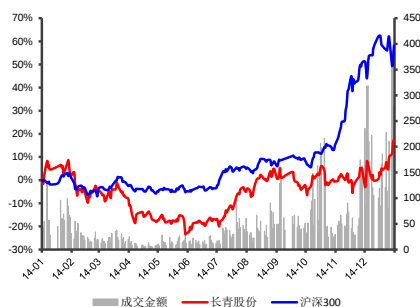


投资评级：买入（首次）

收盘价	18.48
目标价	26.13
上次目标价	

研究员

谢建斌 执业证书编号：
分析师 S1100514100001
xiejianbin@cczq.com

股价走势图


长青股份：产品结构良好 国内优质农药成长公司

核心观点

- ◆ **公司是国内农化行业的优质成长公司。**公司立足于原药生产，主要生产的产品有 10 多种，产品结构良好、商业模式稳定、未来成长明确。公司与跨国公司合作时间长，定单的保障性高，生产能力强。我们认为公司的未来的发展主要在南通项目，其中麦草畏已顺利投产，未来仍有持续的新产品投入保持长期成长性。
- ◆ **转基因作物推广利好。**公司麦草畏主要受益于相关转基因作物的推广，市场供不应求。目前麦草畏全球表观需求量约 2 万吨，参考最近 5 年全球转基因种植面积 7.1% 的平均增速，及未来代替草甘膦在相关作物中的推广，预计未来麦草畏保守年需求在 5 万吨以上。我们认为公司的麦草畏仍有扩建可能，且公司产品规划中的草铵磷也将同样受益于相关转基因作物的推广。
- ◆ **原材料及产品协同，具备成本竞争力。**公司生产所需原材料主要为基础化工产品，原材料占生产成本的 70% 左右，主要包括咪唑烷、2,6-二异丙基苯胺、间甲酚、丙烯腈等。我们认为公司的产品收率高，能耗及物耗低，同时随着生产规模的扩大，未来原材料及产品的协同效应增强，成本具备竞争力。同时公司的原材料与油价关联度高，未来成本有望进一步降低。
- ◆ **估值与投资建议：**我们预计公司 2014-16 年每股收益分别为 0.749、0.968、1.221，根据可比公司 2015 年 27 倍 PE，对应目标价 26.13，首次给予公司买入评级。

川财证券研究所

成都：
交子大道 177 号中海国际 B 座 17 楼，610041
总机：(028) 86583000
传真：(028) 86583002

财务和估值数据摘要

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	1270.85	1568.67	1868.67	2249.67	2851.67
增速	26.94%	23.43%	19.12%	20.39%	26.76%
归属母公司股东净利润（百万元）	159.52	192.55	236.27	305.17	385.05
增速	40.61%	20.71%	22.71%	29.16%	26.18%
总股本（百万）	205.75	210.20	315.31	315.31	315.31
EPS	0.506	0.611	0.749	0.968	1.221
PE	36.53	30.26	24.66	19.09	15.13

公司是国内农化行业优质成长股的龙头

公司看点一：农药原药产品格局良好 未来成长明确

公司立足于原药生产，主要生产的农药产品有 10 余种，包括除草剂、杀虫剂、杀菌剂三大类。我们认为公司的农药产品结构良好、商业模式稳定、未来成长明确。我们认为公司主要的优势为：

- 产品组合丰富，其中麦草畏受益于相关转基因作物的推广；
- 未来成长性良好，未来仍有 3000 吨 S-异丙草胺原药、300 吨氰氟草酯原药、200 吨茚虫威原药、450 吨醚苯磺隆原药等项目投产。
- 生产加工能力强，生产线的品种切换能力强；可规避品种单一的风险；

公司与跨国公司合作时间长，主要产品中均与跨国公司有一定合作，定单的保障能力强。我们认为公司的麦草畏仍有扩建可能，未来仍有可能实施的产品还有草铵磷、异噁草松等产品。

