

佛塑股份 (000973.SZ)

化工行业

[2010.11.23]

国家战略性新兴产业的未来之星

——佛塑股份调研报告

评级: 买入

目标价格: ¥ 22~25

当前价格: ¥ 17.38

2010.11.23

任宪功 康凯
86-10-6878 4237 86-22-2845 1653
SAC 执业证书编号 S1150210070003
renxg@bhzq.com kangkai@bhzq.com

核心观点:
 > 受益于国家战略性新兴产业扶持政策
 > 众多新建项目助推高成长

投资要点:

● 锂电池隔膜的市场领先企业

> 控股子公司金辉高科的主营业务锂电池隔膜是国家战略性新兴产业政策要重点培育和发展的功能性材料和核心技术, 公司产品具有很高的毛利率, 公司技术工艺国内领先, 二期项目产能扩张急剧 (将增加 4500 万平方米的生产能力), 是国家 863 项目“动力锂电池隔膜”的主要承担者, 未来市场增长空间广阔。

● 偏光膜项目——重要的利润增长点

> 控股子公司佛山纬达主营业务: 生产经营偏光膜、光电材料、光学薄膜及光电胶粘制品。主要应用领域: 3D 眼镜片、LCD 液晶显示、电子显示屏等。其中公司在影院 3d 眼镜方面的全球市场占有率达 80%~90%, 处于垄断地位。公司在建二期项目设计能力 80 万平方米/年, 我们预测二期项目将实现税后利润在 8000 万至 1.2 亿元, 为佛塑股份贡献 4000 万~6000 万元的净利润每年, 增厚每股收益近 0.1 元。

● 房地产项目——业绩爆发增长的来源

> 公司先期房地产开发项目有 2 项涉及三个地块, 总建筑面积接近 40 万平方米, 按照现在 3 个地块所在佛山禅城区的平均房价 9000 元/平方米, 建筑成本 2000 元/平方米计算, 扣除 2.28 亿元的土地使用成本, 预计公司 2 项房地产开发项目将为公司带来 25 亿元左右的毛利润, 而按照房地产开发的周期可以预计公司业绩的爆发性增长将呈现在 2012 年度。

> 公司尚有可开发土地面积约 466 亩, 随着土地开发的逐步实施, 公司未来业绩爆发性增长空间会令人惊叹。

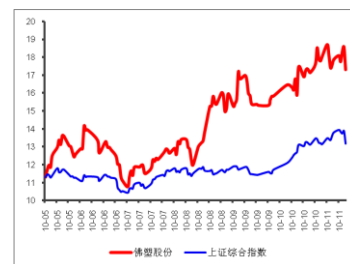
● 投资收益增长迅速

> 公司 2009 年投资收益同比增长 40%, 预计 2010 年增速将超过 100%。

● 主营业务复苏

● 预计 2010、2011 年公司每股收益为 0.31 元/股、0.55 元/股左右, 对应 PE 分别为 55.3 倍、31.4 倍, 相对于化工新材料上市公司平均估值水平较低, 综合考虑公司行业发展前景及众多新建项目的盈利增长预期, 短期目标价格 22~25 元, 长期目标价格 25~30 元, 给予公司“买入”评级。

