



2023.01.03

## 新股精要—国内优质空气压缩机生产及出口企业鑫磊股份

## 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:

鑫磊股份(301317.SZ)是国内主要的空气压缩机生产及出口企业之一,2020年出口业务在国内主要动力用空压机厂商出口额中排名第3位。2021年公司实现营业收入8.21亿元,归母净利润0.60亿元。截至2022年12月30日,可比公司对应2021年平均PE(LYR)为27.94倍(剔除极端值金通灵),对应2022和2023年Wind一致预测平均PE分别为24.49倍和18.97倍。

## 摘要:

- **公司核心看点及IPO发行募投:** (1)公司是国内主要的空气压缩机生产及出口企业之一,2020年出口业务在国内主要动力用空压机厂商出口额中排名第3位。公司产品节能优势显著,螺杆式空气压缩机的能效水平行业领先,生产的全系列两级压缩螺杆机产品达到或超过GB19153-2019标准1级能效,离心式鼓风机产品被工信部列入《“能效之星”装备产品目录(2021)》。在当前节能环保大趋势下,公司产品能够显著降低空气压缩机用户的应用成本,具有广阔的销售市场。(2)公司本次公开发行股票数量为3930万股,发行后总股本为15719万股,公开发行股份数量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45316.58万元,募投项目落地后将有助于公司提高产品供应能力,保障产品质量,优化产品结构,为公司未来业绩增长提供新的动力。
- **主营业务分析:** 公司主营业务为节能、高效空气压缩机、鼓风机等空气动力设备的研发、生产和销售。得益于优良的产品性能以及不断的市场开拓,公司营业收入呈稳步增长态势,2019-2021年营业收入和归母净利润复合增速分别为15.96%和5.95%。因原材料采购价格以及美元兑人民币汇率发生变动,公司毛利率水平有所波动,整体维持20%左右水平。
- **行业发展及竞争格局:** 随着下游行业的快速发展以及节能环保相关政策日趋严格,空气压缩机在未来发展空间广阔,根据招股书披露,2020年我国空气压缩机行业规模以上企业实现销售收入583.36亿元,同比增长3.95%。2019年国内鼓风机市场规模约27亿元,预计未来三年鼓风机市场将保持5%-7%的增长速度。空气压缩机行业,国外品牌依然占据国内高端市场;鼓风机行业,国内鼓风机竞争激烈,寡头格局暂未形成,需求高端化成为趋势。
- **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12月30日)静态市盈率为30.02倍。根据招股意向书披露,选择开山股份(300257.SZ)、鲍斯股份(300441.SZ)、汉钟精机(002158.SZ)、东亚机械(301028.SZ)、欧圣电气(301187.SZ)、山东章鼓(002598.SZ)、金通灵(300091.SZ)和磁谷科技(688448.SH)作为可比公司。截至2022年12月30日,可比公司对应2021年平均PE(LYR)为27.94倍(剔除极端值金通灵),对应2022和2023年Wind一致预测平均PE分别为24.49倍和18.97倍。
- **风险提示:** 1)技术升级迭代风险;2)存货跌价风险。

