

化工

2017年08月01日

国泰集团 (603977)

——江西省民爆龙头，受益行业复苏，产业链纵向横向布局有望打开成长新空间

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据：2017年07月31日

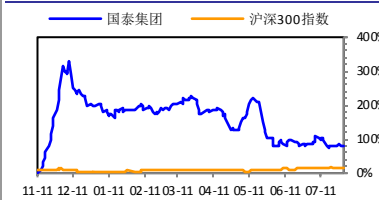
| | |
|-------------|------------------|
| 收盘价(元) | 16.49 |
| 一年内最高/最低(元) | 41.7/7.74 |
| 市净率 | 3.7 |
| 息率(分红/股价) | 3.03 |
| 流通A股市值(百万元) | 912 |
| 上证指数/深证成指 | 3273.03/10505.04 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元) | 4.51 |
| 资产负债率% | 14.03 |
| 总股本/流通A股(百万) | 221/55 |
| 流通B股/H股(百万) | -/- |

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

张兴宇 A0230116070008
zhangxy@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818×7433
maxy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **江西民爆龙头，打造民爆一体化经营模式。**公司从事民爆器材的研发、生产与销售，是江西省内最大的民爆器材生产企业。同时公司积极顺应国家行业政策导向，着力打造民爆器材研发、生产、销售、爆破作业一体化的经营模式。公司工业炸药生产许可7.2万吨，约占全省商品炸药生产许可的60%；工业雷管生产许可1亿发，占全省生产许可的100%；塑料导爆管生产许可3亿米，工业导爆索生产许可600万米，工业索类产品占全省生产许可的100%。
- **煤炭铁矿石产量有望提高，供给端集中度提升，民爆行业有望迎来复苏。**由于2016年下半年起煤炭和铁矿石价格大幅回升，今年煤炭和铁矿石产量提升有望带动民爆行业需求。2017Q1全国铁矿石产量2.98亿吨，同比增长15.9%。中国煤炭运销协会预计2017年中国煤炭产量可能迎来5%的反弹。同时随着宏观经济回暖，“一带一路”政策拉动基建投资，加之民爆行业实行严格的许可证审批制和停止新增产能，民爆行业有望迎来复苏。加之民爆企业跨区域经营放开后，行业竞争格局逐步改善。2012年，前20家生产企业的生产总产值占比约43%，2016年该比例提升至61%，行业集中度有了较明显的提高。未来民爆器材价格也有望持续回暖。
- **江西省经济持续高速发展，公司作为省内民爆龙头区位优势显著。**近几年江西省GDP增速始终保持在9%-10%，显著高于全国GDP增速。江西省固定资产投资增速也保持高速增长，2016年江西省固定资产投资增速为14.0%，远高于全国8.1%的平均水平。另外，公司所在的江西省是矿产资源大省，多种金属保有资源储量居于全国前列。公司与子公司分布能够全面覆盖江西省内和辐射周边省市。同时近年来，随着国家促进中部地区崛起、西部大开发战略的实施，西部地区需求增长旺盛，民爆器材的需求缺口较大，公司对临近的外省具有区位优势，能迅速补给满足需求缺口，公司凭借品牌优势及出色的营销能力，销售辐射到广东、贵州、海南、福建、江苏、山东等外省，建立了良好的省外销售网络及客户基础。
- **盈利预测与估值。**公司作为江西省民爆龙头企业，民爆产品种类齐全，产业链横向、纵向全面发展，区位优势明显，受益江西省经济快速发展，多重竞争优势显著，首次覆盖给予“增持”评级。预计2017-19年归母净利润分别为1.00、1.23、1.40亿元，EPS为0.45、0.56、0.63元，当前股价对应17-19年PE为37X、29X、26X。
- **风险因素：**基建、矿山等需求低于预期；原材料价格波动；新项目开拓不及预期；安全生产风险。

财务数据及盈利预测

| | 2016 | 2017Q1 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 472 | 96 | 526 | 634 | 746 |
| 同比增长率(%) | -2.32 | 44.38 | 11.46 | 20.53 | 17.67 |
| 净利润(百万元) | 101 | 7 | 100 | 123 | 140 |
| 同比增长率(%) | 4.05 | -69.57 | -0.94 | 23.00 | 13.82 |
| 每股收益(元/股) | 0.46 | 0.03 | 0.45 | 0.56 | 0.63 |
| 毛利率(%) | 46.9 | 40.3 | 49.9 | 50.2 | 50.1 |
| ROE(%) | 10.2 | 0.7 | 9.2 | 10.1 | 10.4 |
| 市盈率 | 36 | | 37 | 29 | 26 |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

公司作为江西省民爆龙头企业，民爆产品种类齐全，产业链横向、纵向全面发展，区位优势明显，受益江西省经济快速发展，多重竞争优势显著，首次覆盖给予“增持”评级。预计 2017-19 年归母净利润分别为 1.00、1.23、1.40 亿元，EPS 为 0.45、0.56、0.63 元，当前股价对应 17-19 年 PE 为 37X、29X、26X。

按照相对估值法对国泰集团进行估值，我们选取江南化工、凯龙股份、雷鸣科化、久联发展等四家公司进行估值对比，这四家上市公司均是民爆行业公司，可比公司 2017 年 PE 均值为 52 倍，公司为 37 倍。

考虑公司区位优势明显，向产业链下游延伸爆破服务和民爆器材运输等领域，横向发展民爆相似产业，如气溶胶、复合油相等领域，有望打开未来成长新空间。参照可比公司，保守给予 2017 年 45 倍估值较为合理，对应目标价 20.25 元/股，仍有大约 23% 的空间。

关键假设点

煤炭、铁矿石涨价带动产量提升、基建投资回暖带动民爆行业复苏。

有别于大众的认识

市场可能认为：自 2014 年 12 月起国家停止对民爆器材出厂价格的指导，其价格由供需双方协商确定。价格放开后，由于行业产能相对过剩，导致市场竞争激烈，民爆器材价格下滑。加上我国 GDP 增速自 2014 年起逐渐下降，于 2016 年 Q1 达到谷底 6.7%，民爆行业陷入低迷。

我们认为：1) 需求端铁矿石及煤炭等需求回暖，2017Q1 全国铁矿石产量 2.98 亿吨，同比增长 15.9%。中国煤炭运销协会预计 2017 年中国煤炭产量可能迎来 5% 的反弹。加之民爆行业实行严格的许可证审批制和停止新增产能，民爆行业有望迎来复苏；2) 江西省 GDP 增速始终保持在 9%-10%，显著高于全国 GDP 增速。江西省固定资产投资额增速也保持高速增长，2016 年江西省固定资产投资额增速为 14.0%，远高于全国 8.1% 的平均水平。公司作为江西省民爆行业龙头，有望受益省内经济持续高增长；3) 公司依托民爆主业，纵向延伸民爆上下游产业链，横向发展民爆相似产业，如爆破作业现场安全管控系统、数码电子雷管及数码电子雷管智能起爆控制系统、气溶胶、复合油相、危险品运输公司、机械加工等领域。未来有望迎来突破。

股价表现的催化剂

公司持续延伸民爆上下游产业链，横向发展民爆相似类产业。

核心假设风险

基建、矿山等需求低于预期；原材料价格波动；新项目开拓不及预期；安全生产风险。

目录

| | |
|--|-----------|
| 1. 江西民爆龙头，打造民爆器材、爆破一体化模式 | 6 |
| 1.1 江西省国资委旗下企业，民爆产品种类齐全..... | 6 |
| 1.2 十年成长铸就今日国泰，横向纵向全面发展..... | 8 |
| 2. 矿山、基建等需求回暖，供给端集中度提升，民爆行业有望复苏 | 11 |
| 2.1 民爆器材是能源工业的能源、基础工业的基础..... | 11 |
| 2.2 矿山开采、基建回暖有望推动民爆行业需求回升..... | 13 |
| 2.3 行业集中度提升，供给格局持续改善..... | 14 |
| 3. 省内民爆需求快速增长，公司多重竞争优势明显 | 15 |
| 3.1 江西省高速发展拉动民爆需求..... | 15 |
| 3.2 多重优势铸造江西民爆龙头..... | 16 |
| 4. 盈利预测和投资建议 | 18 |

图表目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 图 1：公司股权结构..... | 6 |
| 图 2：公司产品示意图 | 7 |
| 图 3：乳化炸药收入占比不断提高 | 7 |
| 图 4：乳化炸药毛利占比不断提高 | 7 |
| 图 5：乳化炸药等主要产品毛利率保持较高水平 | 8 |
| 图 6：公司收入、净利润有望底部企稳（百万元） | 8 |
| 图 7：公司发展历程..... | 9 |
| 图 8：子公司五洲爆破拥有江西省公安厅颁发的一级爆破资质 | 10 |
| 图 9：纵向延伸民爆上下游产业链，横向发展民爆相似类产业 | 11 |
| 图 10：三大类民爆器材的主要产品..... | 11 |
| 图 11：硝酸铵生产的简要流程..... | 12 |
| 图 12：硝酸铵价格趋于平稳（元/吨） | 12 |
| 图 13：2015 年工业炸药流向..... | 12 |
| 图 14：2015 年工业雷管流向..... | 12 |
| 图 15：中国 GDP 增速回暖 | 13 |
| 图 16：基础设施建设投资增速回暖..... | 13 |
| 图 17：煤炭价格回升（元/吨） | 14 |
| 图 18：2016 年下半年铁矿石价格回升..... | 14 |
| 图 19：煤炭年产量将迎来复苏..... | 14 |
| 图 20：全国铁矿石产量（万吨） | 14 |
| 图 21：2016 年 CR20 占比已达 61%..... | 15 |
| 图 22：江西省 GDP 增速显著高于全国增速..... | 16 |
| 图 23：江西省固定资产投资增速高于全国增速 | 16 |
| 图 24：公司区位优势明显 | 18 |
| | |
| 表 1：2016 年公司产品情况..... | 7 |
| 表 2：主要全资子公司情况..... | 9 |
| 表 3：2015 年度全国民爆器材集团生产总值排名情况..... | 15 |

| | |
|------------------|----|
| 表 4：估值对比表..... | 19 |
| 表 5：关键假设表..... | 19 |
| 表 6：合并损益表..... | 20 |
| 表 7：合并资产负债表..... | 20 |
| 表 8：合并现金流量表..... | 21 |

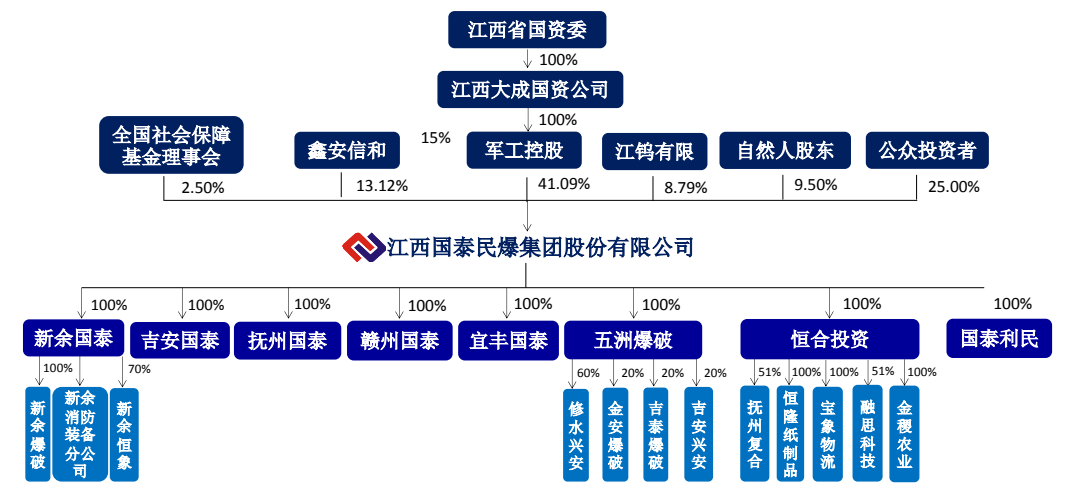
1. 江西民爆龙头，打造民爆器材、爆破一体化模式

1.1 江西省国资委旗下企业，民爆产品种类齐全

国泰集团成立于 2006 年 12 月，为江西省国资委下属企业，是由省属地方军工系统和有色系统国有民爆生产企业通过分立改制重组而设立的大型民爆企业集团。近年来，公司把握了民爆行业产业政策调整、资源优化配置所带来的发展机遇，发展成为江西省内最大的民爆器材生产企业。同时公司积极顺应国家行业政策导向，着力打造民爆器材研发、生产、销售、爆破作业一体化的经营模式，组建了具备爆破作业单位许可一级资质的子公司五洲爆破，为客户提供一体化的工程爆破解决方案及相关服务。

公司控股股东为江西省军工控股集团有限公司，持股比例为 41.09%，公司实际控制人为江西省国资委。公司拥有八家一级全资子公司，下属企业分布于南昌、新余、吉安、抚州、赣州、宜丰等地区，其中五家民爆器材生产企业，一家一级爆破资质工程公司、一家投资公司和一家信息科技公司。公司拥有省级民爆器材工程技术研究中心、省级爆破工程技术研究中心、省级油相材料工程技术研究中心、省级企业技术中心，其中五家子公司为高新技术企业。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

国泰集团主要产品与服务为乳化炸药、改性铵油炸药、工业电雷管、导爆管雷管、电子雷管、磁电雷管、塑料导爆管、工业导爆索和爆破工程服务等，延伸全产业链至复合油相、纸塑包装、机械设计加工、民爆设备安装、危货运输、危险品信息化监管、智能装备、图像分析等领域。

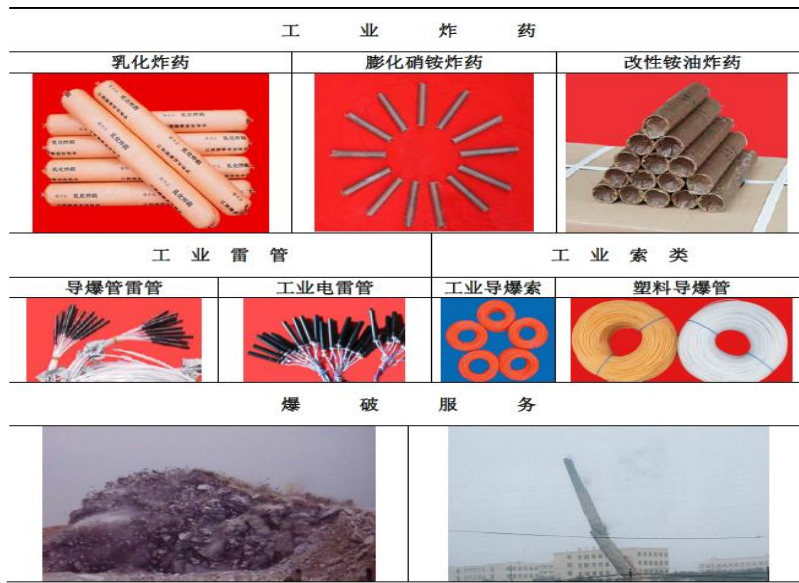
公司工业炸药生产许可 7.2 万吨，约占全省商品炸药生产许可的 60%；工业雷管生产许可 1 亿发，占全省生产许可的 100%；塑料导爆管生产许可 3 亿米，工业导爆索生产许可 600 万米，工业索类产品占全省生产许可的 100%。

表 1：2016 年公司产品情况

| 产品名称 | 生产许可能力 | 安全生产许可能力 | 产量 | 产能利用率 |
|-----------|--------|----------|--------|--------|
| 工业炸药（吨） | 72000 | 72000 | 56840 | 78.94% |
| 工业雷管（万发） | 10000 | 10000 | 2570.5 | 25.71% |
| 工业导爆索（万米） | 600 | 600 | 307.6 | 51.27% |
| 塑料导爆管（万米） | 30000 | 30000 | 13398 | 44.66% |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

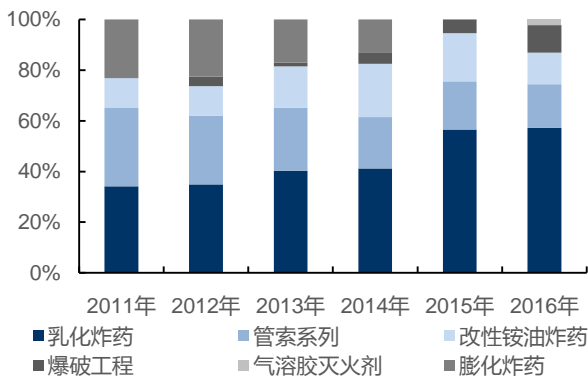
图 2：公司产品示意图



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

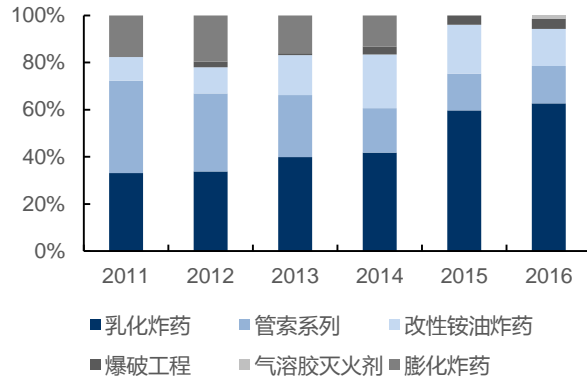
公司紧跟国家调整步伐，产品结构不断优化，高端产品乳化炸药收入由 2011 年的 1.63 亿元增长到 2016 年 2.64 亿元，其收入占比由 2011 年的 34% 增长到 2016 年的 57%；乳化炸药毛利由 2011 年的 0.47 亿元增长到 2016 年的 1.36 亿元，其毛利占比由 2011 年的 33% 增长到 2016 年的 63%。

图 3：乳化炸药收入占比不断提高



资料来源：wind，申万宏源研究

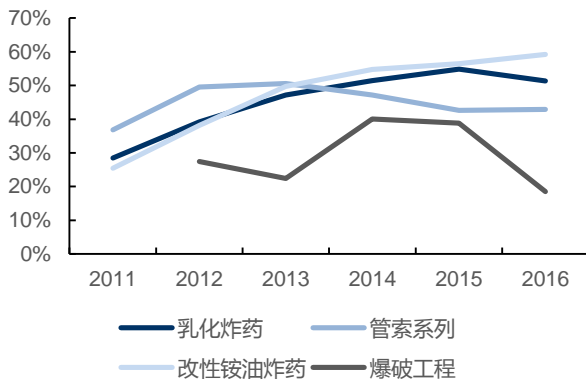
图 4：乳化炸药毛利占比不断提高



资料来源：wind，申万宏源研究

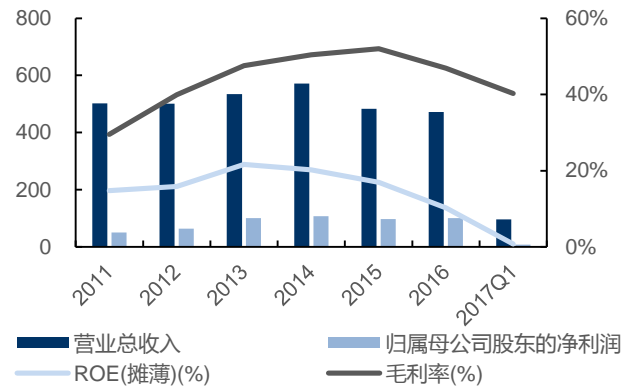
公司主要产品毛利率近几年始终始终保持较高水平,2016年公司乳化炸药毛利率为51%,管索系列毛利率为43%,改性铵油炸药毛利率为59%,公司具有较强的盈利能力。然而受宏观经济增长放缓影响,公司营业收入、归母净利润和ROE自2014年后持续下降,2016年公司营业收入为4.72亿元,归母净利润为1.0亿元,ROE为10.2%。公司2017年Q1营业收入有所回升,为0.96亿元,同比增加44%。

图 5：乳化炸药等主要产品毛利率保持较高水平



资料来源：wind，申万宏源研究

图 6：公司收入、净利润有望底部企稳（百万元）



资料来源：wind，申万宏源研究

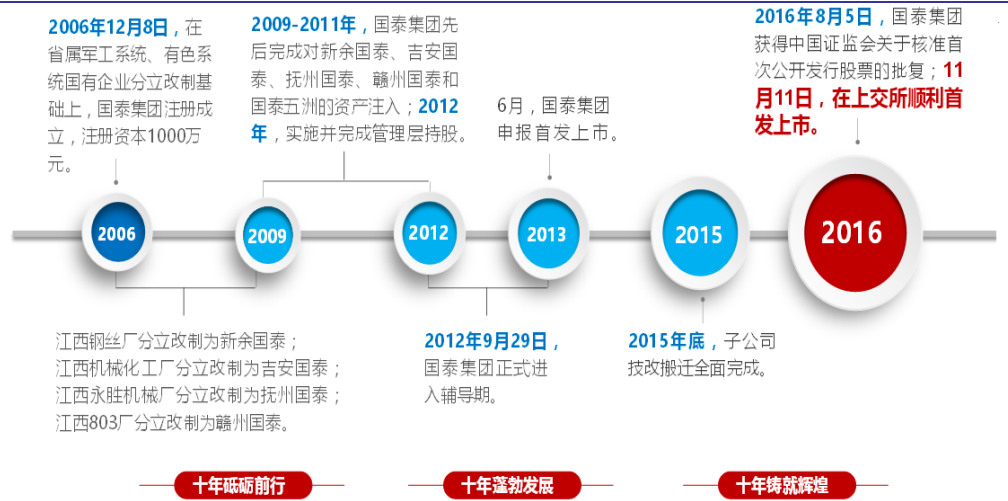
1.2 十年成长铸就今日国泰，横向纵向全面发展

2006年9月,《民用爆炸物品安全管理条例》(国务院令 466号)正式实施,该条例的实施和《民爆行业“十一五”规划》的发布,使得民爆行业阶段发展主要集中在重组并购等企业间整合活动上。

2008年4月,《江西省民用爆破器材行业“十一五”发展规划纲要》公布实施,根据该规划的要求,通过支持促进企业重组整合,精减企业数量,至2010年江西省内生产企业数量将进一步减少至10家以内,达到“以优势骨干企业为龙头组建民爆企业集团,形成集科研、生产、销售、爆破服务于一体,具有较强综合竞争实力的生产经营格局”的目标。

在上述背景之下,公司的发起人军工控股集团、江钨有限和鑫安信和共同发起组建了国泰民爆,并在组建之初即明确了逐步整合各发起人名下民爆资产的计划。

图 7：公司发展历程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

国泰民爆的成立为公司“十一五”期间积极重组整合江西民爆行业优质资源构建了良好的合作平台。在随后的几年中，江西钢丝厂、江西机械化工厂、江西永胜机械厂、江西 803 厂分别分立改制为新余国泰、吉安国泰、抚州国泰、赣州国泰，国泰集团也先后完成对这些公司的资产注入。公司的子公司分列于江西省不同地区，各子公司分工明确：新余国泰、吉安国泰、抚州国泰、赣州国泰、宜丰国泰等负责炸药、雷管和导爆索的生产；五洲爆破是专业化爆破公司；恒和投资是公司的投资管理平台。

