

产业链完备的优势深加工企业

——南山铝业（600219）调研报告

要点：

- **产业链完备。**公司是除中国铝业之外的第二家全流程铝行业企业，拥有全流程生产工序，目前已经形成从热电—氧化铝—电解铝—熔铸—热轧—冷轧—箔轧的完整产业链。对于铝加工企业而言，产业链越完整意味着核心竞争力和综合实力越强，一体化的生产模式不仅降低了原材料采购成本以及各环节衔接过程中的材料损耗，而且能使公司在市场竞争中避免原材料和产品价格的波动风险，其利润空间能得到最大保障，国内铝加工行业的领先地位不断巩固。
- **产能匹配不断向下游深加工延伸。**以现有产业链的各环节产能来看，基本呈现“两头大”的格局：公司拥有72万千瓦的热电厂，氧化铝产能经20万吨的扩建后年底达到90万吨，电解铝产能15.6万吨，下游深加工环节中有17万吨的铝型材，15万吨熔铸产能，热轧和冷轧各20万吨，箔轧3万吨。目前新建项目中仍在不断加大下游深加工的产能，包括10万吨新型合金材料生产线，年产52万吨铝合金锭熔铸，热轧和冷轧工艺的扩建改造工程。
- **盈利状况稳步增长。**自去08年底盈利状况达到近两年来最低点之后，09年随着经济回暖，公司每股收益和毛利率持续稳步回升，尤以今年三季度回升最快。这一方面得益于公司完善的产业链，低廉的成本优势；另一方面也与公司以下游深加工产品为主，兼具上游产品的产品结构密切相关，公司充分享受了铝各个环节产品价格波动带来的盈利。公司产品结构中以下游深加工产品为主，兼具上游氧化铝和电解铝产品。未来两年将是公司深加工产能集中释放的时期，在产业结构升级背景下，随着新建和改造扩建的产能将陆续投产，公司业绩将大幅提高，成长性良好。
- **行业现状。**目前铝行业的现状是产能过剩，产业政策导向在抑制过剩产能的同时偏向深加工企业。行业目前的发展趋势是争夺资源与苦练内功交织，我们看好铝深加工企业的发展前景，在产业结构升级和消费结构升级的大背景下，高附加值产品将受益于铝价低位的良好时机。南山铝业致力于打造铝业一体化和布局深加工项目，其完整的产业链条以及“两头大”的发展模式将完全迎合铝行业的这种发展趋势，随着深加工产能的集中释放，填补市场缺口，业绩将有大幅提高。
- **投资建议。**我们预测2009-2011年公司每股收益分别为0.40元、0.50元、0.62元，对应PE为30倍、24倍和20倍，估值具有一定优势，给予南山铝业“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**2010年宏观经济的不确定性，铝价格走势的不确定。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

分析师

耿诺

☎010-88366060-8786

✉ gengen@cgws.com

投资评级：推荐

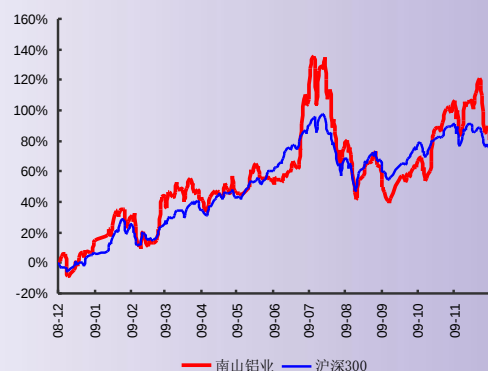
市场数据

总市值（亿元）	228.61
流通市值（亿元）	166.30
总股本（亿股）	16.51
流通股本（亿股）	8.29
12个月最高/最低股价（元）	16.49/6.17
十大流通股股东持股比例	6.18%
股东户数	214014

公司盈利预测

	2008A	2009E	2010E
营业收入（亿元）	72.31	73.26	86.44
营业利润（亿元）	8.42	8.46	15.65
净利润	6.29	5.52	8.93
EPS（元）	0.477	0.403	0.501
PE	25.8	30	24

公司股份表现



相关报告

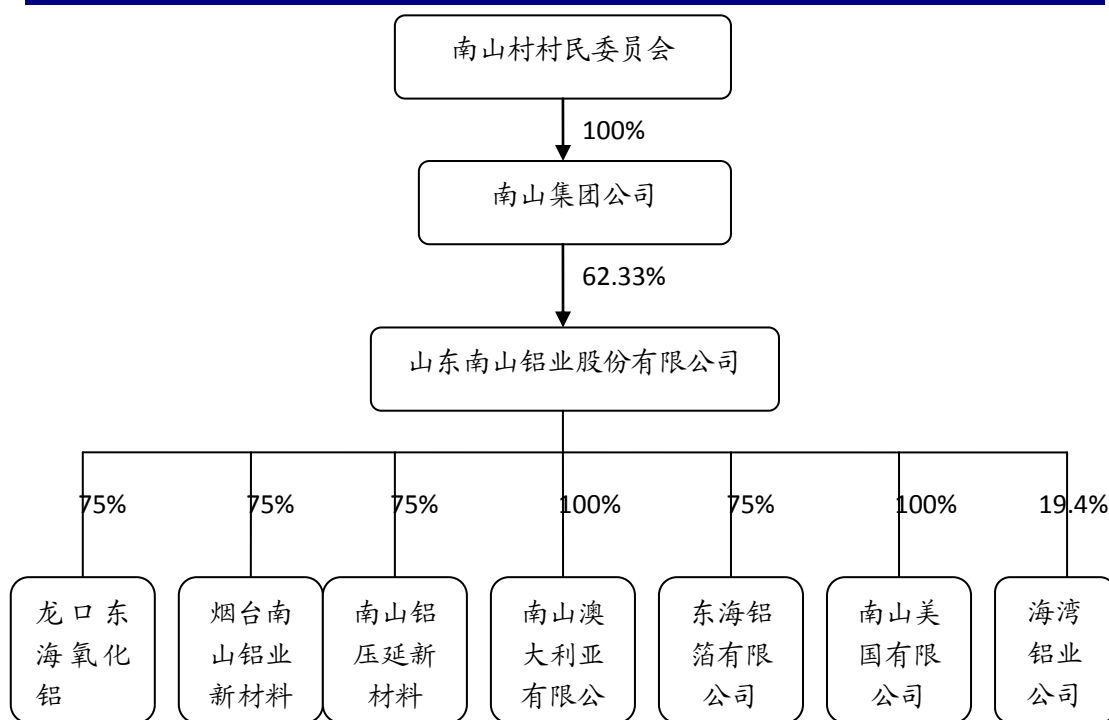


一、公司概况

公司是一家以铝型材为主的民营企业，拥有涵盖上游氧化铝和下游深加工的国内最为完整的铝产业链条，主要产品包括氧化铝、电解铝、铝型材及铝箔等。

公司于2007年正式上市，随着公司收购南山集团公司所持有的龙口东海氧化铝有限公司75%股权、10万吨电解铝及配套炭素、60万千瓦热电机资产及烟台东海铝箔有限公司75%股权，并同时将其原有精纺呢绒业务剥离的完成，公司实现了由双主业向单主业的转变，成为专注于铝业深加工、具备完整产业链的国内铝加工产品的龙头企业。目前南山集团持有公司62.33%的股权，南山村村民委员会是公司的实际控制人。2008年4月公司向社会公开发行了28 亿元五年期可转换债券，截止2008 年12 月31日，可转换债券持有人累计转股651 股，公司总股本变更为1,318,795,864 元。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告

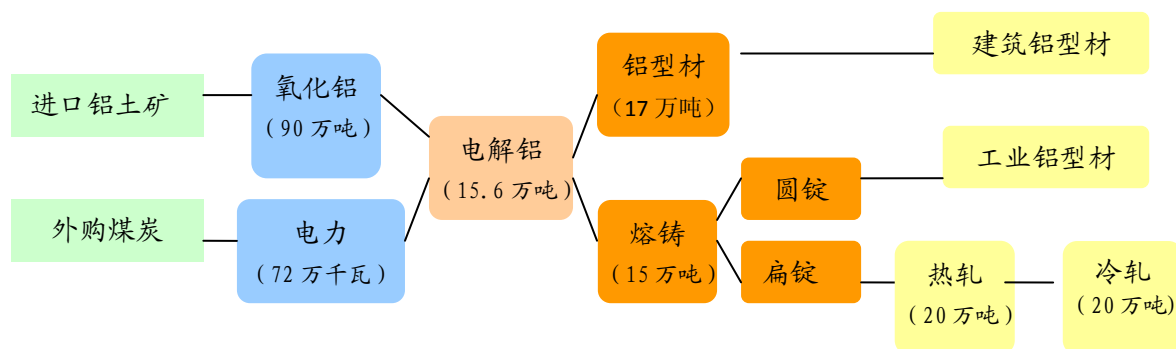
二、产业链完备的优势企业

2.1 产业链完整

公司是除中国铝业之外的第二家全流程铝行业企业，拥有从电力、氧化铝、电解铝一直到铝材深加工全流程铝产品生产工序，目前已经形成从热电—氧化铝—电解铝—熔铸—热轧—冷轧—箔轧的完整产业链。公司不仅产业

链完整，而且经过不断发展，各工序间产能匹配也正在日趋合理，目前已成为致力于铝业深加工的一体化公司。其生产流程主要是：公司通过外购煤炭经自备电厂发电供自用（剩余外销）、进口铝土矿生产氧化铝，进而生产电解铝，并用自产电解铝制作各种铝制品，包括型材、热轧卷、冷轧卷、铝箔等。

图 2：公司产业链构成



资料来源：公司公告，长城证券研究所

电力：公司目前拥有72万千瓦装机容量，按照年均利用小时6000小时计算，年发电量43.2亿度。除了满足自身生产所需之外，每年向集团供应，剩余电量上网发售。按照15万吨电解铝计算，公司每年电力外售比例约为40%。

氧化铝：公司氧化铝产能经技改完成后将达到90万吨，2008年自筹资金20万吨氧化铝配套项目将在今年完成，预计2010年2月份将投产，4月份可以达产。公司生产的氧化铝除了满足自身电解铝生产所需的30万吨之外，其余均对外销售。

电解铝：公司生产电解铝的原料氧化铝和电力全部自给供应。目前电解铝产能为15.6万吨，每年仍需外购电解铝约20万吨以满足下游铝深加工产品的需求，外购比例约56%。

铝加工：公司铝材生产的主要产品有各种型材、热轧、冷轧、箔轧。其中铝型材产能17万吨，热轧20万吨，冷轧20万吨，箔轧3万吨。

对于铝加工企业而言，产业链越完整意味着核心竞争力和综合实力越强，一体化的产业链不仅降低了原材料采购成本以及各环节衔接过程中的材料损耗，而且能使公司在市场竞争中避免原材料和产品价格的波动风险，其利润空间能得到有效保障，国内铝加工行业的领先地位得到巩固。

2.2 “两头大”的产能分配

公司对外销售的主要产品包括铝型材、电解铝、氧化铝、铝箔、电力、热轧卷和合金锭等，目前产品结构以高附加值的热轧卷、冷轧产品、高档铝板带以及铝箔为主。



以现有产业链的各环节产能来看，基本呈现“两头大”的格局，并且公司目前正在实施的新项目也是侧重产业链两端，其中包括：10万吨新型合金材料生产线项目、年产52万吨铝合金锭熔铸生产线项目、热轧改造扩建项目（约40万吨）等，这都是公司为增强下游深加工产能而实施的发展战略；同时扩建氧化铝产能20万吨/年的新项目也于2009年完成，2010年投产，上游产能也得到进一步扩充。这种偏重“两端”的发展战略，恰好抓住了“氧化铝—电解铝—铝产品”产业链条中利润率较高的“两端”环节，这种一体化的经营模式和“抓两端”的发展战略确保了公司盈利稳定增长，免受铝行业周期性波动影响，这种发展思路在行业结构升级和抑制冶炼产能过剩的政策背景下，大大提升了公司核心竞争力和综合实力。

2.2 成本优势明显

公司主导产品为铝深加工产品，尽管公司电解铝生产所需氧化铝及电力均自给自足，但氧化铝所需铝土矿及电力生产所需煤则需外购，因此，公司电解铝生产成本主要受铝土矿及煤采购成本影响。目前公司是世界最短距离内（45平方公里）铝产业链最完整的铝加工企业，其成本优势不言而喻。另外，公司的地理优势也是其他业内公司无法比拟的，其旗下子公司东海氧化铝公司（公司控股75%）距离龙口港口仅20公里左右，有一条专用的高速公路，运输成本很低。

铝土矿：公司生产氧化铝采用拜耳法，所需铝土矿主要来自海外，目前公司主要通过长单方式进口，采购价格以半年或一年定价为主，进口国主要以印尼、印度、澳大利亚为主，三地分别占需求总量的70%、25%和5%。2009年新建成的20万吨氧化铝产能不仅可以以海外进口铝土矿为原料，更值得关注的是可以以国内高硅铝比的铝土矿为原料，进一步扩大了铝土矿的来源。由于铝土矿品位的下滑，目前铝土矿到氧化铝的比率已达到2.73，到岸价为336-390元/吨，按照进口铝土矿均价360元/吨粗略计算，目前公司的氧化铝生产成本约1950元，与目前2600元的氧化铝市场均价相比，成本优势是很明显的。

外购电煤：目前公司发电所需煤炭主要是通过与中国神华签订长单的方式外购，每吨500元左右，2009年公司发电成本约0.29元/吨。发电对集团销售电价0.6元，而上网电价0.344元（含税价）。

原料进口以长单方式为主，保证了原材料的稳定和供给充足。目前随着公司铝产业来的进一步扩大，为进一步稳定供货渠道，公司还于2007年末参股了澳大利亚海湾铝业公司（参股20%，但由于成本原因该公司尚未贡献利润），同时开拓美国市场，拓展销售渠道，寻求技术合作，2007年公司在美国芝加哥成立了南山美国有限公司。

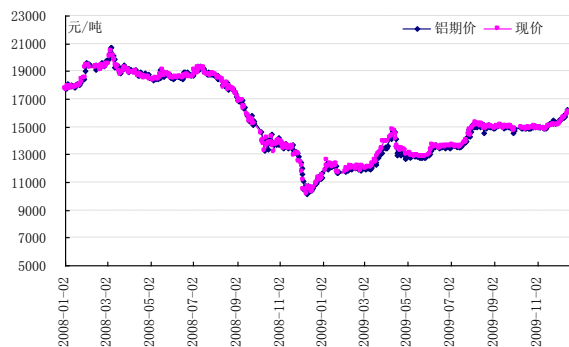


三、公司经营分析

3.1 公司盈利状况稳定增长。

公司自2008年将服装业务剥离以来，转变为专注铝行业的一体化企业。金融危机后原材料价格下滑幅度明显，而08年底随着金属价格止跌反弹以及经济逐步转暖需求回升拉动金属需求不断增长。国内铝价自年初以来涨幅达27%，国内氧化铝价格涨幅也达到了44%，铝价的不断上涨也拉动了铝材等产品价格的上升，公司盈利状况持续改善。

图 3：国内铝价变化

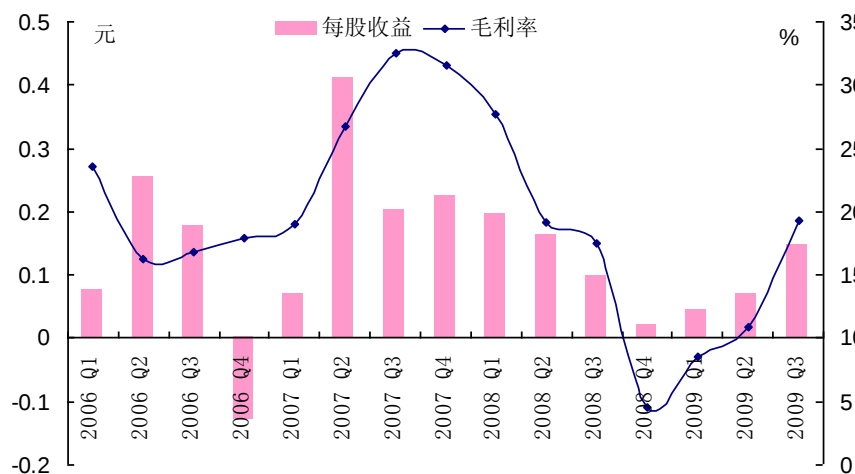


数据来源：WIND，中国金属网，长城证券研究所

图 4：铝合金价格变化



图 5：公司盈利状况不断好转



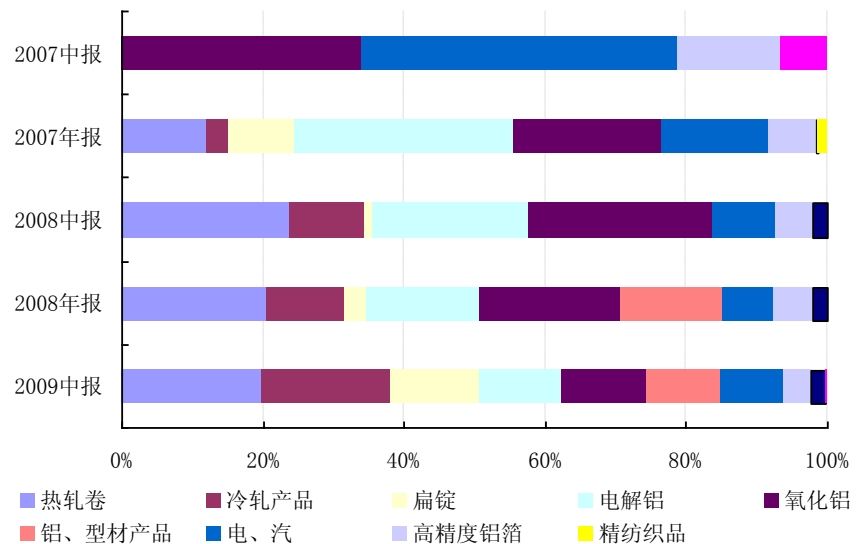
数据来源：WIND，长城证券研究所

自2008年四季度盈利状况达到近两年来最低点之后，每股收益和毛利率持续稳步回升，尤以今年三季度回升最快。这一方面得益于公司完善的产业链，低廉的成本优势；另一方面也与公司以下游深加工产品为主，兼具上游产品的产品结构密切相关，公司充分享受了铝各个环节产品价格波动带来的盈利。

3.2 主营产品以深加工产品为主

自公司的主营构成中可以看出，随着公司主营铝产品业务以来，发展战略日渐清晰，下游深加工产品的比例不断增大，同时也兼具上游氧化铝和电解铝产品，各项铝产品分配间逐渐平衡。

图 6：主营构成逐步平衡（%）



数据来源：公司公告，长城证券研究所

1) 铝型材产品

主要包括建筑型材和工业型材，其中建筑型材主要用于生产铝合金门窗，目前产能为5.5万吨，预计2009年产量达7万吨；工业型材用于加工集装箱、铁路货运列车、高速列车、城市地铁和客车等，目前产能为1.5万吨，预计2009年产量达1.7万吨。目前我国用于工业用途的新型合金材料与建筑型材的比例仅为3: 7，发达国家达到7: 3。我国铝工业结构调整的主要目标之一就是，增加高附加值加工材比重，并使工业型材与建筑型材比例达到7: 3。随着我国地铁、城市轻轨、大型轨道车辆、汽车、摩托车等工业对大断面、超长挤压新型合金材料的需求增长，我国新型合金材料呈现出较大的发展空间，消费规模将快速增长。

2) 热轧产品

公司热轧生产线产能达20万吨，2009年预计产量将达到22万左右，公司熔铸能力达67万吨，其中主要用于工业型材的圆锭产能达7万吨，其余均为扁锭，用作热轧卷的基础原材料。

3) 冷轧产品

冷轧产品主要包括罐料、PS板基和铝箔坯料，其中PS板基产能3万吨、罐料10万吨、坯料7万吨。预计2009年这部分产量将达到12-13万吨。罐料方面，铝制品由于其耐腐蚀性、清洁易回收的特点应用前景广阔，并且随着居民生活水平不断改善，发展空间很大；PS板基主要是用作新型感光印刷材料，



具有耐印力强、成本低的特点，目前我国大部分PS板基仍需进口，公司PS板基应用前景广阔。

4) 箔轧产品

主要是指高精度铝箔，用于食品包装、医药包装、空调箔等，目前产能有3万吨。预计2009年产量将达到2.5-3万吨。公司的铝箔均为双零箔，十一五期间，我国铝箔需求预计将从2005年的60万吨上升至2010年的106万吨，且需求结构向双零箔偏重，预计将从2005年的12万吨左右增长到2010年的36万吨。

公司深加工产品主要采取“加工费”的方式进行生产销售，出口产品价格按照LME市场电解铝价格进行调整后加上加工费的方式进行定价，而国内销售采取长江现货市场电解铝价格加上加工费的方式进行。从主要产品的加工费水平来看，越是深加工产品的加工费越高，其中，建筑型材吨加工费7500元左右，毛利达2500-3000元；工业型材吨加工费约4600元左右，毛利达3000元左右；热轧的吨加工费约3200元，冷轧的吨加工费约5300元左右，吨箔轧加工费约12000-14000元左右，这充分说明了公司大力发展铝深加工战略的正确性和前瞻性。

3.3 未来两年公司新建深加工产能将释放

公司目前28亿元可转债项目主要涉及铝产品产能扩建、氧化铝扩建两方面。目前项目进展顺利，其中氧化铝扩建项目产能将于明年2月左右投产，而10万吨新型合金材料生产线项目和年初52万吨铝合金锭熔铸生产线项目也将于明年4月前后释放40%的产能。热轧改造项目将由目前20万吨/年扩建至60万吨/年。

表1 主要深加工产品产量预测（单位：万吨）

	2007		2008		2009		2010	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量	产能	产量
工业铝型材	1.5	1.4	1.5	1	1.5	1.7	12	7
建筑铝型材	5.5	5.83	5.5	6.3	5.5	7	5.5	7
合金锭	15	10.22	15	16	25	27	67	40
热轧卷	20	4.97	20	12	20	22	20	30
冷轧卷	20	1.6	20	8.5	20	14.5	20	19
铝箔	3	2.05	3	2.3	3	2.75	3	3

资料来源：公司资料，长城证券研究所

另外，公司拟非公开增发10000到30000万股，增加公司高档铝型材深加工能力，募集资金不超过25亿，定向募投项目主要指轨道交通新型合金生产线，涉及地铁轨道、铁路建设。我们认为在城镇化工业化过程中，基础设施不断得到完备的背景下，尤其是发展低碳经济的呼声越来越大，这一项目若得以顺利实施将给公司带来很大效益。鉴于未来2年将是公司深加工产能集

中释放的时期，公司业绩将得到大幅度提高，我们看好公司的成长性。

四、铝行业现状

4.1 铝市供应过剩。

我国铝行业结构性过剩问题一直存在，即电解铝产能严重过剩，而氧化铝产能不配套，此外，大量的铝土矿需要进口。产能产量增长过快的问题是中国铝工业长期存在的问题。2008年，中国同全球铝市场相仿，形成了较大的过剩。这其中既有产能快速膨胀、产量迅猛增加的原因，但更为主要的是需求萎靡导致的。2000年-2008年，中国电解铝产能的年均增速高达24%，同期消费的年均增速为20%，供应的增长远超出了消费的增长。

图 7：全球铝市场供需状况

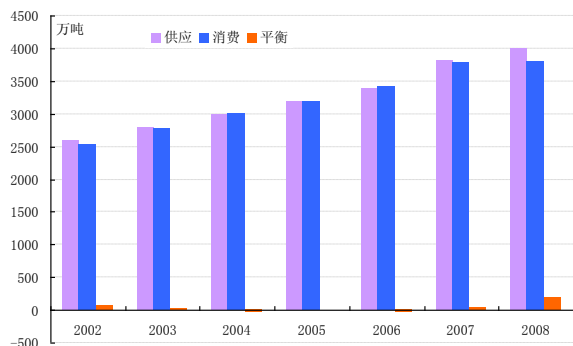
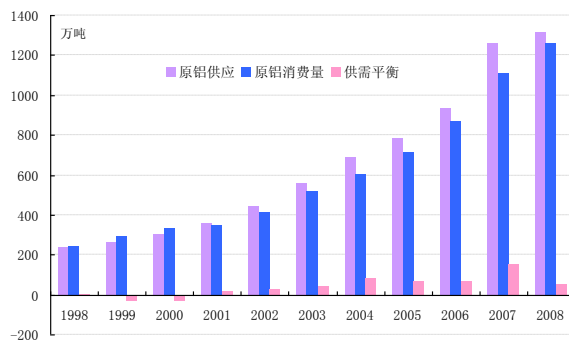


图 8：中国铝市场供需状况



数据来源：中国金属网，地科院战略研究中心，长城证券研究所

当前氧化铝市场的状况也发生了类似状况，近年来中国氧化铝供需状况也已由短缺转为过剩状态。随着国家铝行业政策对高耗能高污染电解铝产能的抑制，以及庞大电解铝产能对氧化铝的需求，氧化铝产能及产量也扩展迅速，当前已转为过剩状态，2008年全球冶金级氧化铝过剩量达296万吨。据安泰科预测，四季度中国氧化铝的产量将达到669.8万吨，根据其预测四季度氧化铝冶金级氧化铝需求量为827万吨，整个四季度中国氧化铝市场供应短缺47.2万吨，2009年氧化铝整体过剩量为172万吨。

图 9：中国氧化铝产量变化状况

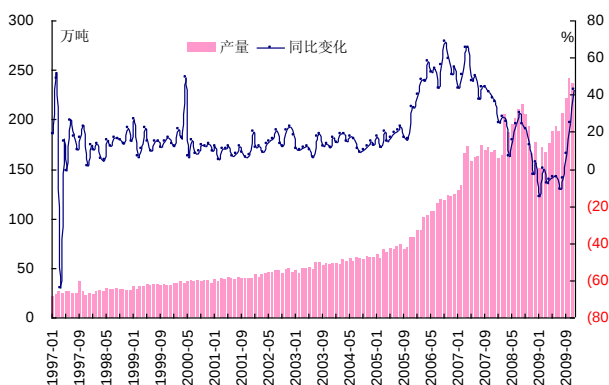
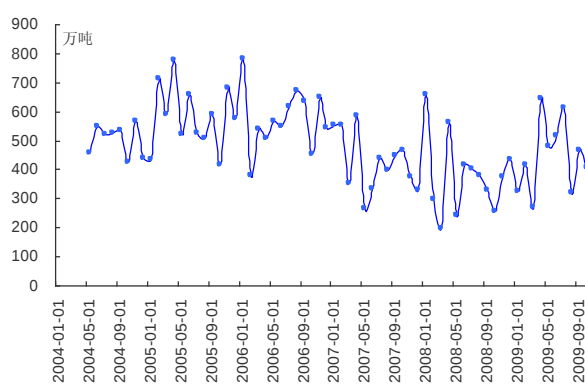


图 10：中国氧化铝净进口变化状况



数据来源：中国金属网，WIND，长城证券研究所



4.2 产业政策抑制过剩产能。

从产业政策来看，由于国家在“十一五”期间把经济发展质量放在首位，加强了对高能耗、高污染和资源性行业的控制，主要目的是满足国内经济发展需要，限制以初级产品出口为目的的投资。自2004年以来国家相继出台了一些铝行业法规和行业政策，旨在控制过剩产能，限制高耗能等初级产品出口，鼓励高附加值产品的出口。《铝工业发展专项规划》、《铝工业产业政策》、《加快铝工业结构调整指导意见的通知》等政策陆续颁布，此外，还对铝行业进出口政策进行了多次调整，自2005年开始取消电解铝出口退税，加征5%的出口关税，到2006年进一步提高电解铝出口关税，再到2007年鼓励进口电解铝合金制品。这一系列政策效力的发挥虽然这不是一朝一夕的事情，但却代表了铝行业的长期发展方向。

当前，随着经济逐步企稳回暖，下游需求开始稳步回升，产量也开始上升。大量减产停产的铝企开始复产，将带来两个效应：首先，对电解铝原料氧化铝的需求上升，拉动氧化铝价格上涨，供应上升；第二，铝企复产将给本已过剩的铝市带来进一步压力，铝价上升空间将受到抑制，而下游深加工产品企业将受益。随着需求的稳步增长，铝企复产对价格压制的担忧有所放缓，价格震荡回升将成主基调。

五、盈利预测及投资建议

目前铝行业的发展趋势是争夺资源与苦练内功交织，我们看好铝深加工企业的发展前景，在产业结构升级和消费结构升级的大背景下，高附加值产品将受益于铝价低位的良好时机。公司致力于打造铝业一体化和布局深加工项目，其完整的产业链条以及“两头大”的发展模式将完全迎合铝行业的这种发展趋势，未来两年内公司新建的深加工产能将集中释放，填补市场缺口，业绩将有大幅提高。今年三季度以来受铝企复产影响，氧化铝价格快速上涨，铝材需求也在稳定增长，我们预计公司四季度业绩将大幅提高，预计2009-2011年公司每股收益分别为0.40元、0.50元、0.62元，对应PE为30倍、24倍和20倍，估值具有一定优势，给予南山铝业“推荐”的投资评级。

盈利预测

利润表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	723159	732560	864421	1037305	成长性				
营业成本	596911	624141	674248	798725	营业收入增长	10.0%	1.3%	18.0%	20.0%
销售费用	12985	9523	16424	21783	营业成本增长	26.7%	4.6%	8.0%	18.5%
管理费用	8425	9523	10373	12448	营业利润增长	-47.7%	0.5%	85.1%	25.0%
财务费用	5193	2806	2749	2706	利润总额增长	-47.3%	0.5%	85.1%	25.0%
投资净收益	-28	0	0	0	净利润增长	-45.3%	-12.2%	61.6%	23.3%
营业利润	84152	84568	156504	195619	盈利能力				
营业外收支	-21	0	0	0	毛利率	17.5%	14.8%	22.0%	23.0%
利润总额	84130	84568	156504	195619	销售净利率	8.7%	7.5%	10.3%	10.6%
所得税	-2934	12854	39126	50861	ROE	6.7%	5.5%	7.3%	8.0%
少数股东损益	24178	16494	28171	34742	ROIC	9.9%	6.0%	8.6%	9.3%
净利润	62886	55220	89207	110016	营运效率				
资产负债表（万元）						0.5%	1.8%	1.3%	1.9%
流动资产	392602	344728	432662	438275	管理费用/营业收入	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%
货币资金	180941	128684	198489	141860	财务费用/营业收入	0.7%	0.4%	0.3%	0.3%
应收账款	15060	21977	25933	41492	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	6341	7326	12966	15560	所得税/利润总额	-3.5%	15.2%	25.0%	26.0%
存货	140070	146459	158217	187427	应收账款周转率	39.05	30.58	25.64	22.73
非流动资产	994871	1136300	1278337	1444126	存货周转率	4.17	4.10	3.90	3.90
固定资产	969349	1119381	1262003	1428377	流动资产周转率	1.96	1.88	1.99	2.21
资产总计	1387473	1481028	1710999	1882402	总资产周转率	0.50	0.46	0.48	0.52
流动负债	182782	204622	217216	243860	偿债能力				
短期借款	75054	75054	75054	75054	资产负债率	32.4%	31.8%	28.3%	27.1%
应付款项	51598	53952	58284	69044	流动比率	2.15	1.68	1.99	1.80
非流动负债	266687	266687	266687	266687	速动比率	1.38	0.97	1.26	1.03
长期借款	0	0	0	0	每股指标（元）				
负债合计	449469	471310	483903	510548	EPS	0.477	0.403	0.501	0.618
股东权益	938004	1009718	1227096	1371854	每股净资产	7.11	7.38	6.90	7.71
股本	131880	136880	177943	177943	每股经营现金流	0.79	1.25	1.19	1.28
留存收益	709265	764485	948692	1017645	每股经营现金/EPS	1.7	3.1	2.4	2.1
少数股东权益	96859	113353	141524	176266	估值	2008A	2009E	2010E	2011E
负债和权益总计	1387473	1481028	1710999	1882402	PE	25.8	30.5	24.6	19.9
现金流量表（万元）					PEG	1.26	0.74	1.05	-
经营活动现金流	104378	171136	211550	228630	PB	1.7	1.7	1.8	1.6
其中营运资本减少	-57793	17458	-5535	-35598	EV/EBITDA	12.62	11.99	9.79	7.98
投资活动现金流	-223537	-223392	-241745	-285259	EV/SALES	2.72	2.77	2.93	2.44
其中资本支出	-213815	-231411	-241745	-285259	EV/IC	1.67	1.55	1.72	1.50
融资活动现金流	287013	0	100000	0	ROIC/WACC	0.83	0.50	0.72	0.78
净现金总变化	167854	-52257	69805	-56629	REP	2.01	3.09	2.38	1.92

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺:

耿诺: 中国地质科学院矿产学硕士，2008年加入长城证券任有色金属行业分析师。本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	
行业评级	推荐 谨慎推荐 中性 回避	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%； 预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间； 预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间； 预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上； 预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间； 预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间； 预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上；

本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制，如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。