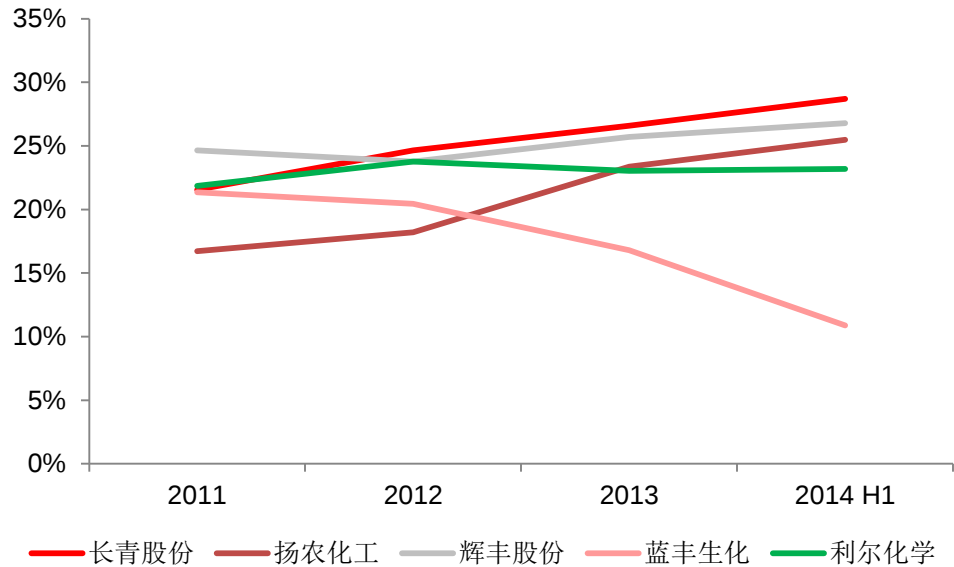
图 1：公司的主要产品

农药种类	产品	公司产能 (吨/年)	类别	2011年全球 销售额/亿美元	主要代表公司	2014年预计产量 (吨)	2015年预计产量 (吨)	产品上市 时间
除草剂	氯磺胺草醚	2400	二苯醚类	1.6	先正达	2500	2600-2700	1982
	烯草酮	500	环己烯酮类	2.3	住友化学、阿里 斯达、马克西姆	300	500	1987
	烟嘧磺隆	300	磺酰胺类	2.8	杜邦	100	100	1991
	麦草畏	2000	安息香酸系	1.8	巴斯夫	2000	3000	1965
	S异丙草胺	3000	酰胺类	5.5	先正达		3000	1975
杀虫剂	吡虫啉	2000	烟碱类	10.2	拜耳	2800	3000	1991
	啉虫咪	1000	烟碱类	2	日本曹达	400	1000	1996
	丁醚脲		硫脲类	0.75	先正达		600-800	1991
	茚虫威	200	氨基甲酸酯类	1.65	杜邦			1998
杀菌剂	三环唑		其他唑类	1.2	陶农科、组合化 学等		600-700	1975
	稻瘟酰胺	500	酰胺类		巴斯夫、日本农 药	300	300	
	2-苯并咪唑酮						600-800	

资料来源：世界农化网、川财证券研究所

公司的原药生产毛利率在国内上市公司的属于前列。我们认为这主要是公司在长期的原药生产过程中，产品收率高、质量稳定、三废少；同时公司的产品组合丰富，且生产装置可跟据产品的景气程度不同进行切换，保证公司的产能利用率及产出达到最大化。

图 2：公司产品毛利率一直在可比公司前列



资料来源：Wind、川财证券研究所

公司看点二：出口政策利好 麦草畏受转基因推广利好

出口退税政策利好

2014 年 12 月 31 日，财政部和国家税务总局联合发布了《关于调整部分产品出口退税率的通知》（财税〔2014〕150 号）；出口退税率调整共涉及农药产品 481 种，其中涉及长青股份的产品主要有：麦草畏、吡虫啉、啉虫咪、S-异丙甲草胺等主要产品。之前国内对原药的出口退税率通常为 9%，调整后出口退税率为 13%。

假设公司年对应产品的出口额为 8 亿元，以 2% 的出口退税补偿增厚为计，年利润增厚约 1600 万元。

据农业部农药检定所统计，2014 年我国农药进出口数量和金额分别达到 170.88 万吨和 95.06 亿美元。2014 年我国农药进出口突破 170 万吨，再创新高。其中，出口数量为 164.17 万吨，出口金额为 87.61 亿美元，同比分别增长 1.22% 和 2.78%，增幅同比分别下降 0.19 个百分点和 5.61 个百分点；进口数量为 6.72 万吨，进口金额为 7.45 亿美元，同比分别增长 7.95% 和 6.66%，增幅同比分别下降 8.36 个百分点和 17.12 个百分点。

