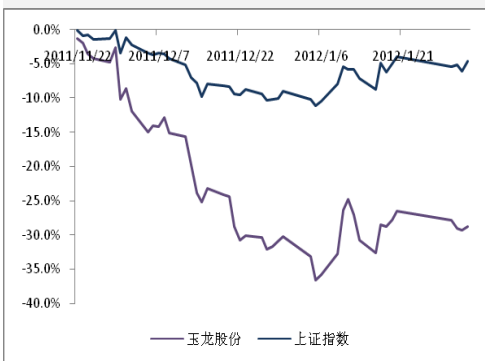




玉龙股份(601028): 油气输送管行业景气上行的受益标的

近半年该股与沪深300指数走势



基础数据

总股本(百万股)	317.5
实际流通A股(百万股)	79.5
实际流通A股市值(亿元)	5.47

研究员 张文刚

投资咨询证书号 S0620511010008

研究员 周庭佐

电话 025-83367888-3085

邮箱 zhoutingzuo@126.com

● 内容提要

公司评级: 推荐

- **2012年行业景气向上是大概率事件:** 需求端, 油气管网建设正在加快, 特高压建设也将衍生出部分直缝管的需求。粗略预计2012年油气管需求量同比增速为25.5%; 供给端, 不完全统计, 2012年有效产能增速为12.1%, 远低于需求增速。综合需求和供给因素考虑, 我们认为油气输送管行业景气度上行是大概率事件。
- **公司是油气输送管行业景气上行的受益标的:** 油气输送管是公司发展的主要方向。公司现有油气输送管(高钢级螺旋焊管和直缝埋弧焊接管)产能39万吨, 占公司全部产能的43.8%, 募投项目全部投产后, 油气输送管产能将达68万吨, 占公司全部产能的57.6%。公司具有相对较强的拿单能力, 将是油气输送管行业景气度上行的受益标的。
- **运输成本优势将成为公司的核心竞争力:** 公司生产线布局在无锡和新疆两地, 区位优势明显。无锡位于长三角中心地带, 水陆运输条件便利, 公司产品能够完全覆盖长三角地区; 新疆地区资源丰富, 毗邻的中亚和俄罗斯也有巨大的油气输送管需求, 项目投产后, 公司运输成本将得到有效的控制, 外部地区产品如运入新疆, 在成本方面将无法和公司竞争。
- **盈利预测:** 预计公司2011-2013年归属母公司净利润分别为155.17、207.38和279.43百万元, 对应EPS分别为0.49、0.65和0.88元/股。给予2013年12倍的PE水平, 合理价位为10.56元/股, 给予公司推荐评级。
- **核心风险:** 新疆地区新增产能过多, 导致产能区域性过剩; 下游需求低于预期; 公司生产线投产时间慢于预期;
- **催化因素:** 油气管网投资进度加快; 公司在干线市场拿单能力得到加强。

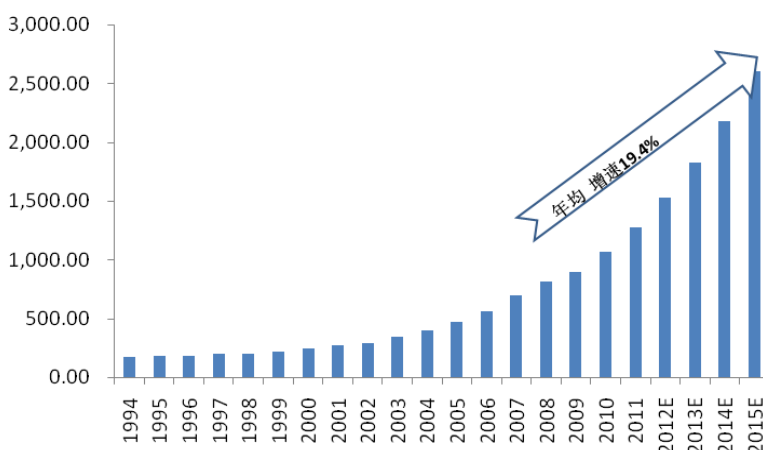
一、2012年行业景气度上升的概率较大

1. 需求端：油气输送管的下游需求正在启动

“十二五”期间，油气输送管下游需求将保持较快的增长速度。国家能源局在2011年初曾规划：全国油气输送管道总长度要从2010年的7.85万公里增加到2015年的14万公里，新增里程为6.15万公里，年复合增速为12.27%；作为全国油气输送管建设的主要力量，中石油也规划新建4.31万公里的油气管道，将中石油油气管道里程延长到2015年的10万公里。油气管网建设的加快将对油气输送管产生巨大需求，以全长9000KM的西气东输二线耗钢440万吨计算，油气管网每公里耗钢量为488.89吨。未来新增6.15万公里的油气管网合计用钢量将达到3000万吨。

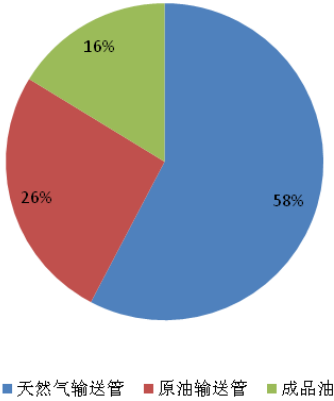
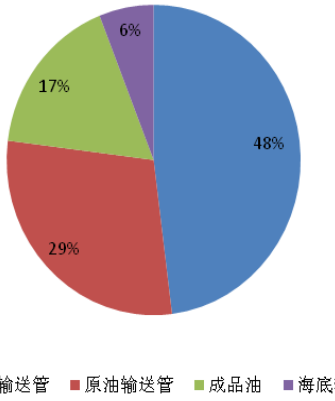
油气管网建设中，天然气管道仍将占据较大的比例。2011年召开的能源工作会议上曾有消息：2015年全国天然气的消费量初步规划为2600亿M³，而2010年天然气消费量为1070亿M³，这也意味着2011-2015年全国天然气年均消费增速为19.4%，远高于我国能源消耗的总增速。天然气消费量的快速上升必然推动天然气运输管道的巨大需求。现阶段在中石油油气管网结构中，天然气管道里程在公司油气输送管总长度中所占比例为58%；全国管网结构中，天然气管道占比为48%。预计随着天然气消耗增速的加快，未来天然气管道总长度在全国油气管网里程的占比将超过现阶段的水平。

图1 我国天然气消耗情况



(数据来源: wind, 南京证券)

天然气输送管的抗压要求远高于原油和成品油，现阶段天然气输送管主要使用高钢级螺旋焊接钢管（占比70%）和直缝埋弧焊接钢管（占比30%）。公司（玉龙股份）募集项目投产后，高钢级螺旋焊接钢管和直缝埋弧焊接管两类高端产品在公司的产能结构中占比将高达57.6%，公司将是油气管网大发展的主要受益者之一。

图2 2010年中石油油气管网结构	图3 2009年中国油气管网结构
 <p>■ 天然气输送管 ■ 原油输送管 ■ 成品油</p>	 <p>■ 天然气输送管 ■ 原油输送管 ■ 成品油 ■ 海底输送管</p>
(数据来源：中石油年报，南京证券)	(数据来源：公开资料，南京证券)

特高压建设对油气输送管的需求量也较为可观。在“十一五”期间，特高压仅建设一条示范线，“十二五”期间，特高压建设有望大规模铺开。由于油气输送管质量较好，特高压输电铁塔的建设中将大量使用直缝埋弧焊接管和直缝高频焊接管。以2011年的皖电东送工程为例，该工程招标了13万吨的直缝管（其中珠江管道中标4.5万吨，金州管道中标4.5万吨，玉龙股份中标3.2万吨）

目前规划中的“三纵三横一环网”合计长度为18337公里（具体参见表1），参考皖电东送工程的用钢情况，初步预计特高压市场直缝钢管需求量将达359万吨。假设其中一半为直缝埋弧焊接钢管，直缝埋弧管消耗量将达180万吨。

