

油缸提速、泵阀放量，国内液压元件龙头崛起

——恒立液压首次覆盖报告

首次覆盖报告

郭泰(分析师) 何宇超(联系人)
010-83561000 021-68865595
guotai@xsdzq.cn heyuchao@xsdzq.cn
证书编号: S0280518010004 证书编号: S0280118020012

● 未来三年复合增速126%，首次覆盖给予“推荐”评级：

公司对标博世力士乐、川崎重工等全球液压元件龙头，整合全球技术研发资源，发挥中国制造优势，致力打造全球领先的具备核心液压元件与液压系统整体解决方案设计与制造能力的供应商。我们预计公司2017-2019年净利润分别为3.85/6.20/8.10亿元，同比增长447%/61%/31%，对应EPS分别为0.61/0.98/1.28元，公司作为国内高端液压元件龙头，标的较为稀缺，首次覆盖给予“推荐”评级。

● 受益工程机械行业销量复苏，挖机液压油缸爆发式增长：

公司是全球第一大液压油缸制造商，挖机液压油缸产品在国内市占率约50%，主要客户包括三一重工、徐工、柳工等国内主机龙头以及卡特彼勒等全球主机龙头。2016年下半年以来，基建投资维持高位、房地产投资平稳、挖机使用场景增加、挖机设备进入更新周期等因素共同作用，挖掘机行业持续回暖，公司挖机油缸呈现爆发式增长，2017年上半年公司挖机油缸销量15.5万台，收入同比增长163%。

● 城轨交通建设进入高峰期，以盾构机为代表的非标油缸持续增长：

“十三五”期间全国地铁项目开工建设处于高峰期，带动大量盾构机设备投资需求，公司是国内盾构机油缸的主要供应商，下游客户囊括中铁铁建、中铁装备、小松等，2017年上半年盾构机油缸收入同比增长137%。非标油缸产品覆盖海工海事、高空作业平台、风电设备等下游行业，2017年受益船舶海工等下游需求回暖，非标油缸销量及收入保持较快增长。

● 小挖泵阀切入国内主机厂，新产品有望持续放量：

经过多年的研发，公司小挖泵阀产品（高压柱塞泵+多路控制阀）已经成功进入三一重工等国内挖掘机龙头主机厂，虽然目前市占率较低，但产品质量及技术均达到外资同类产品标准，价格低于外资竞争对手，具备完全实现进口替代的能力，未来成长空间巨大。我们预计公司小挖泵阀、中挖泵阀、液压系统等新产品有望持续放量。

● 风险提示：国内工程机械需求下滑，市场竞争加剧，海外经营不确定性。

财务摘要和估值指标

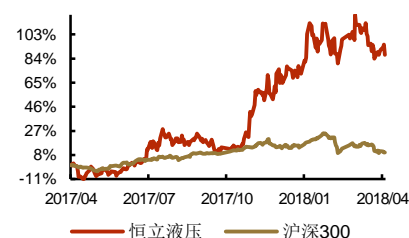
指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1088	1,370	2,727	3,580	4,384
增长率(%)	-0.5	26.0	99.1	31.2	22.5
净利润(百万元)	63.5	70	385	620	810
增长率(%)	-30.9	10.8	447.4	61.0	30.6
毛利率(%)	21.2	22.0	30.8	35.1	36.1
净利率(%)	5.8	5.1	14.1	17.3	18.5
ROE(%)	1.7	1.9	9.9	13.9	15.5
EPS(摊薄/元)	0.10	0.11	0.61	0.98	1.28
P/E(倍)	295.99	267.2	48.8	30.3	23.2
P/B(倍)	5.41	5.4	4.9	4.2	3.6

推荐(首次评级)

市场数据 时间 2018.04.04

收盘价(元):	29.84
一年最低/最高(元):	14.02/35.29
总股本(亿股):	6.3
总市值(亿元):	187.99
流通股本(亿股):	6.3
流通市值(亿元):	187.99
近3月换手率:	38.75%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-10.4	9.71	75.82
绝对	-14.43	3.07	87.36

相关报告

目 录

1、 液压市场需求平稳增长，国内进口替代空间超过 100 亿元.....	3
1.1、 全球液压市场保持增长，2016 年中国已成为第二大消费国.....	3
1.2、 国内进口替代空间超过 100 亿元，工程机械为最大下游市场.....	3
2、 油缸提速、泵阀放量，国内液压龙头打开成长新空间.....	5
3、 盈利预测.....	7
4、 风险提示.....	7
4.1、 国内工程机械需求下滑.....	7
4.2、 市场竞争加剧.....	7
4.3、 海外经营不确定性.....	7
附： 财务预测摘要.....	8

图表目录

图 1: 全球主要液压市场（除日本外）规模保持增长.....	3
图 2: 2016 年中国液压市场占全球比例达到 28%.....	3
图 3: 2016 年国内液压市场容量约为 580 亿元.....	4
图 4: 2016 年国内液压工业总产值约 510 亿元.....	4
图 5: 挖机内部使用的主要液压元件.....	4
图 6: 挖掘机液压系统价值占比约 35%.....	4
图 7: 国内轨道交通在建线路长度创历史新高.....	5
图 8: 2017 年国内城市轨道交通投资增长 24%.....	5
图 9: 公司主要液压产品.....	5
图 10: 2017Q3 公司营业收入增长 110%.....	6
图 11: 2017Q3 公司净利润增长 573%.....	6
表 1: 恒立液压分项收入预测.....	6

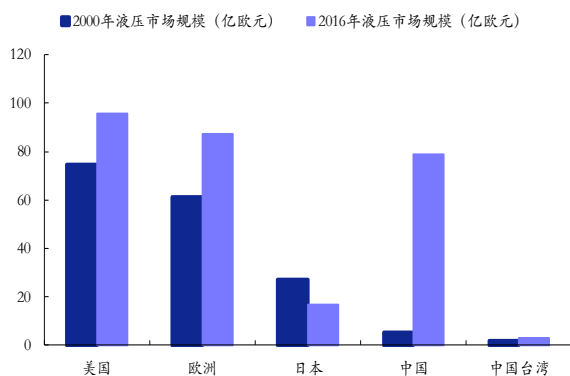
1、液压市场需求平稳增长，国内进口替代空间超过 100 亿元

1.1、全球液压市场保持增长，2016 年中国已成为第二大消费国

全球液压元件市场保持稳定增长。根据 ISC 统计，2016 年全球液压产品市场规模达到 282 亿欧元，较 2000 年 170 亿欧元的规模增长了 66%，年均复合增速超过 3%。分地区来看，液压产品需求主要集中在美国、欧洲、日本、中国以及中国台湾地区；其中，美国（34%）、中国（28%）、德国（11%）、日本（6%）、意大利（6%）分列全球前 5 大消费国。

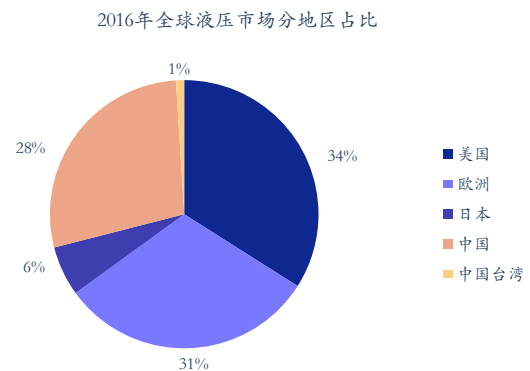
从全球范围内来看，中国市场需求增长最快，市场地位显著提升。2000-2016 年，国内液压市场规模从 5 亿欧元迅速扩大至 79 亿欧元（约合人民币 600 亿元），绝对规模增长超过 14 倍，占全球市场的份额从 3% 提升至 28%；同期，美国市场绝对规模增加 28%，欧洲市场规模增长 43%，日本市场规模下滑 38%。

