

佰利联 (002601)

—供给收缩涨价预期延续,行业整合序幕拉开

投资评级 买入 评级调整 收盘价 15.97 元

投资要点:

1. 公司是国内第一家既有硫酸法又有氯化法的钛白粉生产企业,即将成为行业龙头。公司正在收购四川龙蟒钛业,届时将成为国内钛白粉龙头企业,拥有硫酸法钛白产能 50 万吨/年,氯化法钛白产能 6 万吨/年,跻身全球前三。公司氯化法钛白装置经过长时间的试车,目前已经能够稳定生产,产品已经上市销售。今年以来钛白粉已经提价 8 次,恢复到了去年降价前的水平,这将直接提升公司的盈利能力。
2. 钛白粉行业产能收缩,涨价趋势有望延续。去年以来国外钛白粉关停 40 多万吨,国内关停 30 多万吨,而下游需求保持相对稳定,从而导致出口大幅增加,价格上涨。到目前为止已经提价 8 次,而行业内订单充足,库存不足,下半年有望延续涨价趋势。
3. 行业整合拉开序幕。公司与四川龙蟒的合并,将给国内、国际钛白粉行业带来深远影响,整合序幕可能从此拉开,这将给国内钛白粉企业带来新的发展契机:一方面国内企业为了维持自身的竞争能力,加强话语权,会寻求相互之间的整合;另一方面,国际巨头从 2011 年后就开始剥离钛白粉业务(杜邦已经剥离,亨斯曼正在寻求剥离),出售相关业务的意愿比较强,而国内企业经过多年的发展也有很强的意愿走向国际,特别是为了发展氯化法钛白,国际并购是容易走通的道路。
4. 盈利预测:预计公司 2016-2018 年摊薄 EPS 为 0.16、0.44、0.51 元,给予“买入”评级。
5. 风险提示:钛白粉价格波动大的风险;并购事项尚存在一定的变数;宏观经济走弱,下游领域不稳定导致需求下滑的风险。

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2660	4316	6588	7863
营业收入增长率	29%	62%	53%	19%
净利润(百万元)	111	327	904	1043
净利润增长率	76%	193%	177%	15%
EPS(摊薄,元)	0.05	0.16	0.44	0.51
ROE	4.8%	8.0%	18.8%	19.3%
P/E	295.50	100.81	36.42	31.58
P/B	14.33	8.09	6.84	6.10

发布时间: 2016 年 07 月 18 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	
上证指数/深圳成指	
50 日均成交额(百万元)	
市净率(倍)	4.79
股息率	

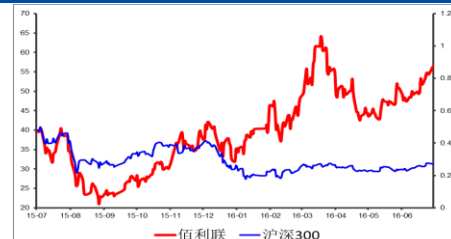
基础数据

流通股(百万股)	597.73
总股本(百万股)	715.48
流通市值(百万元)	
总市值(百万元)	11426
每股净资产(元)	
净资产负债率	

股东信息

大股东名称	许刚
持股比例	13.66%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员: 李朝松
 执业证书编号: S0020512080005
 电话: 021-51097188-1929
 电邮: lichao.song@gyzq.com.cn
 地址: 中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券

研究助理: 陈冠雄
 执业证书编号: S0020115080009
 电话: 021-51097188-1953
 电邮: chenguanxiong@gyzq.com.cn
 地址: 中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券

目 录

第 1 部分 简介	3
1.1 钛白粉简介.....	3
1.2 公司简介	5
第 2 部分 供给收缩涨价预期延续	6
第 3 部分 行业整合序幕拉开.....	9
第 4 部分 估值分析	10
第 5 部分 风险提示	10
附录:	11
图 1 锐钛型钛白粉生产流程	3
图 2 金红石型钛白粉工艺流程.....	4
图 3 全球和国内钛白粉历年产能	7
图 4 每月出口量（吨）以及同比增速.....	8
图 5 累计出口量（千克）以及同比增速	8
表 1 硫酸法和氯化法对比	5
表 2 全球钛白粉产量和消费量.....	6
表 3 国内钛白粉消费量、产量.....	7
表 4 国内钛白粉产量和金红石型钛白粉比重	7
表 5 龙蟒钛业主要钛白粉产品.....	9

