



2022.09.02

新股精要—国内磁悬浮离心式鼓风机领先
生产商磁谷科技

IPO 专题

	王政之(分析师)	施怡昀(分析师)	王思琪(研究助理)
	021-38674944	021-38032690	021-38038671
	wangzhengzhi@gtjas.com	shiyiyun@gtjas.com	wangsiqi026737@gtjas.com
证书编号	S0880517060002	S0880522060002	S0880122070055

本报告导读:

磁谷科技(688448.SH)是国内磁悬浮离心式鼓风机领先生产商,是磁悬浮轴承技术及其他耦合技术方面取得重大突破并实现量产的少数企业之一,现已形成完整的核心技术和产品体系。2021年公司实现营业收入3.12亿元,归母净利润0.60亿元。截至2022年9月1日,可比公司对应2021年平均PE(LYR)为25.37倍(剔除极端值金通灵),对应2022年Wind一致预期平均PE为16.93倍。

摘要:

- **公司核心看点及 IPO 发行募投:** (1) 公司是国内磁悬浮离心式鼓风机领先厂商,研制出了国内首台磁悬浮离心式鼓风机并成功应用,是磁悬浮轴承技术及其他耦合技术方面取得重大突破并实现量产的少数企业之一,节能优势突出。节能减排驱动磁悬浮离心式鼓风机市场空间扩容,公司凭借先发优势占据较高市场份额,拓展产品线有望成为未来新的利润增长点。(2) 公司本次公开发行股票数量为1781.53万股,发行后总股本不超过7126.11万股,公开发行股份数量约占公司本次公开发行后总股本的比例为25%。公司募投项目拟投入募集资金总额4.5亿元,预期项目建成后将在现有研发中心的基础上,添置研发设备、改善研发中心软硬件条件,加快二代磁悬浮离心式鼓风机、磁悬浮制冷压缩机等产品的研发,缩短新产品和项目研发周期。
- **主营业务分析:** 公司主营业务为磁悬浮流体机械及磁悬浮轴承、高速电机、高速驱动等核心部件的研发、生产、销售,主要产品为磁悬浮离心式鼓风机。公司主营业务规模持续稳步增长,2019-2021年公司营收及归母净利润复合增速分别为20.84%、20.54%,竞争加剧背景下公司下调产品价格,综合毛利率分别为47.87%、44.71%、39.72%,逐年下滑;规模效应下期间费用率整体呈现下降趋势。
- **行业发展及竞争格局:** 磁悬浮离心式鼓风机应用领域日益广泛,应用深度逐渐加强,行业发展潜力巨大。其中,污水处理领域磁悬浮离心式鼓风机需求持续增加,未来随着国内制造高端化、智能化、绿色化的发展趋势,节能效果显著的磁悬浮离心式鼓风机应用领域将越来越广泛,市场前景将更广阔。目前国内鼓风机行业竞争激烈,仍以罗茨鼓风机、多级离心鼓风机、单级齿轮增速鼓风机为主。
- **可比公司估值情况:** 公司所在行业“C34 通用设备制造业”近一个月(截至2022年9月1日)静态市盈率为33.13倍。根据招股意向书披露,选择山东章鼓(002598.SZ)、金通灵(300091.SZ)、陕鼓动力(601369.SH)和鑫磊股份(A21098.SZ)作为可比公司。截至2022年9月1日,可比公司对应2021年平均PE(LYR)为25.37倍(剔除极端值金通灵),对应2022年Wind一致预期平均PE为16.93倍。
- **风险提示:** 1) 磁悬浮离心式鼓风机未能进一步替代传统鼓风机或替代进展较慢的风险; 2) 新客户开拓不力或新产品推广未达预期风险。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

本周新股发行信息

浙江正特(001238.SZ) 发行2750万股
预计募资4.41亿元

圣晖集成(603163.SH) 发行2000万股
预计募资5.45亿元

德邦科技(688035.SH) 发行3556万股

帕瓦股份(688184.SH) 发行3359万股

磁谷科技(688448.SH) 发行1782万股

诺诚健华(688428.SH) 发行26465万股

华宝新能(301327.SZ) 发行2454万股

万得凯(301309.SZ) 发行2500万股

联特科技(301205.SZ) 发行1802万股

捷邦科技(301326.SZ) 发行1810万股

森鹰窗业(301227.SZ) 发行2370万股

恩威医药(301331.SZ) 发行1754万股

相关报告

新股精要—国内先进的三元前驱体生产商帕瓦股份 2022.09.01

新股精要—国内高端电子封装材料全品类供应商德邦科技 2022.09.01

新股精要—国内领先的精密功能件及结构件生产商捷邦科技 2022.08.31

新股精要—全球便携储能龙头华宝新能 2022.08.30

中美签署审计监管合作协议,次新板块当周大幅回调 2022.08.28

1. 磁谷科技：国内磁悬浮离心式鼓风机领先生产商

公司是国内磁悬浮离心式鼓风机领先生厂商,研制出了国内首台磁悬浮离心式鼓风机并成功应用,是磁悬浮轴承技术及其他耦合技术方面取得重大突破并实现量产的少数企业之一,节能优势突出。公司2009年10月推出国内首台磁悬浮离心式鼓风机,填补了国内市场空白,实现进口替代。此后,公司完成磁悬浮离心式鼓风机的系列化,产品系列丰富,下游应用领域广泛,产品已覆盖全国所有省市,在江苏、浙江、山东、四川、广东、新疆等两千多个项目中得到了成功应用。通过持续的自主研发,公司已掌握磁悬浮流体机械装备相关技术的自主研发能力,形成了五自由度磁悬浮轴承、大功率高速永磁同步电机、高速电机专用变频驱动、高速高效离心式叶轮等核心技术。此外,公司产品节能优势突出,磁悬浮离心式鼓风机内置变频器,可实现根据工况需求进行转速调整,为用户节约更多电能,同时根据用户使用需求,通过调节转速实现压力和流量的变化,达到显著的节能减排效果。经京东方等客户评估节能效益,公司磁悬浮离心式鼓风机相比传统鼓风机节能约为25%-30%。2019年,公司产品所属领域“节能风机风扇制造”被列入国家发改委《绿色产业指导目录》;2018年和2020年,公司生产的系列磁悬浮离心式鼓风机产品分别入选工信部《国家工业节能技术装备推荐目录》、《“能效之星”产品目录》,实测多变效率优于标准指标(节能评价价值)。

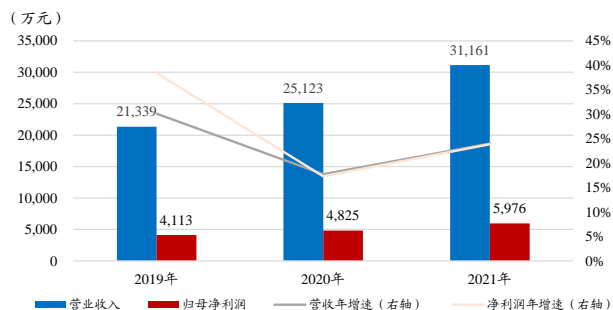
节能减排驱动磁悬浮离心式鼓风机市场空间扩容,公司凭借先发优势占据较高市场份额,拓展产品线有望成为未来新的利润增长点。随着国内制造高端化、智能化、绿色化的发展趋势,部分风机企业开始瞄准制约各行业发展的节能降耗痛点问题,未来将会大力推动节能型鼓风机的研制和应用,节能效果显著的磁悬浮离心式鼓风机将有更大发展空间。公司较早进入磁悬浮离心式鼓风机领域,据中国通用机械工业协会风机分会统计会员企业数据,2019年公司在离心鼓风机行业和鼓风机行业从产值维度评价的市场占有率分别为9.74%和5.18%,处于国内磁悬浮离心式鼓风机市场前列。目前公司已成为中国建筑、中国石化、中节能、中化集团、京东方、北控水务、万华化学、晋能集团、安琪酵母、维尔利、盛虹集团、台塑集团等公司的供应商。和国外品牌相比,公司产品具有明显的性价比优势,逐渐占据进口产品在国内的市场。当前公司积极拓宽产品线,向其他磁悬浮流体设备产品延伸发展,磁悬浮空气压缩机和磁悬浮冷水机组等部分产品型号已完成研制并陆续推向市场,有望成为公司未来新的利润增长点。

