能源净化绿色企业

日期：2010 年 4 月 9 日
行业：专用化学品制造行业

陈志斌
021-53519888×1971
chenzhibin@sigchina.com
执业证书编号：S0870208110147

IPO 报价区间 RMB 19.24-23.08 元
上市合理定价 RMB 25.65-30.78 元

基本数据（IPO）

发行数量不超过（百万股）	25.0
发行后总股本（百万股）	97.27
发行数量占发行后总股本	25.70%
发行方式	网下询价配售 20%
	网上定价发行 80%
保荐机构	宏源证券有限责任公司

IPO 前后的指标对比

09 年每股收益/发行后摊薄(元)	0.71/0.52
09 年每股净资产/发行后每股净资产	3.22/8.32

主要股东（IPO 前）

海淀科技	38.31%
林科	11.14%
中恒天达	9.94%

收入结构（2009）

脱硫净化剂	27. 56%
脱硫催化剂	48. 95%
其他	23. 49%

报告编号： CZB-NS09

首次报告日期：2010 年 4 月 9 日

■ 投资要点：

● 能源净化绿色企业

公司是致力于为基础能源工业的产品清洁化、产品质量提升及生产过程的清洁化提供产品、技术和服务的高新技术企业。公司生产的润滑油加氢异构催化剂和醛加氢催化剂在技术上处于国际先进水平，为国内唯一生产企业。根据北京理德斯普企业管理咨询有限公司《2008年度国内外能源净化产品市场分析及预测报告》，公司在该领域市场占有率为第一位。

● IPO 募集项目

公司拟募集资金进行 3 个项目的建设：年产 10,000 吨高硫容粉及脱硫剂成型装置、年产 500 吨新型分子筛及催化新材料合成装置、年产 500 吨 FP-DSN 降氮硫转移剂生产装置。达产后，预计新增销售收入 34592 万元，新增税后利润 4745 万元。

业绩可持续高增长

按照招股说明书，我们初步预计 2010-2012 年归于母公司的净利润将实现年递增 9%、13%和 29%，相应的稀释后每股收益为 0.57 元、0.66 元和 0.92 元。

● 定价结论

我们认为，随着募投项目的逐步投产达产，公司从 2011 年开始将保持快速增长势头，给予公司 2010 年 45-54 倍市盈率较为合理，公司合理估值区间为 25.65-30.78 元。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况、一二级 25％的折扣率，我们建议询价区间为 19.24-23.08 元，即相当于 2010 年预期 EPS0.57 元的 33.75-40.5 倍。按照预期 23.08 元发行价，计算出 2009 年 IPO 后每股净资产 8.32 元。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日（￥.万元）	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	29,518	30,440	32,395	45,576
年增长率（%）	60.13%	3.12%	6.42%	40.69%
归属于母公司的净利润	2,710	5,098	5,578	6,377
年增长率（%）	196.51%	88.12%	9.42%	13.32%
（发行后摊薄）每股收益（元）	0.28	0.52	0.57	0.66

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

一、行业背景

● 发行人的行业分类及在行业中的地位

公司是致力于为基础能源工业的产品清洁化、产品质量提升及生产过程的清洁化提供产品、技术和服务的高新技术企业，主要从事脱硫净化剂、脱硫催化剂、其他净化剂（脱氯剂、脱砷剂等）、特种催化材料及催化剂等的研发、生产、销售、技术咨询和技术服务。

根据中国证监会发布的《上市公司行业分类指引》，公司所属行业为 C4360专用化学产品制造业中新兴的能源净化行业。该行业主要是为石油炼制、石油化工、天然气及天然气化工、煤制气及煤化工、沼气等行业生产过程的清洁化和产品的清洁化提供专业化的技术、产品和服务。

随着国家环保法律法规不断完善和对环保的要求日趋严格，对能源产品清洁化的要求不断提高，能源净化行业成为能源工业乃至国民经济可持续发展不可缺少的重要组成部分。能源净化行业是国家当前重点支持的行业。国家发展与改革委员会承担宏观管理职能，主要负责制定产业政策，指导技术改造。行业协会为中国石油与化学工业协会，该协会主要为业内企业提供市场指引，行业的监督管理职能尚在建立的过程中。

目前，国内能源净化行业企业众多。由于下游客户或产品种类不同，竞争状况差异较大。

因下游客户所处行业不同竞争状况差异较大，石油炼制与石油化工、煤制气及煤化工等行业因其技术及服务要求较高，企业相对较少，该领域的主要企业除公司外，主要有中国石化催化剂长岭分公司、中国石油抚顺石化分公司催化剂厂、西北化工研究院、华烁科技股份有限公司等；化肥、城市煤气、沼气等行业因其净化工艺多，技术门槛低，服务上述行业的企业众多，企业规模相对较小，市场份额集中度较低。

从产品类别看，脱硫净化剂和其他净化剂类别众多，工艺及技术水平差异巨大，低档产品生产企业众多，市场竞争激烈，竞争方式以价格竞争为主导；高端产品一般需要企业有很强的持续技术创新能力，生产企业相对较少，行业内有市场竞争力的，除本公司外，主要有西北化工研究院、华烁科技股份有限公司等少数企业，公司市场占有率较高。同时随着高端产品成本的下降和客户净化要求的提高，高端产品将逐步替代低端产品。

脱硫催化剂研发投入大，生产技术要求高，行业进入的技术门槛高，行业内生产企业相对集中。目前，国内市场有竞争力的企业除公司外，主要有中国石化催化剂长岭分公司、中国石油抚顺石化分公司催化剂厂等少数企业。该领域的市场竞争主要集中在品牌和技术服务方面。

特种催化材料及催化剂产品需要长期的研发积累和专有的生产技术，处于垄断竞争的格局。公司生产的润滑油加氢异构催化剂和醛加氢催化剂在技术上处于国际先进水平，为国内唯一生产企业。与竞争对手国外企业相比，公司具有明显的成本优势和市场网络优势。

公司所处能源净化行业在国内为新兴行业，尚未有同类型上市公司，竞争对手为非上市公司，也尚未建立行业协会，同时竞争对手除经营能源净化产品外，也多经营催化裂化等相关产品及其他化学品，相关竞争对手能源净化产品营业收入、经营利润及市场占有率数据较难获得。

目前公司的产品主要市场在石油炼制和石油化工行业，根据北京理德斯普企业管理咨询有限公司《2008年度国内外能源净化产品市场分析及预测报告》，公司在该领域市场占有率为第一位。下表是公司在该领域的具体市场占有率统计：

表 1：公司市场份额

产品	2008	2007	2006
脱硫净化剂	9.81%	8.12%	7.74%
脱硫催化剂	6.06%	6.25%	8.25%
其他净化产品	20.56%	17.68%	16.54%
特种催化材料及催化剂	60.00%	25.17%	——

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 行业成长前景

从国际市场看，能源净化行业经过多年的发展，已初步形成了垄断竞争的市场格局。国内市场因能源净化产品应用的领域不同，竞争的激烈程度存在差异，如石油炼制与石油化工、煤制气及煤化工等领域对产品的技术及服务要求较高，进入门槛相对较高，竞争对手相对较少；化肥、城市煤气、沼气等行业净化产品的种类和技术多，技术要求低，进入门槛相对较低，竞争相对激烈。

随着我国经济发展，石油、煤炭及天然气等能源需求总量逐年增加，能源产品消费所造成的环境污染日益严重。随着环保要求的逐渐提高，国家强制实施了降低燃料含硫量的法规，要求用作工业及民用的能源产品必须进行净化处理。随着对净化技术及服务的要求不断提高，净化行业的进入门槛逐渐提高，市场将向拥有高性能、环境友好的净化产品和技术的企业集中。

能源净化行业是随着人类对环境保护要求的提高而不断发展的朝阳产业，因此行业的利润水平较一般的加工行业要高，行业的毛利率普遍在 10～30％。同时，根据能源净化产品各生产企业的创新能力、生产技术水平、生产规模、产品品种完善等情况的不同，不同企业的利润水平也有较大差异。个别技术开发能力较强、产品品种齐全、

有一定生产规模的企业，其毛利率相对较高，在 30％以上。

从长远来看，随着能源行业的产业调整与环保要求的不断提高，一些生产规模小、技术落后、品种单一的企业利润率将逐年下降，市场份额将向少数研发能力强、具有规模经济效益，可以提供完善的产品技术及整体解决方案的企业集中，其利润水平将保持在较高水平。

● 产业竞争结构与优势

技术领先优势

公司是国家级高新技术企业、中关村科技园区创新型企业试点单位、中关村海淀园产学研创新联盟成员、北京市专利试点先进单位，“中关村 TOP100 创新榜”上榜企业，研发力量雄厚，技术创新和持续创新能力是公司的核心竞争力。

公司已申请了 115 项国内外专利，其中 111 项为发明专利；34 项国内外专利已获授权，其中 30 项为发明专利。多项专利技术达到国际先进或国际领先水平，9 个产品及技术获得省部级科技成果鉴定、验收，6 项获省部级科技进步奖和科技创新奖，两项产品被国家科学技术部认定为“国家重点新产品”与“国家科技成果重点推广计划项目”，公司另与清华大学合作开展了环境污染治理新技术的国家高新技术研究发展计划（“863”计划）项目。

销售服务网络优势

公司建立了高素质的营销队伍，拥有完善的市场营销网络，利用灵活有效的市场营销机制和营销策略以及良好的技术服务，逐步建立了成熟的市场营销网络。石油炼制和石油化工行业的主要企业多数已成为公司产品销售与技术交流合作客户，公司较早成为中石油能源一号网、物资装备网成员，是中石化“三剂”协作网成员单位，并是中石油和中石化一级生产供应商，是行业内少数具备上述网络资质企业。随着公司销售服务网络的逐步健全，公司业务已经扩展至天然气及天然气化工、煤化工、化肥、钢铁、沼气等行业。市场营销优势加快公司技术成果走向市场的速度，是公司经营业绩快速增长的主要促进因素。

二、公司分析及募集资金投向

■ 公司历史沿革

公司是以三聚有限截至 2007 年 7 月 31 日经审计的净资产 5,628.32 万元为基础，由三聚有限整体变更设立的股份公司。各个发

起人以各自在三聚有限拥有的权益所对应的净资产作为出资。2007 年 11 月 26 日，公司在北京市工商局完成工商变更登记手续，并领取了注册号为[110000002472736 号]的《企业法人营业执照》，设立时公司的注册资本为 5,100.00 万元。

主要发起人海淀科技主要在信息技术、生物工程与医药、房地产等领域进行投资及经营，其主要资产为其拥有的下属企业的股权和与其业务相关的资产；中恒天达主要从事股权投资，其主要资产为其持有的公司股权；林科、张杰主要拥有的资产为持有公司的股权，另外张杰持有三聚阳光代理 71%股权。

表 2： 公司的股东及实际控制人情况（单位：万股、%）

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数	持股比例	持股数	持股比例
1	北京海淀科技发展有限公司	2,768.31	38.31%	2,768.31	28.46%
2	林科	805	11.14%	805.00	8.28%
3	北京中恒天达科技发展有限公司	718.23	9.94%	718.23	7.38%
4	张杰	335	4.64%	335.00	3.44%
5	张雪凌	240	3.32%	240.00	2.47%
6	丛澜波	215	2.97%	215.00	2.21%
7	张淑荣	185	2.56%	185.00	1.90%
8	赵郁	140	1.94%	140.00	1.44%
9	刘振义	103.78	1.44%	103.78	1.07%
10	本次发行流通股	--	--	2,500.00	25.70%
	合计	7227	100%	9727	100%

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

■ 主业简况及收入利润结构

公司主要产品及销量情况如下：

表 3：公司报告期内主营业务收入构成（不含募投项目）

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
脱硫净化剂	5,080.36	7,060.70	8,115.27	8,362.50	8,362.50	8,250.00
价格（万元/吨）	2.40	2.16	2.43	2.50	2.50	2.50
销量（吨）	2,116.82	3,268.84	3,339.62	3,345.00	3,345.00	3,300.00
脱硫催化剂	9,023.35	9,380.82	15,560.87	15,930.00	15,812.00	15,340.00
价格（万元/吨）	10.12	10.12	11.45	11.80	11.80	11.80
销量（吨 ）	891.64	926.96	1,359.03	1,350.00	1,340.00	1,300.00
其他净化产品	1,918.96	2,063.31	2,827.87	3,255.08	3,557.18	3,861.41
价格（万元/吨）	3.92	2.41	1.85	2.13	2.34	2.57
销量（吨）	489.53	856.14	1,528.58	1,530.00	1,520.00	1,500.00
特种催化材料及催化剂	2,108.83	10,428.71	3,564.51	4,475.25	4,972.50	5,728.32
价格（万元/吨）	21.70	72.74	13.26	16.58	19.89	23.87
销量（吨）	97.18	143.37	268.82	270.00	250.00	240.00

其他业务	302.31	584.46	371.37	372.00	372.00	372.00

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

表 4：公司报告期内主营业务毛利率

产品	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
脱硫净化剂	49.05%	56.23%	54.05%	52.00%	52.00%	52.00%
脱硫催化剂	24.00%	30.98%	48.03%	48.00%	48.00%	48.00%
其他净化产品	52.63%	50.16%	43.19%	48.00%	48.00%	48.00%
特种催化材料及催化剂	38.46%	25.52%	45.75%	45.00%	45.00%	45.00%

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

■ 募资项目

表 5： 公司的募集资金项目计划概况（单位：万元）

项目名称	投资预算	构成	
		固定资产	铺底流动资金
年产10,000 吨高硫容粉及脱硫剂成型装置	14,056.66	9,253.57	4,803.09
年产500 吨新型分子筛及催化新材料合成装置	6,426.61	4,299.01	2,127.60
年产500 吨FP-DSN 降氮硫转移剂生产装置	3,847.07	2,532.55	1,314.52

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

年产 10,000 吨高硫容粉及脱硫剂成型装置

项目建设期为 1 年，年均新增销售收入 17,380 万元，年均税后利润为 3,031.30 万元，税后内部收益率为 23.65%，投资利润率为 28.75%，投资回收期为 5.21 年（包括建设期一年）。

年产 500 吨新型分子筛及催化新材料合成装置

生产线建设期为 1 年，年均新增销售收入 13,740 万元，年均税后利润为 1,115.98 万元，税后内部收益率为 21.45%，投资利润率为 23.15%，投资回收期为 5.25 年（包括建设期一年）。

年产 500 吨 FP-DSN 降氮硫转移剂生产装置

该生产线建设期为 1 年，年均新增销售收入 3,472.5 万元，年均税后利润为 598.19 万元，税后内部收益率为 18.70%，投资利润率为 20.73%，投资回收期为 5.76 年。

表 6： 募集资金投资项目效益预测情况（万元），公司招股说明书 P299

募集资金投资项目	2011E	2012E	2013E
销售额	12500	27375	38750
净利润	625.33	2903.74	6155.39
营业成本	8,077.84	16,115.71	20,348.24

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

三、财务状况和盈利预测

■ 业绩预测

根据招股说明书中对募投项目盈利情况的预测分析，随着募投项目的逐步投产达产，公司从 2011 年开始将保持快速增长势头，我们预计 2010-2012 年公司年营业收入分别为 32395 万、45576 万和 60927 万元，税后利润分别为 5578 万、6377 万和 8985 万元，预计 2010-2012 年归于母公司的净利润将实现年递增 9%、13%和 29%，相应的稀释后每股收益为 0.57 元、0.66 元和 0.92 元。我们看好公司募集资金项目完成后，高端产品产量增加带来的利润提升。

表 7： 公司损益简表及预测（单位：万元人民币）

指标名称	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	29,518	30,440	32,395	45,576	60,927
营业总成本	26,182	24,695	26,075	38,293	50,502
营业成本	18,892	15,375	16,470	24,917	33,229
营业税金及附加	159	321	340	479	640
销售费用	2,227	3,477	3,887	5,469	7,311
管理费用	3,015	3,981	4,309	6,381	8,530
财务费用	1,415	1,406	972	912	609
资产减值损失	475	136	97	137	183
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	3,336	5,745	6,320	7,283	10,425
加：营业外收入	459	475	400	400	400
减：营业外支出	196	11	0	0	0
利润总额	3,599	6,209	6,720	7,683	10,825
减：所得税	833	1,111	1,142	1,306	1,840
净利润	2,766	5,098	5,578	6,377	8,985
归属于母公司股东的净利润	2,710	5,098	5,578	6,377	8,985
总股本（万股）	9,727	9,727	9,727	9,727	9,727
摊薄 EPS（元）	0.28	0.52	0.57	0.66	0.92

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

四、风险因素

技术替代风险

当今能源结构多元化，能源需求快速增长，环保要求不断提高，基础能源生产过程清洁化及产品清洁化的要求不断提高，推动能源净化产品及技术的不断升级，要求能源净化行业生产企业紧随下游客户持续进行技术变革，对能源净化行业生产企业的持续创新能力提出了更高要求，不同下游行业与客户也会提出更加细化的个性化需求。公司能否正确把握能源净化技术的发展趋势，能否正确把握客户不断升级的多样化的需求，持续保持公司在产品、技术方面的竞争优势，具

有一定的不确定性。

原材料价格波动的风险

近三年，公司主营业务成本构成中，钼、铂等贵金属为脱硫催化剂、特种催化材料及催化剂的主要原材料，由于其单价高，相应价格波动对公司利润存在较大影响；脱硫净化剂主要原材料为铁等贱金属化合物，由于采购渠道的差异化较大，也使得其价格存在较大波动，尽管其在产品成本中占比较低，但其价格波动对公司毛利仍有一定影响。

季节性波动风险

公司产品销售和经营业绩的实现具有一定的季节性，主要系公司下游行业以石油化工、天然气等能源行业为主，主要客户一般遵守较严格的预算管理制度，通常在每年第一季度制定投资计划，然后经历方案审查、立项批复、请购批复、招投标、合同签订等程序，年度开支主要集中在下半年，相应能源净化产品装填专业计划主要集中于下半年，上半年尤其是一季度较少。由于受到客户需求季节性因素的影响，在完整的会计年度内，发行人的财务状况和经营成果表现出一定的随季节波动的特征，一般上半年的收入和利润低于下半年的指标，第一季度更是由于客户预算制定和春节假期等因素季节性特征更为明显。

行业政策风险

目前，国家没有专门的能源净化行业管理机构，能源净化行业的产品和技术尚无国家或行业标准，行业进入没有准入资格。由于能源净化行业已经成为我国能源使用效率提升以及环境保护的重要支撑行业，鼓励和支持高附加值能源净化产业发展，将是未来很长一段时间内国家产业政策的主导方向，国家有可能在未来加强对该行业的管理，特别是对能源净化行业自身生产过程的清洁化提出规范性的要求。国家对能源净化行业管理的加强，有可能对公司产品的标准化及生产的标准化提出更高的要求，有可能对公司成本产生影响，从而影响公司的业绩。

五、估值及定价分析

公司可给的估值水平及价格区间

基于已公布的 2008 年业绩和 2009、2010 年预测业绩的均值，同行业重点上市公司 2009 年平均动态市盈率为 42.25 倍，2010 年平均动态市盈率 30.03 倍；最近上市的创业板股票中，2009 年平均动态市

盈率约为 83 倍、2010 年平均动态市盈率约为 58 倍。

表 8： 同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益			市盈率			P/B
			2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	
600028.SH	中国石化	11.85	0.30	0.75	0.86	39.24	15.87	13.79	2.69
600256.SH	广汇股份	30.91	0.55	0.53	0.64	56.09	58.88	48.58	8.68
002192.SZ	路翔股份	20.58	0.25	0.45	0.49	82.32	46.08	41.59	10.18
000036.SZ	*ST 华控	6.40	-0.36	0.32	0.37	-17.87	20.27	17.30	4.77
600688.SH	S 上石化	10.15	-0.87	0.29	0.36	-11.71	34.70	27.91	4.62
000637.SZ	茂化实华	9.72	0.03	0.20	0.26	388.80	48.00	37.06	5.85
002221.SZ	东华能源	12.45	0.15	0.17	0.52	83.00	71.92	24.01	4.59
国内同行业整体平均						88.55	42.25	30.03	5.91

数据来源：Wind、BLOOMBERG资讯，上海证券研究所（4月6日最新价）

表 9： 最近上市（创业板）股票的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益（元/股）			市盈率（倍）		
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
300048.SZ	合康变频	54.37	0.43	0.58	0.91	126.44	93.34	59.50
300049.SZ	福瑞股份	37.46	0.47	0.49	0.76	79.70	76.34	49.47
300050.SZ	世纪鼎利	146.68	0.97	1.99	2.71	151.22	73.89	54.21
300051.SZ	三五互联	55.70	0.71	0.64	0.90	78.45	86.87	61.84
300052.SZ	中青宝	43.49	0.49	0.44	0.74	88.76	99.61	58.50
300053.SZ	欧比特	28.41	0.34	0.31	0.42	84.05	91.88	67.31
300054.SZ	鼎龙股份	52.98	0.66	0.59	0.80	80.27	89.93	66.21
300056.SZ	三维丝	39.60	0.32	0.42	0.62	123.75	94.17	63.81
300057.SZ	万顺股份	22.53	0.38	0.48	0.49	59.89	46.71	45.94
300058.SZ	蓝色光标	50.99	0.79	0.65	0.93	64.54	78.28	54.55
平均值						93.71	83.10	58.13

数据来源：Wind,上海证券研究所整理,股价以4月6日收盘价计

表 10： 国际相关重点公司股价的相对估值

名称	货币	最新价	EPS	PE
DOW CHEMICAL	US Dollar	29.84	0.32	93.25
CLEANESE CORP-SERIES A	US Dollar	32.81	3.33	9.85
ECOLAB	US Dollar	43.62	1.76	24.78
VALSPAR CORP	US Dollar	29.26	1.50	19.51
WESTLAKE CHEMICAL CORP	US Dollar	22.76	0.80	28.45
平均值				35.17

数据来源： BLOOMBERG 资讯，上海证券研究所整理,股价以 3 月 12 日收盘价计

公司可给的估值水平及价格区间

我们认为，随着募投项目的逐步投产达产，公司从 2011 年开始将保持快速增长势头，给予公司 2010 年 45-54 倍市盈率较为合理，公司合理估值区间为 25.65-30.78 元。

从最近上市的 15 只创业板股票运行情况看，至 4 月 6 日止平均累计溢价率为 52.18%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况、一二级 25％的折扣率，我们建议询价区间为 19.24-23.08 元，即相当于 2010 年预期 EPS0.57 元的 33.75-40.5 倍。按照预期 23.08 元发行价，计算出 2009 年 IPO 后每股净资产 8.32 元。

附表 1：公司主要财务指标

财务指标	2007	2008	2009
ROE%	13.72	15.11	21.94
营业收入（万元）	18434	29518	30440
收入增长率（%）	--	37.55	3.03
经营性现金流（万元）	2371.2	-821.7	3004.6

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

分析师承诺

分析师 陈志斌

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。

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
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	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
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	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。