## 本周新股发行信息

福斯达(603173.SH)发行4000万股预计募资7.46亿元

九州一轨(688485.SH)发行3757万股

英方软件(688435.SH)发行2095万股

鑫磊股份(301317.SZ)发行3930万股

## 相关报告

新股精要—轨交减振降噪领域领先的综合服务商九州一轨 2023.01.02

双创板《企业发行上市申报及推荐暂行规定》修订,直接定价新股首现破发 2023.01.02

次新板块持续回调,打新收益环比小幅上行 2022.12.25

次新宝典:本批微导纳米值得跟踪(2022年11月第5周~12月第2周) 2022.12.23

科创板优个股,创业板重入围 2022.12.22

## 1. 鑫磊股份：国内优质空气压缩机生产及出口企业

公司是国内主要的空气压缩机生产及出口企业之一,2020年出口业务在国内主要动力用空压机厂商出口额中排名第3位。公司专注空气压缩机和离心式鼓风机等空气动力领域相关产品的研发生产,尤其是在小型活塞机领域优势明显,同时借助该板块研发经验积极攻克螺杆机及离心鼓风机产品,具备一定市场占有率。在小型活塞机领域,公司改进转子组件生产、储气罐生产等关键环节的工艺和流程,形成了以无油低噪音技术、低噪音阀板设计技术、防油雾呼吸器技术等为核心的活塞机生产技术。目前,公司小型活塞机产品线丰富,能够满足市场上绝大部分客户需求,小型活塞机产品已销往100多个国家和地区;在螺杆机领域,公司攻克了螺杆主机铸造、生产和测试等技术难关,成功开发并批量化生产永磁变频两级螺杆式空压机、永磁变频单级螺杆式空压机、工频螺杆式空压机等节能型螺杆机产品;在离心鼓风机领域,公司相关产品自2019年起形成销售,凭借节能、环保、低噪等优势快速打开市场,拥有了如国机集团、海螺集团、宁夏建材、粤海水务、国家电投、冀东水泥、山水水泥、南方水泥、西南水泥等优质客户群体。根据《中国通用机械工业年鉴2020》的数据统计,2019年公司主营业务收入在主要动力用空压机厂商中排名第6位,出口业务排名第2位;根据《中国通用机械工业年鉴2021》的数据统计,2020年公司出口业务在主要动力用空压机厂商出口额中排名第3位;根据中国海关数据以及公司出口额计算,2019-2021年和2022年1-6月公司空气压缩机出口金额占国内同类产品出口金额的比重分别为3.08%、2.88%、2.63%和2.46%,市场地位相对领先。

公司产品节能优势显著,在节能环保趋势下具有较大市场空间。公司螺杆式空气压缩机的能效水平行业领先,生产的全系列两级压缩螺杆机产品达到或超过GB19153-2019标准1级能效,离心式鼓风机产品被工信部列入《“能效之星”装备产品目录(2021)》。从节能效果来看,以公司37KW的1级能效螺杆式空压机为例,与3级能效相比每年可以节电84240度,按照火力发电耗煤计算,相当于每年节约标准煤34.03吨;与2级能效相比每年可以节电33696度,相当于每年节约标准煤13.61吨。以公司200KW的1级能效螺杆式空压机为例,与3级能效相比每年可以节电449280度,相当于每年节约标准煤181.51吨;与2级能效相比每年可以节电172800度,相当于每年节约标准煤69.81吨。公司生产的空气悬浮系列、磁悬浮系列、永磁变频系列离心式鼓风机一是用作气体输送和通风换气鼓风机,直接省电降耗;二是通过联动效应,促进鼓风机系统及生产运行的间接节能,进而降低整体运营成本,减轻管理压力。在当前节能环保大趋势下,公司产品能够显著降低空气压缩机用户的应用成本,具有广阔的销售市场。

## 2. 主营业务分析及前五大客户

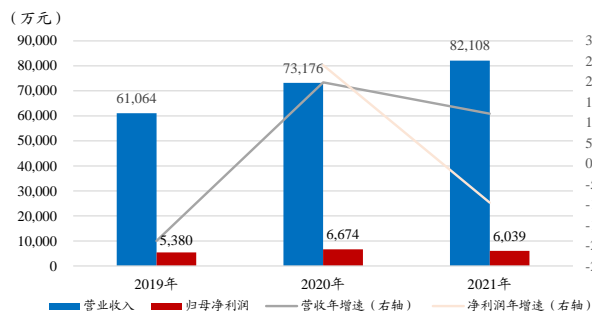
得益于优良的产品性能以及不断的市场开拓,公司营业收入呈稳步增长态势,2019-2021年和归母净利润复合增速分别为15.96%和5.95%。2019-2021年,公司实现营业收入61064.22万元、73175.82万元和82108.25万元,螺杆机和活塞机是公司主要收入来源。分产品应用领域来看,1)螺杆机领域:公司所生产的螺杆机产品作为工业现代化、自

动化的基础动力产品，广泛应用于机械制造、石化化工、矿山冶金、纺织服装、医疗行业、食品行业等领域。2019-2021 年，公司螺杆机产品实现销售收入分别为 30250.87 万元、34760.23 万元、29456.02 万元。2020 年，新冠疫情下我国口罩、熔喷布等防疫物资需求大增，螺杆机作为防疫物资生产系统中的基础动力设备，市场需求旺盛。此外，2019 年度公司对螺杆机 OBM、ODM 产品款式进行差异化设计，对当期 ODM 产品排产存在一定不利影响，2020 年度公司螺杆机 OBM、ODM 产品的生产排产已同步运行，ODM 产品交期回归正常水平，导致螺杆机 ODM 收入有所增长；2021 年，国内防疫物资生产领域的螺杆机市场需求回落，公司螺杆机产品销售金额较 2020 年度下降 5304.21 万元；2022 年上半年，国内新冠肺炎疫情反弹，受国内部分地区疫情封控及企业停工影响，运输物流不畅，江苏、上海、山东、广东等区域螺杆机销售受到一定程度不利影响，螺杆机需求有所下滑，公司 2022H1 螺杆机产品销售金额为 14209.22 万元，较上年同期有所下降。