2. 主营业务分析及前五大客户

公司主营业务规模持续稳步增长,2019-2021年营收及归母净利润复合增速分别为20.84%和20.54%。公司主营业务收入主要为设备销售收入,2019-2021年主营业务收入占营业收入比例均在95%以上,主营业务突出。其中,来自磁悬浮离心式鼓风机产品收入占主营业务收入的90%以上,为公司主要收入来源,2019-2021年销售收入分别为20648.84万元、24418.65万元、30003.59万元,复合增长率达17.14%。同时,为降低单一产品经营风险,公司加大研发投入,开发新产品,丰富产品线,2020年以来成功推出磁悬浮空气压缩机、磁悬浮冷水机组和磁悬浮真空泵等

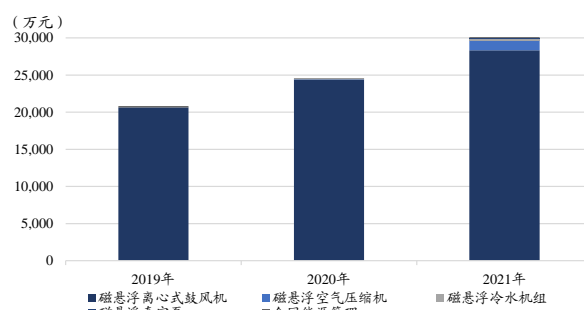
产品。2020、2021 年公司磁悬浮空气压缩机销售收入分别为 62.83 万元、1256.19 万元，增长迅速。此外，公司还存在少量合同能源管理业务，主要为满足部分客户的要求而开展。

图 1：2019-2021 年公司营收规模持续扩大



数据来源：国泰君安证券研究，公司招股意向书。

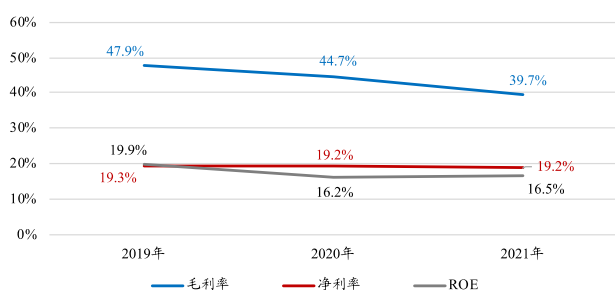
图 2：磁悬浮离心式鼓风机为公司主要收入来源



数据来源：国泰君安证券研究，公司招股意向书。

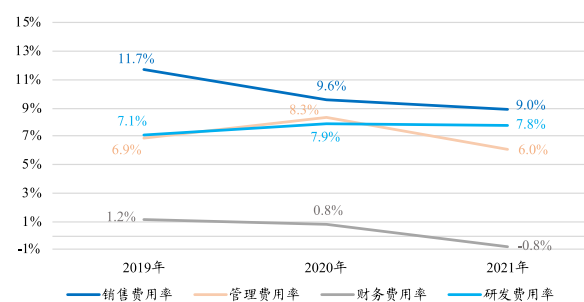
竞争加剧背景下公司下调产品价格，导致综合毛利率呈现下滑趋势，期间费用率整体略有下降。2019-2021 年，公司综合毛利率分别为 47.87%、44.71%、39.72%，持续下滑。2019-2021 年，磁悬浮离心式鼓风机的销售占各期毛利比例均为 90% 以上，是公司毛利最主要的来源。磁悬浮离心式鼓风机与罗茨鼓风机、空气悬浮鼓风机、多级离心鼓风机、单级高速离心鼓风机等不同技术路线的鼓风机面对的是基本相同的市场，市场竞争者较多。近年来，越来越多的企业开始涉足磁悬浮技术，公司直接竞争对手也在增加。2019-2021 年，公司根据市场竞争情况下调了磁悬浮离心式鼓风机产品的单价，导致综合毛利率下降。2020 年，由于磁悬浮离心式鼓风机平均销售价格下降 11.22%，降幅较大，高于同期单位成本降幅，导致毛利率下降了 3.49%；2021 年，产品平均价格下降 19.14%，导致毛利率下降了 5.07%。2019-2021 年，公司期间费用占收入比重分别为 26.89%、26.67%和 22.01%，整体呈下降趋势。随着业务规模的扩大，公司期间费用也持续扩大，但增速低于公司收入增速，期间费用率持续下降。2021 年受管理费用率、财务费用率下降的影响，公司期间费用率明显下降。

