务优势，产销居行业前列。

根据中国证监会颁布的《上市公司行业分类指引》，公司属于“化学原料和化学制品制造业”。

家电用复合材料是指将功能性复合膜或有机涂料涂敷于薄钢板表面获得的复合材料，既有有机聚合物的良好着色性、耐蚀性、装饰性，又有金属的高强度和易加工性，可以很容易的进行冲裁、弯曲、深冲、铆接、焊接等加工，能更好的实现家电外壳的色彩、造型和质量要求，满足不断升级的家电消费需求。

因为其优点突出，上世纪 80 年代美国、日本、西欧等国率先投入大量人力及资金开发家电用复合材料，由于全球家电行业竞争日趋激烈，不断要求降低成本、提高外观质量和环保标准，全球范围内对复合材料的需求逐年上升。国内高档家用复合材料经历了从完全依靠进口到基本由国内厂商供应的发展历程，近年需求保持了快速增长的趋势，2013 年主要家电产品的 PCM、VCM 系列的需求量分别达到 55.4 万吨和 16.1 万吨。

1.2 行业增长前景

从国家产业政策以及下游行业的发展情况来看，公司所处的行业发展前景较为明朗：

VCM/PCM 产品的性价比持续提升。较高的采购成本一直是制约 VCM/PCM 产品需求的重要因素之一，但随着能源、治理污染、人力等成本的上升，喷涂工艺效率低、能耗和污染成本高的劣势逐步显现，目前，使用预涂装工艺的处理速度比喷涂线要快 10 倍以上，节能 1/6-1/5，可降低下游家电厂商的生产成本 5-10 个点。

环保标准的提升有助于 VCM/PCM 产品需求的增加。传统喷涂工艺生产过程中容易形成含磷污水和粉末，而后者是导致水库的富营养化的主要污染物。同时，国家队新建家电生产线的环保审批要求也愈加严格，新增产能基本都不再采用喷涂工艺。

家电生产工艺的变化有助于 VCM/PCM 产品的推广。目前大家电箱体的生产工艺分为拼装生产和一体成型工艺，前者需静电粉末喷涂工艺进行表面涂装，且颜色单调、涂层不均、边角处理粗糙，正处於逐步淘汰的过程中，而一体化成型工艺因为生产效率高、成型质量好、场地利用率高等

优点越来越受到家电厂商的青睐。

家电产品消费结构升级，将为复合材料的应用提供更大的市场空间。未来家电消费的方向是大容量、高端产品比重提升，以电冰箱为例，2014年代表产品升级方向的300升左右大三门、400以上对开多门冰箱比重稳步上升，500升以上的对开冰箱也保持较高的比重。高端产品比重的上升带来复合材料应用比例的增加，也带来其单耗的上升。

此外，应用范围逐步向小家电、厨卫电器及消费类电子领域延伸也是行业快速发展的有利因素。

1.3 行业特点

家电用复合材料的技术水平是与下游家电产品的需求紧密相关的，VCM/PCM的最终用途是制作电冰箱、洗衣机等各类家电产品的外壳，这些产品必须达到表面“零”缺陷水平，因此对生产环境有较高的要求。行业下游产品种类繁多，在满足外观装饰效果的同时，还必须保证产品满足家电产品的特殊使用要求，需要根据产品的用途选取不同的基板、有机涂料和复合膜。此外，随着家电行业竞争的加剧，下游家电客户对复合材料涂层指标的要求日趋严格，表现出明显的个性化特点。

未来家电用复合材料的技术发展主要体现在功能性、基板质量、有机涂料和复合膜等三个方面。

此外，家电用复合材料依赖于应用于不同的家电产品而表现不同的周期性特征，总体而言，周期性不明显；行业具有一定的区域性，主要集中在长三角地区、珠三角地区、环渤海地区和西南地区；行业下游应用较为广泛，不同类家电产品的淡旺季需求不尽相同，所以行业季节性不强，四季出货量相当。

1.4 行业竞争结构及公司地位

目前，家电用复合材料行业总体处于完全市场竞争的状态，根据技术水平、规模大小、客户范围和主营业务类型大致可分为三类：规模较大的全国性专业复合材料生产商、宝钢等历史悠久的大型国企、产能相对较小的区域性复合提供商。