近 6 个月佛塑股份股价走势



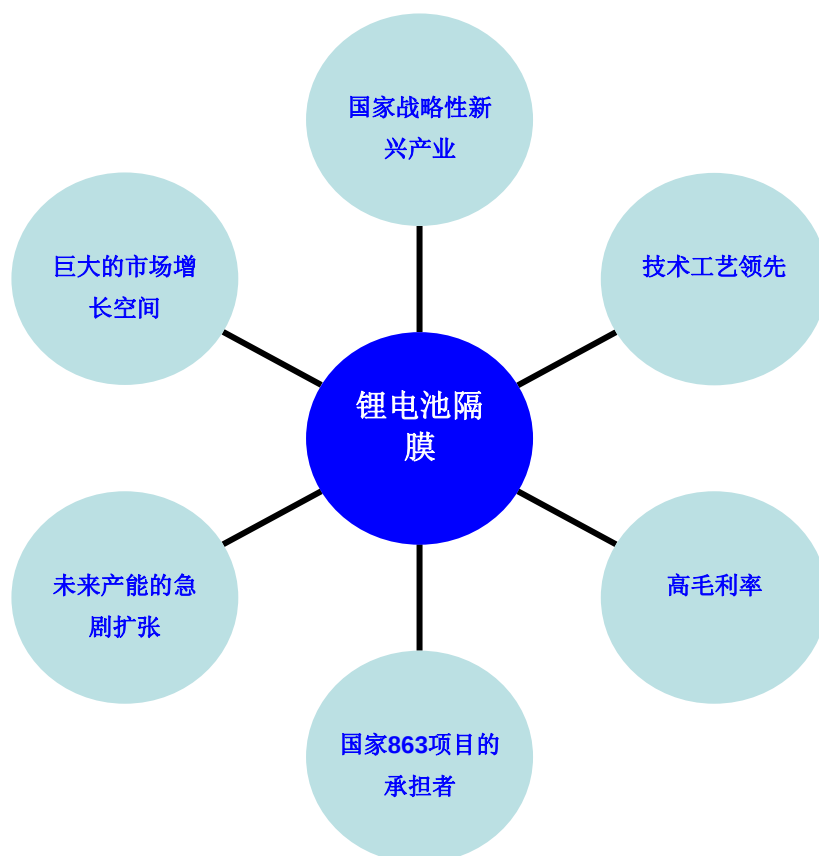
相关报告

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售毛利率 (%)	4.58%	11.37%	21.05%	26.46%	42.63%
ROE (%)	-14.13%	0.44%	9.95%	11.95%	25.25%
ROIC (%)	-1.62%	2.65%	9.52%	15.86%	36.31%
PE	-54.16	1686.37	55.35	31.44	8.01
PB	7.65	7.49	5.51	3.76	2.02
EV/EBITDA	101.05	40.40	19.02	11.75	3.75

1. 锂电池隔膜的市场领先企业

公司的控股子公司佛山市金辉高科光电材料有限公司（以下简称“金辉高科”）是2006年由本公司与BYD (H.K) CO.,LIMITED（比亚迪香港有限公司）共同投资设立的中外合资企业，目前公司注册资本为321.14万美元。其中，佛山塑料集团股份有限公司出资154.55万美元，出资比例为48.125%；香港BYD (HK) CO.,LIMITED(比亚迪香港有限公司)出资126.45万美元，出资比例为39.375%；佛山金科达投资有限公司（金辉高科核心团队）出资40.14万美元，出资比例为12.5%。公司主营业务：生产、销售特种电池用离子渗析微孔薄膜、功能性聚合物膜片、绝缘薄膜、各种用途半透膜等环保用有机膜。公司国内锂电池隔膜的市场领先企业，具有以下六个投资亮点如图1所示：

