



江南化工 (002226)

投资评级: 增持

报告日期: 2016-09-23

股价走势:



主要数据

研究员: 宫模恒

0551-65161836

gongmoheng@163.com

S0010512060001

联系人: 蒋园园

0551-65161836

jiangyy_1987@163.com

联系人: 李超齐

0551-65161591

lichaoqi.2008@163.com

主业加码升级, 新兴产业推进 稳健

主要观点:

□ 民爆行业低迷, 龙头公司有望整合市场

随着宏观经济增速放缓, 民爆行业的需求也持续下滑。目前国内民爆行业市场较为分散, 随着行业整体进入低迷期, 未来几年内民爆行业将进入整合浪潮。2015年以来, 民爆企业通过横向兼并发展, 加快了整合重组步伐, 规模化和集约化经营趋势愈加明显。公司目前拥有炸药总产能 26.45 万吨, 位居行业领先地位, 公司有望凭借行业龙头地位整合市场, 提高市场份额, 做大做强。

□ 定增加码主业, 推动产业升级

公司拟定增 11.05 亿元加码主业, 推动转型升级, 重点拓展爆破工程服务, 积极拓展矿山工程总承包及矿山生态修复业务, 打造爆破服务一体化。同时公司加强智能化建设, 建立民爆智慧工厂、智能生产线, 以及数字化民爆产业链项目。公司在行业低迷之时选择加码主业, 彰显了公司对主业升级的绝对信心。

□ 入股北京光年, 进军智能机器人领域

公司出资 5000 万获得北京光年 14.44% 股权, 北京光年的图灵机器人是用户与互联网连接的桥梁, 大规模普及后, 图灵机器人有可能成为入口级平台, 嫁接各类服务商提供给用户, 潜在增值服务商业价值较大, 同时, 公司将和北京光年积极探索人工智能在民爆行业的应用及融合, 实现民爆制造智能化。另一方面, 入股光年有利于公司开发新的业务增长点, 优化公司的产业结构, 为公司未来的发展战略提供有力支持。

□ 参与设立投资基金, 推进业务转型

公司出资 9000 万元, 占比 30% 参与设立产业投资基金, 该产业基金主要投资领域为人工智能、机器人、大数据等领域, 与公司转型发展战略契合度高。2016 年 5 月, 公司以自有资金 1800 万元入股天津锋时互动科技有限公司, 锋时互动是人工智能领域的视觉交互技术提供商, 主要提供给 VR/AR、智能汽车、智能电视和智能家居等领域, 公司转型之路势在必行。

□ 盈利预测与估值

考虑到目前民爆行业仍然处于低位运行, 而公司作为行业龙头, 大股东实力雄厚, 有望在行业低迷期加速整合, 做大做强。另一方面, 公司转型思路清晰, 步伐稳健, 未来在新兴产业上寻求新的利润增长点也值得期待。我们预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.11、0.13 和 0.15 元, 对应当前 PE 分别为 77.96、70.50 和 58.60 倍, 给予“增持”评级。

盈利预测:

单位: 百万元

财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1358	1290	1432	1547
收入同比 (%)	-24%	-5%	11%	8%

归属母公司净利润	36	90	99	119
净利润同比 (%)	-78%	151%	11%	20%
毛利率 (%)	47.8%	47.5%	48.0%	49.0%
ROE (%)	2.0%	8.6%	10.8%	15.5%
每股收益	0.05	0.11	0.13	0.15
P/E	195.83	77.96	70.50	58.60
P/B	2.23	6.44	7.64	10.90
EV/EBITDA	30	30	26	23

资料来源：wind、华安证券研究所

目 录

1 公司概况	4
1.1 民爆行业领军企业	4
1.2 行业需求低迷，公司业绩下滑	4
1.3 主营业务毛利率稳定，管理费用大幅提高	5
2 民爆行业景气下行，行业龙头有望加速整合	6
2.1 宏观经济增速放缓，行业景气下行	6
2.2 产业整合不断提速，行业集中度有望加深	8
2.3 定增加码主业，加快产业升级	10
3 布局新兴产业，加快转型步伐	11
3.1 参股北京光年，涉足人工智能	11
3.2 参与设立投资基金，专注新兴产业	12
4 盈利预测与投资评级	12
附录：财务报表预测	13

图表目录

图表 1 江南化工股权结构	4
图表 2 公司历年营业收入及增速	5
图表 3 公司历年归母净利润及增速	5
图表 4 公司主营业务构成	5
图表 5 公司历年毛利率和净利率	6
图表 6 图表 3 公司费用情况	6
图表 7 民爆行业下游应用分布	7
图表 8 民爆行业历年生产和销售总值	8
图表 9 民爆行业历年利润	8
图表 10 2014 年全国前 20 家民爆企业生产总值	9
图表 11 定增项目名称及金额	10
图表 12 图灵机器人应用场景	11

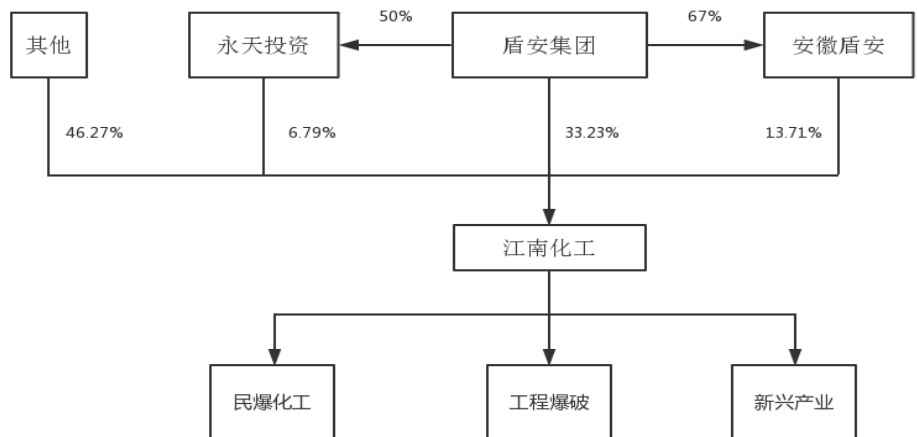
1 公司概况

1.1 民爆行业领军企业

安徽江南化工股份有限公司是中国企业 500 强盾安控股集团旗下的成员企业，是一家集科研、生产、销售和爆破服务一体化的大型民爆上市公司，主要为矿山开采、基础建设、城市拆除爆破等提供民用爆破器材和工程爆破服务。公司在安徽、新疆、四川、河南、湖北、福建、宁夏、内蒙、江苏、西藏 10 省区，拥有 90 余家全资及控股子公司，员工近 3000 人，公司于 2008 年登陆中小板。

公司主营为民爆器材生产、矿山爆破服务以及爆炸深加工三大业务。在民爆器材生产方面，公司工业炸药生产许可能力 26.65 万吨，是国内炸药品种最齐全的民爆企业集团；在矿山爆破服务方面，公司相继在安徽、新疆、内蒙、四川、河南等成立辐射全国的爆破服务公司，为客户提供工程检测以及钻、爆、运一体化服务。2013 年 8 月 24 日，公司与国际优秀的爆破服务综合提供商——美国奥斯汀炸药公司战略合作，进一步拓展爆破服务业务的广度和深度，增强综合竞争力。

图表 1 江南化工股权结构



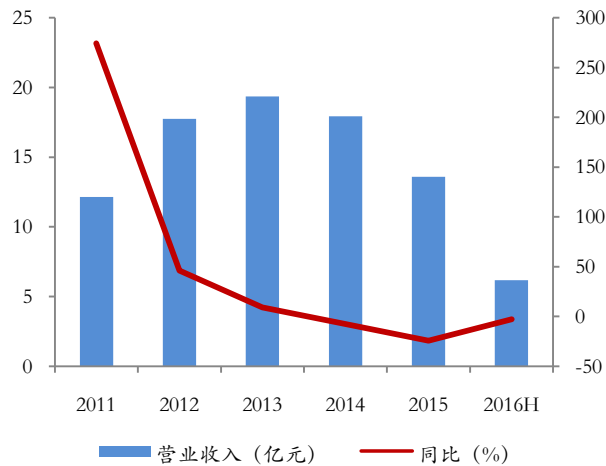
资料来源：公司公告、华安证券研究所

1.2 行业需求低迷，公司业绩下滑

受全球经济波动、国内经济增长放缓等因素影响，固定资产投资持续低迷，整个民爆行业下游需求有所下降，行业下行压力仍然较大。公司作为国内民爆行业龙头也受到行业大环境影响，整体业绩出现一定幅度下滑。2016 年上半年公司实现营业收入 6.17 亿元，同比下降 2.61%，实现归母净利润 0.42 亿元，同比下降 17.03%。

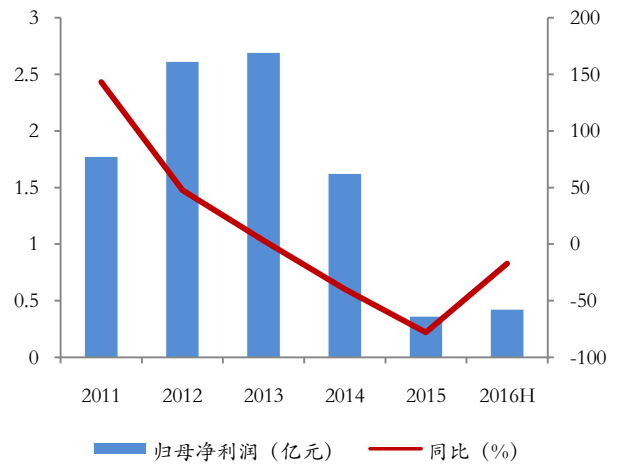


图表 2 公司历年营业收入及增速



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 3 公司历年归母净利润及增速

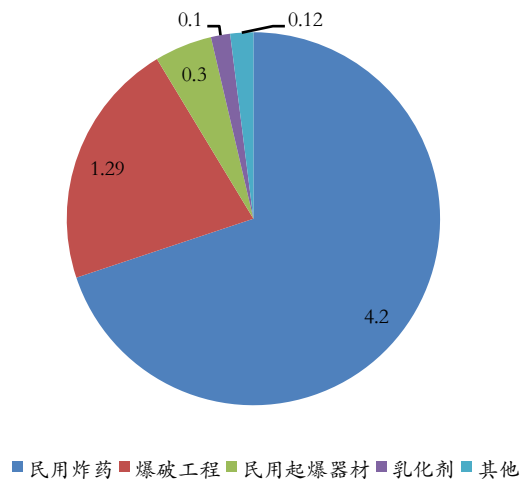


资料来源: wind、华安证券研究所

1.3 主营业务毛利率稳定，管理费用大幅提高

在业务构成方面，公司的营业收入主要来自民用炸药、爆破工程和民用起爆器材，其中民用炸药占据绝对对位，2016 年上半年收入 4.2 亿元，占比 68.10%，另外爆破工程今年得到快速发展，2016 年上半年实现爆破工程收入 1.29 亿元，同比上升 35.35%，占营业总收入 20.84%。

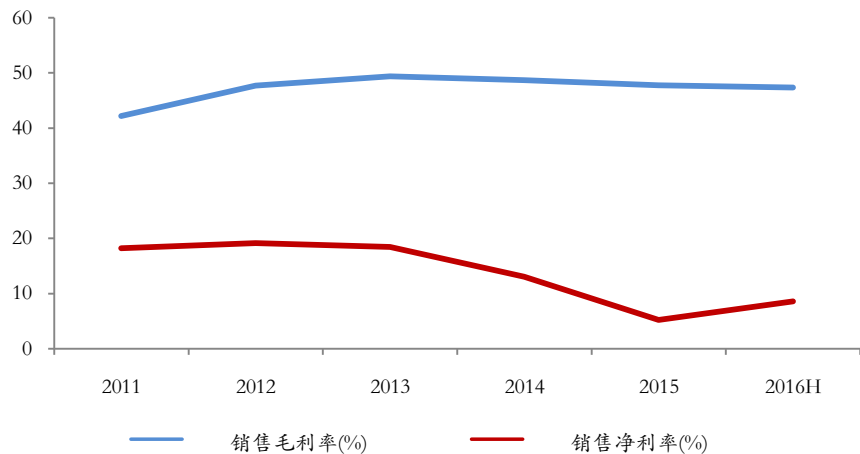
图表 4 公司主营业务构成



资料来源: wind、华安证券研究所

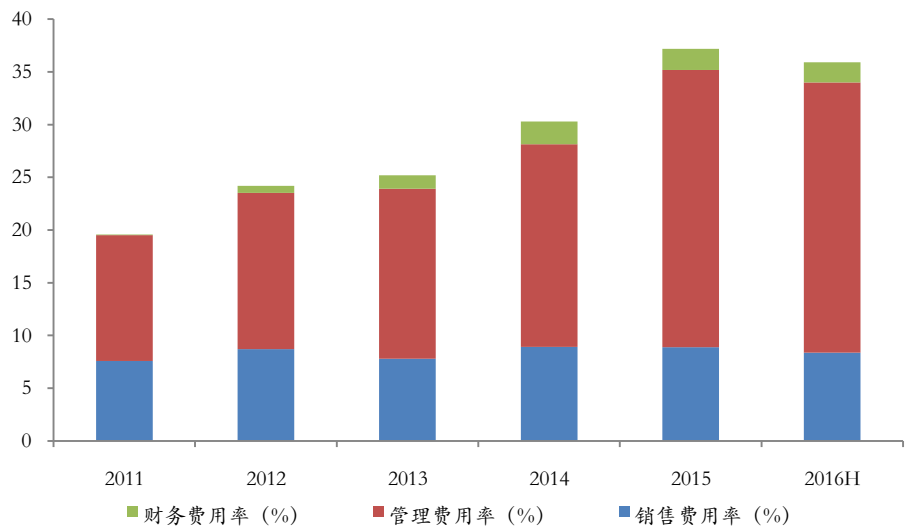
从公司综合毛利率来看，虽然近年来受行业大环境影响，公司盈利能力略有下滑，毛利率呈现下降水平，但由于主营业务民用炸药的超高毛利率，公司整体毛利率仍然处于较高水平。近二年来，公司管理费用大幅增加，导致净利率出现较为明显的下滑。

图表 5 公司历年毛利率和净利率



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 6 图表 3 公司费用情况



资料来源：wind、华安证券研究所

2 民爆行业景气下行，行业龙头有望加速整合

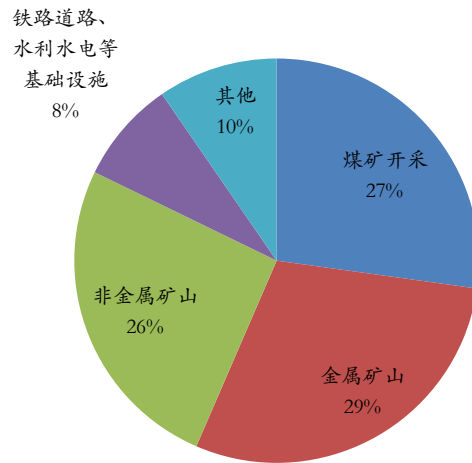
2.1 宏观经济增速放缓，行业景气下行

2015 年，我国经济增长面临较大的下行压力，经济发展特征更加明显地表现出从投资驱动、要素驱动向消费驱动、创新驱动转变，过去固定资产投资 20%以上的高速增长已难以再现，与矿山资源开发和基础设施建设紧密联系的民爆行业发展将面临宏观经济环境变化带来的压力和挑战。

民爆器材的需求与矿山开采、基础设施建设等固定资产投资密切相关，产品需求受到经济景气周期的波动影响较为明显。从 2014 年我国工业炸药销售流向分布来看，用于煤炭、金属和非金属矿山开采的炸药用量占工业炸药总用量绝大部

分，所占比例为 82.2%；其中煤矿开采的工业炸药用量比例最大，占工业炸药总用量的 27.2%，其次为金属矿山和非金属矿山，分别占到 29.3%和 25.7%。此外，用于铁路道路、水利水电等基础建设方面的炸药量占 8.2%。

图表 7 民爆行业下游应用分布

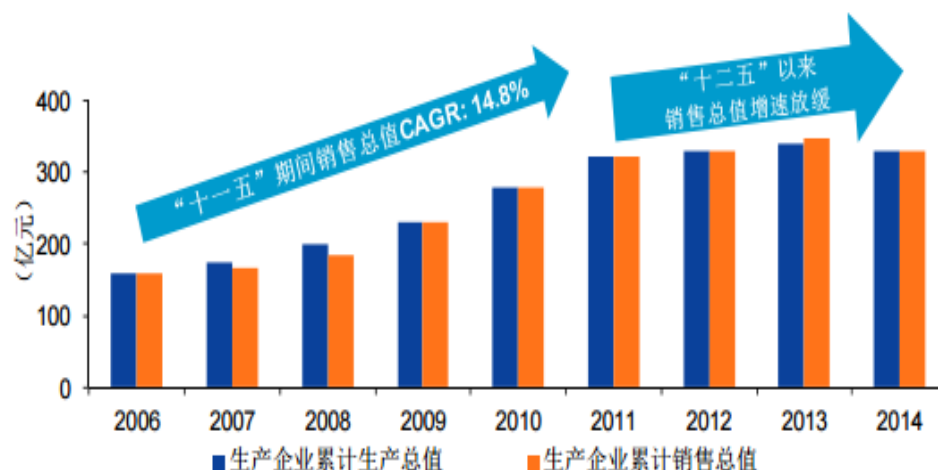


资料来源：中国爆破器材行业协会、华安证券研究所

在我国“十一五”期间国民经济持续稳步发展、能源及资源性工业品的需求持续旺盛、交通等基础设施规模不断增加的拉动下，民爆行业产能持续释放，实现了跨越式发展：根据《民用爆炸物品行业“十二五”发展规划》，2010 年生产企业实现销售总值 278.3 亿元，从 2006 年至 2010 年，销售总值实现了 14.8%的复合增长率；“十二五”以来生产企业销售总值增速放缓，根据《中国爆破器材行业关注简报》，尽管 2011 年下游需求市场延续了旺盛的局面，生产企业销售总值 322.1 亿元，较 2010 年增长 16.8%，而 2012 年以来，国民经济发展放缓，民爆行业的发展也从高速增长期进入了稳定发展期，2014 年受总体经济环境影响，民爆生产企业生产总值和销售总值自“十一五”以来首次出现负增长，生产总值叫 2013 年下降 2.69%，销售总值下降 3.47%，2014 年民爆销售企业民爆产品销售总额较 2013 年下降 9.89%。

2015 年，受宏观经济下行及下游行业萎缩的拖累，民爆市场需求急剧下滑。全年民爆生产企业和销售企业的销售产值同比分别下降 16.85%和 23.96%，其中天津、吉林和河北等省（市）民爆生产企业的销售产值受钢铁、煤炭等行业下滑严重拖累同比降幅分别为 38.39%，28.23%和 29.03%。山西、四川、辽宁等 3 省的生产企业销售产值同比降幅也超过 20%。同时，民爆生产企业的库存量增加，如全年工业炸药库存总量达到 7.56 万吨，同比增长 10.20%。由此分析，在当前国际国内需求萎缩、产能过剩、国际能源价格下降等诸多因素影响下，预计民爆市场需求短期内仍难有改观，行业经济存在进一步下滑的风险。

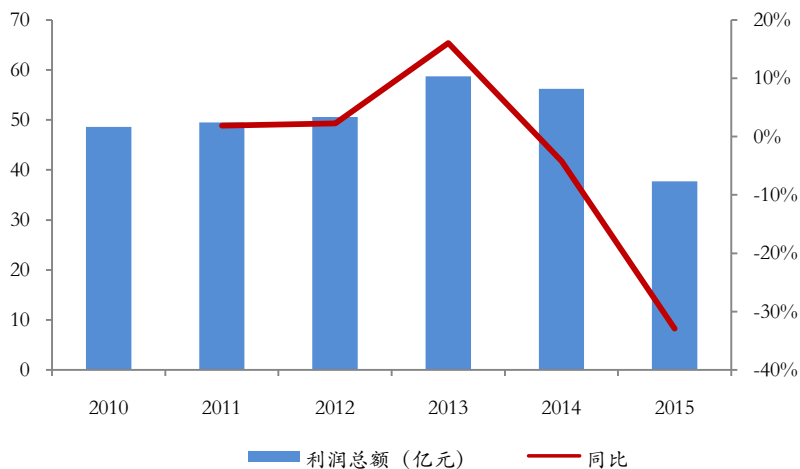
图表 8 民爆行业历年生产和销售总值



资料来源：中国爆破器材行业协会、华安证券研究所

从行业利润来看，受民爆行业下游需求急剧下降等不利因素影响，民爆行业主要经济指标在 2013 年出现下降拐点后仍表现为负增长，统计数据显示，2015 年生产企业累计实现利润总额 37.72 亿元，同比下降 32.91%。除受宏观经济影响外，部分企业采取“省内保价格、省外保市场”的营销策略，在一些地区实际造成了低价倾销，造成了无序竞争；加上用工成本、生产辅助费用等支出加大，企业盈利空间进一步被挤压。

图表 9 民爆行业历年利润



资料来源：中国爆破器材行业协会、华安证券研究所

现阶段，由于国民经济结构调整的需要，经济增速回落，基建投资、矿山开采、石油勘探等经济活动都受到了一定影响，民爆产品的需求可能短期内会承受一定的压力。长期来看，由于我国基础设施建设的投资需求仍然较大，因此民爆产品预计仍然有较好的市场需求支撑。

2.2 产业整合不断提速，行业集中度有望加深

由于我国民爆行业起步晚，基础薄弱，行业管制较多，因此企业发展动力和能力不足，“小、散、低”状况长期存在且比较严重，中、低档产品生产能力过剩，



产业集中度不高。根据《民用爆炸物品行业“十二五”发展规划》，在“十一五”期间，民爆行业的结构调整取得了重大进展，生产企业通过重组整合及关闭生产点，由 421 家调整 146 家，产业集中度得到显著提升，2010 年至 2012 年，前 20 家生产企业的生产总值占全行业总产值比例基本保持在 43% 的水平，2014 年该比例提升至 54.77%，行业集中度有了较为明显的提高，以各地优势企业为龙头的区域布局正在逐步形成。

图表 10 2014 年全国前 20 家民爆企业生产总值

序号	企业名称	生产总值 (亿元)	占全行业生产总值比例 (%)
1	云南民爆集团有限责任公司	24.83	7.53
2	保利九联控股集团有限责任公司	15.84	4.80
3	安徽江南化工股份有限公司	14.13	4.28
4	湖南南岭民用爆破器材股份有限公司	11.97	3.63
5	北方特种能源集团有限公司	11.23	3.40
6	四川雅化实业集团股份有限公司	11.20	3.39
7	葛洲坝易普力股份有限公司	10.06	3.05
8	广东宏大爆破股份有限公司	8.45	2.56
9	内蒙古生力资源（集团）有限责任公司	8.09	2.45
10	安徽雷鸣科化股份有限公司	7.50	2.27
11	福建海峡科化股份有限公司	6.79	2.06
12	江西国泰民爆器材股份有限公司	6.56	1.99
13	重庆顺安爆破器材有限公司	6.01	1.82
14	山西壶关化工集团有限公司	5.68	1.72
15	四川通达化工有限责任公司	5.68	1.72
16	凯龙化工	5.63	1.71
17	前进民爆股份有限公司	5.48	1.66
18	新疆雪峰科技（集团）股份有限公司	5.41	1.64
19	贵州盘江民爆有限公司	5.37	1.63
20	山西焦煤集团化工有限责任公司	4.81	1.46
合计		180.71	54.77

资料来源：中国爆破器材行业协会、华安证券研究所

根据《民用爆炸物品行业“十二五”发展规划》，未来仍将严格控制新增产能，促进现有产能的动态调整，促进企业间的整合重组。可以预见的是，在今后较长的一段时间内，兼并重组、撤点减线仍是结构调整工作的主题，同时，生产企业向下游爆破服务领域的拓展也是企业间竞争的一个重点。随着行业结构调整的深入推进，我国民爆行业将实现进一步的优胜劣汰，一批优势企业将借机迅速做大做强，而规模小、技术水平低的生产企业将不得不面临关闭或被收购、兼并的局面。

2015 年以来，民爆企业通过横向兼并发展，加快了整合重组步伐，规模化和集约化经营趋势愈加明显。如海峡科化与福建民爆重组；中国保利集团既去年增资控股贵州久联发展后今年上半年又积极推动与贵州盘江化工（集团）有限公司的资产整合；四川雅化集团也与山西金恒化工集团有限公司签订了重组合作框架协议，以期进一步扩大公司市场覆盖度和竞争力，实现强强联合。公司作为国内民爆行业的龙头企业之一也有望在产业整合的浪潮中获得更好的发展。

2.3 定增加码主业，加快产业升级

2016 年 2 月，公司非公开发行方案获得证监会通过，本次非公开发行股票扣除发行费用后的募集资金净额不超过 110,491 万元，募集资金将用于以下项目：

图表 11 定增项目名称及金额

序号	项目名称	项目总投资额 (万元)	募集资金投入额 (万元)
安徽江南爆破工程有限公司			
一	矿山工程总承包及矿山生态修复项目	25,103	25,103
二 爆破工程一体化项目			
新疆天河爆破工程有限公司			
1	爆破工程一体化技术改造项 目	29,964	29,964
四川宇泰特种工程技术有限 公司矿山爆破工程一体化项 目			
2		14,929	14,929
三 民爆智慧工厂项目			
四 智能生产线建设项目			
宁国分公司无固定操作人员			
1	粉状乳化炸药生产线二期示 范项目	2,527	2,527
安徽恒源技研化工有限公司			
2	智能工厂建设项目	4,524	4,524
五	数字化民爆产业链项目	8,313	8,313
六	补充流动资金	20,000	20,000
合计		110,491	110,491

资料来源：公司公告、华安证券研究所

从民爆行业的现状来看，国家鼓励民爆器材生产企业一体化经营，鼓励发展民用爆炸物品生产、配送、爆破作业一体化的经营模式。先进的产业发展模式将推动民爆行业发展变革，科研、生产、销售、爆破服务实行一体化，生产实行连续化、自动化，产品及技术呈现安全环保和节能型的发展趋势，是国外民爆产业发展模式和国际大型民爆企业集团的通行做法，这不仅是我国民爆行业改革发展的主要方向，也是民爆企业发展方式从粗放型向集约型转变的客观要求。

2015 年，民爆企业积极延伸上、下游产业链，稳步推进民爆生产与爆破服务一体化，为发展我国生产型服务业进行了有益探索。目前，神华准能公司炸药厂通过内部整合健全民爆生产与爆破服务一体化模式，提高了全链条的配套水平和效率，全年仅从爆破成本及配套服务等方面节约成本 5000 余万元；天长民爆公司和易普力公司通过在汝箕沟矿区实施民爆生产与爆破一体化联合服务，节约爆破成本约 4000 万元。据统计数据，2015 年民爆企业实现爆破技术服务收入达 77.10 亿元，其中生产企业约占总爆破服务收入的 90%。

公司加码爆破工程一体化，可以发挥原有民爆器材生产的优势，深化与国际优秀爆破服务综合提供商的合作，在产业链整合、区域布局、技术创新等领域确立行业优势地位，力争将公司打造成为爆破服务一体化、设计施工精细化、安全



作业标准化、综合成本最优化的新型矿山服务商。

另一方面在国家“制造强国”的战略规划背景下，智能制造将成为制造企业未来的发展趋势。公司作为民爆行业信息化的先行者，大力推进信息化、智能化建设工作，在民爆行业率先研制并建设完成了第一条智能化工业炸药生产线，即江南化工宁国分公司的“无固定操作人员智能化粉状乳化炸药生产线”，公司在此次定增中积极推进智慧工厂建设和两化融合工作。

公司在行业低迷时依然选择加码主业，彰显了公司的信心，而公司在爆破服务一体化和智能化建设上的投入，也将继续巩固公司行业龙头的地位，提高市场份额和竞争优势。

3 布局新兴产业，加快转型步伐

3.1 参股北京光年，涉足人工智能

为适应云计算、互联网+、机器人、人工智能（Artificial Intelligence,简称 AI）等新一代信息技术产业的发展，促进企业战略转型升级，打造新的业务增长点，2015 年公司投资 5000 万元入股被北京光年无限科技有限公司，持股 12.62%。

北京光年 2010 年成立至今，多年专注于人工智能深度学习的语义理解和认知计算技术的研发和场景应用，研发图灵机器人云服务平台，向第三方提供一体化、接入和使用门槛低的云端机器人云服务平台，使第三方产品快速拥有智能人机交互功能。

北京光年研发的云端机器人云服务平台——“图灵机器人”，是其依托深度学习语义理解和认知计算技术打造，提供智能人机交互服务，能以云端形式接入实体机器人、家用机器人、智能玩具、车载、VR（虚拟现实）、可穿戴设备、智能家居、智能电视、微信公众号、微博、淘宝客服等各种需要语音人机交互的产品，适应各类场景，应用前景广阔。

北京光年基于图灵机器人后台的移动互联网产品“虫洞语音助手”累计下载用户已超 3500 万；图灵机器人平台开放后，已为超过 6 万个合作伙伴提供智能人机对话和问答交互服务，相应用户交互请求已达 100 亿次以上，是目前中文语境下智能度较高的人工智能机器人。

图表 12 图灵机器人应用场景

图灵机器人之多应用场景优势



资料来源：互联网、华安证券研究所

公司于 2015 年下半年推出自主研发的 Turing OS，Turing OS 是中国首批人工智能级可商用的机器人操作系统之一，是具备情感和思维能力的机器人操作系统，商业应用前景广阔。Turing OS 拥有情感、思维、自学习三大引擎，情感计算引擎已支持 25 种语言类情感识别，识别准确率达 95.1%，而在情感表达方面，Turing OS 支持 468 类情感语言表达，88 套表情动作表达组合，120 种声音语调，能够让机器人模拟人类 80% 的情感表达模式。

据图灵机器人后台数据显示，在近一年时间内其与超过 13 万的合作伙伴和开发者达成长期合作，共享知识库达到 15 亿项，应用领域累计覆盖用户超过 3 亿人次，进而每天可收集和积累亿级的用户大数据，在中文语言处理方面处于绝对领先。

公司对北京光年的投资一方面可以探索人工智能在民爆行业的融合，实现民爆制造智能化，另一方面，有利于公司开发发新的业务增长点，优化公司的产业结构，为公司未来的发展战略提供有力支持，并且对公司后续发展将产生积极影响。目前北京光年的估值已经达到 10 亿元，投资成果初见成效。

3.2 参与设立投资基金，专注新兴产业

公司以自由资金人民币 9,000 万元参与设立浙江舟山如山汇盈创业投资合伙企业（有限合伙），成为如山汇盈的有限合伙人。如山汇盈自成立以来，主要围绕人工智能、无人驾驶、虚拟现实、工业 4.0 等领域共对外投资 10 家企业，累计投资额 6565 万元人民币。

公司参与设立如山汇盈的目的是通过借助合作方专业的经验和资源，实现较高的资本增值收益的同时，也进一步拓宽公司投资平台，对公司持续经营能力产生积极影响，同时也通过如山汇盈的投资项目与公司转型升级布局领域形成联动效应。如山汇盈通过向具有良好成长性和发展前景的项目进行投资，有望实现较高的资本增值收益，公司作为投资人，一方面可以从中分享投资回报，从而增强公司的盈利能力；另一方面也为公司转型升级提供更多更优质的项目和资源支持，完善和补充公司转型升级相关项目储备。

2016 年 5 月，公司又投资锋时互动 1800 万元，持股 10%，天津锋时互动科技有限公司 2011 年 7 月 28 日成立，是人工智能领域的视觉交互技术提供商，2011 年起研发手势识别产品，并于 2015 年下半年推出部分产品，主要提供给 VR/AR、智能汽车、智能电视和智能家居等领域，以实现这类产品的手势交互功能。锋时互动多年来积累的基础核心技术及技术团队将支撑公司推出系列化视觉交互产品，其是国内技术领先的手势交互厂商，技术水平在业内认可度高。

4 盈利预测与投资评级

考虑到目前民爆行业仍然处于低位运行，而公司作为行业龙头，大股东实力雄厚，有望在行业低迷期加速整合，做大做强。另一方面，公司转型思路清晰，步伐稳健，未来在新兴产业上寻求新的利润增长点也值得期待。我们预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.11、0.13 和 0.15 元，对应当前 PE 分别为 77.96、70.50 和 58.60 倍，给予“增持”评级。

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或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。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。