

江南化工 (002226.SZ) 专用化学品行业

评级：增持 首次评级

公司深度研究

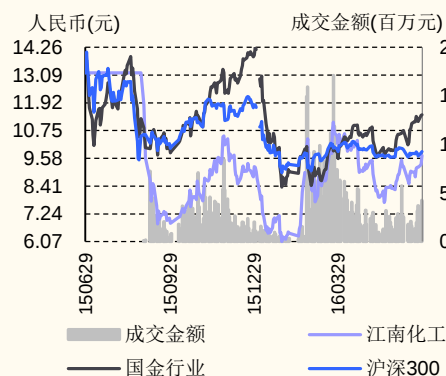
市场价格(人民币)：9.70元

主业升级加码矿山服务 布局人工智能领域

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	791.20
总市值(百万元)	7,675.41
年内股价最高最低(元)	13.18/6.07
沪深300指数	3136.40
深证成指	10463.45



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.407	0.045	0.049	0.052	0.054
每股净资产(元)	6.39	3.97	2.97	3.01	3.04
每股经营性现金流(元)	0.94	0.30	0.43	0.32	0.36
市盈率(倍)	30.94	200.04	183.33	172.21	166.07
行业优化市盈率(倍)	28.80	46.38	35.11	35.11	35.11
净利润增长率(%)	-39.83%	-77.94%	8.75%	6.46%	3.70%
净资产收益率(%)	6.37%	1.14%	1.65%	1.74%	1.78%
总股本(百万股)	398.29	791.28	791.28	791.28	791.28

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司是国内民爆行业的龙头企业**：安徽江南化工股份有限公司是国内行业的绝对龙头企业，2011年成为盾安集团旗下企业，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。业务涵盖民爆器材生产、爆破服务及爆炸深加工，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，并积极拓展人工智能等新兴产业。
- **民爆行业仍处于景气底部区间，行业整合、转型大幕拉开**：民爆行业在“新常态”经济的背景下，目前仍处于景气底部区间，行业集中度显著提升。行业加速整合、主业战略转型的大幕即将拉开。
- **矿山整体服务解决方案打开主业升级空间**：公司经过多年在民爆生产以及服务领域的深耕，具有极强的技术储备以及管理资质。通过产业横向、纵向一体化战略，发挥自身智能化生产的技术优势，有望成为国内领先的民爆新型材料提供商+爆破服务一体化、综合成本最优化的新型矿山服务商。
- **成功布局人工智能领域**：公司在原有智能化、数字化、信息化的优势基础上，积极探求新领域的成长点。由于近年来在爆破产品智能制造领域的深度发展，使管理层认识到未来人工智能市场空间的巨大，并逐步布局代表未来的蓝海市场。

投资建议

- 我们认为公司目前虽然所处行业景气度仍维持在底部区间，但公司未来转型方向清晰且市场空间巨大，背靠集团的强有力支持，同时公司自身质地优良。未来几年的二次腾飞值得期待。

估值

- 我们认为公司主业升级业务有望顺利展开，传统业务维持稳定。预计公司2016-2018年的EPS为0.049元、0.052元、0.054元。首次覆盖给予增持评级。

风险

- 宏观经济持续下行 人工智能市场开拓低于预期

贺国文 分析师 SAC 执业编号：S1130512040001
(8621)60230235
hegw@gjzq.com.cn

内容目录

公司是国内民爆行业的龙头企业.....	3
“新常态”经济下民爆行业静待凤凰涅槃.....	4
宏观经济持续低迷 采矿、煤炭等行业投资下滑.....	4
民爆行业进入底部运行区间.....	5
爆破服务业务表现差强人意 行业集中度提升显著.....	6
定增加码主业战略升级 积极布局人工智能业务.....	6
主业升级——进入矿山综合服务领域的千亿市场.....	6
积极布局人工智能市场.....	8
投资建议与盈利预测.....	10

图表目录

图表 1：公司主要涉足业务领域及业务分布.....	3
图表 2：公司爆破工程业务占比持续提升.....	3
图表 3：公司总体毛利率高于行业平均水平.....	3
图表 4：受大环境拖累公司收入出现一定程度下滑.....	4
图表 5：公司现金流表现优异 资产负债率维持低水平.....	4
图表 6：“新常态”下工业增加值增速出现较大幅度下滑.....	4
图表 7：采矿、煤炭开采行业固定资产投资规模下滑显著.....	4
图表 8：2015 年国内工业炸药及工业雷管的下游需求流向分布.....	5
图表 9：民爆行业总产值出现一定程度下滑.....	5
图表 10：民爆行业利润水平出现一定程度下滑.....	5
图表 11：全国工业炸药产量出现下滑.....	5
图表 12：全国雷管产量连续五年出现下滑.....	5
图表 13：爆破服务行业收入下滑.....	6
图表 14：民爆行业集中度提升的趋势较为显著.....	6
图表 15：本次定增募集资金投向计划.....	7
图表 16：矿山综合服务解决方案产业链概况.....	7
图表 17：公司未来发展规划简明逻辑框架.....	8
图表 18：AlphaGo 战胜人类顶尖围棋手 表明人工智能已进入新纪元.....	8
图表 19：图灵机器人是北京光年的拳头产品.....	9
图表 20：锋时互动的主要产品可应用到多个领域之中.....	9
图表 21：公司新领域转型的主要资本支持.....	10
图表 22：分产品盈利预测.....	10