表 2：主要全资子公司情况

| 子公司名称 | 简介 | 主营产品及生产许可能力 |
|------------------|--|---|
| 江西新余国泰特种化工有限责任公司 | 注册资本 9939.37 万元，由江西钢丝厂改制而来，2009 年 12 月重组进入国泰集团，是江西省起爆器材产品唯一定点生产企业，已通过质量、环境、职业健康安全管理体系认证，为高新技术企业。 | 导爆管雷管 5000 万发/年 工业电雷管 4750 万发/年 电子雷管 50 万发/年 塑料导爆管 3 亿米/年 磁电雷管 200 万发/年 |
| 江西吉安国泰特种化工有限责任公司 | 注册资本 3191.48 万元，由江西机械化工厂改制而来，2009 年 12 月重组进入国泰集团，是江西省民用爆破器材炸药类产品生产、销售龙头企业，已通过质量、环境、职业健康安全管理体系认证，为高新技术企业。 | 乳化炸药 24000 吨/年 |
| 江西抚州国泰特种化工有限责任公司 | 注册资本 3210.68 万元，由江西永胜机械厂改制而来，2010 年 12 月重组进入国泰集团，是江西省民用爆破器材炸药类产品生产、销售龙头企业，已通过质量、环境、职业健康安全管理体系认证，为高新技术企业。 | 乳化炸药 24000 吨/年 |
| 江西赣州国泰特种化工有限责任公司 | 注册资本 3720.36 万元，由赣州有色冶金化工厂改制而来，2011 年 12 月重组进入国泰集团，是江西省民用爆破器材产品生产、销售骨干企业，已通过质量、环境、职业健康安全管理体系认证，为高新技术企业。 | 乳化炸药 14000 吨/年 工业导爆索 600 万米/年 |
| 江西宜丰国泰化工有限责任公司 | 注册资本 3000 万元，由江西宜丰县特种化工厂改制而来，2013 年 5 月成为国泰集团全资子公司，已通过质量、环境、职业健康安全管理体系认证。 | 改性铵油炸药 10000 吨/年 |
| 江西国泰五洲爆破工程有限公司 | 注册资本 3000 万元，于 2011 年 12 月重组进入国泰集团，拥有江西省公安厅颁发的一级 爆破资质 ，是一家集爆破设计施工、安全评估、安全监理、科研、机械化施工、拆除、运输为一体的专业化爆破公司。拥有一支 100 余人的专业化团队，其中高级职称工程技术人员 19 人、中级 24 人、初级 32 人；拥有完善先进的各种 | 专业化爆破公司 |

施工配套机械设备，已通过质量、环境、职业健康安全管理体系认证。

江西恒合投资发
展有限公司

注册资本 1000 万元，于 2013 年 5 月成立，是国泰集团**唯一投资管理平台**。公司目前拥有五家子公司，经营范围涵盖实业投资、股权投资、投资咨询（金融、证券、期货、保险除外）、技术咨询、技术转让、技术服务等领域。公司致力于做大做强集团主营业务规模，提升集团核心竞争力和盈利能力，积极延伸民爆行业上下游产业链，不断寻求同行业兼并重组机会。

投资管理平台

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司子公司江西国泰五洲爆破工程有限公司拥有江西省公安厅颁发的一级爆破资质，是一家集爆破设计施工、安全评估、安全监理、科研、机械化施工、拆除、运输为一体的专业化爆破公司。

图 8：子公司五洲爆破拥有江西省公安厅颁发的一级爆破资质



资料来源：申万宏源研究

公司依托民爆主业，纵向延伸民爆上下游产业链，横向发展民爆相似产业，如爆破作业现场安全管控系统、数码电子雷管及数码电子雷管智能起爆控制系统、气溶胶、复合油相、危险品运输公司、机械加工等领域。

图 9：纵向延伸民爆上下游产业链，横向发展民爆相似类产业



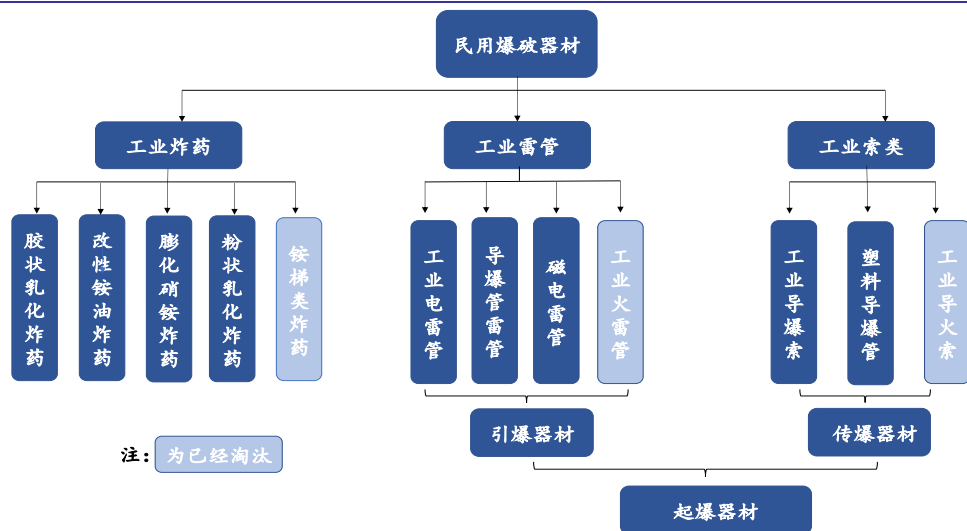
资料来源：申万宏源研究

2. 矿山、基建等需求回暖，供给端集中度提升，民爆行业有望复苏

2.1 民爆器材是能源工业的能源、基础工业的基础

民用爆破器材是指用于非军事目的的各种炸药及其制品和火工品的总称。根据《民用爆炸物品品名表》，民用爆炸物品包括工业炸药、工业雷管、工业索类火工品 3 个主要大类及其他民用爆炸物品和原材料。工业炸药是指用于采矿和工程爆破等作业的炸药；工业雷管是指在管壳内装有起爆药和猛炸药的工业火工品；工业索类火工品是指具有连续细长装药的索状工业火工品的总称。

图 10：三大类民爆器材的主要产品

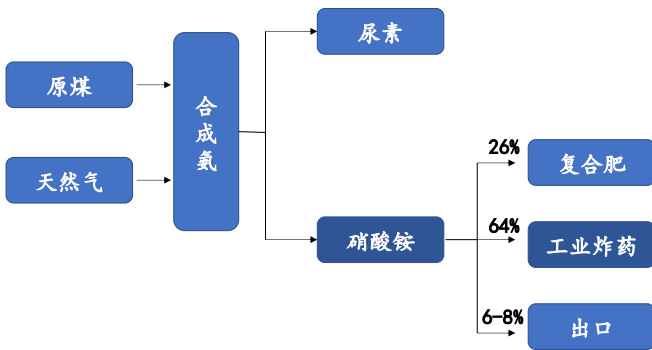


资料来源：公司公告，申万宏源研究

爆破器材行业是国家的基础性行业，其产品广泛应用于煤炭、冶金等采矿、建材开采、机械加工、水电工程、农村基础设施及城市建设和国防施工等多个国民经济领域，因而被称为能源工业的能源、基础工业的基础。硝酸铵是工业炸药最主要的原材料。

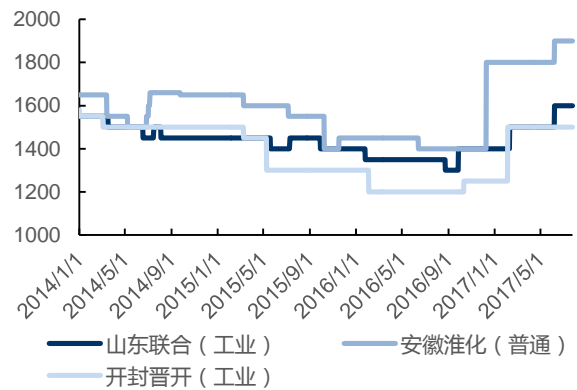
硝酸铵是由煤炭或天然气为原料制作合成氨，以其为基础加工而成的。硝酸铵有三种用途：主要用作民爆器材中工业炸药的原料，占硝酸铵总消费量的 64%；二是改性或加工成复合肥用作农用化肥，占总消费量约 26%；三是出口，约占总需求的 6%-8%；少量用于制冷剂、氧化氮吸收剂和色层分析试剂等领域。

图 11：硝酸铵生产的简要流程



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

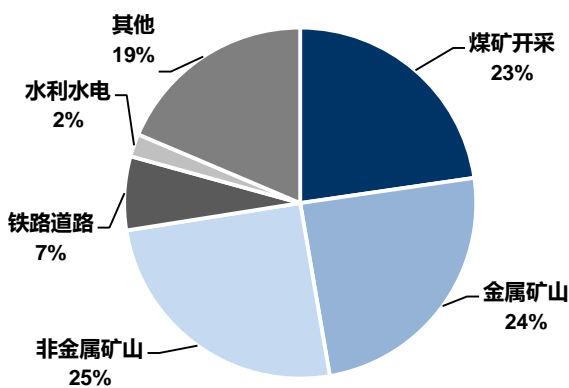
图 12：硝酸铵价格趋于平稳（元/吨）



资料来源：百川资讯，申万宏源研究

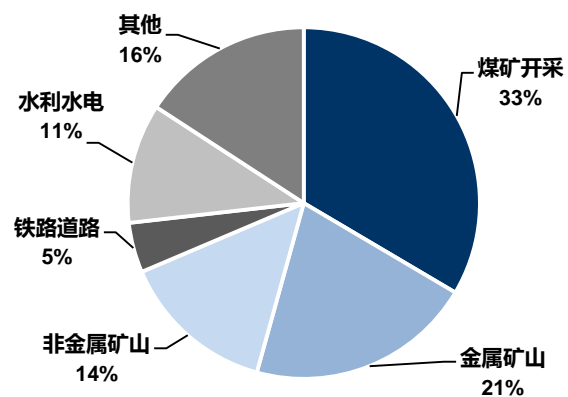
民爆行业的下游行业主要为采矿业和基础建设业，如矿山作业、能源开采、公路铁路建设、水利工程和拆除爆破等。工业炸药应用于煤炭和矿山开采领域约占 72%，工业雷管用于煤炭和矿山开采领域约占 68%。

图 13：2015 年工业炸药流向



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 14：2015 年工业雷管流向



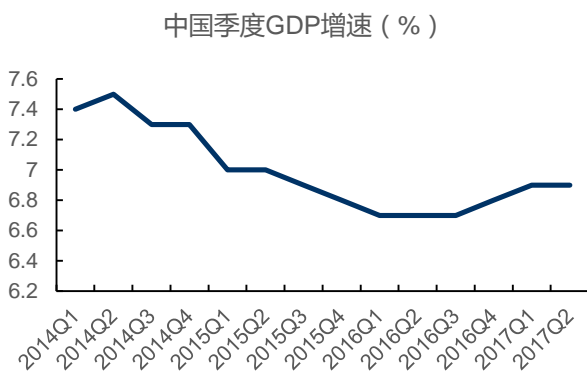
资料来源：公司招股书，申万宏源研究

2.2 矿山开采、基建回暖有望推动民爆行业需求回升

2014 年以前由于民爆器材由国家指导定价，自 2014 年 12 月起国家停止对民爆器材出厂价格的指导，其价格由供需双方协商确定。价格放开后，由于行业产能相对过剩，导致市场竞争激烈，民爆器材价格下滑。加上我国 GDP 增速自 2014 年起逐渐下降，于 2016 年 Q1 达到谷底 6.7%，民爆行业陷入低迷。

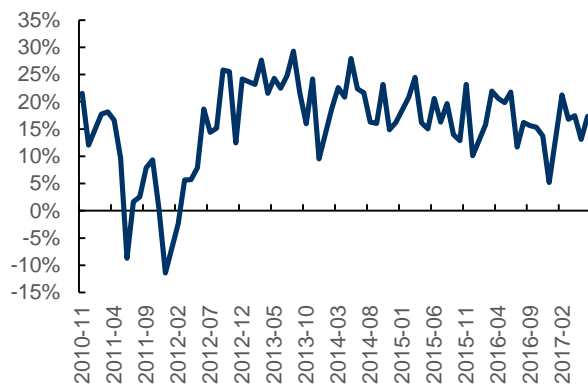
但是目前 GDP 增速开始企稳，2016 年 Q4 增速回升至 6.8%，2017 年 Q1 进一步提升至 6.9%，Q2 增速保持在 6.9%。在 GDP 增速回暖以及基础设施建设投资增速有所恢复的情况下，加之民爆行业实行严格的许可证审批制和停止新增产能，民爆行业也有望迎来复苏。

图 15：中国 GDP 增速回暖



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 16：基础设施建设投资增速回暖

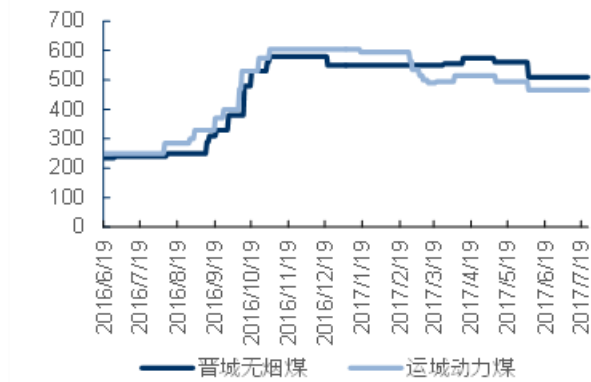


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

煤炭、铁矿石需求提升有望拉动民爆行业复苏。受国内煤炭行业供给侧改革，去产能的影响，煤炭产量自 2013 年达到 39.7 亿吨后连续三年下滑，2016 年煤炭产量仅为 34.1 亿吨，民爆行业持续萎缩。但是随着煤炭企业落后产能的淘汰，供给逐渐收紧，2016 年下半年煤炭价格开始大幅上涨，持续高位，例如晋城无烟煤由 2016 年 6 月的 235 元/吨涨至最高 575 元/吨，涨幅高达 145%；运城动力煤由 250 元/吨最高涨至 605 元/吨，涨幅高达 142%。在此情况下，中国煤炭运销协会预计政府将会放松部分限制产量的政策，2017 年中国煤炭产量可能迎来 5% 的反弹。另外，根据《煤炭工业发展“十三五”规划》，通过淘汰落后产能和减量置换、优化布局增加先进产能，预计到 2020 年，煤炭产量约为 39 亿吨。因此我们预计，2017 年开始至 2020 年煤炭价格产量将持续回暖，年复增长率为 3.4%。

铁矿石价格在 2016 年下半年也大幅增长。国产铁矿石价格指数最高涨至 801.3 元/吨，相比于 2016 年年初谷底价格 399.3 元/吨，涨幅高达 101%。根据国家统计局数据，一季度全国铁矿石产量 29819 万吨，同比增长 15.9%；今年上半年全国和江西铁矿石产量均同比提高 4.6%。铁矿石产量持续回暖有望推动民爆行业需求。

图 17: 煤炭价格回升 (元/吨)



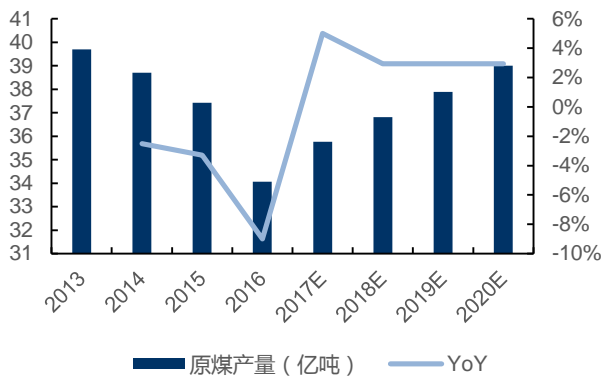
资料来源: wind, 申万宏源研究

图 18: 2016 年下半年铁矿石价格回升



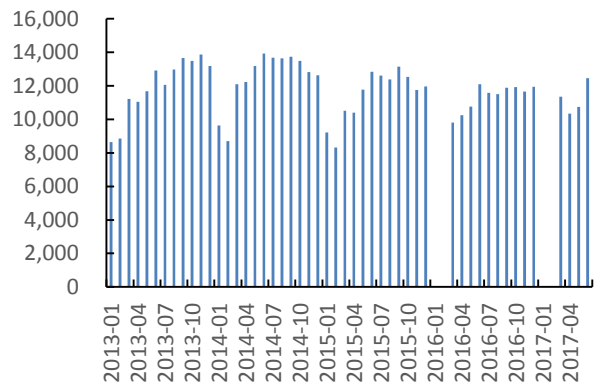
资料来源: wind, 申万宏源研究

图 19: 煤炭年产量将迎来复苏



资料来源: 国家统计局,《煤炭工业发展“十三五”规划》, 申万宏源研究

图 20: 全国铁矿石产量 (万吨)



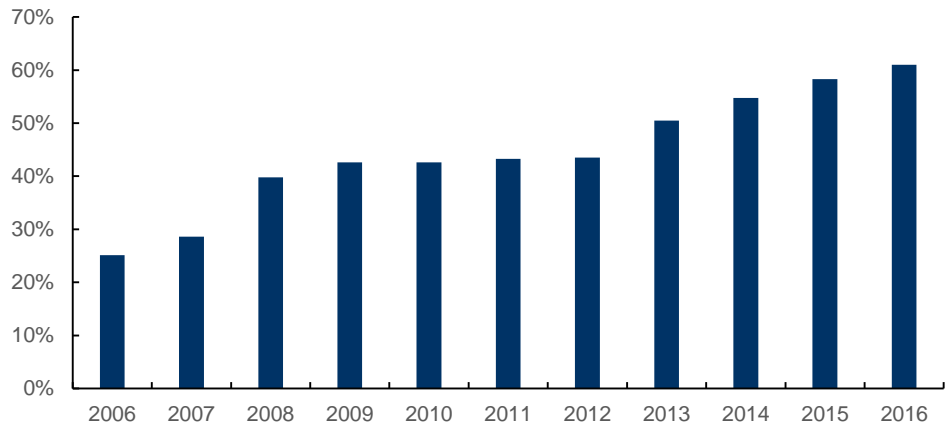
资料来源: wind, 申万宏源研究

2.3 行业集中度提升, 供给格局持续改善

我国民爆行业长期存在“小、散、低”的问题, 2006 年前 20 家生产企业的生产总值占全行业总产值比例只有 25%。国家在“十一五”和“十二五”期间不断调整民爆行业的结构, 提高产业集中度, 促进规模化和集约化经营。2010 年至 2012 年, 前 20 家生产企业的生产总值比例基本保持在 43%的水平, 2015 年该比例提升至 58%, 2016 年该比例提升至 61%, 行业集中度有了较明显的提高。

《民爆行业“十三五”发展规划》中明确提出了进一步提高产业集中度, “培育 3-5 家具有一定行业带动力与国际竞争力的民爆行业龙头企业, 扶持 8-10 家科技引领作用突出、一体化服务能力强的优势骨干企业。排名前 15 家生产企业生产总值在全行业占比突破 60%”。

图 21：2016 年 CR20 占比已达 61%



资料来源：中国爆破器材行业协会，申万宏源研究

表 3：2015 年度全国民爆器材集团生产总值排名情况

| 排名 | 企业名称 | 排名 | 企业名称 |
|----|------------------|-----|-------------------|
| 1 | 云南民爆集团有限责任公司 | 9 | 安徽雷鸣科化股份有限公司 |
| 2 | 保利久联控股集团有限责任公司 | 10 | 内蒙古生力资源（集团）有限责任公司 |
| 3 | 葛洲坝易普力股份有限公司 | 11 | 重庆顺安爆破器材有限公司 |
| 4 | 湖南南岭民用爆破器材股份有限公司 | 12 | 福建海峡科化股份有限公司 |
| 5 | 安徽江南化工股份有限公司 | 13 | 江西国泰民爆集团股份有限公司 |
| 6 | 四川雅化实业集团股份有限公司 | 14 | 湖北凯龙化工股份有限公司 |
| 7 | 北方特种能源集团有限公司 | ... | ... |
| 8 | 广东宏大爆破股份有限公司 | 20 | 山西同德化工股份有限公司 |

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

江西省内民爆行业经过不断的整合和行业集中度的提升，目前主要生产厂家有国泰集团和威源民爆，形成双寡头垄断。在省内市场，两家企业的工业炸药产品均有销售，且销售价格无显著差异。受运输距离和客户开发的影响，国泰集团的生产厂点主要分布在赣东、赣南、赣北，其产品在上述地区具有较高的市场占有率；而威源民爆主要生产厂点在赣西片区，其产品在赣西、赣中片区市场占有率较高。而两家公司在爆破服务一体化细分市场存在一定的差异，且由于爆破服务市场容量大、需求广，竞争较为温和。

3. 省内民爆需求快速增长，公司多重竞争优势明显

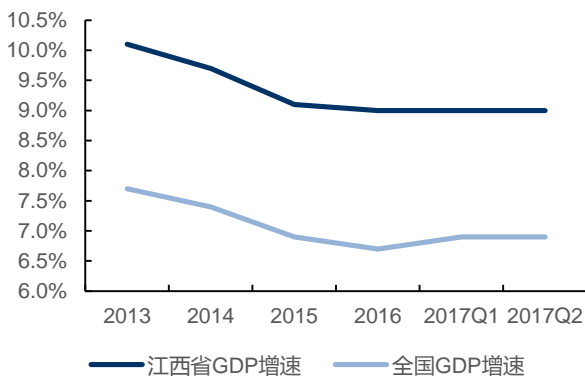
3.1 江西省高速发展拉动民爆需求

发改委 2010 年发布的《促进中部地区崛起规划实施意见》为江西省描绘了经济发展蓝图：要落实能源原材料基地建设，加强煤炭、铀矿、铁矿、锰矿、有色金属等重要矿产勘查力度；在重点地区发展中将实施江西鄱阳湖生态经济区规划作为一项重要工作；在综合

交通运输枢纽建设方面，将新建赣州至韶关、衡阳至井冈山等地开发性铁路新线，建设江西鹰潭至瑞金、瑞金至寻乌、龙南里仁至杨村高速公路。

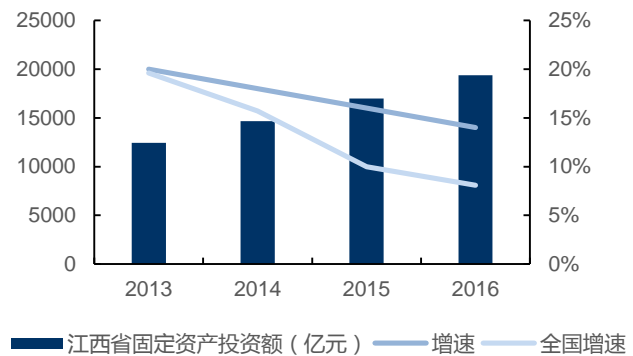
近年来，在中央促进中部地区崛起的战略规划指导和政策扶持下，江西省经济增长速度可观，近几年江西省 GDP 增速始终保持在 9%-10%，显著高于全国 GDP 增速。自 2015 年开始，江西省 GDP 增速始终处于全国前 5 名。另外，江西省固定资产投资额增速也保持高速增长，2016 年江西省固定资产投资额增速为 14.0%，远高于全国 8.1% 的平均水平，增速位于全国第四位。由于民爆行业与宏观经济的高度相关性，公司所在的江西省对民爆产品的需求始终高于全国平均水平。

图 22：江西省 GDP 增速显著高于全国增速



资料来源：江西省统计局，国家统计局，申万宏源研究

图 23：江西省固定资产投资额增速高于全国增速



资料来源：江西省统计局，国家统计局，申万宏源研究

另外，公司所在的江西省是矿产资源大省，多种金属保有资源储量居于全国前列，根据《江西省矿产资源总体规划（2008—2015年）》，排名第一位的有铜、钨、重稀土、铀、钽、铷、伴生硫、化工用白云岩、麦饭石、黑滑石 10 种，第二位的有钨、钼、银、铌、铯、碲等 8 种，第三位的有金、铍、锂、化肥用及制灰用灰岩、玻璃用砂及玻璃用砂岩、海泡石粘土等 12 种。丰富的矿产储量及稳定增长的产量，是江西省民爆行业发展的稳定动力。江西省未来计划投放的固定资产投资及计划构筑的“五纵五横”的高速公路网、“五纵五横”的铁路网和“两纵三横”的高速铁路（客专）网、“一群两带三区”区域城镇格局，以及在中央苏区振兴战略下的赣州区域化振兴亦为江西省民爆行业提供了广阔的需求与增长空间。

3.2 多重优势铸造江西民爆龙头

公司积极把握民爆行业产业政策调整、资源优化配置所带来的发展机遇，发展成为江西省民爆行业生产能力最大、产品种类最齐全的领军企业。公司在省内占有约 60% 的商品炸药市场份额、近 100% 的工业雷管及索类产品市场份额，为省内市场占有率排名第一的民爆器材生产企业。同时，公司在持续提升技术水平与本质安全水平的基础上，积极顺应行业政策导向，努力抓住行业结构调整的机遇，打造具有更强核心竞争力的集研发、生产、销售、爆破服务一体化的民爆企业集团。

——资质、产品齐全优势

公司是国内民爆行业产品最齐全的生产企业之一，生产、销售工业炸药、雷管、索类产品，同时子公司五洲爆破拥有公安部颁发的爆破作业单位许可一级资质，为矿山、基建项目提供综合爆破解决方案。作为国内较早研发、生产民爆产品的企业之一，公司优质的产品形成了良好的品牌效应，在本省客户中积累了良好的口碑，拥有了一大批忠实、稳定的用户群体，并与省外多家客户形成了稳定的长期合作。

——技术优势

公司专注于工业炸药、雷管、索类产品的研发、生产，在生产配方、工艺、专用设备、提升自动化等方面积累了大量技术和丰富经验，通过产研结合持续提高产品性能及本质安全水平，为公司的长期可持续发展提供了强大的技术保障。公司现拥有一支 200 人以上的专业技术人才队伍，多名技术骨干进入国家民爆行业专家库。

公司是江西省科学技术厅批准设立的江西省民爆器材工程技术研究中心的依托单位，公司基本形成了以江西省民爆器材工程技术研究中心为主体，企业技术中心、市级工程技术中心、校企产学研合作创新平台为支撑的集科研管理、项目开发、试制检测三位一体的研发体系。公司一贯高度注重技术创新工作，积极筹划科研平台建设，加强科技成果向生产力转化，缩短成果转化周期，提高科技成果的成熟性、配套性和工程化水平。

公司已获批建立江西省博士后创新实践基地、江西省爆破工程技术研究中心及江西省油相材料工程技术研究中心。科研平台的相继建立，将进一步奠定公司的行业地位和扩大行业影响力。

——政策导向及一体化优势

《民爆行业“十三五”发展规划》中明确提出了进一步提高产业集中度，“培育 3-5 家具有一定行业带动力与国际竞争力的民爆行业龙头企业，扶持 8-10 家科技引领作用突出、一体化服务能力强的优势骨干企业。排名前 15 家生产企业生产总值在全行业占比突破 60%”。

同时，上述规划还明确提出“优化产业体系，推动民爆生产、爆破服务与矿产资源开采、基础设施建设等有机衔接，推进生产、销售、爆破作业一体化服务，鼓励民爆企业延伸产业链，完善一体化运行机制，提升一体化运作水平”。

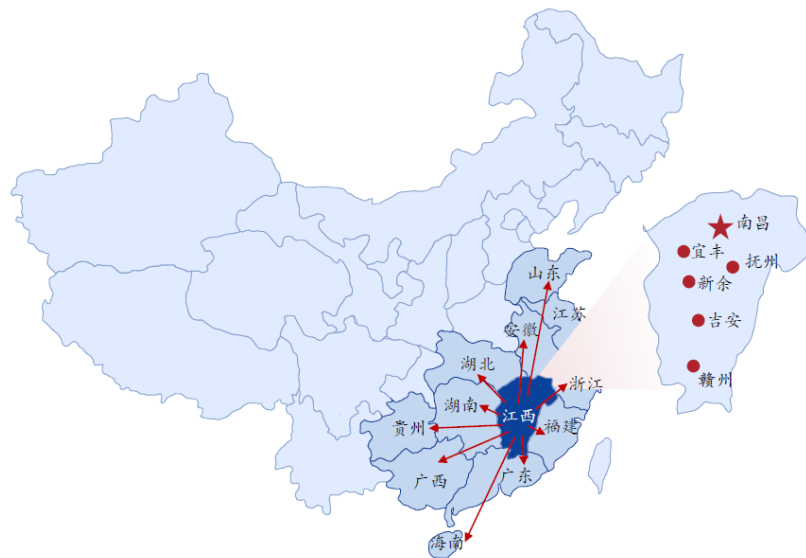
公司作为江西省民爆行业主管部门大力扶持的龙头企业，目前已形成了由 7 家子公司组成的集民爆产品研发、生产、销售、爆破服务为一体的集团企业，已成为江西省内民爆行业的领军企业。同时子公司五洲爆破拥有公安部颁发的爆破作业单位许可一级资质，可满足客户一站式的需求。

——区位优势

公司所在的江西省是矿产资源大省，多种金属保有资源储量居于全国前列，根据《江西省矿产资源总体规划（2008—2015年）》，排名第一位的有铜、钽、重稀土、铀、钍、铷、伴生硫、化工用白云岩、麦饭石、黑滑石 10 种，第二位的有钨、铋、银、铌、铯、碲等 8 种，第三位的有金、铍、锂、化肥用及制灰用灰岩、玻璃用砂及玻璃用砂岩、海泡石粘土等 12 种。丰富的矿产储量及稳定增长的产量，是江西省民爆行业发展的稳定动力。江西省未来计划投放的固定资产投资及计划构筑的“五纵五横”的高速公路网、“五纵五横”的铁路网和“两纵三横”的高速铁路（客专）网、“一群两带三区”区域城镇格局，以及在中央苏区振兴战略下的赣州区域化振兴亦为江西省民爆行业提供了广阔的需求与增长空间。

公司位于江西省南昌市，子公司呈环形排列，合理地分布在江西省内，能够全面覆盖江西省内和辐射周边省市，公司对临近的外省具有区位优势，能迅速补给满足需求缺口，公司凭借品牌优势及出色的营销能力，销售辐射到广东、贵州、海南、福建、江苏、山东等外省，建立了良好的省外销售网络及客户基础。

图 24：公司区位优势明显



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

4. 盈利预测和投资建议

公司作为江西省民爆龙头企业，民爆产品种类齐全，产业链横向、纵向全面发展，区位优势明显，受益江西省经济快速发展，多重竞争优势显著，首次覆盖给予“增持”评级。预计 2017-19 年归母净利润分别为 1.00、1.23、1.40 亿元，EPS 为 0.45、0.56、0.63 元，当前股价对应 17-19 年 PE 为 37X、29X、26X。

按照相对估值法对国泰集团进行估值，我们选取江南化工、凯龙股份、雷鸣科化、久联发展等四家公司进行估值对比，这四家上市公司均是民爆行业公司，可比公司 2017 年 PE 均值为 52 倍，公司为 37 倍，具有较明显的估值优势。

考虑公司区位优势明显，向产业链下游延伸爆破服务和民爆器材运输等领域，横向发展民爆相似产业，如气溶胶、复合油相等领域，有望代开未来成长新空间。参照可比公司，保守给予 2017 年 45 倍估值较为合理，对应目标价 20.25 元/股，仍有 23% 的空间。

表 4：估值对比表

| 股票代码 | 简称 | 总市值 (亿元) | 总股本 (亿) | 股价 (2017-07-31) | EPS | | | | PE | | | |
|--------|------|-------------|------------|--------------------|------|------|------|------|-----|-----|-----|-----|
| | | | | | 16A | 17E | 18E | 19E | 16A | 17E | 18E | 19E |
| 002226 | 江南化工 | 64 | 9.11 | 7.01 | 0.07 | 0.08 | 0.09 | 0.14 | 104 | 86 | 74 | 49 |
| 002783 | 凯龙股份 | 52 | 2.09 | 24.92 | 0.52 | 0.61 | 0.68 | 0.00 | 48 | 41 | 36 | |
| 600985 | 雷鸣科化 | 37 | 3.00 | 12.36 | 0.30 | 0.59 | 0.95 | 1.27 | 41 | 21 | 13 | 10 |
| 002037 | 久联发展 | 46 | 3.27 | 14.16 | 0.19 | 0.24 | 0.27 | 0.00 | 75 | 58 | 52 | |
| | 平均 | | | | | | | | 67 | 52 | 44 | 29 |
| 603977 | 国泰集团 | 36 | 2.21 | 16.49 | 0.59 | 0.45 | 0.56 | 0.63 | 28 | 37 | 29 | 26 |

资料来源：wind，申万宏源研究，除国泰集团外，其他 eps 均来源 wind 一致预期

表 5：关键假设表

| 乳化炸药 | 2014A | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售收入(万元) | 23,169 | 26,928 | 26,400 | 30,500 | 35,200 | 38,530 |
| 增速 | 8.9% | 16.2% | -2.0% | 15.5% | 15.4% | 9.5% |
| 销售成本(万元) | 11,249 | 12,153 | 12,836 | 14,520 | 16,320 | 17,430 |
| 销售毛利(万元) | 11,920 | 14,775 | 13,563 | 15,980 | 18,880 | 21,100 |
| 毛利率(%) | 51% | 55% | 51% | 52% | 54% | 55% |
| 改性铵油炸药 | 2014A | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 销售收入(万元) | 11,835 | 9,046 | 5,733 | 5,130 | 4,300 | 3,100 |
| 增速 | 37.3% | -23.6% | -36.6% | -10.5% | -16.2% | -27.9% |
| 销售成本(万元) | 5,351 | 3,941 | 2,336 | 2,100 | 1,940 | 1,500 |
| 销售毛利(万元) | 6,484 | 5,105 | 3,397 | 3,030 | 2,360 | 1,600 |
| 毛利率(%) | 55% | 56% | 59% | 59% | 55% | 52% |
| 管索系列 | 2014A | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 销售收入(万元) | 11,416 | 9,037 | 7,961 | 6,230 | 5,300 | 4,100 |
| 增速 | -12.7% | -20.8% | -11.9% | -21.7% | -14.9% | -22.6% |
| 销售成本(万元) | 6,033 | 5,184 | 4,543 | 3,550 | 3,000 | 2,300 |
| 销售毛利(万元) | 5,383 | 3,853 | 3,418 | 2,680 | 2,300 | 1,800 |
| 毛利率(%) | 47% | 43% | 43% | 43% | 43% | 44% |
| 爆破工程 | 2014A | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 销售收入(万元) | 2,430 | 2,573 | 5,035 | 8,320 | 15,320 | 24,320 |
| 增速 | 203% | 5.9% | 95.7% | 65.2% | 84.1% | 58.7% |
| 销售成本(万元) | 1,458 | 1,573 | 4,102 | 4,720 | 8,320 | 13,210 |
| 销售毛利(万元) | 972 | 1,000 | 933 | 3,600 | 7,000 | 11,110 |
| 毛利率(%) | 40% | 39% | 19% | 43% | 46% | 46% |
| 气溶胶灭火器 | 2014A | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 销售收入(万元) | | | 1,011 | 1,250 | 1,640 | 2,720 |
| 增速 | | | | 23.6% | 31.2% | 65.9% |
| 销售成本(万元) | | | 702 | 880 | 1,130 | 1,830 |

| | | | | | | |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 销售毛利 (万元) | | | 309 | 370 | 510 | 890 |
| 毛利率 (%) | | | 31% | 30% | 31% | 33% |
| 其他业务 | 2014A | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 销售收入 (万元) | 8,307 | 730 | 1,051 | 1,204 | 1,630 | 1,830 |
| 增速 | 20.7% | -91.2% | 44.0% | 14.6% | 35.4% | 12.3% |
| 销售成本 (万元) | 4,247 | 350 | 554 | 620 | 830 | 940 |
| 销售毛利 (万元) | 4,060 | 380 | 497 | 584 | 800 | 890 |
| 毛利率 (%) | 49% | 52% | 47% | 49% | 49% | 49% |

资料来源:wind, 申万宏源研究

表 6: 合并损益表

| 百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 483 | 472 | 526 | 634 | 746 |
| 营业总成本 | 376 | 405 | 431 | 511 | 602 |
| 营业成本 | 232 | 251 | 264 | 315 | 372 |
| 营业税金及附加 | 4 | 4 | 4 | 5 | 6 |
| 销售费用 | 33 | 39 | 44 | 51 | 60 |
| 管理费用 | 104 | 107 | 119 | 139 | 164 |
| 财务费用 | 2 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 2 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 109 | 68 | 96 | 123 | 144 |
| 营业外收支 | 8 | 52 | 24 | 24 | 24 |
| 利润总额 | 117 | 121 | 120 | 147 | 168 |
| 所得税 | 18 | 18 | 18 | 22 | 25 |
| 净利润 | 98 | 103 | 102 | 126 | 143 |
| 少数股东损益 | 1 | 2 | 2 | 3 | 3 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 97 | 101 | 100 | 123 | 140 |

资料来源:wind, 申万宏源研究

表 7: 合并资产负债表

| 百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------|------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 224 | 492 | 640 | 831 | 1,042 |
| 现金及等价物 | 126 | 137 | 276 | 448 | 638 |
| 应收款项 | 62 | 86 | 92 | 105 | 118 |
| 存货净额 | 34 | 36 | 38 | 45 | 53 |
| 其他流动资产 | 2 | 233 | 233 | 233 | 233 |

| | | | | | |
|-----------|-----|-------|-------|-------|-------|
| 长期投资 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 固定资产 | 467 | 532 | 498 | 463 | 429 |
| 无形资产及其他资产 | 212 | 176 | 173 | 172 | 172 |
| 资产总计 | 905 | 1,203 | 1,313 | 1,469 | 1,646 |
| 流动负债 | 276 | 158 | 166 | 196 | 230 |
| 短期借款 | 155 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 115 | 150 | 158 | 188 | 222 |
| 其它流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动负债 | 53 | 47 | 47 | 47 | 47 |
| 负债合计 | 329 | 205 | 213 | 243 | 277 |
| 股本 | 166 | 221 | 221 | 221 | 221 |
| 资本公积 | 95 | 359 | 359 | 359 | 359 |
| 盈余公积 | 36 | 36 | 36 | 36 | 36 |
| 未分配利润 | 257 | 358 | 458 | 580 | 721 |
| 少数股东权益 | 4 | 9 | 11 | 14 | 17 |
| 股东权益 | 576 | 998 | 1,100 | 1,226 | 1,369 |
| 负债和股东权益合计 | 905 | 1,203 | 1,313 | 1,469 | 1,646 |

资料来源:wind, 申万宏源研究

表 8: 合并现金流量表

| 百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 98 | 103 | 102 | 126 | 143 |
| 加: 折旧摊销减值 | 23 | 31 | 35 | 35 | 35 |
| 财务费用 | 3 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 非经营损失 | (3) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资本变动 | (6) | (23) | (0) | 11 | 13 |
| 其它 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 经营活动现金流 | 114 | 92 | 136 | 171 | 191 |
| 资本开支 | 165 | 22 | (3) | 0 | 0 |
| 其它投资现金流 | 1 | (239) | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (162) | (259) | 3 | 0 | 0 |
| 吸收投资 | 0 | 330 | 0 | 0 | 0 |
| 负债净变化 | 60 | (155) | 0 | 0 | 0 |
| 支付股利、利息 | 56 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 其它融资现金流 | 0 | (7) | 0 | 0 | 0 |
| 融资活动现金流 | 4 | 163 | 0 | 0 | 0 |
| 净现金流 | (44) | (5) | 139 | 171 | 191 |

资料来源:wind, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

| | | | | |
|----|-----|--------------|-------------|-------------------------|
| 上海 | 陈陶 | 021-23297221 | 18930809221 | chentao@swsresearch.com |
| 北京 | 李丹 | 010-66500610 | 18930809610 | lidan@swsresearch.com |
| 深圳 | 胡洁云 | 021-23297247 | 13916685683 | hujy@swsresearch.com |
| 海外 | 张思然 | 021-23297213 | 13636343555 | zhangsr@swsresearch.com |
| 综合 | 朱芳 | 021-23297233 | 18930809233 | zhufang@swsresearch.com |

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|-------------------|------------------------|
| 买入 (Buy) | ：相对强于市场表现 20% 以上； |
| 增持 (Outperform) | ：相对强于市场表现 5%~20%； |
| 中性 (Neutral) | ：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight) | ：行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售顾问索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。