

雅化集团 (002497.sz)

区域民爆龙头，以并购整合及上下游一体化为看点

吕丙风 分析师
电话: 020-87555888-698
eMail: lbf2@gf.com.cn
SAC执业证书编号: S0260210070021

国内第四，省内第一，行业地位突出

从国内看，2009 年公司生产总值在全国民爆行业中排名第四。从省内看，2009 年度，公司工业炸药总产量为 56,285 吨，工业雷管总产量为 9,833 万发，两项指标均列四川省第一位。

竞争优势明显

公司拥有区位优势、产能布局优势、规模优势，具备良好的企业整合能力以及“一体化服务”能力，是盈利能力最强的民爆上市公司。

灾后重建、西部大开发可保证未来几年需求增长

在近年来西南经济快速发展和国家西部大开发政策的带动下，四川省以至整个西部地区的交通建设、水利工程建设和矿山开采都呈现出较为明显的上升趋势，这有力地保证了本公司产品在未来相当长一段时间内的市场需求。

寡头竞争格局下，四川省内尚有整合空间

目前，四川省内的民爆企业整合程度低于云南、贵州等省份，目前还有 4 家企业分割省内市场。因此，未来四川省内民爆行业还具备较大的整合空间。

盈利预测与投资建议

我们测算公司 2010—2012 年 EPS 分别为 0.96 元、1.06 元和 1.25 元，年复合增长率在 13% 左右。民爆行业享有垄断利润，且成长稳定性较好，参考行业估值，及新股溢价，给予 2011 年业绩 34 倍估值，上市合理价格应在 36 元左右。

风险提示

1、硝酸铵等原材料价格大幅上涨；2、生产安全隐患。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	471.78	638.73	760.56	870.42	1034.96
增长率 (%)	40.20%	35.39%	19.07%	14.44%	18.90%
EBITDA(百万元)	86.07	174.38	191.16	227.60	288.74
净利润(百万元)	56.07	137.26	152.82	169.83	199.40
增长率 (%)	55.30%	144.81%	11.34%	11.13%	17.41%
每股收益 (元)	1.03	1.14	0.96	1.06	1.25

数据来源: 财务报表, 广发证券发展研究中心

价格区间

发行价格	30.50 元
上市价格	36.00 元

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	160.0/32.0
主要股东:	郑戎
主要股东持股比例	28.68%

财务比率

ROE	43.16%
ROA	36.37%
资产负债率	29.26%
每股净资产(元)	2.65
2009 年报数据	

发行信息:

发行价格(元)	30.50
主承销商:	申银万国证券股份有限公司
发行市盈率	38.90

目 录

投资亮点	3
一、基本面良好	3
(一)股权结构：民营民爆企业	3
(二)战略与目标：打造民爆产业集团	4
(三)销售模式：直销比重逐年上升	4
(四)行业地位：国内第四，省内第一	4
(五)竞争格局：寡头竞争，省内整合尚有空间	5
(六)市场分布：以四川省内为主	5
二、下游需求：灾后重建、西部大开发带动需求增长	5
三、公司竞争优势：盈利能力最强的民爆上市公司	7
(一)管理能力突出，盈利能力最强的民爆上市公司	7
(二)“一体化服务”优势	7
(三)区位优势	7
(四)良好的企业整合能力	8
(五)规模优势	8
四、募投项目分析	8
(一)募投项目及投资额	8
(二)爆破一体化项目是公司的重要看点之一	9
五、盈利预测与投资建议	10
六、风险提示	10

图表目录

图 1 雅化集团股权结构	3
图 2 雅化集团向终端客户直接销售比例	4
图 3 四川省内工业炸药市占率	4
图 4 四川省内工业雷管市占率	4
图 5 全国工业炸药市占率	5
图 6 全国工业雷管市占率	5
图 7 民爆上市公司毛利率比较	7
图 8 公司产能及区域布局	8

投资亮点

国内第四，省内第一，行业地位突出。从国内看，2009 年公司生产总值在全国民爆行业中排名第四。从省内看，2009 年度，公司工业炸药总产量为 56,285 吨，工业雷管总产量为 9,833 万发，两项指标均列四川省第一位。

竞争优势明显。公司拥有区位优势、产能布局优势、规模优势，具备良好的企业整合能力以及“一体化服务”能力，是盈利能力最强的民爆上市公司

灾后重建、西部大开发可保证未来几年需求增长。公司所处的四川省位于我国西南部，地理特征为大山交错、江河纵横，拥有丰富的水利和矿产资源。在近年来西南经济快速发展和国家西部大开发政策的带动下，四川省以至整个西部地区的交通建设、水利工程建设和矿山开采都呈现出较为明显的上升趋势，这有力地保证了本公司产品在未来相当长一段时间内的市场需求。

寡头竞争格局下，四川省内尚有整合空间。目前，四川省内的民爆企业整合程度低于云南、贵州等省份，目前还有 4 家企业分割省内市场。因此，未来四川省内民爆行业还具备较大的整合空间。

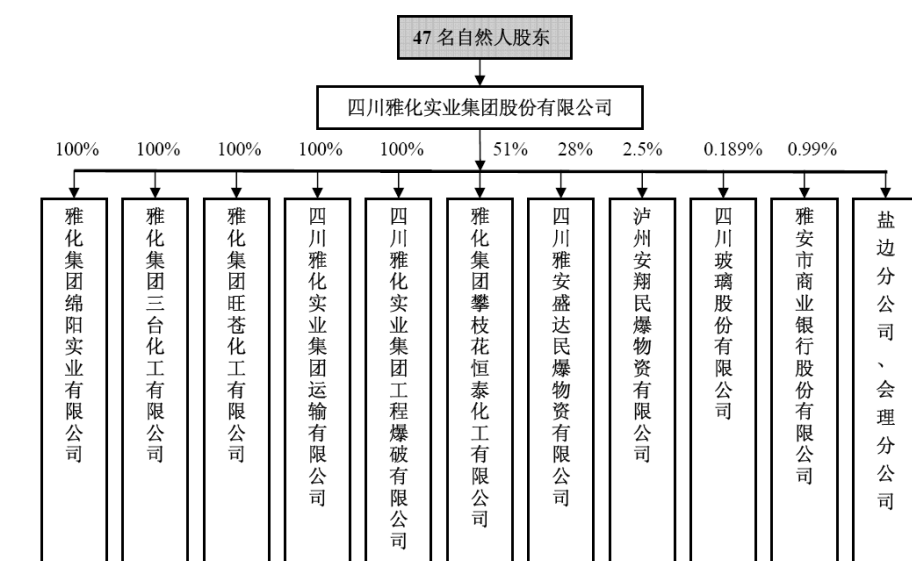
一、基本面良好

雅化集团的主要产品为工业炸药、工业雷管和工业索类等民用爆炸物品，广泛应用于矿山开采、水利水电、交通建设、城市改造、地质勘探及国防建设等领域。

(一)股权结构：民营民爆企业

公司是由郑戎女士控股的民营民爆企业。

图 1 雅化集团股权结构



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

(二)战略与目标：打造民爆产业集群

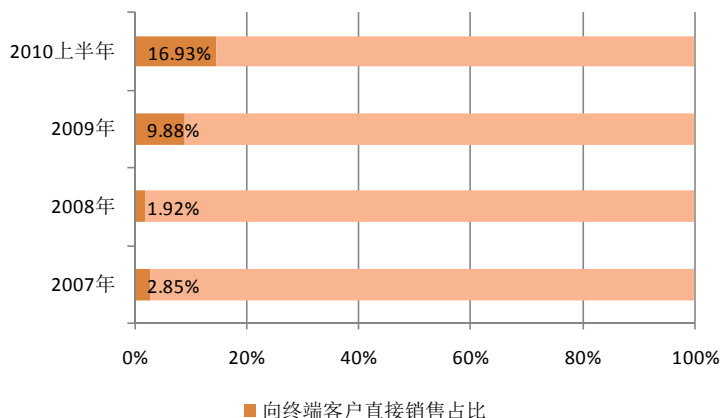
雅化集团拟通过技术创新战略、企业上市战略、产业链延伸战略、市场拓展战略、集团化扩张战略、人才发展战略、实施现代管理战略，打造具有国际竞争力的民爆产业集群，为振兴中国民爆行业作出卓越贡献。

预计到 2013 年，公司工业炸药销售量可达到 82,000 吨，工业雷管销售量可达到 1.6 亿发，爆破一体化业务营业收入可达到 3 亿元，营业收入达到 12 亿元以上。

(三)销售模式：直销比重逐年上升

目前，公司拥有两种销售模式：一为向终端客户直接销售；二为通过销售公司销售的传统模式。随着新的行业管理政策的深入贯彻和现场混装炸药的推广运用，公司直接向各类终端用户销售的比例将逐步加大。

图 2 雅化集团向终端客户直接销售比例



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

(四)行业地位：国内第四，省内第一

从国内看，公司招股书显示，2009 年公司生产总值在全国民爆行业中排名第四。

图 3 四川省内工业炸药市占率

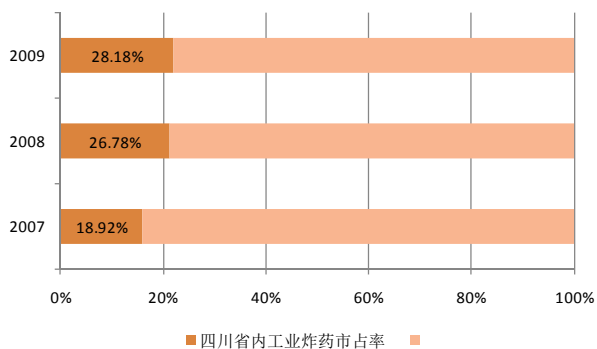
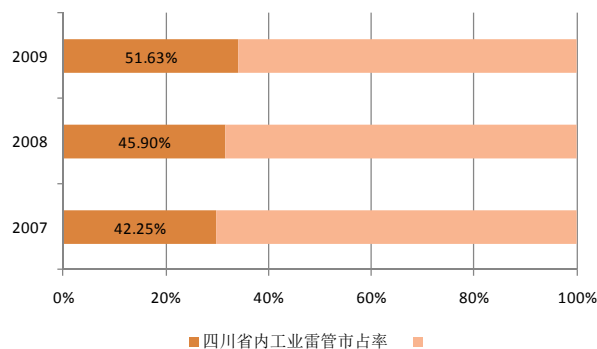


图 4 四川省内工业雷管市占率



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

从省内看，2009 年度，公司工业炸药总产量为 56,285 吨，工业雷管总产量为 9,833 万发，两项指标均列四川省第一位。2009 年度，公司工业炸药产量占四川省工业炸药总产量的 28.05%，工业雷管产量占四川省工业雷管总产量的 52.50%。近年来，公司依托产品质量和成本优势，迅速拓展市场，现已发展成为四川省内最大的民用爆炸物品生产经营企业。

图 5 全国工业炸药市占率

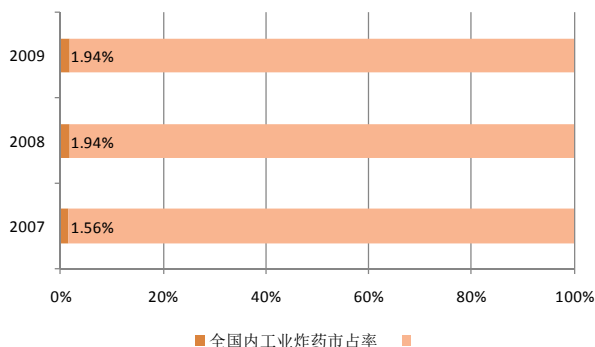
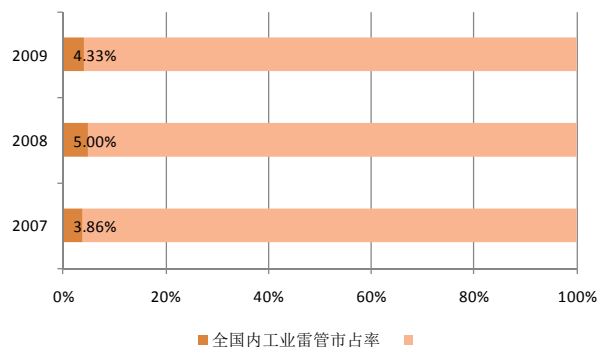


图 6 全国工业雷管市占率



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

(五) 竞争格局：寡头竞争，省内整合尚有空间

2009 年四川省内工业炸药产量达到 5 万吨级别的民爆器材生产企业：雅化集团、四川通达化工有限责任公司；

达 3 万吨级别的民爆器材生产企业：四川凯达化工有限公司；

达 1 万吨级别的民爆器材生产企业：四川省南部永生化工有限责任公司；

起爆器材方面，除雅化集团外，四川省宜宾威力化工有限责任公司是省内仅剩的另一家生产起爆器材的企业，2009 年其工业雷管产量为 8,895 万发。

可以看出，四川省内的民爆企业整合程度低于云南、贵州等省份，目前还有 4 家企业分割省内市场。因此，未来四川省内民爆行业还具备较大的整合空间。

(六) 市场分布：以四川省内为主

2009 年度，公司各类民爆产品向省内客户的销售量约占本公司总销售量的 91.68%，四川省内市场是公司的传统市场，也是目前最大的市场。

二、下游需求：灾后重建、西部大开发带动需求增长

公司所处的四川省位于我国西南部，地理特征为大山交错、江河纵横，拥有丰富的水利和矿产资源。在近年来西南经济快速发展和国家西部大开发政策的带动下，四川省以至整个西部地区的交通建设、水利工程建设和矿山开采都呈现出较为

明显的上升趋势，这有力地保证了本公司产品在未来相当长一段时间内的市场需求。

灾后重建。2008年下半年，为开展“5.12”大地震后的灾区恢复重建工作，国务院于8月27日通过了《汶川地震灾后恢复重建总体规划》，计划用3年左右的时间、耗资1万亿元，完成四川、甘肃、陕西重灾区灾后恢复重建主要任务；

金融危机经济刺激计划。2008年11月5日，为应对国际金融危机、保证国民经济的平稳运行，国务院出台了总额达四万亿元的经济刺激方案。在这两份经济发展规划中，铁路、公路等交通设施建设和大型的水利工程均是重点的投资方向。大型基础设施建设的兴建将极大地带动对民爆产品的需求，相应地对爆破施工业务的需求也将随之增长。这些都为民爆行业的发展提供了广阔的空间。

省内矿产开采。四川省成矿地质条件优越，是我国矿产种类最齐全、资源最丰富的省份之一。已发现各种金属、非金属矿产132种，占全国总数的70%；已探明一定储量的有94种，占全国总数的60%。有23种矿产保有储量居全国前3位，其中钛矿、钒矿、硫铁矿等7种矿产居全国第一位。锂矿、芒硝等11种矿产居全国第二位；铂族金属、铁矿等5种居全国第三位。依据2006年1月发布的四川省“十一五”规划，四川省将加大对攀西地区、西南三江地区和南秦岭地区的矿产勘查，加快白马铁矿等重点矿山建设，提高资源保障能力。

水利设施建设。四川省也是我国水利资源最丰富的省份之一，全省共有大小河流1,300多条，其中长江流域面积占97%；全省多年平均径流深533.3毫米，水资源总量约为3,131亿立方米。目前，全省水资源开发利用不到全国平均水平的1/2，人均库容只有全国平均水平的1/4，在水利水电开发利用方面有着巨大的发展潜力。根据四川省“十一五”规划和2010年重大项目计划，四川省将继续建设雅砻江锦屏一级二级水电站、甘孜州泸定电站、阿坝州毛尔盖水电站和嘉陵江亭子口水利枢纽等特大型水电开发项目，并将于2010年开工建设观音岩水电站、官地水电站、长河坝水电站和大岗山水电站等工程。

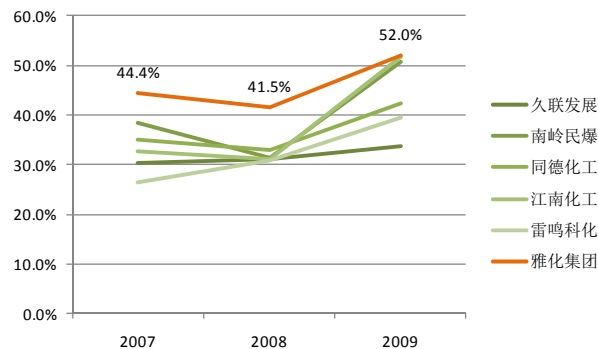
道路建设。四川省位于我国西南腹地，丘陵山区和高原占到全省面积的91.7%，特殊的地形地貌大大制约了四川省铁路公路的发展。为解决这一难题，根据四川省“十一五”规划和2010年重大项目计划，四川省将进一步加大道路建设投资力度，开工建设川藏铁路、成都至西安、成都至兰州及成都至贵阳铁路等多条重要线路，并将修建雅安至康定、乐山至自贡、资阳至眉山等多条高速公路。此外，川青铁路、绵遂内自宜城际铁路和攀枝花至宜宾沿江高速公路也被列入了重大储备项目。到“十一五”末期，全省铁路营业里程预计将达到3,500公里，高速公路总里程达到3,100公里。

三、公司竞争优势：盈利能力最强的民爆上市公司

(一)管理能力突出，盈利能力最强的民爆上市公司

分析 2007-2009 年 6 家民爆上市公司的综合毛利率可知，相比同类上市公司，雅化集团成本管理能力极强，产品盈利水平比竞争对手高出较多。

图 7 民爆上市公司毛利率比较



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

(二)“一体化服务”优势

公司依靠运输公司、爆破公司和炸药现场混装车及相应的地面工作站，可向客户提供自产品生产、配送至爆破施工的“一体化服务”。具体表现在：

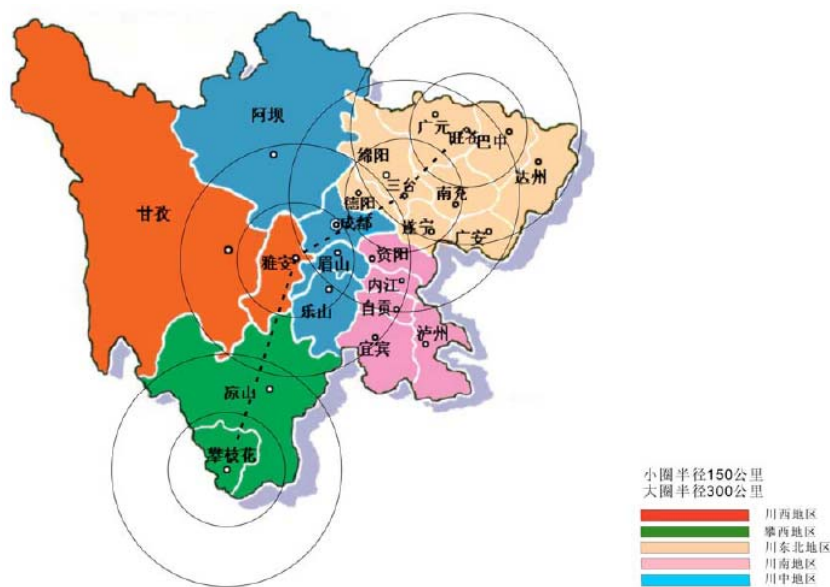
- ✓ 公司所生产的民爆产品种类齐全，可全面满足客户的要求。
- ✓ 公司拥有专业的运输公司，可为客户提供安全、快捷的危险品运输服务
- ✓ 公司拥有专业的爆破公司，能够为客户提供多种类型的爆破服务，在大中型矿山爆破开采、精细爆破、控制爆破、爆破拆除等方面具有优势。
- ✓ 公司拥有炸药现场混装车及相应的地面工作站，能够为客户尤其是大中型矿山业主提供现场混装炸药以及配送、装填和爆破作业的全程服务。

(三)区位优势

本公司所处的四川省地理特征为大山交错、江河纵横，拥有丰富的矿产与水利资源，在基础设施建设和资源开发等方面对民爆产品的需求本身比较旺盛。近年来，随着西南经济的快速发展和国家西部大开发政策的推进，四川省以至整个西南和西北地区的道路桥梁建设、水利资源开发和矿山开采都呈现出较为明显的上升趋势，保证了公司产品在未来相当长一段时间内的市场需求。

在具体的生产点布局上，公司的四个工业炸药生产点（旺苍、三台、雅安、攀枝花）沿由北至南的方向均匀分布在四川省的中轴线上，不仅在销售范围上可覆盖全省并辐射至部分省外地区，而且还能够最大限度地节约运输成本。起爆器材则由于单价较高、运输成本相对较低的原因，除可供应四川全境外，尚能远销至重庆、西藏、甘肃、陕西、湖南、内蒙、贵州等省外地区。

图 8 公司产能及区域布局



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

(四)良好的企业整合能力

从 2003 年至今，公司先后成功并购、整合了十多家民爆企业，其中包括 4 家民用爆炸物品生产企业。

目前我国民爆行业的再次提出了结构调整重组，鼓励以产权关系为纽带的实质整合是本轮整合的最大特点。凭借丰富的并购、整合经验，以及新增的融资平台优势，雅化集团在新一轮的行业整合中将显现较为明显的优势。

(五)规模优势

经过多年的快速发展，公司已成长为国内优势民爆器材生产企业。利用规模优势，公司可以持续不断大规模的实施技术改造，通过技术进步提高本质安全水平和质量水平，有效降低产品成本。

四、募投项目分析

(一)募投项目及投资额

公司募投项目内容及投资预算参加下表

表1 主要募投项目

项目名称	预计投入募集资金（万元）
爆破工程一体化	9320
高精度延期雷管建设项目	6380
科技研发中心建设项目	6830
炸药线高效节能改造项目	10700
新型乳化剂建设项目	2830

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

(二)爆破一体化项目是公司的重要看点之一

1、爆破一体化项目的内容

项目建成后，将可为客户提供包括生产、配送、爆破设计、钻凿炮孔、起爆、剥离物挖装、矿石运输在内的一体化服务，不仅可以大幅提升本质安全水平，还可以有效提高采矿效率并保护环境。

2、爆破一体化项目具有地理位置优势

爆破工程一体化项目所处的四川省攀西地区（攀枝花西昌地区）拥有丰富的矿产资源，是开展爆破工程一体化服务的理想场所。经资源勘探部门的测算，攀西地区蕴藏着丰富的钒钛磁铁矿资源，总储量约为 90.6 亿吨。其中钛资源储量约 6.2 亿吨，居世界第一位；钒资源储量约 1,856 万吨，居世界第三位。在攀西地区中，红格矿区拥有目前探明储量最大的钒钛磁铁矿床。矿床中 Cr_2O_3 储量达 815.38 万吨，品位达 0.23%，其中表内矿储量达 605.63 万吨，品位达 0.33%，具有极高的资源综合利用价值。该矿区所处位置交通便利，适合大规模露天开采。公司目前已在红格矿区开展一体化业务并取得了良好的成效，但随着矿山开采需求的增长和对爆破作业要求的提高，公司原有设备与服务流程已逐渐难以满足市场需求。本项目建成后，公司将能够为市场提供更为完整的一体化服务。

3、爆破一体化项目的意义

（1）提高采矿效率、节约矿产资源

在传统的矿山开采模式中，矿山开采中的各个环节如钻、爆、采、剥、装、运等分别由不同单位负责。由于缺乏统一的规划和管理，各单位均以最有利于自身的方式进行操作，不仅会带来工作效率的损失，而且容易造成矿产资源的浪费。本项目建成后，公司将可提供包括炸药生产、配送、矿山开采规划、爆破设计、钻孔施工、炸药装药、爆破检测及效果预测、矿石挖运等全部环节在内的一体化服务，从而能够对矿山开采的各个环节进行整体优化，大幅降低传统矿山开采模式中由不同单位分头操作所造成的效率损失。同时，整体优化后的爆破方案和先进设备的采用还可以有效降低矿山开采中的回采率和采矿贫化率，避免矿产资源的浪费。

（2）提升行业本质安全水平的需要

本项目建成后，不仅实现了矿山规划、爆破设计、钻孔、装药、爆破、挖运等爆破流程的一体化，更重要的是实现了生产、存储、运输、销售、爆破的一体化，大大减少了炸药的生产流通环节，节省了存储、流通成本，大幅度提高安全管理水平和安全管理效率，提升了矿山开采过程中的本质安全水平。

（3）矿山开采中环境保护的需要

本项目建成后，公司将可从整体出发对各种民爆产品进行更加合理的配合使用，同时还将购置全站仪、爆破震动测试仪等设备用于爆前、爆中和爆后检测。整体爆破的设计优势和先进检测设备的采用可以有效降低爆破粉尘浓度，减少二次爆

破及爆后山体滑坡的可能性，从而减少爆破施工所带来的环境破坏。

五、 盈利预测与投资建议

我们测算公司 2010—2012 年 EPS 分别为 0.96 元、1.06 元和 1.25 元，年复合增长率在 13%左右。民爆行业享有垄断利润，且成长稳定性较好，参考行业估值，及新股溢价，给予 2011 年业绩 34 倍估值，上市合理价格应在 36 元左右。

六、 风险提示

- 1、硝酸铵等原材料价格大幅上涨；
- 2、生产安全隐患。

资产负债表

单位：百万元

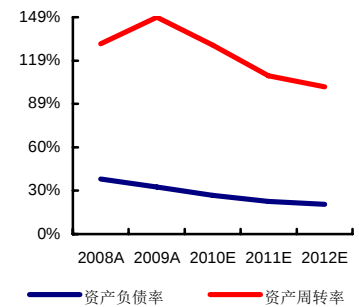
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	218	258	457	553	720
货币资金	137	151	343	418	560
应收及预付	42	66	68	80	95
存货	40	41	46	55	65
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	173	210	248	347	431
长期股权投资	7	8	8	8	8
固定资产	98	125	101	138	221
在建工程	2	16	76	136	136
无形资产	50	50	56	57	59
其他称其资产	15	11	7	7	7
资产总计	391	468	705	899	1,152
流动负债	133	134	176	192	225
短期借款	0	20	0	0	0
应付及预收	133	114	176	192	225
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	3	3	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3	3	0	0	0
负债合计	136	137	176	192	225
股本	54	120	160	160	160
资本公积	34	48	48	48	48
留存收益	118	106	259	429	628
归属母公司股东权益	207	275	467	637	837
少数股东权益	17	13	18	27	46
负债和股东权益	359	424	661	856	1,108

利润表

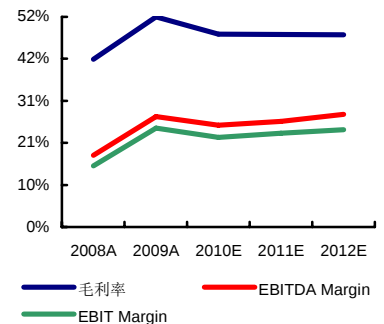
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	472	639	761	870	1035
营业成本	276	307	397	455	543
营业税金及附加	4	7	7	8	10
销售费用	34	41	50	57	68
管理费用	87	129	137	148	166
财务费用	1	1	-1	-3	-4
资产减值损失	2	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	2	2	1	2
营业利润	68	153	172	207	255
营业外收入	10	4	0	0	0
营业外支出	5	2	0	0	0
利润总额	73	155	175	210	258
所得税	7	14	18	32	39
净利润	66	141	158	179	219
少数股东损益	10	4	5	9	20
归属母公司净利润	56	137	153	170	199
EBITDA	84	174	191	228	289
EPS (元)	1.03	1.14	0.96	1.06	1.25

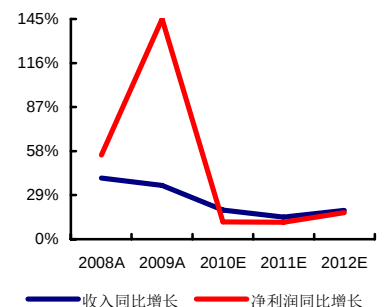
资产负债率趋势



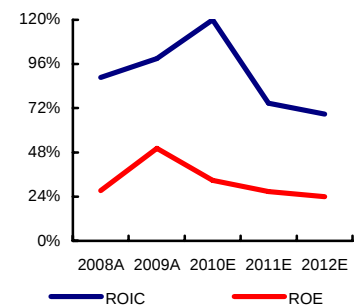
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

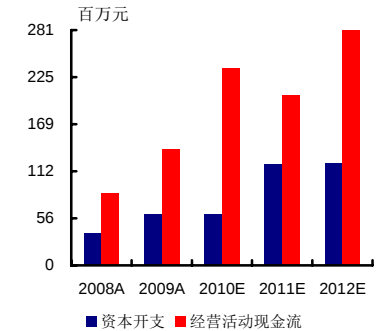
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	86	139	231	194	261
净利润	66	141	158	179	219
折旧摊销	12	18	22	25	40
营运资金变动	2	-25	55	-5	7
其它	6	4	-4	-5	-5
投资活动现金流	-47	-75	-59	-119	-120
资本支出	-38	-62	-61	-121	-121
投资变动	-8	-13	2	1	2
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-12	-50	20	0	0
银行借款	1	70	-20	0	0
债券融资	-5	-50	0	0	0
股权融资	0	2	40	0	0
其他	-8	-72	0	0	0
现金净增加额	27	14	192	75	142
期初现金余额	110	137	151	343	418
期末现金余额	137	151	343	418	560

主要财务比率

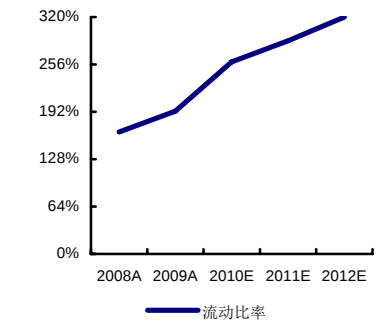
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	40.2%	35.4%	19.1%	14.4%	18.9%
营业利润	39.5%	125.6%	12.3%	20.5%	23.0%
归属于母公司净利润	55.3%	144.8%	11.3%	11.1%	17.4%
获利能力					
毛利率	41.5%	52.0%	47.7%	47.7%	47.5%
净利率	14.0%	22.1%	20.7%	20.5%	21.2%
ROE	27.1%	50.0%	32.7%	26.7%	23.8%
ROIC	88.5%	98.7%	119.7%	74.6%	68.7%
偿债能力					
资产负债率	37.8%	32.3%	26.7%	22.5%	20.3%
净负债比率	-61.2%	-45.6%	-70.7%	-63.0%	-63.4%
流动比率	1.65	1.93	2.59	2.88	3.20
速动比率	1.32	1.52	2.26	2.51	2.82
营运能力					
总资产周转率	1.31	1.49	1.30	1.09	1.01
应收账款周转率	23.73	23.05	24.72	23.98	24.06
存货周转率	8.69	7.59	8.70	8.29	8.30
每股指标 (元)					
每股收益	1.03	1.14	0.96	1.06	1.25
每股经营现金流	1.59	1.16	1.44	1.21	1.63
每股净资产	3.81	2.29	2.92	3.98	5.23
估值比率					
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	-1.6	-0.8	-1.8	-1.8	-1.9

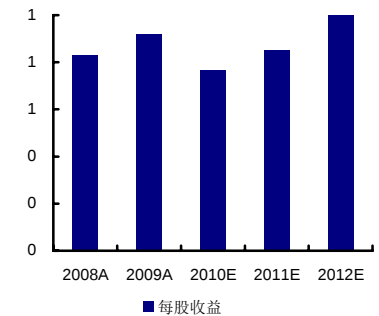
资本开支与经营活动现金流



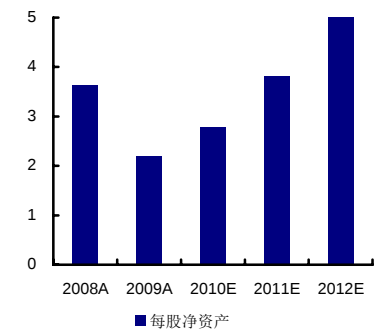
流动比率趋势



每股收益



每股净资产



广发化工行业研究小组

吕丙风，分析师，暨南大学产业经济学硕士，本科毕业于河北工业大学应用化学专业，2008 年进入广发证券发展研究中心。

王剑雨，研究助理，暨南大学国民经济学硕士，曾先后工作于综合开发研究院（中国·深圳）、粤海控股集团有限公司，2009 年进入广发证券发展研究中心。

曹勇，研究助理，日本国立琉球大学材料科学与工程博士，日本国立山口大学博士后，2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。