第 1 部分 简介

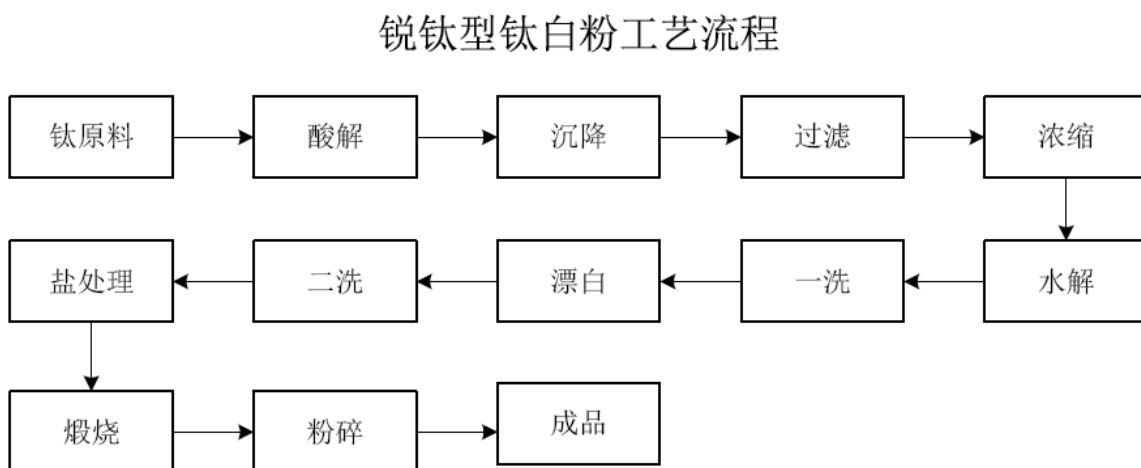
1.1 钛白粉简介

钛白粉的化学名称为二氧化钛，商用名称为钛白粉，化学分子式为 TiO_2 。它具有高折射率，理想的粒度分布，良好的遮盖力和着色力，是一种性能优异的白色颜料，广泛应用于涂料、橡胶、塑料、造纸、印刷油墨、日用化工、电子工业、微机电和环保工业。

按用途对钛白粉分类。按用途分类，钛白粉主要分为颜料级和非颜料级钛白粉。通常人们把在涂料、油墨、塑料、橡胶、造纸、化纤、美术颜料和日用化妆品等行业中以白色颜料为主要使用目的的钛白粉称为颜料级钛白粉、二氧化钛颜料或钛白粉；而把在搪瓷、电焊条、陶瓷、电子、冶金等工业部门以纯度为主要使用目的的钛白粉称为非颜料级钛白粉或非涂料用钛白粉。