**2) 活塞机领域：**公司销售的活塞机产品主要为小型活塞机，小型活塞机具有体积小、携带轻便、价格低、使用压力范围大的优势特征，广泛应用于家庭装修装饰、汽车维修、轻工业、医疗器械等领域，在欧洲、美洲等国外地区有着广阔的市场需求。2019-2021 年，活塞机产品实现销售收入分别为 24777.87 万元、27542.31 万元、38204.88 万元，呈持续上涨趋势。2021 年，受新冠疫情影响，海外消费者居家隔离期间需求上升及海外厂商供给减少，加之公司自 2019 年度开始推出多种规格、型号的串激无油、静音无油等直联无油活塞机以满足客户的不同需求，公司活塞机销售收入大幅上升。2022 年上半年，欧洲居家隔离的因素已逐步消除加之海外厂商已基本恢复供货能力，欧洲市场对我国活塞机采购需求有所回落，公司活塞机产品销售金额为 14626.94 万元，较 2021 年有所下降。

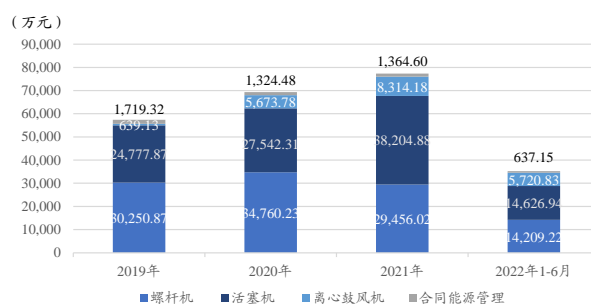
**3) 离心鼓风机领域：**离心鼓风机作为公司近年来推出的新产品，较传统风机具有风量大、噪声小、节能环保、清洁无油等优势，产品可广泛应用于水泥建材、污水处理、纺织、水产养殖以及需要清洁空气的医疗、食品等行业。凭借着公司离心鼓风机产品优良的产品性能以及公司不断的市场开拓，2019-2021 年和 2022 年 1-6 月，公司离心鼓风机产品应用领域不断拓展，收入规模增长较快，实现销售收入分别为 639.13 万元、5673.78 万元、8314.18 万元、5720.83 万元，成为公司新的业绩增长点。

图 1：2019-2021 年公司营收稳步增长



数据来源：国泰君安证券研究，公司招股意向书。

图 1：螺杆机和活塞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。

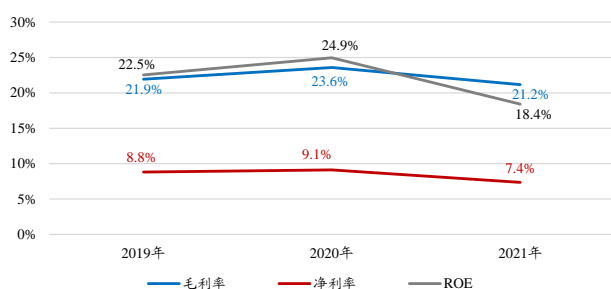
因原材料采购价格以及美元兑人民币汇率发生变动，公司毛利率水平有所波动，整体维持 20% 左右水平。2019-2021 年和 2022 年 1-6 月，公司综合毛利率分别为 21.92%、23.57%、21.15% 和 25.80%。从各细分领域