行业内企业目前竞争往往具有“核心客户”与“核心产品”的特点，相互之间采用专业化错位竞争和相互渗透的竞争模式。由于下游家电客户集中度较高且认证资质壁垒较强的缘故，目前市场集中度较高，前五家企业的市场份额合计超过50%。

公司是行业内规模较大且具有品牌影响力的企业之一，2011-2013年间其VCM/PCM产品的市场占有率分别为8.70%、10.12%和12.49%。公司的主要竞争对手包括海尔特钢、禾盛新材、苏州新燕和珠海拾比佰。

1.5 公司竞争优势

公司的竞争优势主要体现在：

1) 产业链完整优势：覆膜板的质量很大程度上取决于复合膜的性能，公司通过引进国外先进设备并经过长期的自主研发和试验，在设备选型及安装、原材料选择、印刷及涂布方面积累了丰富的经验，在国内同行中较早掌握了复合膜多个系列产品的设计和制造工艺。根据测算，外购复合膜成本约占覆膜板生产成本的 30-50%，公司自产膜成本较外购价格大幅降低。

2) 产品质量和过程控制优势：家电复合材料的质量、品质的稳定性直接关系到下游家电产品的外观属性，产品质量不稳定会造成下游企业巨大的经济和声誉损失，因而公司一直重视产品和服务的质量。目前公司生产过程中的综合成材率保持在 90%以上，产品在客户使用中的下线率也基本保持在 5000ppm，与同行相比均处于较高水平。

3) 客户优势：公司是业内领先企业之一，依靠较强的研发实力、良好的品质和完善的服务体系逐步赢得了诸多知名家电制造商的信赖，在其供应链体系中占有重要地位。包括海信、LG、三星电子、伊莱克斯、西门子等国内外知名家电企业。

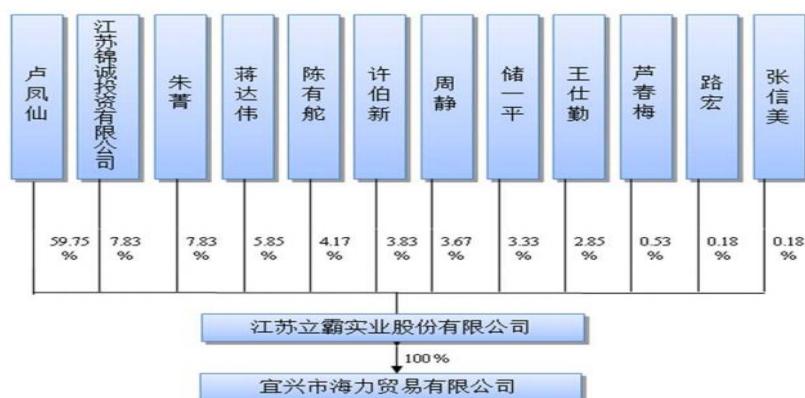
但规模、产能和融资水平上的不足也一定程度上制约了公司的快速发展。

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

江苏立霸实业股份有限公司由江苏立霸集团公司（股份合作制）整体变更设立，承继了后者的全部资产、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蒋根春、卢凤仙、蒋达伟、卢春梅、周新南 5 名自然人。

图 1 公司股权结构图

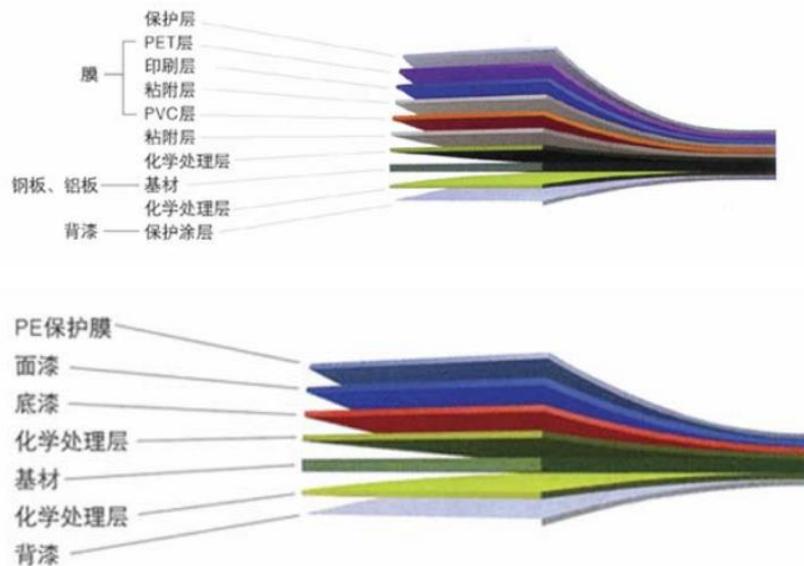


数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

2.2 公司业务简况及收入利润结构变化

公司主要产品为家电外观用复合材料，按照产品表层材料的不同，可以分为 VCM 系列产品和 PCM 系列产品。VCM 产品即覆膜板，主要指表层复合各类功能性薄膜的家电用复合材料；PCM 产品即涂层板材，主要指表层涂覆有机涂料的家电用复合材料。