图 3：2019-2021 年公司综合毛利率下滑



数据来源：国泰君安证券研究，公司招股意向书。

图 4：公司期间费用率整体呈下降趋势



数据来源：国泰君安证券研究，公司招股意向书。

表 1：公司 2021 年前五大客户

序号	客户名称	销售额（万元）	占收入比例
1	牧原食品股份有限公司（合并）	978.12	3.14%
2	中国建筑集团有限公司（合并）	697.35	2.24%

3	苏州弗洛德环保科技有限公司	684.00	2.20%
4	湖北安琪生物集团有限公司（合并）	638.05	2.05%
5	中国天楹股份有限公司（合并）	511.50	1.64%
	合计	3509.02	11.26%

数据来源：Wind、公司招股意向书、国泰君安证券研究。

3. 行业发展及竞争格局

3.1. 下游应用领域拓宽及节能环保政策推广带动磁悬浮离心式鼓风机市场空间广阔

磁悬浮离心式鼓风机应用领域日益广泛,应用深度逐渐加强,行业发展潜力巨大。目前,鼓风机下游应用市场主要集中于环保、化工、冶金、电力等领域,其中在环保领域占比最高。据中国通用机械工业协会风机分会统计数据,2017-2020 年我国鼓风机行业产值年均增长率保持在 30% 左右,离心鼓风机和罗茨鼓风机的产值年均复合增长率分别为 39.05%、18.00%,产量年均复合增长率分别为 41.20%、18.19%,离心鼓风机产值和产量的增速都大于罗茨鼓风机。从下游行业具体来看,1) **污水处理行业**: 根据“十四五”规划要求新增和改造污水收集管网 8 万公里,新增污水处理能力 2000 万立方米/日。污水处理厂能耗成本占其运营维护成本的 40%~80%,其中曝气供氧过程中鼓风机的能耗占总能耗比例较大,占整个污水处理厂能耗的 50%~60%,因此鼓风机的节能效率将对污水处理厂的能耗水平和运营成本起着至关重要的作用。磁悬浮单级离心鼓风机及空气悬浮单级离心鼓风机能够满足污水处理厂对曝气鼓风机节能、环保、风量调节范围广泛、低噪声、低振动及维护成本低等要求,是未来污水处理行业曝气鼓风机的发展趋势。2) **化工医药行业**:《国民经济和社会发展的第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要(草案)》指出,“十四五”时期能耗目标为单位国内生产总值能耗降低 13.5%。化工行业为重点关注的高耗能行业之一,在能耗双控和碳达峰、碳中和的背景下,化工医药行业将逐步淘汰能耗大、效率低的生产设备,将为磁悬浮离心式鼓风机带来广阔的市场前景。3) **冶金行业**:鼓风机在冶炼行业占有重要的位置。氧气对钢铁工业在于强化冶炼过程,特别是氧气顶吹转炉炼钢已成为钢铁工业飞跃发展的一条主要途径。冶金行业的稳定增长将给鼓风机市场带来良好拓展前景。4) **电力行业**:我国目前发电仍以火力发电为主,根据国家能源局统计,2020 年全国发电量为 220058 万千瓦,其中火力发电为 124517 万千瓦,占比 56.58%,同比增长 4.7%。当前我国电力行业面临的降低发电煤耗和污染排放压力仍较大,对鼓风机有较大需求。5) **水泥行业**:目前“节能降耗”是水泥行业发展的方向,国家对节能减排的重视带给高能耗、高污染的水泥企业众多压力,迫使水泥企业更新水泥生产设备,向节能环保的方向发展。水泥企业已开始积极借助新型节能化生产设备进行技改。风机是水泥行业用电的重要设备之一,推进鼓风机更新换代是水泥行业实现节能降耗的重要途径。水泥行业淘汰落后产能及新增产能的大量固定资产投资为鼓风机行业带来重要的市场机遇。

污水处理领域磁悬浮离心式鼓风机需求持续增加,随着国内制造高端化、智能化、绿色化的发展趋势,节能效果显著的磁悬浮离心式鼓风机应用领域将越来越广泛,市场前景将更为广阔。1)在增量污水处理厂鼓风机

需求方面，以 2016 -2020 年城市和县城污水处理厂的复合增长率测算 2025 年城市和县城污水处理厂数量分别为 3578 座、1987 座，2022 年-2025 年共新增 791 座、226 座。根据经验估计，城市污水厂鼓风机需求量为 6 台（其中 2 台备用），县城污水处理厂鼓风机需求量为 3 台（其中 1 台备用）。磁悬浮离心式鼓风机因其节能效果显著，运营费用低、噪音水平低、使用寿命长等优势，在新建污水处理厂将得到优先选用，假设新建污水处理厂有一半选用磁悬浮离心式鼓风机，则 2022 年-2025 年，城市和县城污水处理厂新增鼓风机需求量为 2712 台；2)在存量污水处理厂的鼓风机替换需求方面，以 2021 年污水处理厂数量测算，目前鼓风机数量为 22005 台，扣除已使用新型鼓风机改造的 7350 台，共需改造的鼓风机数量为 14655 台。保守估计每年替换 10%，乐观估计每年替换 15%，2022 年至 2025 年，存量市场替代的磁悬浮离心式鼓风机的需求量分别为 5862 台、8793 台。上述新建污水处理厂及存量污水处理厂改造替换 2022 年到 2025 年的磁悬浮鼓风机的总需求量保守估计为 8574 台、乐观估计为 11505 台。未来，随着国家节能环保政策的有效实施以及行业技术水平的不断进步，对鼓风机设备的能效要求会日益提高，具备节能高效、低噪音等优势磁悬浮离心式鼓风机市场前景广阔。

3.2. 国内鼓风机行业竞争激烈，磁悬浮离心式鼓风机是未来发展趋势

目前国内鼓风机行业竞争激烈，仍以罗茨鼓风机、多级离心鼓风机、单级齿轮增速鼓风机为主，节能效果显著的磁悬浮离心式鼓风机发展空间巨大。鼓风机行业下游应用领域众多，行业内企业侧重不同的细分市场领域，目前国内鼓风机行业竞争激烈，国内鼓风机行业仍以罗茨鼓风机、多级离心鼓风机、单级齿轮增速鼓风机为主，同时，有越来越多企业涉足磁悬浮离心式鼓风机的研发和生产中。随着国内制造高端化、智能化、绿色化的发展趋势，鼓风机市场在节能环保、技术含量等方面的要求将不断提高，产品需求呈现高端化、精细化的趋势，具有产品技术优势的企业将持续扩大市场份额，并逐步淘汰技术实力较薄弱的企业。未来国家将会大力推动节能型鼓风机的研制和应用，节能效果显著的磁悬浮离心式鼓风机将有越来越大的发展空间。

3.3. 公司研制出了国内首台磁悬浮离心式鼓风机并成功应用
公司研制的国内首台磁悬浮离心式鼓风机填补了国内空白，实现了进口替代，在磁悬浮离心式鼓风机市场处于行业前列。公司研制出国内首台磁悬浮离心式鼓风机并成功应用，填补了国内空白。此后，公司完成了磁悬浮离心式鼓风机的系列化，并向其他磁悬浮流体设备产品延伸发展，其产品技术先进、系列丰富，下游应用领域广泛。目前国内磁悬浮离心式鼓风机市场基本被国内企业占据，公司在磁悬浮离心式鼓风机市场处于行业前列，根据中国通用机械工业协会风机分会统计会员企业数据，2018-2020 年公司在离心鼓风机行业从产值维度评价的市占率分别为 8.49%、9.74%、7.73%，在鼓风机行业的市占率分别为 4.19%、5.18%、4.75%。

竞争对手：SULZER（苏尔寿）、Pill Aerator（德国琵乐）、Neuros（纽若斯）、TURBOMAX（拓博麦克斯）、亿昇科技、格尼斯、天瑞重工、格瑞拓、华东风机、鑫磊股份、金士顿、山东章鼓、百事德、金通灵、陕鼓

动力、杰尔科技

4. IPO 发行及募投情况

公司本次公开发行股票数量为 1781.53 万股，发行后总股本不超过 7126.11 万股，公开发行股份数量约占公司本次公开发行后总股本的比例为 25%。公司将于 2022 年 9 月 5 日开始进行询价，并于 2022 年 9 月 6 日确定发行价格。

公司募投项目拟投入募集资金总额 4.5 亿元，预期项目建成后将在现有研发中心的基础上，添置研发设备、改善研发中心软硬件条件，加快二代磁悬浮离心式鼓风机、磁悬浮制冷压缩机等产品的研发，缩短新产品和项目研发周期。建设项目包括：1) 高效智能一体化磁悬浮流体设备生产建设项目；2) 研发中心建设项目；3) 补充流动资金。

表 2: IPO 募资资金计划及投资项目情况

序号	项目名称	项目总投资额（万元）	拟投入募集资金（万元）
1	高效智能一体化磁悬浮流体设备生产建设项目	24000.00	24000.00
2	研发中心建设项目	9000.00	9000.00
3	补充流动资金	12000.00	12000.00
	合计	45000.00	45000.00

数据来源：Wind、公司招股意向书、国泰君安证券研究。

5. 可比公司及行业估值情况

公司主营业务所属行业“C34 通用设备制造业”近一个月（截至 2022 年 9 月 1 日）静态市盈率为 33.13 倍。

公司主营业务为磁悬浮流体机械及磁悬浮轴承、高速电机、高速驱动等核心部件的研发、生产、销售，主要产品为磁悬浮离心式鼓风机。根据招股意向书披露，选择山东章鼓（002598.SZ）、金通灵（300091.SZ）、陕鼓动力（601369.SH）和鑫磊股份（A21098.SZ）作为可比公司。截至 2022 年 9 月 1 日，可比公司对应 2021 年平均 PE(LYR) 为 25.37 倍（剔除极端值金通灵），对应 2022 年 Wind 一致预期平均 PE 为 16.93 倍。

表 3: 可比公司财务数据及估值情况

代码	简称	2021 年营收 规模 (亿元)	2021 年 归母净利润 (亿元)	2019-2021 年营收复合 增速	2019-2021 年净利润 复合增速	PE(LYR) 2021 (倍)	PE 2022E (倍)	总市值 (亿元)	股价 (元)
002598.SZ	山东章鼓	16.96	1.05	25.39%	18.15%	30.04	-	31.51	10.10
300091.SZ	金通灵	17.55	0.20	-3.39%	-57.73%	311.13	-	61.80	4.15
601369.SH	陕鼓动力	103.61	8.58	19.10%	19.24%	20.70	16.93	177.50	10.28
A21098.SZ	鑫磊股份	8.21	0.60	15.96%	5.95%	-	-	-	-
	平均					25.37	16.93		
688448.SH	磁谷科技	3.12	0.60	20.84%	20.54%				

数据来源：Wind、公司招股说明书、国泰君安证券研究。注：可比公司总市值及股价截取 2022 年 9 月 1 日收盘价，2022 年归母净利润采用 wind 一致预期，PE 平均值剔除负值和极端值。营收规模、总市值、股价单位为个股所在市场的交易币种。

6. 风险提示

(1)磁悬浮离心式鼓风机未能进一步替代传统鼓风机或替代进展较慢的风险：目前国内市场仍以传统鼓风机为主，根据中国通用机械工业协会风机分会的统计数据，公司目前主要产品磁悬浮离心式鼓风机 2020 年在国内鼓风机市场的产量和产值占比分别为 2.58%、16.63%。由于磁悬浮离心式鼓风机替代传统鼓风机主要受磁悬浮离心式鼓风机的应用场景存在一定局限性的影响，且磁悬浮离心式鼓风机价格较高，产品投资回收期较长，因此公司经营存在磁悬浮离心式鼓风机未能进一步替代传统鼓风机或替代进程较慢的风险，进而可能影响公司经营业绩。

(2)新客户开拓不力或新产品推广未达预期风险：公司产品使用寿命较长，单一主体客户短期内一般不会重复购买该类设备，且随着产品技术水平的成熟，包括传统鼓风机厂商如山东章鼓亦开始进入磁悬浮离心式鼓风机市场，市场竞争加剧，新客户开拓难度将进一步加大，公司市场占有率有下降风险。此外，2019-2021 年，公司推出磁悬浮空气压缩机、磁悬浮冷水机组、磁悬浮真空泵等新产品，新产品市场是公司未来成长性的重要来源，但新产品推广需要一定时间周期，新市场尚待培育和推广。因此，公司存在新客户开拓不力、不能持续获取订单或新产品推广未达预期从而影响公司未来经营业绩的风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		