图1：公司锂电池隔膜业务的投资亮点



1.1 归属国家战略性新兴产业

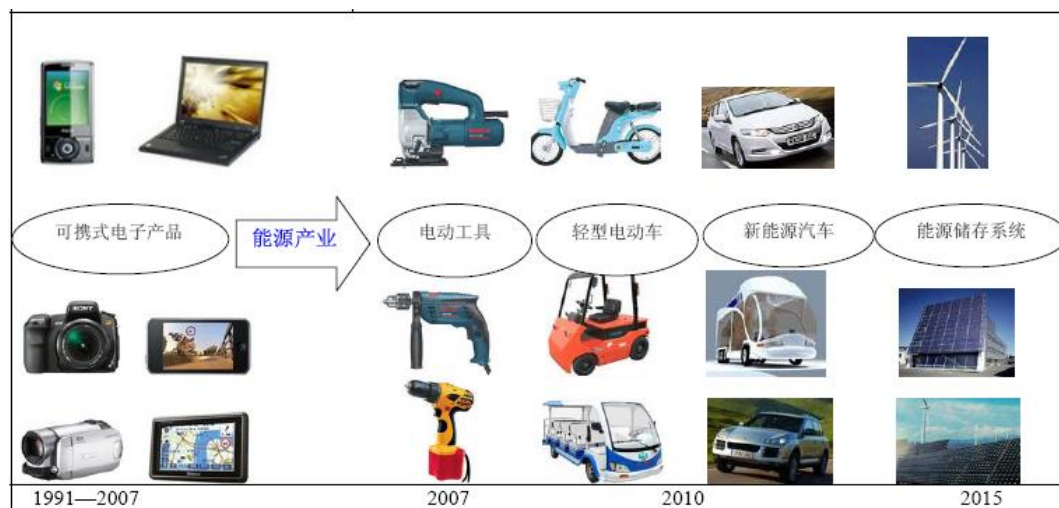
2010 年 10 月 10 日国务院颁布了《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》(以下简称《决定》),明确提出了现阶段要重点培育和发展节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车等七大战略性新兴产业。在《决定》的第三大项第六小项(新材料产业)和第七小项(新能源汽车)中,分别指明了要大力发展高性能膜材料等新型功能材料和着力突破动力电池等领域的关键技术。

需要指出的是,金辉高科生产和研发的锂电池隔膜既是高性能膜材料,也是新能源汽车动力电池需要突破的关键核心技术,因此,金辉高科无疑属于国家战略性新兴产业的范围,必将受益于《决定》规定的财政、税收、信贷等方面优惠政策的大力支持,未来成长潜力和成长空间无限。

1.2 巨大的市场增长空间

自 1992 年索尼公司开发出可以商业化应用的锂电池以来,随着技术的不断进步锂电池在人们的生活中的应用经过了两三个阶段,如图 2 所示,第一阶段是从 1991-2007 年,主要应用于便携式电子产品,如手机、笔记本电脑等;第二阶段从 2007-2010 年,开始应用于小型动力领域,如电动工具,电瓶车等;第三阶段从 2010 年开始,锂电池将全面应用于新能源汽车、能源储存系统等大型动力领域。