麦草畏等受相关转基因作物推广利好

公司麦草畏主要受益于相关转基因作物的推广，市场供不应求。我们认为公司的麦草畏掌握核心生产技术，未来仍有扩建可能。同时我们认为公司未来仍有可能实施草铵磷产品，同样受益于转基因作物的推广。

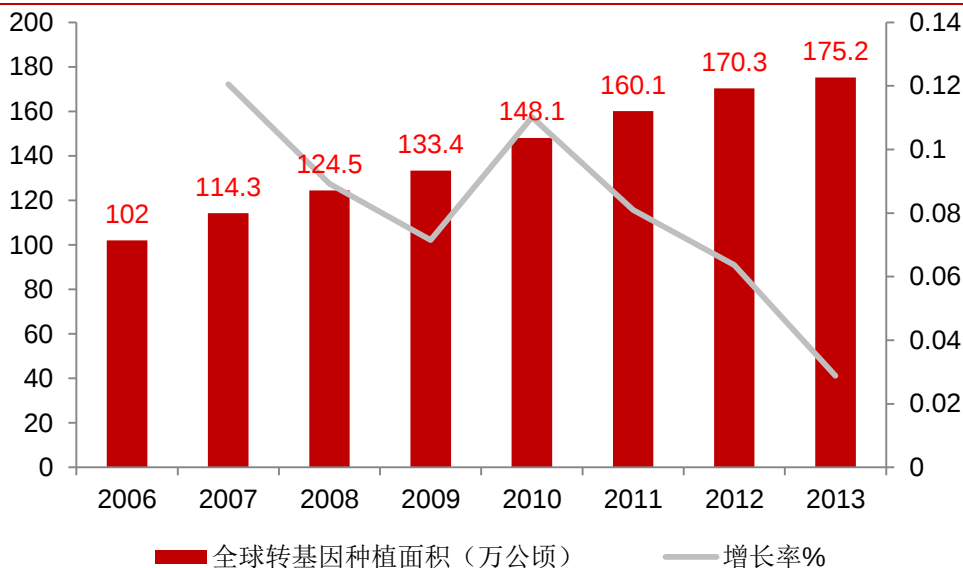
美国农业部近日宣布解除对孟山都耐麦草畏性状技术 Roundup Ready 2 Xtend™ 大豆和 Bollgard II® XtendFlex™ 棉花的管制。该项决定近期将发布在联邦公报上。这些杂草管理解决方案将给农民提供更持续和更灵活的难除阔叶杂草防除方法。

根据世界农化网 2014 年 3 月资料，目前全球获得批准的耐草甘膦的转基因作物品种有 122 个，而目前全球获得批准的耐麦草畏转基因作物仅有 3 种。

目前麦草畏全球表观需求量约 2 万吨，参考最近 5 年全球转基因种植面积 7.1% 的平均增速，及未来代替草甘膦在相关作物中的推广，预计未来麦草畏保守年需求在 5 万吨以上。

2013 年，转基因作物的种质达到 170.3 百万公顷，同比上升约 3%。主要的作物种植为：大豆、玉米、棉花、油菜籽等。

图 3：全球转基因种植面积



资料来源：ISAAA、川财证券研究所

2009 年，巴斯夫和孟山都达成了一项联合许可协议，旨在共同开发麦草畏制剂产品，用于耐除草剂转基因作物系统中。2012 年，孟山都推出了其 Roundup Ready Xtend 大豆系统，是包含 Genuity Roundup Ready 2 Xtend 性状，耐麦草畏性状和耐草甘膦性状在内的三性状叠加产品。同年，巴斯夫公司向美国环保署递交了麦草畏产品 Engenia 的登记申请，用于耐麦草畏转基因作物，公司预计此款除草剂将于 2014 年推出，会选择与耐麦草畏大豆品种上市相适应的时机。2013 年，加拿大正式批准了 Genuity Roundup Ready 2 Xtend 转基因大豆。2013 年 5 月美国农业部宣布，拟对孟山都的耐麦草畏种子提供独立的环境影响报告书以便更好地评估对环境及其它作物的影响，业内预计新种子在美国的上市将延后一年。因此，预计麦草畏需求增长的加速将延迟至 2015 年。