图 2 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

2012 年-2014 年的三年中，公司主营业务分别实现收入 4.76 亿元、5.28 亿元和 6.71 亿元，主营业务突出，分别站到了全部收入的 97.78%、98.74% 和 99.07%。

从目前的产品分类来看，公司的主营业务收入主要来自于家电复合材料的销售，包括 VCM 和 PCM 两大类，2012 年 VCM 产品销售收入受平均价格下降影响较 2011 年有所下滑，但销量保持持续增长；2013 年 VCM 系列销量较大的海尔集团集中向集团内部采购，导致产品销量下滑较大；公司 PCM 产品销售收入增长很快，从 2011 年的 2.62 亿元增长到 2013 年的 4.72 亿元，占比从 54.90% 上升到 70.31%。

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
PCM 产品	47,226.35	70.31%	33,761.92	63.84%	26,229.36	54.90%
VCM 产品	19,320.61	28.76%	18,456.40	34.90%	20,491.87	42.89%
其他收入	622.11	0.93%	667.45	1.26%	1,059.44	2.22%
合计	67,169.07	100.00%	52,885.77	100.00%	47,780.67	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)	投资回收期 (年)	税后财务内 部收益率(%)
环保新型家电用覆膜						
1	板生产线技改扩能项目	-	13,995.07	13,995.07	5.68	27.04
家电用复合材料研发 中心项目						
2		-	3,169.94	3,169.94	-	-
3	补充公司营运资金	-	3,169.94	3,169.94	-	-
合计			20,334.95	20,334.95		

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 5,225 万元，此次发行共需募集资金总额 27,390 万元，按照发行 2,000 万股，每股需募集资金 13.69 元

环保新型家电用覆膜板生产线技改扩能项目

公司目前仅有一条全自动家电用复合材料生产线，现有产能已经无法满足客户快速增长的订单需求，产能瓶颈迫使公司放弃了部分原有客户的新增订单，同时放缓了新客户和新品种的开拓步伐，项目的实施有助于扩大公司主营业务规模，进一步满足市场需求，提高公司的盈利能力，保持和提升公司的行业地位和市场占有率。募投项目达产后，预计公司覆膜板产能将达到 5 万吨，预计年均销售收入 5.30 亿元，年均税后净利润 0.39 亿元，内部收益率为 27.04%(税后)，投资回收期为 5.68 年(含建设期)。

家电用复合材料研发中心项目

面对家电复合材料行业发展的新形势，公司必须不断提升产品的技术含量，持续推出新技术和新产品，把自主创新能力培育成为企业的核心竞争力。随着公司规模和客户的增加，现有的研发条件已经不能满足产能增加后对新品开发和试验工作的需求。项目将建成 2520 平方米中试车间、3240 平方米研发大楼一栋，并购置配套的生产线设备、仪器设备等。研发中心建设完成后将进一步改善公司技术创新和研发的条件，有利于更好的对新产品、新技术进行研发。

补充公司营运资金

随着公司业务的发展和生产经营规模的扩大，应收账款、存货的金额持续增加，占用了较多的资金，公司的流动资金需求持续增加，如果公司未来流动资金不足，一定程度上将影响公司的正常生产经营和持续发展。而充足的运营资金能够有效应对行业和经营的风险。

三、财务状况和盈利预测

3.1 综合毛利率略有下滑

2011-2013 年，公司分别实现毛利 9,038.82 万元、9,875.45 万元和 11,550.00 万元，2013 年和 2014 年分别实现了 9.26% 的增长和 16.96% 的增长。公司主营业务毛利主要来自 PCM 和 VCM 产品，其三年分别实现毛利 8,507.99 万元、9,498.79 万元和 11,226.67 万元，占比分别达到 94.82%、96.19% 和 97.20%，2013 年和 2014 年分别实现 10.82% 和 18.19% 的增长，是公司毛利增长的主要来源。

同期公司综合毛利率呈现小幅下滑的趋势，分别为 18.99%、18.69% 和 17.21%。占比比较大的 PCM 产品分毛利率分别为 11.97%、12.81% 和 13.71%，VCM 产品毛利率分别为 26.51%、28.03% 和 24.60%。公司毛利率下降的主要原因是毛利率较高的 VCM 产品占销售收入的比重持续下降，以及原材料价格下跌带来的销售价格的持续下降。

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)					
PCM 产品	47226.35	39.88%	33761.92	28.72%	26229.36
VCM 产品	19320.61	4.68%	18456.4	-9.93%	20491.87
其他收入	622.11	-6.79%	667.45	-37.00%	1059.44
合计	67169.07	27.01%	52885.77	10.68%	47780.67
2、营业成本(单位：万元)					
PCM 产品	40751.87	38.44%	29437.35	27.49%	23090.34
VCM 产品	14568.42	9.68%	13282.18	-11.80%	15059.90
其他	298.78	2.75%	290.79	-50.85%	591.61
合计	55619.07	29.32%	43010.32	11.02%	38741.85
3、毛利(万元)					
PCM 产品	6474.48	49.71%	4324.57	37.77%	3139.02
VCM 产品	4752.19	-8.16%	5174.22	-4.75%	5431.97
其他	323.33	-14.16%	376.66	-19.49%	467.83
合计	11550.00	16.96%	9875.45	9.26%	9038.82
4、毛利率(%)					
PCM 产品	13.71%		12.81%		11.97%
VCM 产品	24.60%		28.03%		26.51%
其他	51.97%		56.43%		44.16%
合计	17.20%		18.67%		18.92%

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

3.2 主营业务和净利润总体趋势向上 经营情况良好

公司营业收入从 2011 年的 4.78 亿元增加到 2013 年的 6.72 亿元，2013 年和 2014 年分别实现了 10.68% 和 27.01% 的增长。收入总体上保持增长态势，除了 2012 年因为销售价格的影响，VCM 营收一定程度的下滑；PCM 产品受替代喷涂产品及适用范围较广等因素影响，销售额快速增长。

同期公司分别实现归母公司净利润 3,976.71 万元、4,419.93 万元和 4,926.38 万元，2012 年和 2013 年同比增长 11.15% 和 11.46%，说明在行业竞争持续加剧的大背景下，公司业绩仍有能力保持正的业绩增长。

3.3 资产周转能力处于较高水平

公司 2013 年的应收账款周转率 4.64，略低于禾盛新材，公司应收账款周转率基本稳定，应收账款整体质量较好，产生大额坏账损失的可能性较小。

公司 2013 年的存货周转率 6.31，高于行业可比上市公司中值 2.30，从历史数据看虽有所下降，但总体仍保持在较高的水平，公司严格存货管理，根据订单数量结合需求预测安排材料采购，根据订单组织生产，合理安排生产计划，存货周转情况良好。2012 年存货周转率下降是因为公司原材料同比上年末大幅增加，2013 年度的下降是因为年底对生产线进行检修，为保证对下游客户的产品供应，公司主动大幅加大了产品和库存商品储备所致。

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
002290.SZ	禾盛新材	5.16	6.50	7.71	2.30	2.32	2.41
	行业可比上市公司中值	5.16	6.50	7.71	2.30	2.32	2.41
603519.SH	立霸股份	4.64	4.60	4.70	6.31	7.01	8.32

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

3.4 主要资产偿债能力仍有提升的空间

公司 2013 年的流动比率 2.15，低于行业可比上市公司中值 3.00；公司 2013 年的速动比率 1.60，低于行业可比上市公司中值 1.94；公司 2013 年的资产负债率 35.98%，明显高于行业可比上市公司中值 27.64%。近几年，公司流动比率和速动比率呈现上升趋势，公司资产流动性较高，面临的流动性风险较低，近几年流动比率上升的主要原因是非流动资产比例较低，每年实现的利润大部分体现为流动资产的增加。公司资产负债率逐年下降，目前绝对值适中，无法清偿到期债务的风险较低。但和上市公司相比，仍有一定的差距。

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
002290.SZ	禾盛新材	3.00	2.92	3.40	1.94	1.71	1.90	27.64	28.78	24.52
行业可比上市公司中值		3.00	2.92	3.40	1.94	1.71	1.90	27.64	28.78	24.52
603519.SH	立霸股份	2.15	1.84	1.68	1.60	1.42	1.42	35.98	40.01	43.04

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) 拟投项目进展顺利，下游需求依然较好，我们预计 2015-2017 年拟投项目将陆续释放产能。

基于以上假设，我们预计 2015-2017 年归属于母公司的净利润分别为 6,764 万元、8,349 万元和 10,369 万元，同比增长 23.36%、23.43% 和 24.20%。假定公司发行 2,000 万股新股，则公司总股本为 8,000 万股，相应的稀释后每股收益为 0.85 元、1.04 元和 1.30 元。

四、风险因素

4.1 下游家电行业波动的风险

公司主要产品家电复合材料作为家电整机的外观部件，受家电行业发展趋势和景气度的影响较大。此前家电“以旧换新”政策、“家电下乡”政策和节能补贴政策已经结束，而国内宏观经济增速放缓、房地产销售尤其二三线城市销售量持续低迷，都对家电行业的整体增长带来负面影响。公司产品主要用于冰箱和洗衣机，由于前期家电下乡、以旧换新等刺激政策的实施提升了市场需求和消费，国内保有量达到较高水平，未来需求难以出现爆发式增长，对公司产品需求的增长会形成一定的压力。

4.2 市场竞争加剧的风险

随着近年来国内家电行业的快速发展，家电整机厂商和上游零部件生产厂商产能快速扩张，随着行业下游需求放缓，行业竞争程度将会有所加剧，可能导致公司增长乏力或出现业绩下滑。虽然公司在 VCM 制造领域具有一定的竞争优势，但若在技术创新和新品开发方面不能保持技术优势，公司面临市场竞争加剧以及由此带来的市场份额和盈利能力下滑的风险。

4.3 主要原材料价格波动以及采购渠道集中的风险

公司生产经营所需的主要原材料为钢板、复合膜、有机涂料。近三年一期钢板成本占公司生产成本的比例分别为 74.24%、77.54%、77.78% 和 79.38%，钢板采购价格受上游铁矿石价格和国内需求波动的影响较大，若未来原材料价格出现大幅度上涨，将对公司产品毛利率和业绩产生负面影响。公司原料采购较为集中，2013 年公司前三大供应商普闻贸易、江南冷轧、宝钢钢贸的采购金额占比分别为 28.51%、27.92% 和 18.38%，若主要供应商不能及时供货或不能保障供应，对公司生产经营将产生不利影响。

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、2015 年预测业绩的均值，可比上市公司 13 年、14 年、15 年平均市盈率为 88.39 倍、71.74 倍和 61.21 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	
002290.SZ	禾盛新材	12.59	0.14	0.18	0.21	88.39	71.74	61.21	2.73
	行业可比上市公司平均					88.39	71.74	61.21	2.73

数据来源：Wind 资讯，上海证券研究所（对应股价为 2015-3-9 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) 产业链完整优势；2) 产品质量和过程控制优势；3) 客户优势。我们认为给予公司 15 年每股收益 30 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 23.06-27.67 元，相对于 2015 年的动态市盈率(发行后摊薄)为 27.27-32.73 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 2000 万股新股，则公司总股本为 8000 万股，公司本次募集资金总额为 2.74 亿元，据此推算发行价格为 13.69 元，对应 2015 年动态市盈率 16.20 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	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
一、营业收入	67,169	73,729	86,370	101,579	127,081
二、营业总成本	61,482	67,314	78,648	91,909	114,814
营业成本	55,574	55,314	72,138	84,272	105,293
营业税金及附加	154	230	259	305	381

销售费用	1,577	1,598	1,857	2,184	2,732
管理费用	2,985	3,475	4,103	4,825	6,036
财务费用	1,012	162	130	152	191
资产减值损失	181	120	162	171	180
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	5,687	6,415	7,721	9,670	12,267
加：营业外收入	58	44	0	0	0
减：营业外支出	61	80	0	0	0
五、利润总额	5,684	6,379	7,721	9,670	12,267
减：所得税	757	896	958	1,321	1,899
六、净利润	4,926	5,483	6,764	8,349	10,369
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	4,926	5,483	6,764	8,349	10,369
七、摊薄每股收益(元)	0.62	0.69	0.85	1.04	1.30

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。