来看：1) **螺杆机领域**：公司螺杆机产品毛利率相对稳定，2019-2021 年和 2022 年 1-6 月分别为 21.64%、21.58%、24.52%、23.75%。2021 年度，公司螺杆机产品毛利率有所上升，一方面是由于 2021 年度公司毛利率水平相对较高的螺杆机外销收入占比有所提升，由 2020 年度的 14.96% 提升至 20.70%；另一方面，2021 年度公司螺杆机产品销售结构中毛利率水平相对较低的高性价比机型“小霸王”、“小精灵”系列产品销售占比有所下降，由 2020 年度的 54.02% 下降至 45.02%。2) **活塞机领域**：2019-2021 年和 2022 年 1-6 月，公司活塞机产品毛利率分别为 16.72%、14.71%、6.78%、16.62%。2022 年上半年，公司活塞机产品毛利率较 2021 年度大幅回升，主要原因在于公司在 2021 年度原材料价格上涨后新签订的活塞机订单逐步提价，2022 年上半年原材料价格回落、美元兑人民币汇率稳中有升，前期订单提价的有利因素逐步释放。3) **离心鼓风机领域**：2019-2021 年和 2022 年 1-6 月，公司离心鼓风机产品毛利率分别为 38.89%、65.46%、58.99%、45.38%，处于较高水平。2022 年上半年，公司离心鼓风机毛利率较 2021 年度有所下降，主要受销售模式、产品结构差异以及市场竞争等因素影响。磁悬浮离心鼓风机产品毛利率水平相对于其他离心机产品较低，2022 年上半年收入占比由 2021 年度的 8.12% 提升至 22.30%；毛利率略低的 OBM 经销及 ODM 销售收入占比由 2021 年的 74.06% 提升至 92.52%，拉低了 2022 年上半年的离心鼓风机毛利率；另外，为增强市场竞争力，公司离心鼓风机产品销售定价略有下调，但整体毛利率水平仍相对较高。

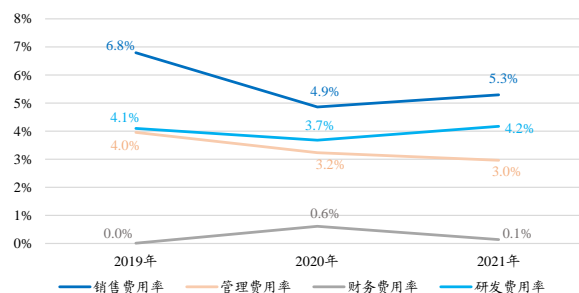
2019-2021 年和 2022 年 1-6 月，公司期间费用率分别为 14.87%、12.39%、12.57% 和 12.86%。2019-2021 年公司期间费用率较为稳定，管理费用率逐年下降；公司注重研发活动投入，研发人员数量整体呈增长趋势，研发人员薪酬总额逐年上升，报告期内研发费用金额逐年增加。

图 2：公司毛利率保持在 20% 左右的稳定水平



数据来源：国泰君安证券研究，公司招股意向书。

图 3：2019-2021 年公司期间费用率较为稳定



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	WOODSTER GMBH	12699.61	15.47%
2	FNA 集团	6412.02	7.81%
3	浙江未来之星五金机电有限公司	5019.44	6.11%
4	AIRPRESS 集团	4307.74	5.25%
5	EINHELL 集团	2744.47	3.34%
	合计	31183.28	37.98%

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. 空气压缩机及鼓风机行业需求提升，市场规模扩大

下游行业的快速发展和环保政策的日趋严格推动空气压缩机市场规模扩大，其中螺杆机逐步占据市场发展主导地位。国内石化、机械、钢铁、电力和冶金等空气压缩机主要下游行业的快速发展，拉动了国内市场对空气压缩机的需求。此外，随着全球压缩机产业向中国的转移，受出口市场需求的推动，中国国内空气压缩机的产量也随之高速增长。根据招股书披露，2012-2020 年，中国空气压缩机行业市场规模呈逐年上升态势。2020 年，我国空气压缩机行业规模以上企业实现销售收入 583.36 亿元，同比增长 3.95%。考虑到国内节能环保相关政策日趋严格，行业节能改造需求将持续提升，未来我国空气压缩机市场规模将进一步扩大。从细分产品类型来看，螺杆机以其性能稳定、易损件少、高效、环境污染小、噪音少的优点，在大型工业领域有逐步替代活塞机的趋势；微型活塞机将以其体积小、价格低的优点应用于家庭作业、汽车维修等领域，在北美、欧洲、日本等区域市场需求增量显著；离心式空压机是无油压缩机，安全、卫生性能方面都具有比较优势，可以运用于食品、制药以及采矿、空气分离等对作业环境要求较高的行业。目前，螺杆机发展迅速，已占据市场发展主导地位。根据压缩机网统计数据，2018 年我国永磁变频螺杆空压机销售量接近 16 万台，增长近 60%；两级压缩螺杆空压机销售量为 2 万台，增长幅度近 100%。

我国鼓风机行业需求日益增长，国产鼓风机逐步实现进口替代，高效化和智能化是未来发展方向。2000 年以后，我国鼓风机行业产量整体呈现上升趋势，罗茨鼓风机等产品开始出口到多个国家和地区。根据招股书披露，2018 年我国鼓风机行业产量约为 5.8 万台，同比增长 11.9%。其中，罗茨鼓风机市场份额占比为 93%，离心鼓风机市场份额占比为 7%。根据压缩机网数据统计，2019 年国内鼓风机市场规模约 27 亿元。未来随着下游应用领域电力、污水处理等行业的快速发展，将进一步增加对鼓风机的需求。预计未来三年，鼓风机市场将保持 5%-7% 的增长速度。近年来，随着国内制造高端化、智能化、绿色化的发展趋势，部分鼓风机企业瞄准制约行业发展的节能降耗痛点问题，大型鼓风机企业在新型节能环保工业技术领域探索创新不断出现成果。但是，大部分中小型鼓风机企业还停留在低附加值产品领域，成为鼓风机行业发展的痛点之一。提高效率、降低能耗是鼓风机必然的发展方向。

#### 3.2. 空气压缩机领域高端市场国产化率较低，国内鼓风机竞争激烈

空气压缩机行业，国外品牌依然占据国内高端市场，国内优质企业竞争优势显现；鼓风机行业，国内鼓风机竞争激烈，寡头格局暂未形成，需求高端化成为趋势。1) 空气压缩机行业：从国内空气压缩机市场看，外资及其附属品牌企业仍然占有市场较大份额。由于我国研发技术力量薄弱，外资在中高端产品市场占有一定优势；内资企业相对规模较小，除部分优质企业外，普遍存在产业集中度低、缺少高端技术、低水平产能比重过大、产品同质化严重等现象。国内企业应通过技术研发、产品创新、结构调整等提升市场竞争能力。2) 鼓风机行业：截至 2022 年 6 月底，国内规模以上鼓风机制造业中有 8 家为上市/公众企业，为：山东章

鼓、金通灵、盈峰环境、西玛风机、双剑股份、陕鼓动力、临风股份、杰尔科技。目前，国内鼓风机竞争激烈，寡头格局暂未形成，国内企业鼓风机主要以罗茨鼓风机、单级高速、多级离心鼓风机为主，具备空气悬浮离心鼓风机和磁悬浮离心鼓风机研发和生产能力的企业仍然较少。

### 3.3. 公司是国内主要的空气压缩机生产与出口企业之一

公司是国内主要的空气压缩机生产与出口企业之一，在活塞机领域实现较高的客户覆盖率，在离心鼓风机领域拥有优质客户。根据招股书披露，2019 年公司主营业务收入在主要动力用空压机厂商中排名第 6 位，出口业务排名第 2 位；2020 年公司出口业务在主要动力用空压机厂商出口额中排名第 3 位。

**1) 小型活塞机领域：**公司掌握了小型活塞机的全套生产技术和工艺，产品性能和质量得到大幅提升。公司不断改进转子组件生产、储气罐生产等关键环节的工艺和流程，使得产品质量进一步提高。目前，公司小型活塞机产品线丰富，能够满足市场上绝大部分客户需求，小型活塞机产品已销往 100 多个国家和地区。

**2) 螺杆机领域：**公司进入螺杆机领域后，攻克了螺杆主机铸造、生产和测试等技术难关，成功开发并批量化生产永磁变频两级螺杆式空压机、永磁变频单级螺杆式空压机、工频螺杆式空压机等节能型螺杆机产品。

**3) 离心鼓风机领域：**公司离心鼓风机产品自 2019 年度形成销售以来，凭借节能、环保、低噪等优势快速打开市场，拥有了如国机集团、海螺集团、宁夏建材、粤海水务、国家电投、冀东水泥、山水水泥、南方水泥、西南水泥等优秀的客户群体。

**竞争对手：**

**1) 空气压缩机行业：**阿特拉斯（Atlas Copco）、英格索兰（Ingersoll Rand）、美国寿力（Sullair Corporation）、台湾复盛、开山股份、鲍斯股份、汉钟精机、东亚机械、欧圣电气；

**2) 鼓风机领域：**天津亿昇科技、磁谷科技、石家庄金士顿、山东章鼓、金通灵

## 4. IPO 发行及募投情况

公司本次公开发行股票数量为 3930 万股，发行后总股本为 15719 万股，公开发行股份数量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 45316.58 万元，募投项目落地后将有助于公司提高产品供应能力，保障产品质量，优化产品结构，为公司未来业绩增长提供新的动力。建设项目包括：1) 新增年产 3 万台螺杆式空压机技改项目；2) 年产 80 万台小型空压机技改项目；3) 新增年产 2200 台离心式鼓风机项目；4) 补充流动资金。