除巴斯夫外，龙灯作物科学近几年也热衷于登记麦草畏产品，计划扩展其全球业务，他们已经在法国、意大利和英国取得了玉米除草剂 Oceal 的登记，2013 年又在美国取得了麦草畏原药和 Topeka（麦草畏 480 克/升可溶液剂）的登记。

图 4：主要耐麦草畏产品

公司	品种	商品名	预计推出时间	耐药
孟山都	棉花	Deltapine®	2015	麦草畏、草甘膦和草铵膦
孟山都	棉花	Bollgard II®	2015	麦草畏、草甘膦和草铵膦
孟山都	棉花	XtendFlex™	2015	麦草畏、草甘膦和草铵膦
孟山都	大豆	Roundup Ready 2 Xtend™	2016	麦草畏
孟山都	棉花	Bollgard II® XtendFlex™		麦草畏

资料来源：世界农化网、川财证券研究所

公司看点三：原材料及产品协同 具备成本竞争力

公司生产所需原材料主要为基础化工产品，原材料占生产成本的 70%左右，主要包括咪唑烷、2,6-二异丙基苯胺、3,4-二氯三氟甲苯、间甲酚、丙烯腈等。

我们认为公司的产品收率高，能耗物耗低，同时随着生产规模的扩大，未来原材料及产品的协同效应增强，成本具备竞争力。公司的原材料与油价关联度高，未来成本有望进一步降低。

