

## 西部材料 (002149): 关键还看钛钢复合板

**增持**(首次)

### 投资要点:

- 钛钢复合板是未来的主要利润贡献点
- 钛材业务对利润贡献度逐步增强, 金属纤维及稀贵金属增速可期
- 未来两年业绩增速可达 122.75% 和 79.99%

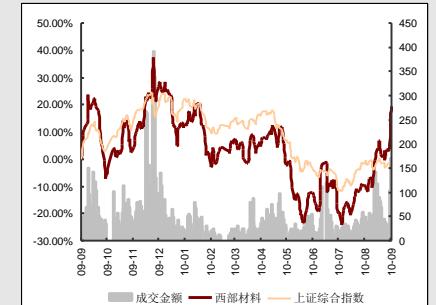
### 报告摘要:

- **做大钛材业务是公司主要发展战略之一, 钛材业务对利润贡献度逐步增强。**钛材业务在公司业务中的地位逐步增强, 10 年上半年钛材业务的收入和利润贡献率占比分别为 35.5% 和 39%, 同比分别增长了 15.6 个百分点和 23 个百分点。未来公司计划形成每年 8000 吨熔炼、3000 吨板材、1000 吨锻件、和 1000 吨管材的生产能力, 完善钛材加工的产业链, 届时公司钛材业务对利润贡献度将逐步增强。
- **未来可能超预期表现的关键还是钛钢复合板。**公司是国内最大的稀有金属复合材料生产企业, 其大型复合板材的爆炸复合技术在国内处于绝对领先地位, 具有明显的技术优势, 是国内唯一可以生产 20 平米以上的钛钢复合板的企业, 产品可以完全满足电力和核电领域的应用需要和进口替代, 是公司未来盈利能力的主要增长点和贡献点, 具有超预期表现概率较大。
- **金属纤维应用前景更广阔。**金属纤维制品在节能环保领域具有广阔的应用前景, 主要应用于汽车尾气过滤、太阳能以及化工、钢铁等领域烟气除尘, 目前公司有 4-5 个项目正在筹备中, 未来盈利较为可观。
- **贵金属制品有望实现爆发增长。**贵金属制品主要用于核电、医药以及军工和航空航天等领域, 公司生产的百万千瓦级核电用控制棒材料顺利通过了中广核组织的技术和产品鉴定, 为公司进军核电产业铺平了道路。在国家鼓励核电国产化和关键设备技术进口替代政策下, 该产品订单有望实现爆发式增长, 凸显公司又一亮点。
- **预计公司 10 年每股收益 0.25 元。**预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.25 元、0.55 元和 0.99 元, 对应动态 PE 分别为 98 倍、44.8 倍和 25 倍。预计公司未来两年的增长率有望达到 122.75% 和 79.99%, PEG 为 0.98; 我们看好公司未来的长期增长潜力, 首次给予“增持”评级。

### 分析师

分析师姓名: 闵丹  
电话: 010-88085977  
Email: mindan@hysec.com

### 市场表现



### 基本情况

总股本:	亿	1.7463
流通股本:	亿	1.3713
第一大股东		西北有色金属研究院
第一大股东持股比例		38.15%

数据来源: 宏源证券

### 相关研究

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	74020.50	78245.45	163304.84	228974.36	303496.50
同比增长率	33.90%	5.71%	108.71%	40.21%	32.55%
净利润	2911.97	2954.89	4306.80	9593.52	17267.54
同比增长率	0.80%	1.47%	45.75%	122.75%	79.99%
每股收益(元)	0.32	0.18	0.25	0.55	0.99

## 一、钛材业务渐入正轨，利润贡献逐步增强

### （一）做大钛材业务是公司主要发展战略之一

做大钛材业务一直以来都是公司的主要发展战略之一，这有其历史原因，主要是钛金属是稀有金属品种之一，公司控股股东西北有色金属研究院一直致力于稀有难容贵金属的研究，研究实力突出，研究成果扎实，其中对于钛金属的研究课题占到整个研究课题的40-50%，可以说西北院研究钛、了解钛、熟悉钛，其技术和装备用于钛材的生产具有先天的优势，因此公司的定位一直是致力于钛材业务的研究和生产，做大钛材业务。

公司于2010年5月完成了对西部钛业公司剩余2.22%的股权收购工作，西部钛业公司成为公司全资子公司，钛材业务在公司业务中的地位逐步增强，10年上半年钛材业务的收入和利润贡献率占比分别为35.5%和39%，同比分别增长了15.6个百分点和23个百分点。预计公司2010年将生产钛材2100吨，2011年底随着公司5000吨钛材技改项目建成达产，公司将形成每年8000吨熔炼、3000吨板材、1000吨锻件和1000吨管材的生产能力，完善钛材加工的产业链。另外，公司2009年通过了三大军工认证，具备了向航空航天、国防军工等单位供货的资质，我们预计公司钛材业务对利润贡献度将逐步增强。

### （二）海绵钛产能过剩压制钛价，钛应用领域结构调整支撑钛价

金属钛具有比强度高、耐蚀性强、生物相容性好、无磁性等优点，在航空航天、军工、船舶制造、化工、汽车、海洋工程和体育用品等方面具有广泛的应用，被称为“太空金属”、“海洋金属”和“万能金属”。全球范围内，钛产品的消费主要集中在美国、欧洲、中国、日本、俄罗斯，其中美国和欧洲占比分别达36%和26%，中国消费量占钛全部消费量的17%。发达国家和我国在钛产品的应用领域方面存在着较大的差异，美国和欧洲的钛材主要应用于航空航天领域，约占55%，属于军用和航用钛材领域；而我国的钛材主要应用于化工和体育休闲领域，约占60%，属于民用钛材领域。民用钛材领域竞争激烈，产品毛利率低，未来随着我国军工领域的深入发展和大飞机项目的逐步实施，钛材应用领域将逐渐向军用和航用领域倾斜，从而对钛材价格将起到有力的支撑作用。

2008年随着航空航天业的快速发展，我国钛产量大幅增长至8.1万吨，增速高达167.33%；2009年在全球金融危机的影响下，钛产量较08年回落25.93%，但总产量依然大大高于2007年水平。未来随着战略新兴产业规划的推出，钛在航空航天、海洋工程、核电、汽车以及新材料领域的应用都具有较好的发展前景，特别是短期内民用支线飞机和大飞机的推广将成为拉动钛需求的主要力量。飞机使用钛材的比例将直接标志着飞机的先进性，以国外先进战斗机为例其使用钛材的占比可达到30%，而我国战斗机的这一数据仅为10%-20%。因此我们对未来钛材的需求增速保有充分的信心，同时我们也要看到钛材应用领域未来由民用向军用转变是必然趋势，这些因素对未来的钛材价格构成重大利好。

但由于我国海绵钛目前产能过剩，对于钛价的上行构成较大压力；另外在航空领域尚未完全恢复的情况下，也会对钛材的价格形成一定阻力，所以我们判断短期钛价难有超预期表现，长期来看由于钛是替代传统材料的最好选择，价格上涨将是必然。

**表 1：公司钛材产能及产量预测（单位：吨）**

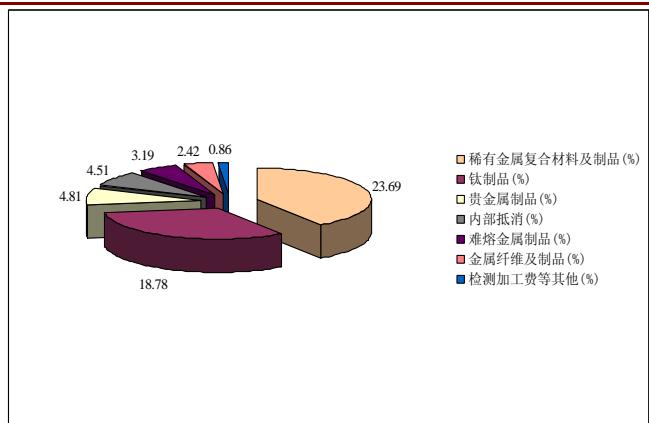
	产能	2009	2010E	2011E	2012E
钛铸锭	8000	2000	4000	6000	8000
钛材	5000	1200	2100	3300	4500
其中：钛板	3000	700	1200	2000	2800
钛管	1000	300	500	700	900
钛棒	1000	200	400	600	800

资料来源：宏源证券

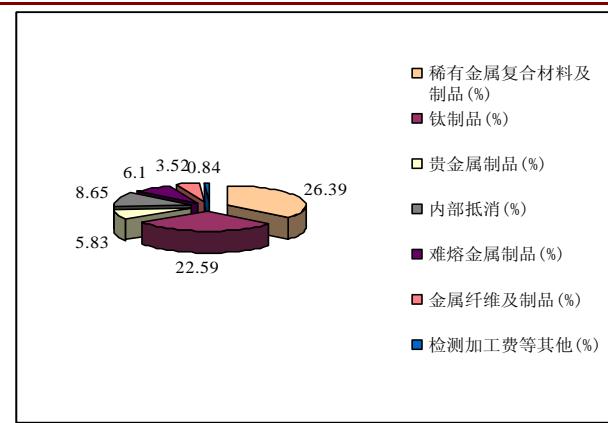
**表 2：金属钛的需求领域**

应用领域	用途
航空航天	飞机发动机叶片、防护板、肋、翼、起落架等
船舶制造	潜艇的耐压壳、舰船上水翼、行进器等
石化	冷凝器、空气冷却换热器、钛阳极、电解槽结构件
冶金	管道、泵、阀和加热盘等
医疗器械	医疗器械、外科矫形材料，如心脏内瓣、心脏内瓣隔膜、骨关节等
体育休闲	高尔夫球头、球杆
核电	钛凝汽器汽车动力阀等
汽车	汽车动力阀等
其他	眼镜架等

资料来源：宏源证券。

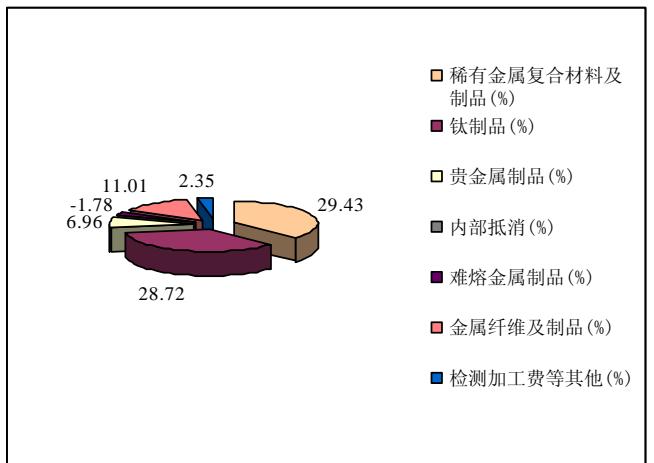
**图 1：20101H 收入构成**


资料来源：宏源证券

**图 2：2009 年收入构成**


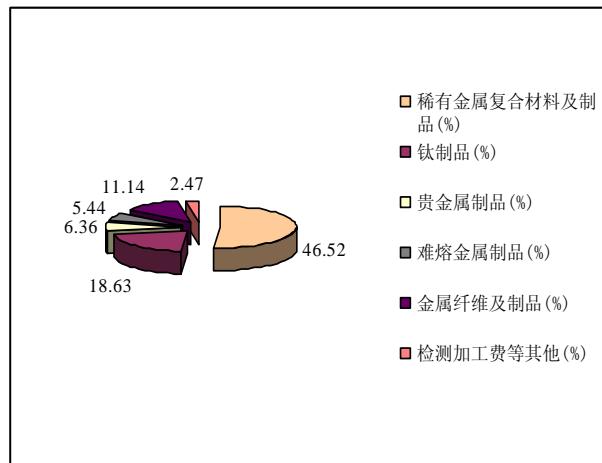
资料来源：宏源证券

图 3：20101H 利润构成



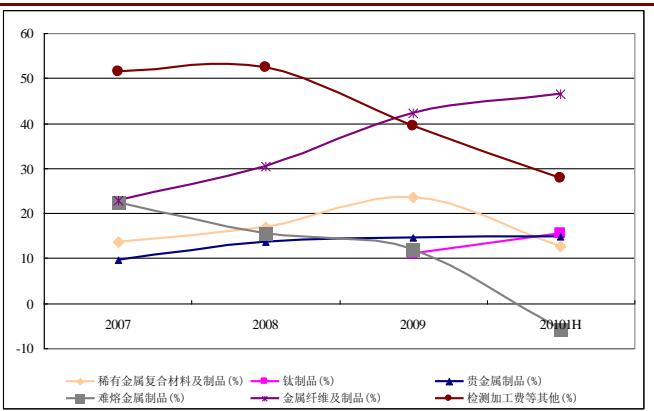
资料来源：宏源证券

图 4：2009 年利润构成



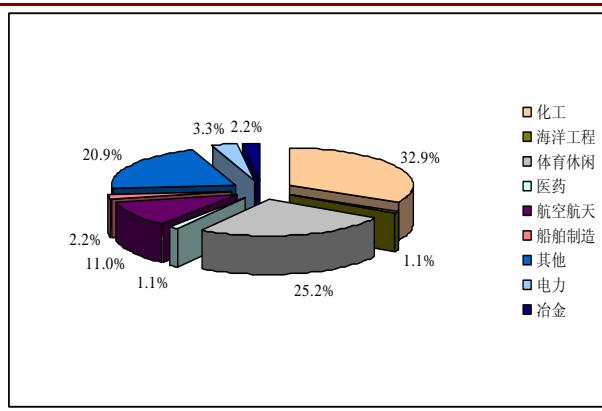
资料来源：宏源证券

图 5：各业务毛利率变化趋势



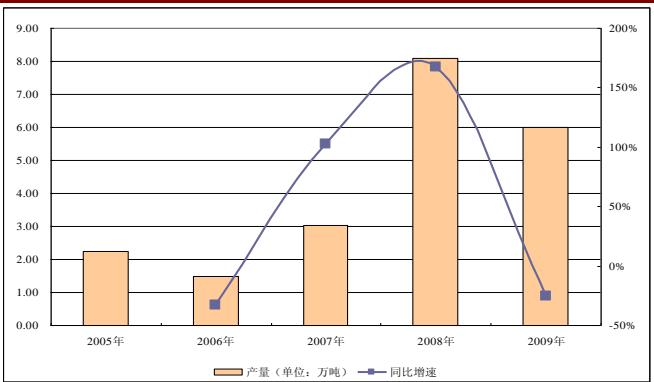
资料来源：宏源证券

图 6：我国钛消费结构



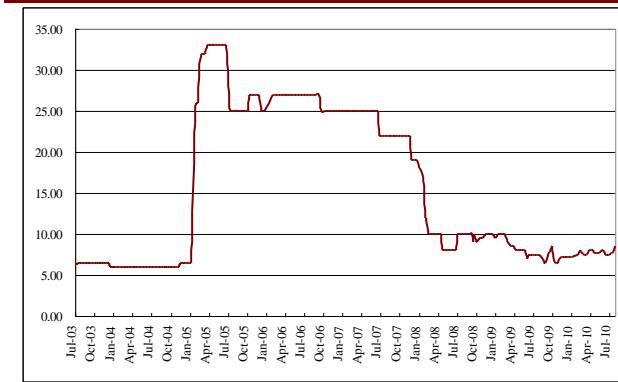
资料来源：宏源证券

图 7：中国钛产量（单位：万吨）



资料来源：Wind

图 8：海绵钛价格走势



资料来源：Wind

## 二、钛钢复合板有望超预期表现

公司是国内最大的稀有金属复合材料生产企业，其大型复合板材的爆炸复合技术在国内处于领先地位，具有明显的技术优势，是国内唯一可以生产 20 平米以上的钛钢复合板的企业，产品可以完全满足电力和核电领域的应用需要和进口替代，是公司未来盈利能力的主要增长点和贡献点，具有超预期表现概率较大。

公司的稀有金属复合材料主要是钛钢复合板，钛钢复合板主要应用于烟气脱硫、石油化工和压力容器中，使用钛钢复合板制造的设备内层钛具有优良的耐腐蚀性，外层钢具有高强度的特点；两层连成一体，具有良好的导热性，以及克服热应力，耐热疲劳、耐压差和耐其他载荷的能力，可以在更苛刻的条件下工作。另外使用这种钛钢复合板材料还可以成倍地降低相关设备的成本，因此被广泛应用。

近年来，随着国家环保标准的逐步提高和大众环境意识的增强，钛钢复合板在烟气脱硫领域出现了爆发式增长。目前国内对新建火力发电厂工程都要求进行烟气脱硫处理以杜绝大气污染。根据国际经验，使用钛钢复合板可以有效的起到烟气脱硫的作用，但由于在我国，烟气脱硫处理尚处于起步阶段，因此该领域的需求量相对较小。公司 2009 年接到的订单仅为 2-3 台。随着环保意识的不断增强，以及国家对是否安装了烟气脱硫设备的电厂采取优先上网和提高电价等相应的奖励措施，有效地促进了烟气脱硫产业的发展，同时也极大地拉动了钛钢复合材料的需求。目前国内 4 大电厂有两家在使用，公司 2010 年接到的订单已超过 10 台。以 100 万千瓦的发电厂为例，使用的钛钢复合板约为 200-400 吨左右，其价值约为 1000-2000 万左右，仅占电厂成本的 1% 左右，由于成本占比很小，所以推广起来并不很困难。未来全部使用钛钢复合板将是大势所趋。

公司钛钢复合板的老生产线产能为年产 5000 吨，新生产线 1 万吨的产能将在今年部分投产，届时公司将拥有年产 15000 吨钛钢复合板的生产能力。一直以来稀有金属复合材料及制品业务都是公司收入和利润的主要贡献点，2009 年公司生产钛钢复合板约 7800 吨，今年订单情况良好，预计产量可达 10000 吨，其中烟囱脱硫用钛钢复合板占比可达 50% 以上。上半年该项业务的毛利率大幅降低了 11.29 个百分点，主要是由于上半年结算的产品均系年初的订单，定价过低所致；另外由于公司新基地建设以及新设备折旧导致固定成本增加。由于应用于电厂烟气脱硫的钛钢复合板打破了原有的按加工费定价的定价模式，因为我们看好该产品的未来盈利能力。但考虑到由于新生产线投产带来的折旧等成本增加，盈利的提升是一个缓慢的过程。

另外一个可能带来超预期表现的应用领域为核电用钛钢复合板，据悉 1 台百万千瓦级核电装置需用 6 块钛钢复合板，公司的产品已经完全可以符合核电的需要，但由于在保证产品的一致性和稳定性方面还需要检验，所以目前还没有正式推广。未来其一旦推广开，将对公司业绩带来爆发式增长。

考虑到未来钛钢复合板在进口替代和替代传统材料方面具有广阔的应用前景，公司也不排除未来会适时的通过收购或者扩产的方式来提高产能，该项业务才是公司未来增长的主要引擎，我们将保持密切关注。

**表 3：钛钢复合板产量预测**

产量(单位: 吨)	产能	2009	2010E	2011E	2012E
钛钢复合板	15000	7800	10000	12000	15000

资料来源：宏源证券

**表4：公司主要业务及应用领域**

业务类型	产品	应用领域
钛材	钛板、钛棒、钛管	航空航天、船舶制造、石化、冶金、医疗器械、体育休闲、核电、汽车
稀有金属复合材料	钛钢复合板	电力行业烟气脱硫、石油化工、压力容器
金属纤维	不锈钢纤维、铁路铝纤维	化工、汽车尾气净化、太阳能、钢铁
贵金属制品	金银等贵金属合金	航空、航天、航海、导弹、火箭、原子能、微电子技术、化学、石油化工、玻璃纤维、废气净化及冶金
难熔金属制品	钨、钽、铌及合金	医疗、军工等

资料来源：招股书、宏源证券

### 三、金属纤维应用前景更广阔

金属纤维是采用金属丝材复合组装，多次多股拉拔、热处理等一套特殊工艺制成，每股有数千、数万根，纤维丝径可达 1-2 微米，延伸率大于 10%。其纤维化过程使其内部结构、磁性、电阻率及表面性能发生了显著变化，具有表面积大，导热、导电、柔韧性和耐腐蚀性好的特点，可广泛应用于石油、化工、化纤、纺织、电子、航空和汽车等工业领域。目前应用较为广泛的有用于中温过滤（450℃ ~ 550℃）的不锈钢纤维滤材和用于高温过滤（850℃ ~ 1100℃）的铁铬铝合金纤维滤材。由于技术难度大，工艺复杂，一度只有美国、比利时、日本等少数几个国家掌握。世界上开展金属纤维研究最早的是美国，但规模化、产业化最快的是比利时贝卡尔特公司，其产品占有率达到世界市场的一半以上。公司控股的菲尔特公司金属纤维及制品项目的建成投产，使我国成为世界上第四个能规模化生产金属纤维的国家，实现了进口替代。

菲尔特金属过滤材料有限公司金属纤维及其制品的制备技术与产业化项目获得 2007 年度国家科学技术进步二等奖，这项技术以其有效的创新打破了国外行业在金属纤维技术方面对中国的技术封锁，公司研发制造的金属纤维制品性能指标达到甚至超过了国际上的先进水平，特别是镍纤维与国外同类产品相比，丝径更细。现在，菲尔特公司已生产出丝径直径为 2 微米的不锈钢纤维，过滤精度 3 微米的不锈钢纤维毡也在研制之中。另外在生产金属纤维过程中，最后的拉拔包套处理国外一般用酸洗，污染较大。我国通过两年的努力，用电解技术，完全解决了污染问题，其技术优势无可替代。

目前，我国已能生产各种金属纤维，产品形式有各种丝径的连续纤维束、纤维牵切条、短纤维束、纺纱线、金属纤维混纺织物、不锈钢纤维烧结毡、针刺布、过滤器等。在已解决金属纤维制备工艺及技术难题的前提下，金属纤维开发的重点已变为开拓应用领域。金属纤维烧结毡在高温烟气除尘过滤行业应用最大的障碍是成本问题，针对其行业使用特点，公司采取了相应措施以降低成本，用低成本的切削纤维和高成本的拉拔纤维复合烧结而成。这样就解决了成本居高不下的产业化问题，而且可实现烟气的高温净化，达到节能降耗的目的。另外，由于金属纤维毡的生产技术不断完善和成本的降低，该技术在近两年被广泛应用到节能和环保领域。

在太阳能发电的运用上，由于近几年油、煤价格上涨，所以人们加大了对太阳能利用的力度。太阳能发电机是将光能转化为电能的一个设备，在这种太阳能发电机中有一个核心部件叫 ESE 回热器网芯，菲尔特公司在 2006 年运用金属纤维制备技术研发成功了这种

热交换器，通过了国外公司的鉴定，样机已交付外商。

在汽车尾气净化运用方面，是用铁铬铝纤维毡做的一种过滤器，叫做柴油车尾气颗粒捕集器（简称 DPF）。铁铬铝合金纤维滤材的工作温度可以达到 1000℃，是一种新型汽车尾气处理装置的关键材料，从目前来看其优良的性价比也是无可替代的产品。该过滤器主要由国外几家大公司生产，几乎垄断了全球市场。菲尔特公司从 2007 年开始和国内几家厂商合作生产这种过滤器，预计今明两年有望实现批量生产。日益严格的环保标准和庞大的汽车尾气处理市场需求为铁铬铝纤维提供了良好的市场发展空间，据悉每辆欧四标准小型柴油汽车的尾气排放装置要用 1.2 公斤左右铁铬铝纤维，大型商用柴油汽车尾气排放装置的铁铬铝纤维用量为 6-7 公斤，目前欧洲每年销售的汽车中柴油动力汽车约占 50% 左右，铁铬铝纤维市场空间巨大。

在对冶金企业的环保工作方面，从 2008 年 7 月 1 日起，钢铁冶金的排放标准从每立方米 150 毫克降到 30 毫克。而除尘材料大多是用化纤和玻璃纤维做成，材料所耐高温最高为 280℃ 左右，但是排放的气体最高温度瞬间有时会达到 400℃，所以经常出现烧漏现象。在该技术的运用上，用不锈钢纤维毡做的滤材耐高温可达 600℃ 左右（可长期使用）。由于该金属纤维毡的透气度是化纤和玻纤的两倍，从而可以大大缩小过滤设备的体积。随着中国对于钢厂烟气排放要求的提高，钢厂烟囱除尘用量在未来几年有望保持较快增长。

金属纤维烧结毡传统应用领域是聚酯过滤行业的液-固分离，由于聚酯的高黏度性及高温腐蚀特性，决定了过滤材料必须具有高孔隙率、耐腐蚀和耐高温等特性，因此很难有一种既廉价又能满足过滤聚酯的产品替代。

综上所述，金属纤维及制品广泛应用于高温、高粘度、有腐蚀介质等恶劣条件下的过滤材料领域，随着国家对节能环保的要求越来越严格，社会对节能环保意识越来越强烈，金属纤维的需求领域会逐步拓展，公司的金属纤维业务可谓前景广阔。从该业务这两年的毛利变化我们也能看到，在全球受到金融危机影响的情况下，公司的该项业务毛利率不但没有下降，反而从 2007 年的 20% 一路上升至今年上半年的接近 50%。虽然该业务在公司收入中的比重仅为不到 3% 的份额，但因为其较高的毛利致使其利润贡献可达 11% 以上。

公司 2009 年生产的金属纤维约为 26000 平方米，预计 2010 年有望增长 20% 以上，约为 32000 平米，未来的产量有望扩产至 50000-60000 平米。目前公司有 4-5 个项目正在筹备中，一旦有一半项目成为现实，未来盈利将相当可观，我们看好公司金属纤维业务的发展前景。

## 四、贵金属制品有望实现爆发增长

贵金属包括金、银、铂、钯、铑、铱、锇、钌 8 个元素。贵金属具有高导电性、高抗氧化性，优良的催化活性，特别高的敏感性能和生物活性等一系列独特的物理和化学性能，广泛地应用于航空、航天、航海、导弹、火箭、原子能、微电子技术、化学、石油化工、玻璃纤维、废气净化及冶金工业中，其特点是用途广，无替代。

公司凭借其雄厚的科研技术优势，历经多年成功研制出了百万千瓦级核电用银铟镉控制棒材料，成为国内唯一可以生产该产品的企业，并顺利通过了中广核组织的技术工艺鉴定、产品鉴定和合格供应商评定，成功实现了该产品的国产化，同时也为公司进军核电产业铺平了道路。据悉一台 100 兆瓦级的核电装置，其一个反应堆需要使用 1300 根银铟镉控制棒，一根控制棒的使用寿命大概 8 年左右。在国家鼓励核电关键部件国产化和关键设

备技术进口替代政策下，一旦打开市场，期待银钢镉控制棒实现爆发式增长。但考虑到为确保产品的一致性和稳定性，该项业务的推广可能还有一段较长的路要走。

## 五、集团化战略管理模式奠定公司未来发展的长效机制

今年上半年公司对原有的几个事业部（以产业划分）的管理模式进行了调整，改制为五家控股公司，实施集团化战略管控模式，目前集团化战略管控的制度体系已基本建成，各项规章制度建设正在逐步落实，从而保证公司的科学高效管理。同时，积极吸收核心管理和技术人员入股，充分激发和调动了他们的工作积极性和主动性，奠定了公司未来发展的长效机制。

**表 5：控股公司**

公司名称	股权比例	业务领域
西安天力金属复合材料有限公司	60%	钛钢复合板等稀有金属复合材料
西安菲尔特金属过滤材料有限公司	51.2%	金属纤维
西部钛业	100%	钛材生产和销售
西安诺博尔稀贵金属材料	60%	金属材料、钽及钽合金材料、铌及铌合金材料、贵金属及其合金材料的板、带、箔、丝、棒、管及其深加工产品，金属粉末和贵金属盐类的研发、生产和销售
西安瑞福莱钨钼公司	60%	金属材料、钨及钨合金材料、钼及钼合金材料的板、带、箔、丝棒、管及其深加工产品的开发、生产和销售。
西安润通稀有金属管道制造公司	60%	有色金属及有色金属合金制管件、有色金属管及管道及有色金属深加工产品和金属材料的开发、生产和销售
西安庄信金属材料有限公司	90%	有色金属、黑色金属、化工原材料的销售
西安优耐特容器制造	60%	稀有金属装备、稀有金属材料深加工产品和金属材料的开发、生产和销售

资料来源：公司公告、宏源证券

## 六、盈利预测

一直以来公司秉承“一大六强”的发展战略，及做大钛材加工业务，做强稀有金属复合材料、金属纤维、贵金属、难熔金属以及钨钼等产品。由于公司的业务主要涉及新材料、核电和节能环保等领域，适应当前及未来我国经济结构转型和经济增长方式转变的大背景，进口替代空间巨大，因此我们看好公司未来的发展前景和增长空间。

公司主要产品产量和价格假设如下表，另外，贸易业务的收入占比逐年下降；在上述假设下，我们预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.25 元、0.55 元和 0.99 元，对应动态 PE 分别为 98 倍、44.8 倍和 25 倍。目前的估值并不具有优势，但公司未来两年的增长前景非常乐观，预计可实现 122.75% 和 79.99% 的增长率，对应的 PEG 为 0.98；我们看好公司未来的长期增长潜力，首次给予“增持”评级。

**表 6: 产量假设**

主要产品	2010E	2011E	2012E
钛材(吨):	2100	3300	4500
其中: 钛板	1200	2000	2800
钛管	500	700	900
钛棒	400	600	800
钛钢复合板(吨)	10000	12000	15000
金属纤维(平方米)	32000	50000	60000

资料来源: 宏源证券

**表 7: 价格假设**

主要产品	2010E	2011E	2012E
钛材(万/吨)	15	16.5	18
钛钢复合板(万/吨)	5	6	7
金属纤维(元/平方米)	1400	1500	1550

资料来源: 宏源证券

**表 8: 毛利率假设**

主要产品	2010E	2011E	2012E
钛材	18%	21%	24%
钛钢复合板	16%	20%	25%
金属纤维	46%	50%	55%

资料来源: 宏源证券

**表 9: 盈利预测**

	2009	2010E	2011E	2012E
<b>单位(万元)</b>				
一、 营业总收入	78245.45	163304.84	228974.36	303496.50
营业收入	78245.45	163304.84	228974.36	303496.50
二、 营业总成本	75747.85	157861.65	214908.21	276613.99
营业成本	67801.08	140877.95	191094.87	245050.35
营业税金及附加	151.94	408.26	572.44	758.74
销售费用	756.66	1551.40	2175.26	2883.22
管理费用	5155.75	10778.12	15112.31	20030.77
财务费用	2013.52	4082.62	5724.36	7587.41
资产减值损失	-131.09	163.30	228.97	303.50
<b>三、 其他经营收益</b>				
投资净收益	0.16	0.33	0.46	0.61
四、 营业利润	2497.75	5443.52	14066.61	26883.12
加: 营业外收入	2639.85	2449.57	3434.62	4552.45
减: 营业外支出	43.81	97.98	137.38	182.10
五、 利润总额	5093.79	7795.11	17363.84	31253.47

减：所得税	617.40	1169.27	2604.58	4688.02
六、净利润	4476.39	6625.84	14759.27	26565.45
减：少数股东损益	1521.50	2319.04	5165.74	9297.91
归属母公司所有者 净利润	2954.89	4306.80	9593.52	17267.54
七、每股收益				
股本（万股）	50760	50760	50760	50760
基本每股收益（元）	0.18	0.25	0.55	0.99

资料来源：宏源证券

**分析师简介:**

闵丹：宏源证券研究所有色行业研究员，金属学及金属加工专业硕士，管理学博士，2008 年加盟宏源证券研究所。

**宏源证券机构销售团队**

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	

**宏源证券评级说明:**

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 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 +20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 +5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 +5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**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。