

六国化工 (600470)

谋求稳定主营，尝试多元发展

中性/ 首次评级

股价: RMB12.98

分析师

肖晖
SAC 执业证书编号:S1000208110160
+755-82493656 xiaohui@lhqz.com

联系人

赵森
+755-82368536 zhaosen@lhqz.com

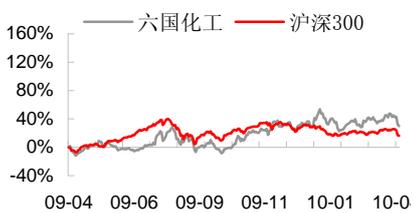
相关研究

- 《磷铵价格持续上涨，产量创新高》 2010-03-18
- 《磷化工行业开始复苏》 2010-02-23
- 《中国关税将刺激全球磷供应紧张》 2010-01-28

基础数据

总股本 (百万股)	226
流通 A 股 (百万股)	226
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	2933

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

- 六国化工是我国重点发展的磷肥生产大型骨干企业，二铵产能 100 万吨，其中 60 万吨可随时转产复合肥，磷铵产量列国内前 5 名，且连年增长。公司销售模式有效、地理位置优越，但上游原料外购为主，资源瓶颈制约公司主业发展。
- 多年积累的“六国”品牌效应和“驻点直销”模式，保证了公司稳定增长的销量水平，“驻点直销”模式也使得公司应收账款处于行业内较低水平。铜陵地理位置优越，相比西南地区，铁路运输至种粮大省山东、河南及稍远的东北地区，约可减少里程 2000 公里。
- 上游原料瓶颈制约公司发展，2007 年起公司二铵毛利率开始低于行业内其他公司，主要由于此时国内磷铵产能开始过剩，公司原材料大量外购的弊端显现。铜陵硫酸资源丰富，公司有采购价格优势，但仍需承受价格波动风险。磷矿石 80%以上采自湖北宜昌，采购运输成本较高，矿石资源瓶颈直接制约公司发展。宿松磷矿今年年中试产，达产后可采精矿约 40 万吨/年，我们估算可将公司矿石平均成本降至 450 元/吨，仍高于业内其他公司。
- 拟定向增发建设的 28 万吨合成氨项目，将公司液氨成本由现在的 2500-2600 元/吨降至 1900-2000 元/吨，根本解决公司液氨采购成本高及长途运输存在安全隐患等问题，2012 年后长期利好公司发展。
- 国内磷铵产能过剩。在新建产能仍不断增长；09 年末完成大量补库存；中国关税限制磷肥出口等多重不利因素影响下，我们预计 10 年国内磷铵价格不会出现明显上涨，行业盈利仍将处于较低水平。
- 公司投资湿法磷酸净化项目或将成为未来发展的亮点，5 万吨工业级湿法磷酸项目今年年底可投产，我们测算该项目盈利水平应高于磷肥。之后 2 万吨食品级磷酸项目将择期投产，若顺利，公司将可能向更高端和更大规模的净化磷酸盐领域发展。
- 我们预测公司 10 年（增发摊薄前）EPS 0.39 元，11 年 EPS 0.40 元，目前股价已基本反应未来预期，首次给予“中性”评级。

经营预测与估值

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3060.9	2916.4	3182	3207	3266
(+/-%)	32.3	-4.7	9.1	0.8	1.8
归属母公司净利润(百万元)	66.5	54.4	89.2	90.1	107.5
(+/-%)	-33.3	-18.1	63.9	1.0	19.4
EPS(元)	0.29	0.24	0.39	0.40	0.48
P/E(倍)	45.8	55.9	33.3	32.5	27.0

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

国内大型磷复肥生产企业	3
有效的销售模式与优越的地理位置	4
“六国”品牌及“驻点直销”模式保证公司稳定销量	4
地理位置优越，降低运输成本	5
上游资源瓶颈制约公司主业发展	6
原材料外购为主，资源瓶颈限制公司主业发展	6
公司硫酸资源优势明显，但仍需承受价格波动风险	6
宿松 80 万吨磷矿年内可试开采，短期矿石瓶颈仍难解决	7
28 万吨合成氨项目已开工，2012 年后将长期降低公司合成氨成本	8
两次定向增发，意在谋求稳定主营	8
磷肥行业产能过剩，整体盈利不佳	9
试产净化磷酸，或成公司未来发展亮点	11
投资建议	12

国内大型磷复肥生产企业

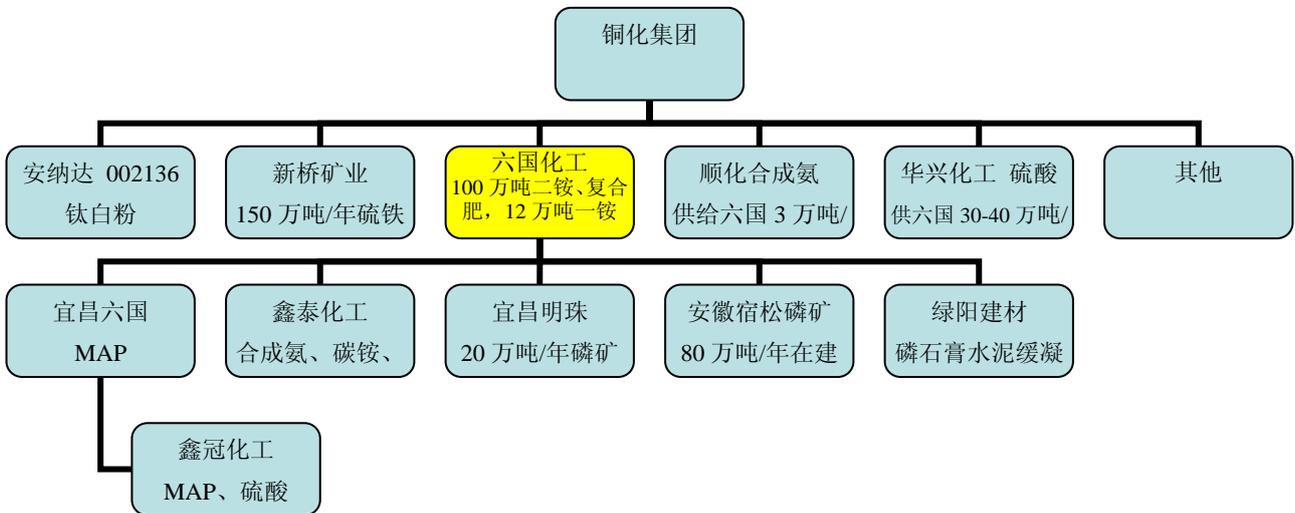
安徽六国化工股份有限公司是我国“七五”期间建设的第一家大型高浓度磷复肥生产企业，是国家重点发展的磷肥骨干企业。公司本部磷酸二铵产能 100 万吨，其中 60 万吨可随时转产复合肥，磷酸一铵 12 万吨，磷铵产能及产量列国内前五名。

表 1、2008 年国内二铵产量前十名企业（万吨实物量）

序号	企业名称	产量（万吨）
1	云天化国际	129.1
2	贵州瓮福	99.6
3	贵州开磷	72.5
4	湖北宜化	65.5
5	安徽六国	58.4
6	湖北大峪口	35.7
7	广东湛化	35.1
8	三环中化嘉吉	32.1
9	湖北黄麦岭	32
10	山东鲁北	30.7

资料来源：武雪梅《2008 年我国磷肥、硫酸行业生产与消费概述》

图 1、铜陵化学集团组织结构简图



资料来源：华泰联合证券研究所

2007 年，公司“三期”60 万吨项目技改后达产以来，高浓度磷肥产销量连年增长。本部 100 多万吨磷复肥装置除每年共约 40 天检修外，其余时间均可满负荷生产。

2009 年磷复肥行业受经济危机影响，年初市场需求低迷，同时国家继续执行化肥淡季旺季关税政策，严格控制出口，公司高成本库存产品超过 20 万吨，年末二铵行情好转，销量和价格增长，但原料价格持续上行，公司全年利润水平较低。

表 2、公司产量、收入及利润情况

年度	2007	2008	2009
磷复肥产量 (万吨)	101.47	104.04	127.77
营业收入 (亿元)	23.14	30.61	29.16
利润 (万元)	16359.82	7091.28	4765.23

资料来源：公司年报

有效的销售模式与优越的地理位置

公司磷复肥销往全国 25 个省、自治区、直辖市，直销点 650 多个。多年积累的“六国”品牌效应和“驻点直销”模式，加之优越的地理位置，保证了公司稳定增长的销量水平。

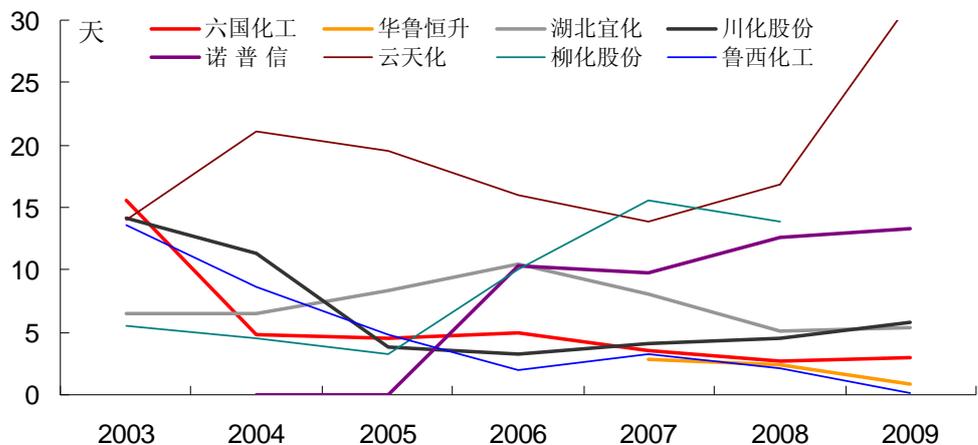
“六国”品牌及“驻点直销”模式保证公司稳定销量

六国化工自八十年代中期即引进设备开始高浓度磷肥生产销售，多年积累，“六国”品牌已经深入人心，老百姓对品牌产生了一定的忠诚度。“六国”商标被认定为中国驰名商标，公司磷酸二铵是国家免检产品和中国名牌产品。

“驻点直销”模式下，公司 100 多名销售人员每人负责一个地区，全年 200 多天驻点化肥销售地区，与“联销商”合作开发市场，及时向公司反馈市场信息，公司据此调节产品生产计划。公司租用当地库房，提前将化肥运至销售地区，避免铁路集中运输造成的运力紧张，保证了及时化肥供应。同时公司为销售商提供保底的利润保证，提高经销商积极性。

“驻点直销”要求经销商持现款到库房拿货，并直接汇入公司账户，保证资金安全，公司应收账款始终保持行业内较低的水平。08 年应收账款周转天数仅 2.66 天，09 年为 2.94 天。

图 2、六国化工应收账款周转天数处于行业内较低水平



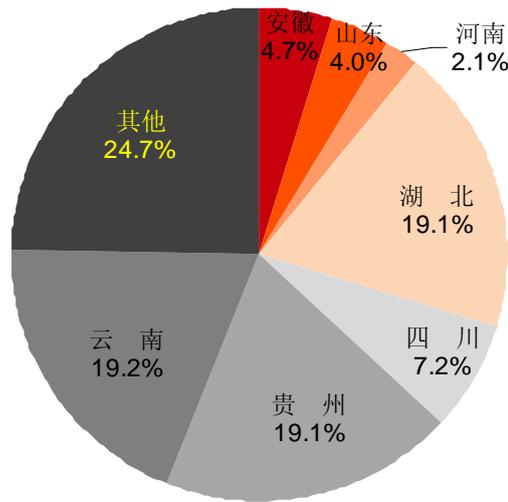
资料来源：华泰联合证券研究所

地理位置优越，降低运输成本

公司化肥产品由铁路运输至国内各省，目前运输成本在 60-100 元/吨左右。安徽临近中部农业大省河南、山东，公司 30%以上化肥销往该地区，15%化肥销售至东北三省。国内磷肥生产多集中于西南地区，我们测算公司相比西南磷肥企业，运往中部及北方地区约可节省 2000 公里里程，减少运输成本 80 元/吨左右。

公司背靠长江，磷矿石由宜昌水运直接入厂。水运大宗原材料较铁路有成本优势。

图 3、2009 国内磷肥产量分布。磷肥生产集中于西南地区，山东、河南较少



资料来源：石油化工行业协会

图 4、公司地理位置优越



资料来源：Google 地图

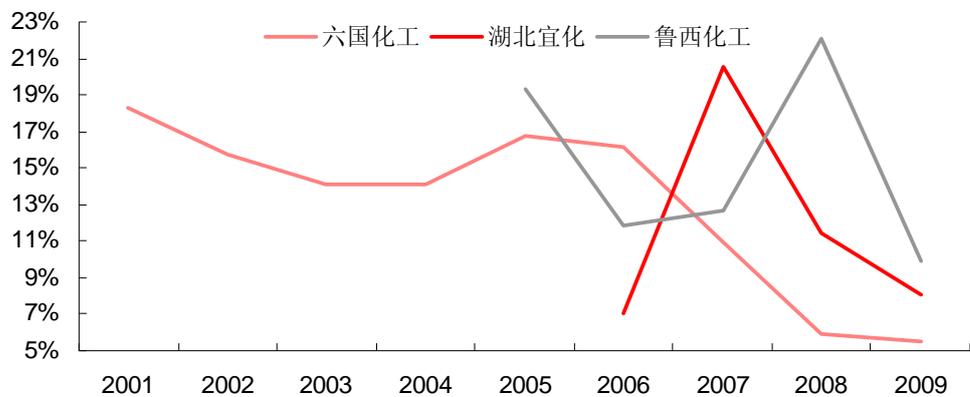
上游资源瓶颈制约公司主业发展

原材料外购为主，资源瓶颈限制公司主业发展

磷铵生产的主要原材料磷矿石、液氨、硫酸等，占公司生产成本的80%以上，六国化工除少量可以自产外，主要依靠外购，矿石和液氨的运输距离较远。公司生产成本受外部价格及运输费用波动影响较大。

2007年前公司二铵享受国内供不应求带来的超额收益，毛利保持较高水平。在行业最景气的2007年，国内产能扩张，公司产品毛利开始下滑，并且此后持续低于行业内其他公司，生产资料主要依靠外购的弊端开始显现。

图 5、上市公司磷酸二铵毛利水平

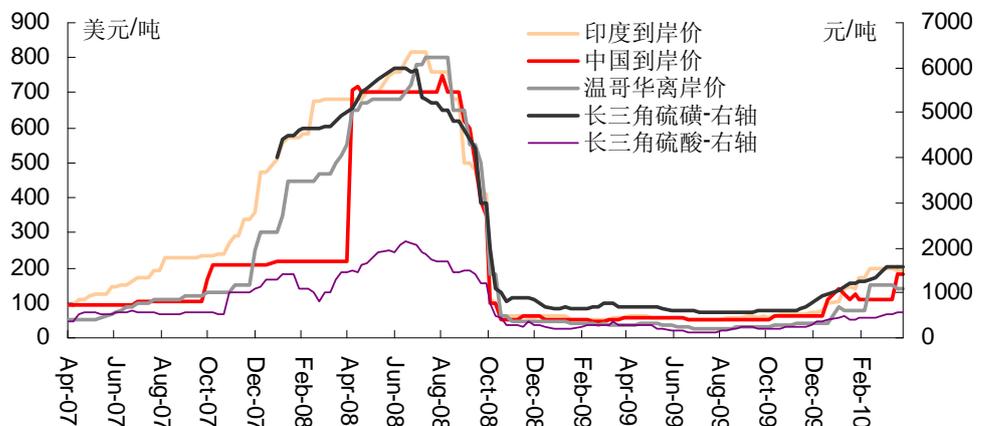


数据来源：相关公司年报

公司硫酸资源优势明显，但仍需承受价格波动风险

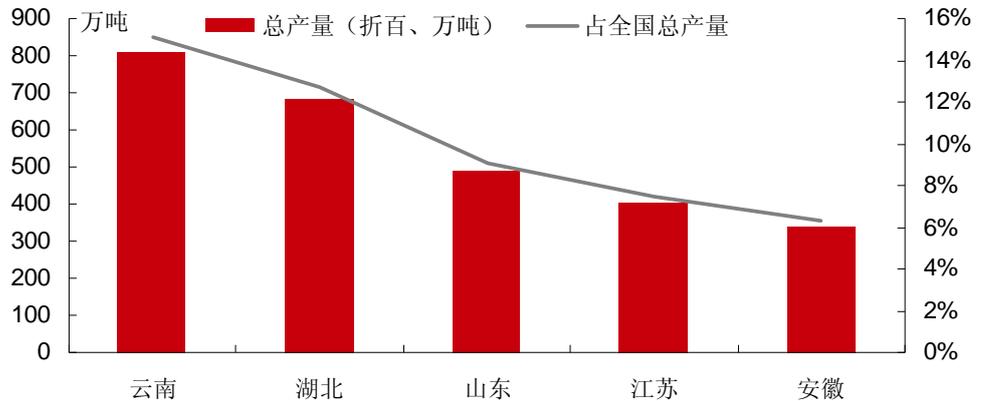
硫酸为磷铵生产重要原料，主要有硫磺制酸、硫铁矿制酸、烟气制酸三种方式制备。国内磷肥企业尤其是西南地区企业以硫磺制酸为主，我国硫磺资源并不丰富，每年需大量进口，硫磺价格暴涨暴跌，增加企业经营风险，影响业绩。

图 6、硫磺价格暴涨暴跌，09 年末硫磺价格重回上升通道



数据来源：Bloomberg, 化工在线

图 7、2008 年国内硫酸产量分布，安徽硫酸资源较丰富



资料来源：华泰联合证券研究所

六国化工选址铜陵即是由于当地丰富的硫酸资源。公司每年与铜陵有色签订 70-80 万吨大单硫酸采购协议，价格由双方季度谈判确定，波动较大时也可以按月谈判硫酸供应价格。铜陵有色硫酸为该公司铜生产过程中副产品，价格较为低廉，目前六国化工采购成本 350 元/吨，较其他地区低 40% 左右。

铜化集团华兴化工每年为公司提供 40 万吨磷酸，价格参考铜陵有色，但可节约 50-80 元/吨运输成本。

硫酸资源是六国化工磷铵生产最大成本优势，此项成本明显低于其他大型磷复肥企业，但公司仍承受价格波动风险，09 年内公司硫酸成本价格经历了 70-400 元/吨的区间波动。

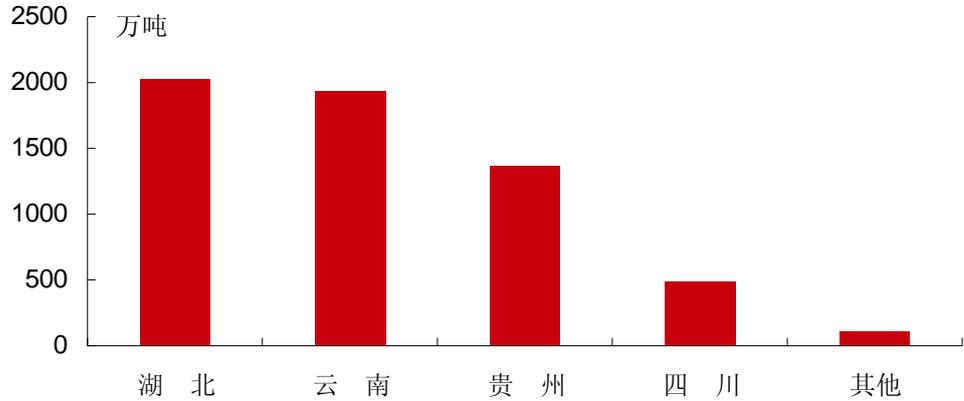
宿松 80 万吨磷矿年内可试开采，短期矿石瓶颈仍难解决

国际、国内大型高浓度磷肥公司均拥有自己的磷矿石资源，如美国 Mosaic 公司控制着美国国内 12 座磷矿中的 5 座，Potashcorp 控制着两座，云南云天化控制了云南省境内超过 60% 的磷矿资源。而六国化工在在产磷矿中仅拥有宜昌明珠 15% 股权，该矿产能 20 万吨/年，远不能满足公司生产需求。

目前，公司磷矿石 80% 以上来自湖北宜昌，20% 左右购自云贵，公司与矿石资源地企业和政府都建立了长期良好的合作关系，目前矿石供应可以保证，但成本较高。宜昌至铜陵长江航运近千公里，全程装运费 100 元/吨左右，矿石到厂成本达到 480-500 元/吨，而云南或湖北拥有矿石资源企业，矿石到厂成本不超过 300 元/吨。

公司定向增发收购的安徽宿松矿业 80 万吨/年磷矿今年年中可试生产，完全达产后折合 30% 磷矿石 35-40 万吨/年，到厂成本 400 元/吨。我们估算公司年需磷矿石 120 万吨，则此项目可使公司矿石平均成本降至 450 元/吨左右，但此成本价格仍显著高于行业内自有矿石资源的公司。

图 8、2009 国内磷矿石产量分布，安徽磷矿资源较少



资料来源：中华商务网

28 万吨合成氨项目已开工，2012 年后将长期降低公司合成氨成本

由于外购液氨具有供应不稳定、采购成本高以及长途运输存在安全隐患等缺点，国内大型高浓度磷复肥生产企业大多采用自产合成氨来满足生产需求。

六国化工公告显示，公司目前每年需要 18 万吨合成氨，除同处铜陵的顺华公司供应 3 万吨外，其余 15 万吨需全部由外地购入。公司目前液氨采购成本 2500-2600 元/吨。公司近期拟定向增发建设 28 万吨合成氨项目已开工，厂址临近现厂区，公司测算该项目投产后，液氨成本将降至 1900-2000 元/吨，可降低公司二铵成本 130 元/吨左右。预计 2012 年年底可建成投产，建成后将彻底解决公司合成氨供应问题，延伸了公司上游原材料产业链；合成氨的生产成本得到有效控制。

两次定向增发，意在谋求稳定主营

公司两次定向增发募集资金收购的宿松磷矿及建设的 28 万吨合成氨项目，主要是为高浓度磷肥的发展提供低廉和稳定的原料来源，是公司希望做大做强主业的表现。公司发展瓶颈将得到一定解决，有利于提高公司高浓度磷复肥产品的市场竞争力，增强公司持续盈利能力。但是缺少磷矿石资源的弊端仍将制约公司未来发展。

表 3、目前六国化工与云南省内公司二铵生产成本对比

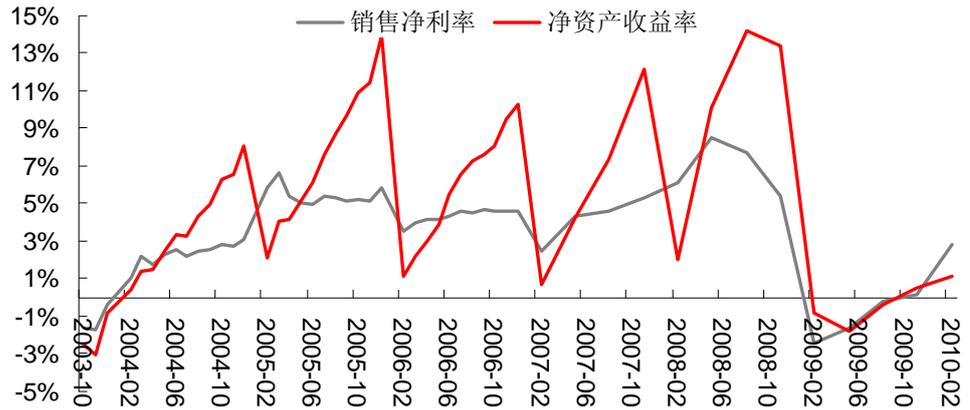
六国化工	单耗 吨	单价 元/吨	成本 元	云南省内	单耗 吨	单价 元/吨	成本 元
磷矿石	1.6	490	794	磷矿石	1.7	250	425
硫酸	1.2	350	420	硫酸	1.2	450	540
液氨	0.22	2500	550	液氨	0.22	2300	440
电力/度	400	0.38	153	电力/度	400	0.268	107.2
蒸汽			100	蒸汽			100
折旧			100	折旧			100
人工			50	人工			50
其他			50	其他			50
总成本			2218	总成本			1878.2

资料来源：华泰联合证券研究所

磷肥行业产能过剩，整体盈利不佳

产能过剩与经济危机共同作用使得 2009 年国内磷肥行业盈利处于底部，企业经营困难，2010 年初业绩稍有改善，但国内产能过剩情况严重，未来行业盈利情况仍不乐观。

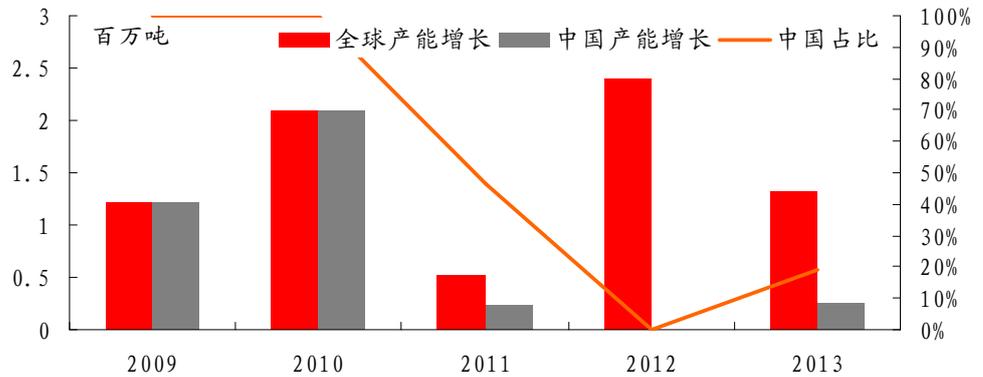
图 9、国内磷肥企业盈利情况



资料来源: Wind

2009-2010 年中国磷肥产能增长成为全球磷肥产能增长的主要来源。2011-2013 年随着其他国家产能投放，中国的新增产能占比下降。

图 10、磷肥新增产能情况

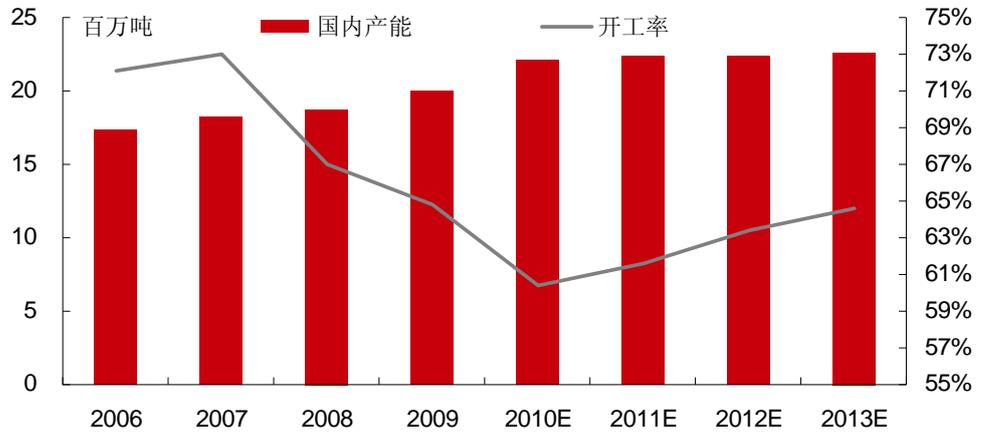


资料来源: 华泰联合证券研究所

据中国磷肥工业行业协会统计，截至 2009 年底我国高浓磷复肥生产能力：磷酸二铵（实物，下同）1200 万吨，磷酸一铵 1300 万吨，09 年国内磷铵总产量为 1778 万吨，全年开工率为 71%。若按照 IFA 预测，2010/11 年全球磷肥需求增长 6.2%，我们假设国内磷铵产量增速与此相同，10 年 1 月国内又有开磷集团和宜昌新洋丰共 108 万吨的二铵装置达产，则仅以此估计 2010 年国内磷铵开工率为 72%。

但是实际若考虑到 2009 年末磷铵补库存导致的产量异常大幅提高; 2010 年内仍可能投产的近 500 万吨磷铵产能; 中国高关税限制磷铵出口等因素, 2010 实际开工率必然小于 72%的水平。

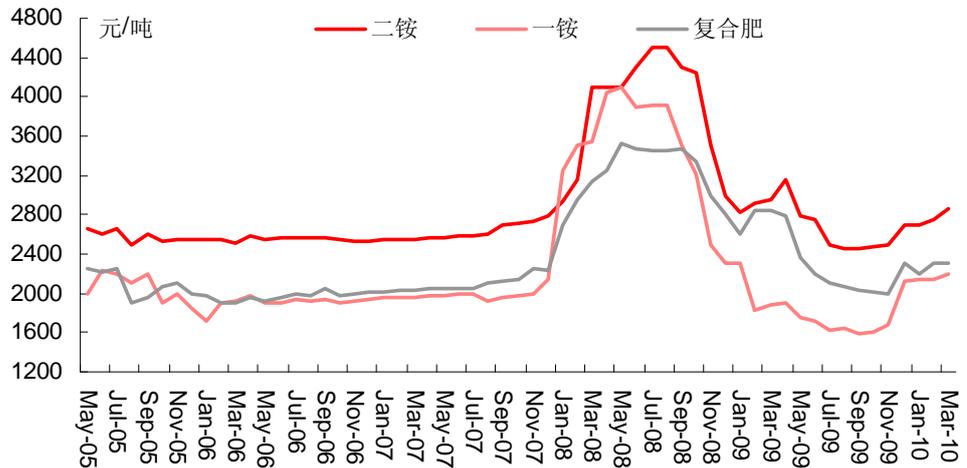
图 11、国内磷肥（折纯 P2O5）产能及开工率预测



资料来源：华泰联合证券研究所

开工率水平较低的直接结果即是磷铵价格在 2010 年内很难由于需求的原因而上涨, 磷铵售价与原材料成本之间价差将保持较低水平, 磷铵生产企业盈利状况不会有明显改观。

图 12、国内磷复肥价格 2010 年内大幅上涨可能性较小



资料来源：CEIC

上游磷矿石行业整合已经结束, 磷铵行业整合目前仅限于磷肥生产大省内部由当地政府主导的区域内整合。在行业产能过剩, 整体盈利不佳的情况下, 磷肥企业自主完成的跨区域整合可能即将展开。

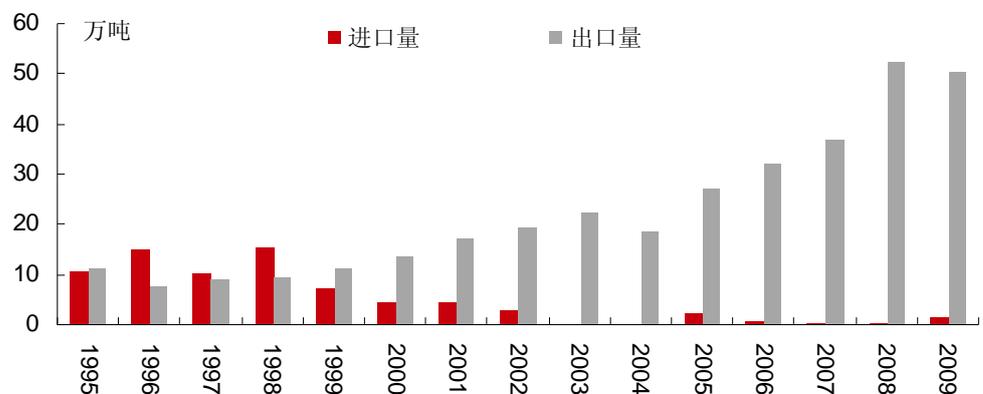
试产净化磷酸，或成公司未来发展亮点

磷矿石是一种稀缺资源，目前云南、湖北等省已基本限制磷矿石直接出省，公司磷矿石资源瓶颈问题可能长期存在。磷肥行业竞争激烈、毛利较低，公司在磷肥行业发展受限的情况下，正在尝试磷化工产业链中多元化的发展方向。

公司与四川大学合作，投资 1.5 亿元的 5 万吨工业级湿法磷酸净化项目今年年底可投产，该项目正常运行情况下，盈利水平应高于磷肥。

国内磷酸同样属于产能过剩行业，据中华商务网统计，国内热法磷酸产能超过 500 万吨，实际产量仅 220 万吨左右，已由进口国变为出口大国。

图 13、国内磷酸产能过剩，大量出口消化过剩产能

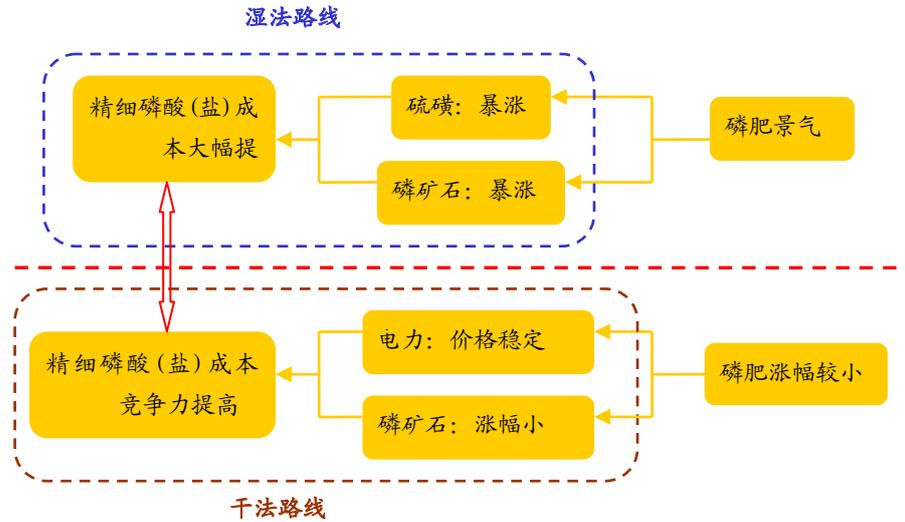


资料来源：中华商务网

此次，公司利用磷肥生产过程中的粗磷酸建设工业级磷酸净化项目，属于湿法磷酸净化路线，不同于国内通常的热法磷酸路线。热法磷酸需经黄磷制备过程，污染大、能耗高（湿法净化磷酸能耗仅为热法磷酸的 40%）。国内热法磷酸之所以大量发展，与电力成本较低、矿石价格涨幅不大有关。同时，相比湿法磷酸，热法更能够规避由磷肥需求旺盛引发的硫磺等原料的价格上涨。但对于六国化工，处在硫酸资源丰富，成本低廉的铜陵，国际、国内硫磺价格的波动相比其他地区减小不少，有利于公司湿法磷酸发展。

湿法磷酸净化则在欧美和北非常见，对矿石含量要求高、净化技术难度大，目前国内瓮福集团的一套食品级磷酸净化装置运行较好。

图 14、磷化工产业链



资料来源：华泰联合证券研究所

公司此次净化磷酸项目定位于工业级，同时，公司与四川大学合作的 2 万吨/年食品级磷酸工业示范装置已列入国家科技支撑计划，择期建设，若顺利运营，公司可能继续向更高端更大规模的磷酸盐领域发展，是公司利用已有资源寻求更高回报的尝试。

根据公司 3 月公告，新设立的铜陵鑫克子公司主营包括精制磷酸、磷酸盐、专用化学产品等化学产品的生产和销售。我们认为此公司可能承接六国化工的工业级磷酸业务，并将成为公司后续精制磷酸盐产品发展的平台。

投资建议

从公司两次募集资金投资方向看，高浓度磷复肥仍是公司未来长期发展重点。公司磷复肥生产稳定，盈利跟随行业周期波动。原材料主要外购的瓶颈短期难以解决，制约影响公司主业发展。

5 万吨湿法磷酸净化项目是公司对于磷化工产业链延伸发展的一种尝试，完全投产后，盈利水平应高于磷肥，我们认为若项目成功运行，公司可能尝试发展更高端磷酸盐产品。

我们预计公司增发摊薄前 10 年 EPS 为 0.39 元，11 年 0.40 元。我们认为，在公司经营稳定且无其他重大事件发生的情况下，当前股价已经处于合理水平，首次给予“中性”评级。

表 4、盈利预测假设

	2010 E	2011E	2012E
磷酸二铵			
销量(万吨)	48	48	48
单价(元/吨)	2400	2400	2450
单位成本(元/吨)	2218	2175	2175
二铵收入(亿元)	11.52	11.52	11.76
二铵成本(亿元)	10.64	10.44	10.44
毛利率	7.6%	9.4%	11.2%
磷酸一铵			
销量(万吨)	25	25	25
单价(元/吨)	2000	2000	2000
单位成本(元/吨)	1839	1791	1791
一铵收入(亿元)	5.00	5.00	5.00
一铵成本(亿元)	4.60	4.48	4.48
毛利率	8.05%	10.44%	10.44%
复合肥			
销量(万吨)	50	50	50
单价(元/吨)	2400	2450	2500
单位成本(元/吨)	2222	2269	2315
复合肥收入(亿元)	12.00	12.25	12.50
复合肥成本(亿元)	11.11	11.34	11.57
毛利率	8%	8%	8%
其他			
收入(亿元)	3.3	3.3	3.4
成本(亿元)	3.3	3.3	3.2
毛利率	0	0	5%
收入合计(亿元)	31.82	32.07	32.66
成本合计(亿元)	29.65	29.55	29.69

资料来源：华泰联合证券研究所

盈利预测（假设公司10年以12元/股，定向增发1亿股，摊薄后）

资产负债表					利润表				
	单位: 百万元					单位: 百万元			
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1109	1928	1706	1519	营业收入	2916	3182	3207	3266
现金	555	1011	955	679	营业成本	2766	2965	2956	2969
应收账款	25	28	26	28	营业税金及附加	2	2	2	2
其他应收款	6	8	7	7	营业费用	46	48	47	50
预付账款	134	136	144	142	管理费用	47	47	49	50
存货	361	719	551	637	财务费用	7	13	30	48
其他流动资产	28	26	22	27	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	1058	1832	2414	2912	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	40	40	40	40	投资净收益	1	1	1	1
固定资产	708	1174	1681	2579	营业利润	48	108	123	147
无形资产	7	7	7	7	营业外收入	8	0	0	0
其他非流动资产	303	612	687	287	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	2167	3761	4120	4431	利润总额	53	108	123	147
流动负债	985	1101	1068	969	所得税	5	18	31	37
短期借款	106	150	150	150	净利润	48	90	93	110
应付账款	194	293	324	276	少数股东损益	-7	0	2	3
其他流动负债	685	659	594	543	归属母公司净利润	54	89	90	108
非流动负债	30	278	578	878	EBITDA	117	195	271	378
长期借款	22	278	578	878	EPS (元)	0.24	0.27	0.28	0.33
其他非流动负债	8	1	1	1	EPS (摊薄前)	0.24	0.39	0.40	0.48
负债合计	1015	1380	1647	1847	主要财务比率				
少数股东权益	53	54	56	59		2009	2010E	2011E	2012E
股本	226	326	326	326	成长能力				
资本公积	538	1578	1578	1578	营业收入	-4.7%	9.1%	0.8%	1.8%
留存收益	320	423	513	621	营业利润	-26.9%	125.4%	14.2%	19.4%
归属母公司股东权益	1098	2327	2417	2525	归属母公司净利润	-18.1%	63.9%	1.0%	19.4%
负债和股东权益	2167	3761	4120	4431	获利能力				
					毛利率(N)	5.2%	6.8%	7.8%	9.1%
现金流量表					净利率(N)	1.9%	2.8%	2.8%	3.3%
					ROE(%)	5.0%	3.8%	3.7%	4.3%
					ROIC(%)	7.2%	-	5.2%	5.1%
					偿债能力				
经营活动现金流	591	-114	372	151	资产负债率(N)	46.9%	36.7%	40.0%	41.7%
净利润	48	90	93	110	净负债比率(N)	12.61%	30.98%	44.18%	55.62%
折旧摊销	62	74	118	182	流动比率	1.13	1.75	1.60	1.57
财务费用	7	13	30	48	速动比率	0.76	1.10	1.08	0.91
投资损失	-1	-1	-1	-1	营运能力				
营运资金变动	477	-290	133	-189	总资产周转率	1.24	1.07	0.81	0.76
其他经营现金流	-1	1	0	0	应收账款周转率	112	110	109	111
投资活动现金流	-183	-856	-699	-679	应付账款周转率	8.47	12.18	9.59	9.90
资本支出	189	857	700	680	每股指标(元)				
长期投资	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.17	0.27	0.28	0.33
其他投资现金流	6	1	1	1	每股经营现金流(最新摊薄)	1.81	-0.35	1.14	0.46
筹资活动现金流	-255	1427	270	252	每股净资产(最新摊薄)	3.37	7.14	7.42	7.75
短期借款	-244	44	0	0	估值比率				
长期借款	22	256	300	300	P/E	83.68	51.07	50.55	42.35
普通股增加	0	100	0	0	P/B	4.15	1.96	1.88	1.80
资本公积增加	0	1040	0	0	EV/EBITDA	24	14	10	7
其他筹资现金流	-33	-13	-30	-48					
现金净增加额	153	457	-56	-276					

数据来源：华泰联合研究所整理

华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com