

成本改善，明年有望实现扭亏

——福建水泥调研报告

报告关键点：

- 部分落后产能高成本拖累业绩
- 未来关注新产能释放与区域内整合机会

报告摘要：

- 公司前三季度受多方面因素影响，业绩出现较大的下滑，亏损9495万元。出现亏损的原因主要，一方面是公司部分生产线设备相对陈旧，在人力、能源消耗等成本指标上较同行业先进生产线工艺水平存在一定的差距。公司目前在运转的7条生产线中，有3条是历史较久立波尔窑与SP旋窑技术，成本较新型干法存在较大的差距。此外，2008年经济危机对福建市场的水泥需求形成了较大的负面影响，目前正处于复苏中。
- 得益于国家对海西建设的加速，福建高铁、公路建设投资力度大幅上升。目前，福建境内在建的铁路干线、支线已达9条，省内新建及改建铁路总里程约3100公里；在建高速公路项目约20个，建设里程超过1700公里。此外，福建省还计划在今明两年将完成972座危（病）桥的改造建设。
- 公司除在建的永安安砂一线生产线以外，尚规划有5条生产线。预计公司2009-2011年的水泥产量将分别达到420万吨、550万吨、700万吨，至2012年将有望达到900-1000万吨。得益于公司未来产能的增长以及落后产能技改项目的实施，公司新型干法尤其是成本具有相对优势的5000t/d熟料生产线的比重将持续上升，单位熟料生产中的能源消耗指标、人力成本指标均会出现明显的下降，盈利能力因此有望大幅提升。
- 行业内整合兼并将成为未来的重要的发展方向，作为福建省最大的国有水泥生产企业，同时也是国家60家重点扶持的大型水泥企业之一，我们认为，公司很有可能在未来福建省内的水泥行业整合兼并中扮演重要的角色。
- 暂不考虑整合兼并以及公司出售兴业银行股权对公司业绩可能带来的影响，预计2010、11年公司的净利润有望达到1600万元、6180万元，对应2009-2011年的EPS为-0.24、0.04、0.16元。考虑公司目前仍持有兴业银行股权3203万股，以11月11日收盘价计算，折合每股含有兴业银行股权价值3.29元，公司水泥部分的估值仅为每股4元左右，对应市值15.3亿元。公司至明年末水泥产能将超过500万吨，考虑市场吨水泥的重置成本以及A股上市水泥企业的吨市值，目前的股价水平仍处于合理区间。考虑明年公司主业盈利偏低，我们给予公司“中性-A”的投资评级，6个月目标价8元，建议关注公司未来新产能释放、淘汰落后产能与行业内的整合兼并机会。

评级：
中性-A

上次评级：

目标价格：
8.00 元

期限：

6 个月

上次预测：

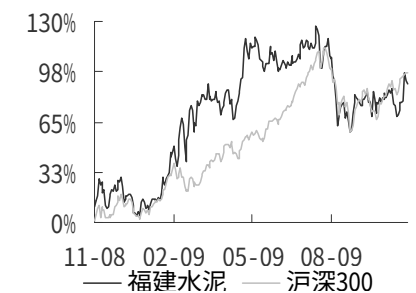
现价： 7.17 元

报告日期：
2009-11-11

市场数据

总市值(百万元)	2,738.03
流通市值(百万元)	2,738.03
总股本(百万股)	381.87
流通股本(百万股)	381.87
12 个月最高/最低	3.55/8.71 元
十大流通股股东(%)	43.23%
股东户数	71,935

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(5.51)	(6.85)	(7.10)
绝对收益	5.24	(8.33)	89.59

研究员

石磊

021-68765916

首席行业分析师

shilei@essence.com.cn

王天睿

021-68765363

助理行业分析师

wangtr@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,231.8	1,232.2	1,244.2	1,666.3	2,172.5
Growth(%)	15.3%	0.0%	1.0%	33.9%	30.4%
净利润	54.1	5.0	-91.5	16.0	62.8
Growth(%)	147.7%	-90.7%	-1924.1%	-117.4%	293.7%
毛利率(%)	29.7%	20.3%	15.2%	26.0%	27.4%
净利润率(%)	4.4%	0.4%	-7.4%	1.0%	2.9%
每股收益(元)	0.14	0.01	-0.24	0.04	0.16
每股净资产(元)	5.07	2.70	4.79	5.36	6.11
市盈率	51.1	551.2	-30.2	173.2	44.0
市净率	1.4	2.7	1.5	1.4	1.2
净资产收益率(%)	2.8%	0.6%	-5.3%	0.8%	2.8%
ROIC(%)	10.5%	9.5%	-3.1%	5.5%	9.0%
EV/EBITDA	8.0	19.6	128.2	10.5	6.0
股息收益率	0.0%	0.4%	-0.7%	0.1%	0.5%

敬请参阅报告结尾处免责声明

前期研究成果

1. 公司概况

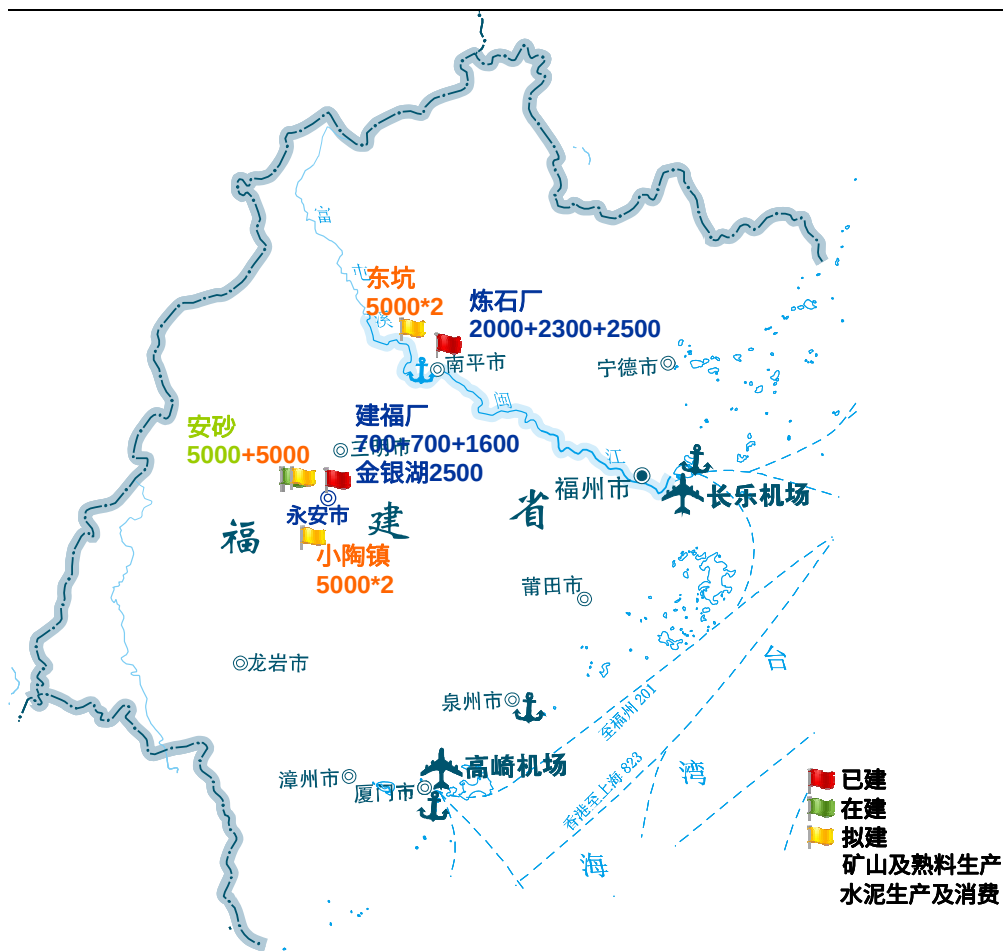
近期，基于对东部地区水泥涨价及海西未来投资的关注，我们调研了福建省最大的水泥企业之一——福建水泥。

福建水泥是福建省最大的国有水泥生产企业。公司经过四十多年的发展，生产规模不断扩大，1998 年兼并省顺昌水泥厂（现炼石水泥厂）后，生产能力进一步提高。公司总部设在福州，下属四个生产厂家（建福水泥厂、炼石水泥厂、漳州水泥厂、福州粉磨站），两个分公司（销售分公司、物业管理分公司），在福州、厦门、泉州建有散装水泥中转库。公司现有七条旋窑生产线，其中 5 条为新型干法生产线，公司水泥生产能力超过 500 万吨。拥有的“建福”、“炼石”两个水泥品牌均取得国家质量认证，均为“福建省著名商标”、“福建省名牌产品”。

2. 地质特点形成福建水泥“西产东销”模式

福建省由于其特有的地质特点，作为水泥主要生产原料的石灰石矿山资源集中在福建省西部的南平、三明、永安、龙岩地区（如下图中的紫色区域）；而作为省内的经济区域主要是集中在延海的福州、莆田、泉州、厦门、漳州（如下图中的蓝色区域）。

图 1 福建水泥熟料生产线布点



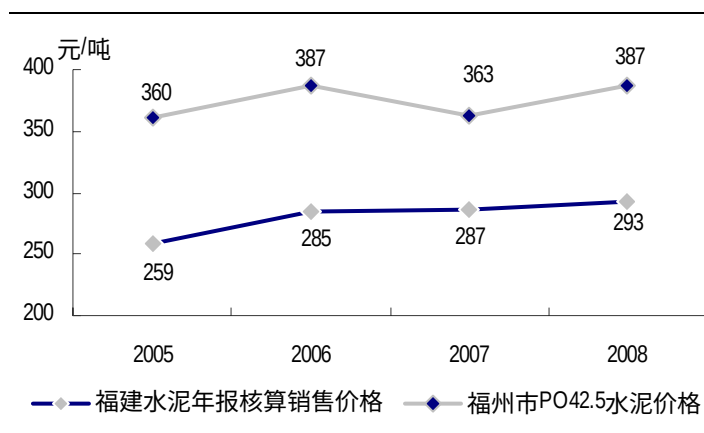
数据来源：安信证券研究中心

公司生产线布局考虑了就近原则，将熟料生产线均置于主要的石灰石原料生产地，而粉磨站则综合考虑全区的消费市场，在西部熟料生产线与东部主要水泥消费区域福州、漳州进行了布点。

福建省主要的水泥生产企业大多数也采用了与福建水泥类似的方式，目前省内的熟料生产线大都集中在福建西部区域，大量水泥或者熟料需要通过铁路或者汽车运至东部沿海消费地，根据运输方式与地点的不同，物流成本通常约在 50-100 元/吨，外

埠水泥则通过海运方式构成竞争，这直接造成了福建市场水泥销售价格较高，但是水泥企业盈利能力相对较低的情况。从福州市市场水泥价格与近几年来公司年报中水泥销售折算价格比较可以看出，公司 2005-2008 水泥销售均价逐年上涨，但同期均远低于福州市水泥市场价格。

图 2 公司水泥销售价格与市场水泥价格



数据来源：安信证券研究中心，数字水泥，公司年报

3. 2009 年内外因素交加至亏损

福建水泥今年前三季度受多方面因素影响，业绩出现较大的下滑，前三季度亏损 9495 万元。我们认为，公司出现亏损的主要原因，一方面是公司部分生产线设备相对陈旧，在人力、能源消耗等成本指标上较同行业先进生产线工艺水平存在一定的差距。公司目前在运转的 7 条生产线中，有 3 条是历史较久立波尔窑与 SP 旋窑技术，落后产能的自动化水平较低，人力成本与能耗成本均大大高于新型干法水泥生产工艺。

表 1 福建水泥生产线资料

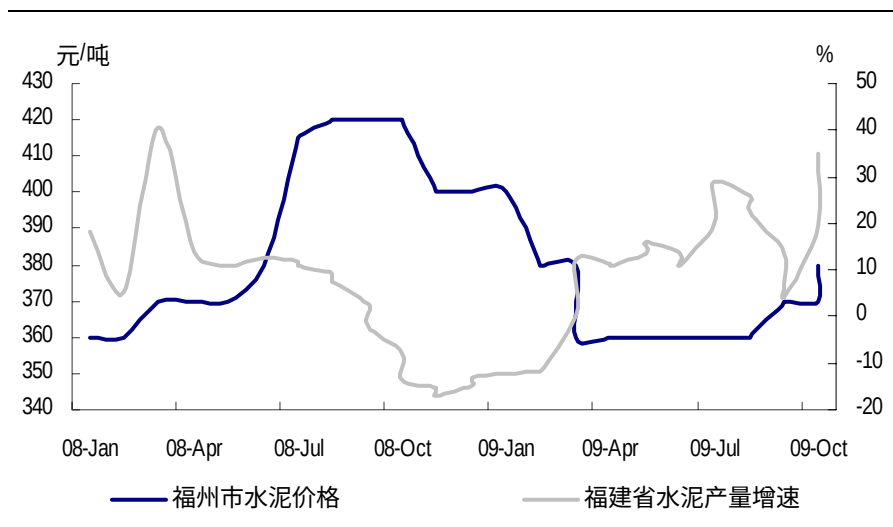
分公司（子公司）	熟料生产规模 t/d	在建产线 t/d	拟建设 t/d	所在地	备注
建福厂	700			永安	立波窑
	700			永安	立波窑
	1600			永安	SP 旋窑
			3200	永安	拟在立波窑基础上改造
		4500		永安安砂	安砂一线
			5000	永安安砂	安砂二线
炼石厂	2000			南平	
	2300			南平	
	2500			南平	
顺昌			5000*2	东坑	
永安小陶镇			5000*2	永安小陶镇	
金银湖	2500			永安	
永定兴鑫	2500			龙岩	股权已转让
	2500			龙岩	股权已转让

数据来源：安信证券研究中心

另一方面，2008 年末席卷全球的经济危机对福建市场的水泥需求形成了较大的负面影响，从福建省水泥产量增速上可以明显看出，从 08 年中期开始，受整体下游需求走弱的影响，省内水泥产量增速出现持续下滑，虽然产品价格受原材料上涨因素的推动，出现了一定的上涨，但是行业需求却滑入低谷。进入 09 年之后，受宏观投资效应拉动，水泥需求出现回暖，但一季度仍然整体是负增长，二季度虽然市场有所恢复，但是需求对市场价格拉动能力仍较弱；直至夏季台风气候结束，进入三季度消费旺季，价格才从相对的底部出现回升。（往年二季度通常是建筑施工旺季，水泥需求也相对较旺，价格在二季度往往出现一波高峰，待到福建地区夏季台风气候阶段，水

泥价格会出现小幅回落,进入三季度旺季价格会有较明显的上涨。)

图 3 福州市水泥价格 VS 水泥产量增速

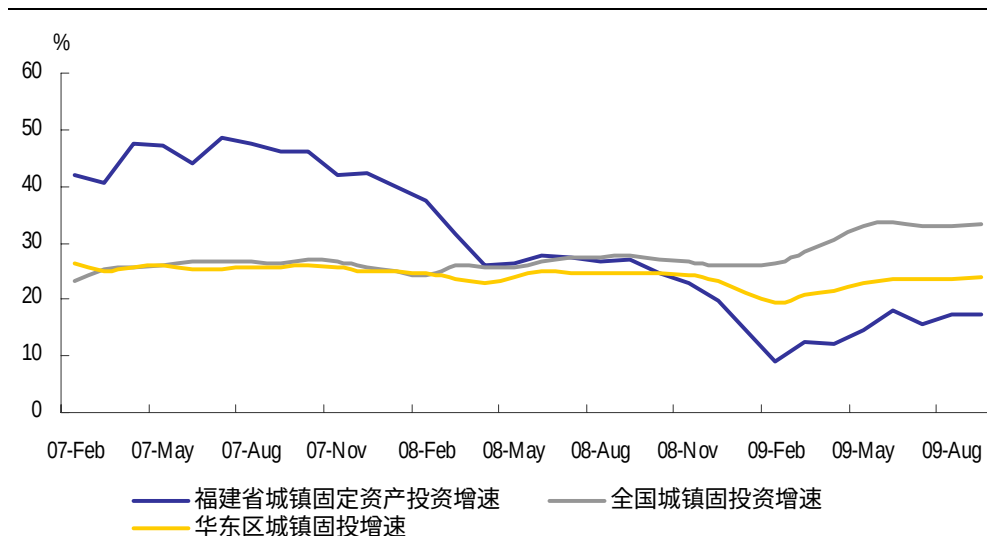


数据来源：安信证券研究中心，数字水泥

4. 关注：投资复苏、产能提升、成本改善

得益于国家加大海西经济圈以及基建投资政策,经历了 2008 年末投资大幅下滑的福建省,2009 年前 10 个月固定资产投资出现了稳步的回升(见下图 4)。

图 4 福建省城镇固定资产投资 VS 华东 VS 全国



数据来源：安信证券研究中心

以高铁建设为例,自从 2004 年正式提出海西战略构想以来,福建省加快了以高速铁路路网为标志的交通基础设施建设步伐,今年 5 月份国务院公布的《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》,则更是推动海西掀起新一轮铁路建设高潮。

目前铁道部和福建省已确定合作建设十大铁路项目,即峰福铁路电气改造、京福高速铁路、赣龙铁路新建双线、漳州港尾铁路、浦城—建宁—龙岩—梅州、南平—三明—龙岩、泉州—长汀、衢州—宁德、沿海城际高速铁路、沿海货专线等。目前,福建境内在建的铁路干线、支线已达 9 条之多;京福高速铁路合肥至福州段、赣龙铁路新建双线(含漳州港尾铁路)也有望于今年开工建设;南平—三明—龙岩铁路和浦城—建宁—龙岩—梅州铁路预计将于明年开工建设;长汀至泉州铁路和衢州至宁德铁路 2011 年开工建设;宁德—福州—厦门—漳州高速铁路和沿海货运铁路福建段 2012 年开工建设。据测算,福建省内新建及改建铁路总里程约 3100 公里。

公路方面，今年前三季度，福建省高速公路建设完成投资 178 亿多元人民币，占年投资计划 300 亿元的近六成，比去年同期大大增长。

目前，福建在建高速公路项目约 20 个，建设里程超过 1700 公里。作为沈海高速公路扩建工程的重中之重，泉（州）厦（门）高速公路、福（州）泉（州）高速公路、厦（门）漳（州）高速公路的扩建工程均已完成年度投资计划过半，计划 2010 年和 2011 年先后竣工。此外，海西高速公路网莆永线莆田段工程可行性研究报告也已获批，项目有望于明年开工。

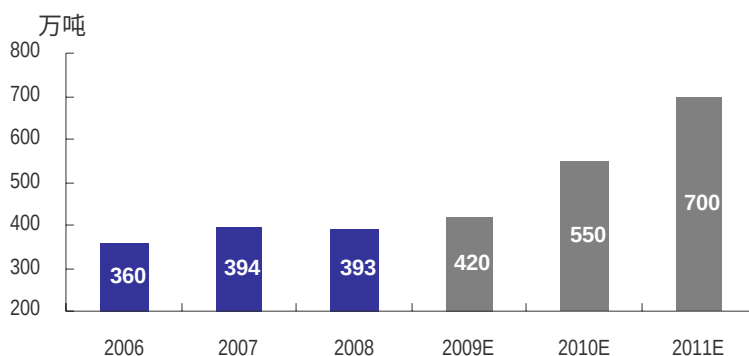
为了便于行车，福建省日前还作出加快危（病）桥改造重建步伐的决定，在今明两年将完成 972 座危（病）桥的改造建设，2011 年前全面完成危（病）桥改造任务。

根据规划，福建将加速建成和完善京台线、沈海线、福银线、厦成线、泉南线、长深线、宁上线等国家高速公路福建段，加快建设中心城市绕城高速公路和跨设区市高速公路联络线以及连接县城、重要旅游区、沿海港口的高速公路支线、连接线，逐步实现县县通高速公路，构筑以“三纵八横”为主骨架的高速公路网。

借省内基建投资旺盛，市场需求积极复苏的契机，公司也计划新建生产线提升自身产能，目前公司除在建的永安安砂一线生产线以外，尚规划有 5 条生产线（可参见前文表 1，其中除安砂二线外均为今年新增规划）。按公司目前的规划情况，我们预计，公司永砂一线有望在明年上半年正式投产，至少贡献半年的产量。虽然受政策因素影响，目前国内水泥行业内所有未开工生产线暂时均停止开工；但考虑福建省落后产能逐步淘汰，省内水泥生产能力将出现缺口。政策一旦松动，公司的规划项目将有望在早期获批开工，而公司计划的立波窑、SP 旋窑技改 3200t/d 熟料生产线项目也将有望获批通过。

我们按照明年后年分别开工 1 条 5000t/d 熟料生产线进行假设，不考虑公司外购熟料粉磨生产水泥，预计公司 2009-2011 年的水泥产量将分别达到 420 万吨、550 万吨、700 万吨，至 2012 年将有望达到 900-1000 万吨。

图 5 公司历史水泥产量及预测（2006-2011E）



数据来源：安信证券研究中心

得益于公司未来产能的增长以及落后产能技改项目的实施，公司新型干法尤其是成本具有相对优势的 5000t/d 熟料生产线的比重将持续上升，单位熟料生产中的能源消耗指标、人力成本指标均会出现明显的下降，而新型干法可以使用无烟煤，也部分缓解了福建当地烟煤价格相对较高的因素。

由于产能过剩，我们认为，行业内整合兼并将成为未来的重要的发展方向，一些区域性甚至全国性的大水泥集团将以大规模生产取代之前的水泥企业众多、市场竞争混乱的局面，作为福建省最大的国有水泥生产企业和省内重点支持水泥企业，同时也是国家 60 家重点扶持的大型水泥企业之一，将很有可能在未来福建省内的水泥行业整合兼并中扮演重要的角色。

随着海西建设加速带来的市场需求的走旺，以及公司自身竞争能力的改善，我们认为未来的 2-3 年对公司将会是一个非常好的发展机会。随着产能的逐步释放，公司未来有望稳步走出经营低谷，盈利能力将大幅提升。

5. 盈利预测

我们相对中性地考虑了公司未来的产能释放以及区域内的水泥市场状况，**暂不考虑整合兼并以及公司出售兴业银行股权对公司业绩可能带来的影响**，经过测算，随着新产能投放带来成本的下降，公司明后年的盈利情况将逐步改善，预计 2010、11 年公司的净利润有望达到 1600 万元、6180 万元，对应 2009-2011 年的 EPS 为 -0.24、0.04、0.16 元。

表 2 福建水泥盈利预测模型

项目	2008	2009E	2010E	2011E
1、水泥收入扣除内部抵扣(百万元)	1,150.3	1,176.0	1,595.0	2,100.0
水泥及熟料销售量(万吨)	393	420	550	700
单价(元/吨)	292.72	280.0	290.0	300.0
单位成本(元/吨)	232.2	236.9	213.0	216.3
毛利率	20.7%	15.4%	26.6%	27.9%
2、熟料收入(百万元)	56.1	57.2	58.3	59.5
3、其他业务收入(百万元)	25.87	11.00	13.00	13.00
总营业收入(百万元)	1,232.2	1,244.2	1,666.3	2,172.5
净利润(百万元)	5.7	-96.3	16.8	66.1
综合毛利率	20.3%	15.2%	26.0%	27.4%

数据来源：安信证券研究中心

考虑公司目前仍持有兴业银行股权 3203 万股，如以 11 月 11 日收盘价 39.25 元以及福建水泥 3.82 亿的总股本计算，则折合每股含有兴业银行股权价值 3.29 元，扣除该部分股权估值，公司水泥业务的估值仅为每股 4 元左右，对应市值 15.3 亿元。公司至明年末水泥产能将超过 500 万吨，单纯考虑市场吨水泥的重置成本以及 A 股上市水泥企业的吨市值，公司目前的股价水平仍处于上市水泥企业中相对较低的水平区间。

公司虽然 2009 年出现亏损，但是目前经营正处于底部回升的阶段，考虑明年公司主业盈利偏低，我们给予公司“中性-A”的投资评级，6 个月目标价 8 元。随着公司自身市场竞争能力的提升，公司的业绩在未来将具备较强的弹性，建议关注公司未来新产能释放、淘汰落后产能与行业内的整合兼并机会。

6. 投资风险

国家针对水泥行业投资新建生产线的政策导向可能会影响公司生产线的建设进度和落后产能的淘汰，进而影响公司产量的发挥。

福建省固定资产投资及重点工程建设进度将直接影响到福建省的水泥需求，进而影响到水泥价格。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间		2009-11-10	
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,231.8	1,232.2	1,244.2	1,666.3	2,172.5	成长性					
减: 营业成本	866.4	981.8	1,054.7	1,233.9	1,577.5	营业收入增长率	15.3%	0.0%	1.0%	33.9%	30.4%
营业税费	9.7	8.1	9.3	12.5	16.3	营业利润增长率	132.9%	-103.9%	4424.3%	-116.5%	308.2%
销售费用	125.1	129.6	133.1	170.0	217.3	净利润增长率	147.7%	-90.7%	-1924.1%	-117.4%	293.7%
管理费用	120.6	109.1	130.6	146.6	184.7	EBITDA 增长率	30.6%	-26.4%	-87.5%	997.6%	44.3%
财务费用	58.1	70.2	73.9	81.3	82.7	EBIT 增长率	60.9%	-47.0%	-172.6%	-307.2%	62.9%
资产减值损失	-3.3	-6.5	-20.6	16.9	27.7	NOPLAT 增长率	55.4%	-32.8%	-149.9%	-313.6%	62.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-25.6%	51.9%	21.8%	-1.6%	-8.0%
投资和汇兑收益	14.1	57.4	14.0	15.1	16.3	净资产增长率	192.6%	-46.7%	77.5%	11.8%	13.9%
营业利润	69.3	-2.7	-122.9	20.3	82.7	利润率					
加: 营业外净收支	-4.4	7.4	1.0	1.0	1.0	毛利率	29.7%	20.3%	15.2%	26.0%	27.4%
利润总额	64.9	4.7	-121.9	21.3	83.7	营业利润率	5.6%	-0.2%	-9.9%	1.2%	3.8%
减: 所得税	9.9	-1.0	-25.6	4.5	17.6	净利润率	4.4%	0.4%	-7.4%	1.0%	2.9%
净利润	54.1	5.0	-91.5	16.0	62.8	EBITDA/营业收入	16.7%	12.3%	1.5%	12.4%	13.8%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	10.3%	5.5%	-3.9%	6.1%	7.6%
货币资金	227.5	305.0	211.0	316.3	551.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	258	246	267	269	273
应收帐款	75.4	66.7	57.9	77.6	95.2	流动营业资本周转天数	-1	19	14	-55	-134
应收票据	114.8	31.5	30.7	41.1	47.6	流动资产周转天数	172	191	173	131	140
预付帐款	58.3	71.7	19.0	31.3	47.1	应收帐款周转天数	21	11	9	7	7
存货	152.1	191.3	198.2	216.4	256.7	存货周转天数	45	52	58	46	40
其他流动资产	5.4	6.5	6.5	6.5	6.5	总资产周转天数	769	870	843	828	792
可供出售金融资产	1,663.6	468.4	1,345.4	1,547.2	1,779.3	投资资本周转天数	275	295	391	318	232
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	44.4	4.9	42.5	42.5	42.5	ROE	2.8%	0.6%	-5.3%	0.8%	2.8%
投资性房地产	5.1	4.9	5.0	5.3	5.5	ROA	1.6%	0.2%	-2.9%	0.4%	1.3%
固定资产	834.2	851.4	994.2	1,493.1	1,798.4	ROIC	10.5%	9.5%	-3.1%	5.5%	9.0%
在建工程	108.6	267.7	259.7	329.2	452.2	费用率					
无形资产	127.5	123.8	97.1	82.6	72.6	销售费用率	10.2%	10.5%	10.7%	10.2%	10.0%
其他非流动资产	80.1	63.9	104.4	106.9	109.3	管理费用率	9.8%	8.9%	10.5%	8.8%	8.5%
资产总额	3,497.0	2,457.7	3,371.7	4,296.1	5,264.1	财务费用率	4.7%	5.7%	5.9%	4.9%	3.8%
短期债务	567.8	703.0	900.0	900.0	900.0	三费/营业收入	24.7%	25.1%	27.1%	23.9%	22.3%
应付帐款	124.6	115.8	144.5	219.7	302.5	偿债能力					
应付票据	93.3	91.5	115.6	169.0	259.3	资产负债率	44.7%	58.0%	45.7%	52.4%	55.7%
其他流动负债	116.4	90.2	106.0	122.7	144.4	负债权益比	80.8%	138.3%	84.1%	109.9%	125.8%
长期借款	183.0	236.0	286.0	336.0	386.0	流动比率	0.67	0.63	0.43	0.37	0.40
其他非流动负债	432.2	130.6	25.9	28.0	30.5	速动比率	0.50	0.45	0.26	0.25	0.30
负债总额	1,562.7	1,426.2	1,540.6	2,249.7	2,932.3	利息保障倍数	2.19	0.96	-0.66	1.25	2.00
少数股东权益	7.5	7.6	3.2	4.0	7.0	分红指标					
股本	381.9	381.9	381.9	381.9	381.9	DPS(元)	-	0.03	-0.05	0.01	0.03
留存收益	1,545.0	642.1	1,445.9	1,660.5	1,942.9	分红比率	0.0%	228.4%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	1,934.3	1,031.5	1,831.1	2,046.4	2,331.7	股息收益率	0.0%	0.4%	-0.7%	0.1%	0.5%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	55.0	5.7	-91.5	16.0	62.8	EPS(元)	0.14	0.01	-0.24	0.04	0.16
加: 折旧和摊销	85.2	90.6	67.9	105.7	133.6	BVPS(元)	5.07	2.70	4.79	5.36	6.11
资产减值准备	-3.3	-6.5	-20.6	16.9	27.7	PE(X)	51.1	551.2	-30.2	173.2	44.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.4	2.7	1.5	1.4	1.2
财务费用	52.1	52.4	65.1	73.9	81.3	P/FCF	6.1	-13.0	-18.8	29.0	12.1
投资收益	-14.1	-57.4	-14.0	-15.1	-16.3	P/S	2.2	2.2	2.2	1.7	1.3
少数股东损益	0.8	0.7	-4.8	0.8	3.3	EV/EBITDA	8.0	19.6	128.2	10.5	6.0
营运资金的变动	-122.9	-57.2	31.6	592.2	551.1	CAGR(%)	-32.6%	126.4%	-212.3%		
经营活动产生现金流量	60.0	40.5	42.5	797.7	845.0	PEG	-1.6	4.4	0.1	-1.7	-0.4
投资活动产生现金流量	-65.9	-111.5	-1,116.1	-897.8	-827.0	ROIC/WACC	1.1	1.0	-0.3	0.6	1.0
融资活动产生现金流量	13.0	148.5	1,031.3	172.3	186.8	REP	1.8	2.4	-4.8	2.5	1.4

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

石磊，同济大学无机非金属材料学士，复旦大学财务金融系硕士。2004 年 7 月至 2007 年 6 月就职于中信建投证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究，2007 年 7 月加盟安信证券研究所。2006 年、2007 年连续两年入围“新财富建筑材料行业最佳分析师”。

王天睿，复旦大学工商管理硕士。2008 年 6 月加盟安信证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn
南方	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn
李昕	北京联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn
李瑾	深圳联系人
0755-82558084	lijin@essence.com.cn

凌洁	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn
李国瑞	上海联系人
021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
马正南	北京联系人
010-66581668	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034