图1：全球主要液压市场（除日本外）规模保持增长



资料来源：ISC、新时代证券研究所

图2：2016 年中国液压市场占全球比例达到 28%



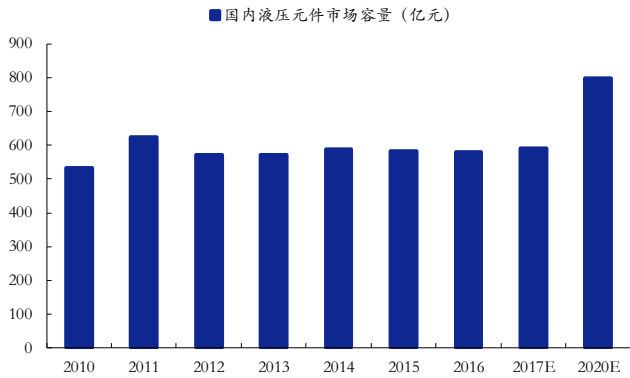
资料来源：ISC、新时代证券研究所

1.2、国内进口替代空间超过 100 亿元，工程机械为最大下游市场

2016 年国内液压市场规模约 580 亿元，国内产值超过 500 亿元。根据中国液压气动密封件工业协会的数据，2016 年国内液压元件市场容量约 580 亿元，近年来保持平稳；此外，得益于 2008 年以来国家四万亿经济刺激政策的投入，液压行业在 2010 年前后实现井喷增长，液压工业总产值从 2009 年的 269 亿元增长到 2014 年的 488 亿元，年均复合增长率达到 12.65%，此后逐步进入相对稳定、成熟的阶段，行业增长率保持在较为稳定的水平，2016 年工业总产值约 510 亿元。

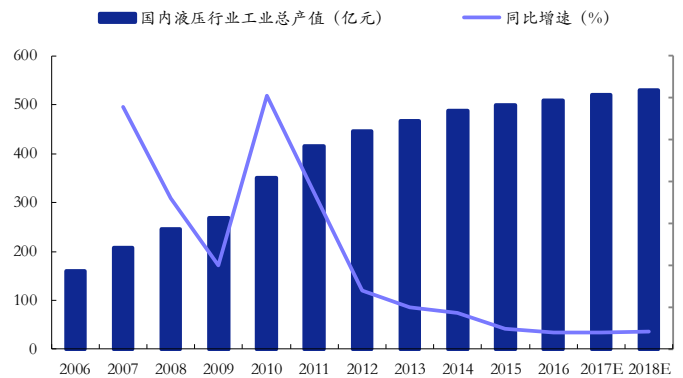
国内液压产业格局大而不强，中高端液压产品长期依赖进口，国内优质企业面临良好机遇。我国液压技术起步较晚，技术积累相对薄弱，国内外企业在液压元件技术积累与制造经验方面存在一定差距，客观上造成了国内中高端液压元件长期以来依赖进口的局面。2016 年我国液压行业进口金额约 15.5 亿美元，以 2016 年末即期汇率折算约合人民币 108 亿元，进出口逆差约 70 亿元，进口液压产品占国内液压市场规模的 20% 左右。中高端液压件运用领域广泛，拥有超过 100 亿元市场空间以及产品高附加值、高毛利率的特征，对于国内优质液压元件企业意味着广阔的增量市场与良好的成长机遇。

图3: 2016年国内液压市场容量约为580亿元



资料来源: 中国液压气动密封件工业协会、新时代证券研究所

图4: 2016年国内液压工业总产值约510亿元



资料来源: 中国液压气动密封件工业协会、新时代证券研究所

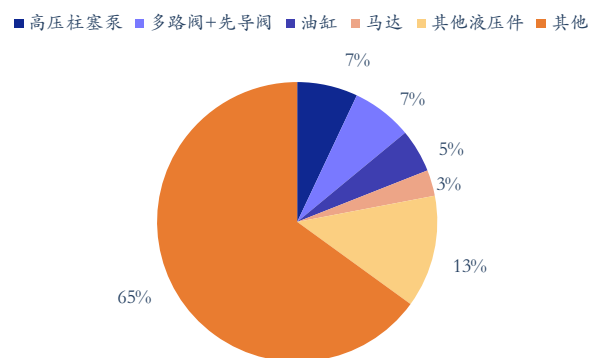
以中挖为例，液压系统占挖机价值量约35%，液压核心元件占比约22%。挖掘机通常配备1台高压主泵（斜盘式轴向柱塞泵）、1台主阀（多路控制阀）、4台高压液压油缸、1台回转变量马达及减速机、2台行走变量马达及行星减速机、先导控制阀等。以中型挖掘机为例，整机价格约40万元，其液压系统成本约14-15万元，占挖机价值量的35%左右。核心液压元件价值约8.5-10万元，占比超过22%；其中，油缸单价超过5000元，合计超过2万元，占比约5%；主泵、主阀单价约2.5万元，加上先导阀等其他泵阀合计约5.5万元，占比约14%；马达单价约4000元，合计约1.2万元，占比约3%。

图5: 挖机内部使用的主要液压元件



资料来源: 《工程机械液压技术》、新时代证券研究所

图6: 挖掘机液压系统价值占比约35%



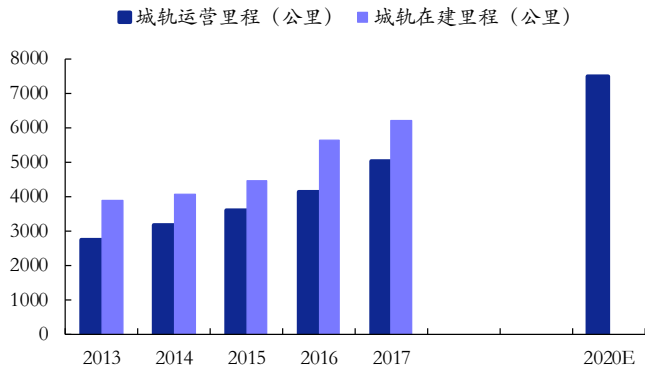
资料来源: 中国工程机械工业协会、新时代证券研究所

2017年挖掘机液压核心元件（泵、阀、油缸、马达）市场需求接近100亿元，液压系统需求超过150亿元。根据工程机械工业协会的数据，2017年全年销售挖掘机14万台，小挖（0-13t）、中挖（13-30t）和大挖（30t以上）销量分别为7.30万台、4.76万台、1.97万台，以油缸单价2000元、5000元、9000元，单机配备4台油缸，测算国内挖掘机油缸市场约22亿元；以泵+阀合计单价25000元、55000元、85000元，测算国内挖掘机泵阀市场约61亿元；以马达单价为1500元、4000元、7500元，单机配备3台马达，测算国内挖掘机马达市场约13亿元。核心元件总市场需求约96亿元，按液压系统占比35%和核心元件占比22%来计算，2017年挖掘机液压系统需求超过150亿元。

城市轨道交通建设加速，盾构机需求将维持高位。截止2017年底，我国内地累计有34个城市建成投运城轨线路5033公里，在建线路总长6218公里（地铁5291公里），全年新通车里程880公里、完成建设投资4739亿元，均创历史新高，此外共有62个城市的城市轨道交通线网获批，规划线路总长达到7293公里。

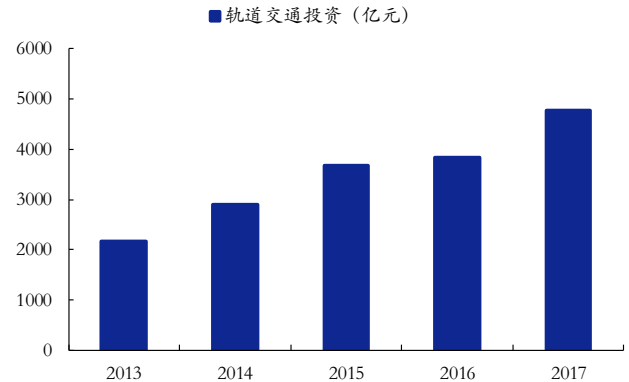
另一方面,作为城市轨道交通建设的先行指标,中国中铁和中国铁建 2015-2017 年城市轨道交通新签合同金额合计为 2373 亿元、4236 亿元、4897 亿元,同比增长 23%、78%、16%,一般城轨建设的周期为 4-5 年,所以我们认为 2018-2020 年是各地城市轨道交通项目(主要是地铁、轻轨项目)建设的高峰期,这将有力的支撑以盾构机为代表的隧道掘进设备需求的增长。

图7: 国内轨道交通在建线路长度创历史新高



资料来源: 中国城市轨道交通协会、新时代证券研究所

图8: 2017 年国内城市轨道交通投资增长 24%



资料来源: 中国城市轨道交通协会、新时代证券研究所

盾构机液压市场规模可观,2018-2020 年总需求超过 120 亿元。目前在建的地铁隧道施工绝大部分是由盾构机完成,加上未来地下管廊、公路铁路隧道、地下停车场等领域也将越来越多用到盾构机施工,我们预计 2018-2020 年国内盾构机的总需求有望达到 1200 台,按单价 4000 万元计算,对应市场规模约 480 亿元。另一方面,盾构机成本中,液压系统(泵,马达,阀类)占比约 11%-12%,对应市场规模约 55 亿元,推进系统(壳体及推进液压缸,铰接液压缸)占比约 13%-15%,对应市场规模约 67 亿元,合计市场需求预计超过 120 亿元。

2、油缸提速、泵阀放量,国内液压龙头打开成长新空间

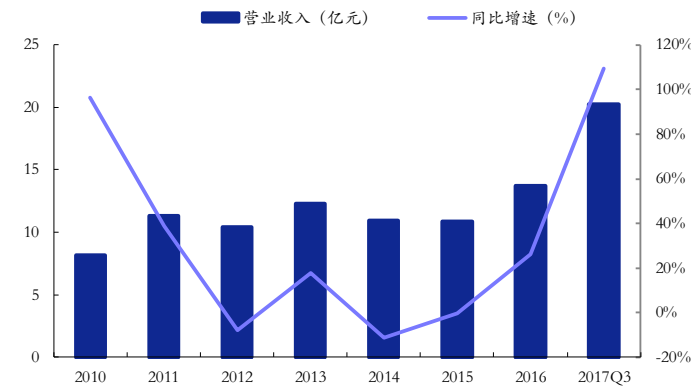
公司主要生产油缸、泵、阀等高端液压产品。公司产品线包括: 高压油缸、高压柱塞泵、液压多路阀、工业阀、液压系统、液压测试台及高精密液压铸件等; 其中,子公司恒立液压科技主要负责研发生产液压泵阀、马达、测试台、液压系统等新产品,子公司上海立新主要生产工业阀产品。

图9: 公司主要液压产品

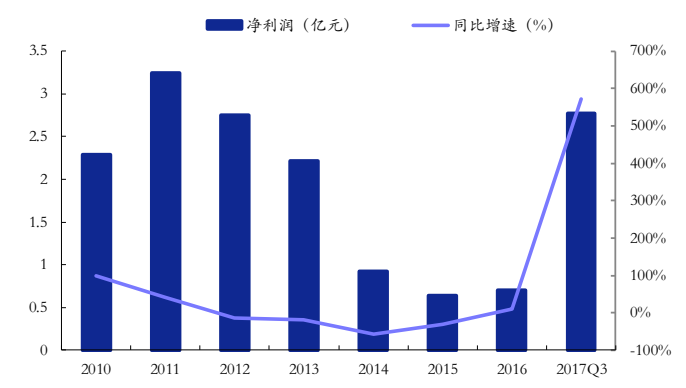


资料来源: 公司官网、新时代证券研究所

2017年业绩爆发式增长，竞争力有望进一步提升。公司的下游客户主要分布在以挖掘机为代表的行走机械、以盾构机为代表的地下掘进设备、以船舶、港口机械为代表的海工海事机械、以高空作业平台为代表的特种车辆、以及风电太阳能等行业与领域。2017年，受益于国内工程机械行业复苏和液压泵阀的放量，公司业绩均实现快速增长。恒立液压2017Q3实现营业收入20.27亿元、同比增长110%，净利润2.77亿元、同比增长573%，并发布公告预计全年实现净利润3.7-4.0亿元，同比增长426%-469%。我们认为随着公司产品逐步放量，在主机厂的市占率有望持续提升，竞争力有望进一步提升，将会加速在其他领域实现进口替代。

图10: 2017Q3公司营业收入增长110%

资料来源: Wind、新时代证券研究所

图11: 2017Q3公司净利润增长573%

资料来源: Wind、新时代证券研究所

近年来，公司不断完善业务战略布局，先后投资建成了高压精密液压铸件生产基地，液压阀、泵生产基地，并通过并购德国 WACO、德国 HAWE Inline 等企业，在美国芝加哥、日本东京新设公司等方式进行海外市场的拓展和布局，致力成为具有国际影响力高端液压成套设备的提供商以及液压技术方案的提供商。

表1: 恒立液压分项收入预测

单位: 百万元	2014年	2015年	2016年	2017E	2018E	2019E
营业收入	1093.3	1087.6	1370.1	2727.5	3579.8	4384.2
增长率	-11%	-1%	26%	99%	31%	22%
毛利率	24.6%	21.2%	22.0%	30.8%	35.1%	36.1%
挖掘机专用油缸						
营业收入	558.9	407.0	529.1	1169.3	1309.6	1440.5
增长率	-25%	-27%	30%	121%	12%	10%
毛利率	28.2%	25.2%	25.3%	38.0%	40.0%	40.0%
重型装备用非标准油缸						
营业收入	415.2	515.6	560.1	1008.2	1270.4	1524.4
增长率	27%	24%	9%	80%	26%	20%
毛利率	19.8%	18.6%	19.2%	25.0%	32.0%	32.0%
元件与液压成套装置						
营业收入	79.9	80.8	90.4	119.4	148.0	183.5
增长率	-42%	1%	12%	32%	24%	24%
毛利率	22.7%	16.7%	18.1%	25.0%	25.0%	25.0%
油缸配件						
营业收入	26.0	67.3	94.8	130.8	162.1	201.0
增长率	129%	158%	41%	38%	24%	24%
毛利率	22.5%	21.1%	25.4%	30.0%	30.0%	30.0%

单位: 百万元	2014 年	2015 年	2016 年	2017E	2018E	2019E
液压泵阀						
营业收入	3.8	3.0	83.3	299.9	689.8	1034.6
增长率	/	-21%	2635%	260%	130%	50%
毛利率	17.8%	-182.8%	15.1%	25.0%	35.0%	40.0%

资料来源: Wind、新时代证券研究所

3、盈利预测

公司对标博世力士乐、川崎重工等全球液压元件龙头,整合全球技术研发资源,发挥中国制造优势,致力打造全球领先的具备核心液压元件与液压系统整体解决方案设计与制造能力的供应商。公司已经发布 2017 年业绩预告,实现归属母公司净利润为 3.7-4.0 亿元,同比增长 425.94%-468.59%。

我们预计公司 2017-2019 年净利润分别为 3.85/6.20/8.10 亿元,同比增长 447%/61%/31%,对应 EPS 分别为 0.61/0.98/1.28 元,公司作为国内高端液压元件龙头,标的较为稀缺,首次覆盖给予“推荐”评级。

4、风险提示

4.1、国内工程机械需求下滑

2017 年以来,工程机械行业景气度回升较快,下游需求旺盛,若未来国内基建、房地产等行业固定资产投资下滑较快,下游开工速度放缓,可能导致以挖掘机为代表的工程机械需求整体下滑,对液压零部件的需求也相应减少,市场空间减小,同时也会加大国内液压行业的竞争。

4.2、市场竞争加剧

国内液压企业近年来加大投入,研发技术和生产工艺取得了较大突破,同时很多企业与国外巨头均有技术和业务上的往来,进步明显;若国内竞争加剧,可能会影响到公司产品的价格进而影响盈利能力。

4.3、海外经营不确定性

2016 年公司海外业务营收占比约 30%,与国际工程机械卡特彼勒也处于长期合作关系,并通过并购德国 WACO、德国 HAWE Inline 等企业,在美国芝加哥、日本东京新设公司等方式进行海外市场的拓展和布局;汇率的不确定性、中美贸易战的不确定性将可能给公司全球化布局和海外经营带来一定的不稳定因素。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2116	2307	3338	3825	4527	营业收入	1088	1370	2727	3580	4384
现金	656	870	1091	1121	1344	营业成本	857	1068	1887	2322	2800
应收账款	232	350	607	825	862	营业税金及附加	9	19	27	36	39
其他应收款	124	8	12	16	18	营业费用	59	69	95	123	146
预付账款	25	61	127	171	210	管理费用	195	200	245	322	368
存货	436	590	758	901	1099	财务费用	-32	-30	40	55	68
其他流动资产	644	429	742	791	994	资产减值损失	17	26	14	18	22
非流动资产	2584	2892	3049	3372	3747	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	35	53	30	31	33
固定资产	1620	1943	2124	2373	2658	营业利润	18	70	449	735	973
无形资产	266	280	315	341	366	营业外收入	58	23	5	5	5
其他非流动资产	699	669	610	658	723	营业外支出	2	2	0	0	0
资产总计	4701	5199	6386	7197	8274	利润总额	75	92	454	740	978
流动负债	815	1069	1833	2048	2351	所得税	14	25	68	118	166
短期借款	489	562	800	1000	1200	净利润	61	67	385	621	812
应付账款	143	225	404	425	437	少数股东损益	-3	-3	0	1	2
其他流动负债	184	283	628	623	714	归属母公司净利润	64	70	385	620	810
非流动负债	380	595	675	691	694	EBITDA	251	303	638	963	1245
长期借款	205	410	466	492	505	EPS(元)	0.10	0.11	0.61	0.98	1.28
其他非流动负债	175	185	209	199	189						
负债合计	1195	1664	2508	2739	3045	主要财务比率					
少数股东权益	33	30	30	32	34	成长能力					
股本	630	630	630	630	630	营业收入(%)	(0.5)	26.0	99.1	31.2	22.5
资本公积	2086	2086	2086	2086	2086	营业利润(%)	(66.0)	284.9	536.9	63.8	32.5
留存收益	755	788	946	1200	1532	归属于母公司净利润(%)	(30.9)	10.8	447.4	61.0	30.6
归属母公司股东权益	3473	3505	3848	4427	5195	获利能力					
负债和股东权益	4701	5199	6386	7197	8274	毛利率(%)	21.2	22.0	30.8	35.1	36.1
						净利率(%)	5.8	5.1	14.1	17.3	18.5
						ROE(%)	1.7	1.9	9.9	13.9	15.5
						ROIC(%)	1.8	2.0	7.5	10.4	11.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	25.4	32.0	39.3	38.1	36.8
						净负债比率(%)	1.6	3.3	7.5	11.7	10.6
						流动比率	2.6	2.2	1.8	1.9	1.9
						速动比率	2.1	1.6	1.4	1.4	1.5
						营运能力					
						总资产周转率	0.2	0.3	0.5	0.5	0.6
						应收账款周转率	5.1	4.7	5.7	5.0	5.2
						应付账款周转率	5.1	5.8	6.0	5.6	6.5
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.10	0.11	0.61	0.98	1.28
						每股经营现金流(最新摊薄)	-0.13	0.59	0.27	0.56	1.03
						每股净资产(最新摊薄)	5.51	5.56	6.11	7.03	8.25
						估值比率					
						P/E	295.99	267.22	48.82	30.32	23.22
						P/B	5.41	5.36	4.89	4.25	3.62
						EV/EBITDA	76.03	63.2	30.3	20.3	15.7
现金流量表(百万元)											
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E						
经营活动现金流	160	7	168	355	650						
净利润	61	67	385	621	812						
折旧摊销	152	176	159	187	221						
财务费用	-32	-30	40	55	68						
投资损失	-35	-53	-30	-31	-33						
营运资金变动	-7	-179	-384	-477	-417						
其他经营现金流	21	26	-2	-0	0						
投资活动现金流	-564	-37	-284	-479	-562						
资本支出	224	182	310	331	353						
长期投资	-267	84	0	0	0						
其他投资现金流	-607	229	26	-148	-210						
筹资活动现金流	605	196	337	155	135						
短期借款	449	73	238	200	200						
长期借款	197	205	56	26	14						
普通股增加	0	0	0	0	0						
资本公积增加	0	0	0	0	0						
其他筹资现金流	-41	-82	43	-71	-78						
现金净增加额	230	213	221	30	223						

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

郭泰，首席机械行业分析师，上海交通大学硕士，证券从业经验5年，2017年12月进入新时代证券研究所。2013-2017年曾先后就职于中信建投证券和国泰君安证券，任机械行业分析师。2014年新财富军工行业第1名团队成员，2015年新财富机械行业第6名，2016年金牛奖装备制造业第3名，2017年新财富机械行业入围。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>