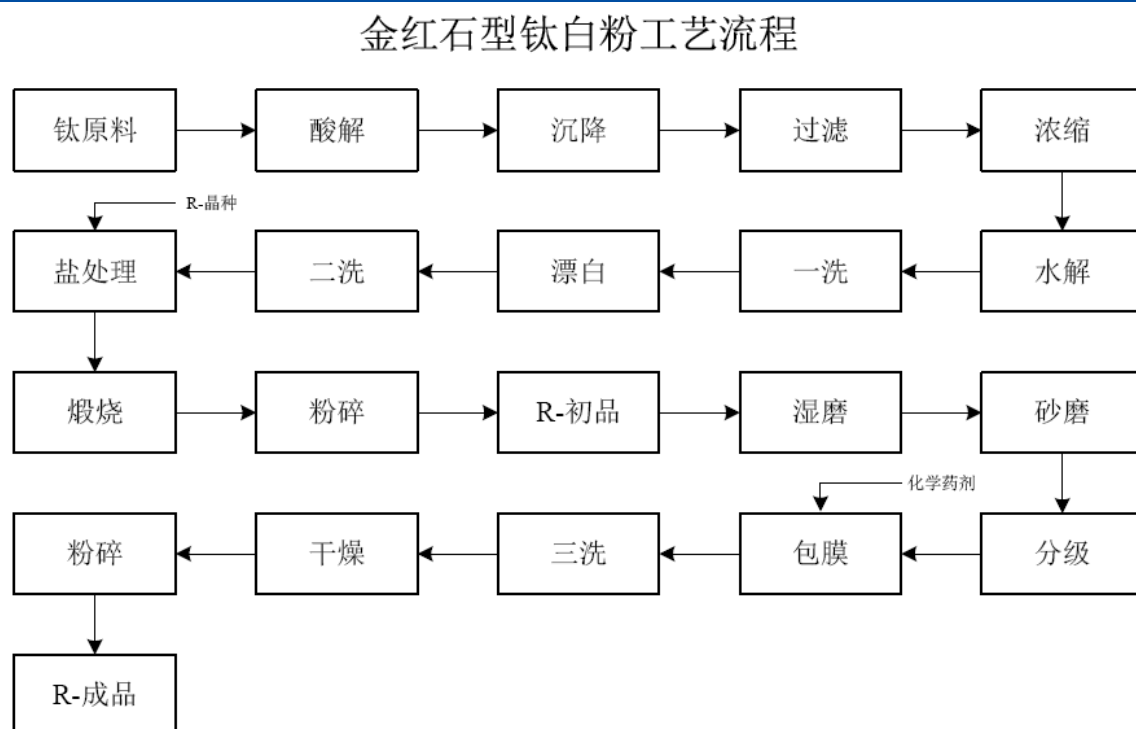
按结构对钛白粉分类。按结晶形态分类，钛白粉主要分为锐钛型钛白粉（简称A型）和金红石型钛白粉（简称R型）两类。锐钛型钛白粉主要用于室内涂料、油墨、橡胶、玻璃、化妆品、肥皂、塑料和造纸等工业。金红石型钛白粉比锐钛型钛白粉具有更好的耐候性和遮盖力，主要用于高级室外涂料、有光乳胶漆涂料、塑料、有较高消色力和耐候要求的橡胶材料、高级纸张涂层等。

图 1 锐钛型钛白粉生产流程



资料来源：公司公告，国元证券研究中心整理

图 2 金红石型钛白粉工艺流程



资料来源：公司公告，国元证券研究中心整理

工业上生产钛白粉的方法有硫酸法和氯化法（表 1）。硫酸法起始于1916年，诞生于美国和挪威，既可采用钛铁矿也可采用酸溶性钛渣作为原料，可生产锐钛型和金红石型两种钛白粉产品。氯化法由杜邦公司于1956年在美国开始实现工业化，主要以金红石或氯化钛渣作为原料，只能生产金红石型产品。

氯化法将是未来国内钛白粉发展的重要方向。目前国外硫酸法钛白和氯化法钛白的比例分别为45%和55%，而在国内主要是硫酸法钛白，氯化法钛白目前只有四家企业能够生产（锦州钛白6万吨/年、河南漯河兴茂6万吨/年、云南新立6万吨/年、佰利联6万吨/年），产量有限。随着环保政策的趋严，硫酸法钛白生产装置的新建受到了限制，而氯化法钛白的生产受到了国家产业政策的鼓励，是行业未来发展的方向：国家发改委于2011年3月颁布并自2011年6月1日起施行的《产业结构调整指导目录（2011年本）》中制定了鼓励“单线产能3万吨/年及以上、并以二氧化钛含量不小于90%的富钛料（人造金红石、天然金红石、高钛渣）为原料的氯化法钛白粉生产”，限制“新建硫酸法钛白粉”的产业政策；根据工业和信息化部于2010年10月13日发布的《部分工业行业淘汰落后生产工艺装备和产品指导目录（2010年本）》（工产业【2010】第122号），“废物不能有效利用或三废排放不达标的钛白粉生产装置”被列入需要淘汰的落后生产工艺装备和产品目录。