公司是国内民爆行业的龙头企业

- 安徽江南化工股份有限公司是国内行业的绝对龙头企业，2011 年成为盾安集团旗下企业，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。业务涵盖民爆器材生产、爆破服务及爆炸深加工，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，并积极拓展人工智能等新兴产业。

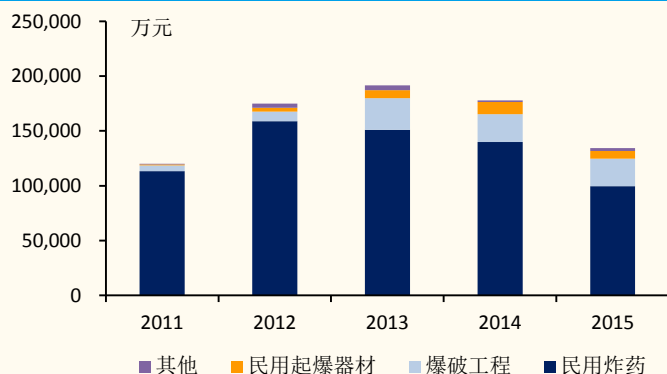
图表 1：公司主要涉足业务领域及业务分布



来源：国金证券研究所

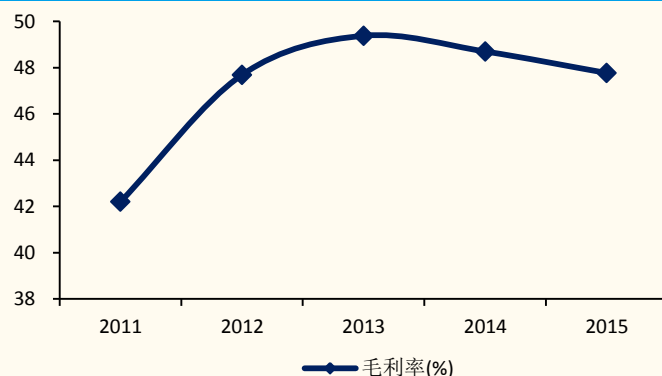
- 公司截止 2015 年末拥有工业炸药产能 26.15 万吨，是国内炸药生产的绝对龙头企业。爆破服务业务近年来增长迅速，成为公司重要的利润增长点。公司各主要业务近年来保持较高水平的盈利能力，智能化炸药生产线显著提升公司效率及竞争优势。

图表 2：公司爆破工程业务占比持续提升



来源：Wind，国金证券研究所

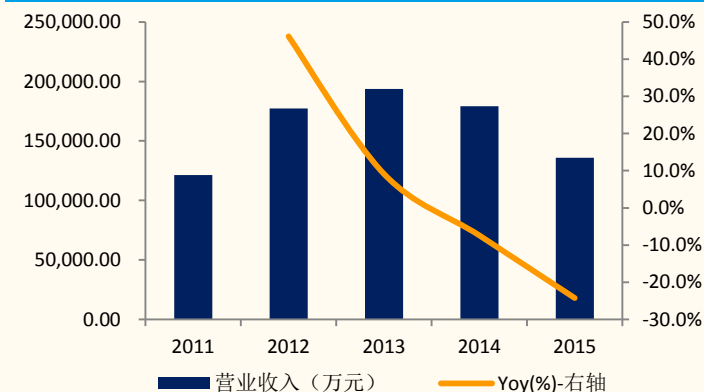
图表 3：公司总体毛利率高于行业平均水平



来源：Wind，国金证券研究所

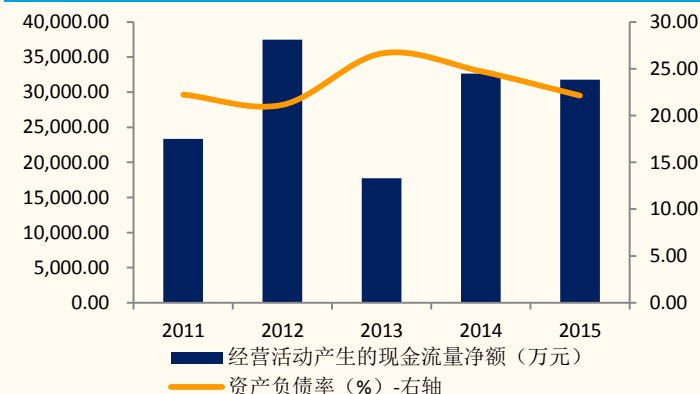
- 公司近两年来主要的工业炸药产品受到行业大环境的拖累，整体收入水平出现一定程度的下滑。但公司仍保持着较高的现金流水平以及较低的资产负债率。我们认为公司优秀的资产质量以及业务模式将成为未来公司主业转型的坚实基础。

图表 4：受大环境拖累公司收入出现一定程度下滑



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：公司现金流表现优异 资产负债率维持低水平



来源：Wind，国金证券研究所

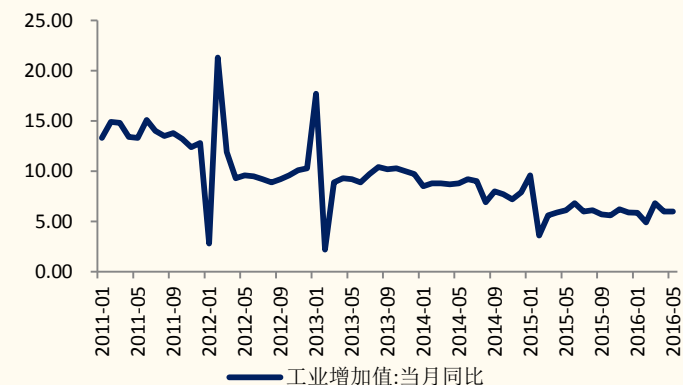
- 我们认为公司背靠较强的集团支持，且生产、运营、研发等各方面质地优良。虽然近两年业绩受到宏观经济环境拖累出现一定程度下滑，但公司未来主业转型及新领域、新业务的探索将值得期待。

“新常态”经济下民爆行业静待凤凰涅槃

宏观经济持续低迷 采矿、煤炭等行业投资下滑

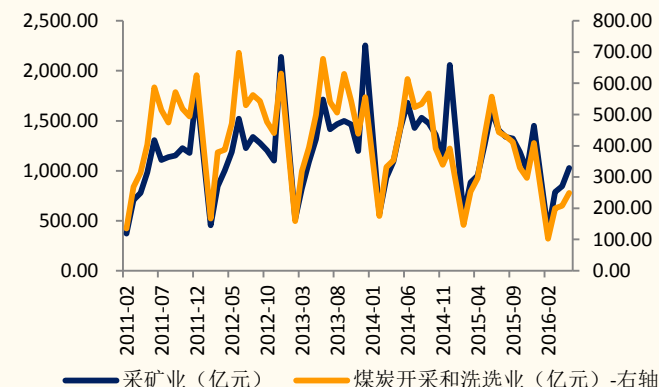
2014 年，宏观经济运行进入“新常态”。随着人口红利的消失以及重工业化进程的结束，传统依靠固定投资拉动经济的模式宣告终结。国内民爆下游的主要行业均呈现放缓的趋势，以矿山开采、采掘业为代表的行业固定资产投资增速出现显著程度的下滑。

图表 6：“新常态”下工业增加值增速出现较大幅度下滑



来源：Wind，国金证券研究所

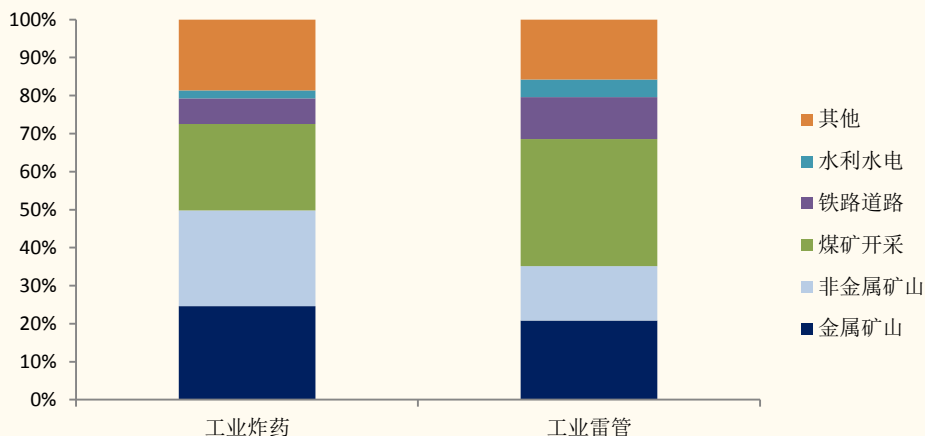
图表 7：采矿、煤炭开采行业固定资产投资规模下滑显著



来源：Wind，国金证券研究所

- 由于民爆主要产品的下游消费集中在矿山开采以及煤炭采掘这两大行业，煤炭采掘、矿山开采等行业的持续低迷直接导致上游直接相关的民爆行业出现较大程度的疲软。在经济转型期的当下，民爆行业在经历着“新常态”经济下的转型阵痛，行业静待凤凰涅槃。

图表 8：2015 年国内工业炸药及工业雷管的下游需求流向分布

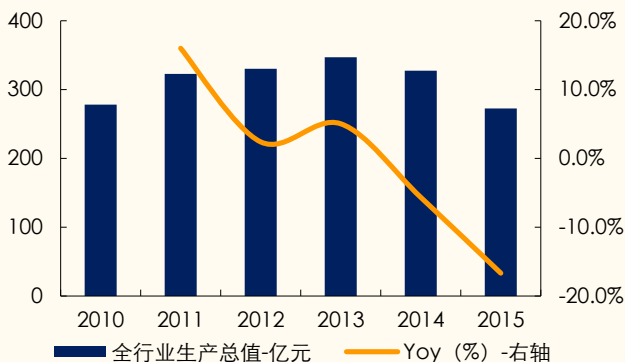


来源：中国民爆器材行业协会，国金证券研究所

民爆行业进入底部运行区间

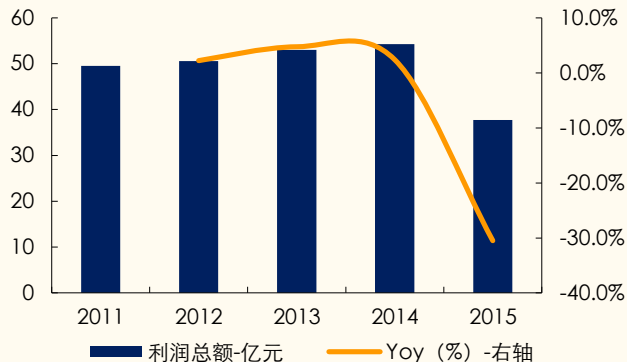
- 下游需求的持续低迷直接导致民爆行业收入及利润水平出现较大幅度下滑。尤其进入 2015 年，民爆行业总产值出现较大幅度的下挫，创出近年来的新低。行业整体进入低迷运行区间。

图表 9：民爆行业总产值出现一定程度下滑



来源：中国民爆器材行业协会，国金证券研究所

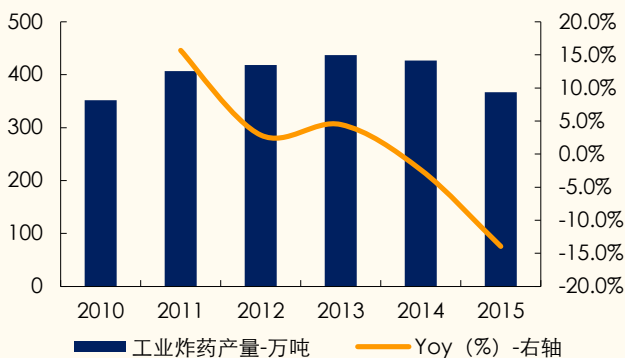
图表 10：民爆行业利润水平出现一定程度下滑



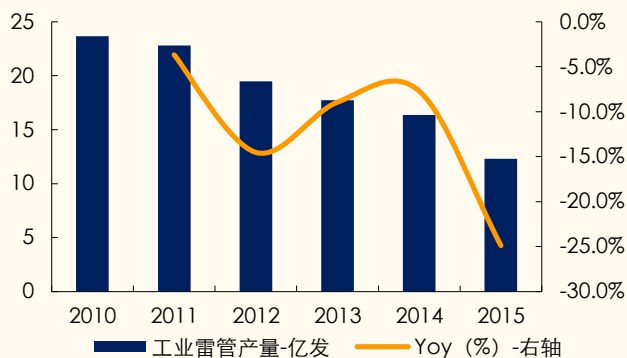
来源：中国民爆器材行业协会，国金证券研究所

- 与此同时，民爆产品的产量也出现较大幅度的下滑。这里面有较程度的原因来自于行业整体需求的放缓与景气低迷所导致，但也与国内反恐形势、安全形势具有一定的相关性。公司 2014 年新疆产能的开工不足主要原因就来自于此。

图表 11：全国工业炸药产量出现下滑



图表 12：全国雷管产量连续五年出现下滑



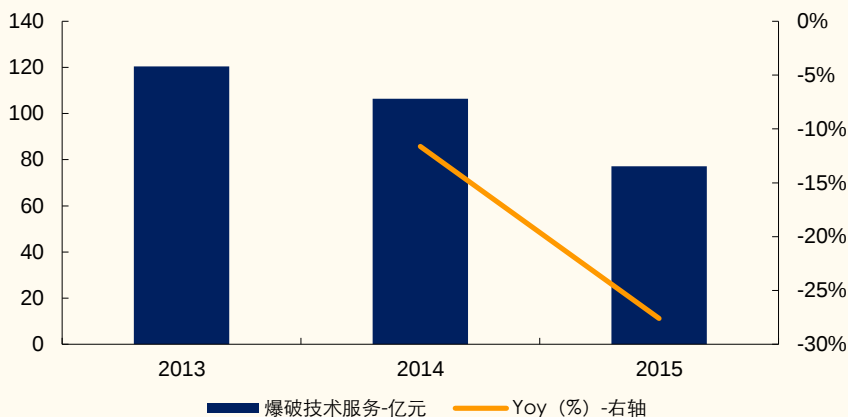
来源：中国民爆器材行业协会，国金证券研究所

来源：中国民爆器材行业协会，国金证券研究所

爆破服务业务表现差强人意 行业集中度提升显著

- 民爆器材生产景气度不容乐观的同时，爆破服务行业也承受一定程度的压力。但由于爆破服务行业具有较高的资质壁垒以及业务粘性，行业下滑幅度优于生产行业。我们认为这类具有一定服务粘性和壁垒的民爆业务有望成为未来行业发展的发力点。

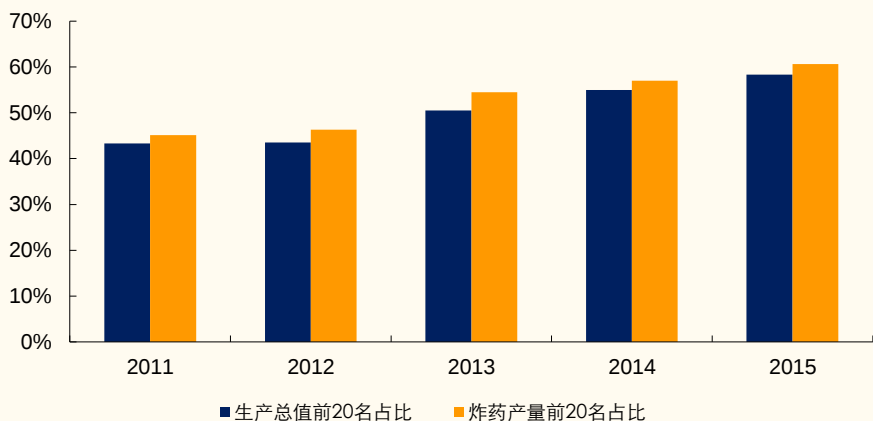
图表 13：爆破服务行业收入下滑



来源：中国民爆器材行业协会，国金证券研究所

- 民爆行业虽然各子行业都出现不同程度的低迷态势，但行业集中度提升的趋势比较明显。比较历史上行业发展规律可以看到，行业低迷期一般都是行业内部进行整合转型的高峰期。

图表 14：民爆行业集中度提升的趋势较为显著



来源：中国民爆器材行业协会，国金证券研究所

- 我们认为，民爆行业在未来两到三年内将经历一波较为显著的整合浪潮，并且高附加值、高壁垒、高粘性的综合服务解决方案业务有望成为行业发展的大势所趋。

定增加码主业战略升级 积极布局人工智能业务

- 我们认为在当前行业景气度处于底部的时点，是行业内龙头企业进行产业链整合、产业链延伸等战略转型举措的极佳时机。产业链整合将进一步加大行业整体的集中度，打造出行业内新的航空母舰；适当的产业链延伸将扩大竞争优势、提高盈利能力，同时提高抵御行业系统性风险的能力。

主业升级——进入矿山综合服务领域的千亿市场

- 公司在 2013 年后逐步加大对于矿山爆破服务领域的投入，并收获到一定程度的效果。本次通过定向增发加码矿山整体解决服务领域的业务，将有望实现产业链的一体化延伸，进一步提升公司爆破业务的盈利能力。

