

四川美丰 (000731)

车用尿素与LNG业务2014~2016年步入收获期

推荐(维持)

现价: 8.90 元

主要数据

行业	平安基础化工
公司网址	www.scmeif.com
大股东/持股	成都华川石油天然气勘探 开发总公司/12.18%
实际控制人/持股	国有资产管理委员会 /14.34%
总股本(百万股)	591
流通 A 股(百万股)	591
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	52.64
流通 A 股市值(亿元)	52.62
每股净资产(元)	4.96
资产负债率(%)	36.8

行情走势图



证券分析师

鄒祝兵 投资咨询资格编号S1060511110001
0755-22621410
yanzhubing290@pingan.com.cn

陈建文 投资咨询资格编号S1060210020001
0755-22625476
chenjianwen002@pingan.com.cn

研究助理

郭敏 一般从业资格编号S1060112070096
021-38239638
guomin465@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意
阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ **公司尿素气源有保障, 2014 年尿素盈利或好于 2013 年。**在低库存、低关税政策, 国内外天然气价格上涨等一系列利好因素支撑下, 我国 2014 年尿素春耕市场价格有望触底回升, 2014 年尿素均价有望好于 2013 年, 作为中石化旗下成都华川石油天然气开发总公司相对控股子公司, 公司气源供应有稳定保证, 公司 2014 年尿素盈利有望好于 2013 年。

■ **柴油车国四排放实施, 利好公司车用尿素推广。**据调研了解, 2013 年最后两月主机厂下达的柴油车尾气处理系统订单量暴增, 市场迅速启动, 尾气处理系统供应商在年底最后两月接到的订单甚至远高于 2013 年前十月的产销量。随着柴油车国 IV 排放标准全面实施后, 车用尿素市场需求将迎爆发式增长。公司车用尿素在 2014~2016 年国内销量将迎来爆发式增长, 考虑车用尿素盈利水平高于普通尿素, 未来将提升公司尿素综合毛利率水平。

■ **绵阳基地项目 2014 年投产, 硝基复合肥盈利值得期待。**绵阳美丰化工园区预计 2014 年 2 季度投产 45 万吨硝基复合肥, 公司硝基复合肥拥有原材料自给优势, 依托西南地区形成的复合肥营销网络, 消化 45 万吨产能问题不大。按照硝基复合肥吨市场售价 2300~2500 元/吨, 我们预计公司硝基复合肥毛利率有望超过 15%, 盈利前景看好。

■ **2015 年和 2016 年公司 LNG 业务步入收获期。**公司控股子公司双瑞能源公司与阆中和巴中市政府分别规划合资建立的 LNG 子公司, 日处理能力均为 100 万立方米 LNG, 阆中和巴中 LNG 项目预计分别于 2015 年中期和 2016 年中期投产, 假设合资公司每立方米 LNG 净利润为 0.5 元, 预计阆中和巴中项目年净利润均为 1.8 亿元左右。

■ **盈利预测与投资评级:**预计 2014 年尿素均价好于 2013 年, 公司尿素业务盈利将迎来恢复, 车用尿素销量预计 2014~2016 年迎来爆发式增长, LNG 业务 2015 年和 2016 年也将步入收获期, 公司 2014~2016 年业绩增长较为确定。考虑到公司绵阳基地项目进展低于预期及国内车用尿素需求放量日期有所延后, 我们下调公司盈利预测, 将公司 2013~2015 年 EPS 由此前的 0.54 元、0.77 元、0.96 元下调到 0.41 元、0.54 元、0.88 元, 目前股价对应于 2013~2015 动态 PE 分别为 21.5、16.6、10.1 倍左右, 考虑到公司积极转型步入车用尿素与 LNG 业务, 目前估值水平相比较化工行业环保与 LNG 主题类公司估值优势明显, 维持公司“推荐”投资评级。

■ **风险提示:**车用尿素推广进度低于预期风险, LNG 项目进展低于预期风险。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	5,247	6,507	6,108	7,571	9,635
YoY(%)	55.9	24.0	-6.1	23.9	27.3
净利润(百万元)	284	302	245	318	519
YoY(%)	182.4	6.2	-18.9	29.9	63.5
毛利率(%)	10.3	9.0	7.4	8.9	10.0
净利率(%)	5.4	4.6	4.0	4.2	5.4
ROE(%)	13.4	13.0	9.9	11.9	16.9
EPS(摊薄/元)	0.48	0.51	0.41	0.54	0.88
P/E(倍)	18.5	17.5	21.5	16.6	10.1
P/B(倍)	2.5	2.3	2.1	2.0	1.7

正文目录

一、春耕尿素价格或将反弹，公司尿素气源有保障	4
二、柴油车国四排放实施，利好公司车用尿素推广	6
三、绵阳基地项目 2014 年投产，硝基复合肥盈利值得期待	8
五、盈利预测与投资评级	11
六、风险提示	11

图表目录

图表 1 国际尿素产能增速明显放缓（百万吨）	4
图表 2 国际尿素需求量稳定增长（百万吨）	4
图表 3 国际天然气价格上涨	4
图表 4 国际尿素价格迎来反弹（美元/吨）	4
图表 5 2012~2013 年我国尿素产量增速较快（万吨）	5
图表 6 2013 年 1-10 月尿素出口量累计同比增加 70%	5
图表 8 尿素煤头法价差走势图（元/吨）	6
图表 9 国内气头法尿素价差走势图（元/吨）	6

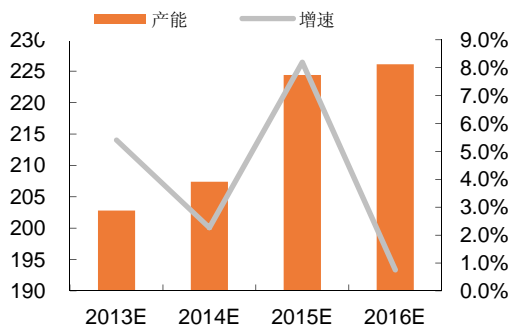
一、春耕尿素价格或将反弹，公司尿素气源有保障

2013年国内尿素价格一直处于震荡运行，总体趋势下行，全年尿素价格下跌幅度超过18%。在低库存、低关税政策，国内外天然气价格上涨等一些利好因素支撑下，我国2014年尿素春耕市场价格有望触底回升，2014年尿素均价有望好于2013年，公司2014年尿素盈利有望好于2013年。

➤ 国际尿素产能扩张放缓，国际尿素价格上扬带动国内尿素出口量增加

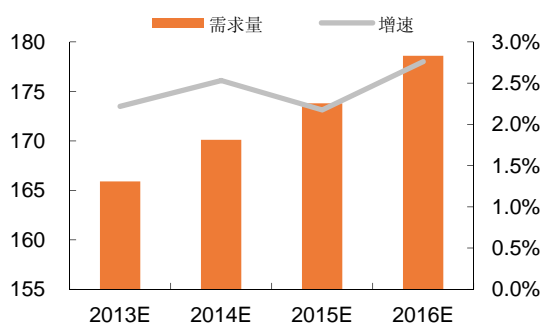
供应方面，IFA预测2014产能增速为2.3%，与2013年5.4%相比，下降了2.1个百分点，产能扩张速度明显放缓。在需求方面，IFA预测未来五年全球氮肥需求量以2.3%速度增长，预计2014年需求增速为2.5%，需求增速高于产能增速，国际市场尿素产能过剩得到有效缓解，预计2014年我国尿素出口机会将增加。国际尿素主要由天然气合成，近期国际天然气价格大幅上扬带动国际尿素价格上扬，国际尿素价格上扬带动国内尿素出口量增加。

图表1 国际尿素产能增速明显放缓（百万吨）



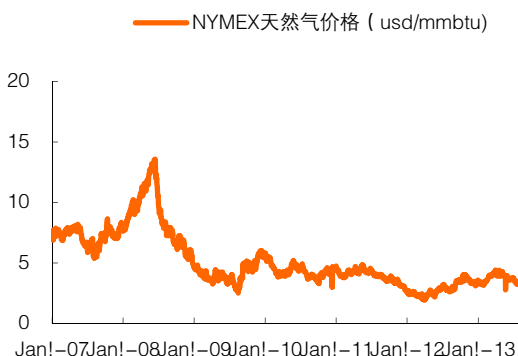
资料来源：IFA

图表2 国际尿素需求量稳定增长（百万吨）



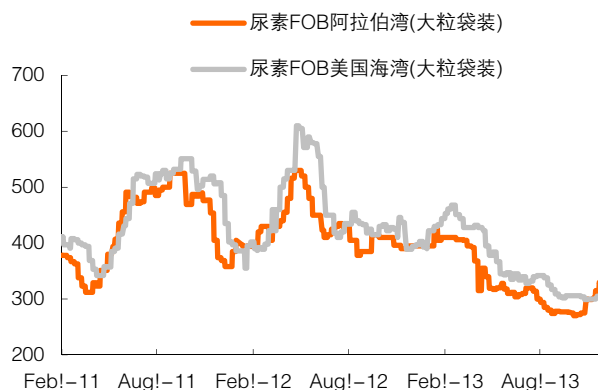
资料来源：IFA

图表3 国际天然气价格上涨



资料来源：百川资讯

图表4 国际尿素价格迎来反弹（美元/吨）

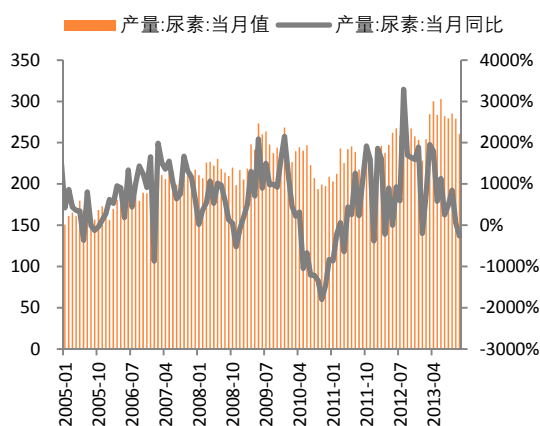


资料来源：百川资讯

➤ 出口关税降低将提高尿素出口量，利好尿素盈利恢复

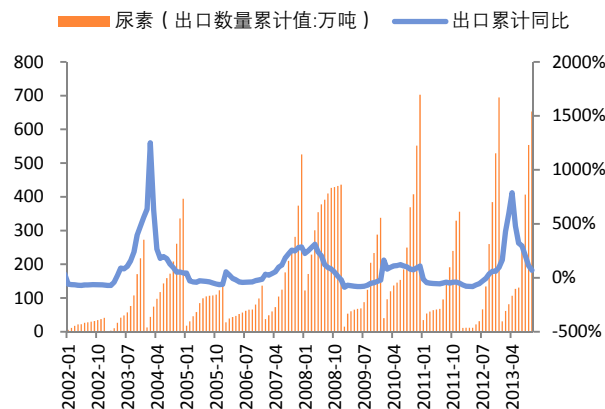
2012年，我国尿素实物产量6530万吨，开工率约87%，2013年由于国内尿素新增产能较多，需求相对低迷，导致2013年我国开工率下降。2013年我国尿素关税下调，直接带动我国尿素的出口量大幅增加，2013年1~10月份累计出口尿素652万吨，同比增长70%，其中淡季（7~10月份）出口522万吨，同比增加47%，1~6月份出口130万吨，同比增加319%。

图表5 2012~2013年我国尿素产量增速较快（万吨）



资料来源：wind、平安证券研究所

图表6 2013年1-10月尿素出口量累计同比增加70%



资料来源：wind、平安证券研究所

2014年关税政策再次赢来利好，政府对尿素出口关税再次降低。由2013年旺季的税率77%直降到15%加40元/吨的复合税率，随着出口政策的利好，尿素的净出口数量不断增加，并且由于国内尿素开工率一直处于高负荷生产，短时间增加产能有限，这将有力支撑未来尿素价格走势。

图表7 出口关税税率逐年宽松

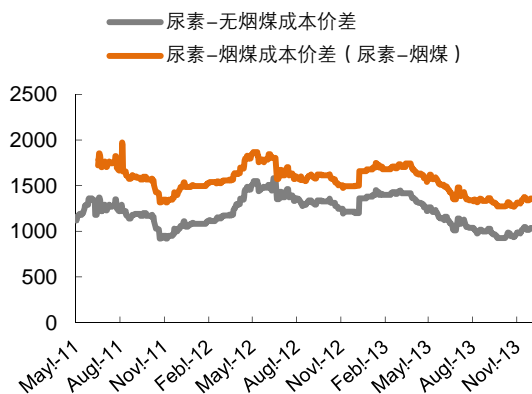
	旺季						淡季				
	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
2012年	110(35%+75%)						7%				
2013年	77% (2%+75%)						2%				
2014年	15%+40元/吨						40元/吨				

资料来源：海关、平安证券研究所

➢ 天然气涨价提升国内气头尿素成本，煤价企稳支撑尿素价格

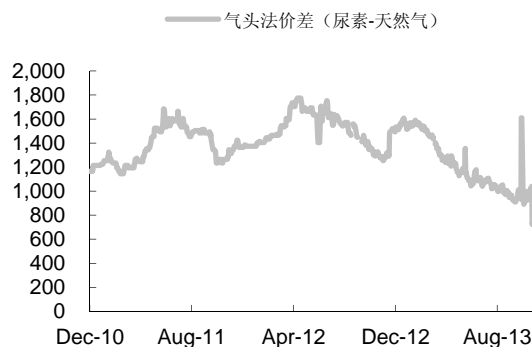
由于冬季来临，西南、西北地区气头生产企业停产减产，一定程度上也缓解了国内尿素市场整体供需压力，同时国内尿素用天然气涨价是大势所趋，未来天然气尿素成本将大幅提升。2013年国内煤炭价格经过持续下跌后逐渐企稳，进一步下跌空间有限，煤炭成本企稳支撑国内煤头尿素价格。

图表8 尿素煤头法价差走势图（元/吨）



资料来源：百川资讯

图表9 国内气头法尿素价差走势图（元/吨）



资料来源：百川资讯

➤ 公司尿素气源有保障，2014 年尿素业务盈利有望好转

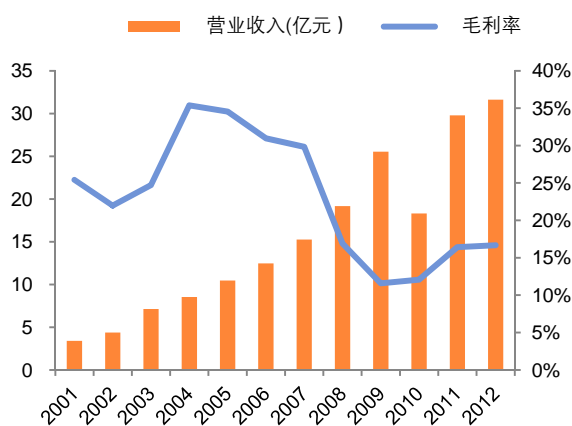
公司目前尿素产能主要以气头尿素为主，目前公司尿素权益产能为94.5万吨，2013年公司尿素产量约为85万吨，相比较其他气头尿素公司，公司作为中石化旗下成都华川石油天然气开发总公司相对控股子公司，公司气源供应有稳定保证，天然气价格与化肥生产用气的最高门站价格相当。预计2014年公司尿素产量维持在85万吨左右水平，尿素均价提升有助于公司尿素盈利好转。

图表10 公司尿素业务产能分布情况

分公司或子公司名称	权益比例	尿素总产能(万吨)	权益产能(万吨)
德阳化肥分公司	100%	60	60
绵阳化肥分公司	100%	30	30
新疆美丰	26%	18	4.5
合计产能		108	94.5

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表11 公司尿素业务收入与毛利率情况



资料来源：公司公告、平安证券研究所

二、柴油车国四排放实施，利好公司车用尿素推广

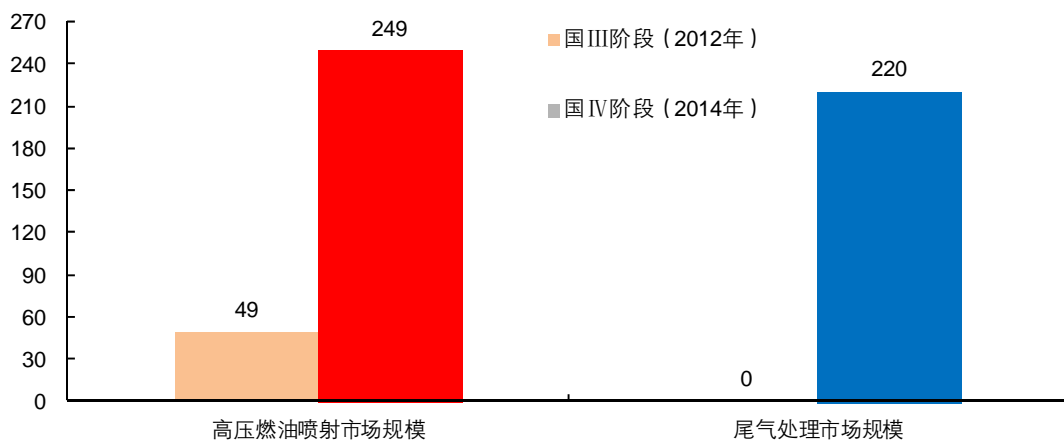
➤ 2014 年柴油车国四实施的严格程度有望超出市场普遍预期

2013年7月1日我国柴油车已步入国四时代，与国二升级成国三不同，这次国四排放标准的实施考虑到各地油品情况不同而采取分区域渐进式实施的方式。将环保与政绩挂钩，地方政府采取各种措施减排变得积极主动，2013年下半年各地肆虐的雾霾天气更是加速了地方政府宣布实施国四排放标准的步伐。而从各地宣布实施国四的积极性和进度来看，2014年柴油车国四实施的严格程度有望超出

市场普遍预期。

据调研了解，2013年最后两月主机厂下达的柴油车尾气处理系统订单量暴增，市场迅速启动，尾气处理系统供应商在年底最后两月接到的订单甚至远高于2013年前十月的产销量。假设2014年柴油车100%达到国四排放标准，国四阶段尾气处理系统市场规模新增220亿元/年。

图表 12 假设 2014 全部柴油车严格实施国四，新增核心配件规模数倍于以往 单位：亿元

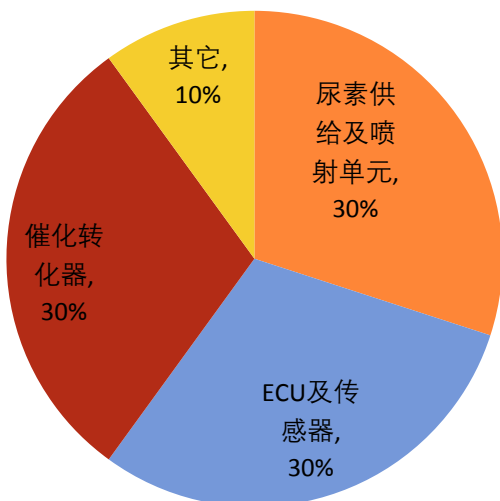


资料来源：平安证券综合研究所预测

➤ 车用尿素溶液成了重型卡车及客车达到国IV标准必备产品

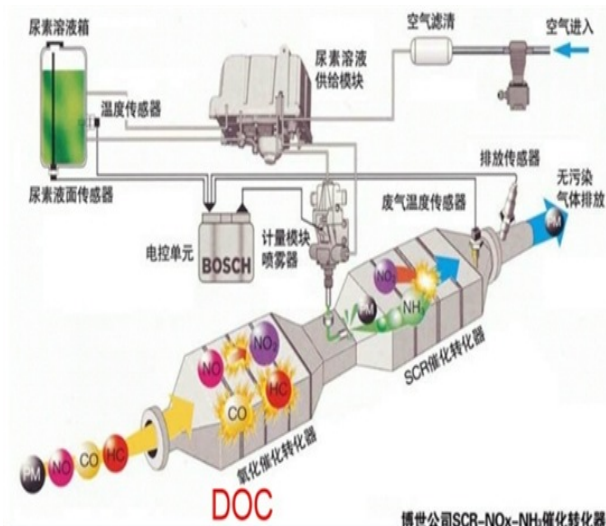
SCR 路线是国IV阶段中重型柴油机的首选，也是最现实的选择。SCR 系统主要部件有：尿素溶液供给模块及计量喷雾器、电控单元（ECU）、催化转化器、尿素溶液箱及各类传感器等，其中尿素供给及喷射元件、ECU 及传感器和催化转化器价值量较大。其工作原理为：从发动机排出的废气进入催化转换器中，电控单元综合各种传感器数据，向计量喷雾器发出尿素溶液喷射时间和喷射量的指令，尿素供应模块提供的高压尿素溶液经过喷雾器喷入转化器与氮氧化物进行化学反应，生成无毒的氮气和水。车用尿素溶液成了重型卡车及客车达到国IV排放标准的必备产品。

图表13 SCR系统各部分价值占比估算



资料来源：平安证券研究所

图表14 SCR系统示意图

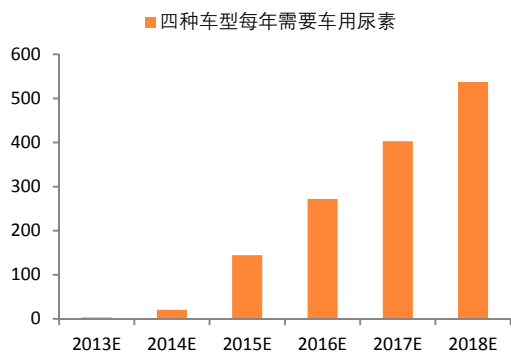


资料来源：博世公司、平安证券研究所

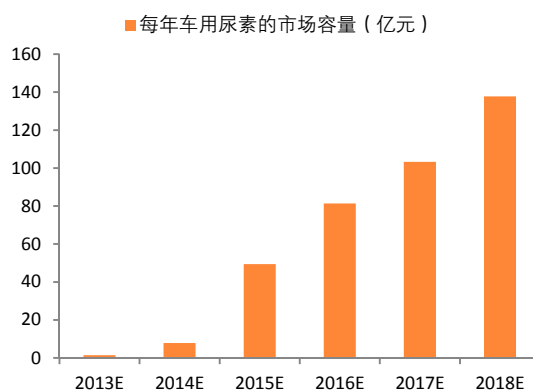
➤ 柴油车国IV排放标准全面实施后，国内车用尿素市场需求将迎爆发式增长

2014年在柴油车国IV排放标准全面实施后,车用尿素市场需求将迎爆发式增长。中国车用尿素市场集中在重卡、大客车、中卡、中客车四种车型。其中,预计新增重卡100%需要添加车用尿素溶液,大型客车、中卡、中客也是50%以上需添加车用尿素溶液。按照欧洲每辆重型车平均每年消耗1.5吨~2吨的车用尿素溶液,保守预计中国每辆重卡年消耗车用尿素溶液为1.5吨,大客车用尿素溶液年消耗量是1.5吨,中卡与中客车用尿素溶液年消耗量是0.6吨。2015年超过140万吨,2018年超过500吨。对应车用尿素溶液总市场超过130亿元。

图表15 国内每年车用尿素需求量预测(万吨)



图表16 国内每年车用尿素市场规模预测



资料来源:平安证券研究所

资料来源:平安证券研究所

➤ 公司60万吨/年车用尿素生产线已建成,预计2014~2016年销量呈爆发式增长

由于车用尿素对于杂质含量要求非常高,公司天然气制成的合成氨更加纯净,更适合生产车用尿素,相比其他外购尿素制备车用尿素企业,公司产业链更完整,公司控股股东是中石化全资子公司成都华川石油天然气勘探开发总公司,中石化有3万多个加油站,公司可依托中石化庞大成品油销售网络推广车用尿素。公司下属子公司四川美丰加蓝环保科技有限公司于2013年4月建成投产60万吨氮氧化物还原剂(用在汽车领域指的是车用尿素),目前公司车用尿素主要以出口为主,2013年7月与澳大利亚客户签订尿素溶液出口合同。随着柴油车国IV标准实施,公司车用尿素在国内销量将迎来爆发式增长,考虑车用尿素盈利水平高于普通尿素,未来将提升公司尿素综合毛利率水平。

三、绵阳基地项目2014年投产,硝基复合肥盈利值得期待

公司绵阳工业园区项目系公司原有绵阳化肥分厂离市区较近,实施搬迁的项目。绵阳美丰化工园区将会新建15万吨尿素、5万吨三聚氰胺、18万吨稀硝酸、3万吨浓硝酸、24万吨硝铵、45万吨硝基复合肥产能。此外,公司利用绵阳工业园区二氧化碳尾气,与梅塞尔合资建立液体二氧化碳项目,合营企业规划每年生产食品级二氧化碳10万吨,氢气400吨,液态氨2000吨,钢瓶气体40万瓶。

图表17 公司绵阳基地新建项目情况

产品名称	产能(万吨)	预计投产时间	备注
尿素	15	2014年2季度	中间产品
硝酸铵	24	2014年2季度	中间产品
三聚氰胺	5	2014年2季度	终端产品
硝基复合肥	45	2014年2季度	终端产品
二氧化碳	10	2014年10月	与梅塞尔合资建设

资料来源：公司公告、平安证券研究所

绵阳美丰化工园区预计2014年2季度投产45万吨硝基复合肥，公司硝基复合肥拥有原材料自给优势，依托西南地区形成的复合肥营销网络，消化45万吨产能问题不大。按照硝基复合肥吨市场售价2300~2500元/吨，我们预计公司硝基复合肥毛利率有望超过15%，盈利前景看好。

四、2015年和2016年公司LNG业务步入收获期

➤ 中国LNG未来10年处于高速发展期

进入21世纪以来，中国一直是天然气生产量、消费量增长最快的国家之一。1999~2010年间，天然气占我国一次能源的比重也由2.4%上升到4.1%；按照国家长远规划，有望到2020年提高到9%，2030年进一步提升到12%。1999~2010年，我国天然气产量、消费量年均增长率分别为12.85%、13.96%；且根据上面的规划目标，未来10年内我国天然气消费量年均增速将达到8.44%，未来20年内我国天然气消费量年均增速将达到5.65%以上。在未来十到二十年，天然气将是中国需求量增长最快的能源，中国将是全世界天然气需求量增长最快的国家。

图表18 中国未来天然气的供需预测表 (10⁸m³)

年份	保守预测			乐观预测		
	预测消费量	预测产量	需求缺口	预测消费量	预测产量	需求缺口
2015	1600	1200	400	2400	1600	800
2020	2100	1500	600	3550	2400	1150

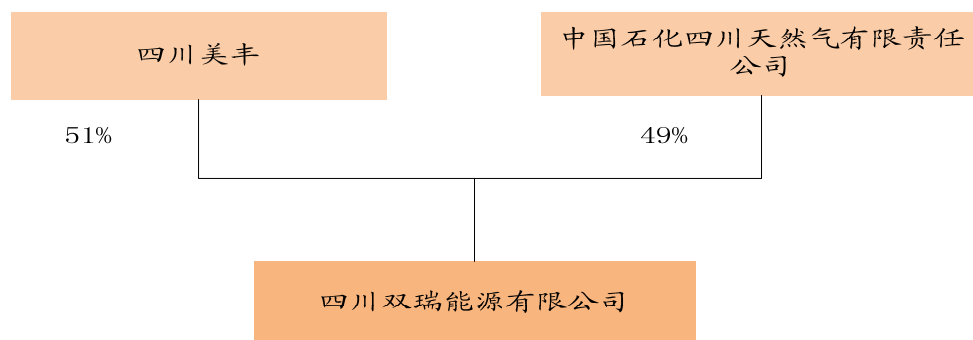
资料来源：平安证券研究所

LNG汽车将是国家将在“十二五”期间重点发展的清洁能源汽车之一。按照规划到2020年全国要建成约12000座车用天然气加注站，政府支持发展LNG公交和LNG重卡等政策措施的出台，大大鼓励了天然气在民用交通上的应用，届时将新增LNG加注站、LNG汽车和重卡、车辆供气系统以及天然气液化橇装成套设备的市场需求。

➤ 公司LNG清洁能源业务2015年和2016年步入收获期

公司决定与中国石化四川天然气有限责任公司共同投资成立四川双瑞能源有限公司(合资公司)，涉足液化天然气(LNG)等清洁能源的生产和销售领域。通过双方努力和资金投入，在国内西南地区设立分(子)公司方式，主要从事液化天然气的加工、运输和销售，主要针对的用户群体将包括车用、民用燃气用户以及化工生产企业等。公司协助合资公司取得地方相关部门关于液化天然气项目立项、核准等批复文件；中国石化四川天然气有限责任公司负责落实液化天然气项目相应用气指标。

图表19 四川双瑞能源有限公司股权结构图



资料来源：公司公告，平安证券研究所

LNG 下游主要应用于汽车和工业领域。车用 LNG 市场化程度较高，全国平均每立方米车用气价格较工商业用气价格高 0.8 元，比民用气高 1.4 元，即使考虑到管道天然气的液化生产成本，以管道天然气制 LNG 出售给下游汽车领域盈利前景仍非常可观。联手中国石化四川天然气有限公司，公司管道天然气资源有保障，随着西南地区 LNG 汽车井喷式发展，公司 LNG 业务市场空间巨大。

图表20 车用气价格远高于居民和工商业用气价格（元/立方米）

城市	民用气价格	工业用气价格	商业用气价格	车用气价格
四川成都	1.89	2.86	2.86	4.00
北京	2.28	2.84	2.84	4.73
黑龙江大庆	1.65	2.10	2.40	3.50
新疆乌鲁木齐	1.37	2.11	2.11	4.07
河北石家庄	2.40	2.95	2.95	3.30
河北邯郸	2.20	2.60	2.60	3.15
河北邢台	2.40	2.90	2.90	3.55
河北保定	2.40	2.95	2.95	3.00
河北沧州	2.40	3.10	3.10	3.56
河北衡水	2.50	2.95	2.95	3.40
河北唐山	2.15	2.93	2.93	3.56
河北秦皇岛	3.38	3.40	3.40	3.60
河北廊坊	2.24	3.03	3.03	3.56
江苏徐州	2.20	2.87	2.87	4.00
平均值	2.25	2.83	2.85	3.64

资料来源：同花顺ifinD、平安证券研究所

双瑞能源公司与阆中和巴中市政府分别规划合资建立的 LNG 子公司，日处理能力均为 100 万立方米 LNG，阆中和巴中 LNG 项目预计分别于 2015 年中期和 2016 年中期投产，假设合资公司每立方米 LNG 净利润为 0.5 元，预计阆中和巴中项目年净利润均为 1.8 亿元。

五、盈利预测与投资评级

公司未来德阳和绵阳分公司尿素产销量稳定，预计 2014 年尿素均价有望好于 2013 年，公司尿素业务盈利将迎来恢复，车用尿素销量预计 2014~2016 年迎来爆发式增长，绵阳基地新建硝基复合肥、三聚氰胺项目预计 2014 年 2 季度投产，硝基复合肥盈利前景值得期待，LNG 业务预计 2015 和 2016 年步入收获期。考虑到公司绵阳基地项目进展低于预期及国内车用尿素需求放量日期有所延后，我们下调公司盈利预测，将公司 2013~2015 年 EPS 由此前的 0.54 元、0.77 元、0.96 元下调到 0.41 元、0.54 元、0.88 元，目前股价对应于 2013~2015 动态 PE 分别为 21.5、16.6、10.1 倍左右，考虑到公司积极转型步入车用尿素与 LNG 业务，目前估值水平相比较化工行业环保与 LNG 主题类公司估值优势明显，维持公司“推荐”投资评级。

六、风险提示

- 尿素用天然气价格存在继续上调风险；
- 车用尿素溶液推广进度低于预期风险；
- LNG 业务进展低于预期风险。

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	1763	2135	2346	2645
现金	803	1200	1200	1200
应收账款	49	61	76	96
其他应收款	49	60	75	95
预付账款	421	401	490	616
存货	302	290	354	445
其他流动资产	139	122	151	193
非流动资产	2691	2855	2697	2503
长期投资	533	543	543	543
固定资产	1133	1208	1197	1135
无形资产	229	487	467	427
其他非流动资产	796	617	490	398
资产总计	4454	4990	5043	5148
流动负债	1106	2055	1902	1608
短期借款	457	1499	1249	819
应付账款	187	283	345	434
其他流动负债	462	274	308	356
非流动负债	1065	515	505	505
长期借款	464	464	464	464
其他非流动负债	602	51	41	41
负债合计	2172	2570	2407	2113
少数股东权益	-32	-38	-42	-35
股本	502	591	591	591
资本公积	158	68	68	68
留存收益	1654	1798	2018	2410
归属母公司股东权益	2314	2458	2678	3070
负债和股东权益	4454	4990	5043	5148

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	336	362	437	616
净利润	267	239	314	526
折旧摊销	132	149	183	214
财务费用	52	72	93	68
投资损失	-29	-90	-29	-29
营运资金变动	-149	43	-124	-163
其他经营现金流	61	-51	0	0
投资活动现金流	-520	-188	4	9
资本支出	485	0	0	0
长期投资	0	-1	0	0
其他投资现金流	-35	-189	4	9
筹资活动现金流	192	223	-441	-625
短期借款	-70	1041	-250	-430
长期借款	345	0	0	0
普通股增加	0	89	0	0
资本公积增加	0	-89	0	0
其他筹资现金流	-83	-818	-191	-195
现金净增加额	8	397	0	0

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	6507	6108	7571	9635
营业成本	5920	5653	6900	8676
营业税金及附加	7	6	8	10
营业费用	60	56	70	89
管理费用	126	122	151	193
财务费用	52	72	93	68
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	29	90	29	29
营业利润	370	288	378	630
营业外收入	16	16	16	16
营业外支出	69	20	20	20
利润总额	317	284	374	626
所得税	50	46	60	100
净利润	267	239	314	526
少数股东损益	-34	-6	-4	6
归属母公司净利润	302	245	318	519
EBITDA	555	509	654	912
EPS	0.60	0.41	0.54	0.88

主要财务比率

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入(%)	24.0	-6.1	23.9	27.3
营业利润(%)	21.4	-22.1	31.0	66.7
归属于母公司净利润(%)	6.2	-18.9	29.9	63.5
获利能力				
毛利率(%)	9.01	7.45	8.86	9.96
净利率(%)	4.64	4.00	4.20	5.39
ROE(%)	13.04	9.95	11.86	16.92
ROIC(%)	14.28	11.36	15.04	22.54
偿债能力				
资产负债率(%)	48.77	51.50	47.72	41.05
净负债比率(%)	44.72	76.37	71.17	60.69
流动比率	1.59	1.04	1.23	1.64
速动比率	1.32	0.90	1.05	1.37
营运能力				
总资产周转率	1.57	1.29	1.51	1.89
应收账款周转率	134	102	111	112
应付账款周转率	38.91	24.07	21.99	22.28
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.41	0.54	0.88
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.61	0.74	1.04
每股净资产(最新摊薄)	3.91	4.16	4.53	5.19
估值比率				
P/E	17.45	21.52	16.57	10.13
P/B	2.27	2.14	1.97	1.71
EV/EBITDA	10	11	8	6

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257