表 2: IPO 募投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	新增年产 3 万台螺杆式空压机技改项目	19717.80	19717.80
2	年产 80 万台小型空压机技改项目	10553.18	10553.18
3	新增年产 2200 台离心式鼓风机项目	10045.60	10045.60
4	补充流动资金	5000.00	5000.00
	合计	45316.58	45316.58

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

公司所在行业“C34 通用设备制造业”近一个月（截至 2022 年 12 月 30 日）静态市盈率为 30.02 倍。

公司自成立以来专注于空气压缩机和离心式鼓风机等空气动力领域相关产品的研发、生产和销售。根据招股意向书披露，选择开山股份（300257.SZ）、鲍斯股份（300441.SZ）、汉钟精机（002158.SZ）、东亚机械（301028.SZ）、欧圣电气（301187.SZ）、山东章鼓（002598.SZ）、金通灵（300091.SZ）和磁谷科技（688448.SH）作为可比公司。截至 2022 年 12 月 30 日，可比公司对应 2021 年平均 PE(LYR) 为 27.94 倍（剔除极端值金通灵），对应 2022 和 2023 年 Wind 一致预测平均 PE 分别为 24.49 倍和 18.97 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 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)	PE  2023E (倍)	总市值  (亿 元)	股价  (元)
300257.SZ	开山股份	34.85	3.04	15.04%	41.10%	49.08	32.33	22.79	149.05	15.00
300441.SZ	鲍斯股份	21.72	2.66	18.01%	-	13.45	-	-	35.82	5.45
002158.SZ	汉钟精机	29.81	4.87	28.45%	40.63%	26.30	21.76	17.65	128.07	23.95
301028.SZ	东亚机械	8.93	1.81	21.44%	45.64%	18.72	19.37	16.47	33.84	8.93
301187.SZ	欧圣电气	13.15	1.16	46.83%	40.62%	26.65	-	-	30.90	16.92
002598.SZ	山东章鼓	16.96	1.05	25.39%	18.15%	33.31	-	-	34.94	11.20
300091.SZ	金通灵	17.55	0.20	-3.39%	-57.73%	266.15	-	-	52.87	3.55
688448.SH	磁谷科技	3.12	0.60	20.84%	20.54%	28.03	-	-	16.75	23.51
平均						27.94	24.49	18.97		
301317.SZ	鑫磊股份	8.21	0.60	15.96%	5.95%					

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 12 月 30 日收盘价，2022 年 PE 采用 wind 一致预测，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) 技术升级迭代风险。**空气压缩机及离心式鼓风机等空气动力设备相关技术革新迅速，公司需要持续跟进行业新材料、新技术和新工艺的发展，以及下游行业的新需求，不断进行技术更新和产品升级。随着行业发展和技术进步，客户将对产品的性能和质量提出更高的要求，如果公司不能及时提高技术水平、优化生产工艺，并实现先进技术成果顺利转化为新产品，或是市场上出现具有革命性、突破性的技术或产品，则可能会影响公司的市场优势地位，进而对公司的成长性和盈利能力造成不利影响。

**(2) 存货跌价风险。**2019-2021 年和 2022 年 1-6 月各期末，公司存货账

面价值分别为 10304.40 万元、11523.51 万元、16704.13 万元和 12278.88 万元,占当期流动资产的比例分别为 39.59%、39.16%、43.45%和 33.35%。若在未来经营中,出现因贸易摩擦恶化、新冠疫情加剧等因素导致订单无法按约履行的情况,或因市场环境变化、竞争加剧等因素导致存货积压或市场价格大幅下跌,将导致公司存货跌价损失增加,将对公司的经营业绩产生不利影响。



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 6003 号荣超商务中心 B 栋 27 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		