图 2: 锂电池应用的三个阶段

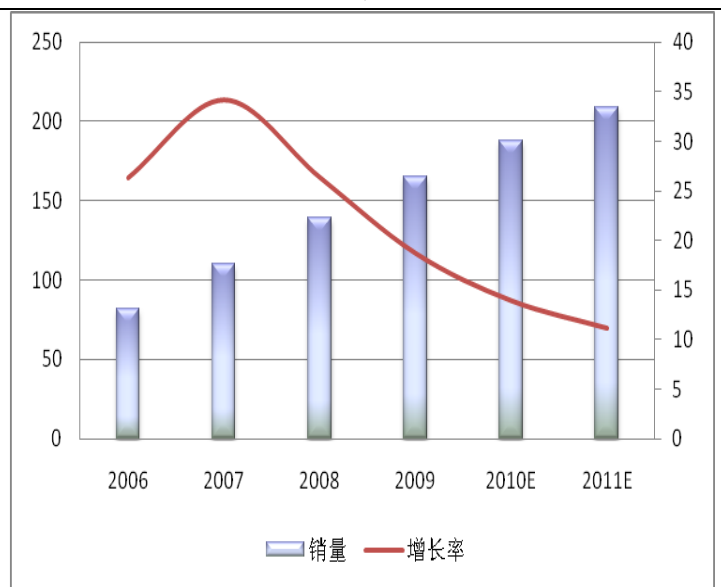


资料来源: 当升科技网站、渤海证券研究所

1.2.1 锂电池市场需求预测

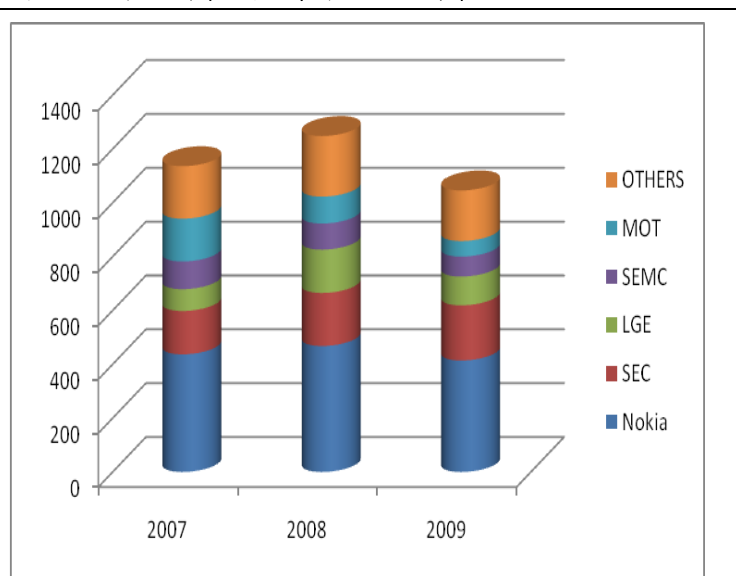
我们按照锂电池的主要应用领域,分别测算了手机、笔记本电脑、电动自行车以及新能源汽车对锂电池的需求情况。如图 3 至图 6 所示:

图 3: 笔记本电脑销量及增长率 (百万台)



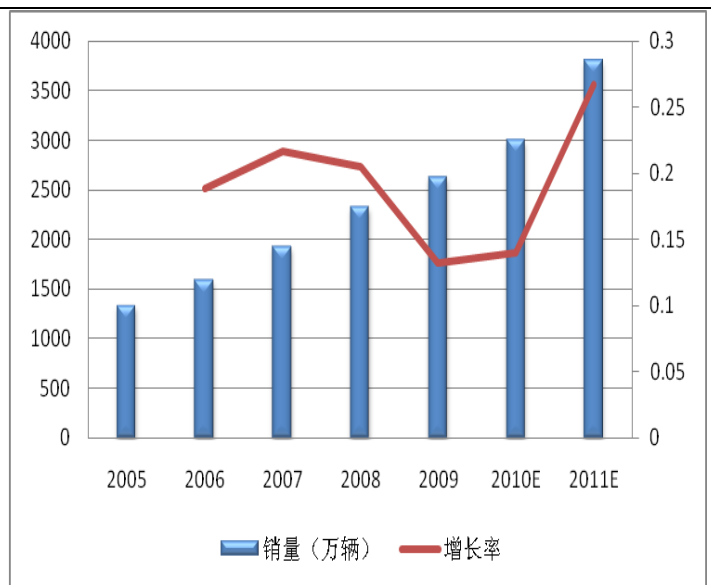
资料来源: IIT 报告, 渤海证券研究所

图 4: 全球主要手机厂商的锂电池需求 (百万只)



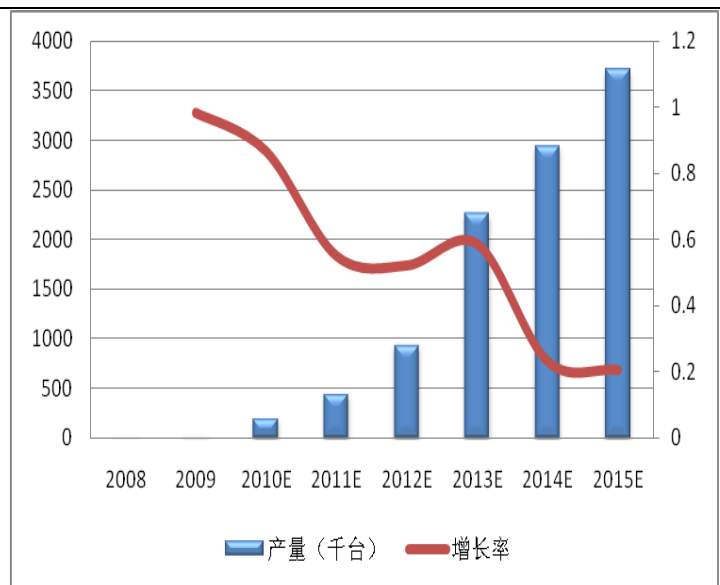
资料来源: IIT 报告, 渤海证券研究所

图 5: 全球电动自行车销量及增长率



资料来源: 电动自行车网, 渤海证券研究所

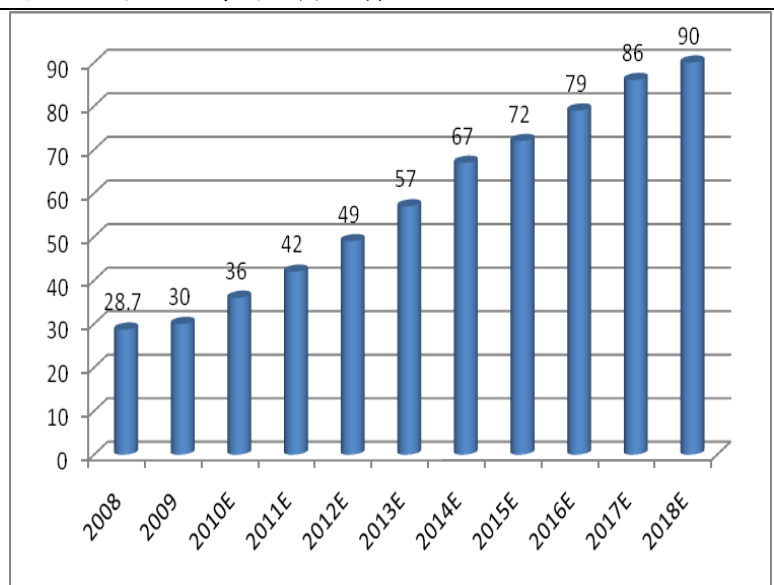
图 6: 全球主要厂商锂电池电动汽车生产计划及增长率



资料来源: 电子元件协会, 渤海证券研究所

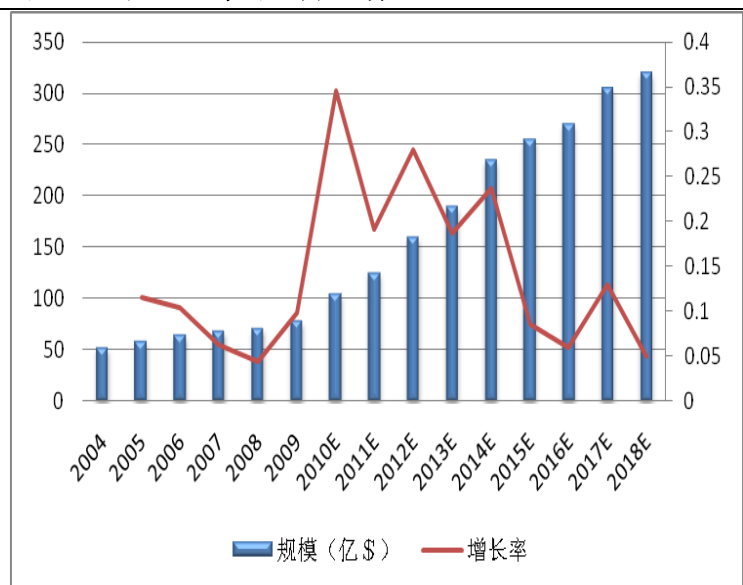
根据上述测算结果, 并考虑其他锂电池的应用领域, 我们预测了锂电池的总体需求情况如图 7、8 所示。从图中可以看出, 近年来锂电池的需求保持年均两位数以上的增长率, 2008 年全球锂电池需求量达到 28.7 亿只。销售额方面, 2008 年全球锂电池的市场规模达到 71 亿美元, 2009 年达到 78 亿美元。在全球随着新能源汽车的兴起, 将给锂电池的需求带来新的增长空间, 预计 2018 年全球锂电池的产值将达到 320 亿美元。

图 7: 全球锂电池产量增长趋势 (亿只)



资料来源: IIT 报告, 渤海证券研究所

图 8: 全球锂电池产值增长趋势

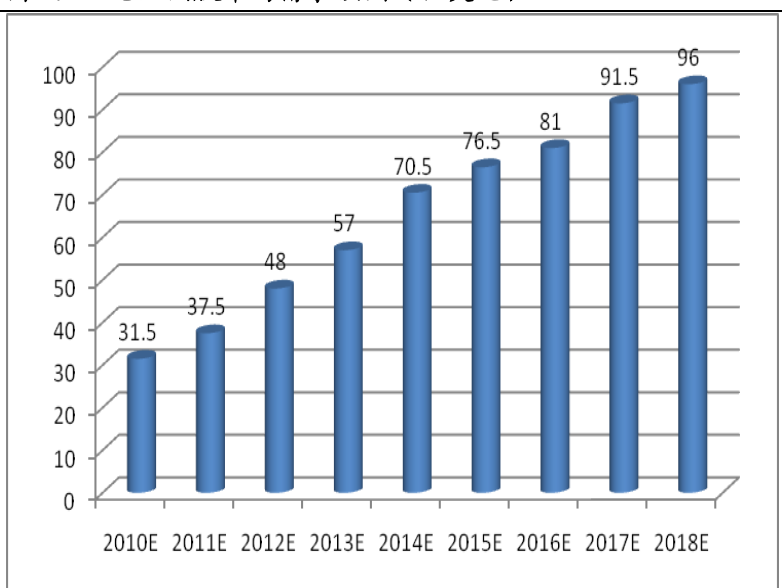


资料来源: IIT 报告, 渤海证券研究所

1.2.2 锂电池隔膜市场需求预测

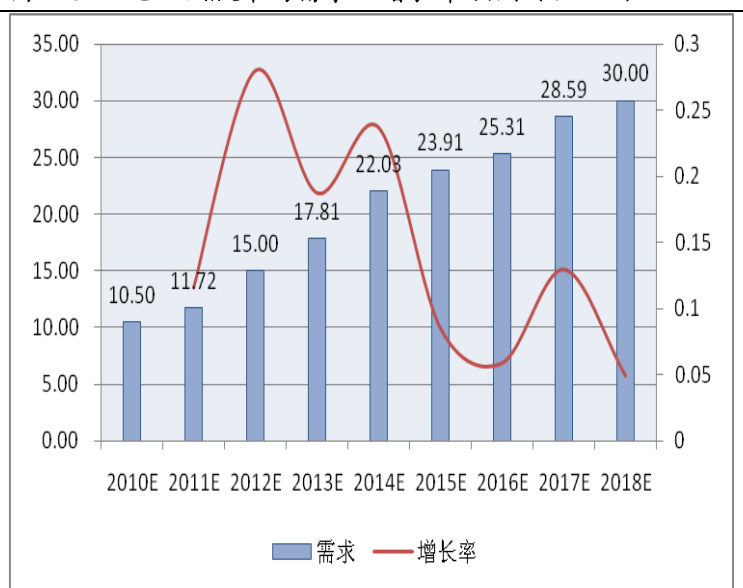
在锂电池的结构中, 隔膜是关键的内层组件之一。隔膜的主要功能是电子绝缘离子导通, 即阻止电池中正负电极产生的正负电子的接触, 但电解液中的离子可以自由通过。它起到隔离电池正负极, 防止短路; 还可以在电池过热时, 通过闭孔功能来阻隔电池中的电流传导的作用。一般而言, 锂电池隔膜在锂电池成本中占比 30%, 按照这一比例我们测算了锂电池隔膜的市场需求如图 9、10 所示。从图中可以看出锂电池隔膜的市场需求有着巨大的增长空间。

图 9: 锂电池隔膜市场需求预测 (亿美元)



资料来源: 渤海证券研究所

图 10: 锂电池隔膜市场需求及增长率预测 (亿 m²)



资料来源: 渤海证券研究所

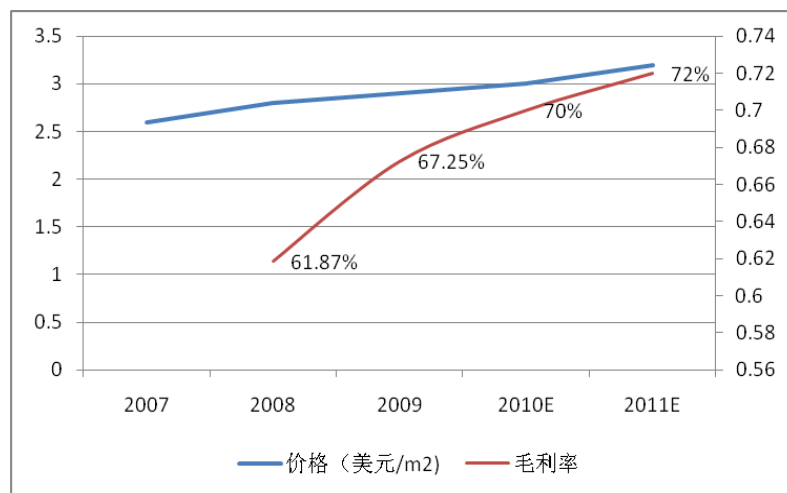
1.3 技术工艺领先

目前锂电池隔膜主要是经过特殊工艺处理的以聚乙烯（PE），聚丙烯（PP）等为主的聚烯烃微孔膜。现有的锂离子电池隔膜生产工艺可按照干法和湿法分为两大类，其中干法是将聚烯烃树脂熔融、挤压、吹膜制成结晶性聚合物薄膜，干法工艺相对简单，但存在孔径及孔隙率较难控制，拉伸比较小，容易产生隔膜穿孔，产品不能拉得很薄等缺陷，主要用于生产中低端产品。而湿法是将液态烃或一些小分子物质与聚烯烃树脂混合，加热熔融后，形成均匀的混合物，然后降温分离，压制成膜片，再将膜片加热至熔点，进行双向拉伸使分子链取向，制备而成。湿法工艺做的隔膜孔径较小且均匀，呈现各向同性，横向拉伸气度大，穿刺强度大，正常生产过程中不会造成穿孔，产品可以做的更薄，使电池的能量密度更高，湿法做的隔膜适用于动力锂电池，属于高端产品。目前国内大多数隔膜厂商都是采用干法工艺，而金辉高科却是采用湿法双向拉伸工艺，技术工艺上国内领先。

1.4 锂电池隔膜的高毛利率

一般而言，锂电池材料中隔膜的毛利率最高，平均在 70% 左右。我们根据佛塑股份的报表测算了金辉高科锂电池隔膜的毛利率走势情况如下图所示，可见随着锂电池隔膜价格的稳步攀升，以及金辉高科产能的扩张，公司锂电池隔膜的毛利率逐年攀升。

图 11：金辉高科锂电池隔膜毛利率及市场价格走势



数据来源：渤海证券研究所

1.5 未来产能的急剧扩张

金辉高科锂电池隔膜的产能扩张表现在两个方面：一是原有生产线能力的充分挖掘和提高，公司原有一期项目设计产能是 756 万 m²/年，而通过调研，我们发现公司实际年产能远高于设计产能，预计 2010 年公司一期项目能生产数码级锂电池隔膜 2000 万 m²，达到设计产能的 2 倍以上。另一方面，也是最为重要的是，公司新建

的二期项目，预计新增锂电池隔膜产能 4500 万平方米，届时公司产能将成为国内锂电池隔膜企业的龙头，公司预计投产后每年新增销售收入 2.29 亿元，新增税后利润 6250 万元（相当保守）。该项目预计 2011 年第二季度能竣工，投产应在二季度末三季度初。

