



分析师

康铁牛 祖广平

电话: 010-88085991 88085226

Email: kangtieniu@hysec.com

zuguangping@hysec.com

柳化股份 (600423)

买入(持平)



化学原料及化学制品

渐入佳境 业绩步入稳定增长长期

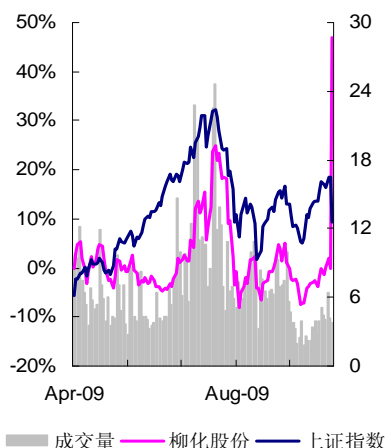
公司数据

总股本(万股)	26623
流通股(万股)	26623
每股净资产	5.38
主要股东	柳州化学工业集团有限公司
主要股东持股比例	38.91%

交易数据

一年价格波动区间	9.08~14.53
半年绝对表现	51.83%
半年相对表现	59.58%
半年换手率	2.03%

市场表现



相关研究：

投资要点：

- 得益于区域及品牌优势，公司尿素业务运行平稳，在天然气涨价预期下，尿素的盈利能力可望进一步增强。虽然国内尿素产能严重过剩，但公司作为两广地区最大的煤头尿素生产企业，凭借品牌及区域优势，在尿素产能扩张为 30 万吨/年的情况下，依然保持满负荷生产，且区域售价为国内最高，在天然气价格上涨几乎已成定局的情况下，气头尿素的成本必然上升，而公司的煤头尿素的竞争能力有望进一步提升。
- 受益于国内投资及经济复苏双重驱动，硝酸及硝酸铵需求旺盛，为公司主要利润来源。硝酸及硝酸铵一直是公司的拳头产品，历年来一直保持着 25% 以上的毛利率。在国内 4 万亿投资及广东经济快速复苏的拉动下，受炸药、电子、染料等多个下游领域回暖的影响，硝酸及硝酸铵需求旺盛。
- 双氧水业务增长强劲，今年底将新增产能 10 万吨。控股子公司柳州盛强化工目前具有 20 万吨双氧水的生产能力，其中新收购的 39% 的股权将在今年的业绩中得到体现。鉴于双氧水目前供不应求的状况，公司计划在今年底新增 10 万吨产能，届时仅此项业务即可贡献毛利 5000 万元以上。
- 煤炭业务及 CDM 收益可望锦上添花。为完善产业链，公司于近两年分别完成了对贵州新益煤矿和凹子冲煤矿的收购，经过建设和技改，今年可完全投入生产，预计可产煤 30 万吨，贡献约 4000 万的利润；此外，根据公司早前与日本三菱签署的关于硝酸尾气一氧化二氮 CDM 项目减排协议，第一批收入有望在年中得到确认，预计可增加收益 2000 万元。
- 盈利预测：随着煤炭和双氧水产能在今明两年的完全释放，以及硝铵和尿素所具备的传统品牌和区域优势，加之未来资产注入的预期，预计 2010、2011 年每股收益分别为 0.61 和 0.74 元，给予“买入评级”。

主要经营指标	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	1539	2004	2342	2529
同比增长率	-4.84%	30.2%	16.8%	7.9%
净利润	20.6	162.7	197.8	223.5
同比增长率	-72.9%	674%	23%	12.6%
每股收益(元)	0.08	0.61	0.74	0.84

目录

1 公司概况：-----	4
2、推进一体化发展战略，积极拓展煤炭资源-----	5
3.依托区域优势，公司尿素业务保持平稳运行-----	6
3.1 广西尿素存在供需缺口，尿素价格高于全国其他地区 -----	6
3.2 化肥铁路运价调高，区域优势得到进一步巩固 -----	6
3.3 天然气价格上调将使公司产品更具竞争力 -----	7
4. 受益于投资拉动与经济复苏，硝酸铵等产品继续成为公司利润的最大来源 -----	7
4.1 爆炸品属性是公司硝酸铵高景气的根本原因 -----	7
4.2 地貌特征和投资拉动将使公司硝酸铵需求持续旺盛-----	8
4.3 受益于广东经济复苏，硝酸销售形势好转-----	9
5. 连续收购柳州盛强化工股权并将继续扩大产能，将形成新的利润增长点 -----	10
6. CDM 收益有望年中得到确认，可为公司带来 2000 万利润 -----	11
7. 集团收购中成化工，想象空间较大-----	11
8. 盈利预测-----	11
9 风险提示：-----	12