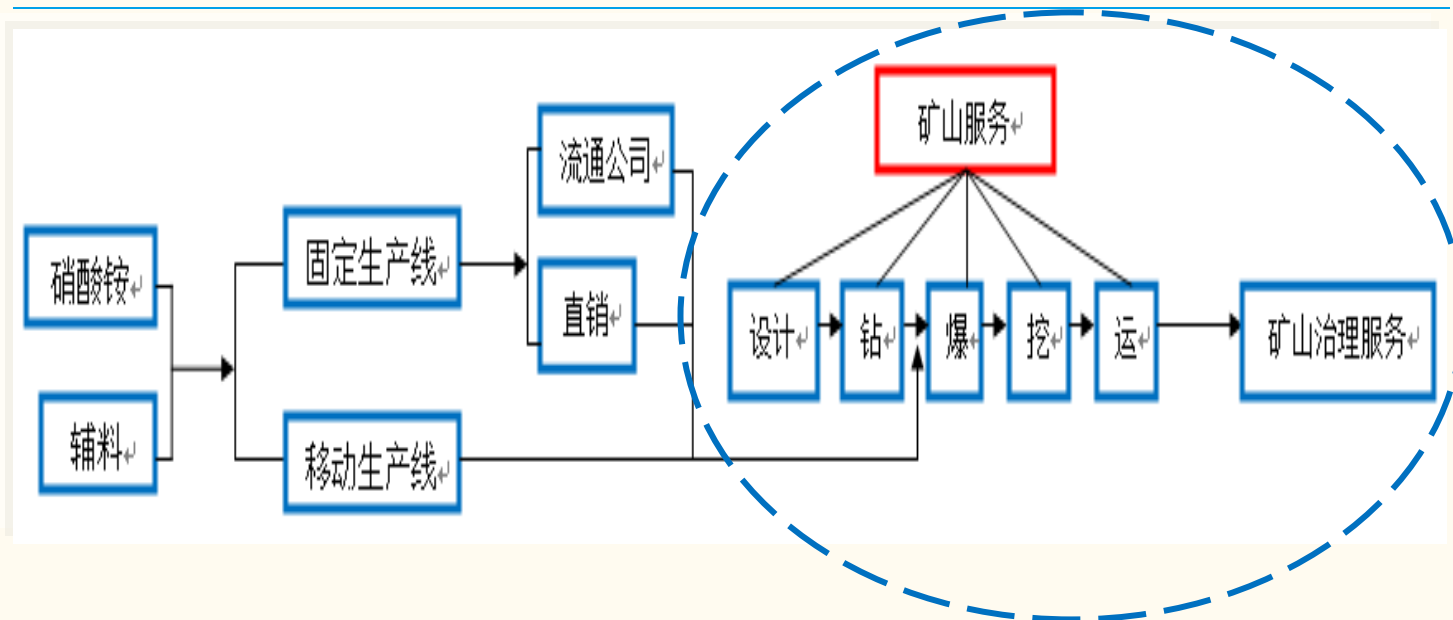
图表 15：本次定增募集资金投向计划

	项目名称	项目总投资额 (万元)	募集资金投入额 (万元)
一	安徽江南爆破工程有限公司矿山工程总承包及 矿山生态修复项目	25,103	25,103
二	爆破工程一体化项目		
1	新疆天河爆破工程有限公司爆破工程一体化技术 改造项目	29,964	29,964
2	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	14,929	14,929
三	民爆智慧工厂项目	5,131	5,131
四	智能生产线建设项目		
1	宁国分公司无固定操作人员粉状乳化炸药生产 线二期示范项目	2,527	2,527
2	安徽恒源技研化工有限公司智能工厂建设项目	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

来源：公司公告，国金证券研究所

- 矿山承包业务以及矿山修复业务都具有极大的市场空间。根据炸药消耗量估算，2015 年我国矿山钻爆工程市场容量估算在 700 多亿元，矿山总承包市场容量 2,000 多亿元。另据相关机构预测，我国生态修复行业有超过万亿的市场发展空间。

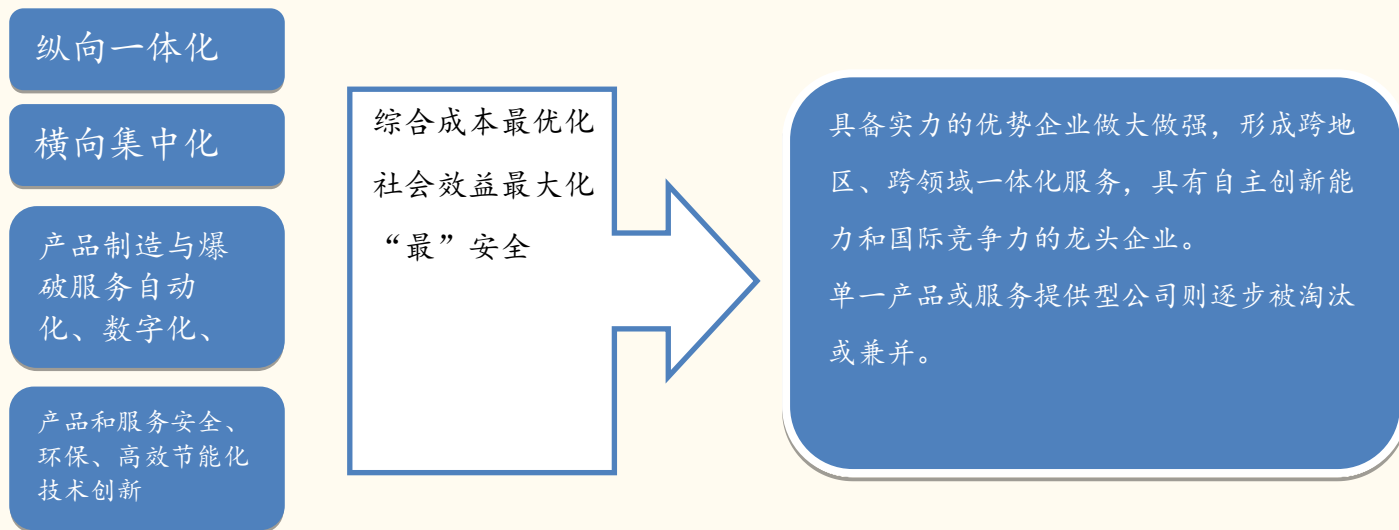
图表 16：矿山综合服务解决方案产业链概况



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司经过多年在民爆生产以及服务领域的深耕，具有极强的技术储备以及管理资质。通过产业横向、纵向一体化战略，发挥自身智能化生产的技术优势，有望成为国内领先的民爆新型材料提供商+爆破服务一体化、综合成本最优化的新型矿山服务商。

图表 17：公司未来发展规划简明逻辑框架



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司作为行业内的优势企业，有望在行业低迷时，通过并购和一体化服务延伸、国际化战略以及募投项目的实施，绑定优质客户、提升市场份额，进一步扩大在矿山总承包和民爆智能制造领域的竞争优势；在行业向上时，公司将具备较高的业绩弹性。并成功实现主业升级。

积极布局人工智能市场

- 公司在原有智能化、数字化、信息化的优势基础上，积极探求新领域的成长点。由于近年来在爆破产品智能制造领域的深度发展，使管理层认识到未来人工智能市场空间的巨大，并逐步布局代表未来的蓝海市场。
- 人工智能作为新世纪的科学前沿领域，其发展方向决定了人类新的科技爆发点。借用《三体》小说中的说法，人工智能有望成为人类下一轮技术爆炸的起点。伴随着硬件领域的飞速进展，以及算法深度的跨越式发展，以机器学习、深度学习等等新前沿技术为代表的人工智能领域将成为学术界、产业界甚至国家之间创新能力的兵家必争之地。

图表 18：AlphaGo 战胜人类顶尖围棋手 表明人工智能已进入新纪元



来源：网站资源，国金证券研究所

- 公司本次布局人工智能产业的切入点：北京光年以及锋时互动，均为国内极其优秀的人工智能公司，具有极强的研发团队和技术积累。两公司分别专注于不同类型的人机互动领域，随着人工智能市场的深化发展，公司有望享受到行业红利所带来的爆发式增长。

- 北京光年自主研发的图灵机器人平台极其 TuringOS 机器人操作系统，是国内首批人工智能级可商用的机器人操作系统中文语境下智能度最高的机器人，具备思维能力、情感能力和自学习能力，并能与人类交流。

图表 19：图灵机器人是北京光年的拳头产品



来源：公司网站，国金证券研究所

- 公司商业应用前景广阔：自 2014 年 11 月正式发布以来，图灵机器人已为超 200000 家合作方提供技术支持，平台累计响应请求量超 1300 亿次。图灵机器人在家用服务机器人、商用服务机器人、儿童陪伴机器人、智能客服系统、智能车载系统以及智能家居控制系统等软硬件领域具有成熟案例。
- 天津锋时互动(Sharpnow Inc.)成立于 2011 年，其前身是锋时互动交互科技小组(Sharpnow Group)。专注于人工智能领域的视觉交互技术的研究。锋时互动的核心技术团队在机器视觉技术等方面有约 10 年技术实践经验，技术在国内处于较为领先的地位。2011 年起研发手势识别产品。

图表 20：锋时互动的主要产品可应用到多个领域之中



来源：公司网站，国金证券研究所

- 锋时互动已经和众多潜在一线客户开展合作，共同开发，着力推广手势互动技术应用。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。2016年上半年，锋时互动 A 轮融资后，持续加大在研发和产品上的投入，主要面向 VR/AR 和汽车电子领域。

- 公司具有完整的转型战略思路与完善的新项目挖掘体系，主要依靠以下三点：背靠大股东盾安集团的有力支持；依靠与如山资本成立战略合作，寻找优质项目，借助其专业人员和项目储备资源优势；通过成立新兴产业基金，投资相关项目。

图表 21：公司新领域转型的主要资本支持

如山资本投资合作

- 管理杭州如山创业投资有限公司、浙江如山成长创业投资有限公司等多只私募股权投资基金，基金管理资产规模达数十亿人民币；
- 专注于智能制造、机器人、信息安全、云计算、大数据、人工智能、医疗健康、清洁技术等领域；
- 中国投资协会创业投资专业委员会常务理事单位、浙江省创业风险投资行业协会副会长单位等。
- 浙江省本土十佳创投机构前列。

成立新兴产业基金

- 2016年4月，公司拟认缴如山资本发起设立**新兴产业基金**即浙江舟山如山汇盈创业投资合伙企业，公司认缴出资9,000万元人民币，占合伙企业总出资金额的30.00%。**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，与公司发展战略契合度高。**
- 近期，如山汇盈正在智能汽车、无人驾驶、大数据、信息安全、虚拟现实（VR）等领域积极拓展。

来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们认为公司未来的两大转型目标前景光明。首先，矿山整体服务领域与人工智能领域都是具有千亿以上价值的蓝海市场；其次，公司管理层自上而下支持公司进行主业转型以及新领域的开拓，并具有完善的配套体系；最后，公司自身质地优良为整体转型提供坚实基础。

投资建议与盈利预测

- 我们认为公司目前虽然所处行业景气度仍维持在底部区间，但公司未来转型方向清晰且市场空间巨大，背靠集团的强有力支持，同时公司自身质地优良。对公司首次覆盖给予增持评级。

图表 22：分产品盈利预测

	2016E	2017E	2018E
民用炸药-万元	87000	93000	94000
毛利率-%	44%	44%	44%
爆破工程-万元	23000	24000	25000
毛利率-%	45%	45%	45%
民用起爆器材-万元	5000	6000	6000
毛利率-%	39.40%	40.00%	39.83%
总收入-万元	115000	123000	125000
毛利率-%	44%	44%	44%

来源：Wind，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,936	1,793	1,358	1,150	1,230	1,250
增长率		-7.4%	-24.2%	-15.3%	7.0%	1.6%
主营业务成本	-980	-920	-709	-644	-689	-700
%销售收入	50.6%	51.3%	52.2%	56.0%	56.0%	56.0%
毛利	956	873	649	506	541	550
%销售收入	49.4%	48.7%	47.8%	44.0%	44.0%	44.0%
营业税金及附加	-31	-26	-19	-16	-17	-17
%销售收入	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
营业费用	-151	-160	-121	-92	-98	-100
%销售收入	7.8%	8.9%	8.9%	8.0%	8.0%	8.0%
管理费用	-312	-345	-357	-288	-283	-288
%销售收入	16.1%	19.2%	26.3%	25.0%	23.0%	23.0%
息税前利润 (EBIT)	462	343	152	111	143	145
%销售收入	23.9%	19.1%	11.2%	9.6%	11.6%	11.6%
财务费用	-25	-38	-27	-34	-60	-59
%销售收入	1.3%	2.1%	2.0%	2.9%	4.8%	4.7%
资产减值损失	-20	-29	-41	-2	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	19	15	19	15	15	15
%税前利润	4.2%	5.0%	17.7%	16.4%	15.0%	14.5%
营业利润	437	291	102	90	99	102
营业利润率	22.6%	16.2%	7.5%	7.8%	8.0%	8.2%
营业外收支	18	8	5	3	3	3
税前利润	454	299	108	93	102	105
利润率	23.5%	16.7%	7.9%	8.1%	8.3%	8.4%
所得税	-97	-66	-37	-21	-22	-22
所得税率	21.4%	22.0%	34.6%	22.9%	22.0%	21.0%
净利润	357	233	70	72	79	83
少数股东损益	88	71	35	33	38	40
归属于母公司的净利润	269	162	36	39	41	43
净利率	13.9%	9.0%	2.6%	3.4%	3.4%	3.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	357	233	70	72	79	83
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	107	141	162	126	139	153
非经营收益	13	34	14	-135	49	49
营运资金变动	-299	-33	-13	279	-16	-3
经营活动现金净流	177	375	233	342	251	281
资本开支	-169	-209	-92	-1,111	-169	-170
投资	-136	-4	-69	-1	0	0
其他	13	124	-17	15	15	15
投资活动现金净流	-293	-89	-179	-1,096	-154	-155
股权募资	48	12	0	0	0	0
债权募资	305	-115	-53	1,680	-6	-44
其他	-197	-264	-265	-849	-91	-83
筹资活动现金净流	156	-367	-318	830	-97	-126
现金净流量	40	-81	-263	76	0	0

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	667	585	324	400	400	400
应收款项	587	625	605	326	349	354
存货	93	101	98	72	77	78
其他流动资产	95	47	42	42	44	45
流动资产	1,441	1,358	1,069	840	870	878
%总资产	35.9%	33.7%	23.1%	15.6%	16.0%	16.1%
长期投资	270	286	1,245	1,246	1,245	1,245
固定资产	825	944	949	1,017	1,068	1,102
%总资产	20.6%	23.5%	20.5%	18.9%	19.6%	20.2%
无形资产	1,355	1,387	1,338	2,270	2,254	2,240
非流动资产	2,571	2,667	3,567	4,536	4,569	4,589
%总资产	64.1%	66.3%	76.9%	84.4%	84.0%	83.9%
资产总计	4,012	4,025	4,635	5,375	5,439	5,467
短期借款	198	186	513	2,253	2,247	2,203
应付款项	161	208	181	172	182	185
其他流动负债	570	413	92	95	92	93
流动负债	929	806	786	2,521	2,522	2,481
长期贷款	33	80	0	0	0	1
其他长期负债	107	109	240	0	0	0
负债	1,068	995	1,026	2,521	2,522	2,482
普通股股东权益	2,544	2,543	3,142	2,353	2,379	2,406
少数股东权益	400	486	468	501	539	579
负债股东权益合计	4,012	4,025	4,635	5,375	5,439	5,467

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.673	0.407	0.045	0.049	0.052	0.054
每股净资产	6.358	6.386	3.971	2.974	3.006	3.041
每股经营现金净流	0.444	0.941	0.295	0.432	0.318	0.356
每股股利	0.000	0.000	0.800	0.030	0.020	0.020
回报率						
净资产收益率	10.58%	6.37%	1.14%	1.65%	1.74%	1.78%
总资产收益率	6.71%	4.02%	0.77%	0.72%	0.76%	0.78%
投入资本收益率	11.26%	7.99%	2.31%	1.67%	2.16%	2.21%
增长率						
主营业务收入增长率	9.14%	-7.40%	-24.24%	-15.32%	6.96%	1.63%
EBIT 增长率	13.66%	-25.80%	-55.65%	-27.11%	29.15%	1.63%
净利润增长率	3.24%	-39.83%	-77.94%	8.75%	6.46%	3.70%
总资产增长率	16.08%	0.33%	15.16%	15.96%	1.19%	0.51%
资产管理能力						
应收账款周转天数	50.1	71.4	100.7	64.2	64.2	64.2
存货周转天数	35.1	38.5	51.2	40.7	40.7	40.7
应付账款周转天数	25.0	32.3	43.8	34.5	34.5	34.5
固定资产周转天数	145.0	185.5	240.4	304.1	298.5	303.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-14.81%	-10.54%	5.23%	64.94%	63.32%	60.43%
EBIT 利息保障倍数	18.8	8.9	5.5	3.3	2.4	2.5
资产负债率	26.63%	24.73%	22.13%	46.90%	46.36%	45.41%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD