

祁连山深度报告：短期无忧，长期依然向好

报告要点

■ 短期内供需面无忧

我们注意到，祁连山所在区域近期发生了一些新的变化，这些变化对区域供需形势产生积极的影响：

从需求面来看，玉树和舟曲的灾后重建、青海农村公路加速将在今明两年提供额外的、较大的需求。从供给来看，我们认为本次淘汰落后在下半年全国节能减排任务加重的背景下进行，对淘汰落后的执行力度也会比较大；我们判断，祁连山有望进一步收购甘青地区的其他的新建生产线，收购新建线相当于把新增产能压力的外部矛盾内部化了，对于公司来讲，产能投放带来的压力无非是以量补价，只要需求继续增长，公司的盈利将持续快速增长。

■ 长期内基本面依然向好

无需过度担心 11 年的竞争压力：真正能影响祁连山的只有定西的三易水泥、平凉海螺二期与互助金圆二期等几条生产线。

长期需求有保证：水泥产业向西部转移是大势所趋，参考陕西的发展轨迹，作为后起之秀的甘青地区固投高成长仍值得期待，09 年是转折点。

■ 维持“推荐”评级

我们早在去年 12 月份就指出公司业绩和收购有望持续超预期。

目前时点我们认为，公司 10 年、11 年估值仍有优势；基于谨慎预期测算公司 11 年的业绩，11 年十倍 PE 具备足够安全边际；公司接下来的业绩增长和兼并收购仍有望超预期。维持祁连山的“推荐”评级。

当前股价：17.78

材料行业评级

公司基本数据 2010. 8. 25

总股本(万股)	47490
流通 A 股/B 股(万股)	47480/0
资产负债率	49.94%
每股净资产(元)	4.87
市盈率(当前)	20.70
市净率(当前)	3.65
12 个月内最高/最低价	18.36/10.80

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

	09A	10E	11E
PE			
PB			
EV/EBITDA			
	09A	10E	11E
PE			
PB			
EV/EBITDA			

相关研究

《数字背后的真相，被低估的区域龙头》
 2010/12/15
 《估值有望改变，业绩持续增长——祁连山深度分析》2010/7/7
 《景气依然维持，扩张仍在继续——祁连山中报及新建线点评》2010/7/30

分析师：

刘元瑞
 (8621)68751757
 zouge@cjsc.com.cn
 执业证书编号：S0490209080266
 联系人：
 邹戈、周旭辉
 (8621) 68751757
 zhouxuhui1007@gmail.com

主要财务指标

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2458	3627	4911	8572
增长率(%)	34%	48%	35%	34%
归属母公司所有者净利润(百万元)	408.0	618.2	807.9	1018.4
增长率(%)	128%	52%	31%	26%
每股收益(元)	0.859	1.302	1.701	2.145
净资产收益率(%)	17.6%	22.6%	22.8%	22.3%

正文目录

短期内供需面无忧	4
灾后重建、青海农村公路加速将给需求带来额外的增量	4
供给方面出现一些积极因素	5
长期内基本面依然向好	6
核心区域没有强力的竞争对手	6
甘青是西部大开发后起之秀，长期需求有保证	8
基本面持续兑现我们之前的逻辑	11
维持祁连山的“推荐”评级	13

图表目录

表 1: 国家公布的甘肃与青海地区淘汰落后产能名单	5
表 2: 祁连山产能分布.....	6
表 3: 甘肃、青海 10-11 新建生产线.....	7
表 4: 水泥代表性公司估值水平	13
公司财务报表及指标预测	14
图 1: 甘肃、青海地区新建生产线对祁连山的影响	8
图 2: 东部水泥利润与产量占比	9
图 3: 中部水泥利润与产量占比	9
图 4: 中部水泥利润与产量占比	10
图 5: 西北地区固投 07 年开始超过全国水平	10
图 6: 陕西固投增速 05 年超过全国水平以后, 保持至今 6 年的高成长.....	10
图 7: 甘青地区 09 年超过全国水平, 未来高成长值得期待	11
图 8: 我们的持续推荐与祁连山的股价反应	12

短期内供需面无忧

我们注意到，祁连山所在区域近期发生了一些新的变化，这些变化对区域供需形势产生积极的影响：

灾后重建、青海农村公路加速将给需求带来额外的增量

玉树的灾后重建已经启动

2010年玉树地区的重建项目共计约200多个项目，总投资160亿元，首先启动实施20个村庄、4所学校和3所医院等民生项目的建设。目前，4所学校、2所医院、1个加气站已完成规划设计工作，7月10日开工建设。

青海省经委介绍，三年恢复重建所需大宗建材，除少部分可以由青海省自己解决外，主要依靠省外协调解决，其中水泥和钢材分别有490万吨和96万吨的缺口。（来自中国水泥网）

而中材集团在将新疆、宁夏作为西北战略中心的基础上，6月份与青海省人民政府在西宁市签订了战略合作协议，将以祁连山为整合平台，推进甘肃、青海的业务。祁连山将成为受益者。

舟曲灾后重建全面启动

8月7日夜至8日凌晨，甘肃南部舟曲县突发特大泥石流灾害，泥石流造成房屋与基础设施大量毁损，重建已经全面启动。

- 房屋毁损：舟曲县受灾4496户、20227人；水毁房屋307户、5508间；进水房屋4189户、20945间；机关单位办公楼水毁21栋。
- 道路毁损：G212宕昌至武都段、S313两河口至舟曲至迭部段、S210巴仁口至代古寺段通往舟曲县城的国省干线公路共3条/59处，约360多公里路段发生了严重的泥石流流水毁，共计约17万立方米，塌方3万多立方米。

国省干线：S313线2.3公里被淹没，三条国省干线共计损毁路基30720立方米，路面损毁48900立方米，边沟、桥涵、渡槽淤塞23320立方米，安保设施损毁混凝土防撞墩1411.2立方米/1964个、钢筋混凝土防撞墙309立方米/308米、挡土墙6623立方米、过水路面548立方米/391米。干线公路直接经济损失约16320万元。

农村公路：舟曲县农村公路损毁81条/290公里、桥梁12座/193延米；迭部县农村公路损毁18条/146公里；宕昌县损毁农村公路24条183公里。农村公路直接经济损失约14987万元；

- 祁连山将受益灾后重建：在入住安置期，当地部门将争取今年入冬前，最迟到明年6月份完成倒塌房屋恢复重建；损坏房屋今年11月底前全部修复。祁连山在陇南成县于2010年一季度投产一条120万吨的生产线，与灾区舟曲同属于陇南市，公路距离200公里左右。舟曲属于成县生产线的覆盖范围之内，预计将对祁连山带来正面影响。

青海加快农村公路建设

10年是实施“十一五”部省共建目标的最后一年。青海省交通厅采取多项措施加快农村公路建设进度，确保10年年底建制村通公路比例达到100%，乡镇通沥青(水泥)路比例达到90.8%。

据了解，2006年至2009年，青海省已新增203个乡镇通沥青(水泥)路，新增1072个建制村通公路，青海全省乡镇通畅率达到86.2%，建制村通公路或机动车率达到95.18%。目前，青海省尚有21个乡镇未通沥青(水泥)路，971个建制村的公路达不到交通运输部通达标准。为此，青海省交通厅计划安排通乡沥青(水泥)路项目1500公里、通达工程项目7776公里，总投资34.29亿元。

今年以来，青海省交通厅已分5批下达了总投资23.6亿元的农村公路建设计划，目前所有建设项目都已全面开工。青海正加快通村公路和通乡沥青(水泥)路的建设进度，对建制村的通达工程和乡镇通沥青(水泥)路工程落实人员，跟踪负责，每个县有一名领导干部负责此项工作，确保“十一五”部省共建目标的圆满完成。

供给方面出现一些积极因素

淘汰落后产能执行力度有望超预期

根据10年国家淘汰落后产能的名单，甘肃达到90万吨，青海达到294万吨，4季度之前必须关停。相比09年无论是淘汰量还是严格程度都大增：09年只有甘肃70万吨要求关停，青海则无要求。

我们在《淘汰落后产能政策超预期——淘汰落后产能名单点评》中曾指出，本次淘汰是在下半年全国节能减排任务加重的背景下进行，目前华东地区已对高耗电企业避开限电；我们认为在这种强力政策下，对淘汰落后的执行力度也会比较大。

目前，甘肃落后产能仍有800-900万吨，落后产能占的比例接近50%，远高于全国平均水平，未来淘汰的空间依然巨大。

表1：国家公布的甘肃与青海地区淘汰落后产能名单

公司名称	水泥产能	公司名称	水泥产能
甘肃		青海	
永登祁连山水泥有限公司	30	青海青海湖水泥有限公司	15
榆中县水泥厂	10	青海江河源水泥有限责任公司	15
白银市王岷水泥有限公司	8	青海大通水泥有限公司	15
甘谷县渭阳水泥厂	3	青海大通元朔水泥有限公司	22
金昌水泥（集团）有限责任公司1厂	20	青海新型建材工贸有限公司	12
宁县永虎水泥粉磨站	5	浙江浦峰集团民和水泥公司	30
文县玉丰水泥有限公司	10	威远水泥有限公司	30
临夏市河州建材有限责任公司	4	鼓楼水泥有限公司	15
		金圆水泥有限公司	40
		循化振荣水泥有限公司	10
		青海乐都华夏水泥有限公司	40
		青海泰宁水泥有限公司	40
		贵德县水泥有限公司	10
合计	90		294

资料来源：长江证券研究部

未来可能会进一步收购新建线，把新增产能压力转化为公司内部矛盾

中材入主祁连山以后，目标是在三年内将祁连山在甘青地区的产能占比从30%提升到60%，12年底达到3000万吨。在新线受限的情况下，收购成为了扩张的唯一途径。

祁连山近期的收购的都是新建线：

■ 5月28日，收购宏达建材60%的股权，产能总计300万吨/年，其中在线产能200万吨；

■ 7月30日，参股玉丰水泥60%于100万吨的新建线，实质上是一种变向的收购；

我们判断：首先在去年9月底的38号文件出台之后，不仅行政上禁止新建线，在融资渠道上对新建线的资金来源也卡得很死，对于一些小企业，如果在没有资金支持的情况下，会更多考虑把在线项目的股权转让一部分已融资；其次对于祁连山来说，收购新建线历史包袱小，收购成本更低。

据此判断，祁连山有望进一步收购甘青地区的其他的新建生产线，收购新建线相当于把新增产能压力的外部矛盾内部化了，对于公司来讲，产能投放带来的压力无非是以量补价，只要需求继续增长，公司的盈利将持续快速增长。

长期内基本面依然向好

核心区域没有强力的竞争对手

无论是单条线规模、传统龙头地位、还是背后中材的强力支持，祁连山在甘青区域绝大部分地区有绝大的优势。

表2：祁连山产能分布

控股公司	地点	持股比例	生产线	生产线类型	年水泥产能（万吨）	投产时间
永登祁连山	兰州	100%	2500	新型干法	100	2001
			2500	新型干法	100	2002
			5000	新型干法	200	2010年年底
			2000	湿法窑	80	已淘汰完
红古祁连山	兰州	28.71%	2500	新型干法	90	
			2000	回转窑	70	
			700	回转窑	20	已淘汰完
平凉祁连山	平凉	96.92%	2500	新型干法	90	
天水祁连山	天水	100%	1000	回转窑	36	
			1500	新型干法	54	
甘谷祁连山	天水	100%	1000	回转窑	36	
			3000	新型干法	120	2010年2月
青海祁连山	湟中	100%	2500	新型干法	90	2009
			5000	新型干法	200	2010年底
成县祁连山	陇南	100%	3000	新型干法	120	2010年初
祁连山漳县一期	定西	100%	3000	新型干法	120	2010年底
宏达建材	酒泉	60%	2500	新型干法	100	
宏达建材	酒泉	60%	4000	新型干法	200	2010年上半年
文县祁连山	陇南	60%	2500	新型干法	100	2011年下半年

资料来源：公司公告，长江证券研究部

未来甘青地区新建生产线虽然较多，但是主要是祁连山自身新建的，其他的新建生产线由于

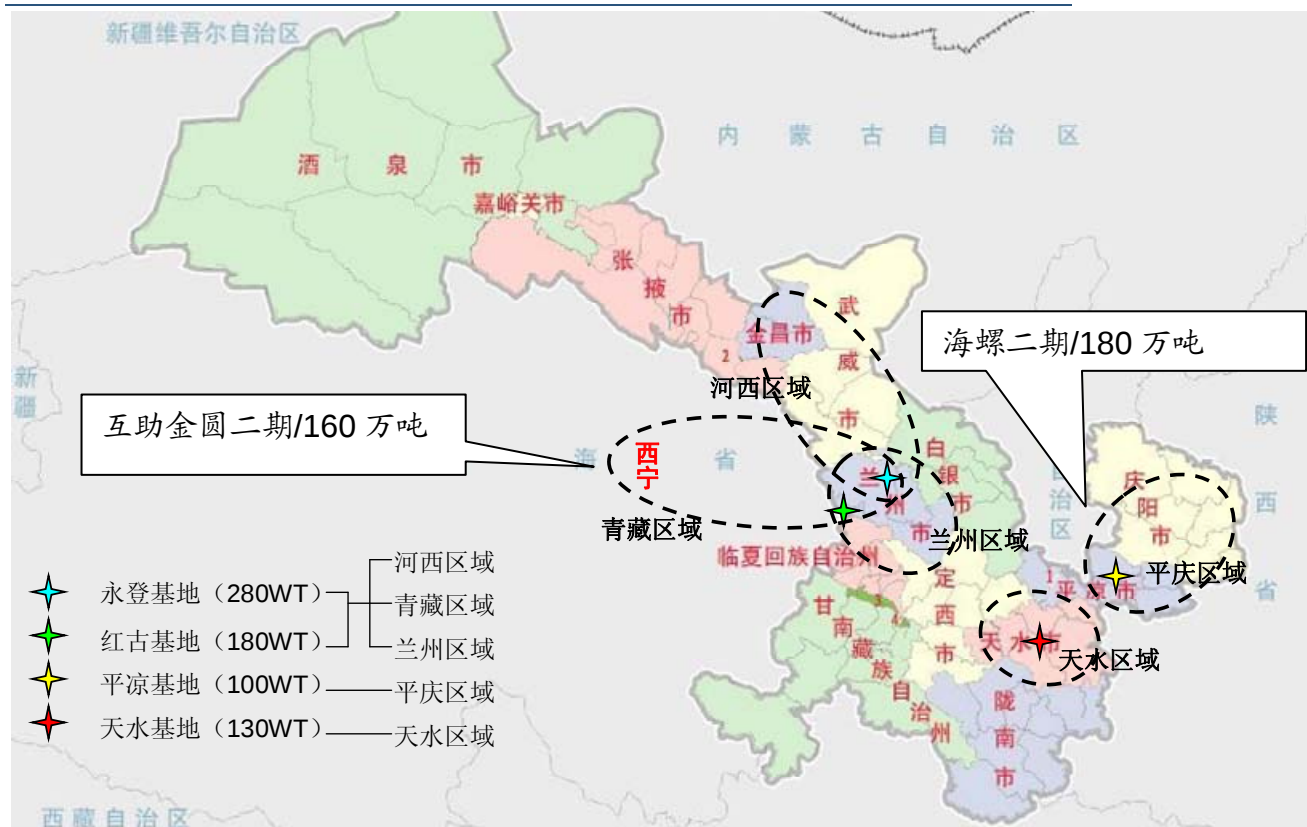
地理位置或是工艺问题，对祁连山的威胁不大，真正能影响祁连山的只有定西的三易水泥、平凉海螺二期与互助金圆二期。

表 3：甘肃、青海 10-11 新建生产线

生产线	地点	日产能	产能	开工时间	投产时间	对祁连山的影响
安多水泥	甘肃甘南	2500	101	2009 年 3 月	2010 年 4 月	距离较远，不构成竞争
三易水泥	甘肃定西	3000	121	2008 年 12 月	2010 年 5 月	对彰县一期构成一定影响
和政太子山水泥	甘肃临夏	2500	101	2009 年 6 月	2010 年 6 月	距离较远，不构成竞争
巨龙	甘肃张掖	2500	101	2009 年 3 月	2010 年 7 月	距离较远，不构成竞争
王岷水泥一期	甘肃白银	2500	101	2008 年 7 月	2010 年 7 月	离兰州较近，但是落后产能，无法和祁连山竞争
平凉海螺二期	甘肃平凉	4500	181	2010 年	2011 年	对平凉区域形成较大影响
互助金圆二期	青海西宁	4000	160	2009 年 5 月	2010 年底	距离湟中生产基地 50 公里，形成一定威胁

资料来源：数字水泥网，长江证券研究部

图 1：甘肃、青海地区新建生产线对祁连山的影响



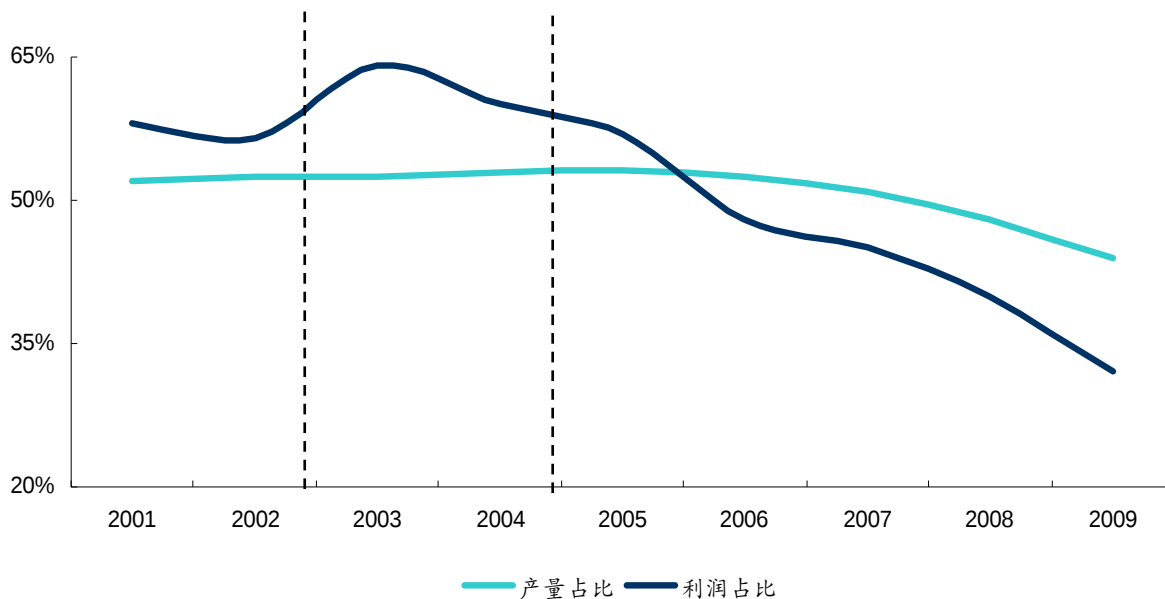
资料来源：长江证券研究部

甘青是西部大开发后起之秀，长期需求有保证

水泥产业向西部转移是大势所趋

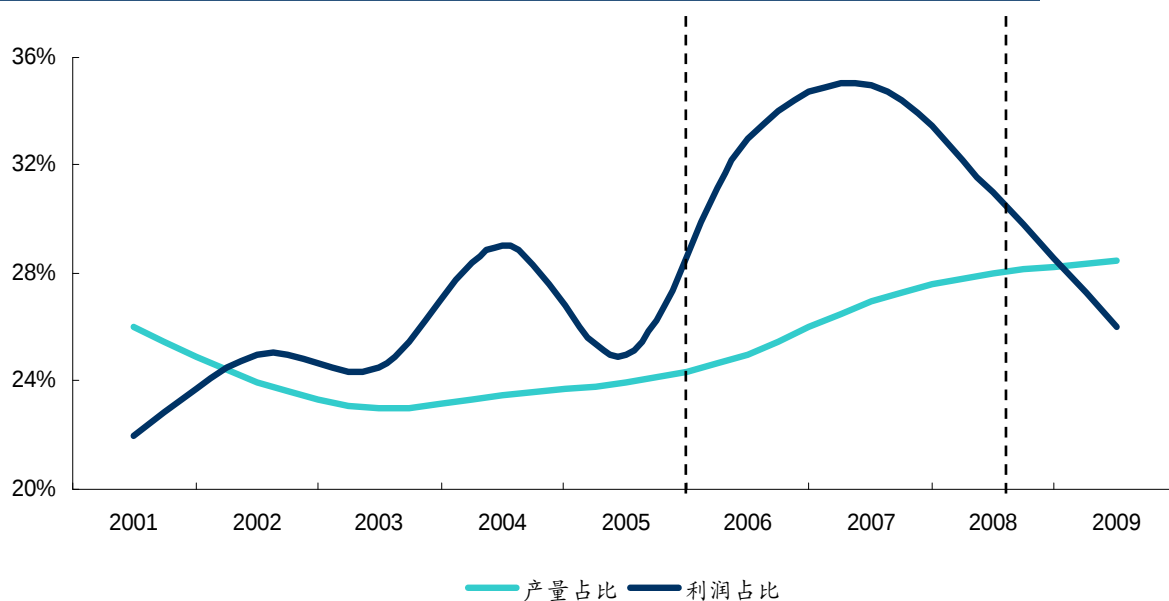
水泥成长空间与城镇化程度有密切的关系，而东部的城镇化程度较高，中部也在逐渐变高，未来水泥产业向西部转移时大势所趋。从产量占比和利润占比来看，2002-2004 年是东部水泥的黄金时期，2005-2007 年是中部水泥的黄金时期，而 2008 年是西部水泥高速成长的开端。

图 2：东部水泥利润与产量占比



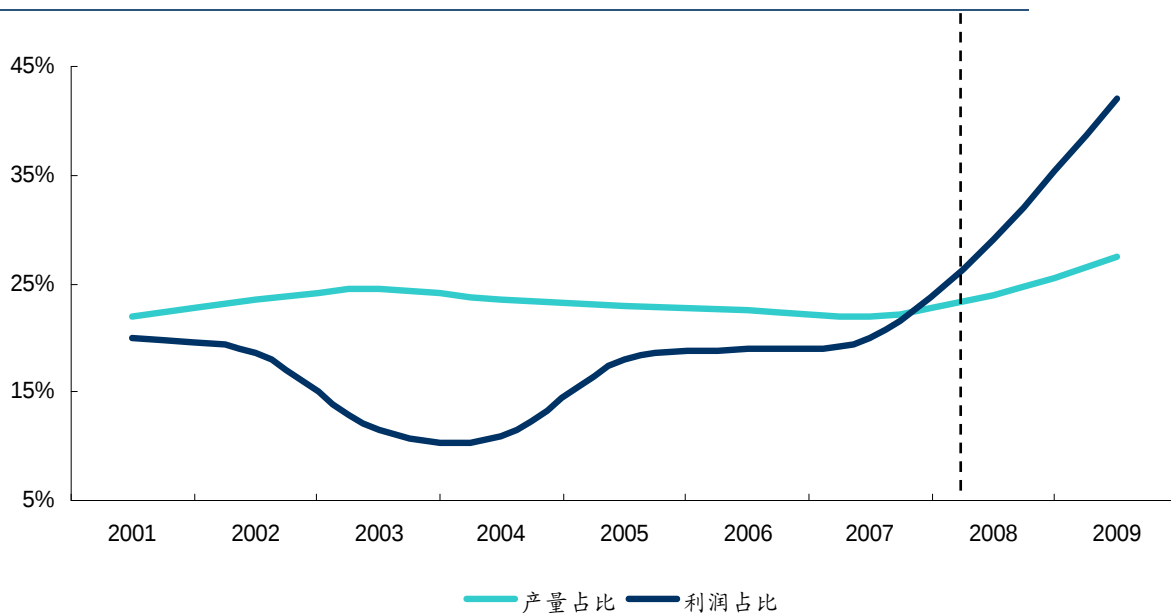
资料来源：长江证券研究部

图 3：中部水泥利润与产量占比



资料来源：长江证券研究部

图 4：中部水泥利润与产量占比

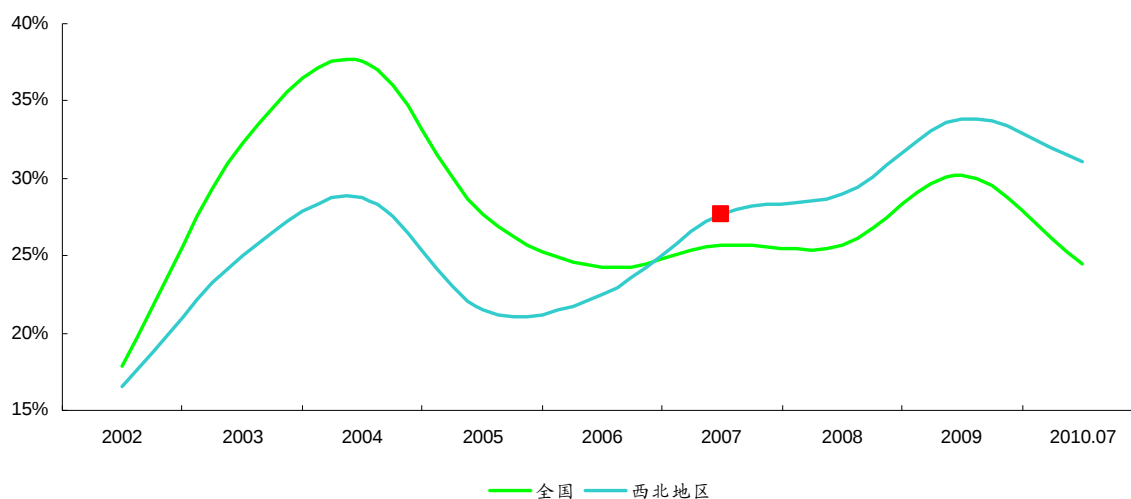


资料来源：长江证券研究部

甘青地区是西部大开发的后起之秀

虽然西部大开发战略很早就已经提出，但是真正落实还是从最近几年开始的。

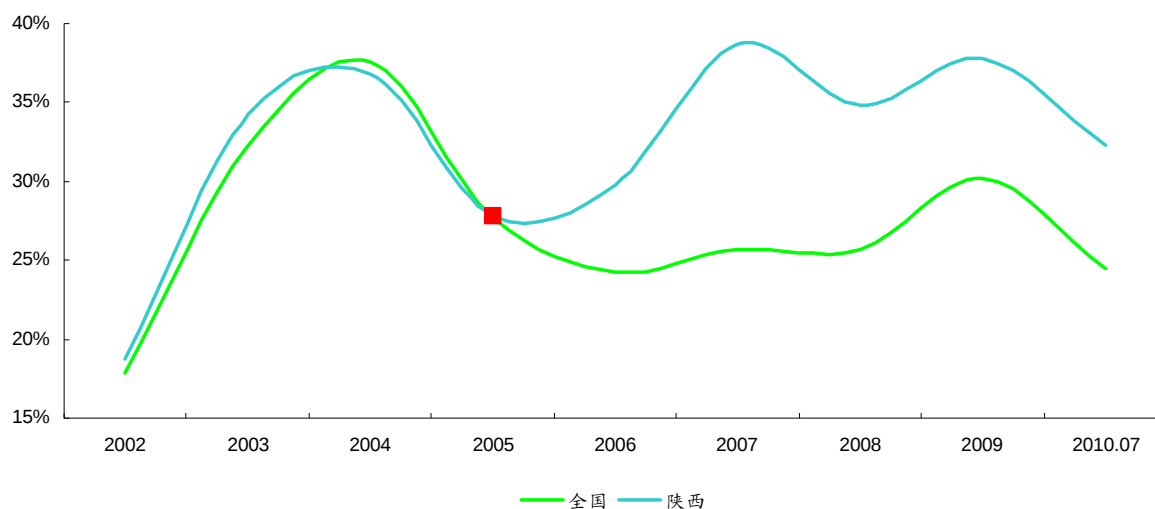
图 5：西北地区固投 07 年开始超过全国水平



资料来源：CEIC，长江证券研究部

由于地理位置的原因，陕西是西部大开发的排头兵，陕西在 05 年超过全国水平以后，保持了持续至今的 6 年高增长。

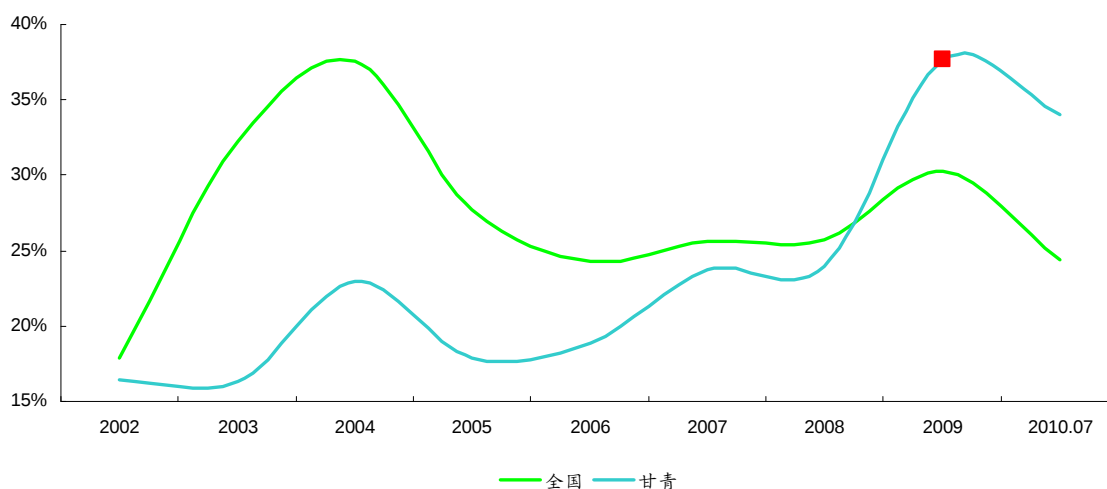
图 6：陕西固投增速 05 年超过全国水平以后，保持至今 6 年的高成长



资料来源：CEIC，长江证券研究部

甘青地区一直都低于西北地区，直到 09 年，才一举超过了全国，也超过了西北，是西部大开发的后起之秀。对比陕西在超过全国之后持续高增长，我们判断甘青固投长期高速增长能够得到保证

图 7：甘青地区 09 年超过全国水平，未来高成长值得期待



资料来源：CEIC，长江证券研究部

基本面持续兑现我们之前的逻辑

早在 2009 年 12 月，我们在市场普遍不看好的情况下，站出来推荐祁连山，并且提出了我们的主要逻辑：1、未来供需面依然良好，业绩仍将超预期；2、中材入主后将以祁连山为平台，加力整合甘青市场，目前这两个逻辑都在持续的验证。

图 8：我们的持续推荐与祁连山的股价反应


资料来源：长江证券研究部

- 2009 年 12 月 15 日，《数字背后的真相，被低估的区域龙头》，认为不用过分担心新增产能，需求远未饱和，未来的增长空间依然很大，中材入住以后将以祁连山为整合甘青市场的平台。在市场普遍不看好的情况下，第一个站出来推荐祁连山。
- 2010 年 3 月 17 日《持续增长可期，业绩有望带来惊喜——祁连山调研报告》，联合调研再次提示祁连山 2010 年仍将保持高增速，业绩和收购有望带来超预期。
- 2010 年 4 月 1 日《如何看待祁连山和赛马实业——宁夏水泥降价事件点评》，比较了祁连山和赛马实业，得出祁连山无论是从区域层面还是公司层面，仍处在成长中期，祁连山今年不会降价。
- 2010 年 4 月 22 日《淡季不淡，内生性增长开始显现——祁连山 2010 年 1 季报点评》，1 季报淡季不淡，内生性增长开始显现，业绩的超预期符合我们之前的预期，再次提示今年业绩和收购有望持续超预期。
- 2010 年 4 月 29 日《祁连山股权转让获准公告点评》，分析中材正式控股祁连山有望加速其整合甘青藏市场，再次提示 2010 年业绩和收购将持续超预期。
- 2010 年 5 月 28 日《战略性并购第一步——祁连山收购宏达建材点评》，指出本次收购只是整合甘青藏市场的第一步，后续整合仍将持续进行；再次强调甘肃 2010 年新开工基建项目不仅没有放缓，还在提速。
- 2010 年 7 月 7 日《估值有望改变，业绩持续增长——祁连山深度分析》，分析在经济结构调整和西部大开发提速的背景下，祁连山的估值将得到修复，同时祁连山基本面持续超预期，第一个指出业绩和估值有望同时提升。
- 2010 年 7 月 12 日《内修外炼，更上层楼——祁连山余热发电建设及现金收购宏达建材点评》，提示公司内生性和外延式增长将进一步提升公司的业绩。

- 2010年7月20日《2010年上半年甘青水泥需求保持高速增长——6月份数据点评》，分析上半年甘青地区固定资产投资和产量数据符合我们之前的判断，甘青地区需求仍保持高速增长。
- 2010年7月30日《景气依然维持，扩张仍在继续——祁连山中报及新建线点评》，分析公司的半年报，认为经营状况仍然在提升，下半年仍将持续改善。

维持祁连山的“推荐”评级

我们预计公司 10-12 年 EPS 分别为 1.302、1.706、2.145，对应的 PE 为 13.66、10.45、8.29。对比行业的估值水平，我们认为，首先，公司 10 年、11 年估值仍有优势；其次，我们基于谨慎预期测算公司 11 年的业绩，11 年十倍 PE 具备足够安全边际；再次，公司接下来的业绩增长和兼并收购仍有望超预期。因此我们维持祁连山的“推荐”评级。

表 4：水泥代表性公司估值水平

简称	每股收益（元）				市盈率			
	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E
赛马实业	2.279	2.5527	2.9958	2.8729	10.99	9.81	8.36	8.72
海螺水泥	2.01	1.4021	1.7049	2.0483	21.02	15.04	12.37	10.3
冀东水泥	0.8113	1.2018	1.5815	1.9162	24.73	16.69	12.68	10.47
塔牌集团	0.54	0.7323	1.004	1.1639	24.16	17.75	12.95	11.17
华新水泥	1.24	1.021	1.3536	1.8161	14.22	17.28	13.03	9.71
江西水泥	0.1669	0.461	0.5967	-	52.42	18.98	14.66	-
天山股份	1.12	1.1321	1.513	1.8808	27.15	21.64	16.19	13.03
青松建化	0.56	0.7806	1.1289	1.4475	42.17	30.3	20.95	16.34
同力水泥	0.4483	0.4876	0.5484	0.6262	26.66	24.51	21.79	19.08
均值					27.06	19.11	14.78	12.35
祁连山	0.859	1.302	1.701	2.145	20.70	13.66	10.45	8.29

公司财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2458	3627	4911	6572	货币资金	760	1241	1635	2526
营业成本	1425	2260	3217	4372	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1034	1366	1694	2200	应收账款	221	327	443	593
% 营业收入	42.1%	37.7%	34.5%	33.5%	存货	280	445	633	861
营业税金及附加	19	28	38	50	预付账款	418	664	945	1285
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	其他流动资产	0	1	1	1
销售费用	140	181	246	329	流动资产合计	1691	2688	3672	5285
% 营业收入	5.7%	5.0%	5.0%	5.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	319	363	491	657	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	13.0%	10.0%	10.0%	10.0%	长期股权投资	4	4	4	4
财务费用	88	111	130	118	投资性房地产	6	6	6	6
% 营业收入	3.6%	3.1%	2.6%	1.8%	固定资产合计	2259	3099	3383	3347
资产减值损失	41	8	9	11	无形资产	255	242	230	218
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	39	39	39	39
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	22	1	1	2
营业利润	427	676	781	1034	其他非流动资产	342	342	342	342
% 营业收入	17.4%	18.6%	15.9%	15.7%	资产总计	4618	6421	7676	9243
营业外收支	118	138	229	239	短期贷款	390	0	0	0
利润总额	545	813	1010	1273	应付款项	331	525	748	1017
% 营业收入	22.2%	22.4%	20.6%	19.4%	预收账款	150	221	299	400
所得税费用	77	114	151	191	应付职工薪酬	55	88	125	169
净利润	468	700	858	1082	应交税费	39	58	77	98
归属于母公司所有者的净利润	408.0	618.2	807.9	1018.4	其他流动负债	65	96	136	184
少数股东损益	60	81	50	64	流动负债合计	1029	987	1384	1869
EPS (元/股)	0.86	1.30	1.70	2.14	长期借款	1254	2399	2399	2399
现金流量表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	1027	874	1073	1275	递延所得税负债	0	0	0	0
取得投资收益	0	0	0	0	其他非流动负债	24	24	24	24
长期股权投资	0	0	0	0	负债合计	2307	3410	3807	4291
无形资产投资	0	0	0	0	归属于母公司	2113	2731	3539	4557
固定资产投资	-1122	-1036	-549	-266	少数股东权益	199	281	331	395
其他	-31	0	0	0	股东权益	2312	3011	3870	4952
投资活动现金流净额	-1153	-1036	-549	-266	负债及股东权益	4618	6421	7676	9243
债券融资	0	0	0	0	基本指标				
股权融资	708	0	0	0	EPS	0.859	1.302	1.701	2.145
银行贷款增加 (减少)	88	755	0	0	BVPS	4.45	5.75	7.45	9.60
筹资成本	168	-111	-130	-118	PE	20.70	13.66	10.45	8.29
其他	-439	0	0	0	PEG	0.58	0.38	0.29	0.23
筹资活动现金流净额	525	644	-130	-118	PB	4.00	3.09	2.39	1.85
现金净流量	399	481	394	891	EV/EBITDA	13.81	9.64	7.75	5.67
					ROE	19.3%	22.6%	22.8%	22.3%

资料来源：长江证券研究所

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士，行业研究员

邹戈，上海交通大学安泰经济与管理学院会计系毕业，从事建材行业研究

周旭辉，复旦大学管理学院企业管理系毕业，从事建材行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。