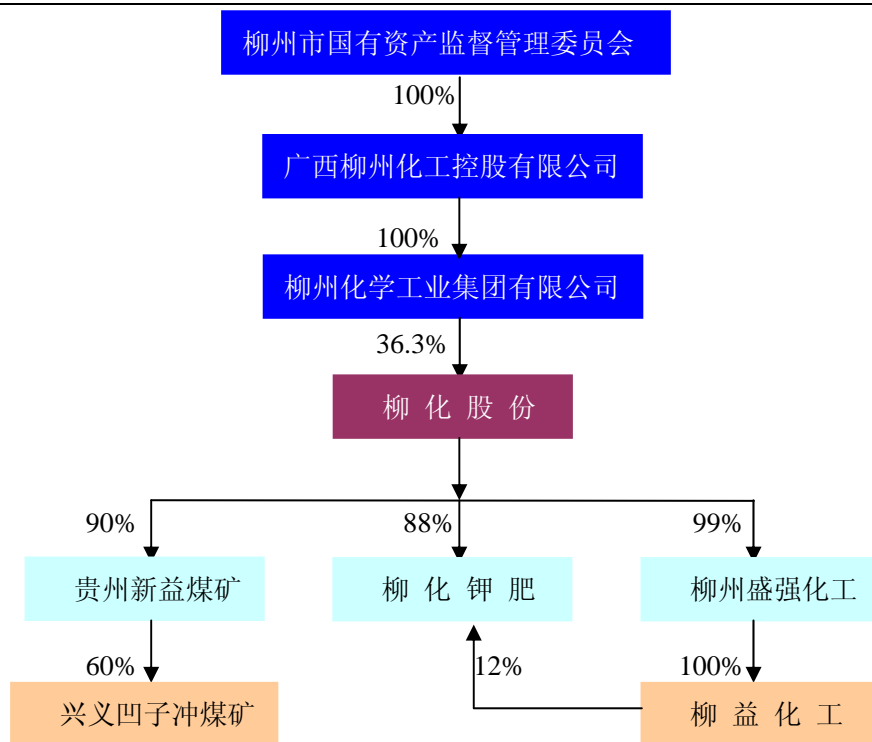
图表目录

图 1: 公司股权结构及控股子公司一览	4
图 2: 公司以合成氨为基础的煤化工产业链	4
图 3: 公司主营业务构成	5
图 4: 我国不同地区尿素价格走势 (元/吨)	6
图 5: 近三年来硝酸铵在利润构成中的占比	7
图 6: 近三年来硝酸铵的毛利率情况	8
图 7: 广西相关行业投资情况 (单位: 亿元)	8
图 8: 贵州相关行业投资情况 (单位: 亿元)	9
图 9: 近年来我国硝酸产量及价格走势 (单位: 亿元)	9
图 10: 近一年广东省电子设备增加值及增长率 (单位: 百万元)	10
表 1 公司未来三年主要产品假设	12
表 2: 公司财务及盈利预测 (单位: 百万)	13

1 公司概况：

柳化股份目前是我国华南地区最大的化工化肥生产企业，实际控制人为柳州市国资委，旗下拥有柳州盛强化工、柳化钾肥、贵州新益煤矿、柳益化工等多家子公司。

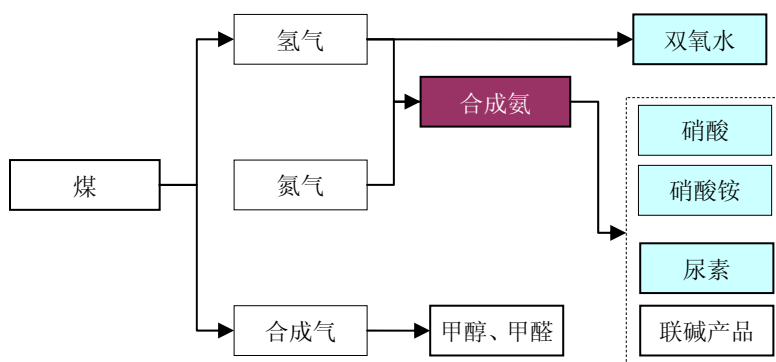
图 1：公司股权结构及控股子公司一览



资料来源：公司年报 宏源证券

自 2003 年上市以来，公司以煤化工为主线，不断延伸产业链，先后两次募集资金对合成氨、尿素、硝酸铵等产品进行产能扩张，形成了产品多元化的格局。主要产品有合成氨、尿素、硝酸、硝酸铵、双氧水、甲醇、甲醛、碳铵、纯碱、氯化铵等，其中合成氨设计产能达 50 万吨/年，各种产品实物总量超过 200 万吨/年。

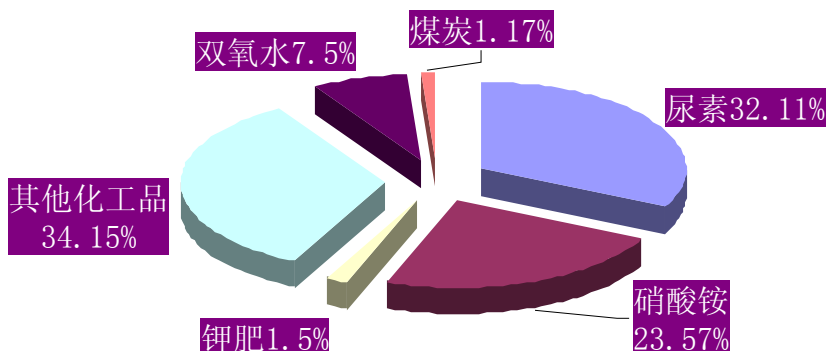
图 2：公司以合成氨为基础的煤化工产业链



资料来源：宏源证券

尿素和硝酸铵是公司的主导产品，在 2009 年度公司的主营业务收入构成中，二者分别占比 32.11% 和 23.17%；其中硝酸铵对公司毛利的贡献则高达 40% 以上。

图 3：公司主营业务构成



资料来源：宏源证券

2、推进一体化发展战略，积极拓展煤炭资源

随着合成氨生产工艺的日趋成熟，生产企业的同质性日渐提高，因此企业间的核心竞争已经不再局限于单一产品的生产工艺上，而是集中体现在是否拥有矿产资源、是否拥有完整的产业链等多个方面。为进一步提升公司在行业内的核心竞争优势，公司大力推进一体化发展战略，通过收购、参股等多种方式，不断拓展上游资源，完善产业链。

2007 年 11 月，公司出资 8473 万元收购了贵州安能工矿有限公司持有的贵州新益煤矿 90% 的股权。贵州新益煤矿的地质储量约 6603 万吨，根据实际地质情况，公司计划建设两个矿区，总的年产规模为 90 万吨。

经过近两年的施工，1 号矿区基本建设已经完成，目前是 10 万吨/年的开采规模，验收合格后即可正常生产，预计 2011 年可具备 40 万吨的生产能力。另一矿区目前仍处于勘察阶段，正在报建，顺利产煤可能要在两三年之后。

为增加公司对煤炭资源的控制，提高未来原料煤自给能力，2009 年 7 月，公司以贵州新益煤矿为平台，出资 3465 万元购买贵州兴义市凹子冲煤矿 60% 的股权，经过技术改造，该煤矿将具有年产 20 万吨的产能。

根据以上两个煤矿的实际生产状况，我们认为今年实际产煤量约为 30 万吨，2011 年可达到 60 万吨，今明两年可贡献利润 4000 万、8000 万元。

3. 依托区域优势，公司尿素业务保持平稳运行

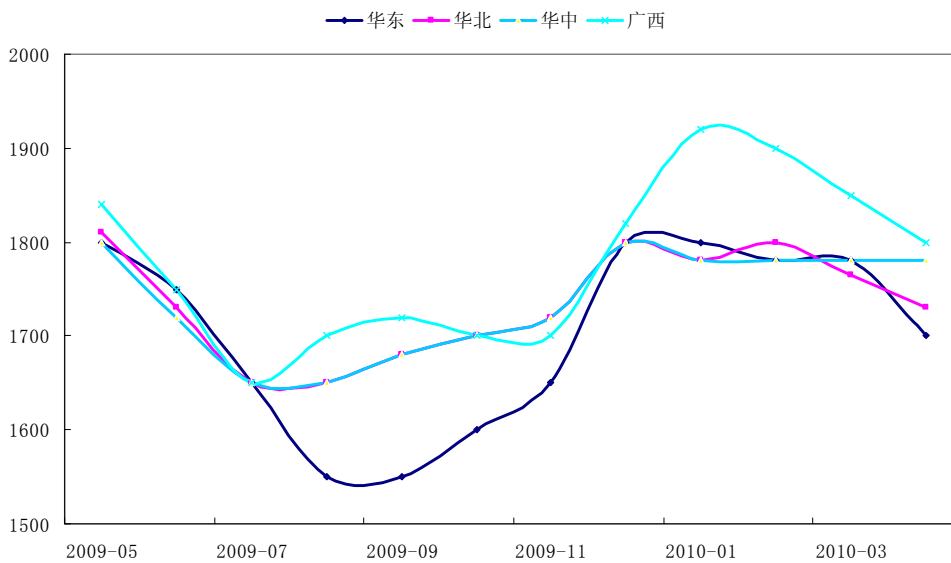
经过多年产能扩张，目前我国尿素产能已高达 6500 万吨/年，与实际需求相比，产能过剩 20%左右。整个行业的盈利能力在 2008 年达到巅峰之后，便一路下行，期间尿素价格虽有反弹，但迄今仍处于相对低位。与国内大多数尿素生产企业的苦苦挣扎相比，公司凭借区域优势，尿素业务平稳运行，保持满负荷生产。

3.1 广西尿素存在供需缺口，尿素价格高于全国其他地区

广西作为我国的农业大省，全区共有耕地面积 6300 万亩，年尿素使用量达 100 万吨，而全区三个尿素生产厂家尿素产能目前仅约 60 万吨，供需缺口达 40 万吨，需要从外省调入。

在供需失衡的背景下，虽然全国尿素产能过剩，但广西地区的尿素价格与其他地区相比仍每吨高出 100 元左右，目前出货价格约为 1800 元/吨。公司作为本地区龙头企业，与当地经销商有着稳固的合作关系，因此尿素业务一直运行平稳，09 年 30 万吨大颗粒尿素达产后，依然保持着 90%的开工率。

图 4：我国不同地区尿素价格走势（元/吨）



资料来源：中国化工信息网 宏源证券

同时，广西毗邻的越南、泰国、老挝等国的化肥生产能力较低，而公司恰好位于我国西南出海大通道的南端，产品出口也有地域优势，与国内其他尿素企业相比，更容易熬过行业冬天。

3.2 化肥铁路运价调高，区域优势得到进一步巩固

2009 年，按照化肥价格形成机制和流通环节改革情况，国家两次上调了化肥铁路运价。目前化肥运输按照 2 号运价执行，基价 1 为每吨 6.8 元，基价 2 为 0.0432/吨公里。整体来看化肥 1000 公里运输成本约为 50 元/吨，相较于两次调价之前每吨

千公里上涨了 15.1 元。

一年之内国家两次上调化肥铁路运价，一方面说明国家在逐步取消对化肥企业的优惠政策，使之更加市场化，达到优胜劣汰的目的；另一方面对于柳化这样的具有区域优势的企业，客观上却起到了进一步巩固优势的作用，运价的提高大大压缩了区外其他企业进军广西市场的盈利空间。

3.3 天然气价格上调将使公司产品更具竞争力

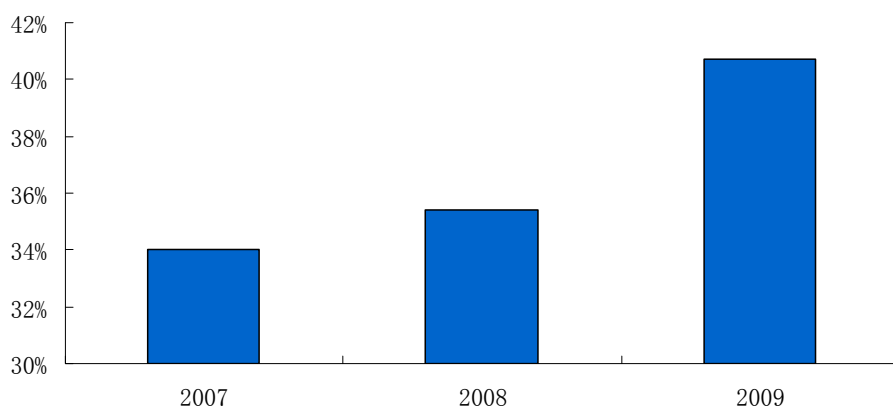
随着国际天然气价格的上涨，国内天然气价格上调已是大势所趋。4 月 27 日，国家发改委发文调整天然气管道运输价格，每立方天然气管道运输价上涨 0.08 元，由 0.036/立方上涨至 0.116/立方。如果假设今年天然气每立方总体价格上涨 0.3 元，吨氨成本上涨约 300 元，则每吨气头尿素将增加成本 200 元左右。

公司所产尿素全部为煤头尿素，而周边地区的四川美丰、赤天化、川化股份等企业则是以气头尿素为主，天然气价格一旦上调，尿素价格必然跟涨，公司的成本优势将更为凸显，目前柳化的尿素生产成本约为 1600 元/吨，届时毛利率可望进一步提升。

4. 受益于投资拉动与经济复苏，硝酸铵等产品继续成为公司利润的最大来源

在公司历年的利润构成中，硝酸、硝酸铵等系列产品一直扮演着关键角色，尤其是硝酸铵，长期以来都是公司的主要利润来源，2009 年其占比更是高达 40% 以上。

图 5：近三年来硝酸铵在利润构成中的占比



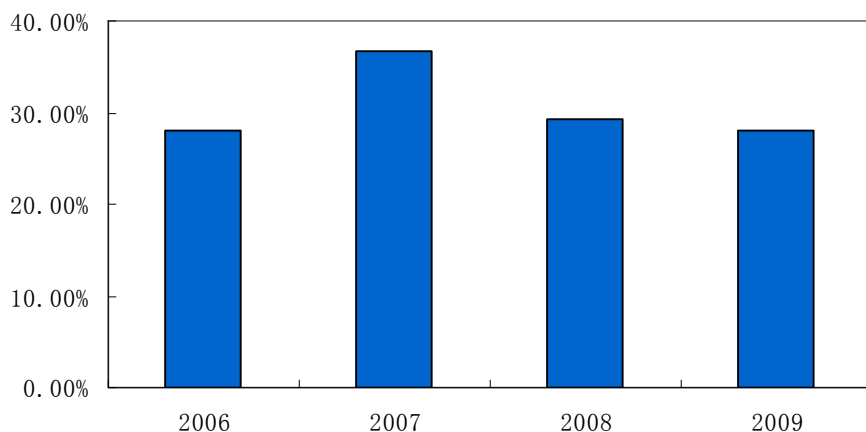
资料来源：中国化工信息网 宏源证券

4.1 爆炸品属性是公司硝酸铵高景气的根本原因

公司目前具备 30 万吨硝酸铵的生产规模，自 2002 年 10 月起本公司的硝酸铵全部供应为生产炸药的原料，尤其是国家加强对硝酸铵的管理后，其运费提高较大、

运输管理更严格。铁路运输受到铁道部对爆炸物品接站资质的限制，能够火车发运的站点很少，硝酸铵运输多是公路汽运方式，销售半径一般不超过 500 公里，各硝酸铵厂各据一方、相对垄断。

图 6：近三年来硝酸铵的毛利率情况



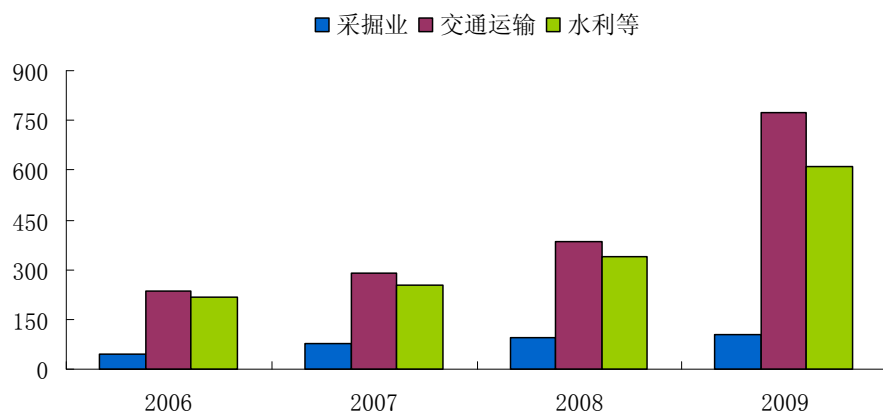
资料来源：公司公告 宏源证券

而在两广地区，生产硝酸铵的企业仅有公司一家。凭借这种先天的地域优势，公司的硝酸铵主要销往广西、广东、贵州、湖南等地，在这些地区市场占有率长期保持在 70%、90%、40%和 60%以上。

4.2 地貌特征和投资拉动将使公司硝酸铵需求持续旺盛

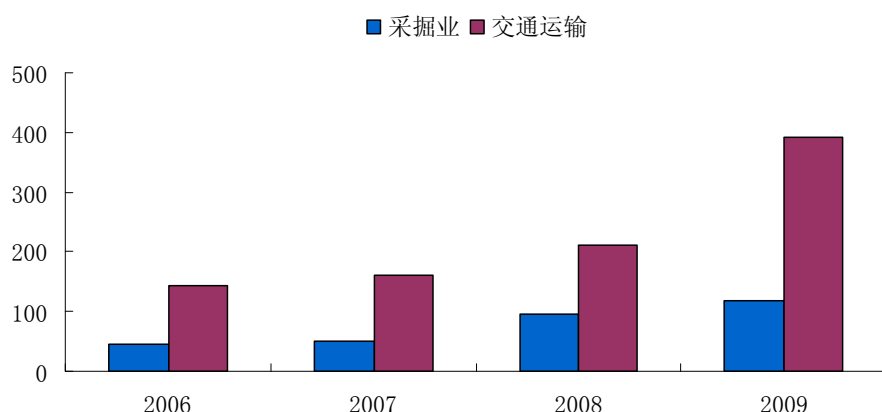
在公司硝酸铵主要销往的广西、贵州等地区，属于典型的喀斯特丘陵地貌和原地貌，地理特征表现为山多、石多，环境复杂，交通不便。同时这些省区矿藏资源丰富，但矿层复杂多变。随着这些地区在道路建设、桥梁建设、水利建设、矿产开发等方面的投资力度加大，势必会大量促进炸药的生产，最终会促使硝酸铵的需求持续旺盛。

图 7：广西相关行业投资情况（单位：亿元）



资料来源：宏源证券

图 8：贵州相关行业投资情况（单位：亿元）



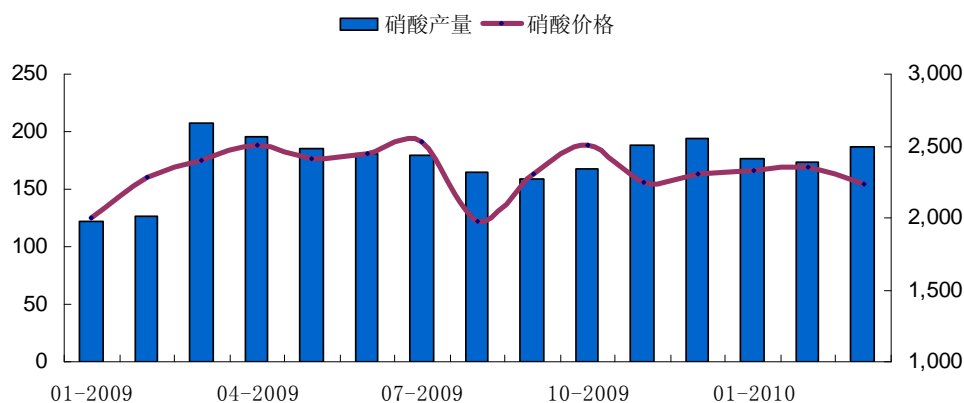
资料来源：中国化工信息网 宏源证券

4.3 受益于广东经济复苏，硝酸销售形势好转

硝酸作为一类重要的化工基础原料，具有广泛的用途，主要用作生产己二酸、MDI、硝基纤维、TNT 等。与这些传统的应用领域不同，公司生产的硝酸则主要用于电子行业，如电子线路板的清洗等，因此柳化所生产的硝酸虽然也受整个硝酸行业产能扩张的影响，但更多的是与广东电子行业的发展息息相关，据统计，公司约一半产量的硝酸应用于广东电子行业。

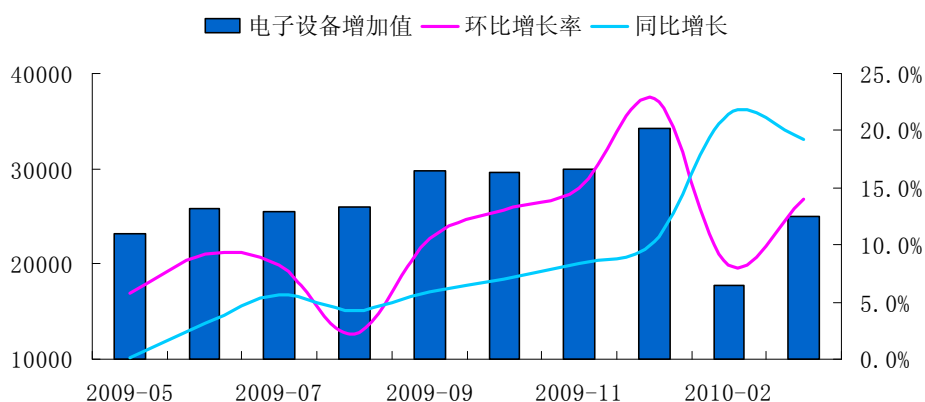
从去年 9 月份开始，广东省电子行业便有明显好转，工业增加值环比上升 10% 左右。今年第一季度工业增加值更是达到了 249.73 亿元，同比增长 19.2%，因此我们预计今年柳化股份浓硝酸的产量将有小幅增长，预计产量为 12 万吨，销售价格有望维持在 1850 元/吨，毛利率在 20% 左右。

图 9：近一年来我国硝酸产量及价格走势



资料来源：宏源证券

图 10：近一年广东省电子设备增加值及增长率（单位：百万元）



资料来源：广东省统计局 宏源证券

5. 连续收购柳州盛强化工股权并将继续扩大产能，将形成新的利润增长点

2009年3月31日，柳化股份以5400万元的价格从惠州市金顺达化工有限公司收购了柳州盛强化工60%的股权，同年12月23日，柳化股份以3923万元从集团手里继续收购了另外的39%的股权，目前持有盛强化工99%的股份，2009年盛强化工实现净利润2204万元。

柳州盛强化工主要产品为双氧水，采用蒽醌法生产，设计产能为20万吨/年，配套浓品过氧化氢(50%)4万吨/年，分两期进行建设。截至去年11月份，二期工程顺利完工，目前已经具备了年产工业级稀品过氧化氢(27.5%)20万吨/浓品4万吨的生产能力。

双氧水属于基本化工原料，是重要的氧化剂、漂白剂、消毒剂和脱氯剂。长期以来，纺织行业一直是国内双氧水的最大市场，各种纺织物和针织物的漂白已由原来的“氯漂”变成现在的“氧漂”。这不仅是因为“氧漂”对纤维强度的损伤小，织物不易返黄，手感适宜，更重要的是消除了“氯漂”之后含氯废水对环境的污染。

国际上，造纸行业消耗的双氧水占总产量的60%左右，且“氯漂”的比例越来越小，特别是北美及欧洲的国家，已经以立法手段禁止造纸行业使用“氯漂”，以减轻对环境的压力。

我国造纸界使用双氧水作漂白剂起步较晚，随着人们对环保的日益重视，在漂白、消毒等方面，双氧水现在已有取代氯气的趋势，特别是近年来，广西区内陆续上了中承纸业、斯道拉恩索、金竹源等几个大型纸浆项目，2009年广西机制纸及纸板产量为238万吨，同比增长36.8%，以一吨纸消耗860公斤纸浆、1吨纸浆需纯品双

氧水5%（折纯）计算，一吨纸需消耗170公斤的稀品双氧水，据此推算区内年双氧水需求量约在40万吨左右。

目前公司双氧水的成本约为500元/吨，而含税价格在800元以上，每吨毛利高达30%以上，鉴于双氧水目前的强大盈利能力，公司计划在2010年年底继续扩大双氧水产能，使之达到年产30万吨的规模，同时，与之相配套的合成氨，产能也将扩大10万吨。因此，扩产10万吨/年双氧水项目一旦建成，可贡献利润3000万以上。

6. CDM 收益有望年中得到确认，可为公司带来 2000 万利润

2008年5月9日公司的硝酸尾气一氧化二氮 CDM 项目在联合国正式申请成功，该项目系由柳化股份与日本三菱公司合作建设，一氧化二氮总减排量折二氧化碳约为100万吨/年，根据协议减排量将全部由三菱公司收购，价格为10.5美元/吨，实际减排量将在近期接受联合国第三方核查，第一批收入有望在年中得到确认，预计可增加收益2000万元。

7. 集团收购中成化工，想象空间较大

据2010年1月1日的广西日报报道，公司大股东柳州化学工业集团开展跨区域产业发展与合作，与广东中成化工有限公司、湖南智成化工有限公司、湖南中成化工有限公司实现了强强联合。这三家公司的主要产品为保险粉、双氧水、尿素、纯碱等，从产品结构上看与柳化有很强的相似性，尤其是广东中成的双氧水业务，具有明显的技术优势，产品以出口为主。按照证监会对于同业竞争的规范要求，未来相关资产有注入上市公司的可能，想象空间较大。

8. 盈利预测

未来三年我们认为公司的业绩增长主要来自于煤炭、双氧水等业务的扩张，由于2010年起盛强化工的利润基本上可完全归属于上市公司，2011年煤炭的产能有望达到60万吨，因此2010~2012年公司营业收入的增长率为30%、16.8%和7.9%，综合毛利率分别为19.63%、21.9%、22.3%，我们预测公司未来三年EPS有望达到0.61、0.74和0.84元，相较于目前12.66元的股价而言，对应PE分别为20、17和15倍，因此给予“买入”评级。

关键假设：

公司主要产品硝酸、硝酸铵、尿素等分别与电子、炸药、农业等领域相关，因此主要做了如下基本假设：

- 1, 2010 年广东省电子工业继续保持快速增长, 环比增速维持在 8%左右。
- 2, 广西、贵州等地的采矿业、基础设施建设等投资继续保持 20%以上的增长。
- 3, 两广地区没有大的自然灾害, 尿素需求量平稳。

表 1: 公司未来三年主要产品假设

年份		2010E	2011E	2012E
尿素	销售数量 (万吨)	28	28	30
	单价 (元/吨)	1850	1900	1900
	营业收入 (万元)	51800	53200	57000
	毛利率	8%	9%	9%
硝酸铵	销售数量 (万吨)	32	36	40
	单价 (元/吨)	1650	1650	1650
	营业收入 (万元)	52800	59400	66000
	毛利率	29%	30%	30%
硝酸	销售数量 (万吨)	20	25	25
	单价 (元/吨)	1600	1600	1600
	营业收入 (万元)	32000	40000	40000
	毛利率	26%	26%	25%
双氧水	销售数量 (万吨)	19	23	28
	单价 (元/吨)	900	900	900
	营业收入 (万元)	17100	20700	25200
	毛利率 (%)	36%	35%	35%
有机化工产品	销售数量 (万吨)	4	4	4.5
	单价 (元/吨)	1450	1500	1500
	营业收入 (万元)	5800	6000	6750
	毛利率 (%)	5%	6%	6%
煤炭	销售数量 (万吨)	25	55	65
	单价 (元/吨)	300	300	300
	营业收入 (万元)	7500	16500	19500
	毛利率 (%)	45%	45%	45%

资料来源: 宏源证券

9 风险提示:

1. 主要产品价格波动风险。尿素、硝酸、硝酸铵、双氧水等作为公司的主导产品, 对公司未来的盈利能力起着关键作用, 由于这些产品处于充分竞争状态, 虽然公司有强大的地域优势, 但产品售价有可能低于预期, 将会影响到公司经营业绩。

2. 新增产能销售风险。公司计划 2011 年年底继续扩大双氧水的产能, 如果销售

不如预期，将影响公司的盈利能力。

3. 财务费用上升。目前已有通胀苗头，如果央行上调贷款利率，将加大公司财务负担

表 1：公司财务及盈利预测（单位：百万）

利润表	2009	2010	2011	2012-
营业收入	1,539	2,004	2,342	2,529
营业成本	1,292	1,579	1,827	1,972
营业税金及附加	6.60	8.60	10.05	10.85
销售费用	52.71	68.89	80.36	86.19
管理费用	80.89	105.98	120.05	132.00
利息费用	86.86	60.18	55.57	51.64
其他财务费用	2.40	2.93	3.43	3.70
资产减值损失	-1.33	2.61	2.61	2.61
税前经营利润	19.41	124.56	198.29	230.65
经营利润所得税	2.23	18.68	29.74	34.60
所得税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
税后经营利润	17.18	150.87	204.54	229.05
资产处置收益	-1.05	-1.05	-1.05	-1.05
其他非经营收益	13.41	36.00	0.00	0.00
税前非经营利润	12.54	34.95	9.05	9.05
非经营利润所得税	1.44	3.74	-0.16	-0.16
税后非经营利润	11.10	31.20	-0.90	-0.90
税后利润合计	28.28	171.26	203.65	228.16
少数股东损益	7.70	8.56	6.12	4.56
归母公司净利	20.58	162.7	197.8	223.5
EPS(元)	0.08	0.61	0.74	0.84
	2009	2010	2011	2012
税后经营利润	29.05	150.8	204.54	196.05
折旧与摊销	175.2	409.24	449.24	466.77
资产减值损失	-1.33	2.61	2.61	2.61
利息费用	89.10	60.18	55.57	51.64
存货的减少	37.77	-110.7	10.15	-70.98
经营性应收项目的减少	-77.5	57.31	-133.8	89.35
经营性应付项目的增加	-71.6	16.89	101.72	-31.49
经营活动产生的现金流	189.7	541.44	654.02	703.96
资产处置收到的现金	0.00	-1.05	-1.05	-1.05
固定资产投资		400.00	400.00	500.00
其他投资活动的现金流	0.00	22.26	0.16	0.16
投资活动产生的净现金流	-293	-378.8	-400.9	-500.9
长期带息债务增加/减少		300.00	200.00	100.00
偿付利息		60.18	55.57	51.64

	2009	2010	2011	2012-
货币资金	170.3	156.26	415.42	569.30
应收票据及账款	129.38	91.76	166.80	112.59
预付账款	135.72	131.09	173.99	154.25
其他应收款	9.91	-5.14	10.72	-4.69
存货	295.03	405.69	395.55	466.53
混业经营金融类资产	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	740.40	771.22	1,092.4	1,225.5
长期股权投资	10.80	10.80	10.80	10.80
固定资产	2,200.9	2,633.9	2,620.4	2,566.7
在建工程	806.40	400.00	400.00	500.00
无形资产	157.02	141.09	125.15	109.22
长期待摊费用	44.93	22.46	0.00	0.00
非流动资产合计	3,220.1	3,208.2	3,156.4	3,187.
资产总计	3,960.5	3,979.5	4,248.8	4,412.5
短期借款	425.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	219.32	382.71	305.68	434.98
预收账款	168.56	22.06	200.81	40.02
其他应付款	15.51	15.51	15.51	15.51
混业经营金融类负债	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	904.40	904.40	904.40	904.40
流动负债合计	1,732.8	1,324.7	1,426.4	1,394.9
长期带息债务	761.01	1,061.0	1,061.0	1,061.0
其他非流动负债	27.61	27.61	27.61	27.61
非流动负债合计	788.62	1,088.6	1,088.6	1,088.6
负债合计	2,521.4	2,413.3	2,515.0	2,483.5
股本	266.23	266.23	266.23	266.23
资本公积	658.74	658.74	658.74	658.74
累计留存收益	476.03	596.75	759.37	950.63
归属母公司股东权益	1,401.0	1,521.7	1,684.3	1,875.6
少数股东权益	38.08	44.44	49.47	53.37
股东权益合计	1,439.1	1,566.2	1,733.8	1,928.9
负债和股东权益合计	3,960.5	3,979.5	4,248.8	4,412.5

计入短期借款前融资流		239.82	-55.57	-51.64
短期借款增加/(减少)		-425.0	0.00	0.00
筹资活动产生的现金净额	134	-185.2	-55.57	-51.64
现金及现金等价物净增额	30.71	-22.54	197.56	151.42
现金期初余额	148.6	170.36	147.82	345.38
现金期末余额	170.3	156.26	415.42	569.30

资料来源：宏源证券

销售经理：曾利洁
联系电话：010-88085790
电子信箱：zenglijie@hysec.com

销售经理：雷增明
联系电话：010-88085989
电子信箱：leizengming@hysec.com

销售经理：刘爽
联系电话：010-88085798
电子信箱：liushuang@hysec.com

销售经理：李烨
联系电话：010-88085956
电子信箱：liye@hysec.com

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5% 以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
减持		未来 6-12 个月跑输上证综指 5% 以上	