表 1 在建及规划中的特高压线路（三纵三横一环网）

	线路	新建变电站 个数	新增变压器 台数	新建线路段 数	新建线路长 度 (KM)
三纵	陕北-晋中-晋东南-南阳-荆门-武汉、长沙	4	41	10	275
	锡盟-北京东-天津南-济南-徐州-南京	6	42	10	3120
	张北-北京西-石家庄-豫北-驻马店-武汉-南昌	6	42	12	3200
三横	蒙西-晋北-石家庄-济南-潍坊	3	21	8	2040
	晋中-豫北-徐州	1	7	4	1400
	雅安-重庆-万县（开关站）-荆门-武汉-皖南	3	14	8	3240
一环网	淮南-南京-泰州-苏州-上海-浙北-皖南-淮南	8	56	14	2612
合计		31	223	66	18337

（数据来源：公开资料整理，南京证券）

综合油气管网建设、特高压以及出口等多方面的需求，我们粗略预计2012年油气管用量同比增速在17%-38.2%区间，我们选取前景分析中的中性假设，油气输送管需求增速为25.5%。（注：油气输送管用量同比增速的具体数值在很大程度上取决于中石油油气管网资本支出情况。）

表2 油气管2012年需求增速情景分析

	2011E	2012E(乐观)		2012E(中性)		2012E(悲观)	
	需求量	需求量	YOY	需求量	YOY	需求量	YOY
中石油	270	418.5	55%	391.5	45%	364.5	35%
出口需求	90	90	0%	76.5	-15%	63	-30%
特高压	6	21	250%	12.9	150%	10.8	80%
其它	84	92.4	10%	84	0%	88.2	5%
合计	450	621.9	38.2%	564.9	25.5%	526.5	17%

（数据来源：《迎接钢管新材料业的景气周期》，南京证券）

2. 供给端：新增产能陆续投产使行业景气度上升幅度受到一定的抑制

受到油气管网大发展的刺激，大量高端油气输送管生产线将在2012-2013年陆续投产。根据不完全统计，2010年年底，全国高端油气管产能为698万吨，在2011年下半年有74万吨新增产能陆续投产，考虑新增产能的投产时间均在下半年，并且大都处于试运行阶段，粗略估计2011年的有效产能在714.5万吨左右；2012年，仍将有119万吨新增产能，预计2012年有效产能在804吨，2012年的有效产能增速将达到12.1%；如果，不考虑2013年将有的新增产能投放情况，2013年行业有效产能将达到891吨。新增产能的陆续投产也使得行业景气上升幅度受到一定的抑制。

表3 高端油气管新增产能情况

	2011E	2012E
珠江钢管	年底在珠江投产 30 万吨	年底在连云港投产 30 万吨
胜利钢管	下半年投产 31 万吨	下半年投产 50 万吨
玉龙钢管	下半年投产 13 万吨（新疆）	投产 29 万吨产能，其中 12 吨位于新疆
渤海石油	无	下半年投产 10 万吨（新疆）
合计新增	74	119
产能	772	891
有效产能	714.5	804.45
有效产能YOY		12.1%

（数据来源：相关公司公告，南京证券）

通过对需求端和供给端的综合考虑，我们认为2012年行业需求增速为25.5%，远高于新增产能同比增速；即使考虑情景假设中最悲观的情形，需求增速仍将高于供给增速5个百分点。基于上述原因，我们认为行业景气向上是大概率事件。

二、公司是油气输送管行业景气上行的受益标的

公司总部位于无锡，以焊接钢管的生产和销售为主业。公司产品涵盖了螺旋埋弧焊接钢管、直缝埋弧焊接钢管、直缝高频焊接钢管和矩形钢管四大类。公司产品广泛运用于石油、天然气、煤浆、城市用水、暖气、污水等介质的输送和输电铁塔、机械和城市建筑等结构钢领域。

表4 公司产品的下游需求

	用途	螺旋埋弧焊接钢管	直缝埋弧焊接钢管	直缝高频焊接钢管	矩形
1	石油天然气长输管线	适用	适用	-	-
2	城市天然气管网	适用	适用	适用	-
3	城市供水用管	适用	适用	适用	-
4	石油油管和套管	-	-	适用	-
5	桩用钢管	适用	适用	适用	-
6	钢结构用钢管	适用	适用	适用	适用
7	建筑行业	适用	适用	适用	适用
8	机械制造行业	适用	适用	适用	适用
9	化工行业	适用	适用	适用	适用

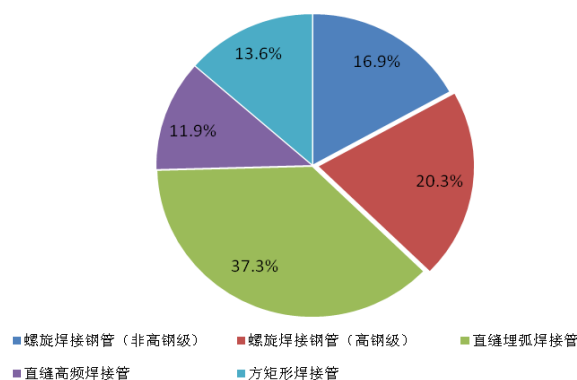
（资料来源：招股说明书 南京证券；注：螺旋埋弧焊接钢管可分为高钢级和非高钢级两类，非高钢级产品由于抗压能力较弱，一般运用在城市供水。）

为了分享我国油气管网建设的盛宴，公司对自身的业务结构进行了战略性调整，油气输送管（包括高钢级螺旋焊管和直缝埋弧焊接管）是公司发展的主要方

向。公司现有油气输送管产能39万吨,占公司全部产能的43.8%,募投项目全部投产后,油气输送管产能将达68万吨,占公司全部产能的57.6%。

更重要的是,公司具有相对较强的拿单能力。公司从2008年开始正式进入油气输送管领域,经过三年的精心耕耘,现在已取得了多家公司的供应资质:在油气管网主干线领域,公司已取得中石油天然气管道局和中国石化的供应商资质;在城市天然气管网领域,已成为华润燃气集团,中国燃气控股有限公司和中石油昆仑燃气公司的合格供应商;在煤化工领域,公司也和中国神华有良好的合作。预计随着油气管网建设进度的加快,公司将是受益最大的公司之一。但是,受到股东背景的制约,公司在获取干线订单的能力仍有待提高。

图4 公司的产品结构(募投项目投产后)



(数据来源:公司公告,南京证券)

表5 公司主要产品产能情况

	产品	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
无锡本部	螺旋焊接钢管(非高钢级)	200000	200000	200000	200000	200000	200000
	螺旋焊接钢管(高钢级)	0	60000 ^①	60000	60000	60000	110000 ^②
	直缝埋弧焊接管	120000 ^③	200000 ^④	200000	200000	320000	320000 ^⑤
	直缝高频焊接管	140000	140000	140000	140000	140000	140000
	矩形焊接管	160000	160000	160000	160000	160000	160000
新疆	螺旋焊接钢管(高钢级)	0	0	0	130000 ^⑥	130000	130000

^① 2009年,第一条高钢级螺旋埋弧焊接钢管生产线投产;

^② 预计,公司本部5万吨高钢级螺旋钢管在2013年年中投产;

^③ 2008年4月,公司第一条直缝埋弧焊接管生产线正式投产,产能为12万吨;设计管径为1,422mm;

^④ 2009年9月,公司第二条直缝埋弧投产,产能为8万吨,采用的设计平均管径为610mm;

^⑤ 预计,公司本部12万吨直缝埋弧钢管生产线在2013年年中投产;

^⑥ 新疆地区2条螺旋埋弧钢管生产线已经于2011年下半年投产;

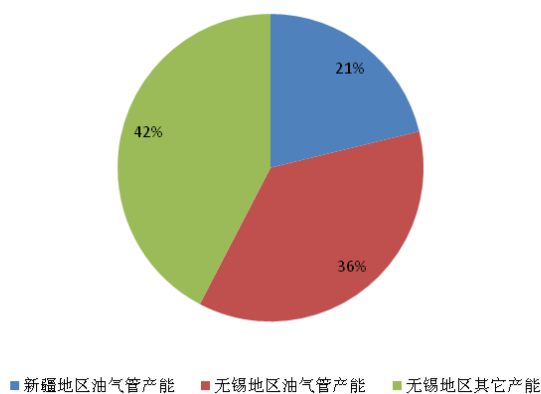
伊犁	直缝埋弧焊接管	0	0	0	0	120000 ^①	120000
----	---------	---	---	---	---	---------------------	--------

(数据来源: 招股说明书, 南京证券)

三、区位优势明显, 运输成本将成为公司核心竞争优势

受到高额运输成本的限制, 钢管的运输半径在500公里左右, 因此生产线的区位选择对公司竞争力影响极大。公司的生产基地主要分布在江苏和新疆两地, 区位优势非常明显。

图5 募投资项目投产后公司产能地区分布



(数据来源: 公司公告, 南京证券)

无锡本部位于长三角中心地带。长三角作为全国最大的经济增长极, 2010年GDP在全国占比高达17.6%, 钢管需求较大(尤其是油气管网的需求)。无锡本部位于长三角的中心地带, 水陆交通发达, 而且贴近原材料供应地, 公司成本优势非常明显。目前, 公司在无锡本部现有产能76万吨, 募投资项目投产后, 本部产能将达到93万吨。按照钢管500公里的运输半径计算, 公司产品能够全部覆盖长三角地区。

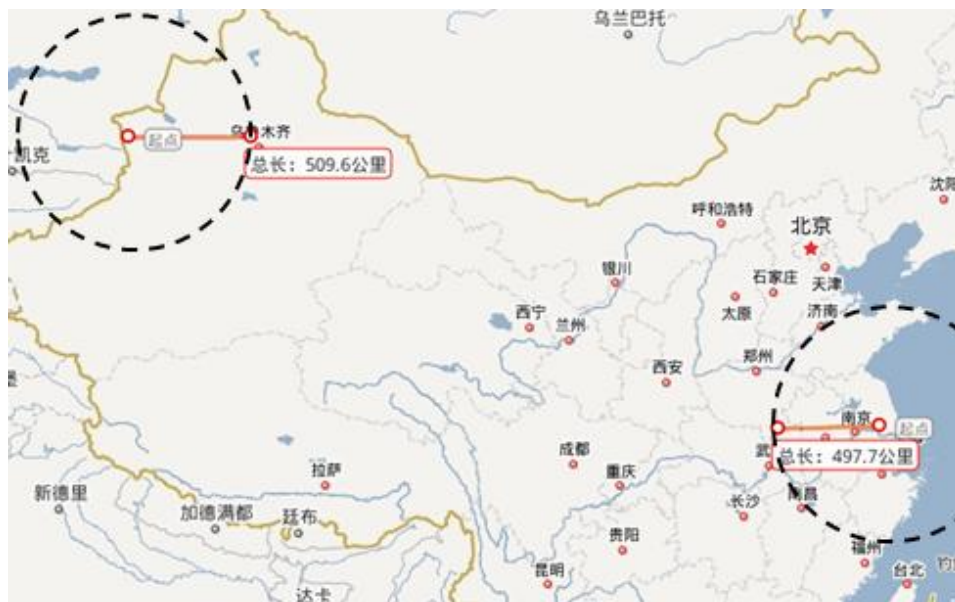
新疆地区是公司最大的亮点。新疆地区资源优势明显, 统计数据表明新疆石油资源量300亿吨, 超过全国陆上石油资源的25%; 天然气资源量为10.8万亿立方米, 占全国陆上天然气资源的34%; 煤炭资源量为10.8万亿立方米, 占全国的40%。新疆地区丰富的资源储备也使其成为了我国重要的能源供应基地, 而且毗邻的中亚地区和俄罗斯也是油气的富集地区, 未来该地区油气管网的建设和煤化工基地的大规模布局为输送管提供了广阔的市场空间。

新疆项目投产后, 公司将更贴近石油和天然气的采掘基地, 公司的运输成本

^① 新疆地区 12 万吨直缝埋弧焊接钢管预计在 2012 年下半年投产;

将得到有效的控制。外部企业的产品若进入新疆。在成本方面将无法和公司正面竞争。而且，新疆地区能够生产高端油气管的公司极少（八一钢铁仅有15万吨X70的螺旋埋弧焊接钢管的产能，竞争力较弱），这也增加了公司为油气管网干线提供大口径钢管的可能。预计，公司新疆地区的产能利用率将远高于本部。

图6 生产线布局于新疆和无锡两地，区位优势明显



（资料来源：百度地图，南京证券）

四、财务分析

1. 成长速度将取决于油气管网的投资增速[®]

珠江钢管和胜利管道两公司的利润增速波动极大，而且和我国油气管道投资增速高度相关（具体参见表6），这主要是因为两公司长期以来一直从事油气管道的生产和销售，公司的盈利能力受到油气管网投资增速的影响较大，而油气管网投资往往由政策驱动，投资增速波动非常明显。这从中国石油管道资本支出增速情况得到证明。

随着募集项目的投产，公司油气管产能在公司全部产能中占比将达到58%，油气管网投资增速的变化对公司利润水平的影响将更加明显。目前，新一轮的油气管网建设正在启动，公司未来的成长能力值得期待。

[®]营业收入增速是衡量公司成长速度的主要指标，但是受到成本加成定价方式的影响，公司的营业收入增速受原材料成本影响较大。为了消除上述因素的干扰，这里用利润增速来衡量公司的成长速度。

表6 利润增速情况

		1H2011	2010	2009	2008
珠江钢管	利润总额	140.19	88.98	465.41	317.97
	YOY	121.3%	-81%	46%	223%
胜利管道	利润总额	19.65	108.12	335.89	148.80
	YOY	-75.8%	-81%	46%	NA
金洲管道	利润总额	36.00	88.95	121.20	101.39
	YOY	-31%	-27%	20%	47%
玉龙股份	利润总额	107.2	262.57	247.78	197.14
	YOY	-19%	6%	26%	29%
中国 [®] 石油	管道资本支出	186	536	748	368
	YOY	-16%	-28%	103%	235%

(数据来源: IFIND数据库, 中国石油年报, 南京证券)

2. 毛利稳重有降, 成本控制良好

近年来, 业内上市公司毛利水平平均稳重有降, 主要是因为今年来油气管投资增速出现了一定的下滑, 而且新增产能在不断投放, 行业景气度受到了一定的影响。预计随着行业景气度的提升, 业内上市公司的毛利水平将得到提升。

公司实行较为严格的财务预算管理, 成本控制能力相对较强, 期间费用率较为稳定。而且, 随着油气管品牌的逐步形成, 公司销售费用也在不断下降。

表7 利润增速情况

		3Q2011	1H2011	2010	2009	2008
珠江钢管	毛利率		17%	16%	23%	20%
	销售费用率		1.7%	2.5%	3.1%	2.2%
	管理费用率		5.3%	6.9%	2.8%	3.4%
	财务费用率		1.3%	1.4%	1.5%	2.5%
	税前利润率		8.6%	5.3%	16.5%	12.1%
胜利管道	毛利率		6.7%	13.1%	11.4%	12.7%
	销售费用率		1.9%	1.6%	0.6%	0.6%
	管理费用率		5.8%	4.9%	1.3%	1.6%
	财务费用率		1.0%	0.0%	0.1%	0.0%
	税前利润率		4.3%	9.6%	11.2%	13.9%
金洲管道	毛利率	6.80%	5.90%	8.40%	10.20%	9.10%
	销售费用率	2.00%	1.50%	2.20%	2.40%	1.80%
	管理费用率	1.40%	1.40%	1.60%	1.80%	1.30%
	财务费用率	0.20%	0.20%	0.50%	1.00%	2.00%
	税前利润率	2.70%	2.70%	3.50%	5.30%	3.30%
玉龙股份	毛利率	15.20%	14.70%	17.30%	18.90%	14.60%

[®]中国石油油气管道资本支出占全国油气管网投资总额的比例较高, 这里用中石油的油气管道资本支出来衡量油气管网建设的景气情况。

请务必阅读正文之后的重要法律声明

销售费用率	1.70%	1.70%	1.70%	2.70%	1.80%
管理费用率	2.50%	2.50%	2.30%	2.70%	1.90%
财务费用率	1.30%	1.20%	0.90%	0.90%	1.70%
税前利润率	9.20%	8.50%	11.50%	11.90%	7.30%

(数据来源: IFIND, 南京证券)

3. 对上下游企业议价能力较弱, 现金流情况持续为负

行业上游为钢铁生产商, 下游为油气管道需求方面, 业内上市公司对上下游议价能力均处于弱势地位: 上游方面, 在流动性趋紧时, 业内上市公司不能通过增加占用上游的资金, 来解决流动性趋紧的影响。具体表现为应付票据和应付账款在负债中占比持续降低; 下游方面, 在流动性趋紧时, 应收账款的回款速度不断下降, 造成应收账款在总资产中的占比快速上升。相对较弱的议价能力使得公司在行业不景气的时期经营性现金流持续为负。预计随着行业景气度的上升和2012年全国货币环境的相对宽松, 公司的经营性现金流状况将得到改善。

表8 业内上市公司经营性现金流情况

	3Q2011	1H2011	2010	2009	2008
珠江钢管		-344.73	-586.39	634.46	415.47
胜利管道		-253.26	-207.37	131.08	131.08
金洲管道	-107.29	-53.02	-176.67	125.81	188.39
玉龙股份	-112.58	-5.78	-147.11	308.16	318.69

(数据来源: IFIND, 南京证券)

4. 应收账款率尚未转好

在2011年上半年, 珠江钢管和金洲管道应收账款周转情况得到一定的好转, 但是胜利管道和玉龙股份的应收账款情况仍未得到改善。公司应收账款未得到改善的原因可能是公司油气输送管客户在持续增加, 该类客户的工程工期相对较长, 进而降低了公司发货速度。公司的存货周转率在改善。

表9 业内上市公司应收账款周转情况

	3Q2011	1H2011	2010	3Q2010	1H2010	2009	YOY
珠江钢管	NA	2.74	4.74	NA	2.33	10.58	18%
胜利管道	NA	1.01	2.58	NA	1.36	6.86	-26%
金洲管道	9.74	6.40	14.01	8.74	5.67	13.65	13%
玉龙股份	6.86	4.93	12.61	NA	6.95	15.35	-29%

(数据来源: IFIND, 南京证券; 注: 金洲管道应收账款周转率同比增速采用3Q2011的数据, 其它公司采用1H2011的数据)

表10 业内上市公司存货周转情况

	3Q2011	1H2011	2010	3Q2010	1H2010	2009	YOY
珠江钢管		1.53	1.72	NA	1.68	5.43	-8.6%
胜利管道		0.69	6.40	NA	1.98	11.73	-65.3%
金洲管道	3.88	2.85	7.55	5.26	3.11	6.66	-8.2%
玉龙股份	2.92	2.34	4.24	NA	1.86	4.11	25.4%

(数据来源: IFIND, 南京证券; 注: 金洲管道应收账款周转率同比增速采用3Q2011的数据, 其它公司采用1H2011的数据)

五、盈利预测

盈利预测基本假设:

1. 新疆地区2条6.5万吨的高钢级螺旋焊接钢管在2012-2013年产能利用率分别为60%, 70%;
2. 新疆地区12万吨直缝埋弧焊接钢管在2012年底投产, 2013年产能利用率在30%左右;
3. 本部17万吨的产能将在2013年年中, 下半年投入运营, 2013年产能利用率为30%;
4. 虽然我们认为油气管网景气度上升是大概率事件, 但是谨慎起见, 我们假设直缝埋弧焊接钢管和高钢级螺旋埋弧焊接管的吨毛利变化不大, 两产品的吨毛利分别为1430和900元/吨;
5. 受益于特高压建设的加快, 公司直缝高频焊接管的产能利用率和吨毛利水平略有上升。方矩形焊接钢管的产能利用率和吨毛利水平没有变化。

表11 各产品销售情况预测

		2011E	2012E	2013E
螺旋埋弧 焊接钢管	销售量(吨)	200000	278000	306000
	销售收入(万元)	92600	130663.3	144347.4
	吨钢收入(元/吨)	4630	4,700.12	4,717.24
	毛利(万元)	12800	19820	22480
	吨钢毛利(元)	640	712.95	734.64
直缝埋弧 焊接钢管	销售量(吨)	100000	105,000.00	177,000.00
	销售收入(万元)	65580	68775	115935
	吨钢收入(元/吨)	6558	6,550	6,550
	毛利(万元)	13350	15015	25311
	吨钢毛利(元)	1335	1430	1430
直缝高焊 接钢管	销售量(吨)	50000	60,000	60,000
	销售收入(万元)	27675	33000	33000

请务必阅读正文之后的重要法律声明

	吨钢收入 (元/吨)	5535	5,500	5,500
	毛利 (万元)	2400	3300	3300
	吨钢毛利 (元)	480	550	550
方矩形焊 接钢管	销售量 (吨)	100000	100,000.00	100,000.00
	销售收入 (千万)	45100	45000	45010
	吨钢收入 (元/吨)	4510	4,500.00	4,501.00
	毛利 (万元)	6300	6000	6000
	吨钢毛利 (元)	630	600	600

(数据来源: 南京证券)

在上述假设的基础上, 我们预计公司2011-2013年归属母公司净利润分别为155.17、207.38和279.43百万元, 对应EPS分别为0.49、0.65和0.88元/股。
给予2013年12倍的PE水平, 合理价位为10.56元/股, 给予推荐评级。

表12 利润表

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,083.40	2,276.22	2,439.55	2,904.38	3,512.92
营业成本	1,690.24	1,883.52	2,084.55	2,456.53	2,935.51
营业税金及附加	9.63	5.49	7.32	8.71	10.54
销售费用	55.67	39.78	43.91	58.09	63.23
管理费用	55.74	53.31	60.99	72.61	87.82
财务费用	17.90	21.50	25.00	13.00	20.00
资产减值损失	5.39	4.54	5.00	10.00	10.00
营业利润	248.83	268.07	220.10	294.15	396.35
利润总额	247.78	262.57	220.10	294.15	396.35
减: 所得税	53.80	64.48	55.02	73.54	99.09
净利润	193.97	198.09	165.07	220.61	297.27
减: 少数股东损益	16.81	19.47	9.90	13.24	17.84
归属于母公司所有者的净利润	177.16	178.62	155.17	207.38	279.43
基本每股收益(元/股)	0.74	0.75	0.49	0.65	0.88

(数据来源: 南京证券)

法律声明

本报告中的信息均来源于南京证券有限责任公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载的资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告仅针对本公司特定客户，未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

南京证券行业投资评级标准:

- 推荐: 预计 6 个月内该行业超越整体市场表现;
- 中性: 预计 6 个月内该行业与整体市场表现基本持平;
- 回避: 预计 6 个月内该行业弱于整体市场表现。

南京证券上市公司投资评级标准:

- 强烈推荐: 预计 6 个月内绝对涨幅大于 20%;
- 推 荐: 预计 6 个月内绝对涨幅为 10%-20%之间;
- 中 性: 预计 6 个月内绝对涨幅为-10%-10%之间;
- 回 避: 预计 6 个月内绝对涨幅为-10%及以下。