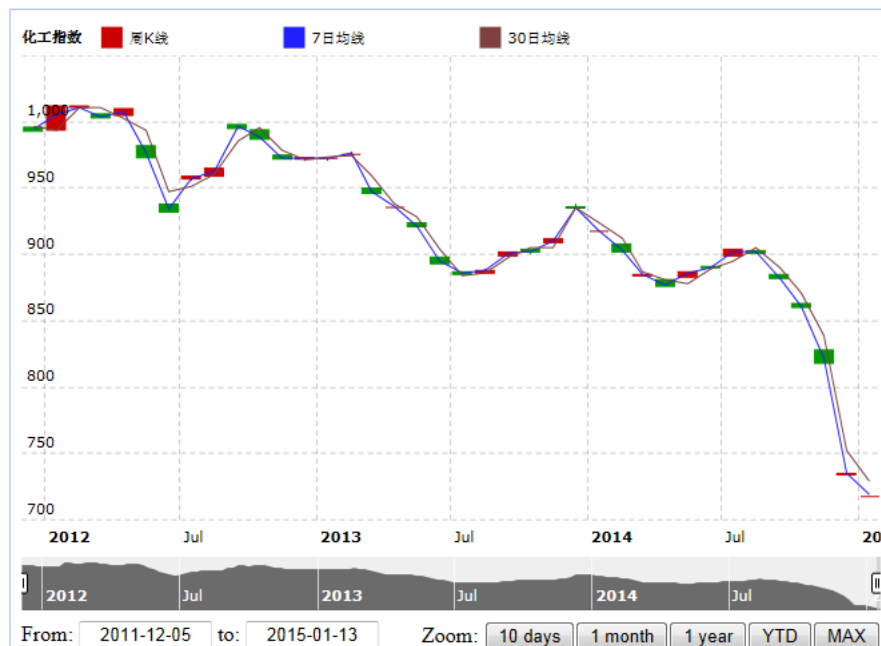
图 5：公司主要产品及所需原材料

产品	主要原材料
氟磺胺草醚	3,4-二氯三氟甲苯、间甲酚、甲基磺酰胺、三氯氧磷、甲苯
烯草酮	乙硫醇、巴豆醛、乙酰乙酸乙酯液碱、乙醇钠、丙二酸二乙酯、丙酰氯
烟嘧磺隆	二氯烟酸、氯化亚砷、二甲胺、硫化钠、液氯、异氰酸酯
麦草畏	2,5-二氯苯酚、氢氧化钾、硫酸二甲酯、液碱
S异丙甲草胺	甲基-6-乙基苯胺、甲氧基丙酮、氯乙酰氯、二氯甲烷、环己烷、二氯乙烷、碳酸氢钠、氢氧化钠
吡虫啉	双环戊二烯、丙烯醛、丙烯腈、甲苯、咪唑烷
啶虫脒	2-氯-5-氯甲基吡啶、一甲胺、氰基乙酯、氯仿、乙醇
杀螨隆	2,6-二异甲基丙胺
茚虫威	5-氯茚酮、碳酸二甲酯、二氯乙烷、双氧水、水合肼、多聚甲醛、异氰酸酯、氯苯、氯甲酸甲酯、碳酸钾及甲醇
三环唑	邻甲苯胺、硫酸铵、硫酸、甲酸
稻瘟酰胺	二氯苯酚、S-氯丙酸、液碱、氯化亚砷、氯化铵、甲基异丙基甲酮、三乙胺
2苯并咪唑酮	邻氯氯苯、氯化钠、硫酸、液碱、氧化铜、甲苯、对甲苯磺酸等
氟氟草酯	苯环酰氯、L-乳酸丁酯、二氟苯腈、氢氧化钾、氢氧化钠、甲苯、N,N-二甲基甲酰胺、乙醇、对苯二酚
醚苯磺隆	对氯苯酚、氢氧化钾、二氯乙烷、氯磺酸、氢氧化钠、氢气、氯苯、氯化亚砷、氨水、三光气、三嗪

资料来源：公司公告、川财证券研究所

公司的主要原材料与原油关联度高，但有一定的滞后性。我们根据生意社的化工指数为参考：2015 年 1 月 20 日化工指数为 718 点，创下周期内的历史新低，较 2012 年 03 月 13 日最高点 1016 点下降了 29.33%。

图 6：生意社化工品价格指数



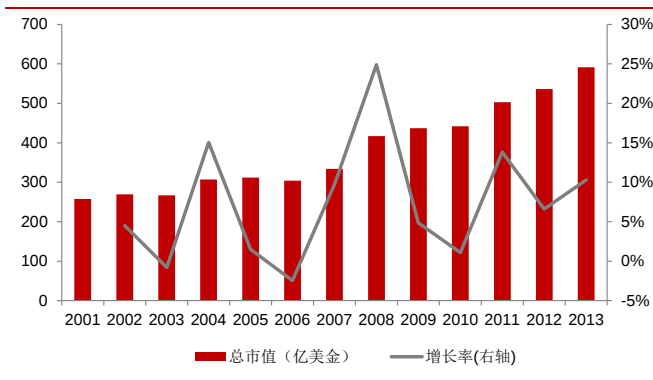
资料来源：生意社、川财证券研究所

农化市场格局

全球农化市场 持续稳定增长

根据农化咨询公司 Phillips McDougall 的数据，2013 年全球农化市场市值达到 606.9 亿美元，与 2012 年相比，增长 8.5%。其中作物保护市场市值为 542 亿美元，比去年同期增长 9.4%；非农用农药市场市值为 64.8 亿美元，同比增长 1.9%。拉丁美洲和亚洲是增长最为显著的两个地区，增长率达到两位数。

图 7：全球农药市值



资料来源：世界农化网、川财证券研究所

图 8：全球主要国家农化市场

全球主要国家的农化市场（百万美金）			
国家	FY2013	FY2012	变化%
巴西	11600	9710	19.5%
美国	9200	8503	8.2%
日本 ^{1,2}	3102	3064	1.2%
阿根廷	2506	2381	5.2%
澳大利亚 ^{1,3}	2017	2186	-7.7%
德国 ¹	1905	1771	7.6%

1、在当前利率下

2、2012 和 2013 财政年度至 9 月 30 日

3、2012 至 2013 财政年度至 6 月 30 日

资料来源：世界农化网、川财证券研究所

未来驱动农药市场需求增长的因素包括耕地面积减少、人口增长和作物产量需求增长等。根据市场研究与咨询公司 MarketsandMarkets 的报告数据，未来化学农药仍将主导全球市场；

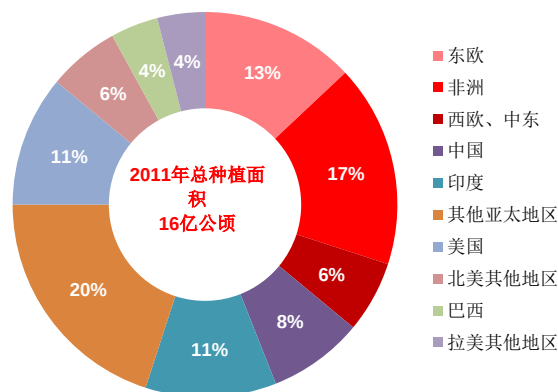
预计 2014 年至 2019 年期间，全球除草剂、杀虫剂和杀菌剂的市场复合年增长率分别为 6.2%、4.7%、5.3%。

在 2013 年除油菜籽和棉花之外，全球主要作物的种植面积均有扩大；而除棉花和水稻之外，产出均有增长。由于作物种植的增加，从而影响到全球粮食的库存，将对粮食价格产生负面影响；因此对 2014 年全球的作物保护带来了冲击。

图 9： 2013 年主要作物种植面积

作物	2013全球面积 (百万公顷)	变化%	2013全球产量 (百万吨)	变化%
小麦	219.72	1.7	706.38	7.8
玉米/高粱	177.06	0.5	962.83	11.6
水稻	160.33	1.8	473.18	0.9
大豆	111.58	2.4	283.54	5.8
油菜	35.26	-1.6	67.92	8
棉花	33.14	-3.5	25.52	-4.8
向日葵	25.49	3.6	42.27	16.2

资料来源：联合磷化 2013 年报、川财证券研究所

图 10： 2011 年全球总种植面积


资料来源：先正达、川财证券研究所

中国农化市场 承接国际转移趋势

产量持续增长 出口占比较高

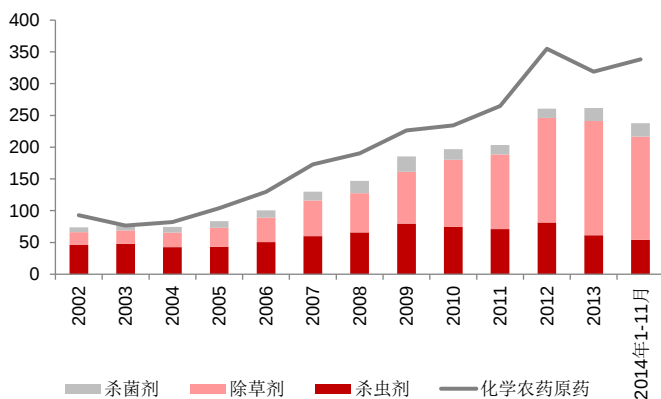
我们认为国内的农药公司仍承接全球农化市场转移的趋势，市场稳步向上。未来影响国内农药市场格局的主要因素包括：

- 跨国公司的原药生产外包；
- 国内环保标准的提高；
- 兼并收购；
- 模式创新；

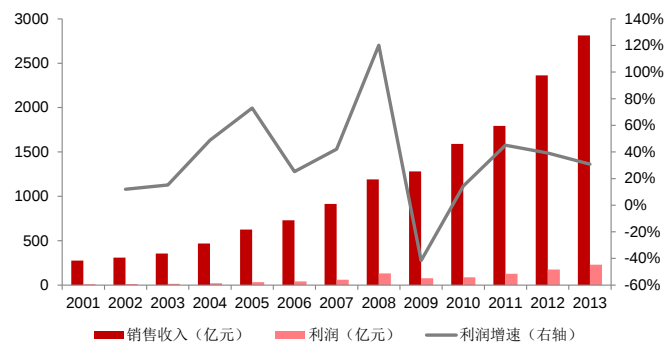
据国家统计局数据统计，2014 年 1-11 月国内化学农药产量为 338.3 万吨，同比增长 13.9%；农药行业资产总额达到 2072.72 亿元，同比增长 9.8%；农药主营业务收入 2711.32 亿元，同比增长 8.3%；1-11 月农药利润总额 190.55 亿元，同比增长达 1.3%，增速放缓。

来自海关的统计结果显示，2014 年前三季度我国农药海关进出口累计放行量为 95,985 单，同比上升 16%。其中，累计出口量为 128.37 万吨，同比增长 0.55%；总额 68.01 亿美元，同比增长 4.00%。累计进口量 5.41 万吨，同比增长 14.73%；总额 6.05 亿美元，同比增长 13.17%。其中，原药出口量为 47.17 万吨，同比下降 3.72%；制剂出口量为 81.2 万吨，同比增长 3.2%。从数据可以看出，我国农药行业对外贸易连续 3 年实现平稳增长，出口增长逐步放缓，进口增速日益加快。

图 11： 中国农药产量
图 12： 中国农药产值及利润



资料来源：Wind、川财证券研究所



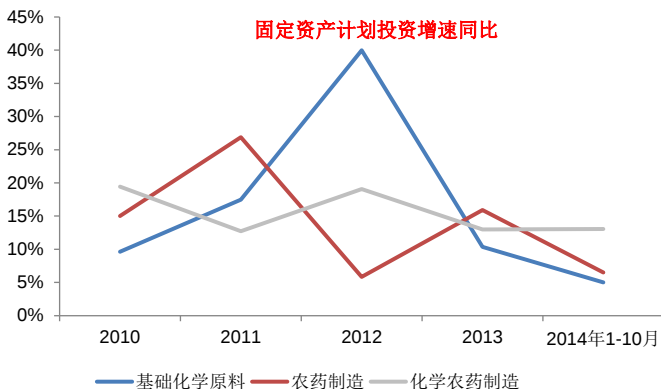
资料来源：Wind、川财证券研究所

新环保实施 国内农化行业有望形成整合

2015 年起新《环境保护法》正式实施；而之前《环境保护主管部门实施按日连续处罚暂行办法（草案）》等 4 项配套办法已由环保部常务会议审议并原则通过。由于农药行业产生的废水量大、成份复杂，势必成本污染治理的重点；生产企业要维持生产就必须加大环保设施投入，这样有利于优势企业。我们认为公司在国内的农化企业中仍将保持长期成长：

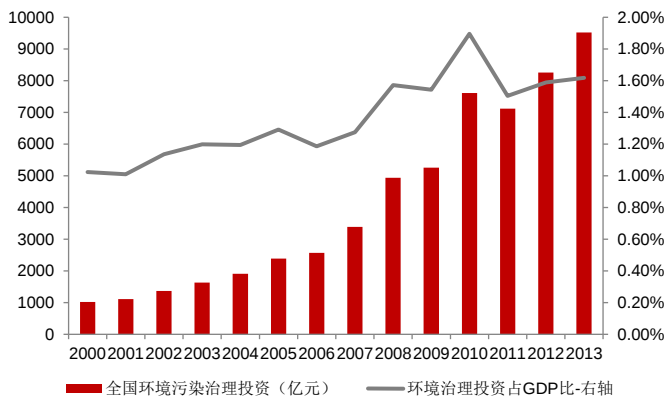
- 国内农药的投资增速下降，而公司仍长期保持新产品投放；
- 承接全球农化生产，尤其是原药制造产业链的转移；
- 国内小型农药企业环保问题严重；

图 13: 固定资产计划投资增速下降



资料来源：Wind、川财证券研究所

图 14: 全国环境污染治理投资增长较快



资料来源：Wind、川财证券研究所

投资建议

我们预计公司 2014-16 年每股收益分别为 0.749、0.968、1.221，根据可比公司 2015 年 27 倍 PE，对应目标价 26.13，首次给予公司买入评级。

图 15： 可比公司 PE

简称	净利润(亿)				P/E			
	TTM	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31	TTM	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31
计算均值	1.76	1.94	2.58	3.25	45.56	38.39	27.06	21.03
扬农化工	4.29	4.32	5.18	6.18	21.15	21.01	17.50	14.68
利尔化学	0.94	1.24	1.67	2.34	36.63	27.90	20.66	14.76
辉丰股份	2.10	2.30	3.14	4.05	42.42	38.77	28.41	22.05
雅本化学	0.46	0.68	1.12	1.47	93.93	64.22	38.76	29.51
诺普信	1.88	2.29	3.27	4.06	36.31	29.78	20.88	16.83
升华拜克	0.92	0.81	1.09	1.39	42.93	48.63	36.16	28.37

资料来源：Wind，川财证券研究所

风险提示

- 1) **需求风险**：农化行业未来的需求将是结构化的，如果油价下跌从而影响到生物乙醇的需求，则未来玉米的种植面积减少，有可能会减少相应农化产品的需求。
- 2) **产品风险**：农药产品种类众多，产品更新换代快，从而影响到公司产品的景气程度。

报表预测(百万元)					
利润表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1270.85	1568.67	1868.67	2249.67	2851.67
减: 营业成本	957.38	1152.07	1365.20	1624.59	2063.23
营业税金及附加	0.06	1.58	1.89	2.27	2.88
营业费用	52.14	51.74	61.64	74.20	94.06
管理费用	107.72	138.12	164.53	198.08	251.08
财务费用	-18.08	-3.28	0.74	-4.25	-7.22
资产减值损失	-2.24	1.74	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	2.02	4.70	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.80	-2.49	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	176.71	228.92	274.67	354.78	447.64
加: 其他非经营损益	6.43	-8.02	0.00	0.00	0.00
利润总额	183.14	220.90	274.67	354.78	447.64
减: 所得税	25.46	30.63	41.20	53.22	67.15
净利润	157.67	190.27	233.47	301.56	380.50
减: 少数股东损益	-1.84	-2.27	-2.79	-3.61	-4.55
归属母公司股东净利润	159.52	192.55	236.27	305.17	385.05
资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	474.47	326.11	285.18	604.48	549.23
应收和预付款项	200.26	318.63	393.84	462.07	623.26
存货	381.77	358.91	553.56	532.27	846.74
其他流动资产	3.64	1.15	1.15	1.15	1.15
长期股权投资	1.41	1.41	1.41	1.41	1.41
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	697.40	1119.41	985.66	851.90	718.15
无形资产和开发支出	105.96	103.52	92.62	81.72	70.82
其他非流动资产	95.24	44.78	44.78	44.78	44.78
资产总计	1960.17	2273.92	2358.22	2579.80	2855.55
短期借款	60.00	70.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	98.39	112.73	122.23	156.80	196.58
长期借款	0.50	100.00	100.00	100.00	100.00
其他负债	34.92	32.57	32.57	32.57	32.57
负债合计	193.81	315.30	254.80	289.37	329.15
股本	205.75	210.20	315.31	315.31	315.31
资本公积	1086.66	1145.94	1040.83	1040.83	1040.83
留存收益	453.15	583.97	731.55	922.17	1162.68
归属母公司股东权益	1745.56	1940.11	2087.69	2278.31	2518.83
少数股东权益	20.79	18.52	15.72	12.12	7.57
股东权益合计	1766.35	1958.62	2103.41	2290.43	2526.39
负债和股东权益合计	1960.17	2273.92	2358.22	2579.80	2855.55

现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营性现金净流量	164.63	208.89	118.50	429.60	82.06
投资性现金净流量	-406.26	-444.29	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-8.08	89.36	-159.43	-110.30	-137.31
现金流量净额	-249.77	-144.31	-40.93	319.30	-55.25

财务分析和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
毛利率	24.67%	26.56%	26.94%	27.79%	27.65%
净利率	12.41%	12.13%	12.49%	13.40%	13.34%
ROE	9.14%	9.92%	11.32%	13.39%	15.29%
ROA	8.40%	9.40%	11.68%	13.59%	15.42%
ROIC	14.83%	14.22%	12.88%	15.39%	20.71%

成长能力					
销售收入增长率	26.94%	23.43%	19.12%	20.39%	26.76%
净利润增长率	38.99%	20.67%	22.71%	29.16%	26.18%

资本结构					
资产负债率	9.89%	13.87%	10.80%	11.22%	11.53%
流动比率	6.33	5.50	10.09	10.20	10.28
速动比率	4.05	3.53	5.56	6.81	5.97

经营效率					
总资产周转率	0.65	0.69	0.79	0.87	1.00
存货周转率	2.51	3.21	2.47	3.05	2.44

业绩和估值					
EPS	0.506	0.611	0.749	0.968	1.221
BPS	5.536	6.153	6.621	7.226	7.988
PE	36.53	30.26	24.66	19.09	15.13
PB	3.34	3.00	2.79	2.56	2.31
EV/EBITDA	16.40	13.79	13.51	10.82	9.25



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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。



免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：J19651000。

©版权所有 2015 年川财证券有限责任公司