表 1 硫酸法和氯化法对比

项目	硫酸法	氯化法
原料	钛铁矿：价格低、稳定，可直接采掘获得；酸溶性钛渣：价格相对较高、品质较好，需对钛矿进行化学加工得到。	钛铁矿/白钛石：价格低、稳定，工艺技术要求高；金红石：价格相对较高，工艺技术要求不高；氯化渣、人造金红石：价格更高，工艺技术要求不高。
产品类型	既可生产锐钛型钛白粉，又可生产金红石型钛白粉。	只能生产金红石型钛白粉。
生产技术	应用时间长、资料完备，易于掌握并采用，但在水解和煅烧阶段需进行精确控制以确保钛白粉所需的最佳粒度。	技术相对较新。氯化、氧化工艺仍有较多技术诀窍，仅少数公司向外界提供过 $TiCl_4$ 氧化技术。
产品质量	可与氯化法钛白粉媲美，通过工艺控制、完善包膜技术缩小了与氯化法产品的差距。	产品纯度高、质量较好，但产品由于微量吸附氯和 HCl ，具有腐蚀性，在某些应用领域受局限。
其他主要原材料	硫酸：烟气、黄铁矿、有色金属冶炼副产品获得，通常都较便宜，生产商的成本随硫磺原料的价格波动而变化。	氯气，价格随能耗成本和其生产烧碱的需用情况而变化。大部分氯气可循环使用，所以高成本对其几乎没有影响。而对使用低品位原料配矿的工厂，氯气要多出 10 倍以上。
污染与废物处理	以钛铁矿、高钛渣为原料，一般每生产 1 吨钛白粉产生 8 吨浓度为 20% 废酸。废酸已有较好的浓缩回收和中和处理方式。	以金红石为原料，废物排放量低。但生产商要承担废物处理重任。使用低品位原料，每生产 1 吨钛白粉可产生高达 1.6 吨含氯气和盐酸的 $FeCl_3$ 。目前采用深井埋放处理方式，对环境有危害。
工厂安全	主要危害来自于热浓硫酸的处理，液体储存较容易，泄露容易处理。	来源于氯气和高温下的 $TiCl_4$ 气体，气体的泄露对周围环境危害严重，储存要求高。

资料来源：公司公告，国元证券研究中心整理

1.2 公司简介

公司是国内钛白粉行业第二。公司是国家级高新技术企业、河南省双百（百强、百高）企业、河南省优秀民营企业。主营钛白粉、锆制品、硫酸等三大系列产品，其中钛白粉是公司的核心产品，2015年占公司主营收入的86.5%，公司主要钛白粉产品为金红石型钛白粉，拥有硫酸法钛白粉年生产能力20万吨，氯化法钛白粉年生产能力6万吨，总产能位居全国第二。

公司近年来主营业务良好，保持高速增长。2014年营收20.51亿，同比增长19.09%，归属于母公司净利润6314万，同比增长167.82%；2015年营收26.34亿，同比增长28.43%，归属于母公司净利润1.11亿，同比增长76.49%。产品毛利率维持在20%左右

公司氯化法产线已经稳定运行。公司从德国钛康引进了氯化法钛白粉生产工艺，经过多年建设于2015年进入试车阶段，但是钛康其技术人员并不具备实际生产经验，因此试车以来装置一直运行不畅，在合同规定的期限内氯化法产线并没有达到设计的产能，并且还烧毁了一台氯化炉给公司造成了损失，公司已经终止了和钛康公司的合同并要求其退回一定的技术转让费并对损失进行赔偿。与此同时，公司通过自身的研发和多方寻求技术，取得了氯化法产线试车的成功，据草根调研了解目前氯化法产线已经稳定运行，月生产能力已经达到5000吨左右，氯化法产品已经上市正常销售。目前氯化法产线所用原料主要来源于外购，成本还较高，公司正在积极的试验以求用自产的高钛渣替代进口原料。为此配套的高钛渣项目一期15万吨已经在2015年投产，目前公司高钛渣外销良好，占据国内高钛渣市场50%以上的份额。

TR52油墨专用钛白粉技改项目进展顺利，今年有望放量。公司从亨斯曼购买了TR52油墨专用钛白粉生产专利，在欧洲市场TR52油墨专用钛白粉的需求量在2-3万吨，公司产品今年有望放量。

第 2 部分 供给收缩涨价预期延续

欧美钛白粉市场需求增速很缓慢，行业巨头寻求剥离钛白粉业务。欧美企业发展钛白粉的工业生产时间较早，工艺技术积累时间长，因此全球钛白粉的主要生产企业集中在欧美，前 5 大企业都在欧美：美国杜邦公司（DuPont）、科斯特公司（CristalGlobal）、亨斯曼（Huntsman）、康诺斯（Kronos）、特诺公司（Tronox）。欧美虽然发展钛白粉工业生产的时间较早，但产业已经趋于成熟，近年来对钛白粉的需求增速已经趋缓，进而拖累全球钛白粉消费的增速（表 2），特别是 2011 年以后，欧美市场对钛白粉的需求增速已经基本停止。一方面钛白粉工艺已经成熟，不论是硫酸法还是氯化法工艺都已经停滞不前，另一方面由于市场需求增速放缓，价格自 2011 年后开始回落，钛白粉业务盈利能力减弱，因此国外巨头纷纷剥离其钛白粉业务，比如杜邦将其钛白粉业务和氟化工等装入了科慕、亨斯曼也在谋求剥离钛白粉业务。

表 2 全球钛白粉产量和消费量

项目	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
总产量（万吨）	475.2	492.2	506.5	522.1	494.2	540
年增长率（%）	6.6	3.6	2.9	3.1	-5.3	9.3
总消费量（万吨）	463.5	461.2	488.6	510.6	492.7	455
年增长率（%）	7.7	-0.5	5.9	4.5	-3.5	-7.6

资料来源：中国钛白网，国元证券研究中心整理

国内钛白粉市场需求增速保持较高水平。在欧美市场增速已经停滞的情况下，中国市场是全球钛白粉市场的一道亮丽的风景线（表 3），虽然 2011 年后产量增速也放缓，但仍然保持在 10%以上的增速增长（表 4），国内企业扩产迅速，国内钛白粉不论是生产量还是产能都已经占据全球生产量的 30%以上（图 3），工艺不断提升（金红石型钛白粉

占比不断提升), 出口量不断增加: 据国家化工行业生产力促进中心钛白分中心最新统计, 2014 年全国钛白粉总产量为 243.5 万吨, 按当年实际产能 306 万吨计, 全国平均产能利用率为 79.58%, 较上年提升了 2.6 个百分点, 其中金红石型 175.7 万吨, 占总产量的 72.2%, 比 2010 年的 57.2%提高了 15%。据海关总署统计, 2014 年全国累计出口钛白粉 55.25 万吨, 比上年增加 14.90 万吨, 增幅为 37.08%; 全国累计进口钛白粉 21.57 万吨, 比上年增长 2.19 万吨, 增幅为 11.30%, 出口增幅远远大于进口增幅。

表 3 国内钛白粉消费量、产量

年份	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
消费量 (万吨)	24.8	37.6	42.7	51	64	75.7	77.1	91.4	114.3	96.9	118.8	148.4
年增长率 (%)	-	51.6	13.6	19.4	25.5	18.3	1.9	18.6	25.1	-15.2	22.6	25.1
产量 (万吨)	18.1	28.9	30.8	37	42	60	70	86	99.7	78.7	104.7	147.2
年增长率	-	59.7	6.6	20.1	13.5	42.9	16.7	22.9	15.9	-21.1	33	40.8

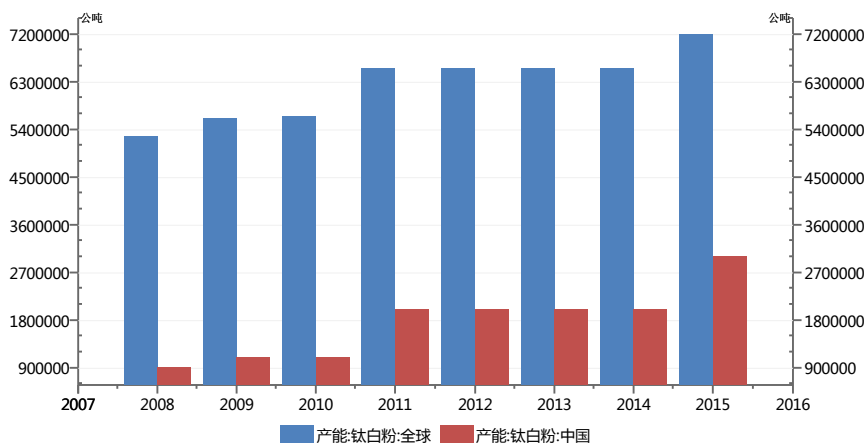
资料来源: 公司招股说明书, 国元证券研究中心整理

表 4 国内钛白粉产量和金红石型钛白粉比重

年份	2010	2011	2012	2013	2014
总产量 (万吨)	147.4	181.2	188.6	215.5	243.5
年增长率 (%)	-	22.91	4.08	14.26	12.99
金红石型产量 (万吨)	84.3	117.6	132.1	142.0	175.7
占比 (%)	57.18	64.90	70.04	65.89	72.16
年增长率 (%)	-	39.50	12.33	7.49	23.73

资料来源: 《钛白》2014 年第 4 期, 国元证券研究中心整理

图 3 全球和国内钛白粉历年产能



资料来源: Wind, 国元证券研究中心整理

2015 年下半年钛白粉价格下跌。2015 年，由于下游房地产市场的低迷，国内钛白粉产量首次出现下降：据国家化工行业生产力促进中心钛白分中心和钛白粉产业技术创新战略联盟秘书处对全国能维持正常生产的 42 家规模以上的全流程型钛白粉生产企业(含 38 家硫酸法企业、3 家氯化法企业，1 家兼具硫酸法/氯化法企业，不含表面处理加工型企业)的数据统计,2015 年以上企业的钛白粉生产总量为 232.3 万吨,相比 2014 年的 243.5 万吨下降 11.2 万吨，同比降幅为 4.6%。2015 年我国的钛白粉出口市场也停止了 2014 年的高增长趋势。据中国海关数据统计显示，2015 年我国累计出口钛白粉 53.84 万吨，同比下滑 2.55%。同时价格也从 2015 年 7 月份开始下降。

2016 年，需求稳定，产量收缩，价格上涨。但是要注意的是，在需求基本稳定的情况下，2015 年国内国外去产能取得一定成效，据不完全统计：国外关停产能 40 多万吨（亨斯曼关停法国 10 万吨，科慕（杜邦）关停 15 万吨，特诺关停部分产线等），国内关停产能 30 多万吨。而新开产能国外只有科慕（杜邦）墨西哥 20 万吨（但是近年内开不满），国内今年能够投产的只有徐州的 8 万吨,因此进入 2016 年后钛白粉出口量同比大幅增加（**错误！未找到引用源。**），到 5 月份累计出口量已经达到 28 万吨，同比增速接近 30%

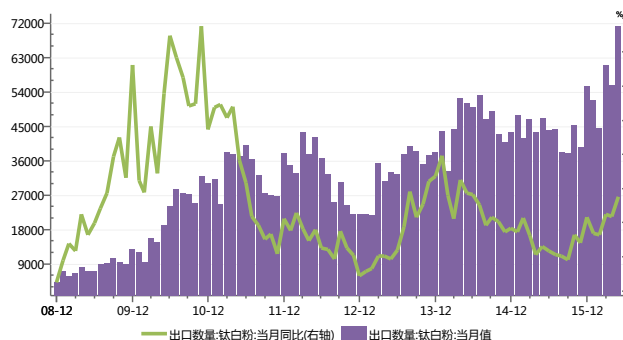
（资料来源：Wind，国元证券研究中心整理

图 5 累计出口量（千克）以及同比增速

），据草根调研了解到预计今年出口量将超过 70 万吨。

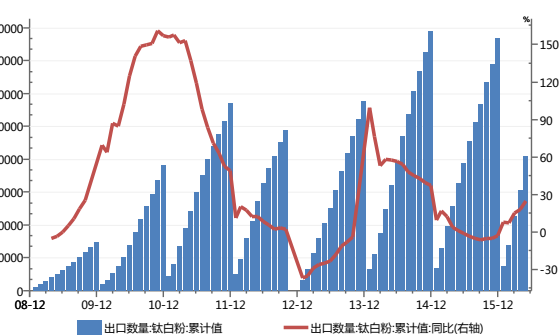
因此，受供给端收缩（需求端相对稳定）的影响，钛白粉行业景气不断回升，2016 年以来国内钛白粉已经经过 8 轮涨价，价格已经恢复到了去年降价前的水平，据草根调研了解，到目前为止行业内订单充足、库存有限，下半年继续涨价的预期较高，特别是出口占比较大的企业，业绩有望进一步提升。

图 4 每月出口量（吨）以及同比增速



资料来源：Wind，国元证券研究中心整理

图 5 累计出口量（千克）以及同比增速



资料来源：Wind，国元证券研究中心整理

公司有硫酸法钛白粉产能 20 万吨、氯化法钛白粉产能 6 万吨，并购四川龙蟒钛业后，总产能将达到 56 万吨，价格上涨将直接提升公司的盈利能力。公司 2015 年出口销售额占总营收的比例为 42%左右，公司出口的钛白粉占据国内出口量的 45%以上，出口量的大幅增长将直接提升公司的业绩水平。

第 3 部分 行业整合序幕拉开

收购四川龙蟒钛业。公司在 2015 年 6 月份公告要收购四川龙蟒钛业 100% 股权，之后由于股灾的影响，进度放缓，2015 年 11 月份后进展加快，到 1 月份后，由于证监会新主席的上台，批文下放速度再次放缓，目前公司已经拿到批文，预计年内可以完成收购事宜。龙蟒钛业有钛白粉年生产能力 30 万吨（表 5），是国内钛白粉行业的龙头，**此次并购是国内钛白粉行业排名第一、第二的企业进行并购，不仅将对国内钛白粉行业带来深远影响，同时并购后企业总产能将达到 56 万吨，跻身全球前三，将对全球钛白粉行业产生巨震，国际并购也许从此拉开。**

表 5 龙蟒钛业主要钛白粉产品

产品型号	产品用途
R-996	高档通用级金红石型钛白粉，可用于生产溶剂型涂料、内外墙高光、亚光乳胶漆、工业涂料、油墨、塑料等。
LR-952	高档装用金红石型钛白粉，可用于生产装饰用层压原纸（如HPL、CPL、LPL等）、装饰纸用打印油墨、硬质PVC等户外塑料材料领域。
LR-997	高档专用金红石型钛白粉，可用于生产工业用气、内外墙乳胶漆、塑胶、油墨等。
LR-108	高档专用金红石型钛白粉，可用于生产工业塑料、聚烯烃色母粒等。

资料来源：公司公告，国元证券研究中心整理

国内钛白粉行业整合加快。龙蟒钛业的盈利能力位居全行业前列，其钛白粉毛利率明显高于行业内其它行业，究其原因有二：一是形成了“钒钛磁铁矿—钛精矿—钛白粉”的完整生产产业链，龙蟒钛业拥有较大规模的钒钛磁铁矿资源，根据四川省地质矿产勘查开发局一〇六地质队出具的《红格铁矿 2014 年度储量动态检测报告》，该采矿区年设计开采规模 800 万吨，截至 2014 年末的保有储量达到 18416 万吨，折合为 46.5% 品位的钛精矿约为 3625 万吨，自产钛矿成本比外购要低出很多；二是对废酸的处理是循环利用，其母公司龙蟒集团下有磷化工产业，钛白粉生产产生的废硫酸，可以循环利用在磷矿石的洗选上，从而降低钛白粉产业的成本。此次强强联合，可以让双方互相利用对方的优势，将对国内钛白粉行业产生深远影响，加快国内钛白粉行业的整合。

国际并购拉开序幕，国内钛白粉企业迎来新的发展契机。另一方面，如第二部分所说，欧美市场钛白粉需求增速几乎停滞，大型企业纷纷剥离钛白粉业务，有很强的出售意愿，而国内企业要走向国际以及发展氯化钛白，国际并购可能是最容易走通的路，据草根调研了解到，国内有国际并购意愿的钛白粉企业并不止公司一家，此次国内龙头间的并购所引起的行业内的巨震极大可能将拉开国内钛白粉企业国际并购的序幕。

第 4 部分 估值分析

关键假设：

1. 今年钛白粉售价至少将维持目前的价格水平，继续提价预期大；
2. 并购龙蟒钛业将在今年内完成，并表一个季度。

预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.16、0.44、0.51 元，首次覆盖给予“**买入**”评级。

第 5 部分 风险提示

1. 钛白粉价格波动大的风险；
2. 并购事项尚存在一定的变数；
3. 宏观经济走弱，下游领域不稳定导致需求下滑的风险。

附录:

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2120	4286	5843	7214	营业收入	2660	4316	6588	7863
现金	563	2035	2549	3277	营业成本	2147	3206	4618	5652
应收账款	344	582	876	1051	营业税金及附加	6	9	14	17
其他应收款	19	0	0	0	营业费用	110	188	280	339
预付账款	83	155	208	261	管理费用	200	432	527	550
存货	615	901	1307	1596	财务费用	59	84	49	36
其他流动资产	496	613	903	1029	资产减值损失	10	10	10	10
非流动资产	3641	3369	3142	2867	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	38	38	38	38	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	1933	2399	2484	2377	营业利润	126	386	1090	1258
无形资产	149	149	149	150	营业外收入	10	11	11	11
其他非流动资产	1521	783	471	302	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	5761	7656	8985	10081	利润总额	136	398	1101	1269
流动负债	3140	3098	3479	3780	所得税	17	49	135	156
短期借款	1630	1397	1474	1448	净利润	119	349	965	1113
应付账款	454	647	947	1153	少数股东损益	8	22	61	70
其他流动负债	1056	1055	1058	1178	归属母公司净利润	111	327	904	1043
非流动负债	263	404	546	690	EBITDA	362	683	1397	1575
长期借款	250	393	535	678	EPS (元)	0.55	0.16	0.44	0.51
其他非流动负债	13	11	11	12					
负债合计	3403	3502	4026	4469	主要财务比率				
少数股东权益	60	82	143	213	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
股本	204	2062	2062	2062	成长能力				
资本公积	1404	893	893	893	营业收入	28.9%	62.3%	52.6%	19.4%
留存收益	861	1117	1861	2443	营业利润	102.5%	207.2%	182.1%	15.4%
归属母公司股东权益					归属于母公司净利润				
益	2298	4072	4816	5399	润	76.5%	193.1%	176.8%	15.3%
负债和股东权益	5761	7656	8985	10081	获利能力				
					毛利率(%)	19.3%	25.7%	29.9%	28.1%
					净利率(%)	4.2%	7.6%	13.7%	13.3%
					ROE(%)	4.8%	8.0%	18.8%	19.3%
					ROIC(%)	4.6%	10.1%	23.5%	26.4%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	59.1%	45.7%	44.8%	44.3%
					净负债比率(%)	55.24%	59.66%	49.93%	47.58%
					流动比率	0.68	1.38	1.68	1.91
					速动比率	0.48	1.09	1.30	1.48
					营运能力				
					总资产周转率	0.51	0.64	0.79	0.82

注释: 2016 年及以后的 EPS 为摊薄 EPS, 而 2015 年 EPS 是摊薄前 EPS。

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间		
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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。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。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn