



研究所

分析师:梁伟超
SAC 登记编号:S1340523070001
Email:liangweichao@cnpsec.com

近期研究报告

《“一带一路”有哪些布局机会?——可转债周观点 20231015》-2023.10.15
《Q4 转债估值有望修复——可转债周观点 20231007》-2023.10.07
《多期发行可转债浅析——可转债周观点 20230925》-2023.09.25
《宇邦转债:光伏行业涂锡铜带专业制造商 20230919》-2023.09.20
《浅谈可转债发行准则及流程——可转债周观点 20230916》-2023.09.17
《华懋转债:国内汽车被动安全行业综合服务商 20230914》-2023.09.14
《盟升转债:国内卫星终端设备高新企业 0912》-2023.09.13
《转债回售条款博弈浅谈——可转债周观点 20230909》-2023.09.10
《转债主体公司上半年业绩有哪些看点 20230906》-2023.09.06
《政策利好推动转债行情修复——可转债周观点 20230902》-2023.09.03
《下修博弈过程中的风险与机遇——可转债周观点 20230828》-2023.08.28
《力诺转债:山东玻璃新材料综合服务商 20230824》-2023.08.24
《科数转债:国内智慧电能领军企业 20230823》-2023.08.23
《转债强赎条款博弈浅谈——可转债周观点 20230822》-2023.08.22

可转债打新报告

章鼓转债:国内风机行业专业制造商 20231017

● 转债投资要点

章鼓转债本期发行规模为 2.43 亿元,发行日期为 2023 年 10 月 17 日,募集资金用于核电风机生产车间建设项目、新型高端节能通风机建设项目、710 车间智能升级建设项目及补充流动资金。

债底保护较弱,条款中规中矩。章鼓转债发行期限为 6 年,债项与主体评级均为 A+/A+级(中诚信国际),转股价 10.35 元。下修条款(15/30,85%)、强赎条款(15/30,130%)和回售条款(30/30,70%)均为市场化条款。按 2023 年 10 月 16 日 6 年期 A+级中债企业债到期收益率 8.75%的贴现率计算,债底为 72.50 元,纯债价值较低。

平价持平面值,总股本稀释率 7.53%。正股山东章鼓 10 月 16 日收盘价为 10.52 元,对应转换平价 101.64 元,与转债面值持平。全部转股对总股本、流通股本稀释率为 7.53%、8.37%,存在摊薄压力。

预计中签率介于 0.0008%-0.0010%。截至 2023 年 10 月 16 日,预计原股东优先配售比例为 44.71%,剩余网上申购新债规模为 0.89 亿元,考虑单户申购上限为 100 万元,若网上申购数量介于 900-1100 万户,预计中签率介于 0.0008%-0.0010%。

预计上市首日转股溢价率 25%、首日价格约 120.70-133.41 元。参考同业标的深科转债、泰福转债,我们给予章鼓转债上市首日 25%的溢价,预计上市价格为 120.70-133.41 元,建议谨慎参与申购。

● 正股基本面分析

公司深耕高端装备制造领域多年,打造了以智能制造、环保水处理、新材料开发应用为核心的三大产业平台,近年主要产品鼓风机和渣浆泵的产量、销量均有所提升。

经营业绩增速有所回落。2022 年营收 18.75 亿元, YOY+10.5%, 2023H1 营收 9.56 亿元, YOY+4.7%; 2022 年归母净利润 1.10 亿元, YOY+5.0%, 23H1 归母净利润 0.64 亿元, YOY+1.7%。

期间费用率及利润率较为稳定。2022 年公司期间费用率为 20.9%,较 2018 年变动-1.7 个 pct; 2022 年公司毛利率、净利率分别为 28.7%、6.1%,较 2021 年仅变动-0.1、-0.3 个 pct。

资债结构尚可,现金流有待优化。2022 年公司资产负债率为 56.7%, 2023H1 降至 51.7%,整体处于可控水平; 2022 年公司收现比仅为 57.7%,较 2021 年下降 18.6 个 pct,现金流水平仍有待改善。

● 风险提示:

募投项目进展不及预期;风机需求不及预期;原材料价格波动的风险;新券上市价格不及预期。

目录

1 转债基本要素及定价分析.....	4
2 正股基本面分析	5
2.1 公司层面：专业致力高端装备产品解决方案.....	5
2.2 行业层面：政策支持下风机行业向智能化、高端化迈进	9
2.3 经营层面：业绩增速回落，现金流仍需改善.....	12
2.4 估值层面：估值处于近一年较低水平	14
3 风险提示	15

图表目录

图表 1: 章鼓转债发行基本要素.....	4
图表 2: 转债价格敏感性分析.....	5
图表 3: 公司深耕高端装备制造领域多年.....	6
图表 4: 山东章鼓股权结构.....	6
图表 5: 公司三大产业平台巩固经营基本盘.....	7
图表 6: 两大产品类型贡献主要营收.....	8
图表 7: 两大产品类型毛利率近年较为稳定.....	8
图表 8: 2022-2023H1 钢材采购均价走低.....	9
图表 9: 2022-2023H1 铸造件毛坯采购均价下降.....	9
图表 10: 公司募集资金使用明细.....	9
图表 11: 风机产业链下游应用广泛.....	10
图表 12: 我国钢材产量规模较大.....	10
图表 13: 近三年我国交流电机产量增速较高.....	10
图表 14: 国内政策支持风机行业向智能化、绿色化转型.....	11
图表 15: 22 年离心鼓风机产量达 13995 台.....	12
图表 16: 22 年罗茨鼓风机产量达 100804 台.....	12
图表 17: 2022 年公司营收增速降至 10.5%.....	13
图表 18: 2022 年公司净利润增速降至 5.0%.....	13
图表 19: 公司盈利水平整体保持稳定.....	13
图表 20: 近年公司期间费用率变动较小.....	13
图表 21: 公司资产负债率整体处于可控水平.....	14
图表 22: 公司现金流水平仍有待改善.....	14
图表 23: 22 年鼓风机产销量同比分别为 7.4%/13.4%.....	14
图表 24: 22 年渣浆泵产销量同比分别为 8.8%/8.6%.....	14
图表 25: 公司估值与同业可比公司对比.....	15
图表 26: 近一年正股增速跑输行业指数 16.31 个 pct.....	15
图表 27: 公司估值处于近一年较低水平.....	15

1 转债基本要素及定价分析

章鼓转债于 2023 年 10 月 17 公开发行人转换公司债券，发行方式为网上优先配售、网上向一般社会投资者发售，发行规模为 2.43 亿元，发行期限为 6 年，债项与主体评级均为 A+/A+（中诚信国际），转股价 10.35 元。

票面利率：第一年 0.25%、第二年 0.45%、第三年 0.90%、第四年 1.70%、第五年 2.50%、第六年 2.80%。到期赎回价格为票面面值的 113%（含最后一期利息）。

三大条款中规中矩。本次转债下修条款为 15/30, 85%，有条件赎回条款为 15/30, 130%，回售条款为 30/30, 70%。均为市场化条款。

股本摊薄存在压力。若全部转股对总股本的稀释率为 7.53%，对流通股本的稀释率为 8.37%，存在一定摊薄压力。

图表1：章鼓转债发行基本要素

转债名称	章鼓转债	转债代码	127093.SZ	发行规模	2.43 亿元
正股名称	山东章鼓	正股代码	002598.SZ	保荐机构	光大证券
主体评级	A+	债项评级	A+	评级机构	中诚信国际
存续期	2023.10.17—2029.10.16	转股期限	2024.04.23—2029.10.16	网上发行日	2023.10.17
赎回条款	转股期，15/30，130%	下修条款	存续期，15/30，85%	回售条款	最后两个计息年度，30，70%
票面利率	0.25%、0.45%、0.90%、1.70%、2.50%、2.80%				

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

债底保护性较低。按 2023 年 10 月 16 日 6 年期 A+ 级中债企业债到期收益率 8.75% 的贴现率计算，债底为 72.50 元，纯债价值较低。正股山东章鼓 10 月 16 日的收盘价为 10.52 元，对应转换平价为 101.64 元，与转债面值基本持平。

中签率介于 0.0008%-0.0010% 之间。山东章鼓前十大股东持股比例为 44.71%，若其中 80% 参与优先配售，其他股东中有 50% 参与优先配售，预计原股东优先配售比例为 63.41%，剩余网上申购新债规模为 0.89 亿元，因单户申购上限为 100 万元，假设网上申购账户数量介于 900-1100 万户，预计中签率介于 0.0008%-0.0010% 之间。

我们参考同行业内转债规模和评级相似的深科转债（转债规模 3.60 亿，评级为 A+，上市后首日收盘价 130.36 元，转股溢价率为 26.20%）、泰福转债（转债规模 3.34 亿，评级为 A，上市后首日收盘价 120.81 元，转股溢价率为 24.59%），给予章鼓转债上市首日 25%的溢价，预计上市价格为 120.70-133.41 元，建议谨慎参与新债申购。

图表2：转债价格敏感性分析

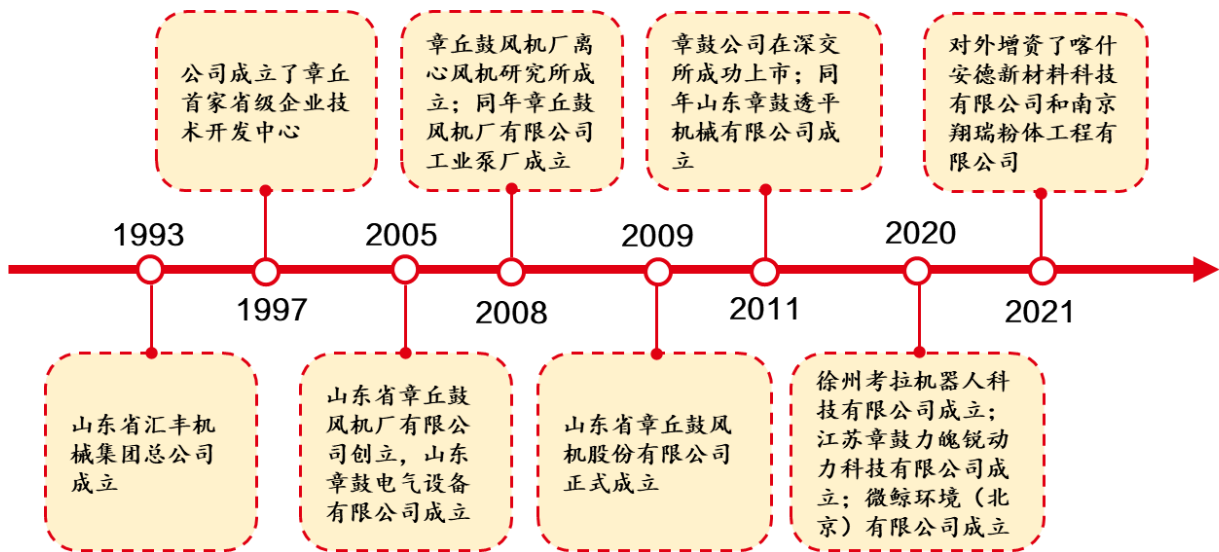
转股溢价率/正股价（元）		20.00%	22.50%	25.00%	27.50%	30.00%
-5%	9.49	110.08	112.37	114.67	116.96	119.25
-5%	9.99	115.87	118.29	120.70	123.11	125.53
20231016 收盘价	10.52	121.97	124.51	127.05	129.59	132.14
5%	11.05	128.07	130.74	133.41	136.07	138.74
5%	11.60	134.47	137.27	140.08	142.88	145.68

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2 正股基本面分析

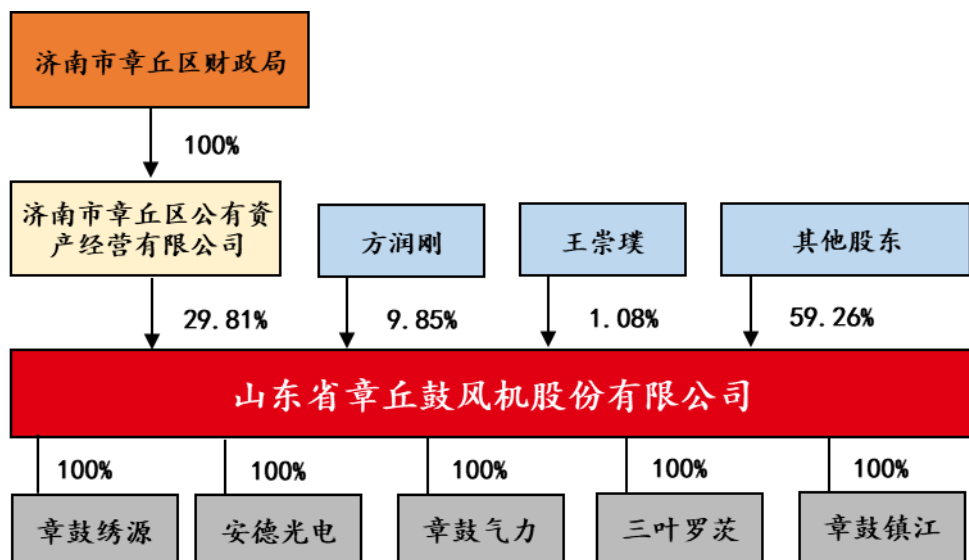
2.1 公司层面：专业致力高端装备产品解决方案

山东章鼓始建于 1968 年，具有五十余年的风机设计、生产、制造的技术和经验，目前已成为集罗茨鼓风机、离心鼓风机、工业泵、通风机、工业水处理工程及设备、气力输送成套系统、电气设备的设计、生产、销售于一体的现代化机械加工规模企业。公司于 2011 年 7 月 7 日在深交所挂牌上市，股票代码为 002598。随着国家产业政策及供给侧结构改革的深入推进，结合自身优势和市场机遇，公司实行相关多元化的经营战略，积极布局了智能制造、环保水处理、新材料开发应用的三大产业平台。通过持续加大研发投入，加强外部资源整合，三大产业平台均已实现了较快增长。

图表3：公司深耕高端装备制造领域多年


资料来源：公司官网，中邮证券研究所

背靠章丘区财政局，股权结构稳定。截至 2023 年中期，济南市章丘区国有资产经营有限公司直接持有公司 29.81% 的股权，济南市章丘区财政局为间接控股股东。自然人股东中，董事长方润刚持有公司 9.85% 的股权，董事王崇璞持有公司 1.08% 的股权。公司拥有章鼓绣源、安德光电、章鼓气力、三叶罗茨、瑞益精密等全资子公司及多家参股公司。

图表4：山东章鼓股权结构


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

三大产业平台巩固公司经营基本盘。公司持续打造以智能制造、环保水处理、新材料开发应用为核心的三大产业平台，主要产品及服务包括罗茨鼓风机、离心鼓风机、通风机、渣浆泵、气力输送成套系统、环保水处理等，历经多年极大丰富了产品体系，充分满足市场化需求。

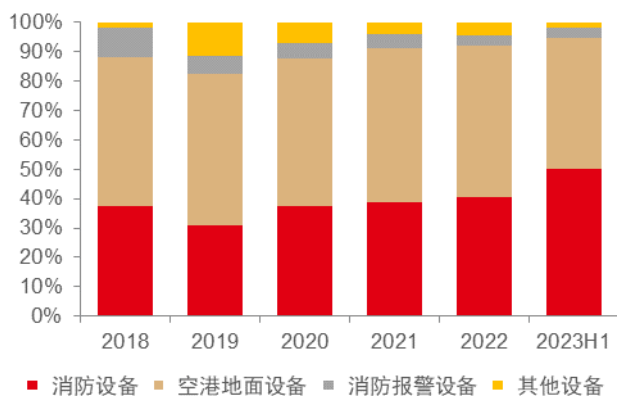
图表5：公司三大产业平台巩固经营基本盘

产业平台	产品明细	产品介绍	产品图示
智能制造	RR 系列罗茨鼓风机	采用特殊订做的进口小游隙轴承定位，保证了风机叶轮轴向定位可靠，调整方便；叶轮采用整体铸造结构，叶面精度高（装配时无需修整），使叶轮具有完全互换性；轴密封除迷宫密封形式外，还具有机械密封、填料密封等多种密封形式，满足不同介质的输送需求。	
	TRR 双级串联罗茨真空泵	TRR 双级串联罗茨真空泵系列产品包括双级串联罗茨鼓风机和双级串联湿式罗茨真空泵。由于效率和温升等方面的原因，单级鼓风机（真空泵）压力比一般限制在 2.2 下。为了达到更高的压力比，通常将两台鼓风机（真空泵）串联，构成双级串联鼓风机（真空泵）。	
	ZR 系列旋转供料器	本机型可通过叶片和壳体进行耐磨加工处理，来提高使用寿命。经过耐磨加工处理的旋转阀的型号标为 AZR（标准产品的材质为碳钢）。产品特点：1、结构紧凑、体积小、密封性能好，回转漏气。	
环保水处理	MVR 蒸发浓缩、结晶系统	MVR 蒸发浓缩、结晶系统是重新利用自身产生的二次蒸汽的能量，减少对外界能源需求的一项节能技术。MVR 系统是一种应用范围很广，节能、经济效果良好的压缩式开路循环热泵蒸发装置。在蒸发领域已知的最先进的高效节能环保技术。	
新材料开发应用	智能渣浆泵	智能渣浆泵具有：预报故障、诊断故障、保护设备、显示运行数据等功能，与单一型渣浆泵相比，智能渣浆泵有力地提高了运行完好率，减少了渣浆泵非计划停机造成的时间和维修成本。渣浆泵实时运行数据可以通过以太网及远程终端设备实时监测，实时指令，实时管理。	
	金属渣浆泵	产品耐磨性好、效率高，卧式泵轴封采用副叶轮动密封与机械密封组合式轴封，彻底解决了轴封泄漏问题，2003 年通过了山东省科学技术厅组织的技术鉴定，技术水平达到国际先进水平。	

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

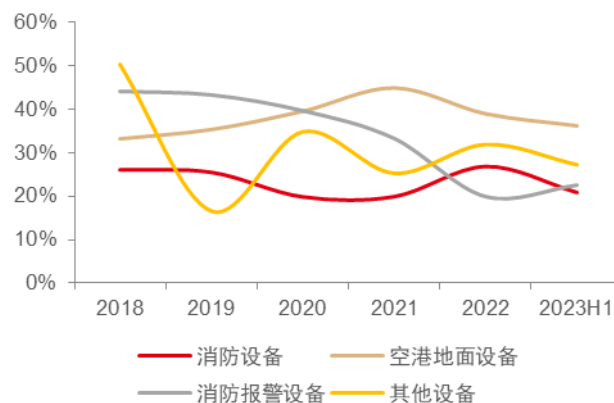
公司营收来自消防设备和空港地面设备的生产销售，两者营收占比逐年上升，由 2018 年的 88.4% 增长至 2023H1 的 94.7%。其中消防设备占比由 37.3% 升至 50.0%，营收贡献逐渐超过空港地面设备。从盈利角度出发，空港地面设备及消防设备毛利率较为稳定，2022 年分别为 39.0%、26.9%，较 2019 年变动 3.6、1.4 个 pct。消防报警设备毛利率持续下降，2018-2022 年由 44.1% 回落至 19.9%。

图表6：两大产品类型贡献主要营收



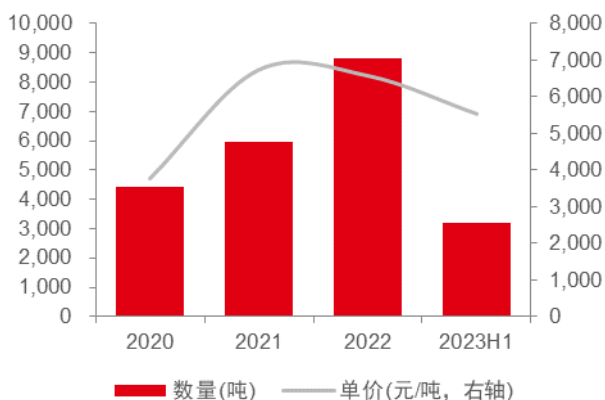
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表7：两大产品类型毛利率近年较为稳定

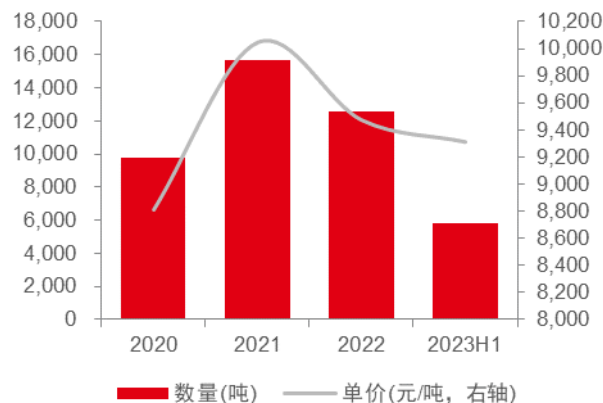


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司产品的主要原材料为钢材和铸造件毛坯，近年与主要原材料供应商建立了长期合作关系，能够满足公司生产需要，且随着采购量的上升，原料平均单价逐渐下降。2023 年上半年公司采购钢材、铸造件毛坯的单价分别为 5534.10、9315.39 元/吨，较 2021 年分别下降-17.7%、-7.3%。后续随着公司与主要供应商合作趋稳，成本尚有进一步下降空间。

图表8：2022-2023H1 钢材采购均价走低


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表9：2022-2023H1 铸造件毛坯采购均价下降


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

积极扩充现有风机产能，推动智能制造国产化进程。公司将持续加大对智能制造产业平台的投入力度，推进核电关键设备的国产化进程，利用高端节能产品实现绿色制造转型，同时为罗茨鼓风机市场的稳步增长扩充产能。为此公司通过发行可转债募集资金 2.43 亿元，募投项目达产后，公司在风机领域的产业竞争力和盈利能力有望持续增强。

图表10：公司募集资金使用明细

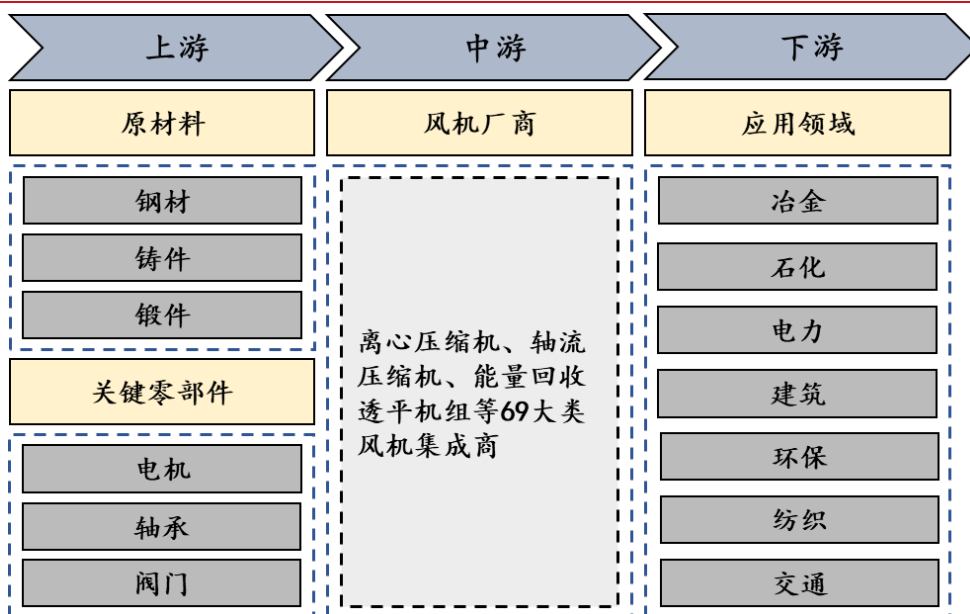
项目名称	项目总投资(万元)	拟使用募集资金金额(万元)	预计新增年产能
核电风机生产车间建设项目	10665.36	10665.36	42 台蒸气压缩机核电风机产品
新型高端节能通风机建设项目	6639.53	6639.53	1000 台通风机产品
710 车间智能升级建设项目	2908.01	2908.01	3000 台罗茨鼓风机产品
补充流动资金	4787.10	4087.10	—
合计	25000.00	24300.00	—

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.2 行业层面：政策支持下风机行业向智能化、高端化迈进

风机产业链分为上游原材料及关键零部件、中游整机及运维以及下游风机应用。上游风机关键零部件包括电机、轴承、阀门；中游风机厂商包括风机集成商与运维商；风机产品下游应用领域广阔，主要包括冶金、石化、电力、建筑、环保等领域。

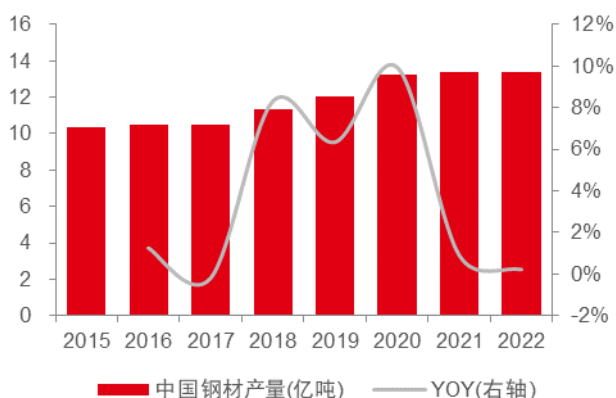
图表11：风机产业链下游应用广泛



资料来源：前瞻产业研究院，中邮证券研究所

上游原材料及核心部件供应充足。我国钢铁行业、电机行业发展状况良好，各类钢材、电机等产品品种齐全、质量水平较高，基本能满足国内风机企业的生产需求。2022年全国钢材产量达到13.4亿吨，同比增长0.2%；2022年我国交流电机的产量为42929万千瓦，同比增长6.0%。

图表12：我国钢材产量规模较大



资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

图表13：近三年我国交流电机产量增速较高



资料来源：前瞻产业研究院，智研咨询，中邮证券研究所

政策加持下风机行业向智能高端化迈进。鼓风机行业是装备制造业之一，其发展受我国装备制造业及下游相关产业政策影响较大。国家“十四五”规划中指出要推动传统产业高端化、智能化、绿色化，发展服务型制造业，实现新型工业化、生产生活方式绿色转型。政策加持下风机行业有望进一步得到发展。

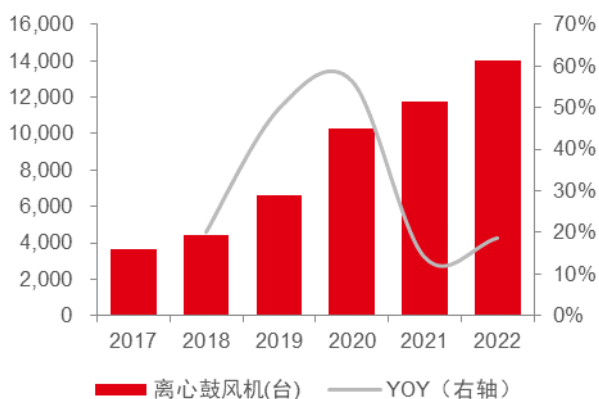
图表14：国内政策支持风机行业向智能化、绿色化转型

政策文件	政策内容
《产业结构调整指导目录(2011年本)》	“将1000兆瓦超《超》临界以上机组脱硝氧化多级离心鼓风机《风里450立方米分钟、升压214000毫米水柱》”列入鼓励类产品。
《煤电节能减排升级与改造行动计划(2014-2020年)》	在冶金工业过程的烧结余热、高炉煤气余热余压回收与热能的综合利用中，高炉、转炉、焦炉等煤气发电以及利用蒸汽轮机发电技术与装备，如大型亮炉用离心鼓风机。
《煤电节能减排升级与改造行动计划(2014-2020年)》	在冶金工业过程的烧结余热、高炉煤气余热余压回收与热能的综合利用中，高炉、转炉、焦炉等煤气发电以及利用蒸汽轮机发电技术与装备，如大型亮炉用离心鼓风机。
《关于印发“十三五”节能减排综合工作方案的通知》	加快高效电机、配电变压器等用能设备开发和推广应用，淘汰低效电机、变压器、风机、水泵、压缩机等用能设备，全面提升重点用能设备能效水平。
《战略性新兴产业分类(2018)》(国家统计局令第23号)	“高效节能通用设备制造”的细分行业“风机、风扇制造”被列为战略性新兴产业。
《电机能效提升计划(2021-2023年)》	推动风机、泵、压缩机等电机系统节能技术研发，加快应用离心式风机、水泵等二次方转矩特性类负载与高效节能电机匹配技术、低速大转矩直驱技术、高速直驱技术伺服驱动技术等，提高电机系统效率和质量。
《环保装备制造业高质量发展行动计划(2022—2025年)》	加快环境污染治理专用的高性能风机、水泵、阀门、过滤材料、低频吸声隔声材料绿色药剂以及环境监测专用模块、控制器、标准物质研发。聚焦新污染物治理、监测、溯源等，抓紧部署前沿技术装备研究。攻克污水治理用磁悬浮轴承高速离心鼓风机、大型紫外线消毒设备、固体废物处理用大型高速螺旋卸料离心机。

资料来源：中国政府网，太平电机，中邮证券研究所

随着“碳达峰”、“碳中和”的提出，鼓风机在工业通用设备领域需求上升。2022年国内离心鼓风机产量达到13995台，同比增长18.8%，近五年CAGR高达30.7%；罗茨鼓风机产量100804台，同比增长18.8%，近五年CAGR高达15.8%。

图表15: 22年离心鼓风机产量达13995台



图表16: 22年罗茨鼓风机产量达100804台



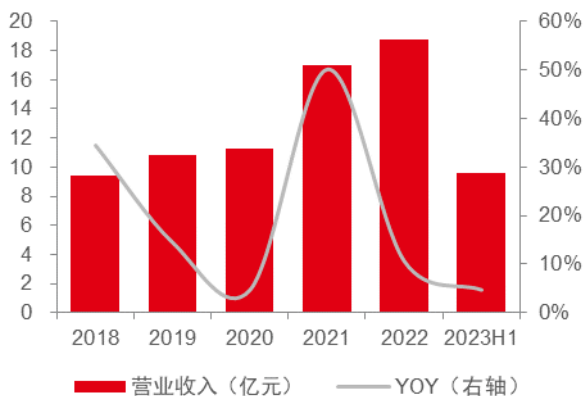
资料来源: 观知海内, 中邮证券研究所

资料来源: 观知海内, 中邮证券研究所

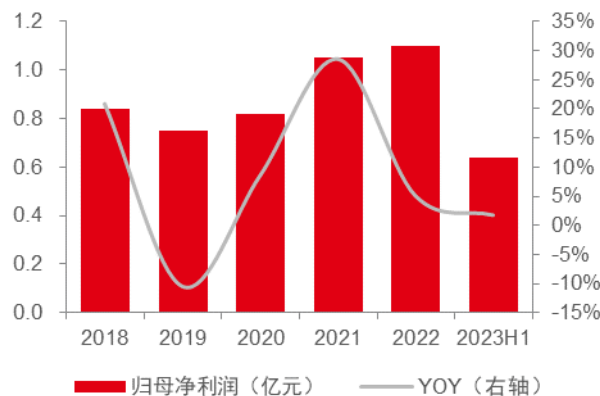
目前高端鼓风机领域, 国外品牌冲击力仍较大。虽然供给侧改革后水泥及钢铁行业需求收缩, 但环保以及发电行业也创造了巨大的市场机会。因此我国鼓风机行业仍有较大开拓机会。未来随着国内分布式能源、污水处理等行业的持续推进, 鼓风机行业的需求将进一步得到刺激。

2.3 经营层面: 业绩增速回落, 现金流仍需改善

营收及净利润增速有所回落。2018-2022 年营收由 9.43 亿元增长至 18.75 亿元, 复合增长率为 18.7%, 2022 年营收同比降至 10.5%。2023H1 实现营收 9.56 亿元, 同比回落至 4.7%; 2018-2022 年年公司归母净利润由 0.84 亿元增长至 1.10 亿元, 复合增长率为 7.0%, 2022 归母净利润同比降至 5.0%。2023H1 公司归母净利润 0.64 亿元, 同比降至 1.7%, 营收及归母净利润增速均有所回落。

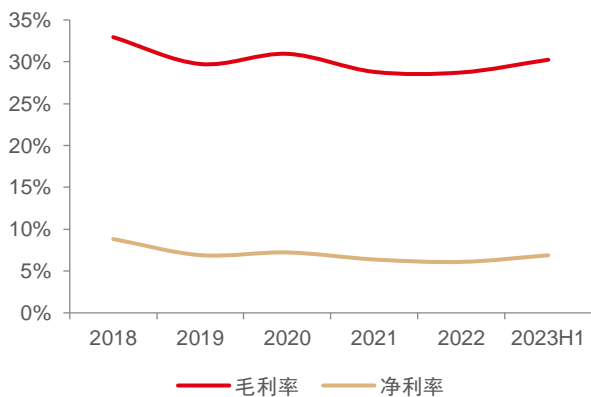
图表17: 2022 年公司营收增速降至 10.5%


资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

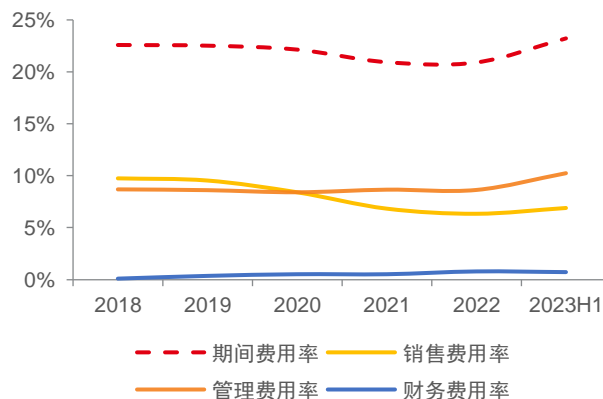
图表18: 2022 年公司净利润增速降至 5.0%


资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

期间费用率及利润率均保持稳定。2022 年公司期间费用率为 20.9%，较 2018 年下降 1.7 个 pct，费用支出比例得到有效控制。2022 年公司毛利率、净利率分别为 28.7%、6.1%，较 2021 年仅变动-0.1、-0.3 个 pct，受益于公司有效的成本管控，盈利水平整体保持稳定。

图表19: 公司盈利水平整体保持稳定


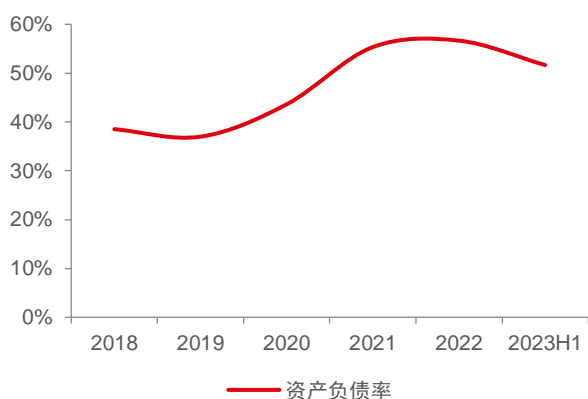
资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

图表20: 近年公司期间费用率变动较小


资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

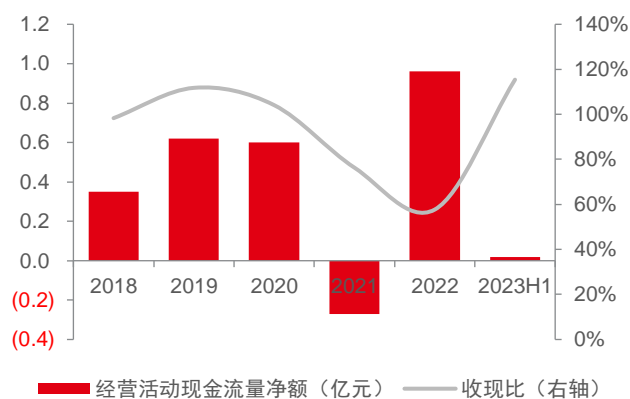
资债结构尚可，现金流有待优化。从资债结构上看，2022 年公司资产负债率为 56.7%，较 2021 年提升 1.3 个 pct，2023H1 下降 5.0 个 pct 至 51.7%，资产负债结构整体处于可控水平。从现金流上看，2022 年公司经营性净现金流为 0.96 亿元，较 2021 年提升 1.23 亿元，但收现比仅为 57.7%，较 2021 年下降 18.6 个 pct。2023H1 收现比提升至 115.4%，但公司现金流水平仍有待改善。

图表21：公司资产负债率整体处于可控水平



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

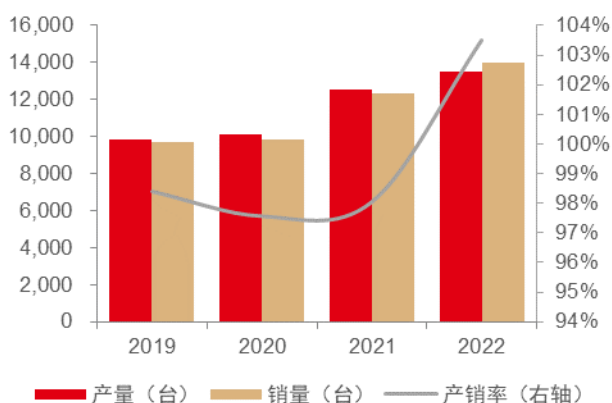
图表22：公司现金流水平仍有待改善



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

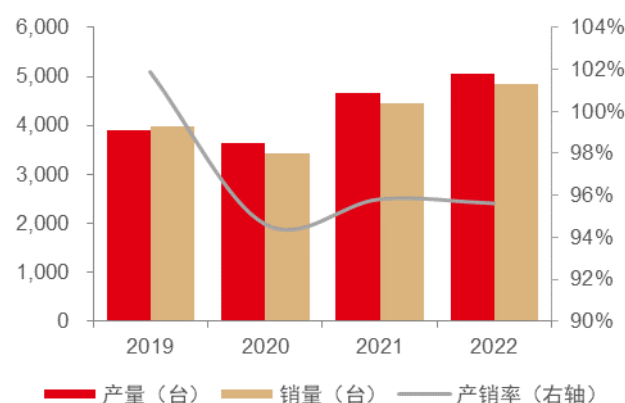
主要产品近年产量与销量齐升。公司能够设计生产适用于多种工况、各种型号的二叶、三叶罗茨鼓风机和渣浆泵，广泛应用于污水处理、电力、化肥、冶金、铸造气力输送等行业。近年下游市场需求保持旺盛，随着生产工艺的不断改进，公司主要产品产量均有所提升，且产销率整体处于较好水平。2022年公司鼓风机产量为13499台，产销率103.5%；同年公司渣浆泵产量为5060台，产销率96%。

图表23：22年鼓风机产销量同比分别为7.4%/13.4%



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表24：22年渣浆泵产销量同比分别为8.8%/8.6%



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.4 估值层面：估值处于近一年较低水平

截至2023年10月16日，公司PE为29.50，高于同业可比公司克莱特(10.28)，低于鑫磊股份(49.58)，PB为2.99，估值目前处于近一年较低水平。年初至今公司股价下降14.5%，跑输申万三级行业指数-其他通用设备(1.83%)。

图表25: 公司估值与同业可比公司对比

代码	证券简称	总市值	流通市值	收盘价	PE (TTM)	PB	ROE	近一月涨幅 (%)
002598.SZ	山东章鼓	32.82	29.50	10.52	29.50	2.99	10.12	-5.3450
831689.BJ	克莱特	6.01	2.92	8.19	10.28	1.44	13.99	-2.3669
301317.SZ	鑫磊股份	33.50	8.37	21.31	49.58	3.08	6.22	-6.4068

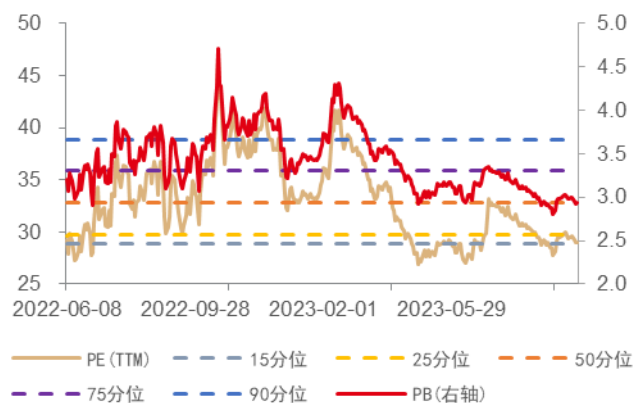
资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

图表26: 近一年正股增速跑输行业指数 16.31 个 pct



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

图表27: 公司估值处于近一年较低水平



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

3 风险提示

募投项目进展不及预期; 风机需求不及预期; 原材料价格波动的风险; 新券上市价格不及预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048