表 1：金辉高科锂电池隔膜项目产能及利润预测

项目	设计生产能力 (万 m ²)	实际产能 (万 m ²)	税后利润（万元）		
			2010E	2011E	2012E
一期	756	2000	6300	6300	6300
二期	4500	4500	0	3125 (6000)	6250 (13500)
合计	5256	6500	6000	9125 (12000)	12250 (19500)

资料来源：公司公告、渤海证券研究所

注：表中括号中数字是我们按正常情况的预计，实际上公司二期项目预计年税后利润 6250 是很保守的数字，公司 2009 年就实现了 3829 万元的净利润，而公司设计产能仅 756 万平方米，2009 年实际产量大概在 1200 万平方米。

从表 1 可以看出，符合实际的估计是 2010 年金辉高科将增加利润近 2500 万元，而新项目投产后可增加近 2 亿元的税后利润，按佛塑股份股权比例，预计新项目将为佛塑股份新增近 1 亿元的净利润，即增厚每股收益 0.16 元。

1.6 国家 863 项目的承担者——动力锂电池隔膜项目

佛塑股份是“国家火炬计划重点高新技术企业集团”、国家火炬计划佛山新材料产业基地，目前公司承担的国家 863 项目“动力锂电池隔膜项目”将在 2010 年底结项，我们预计该项目定会取得突破性成果，届时公司将成为动力电池隔膜技术的领军者，遥遥领先国内其他企业，而此成果必将打开公司盈利的想象空间，成为公司股价攀升的催化剂。

2. 偏光膜项目——重要的利润增长点

控股子公司佛山纬达光电材料有限公司注册资本：1395.68 万美元，佛山塑料集团股份有限公司持股 51.15%，英属维京群岛亚化光电控股有限公司持股 20.59%，英属维京群岛亚化国际(股)有限公司持股 21.26%，佛山市三水区昱纬投资有限公司(纬达核心人员投资组建)持股 7%。主营业务：生产经营偏光膜、光电材料、光学薄膜及光电胶粘制品。主要应用领域：3D 眼镜片、LCD 液晶显示、电子显示屏等。其中公司在影院 3D 眼镜方面的全球市场占有率达 80%-90%，处于垄断地位。随着全球 3D 电影、电视的迅猛发展，公司偏光膜项目市场前景比较乐观。

图 12: 3D 眼镜片偏光膜示意图



公司偏光膜一期项目设计产能 100 万平米/年，2009 年净利润 6924 万元，2010 年上半年已经实现利润 6250 万元，盈利能力增长迅速，预计全年能实现净利润在 1.1 亿元，按股权比例可为佛塑股份增加利润近 3000 万元。公司在建二期项目设计能力 80 万平方米/年，公司预计达产后可为公司实现 2581 万元，我们认为公司预计还是较为保守，如果按今年的销售情况，我们预测二期项目将实现税后利润在 8000 万至 1.2 亿元，为佛塑股份贡献 4000 万-6000 万元的净利润每年，增厚每股收益近 0.1 元。

表 2: 纬达光电偏光膜项目产能及利润预测

项目	设计生产能力 (万 m ²)	税后利润 (万元)		
		2010E	2011E	2012E
一期	100	10000-11000	10000-11000	10000-11000
二期	80	0	5000	8000-12000
合计	180	10000-11000	15000-16000	18000-23000

资料来源：公司公告、渤海证券研究所

3. 房地产项目——业绩爆发增长的来源

2010 年 3 月，公司与佛山市国土局签订土地出让合同，按照合同约定，公司在缴纳总计 2.28 亿土地出让金后，已取得轻工三路 9 号、11 号及汾江北路 82 号两宗地块商住用途的土地使用证。

2010 年 4 月，公司与广东珠江投资股份有限公司签订委托管理框架合同，委托珠江投资负责两地块上房地产开发项目的管理、营销策划等工作。

2010 年 6 月，董事会决定，将轻工三路 9 号、11 号地块注入全资子公司佛山市卓

越房地产开发有限公司实施增资。

2010 年 6 月 29 日，公司第六届董事会第四十七次会议审议通过了《关于公司投资成立房地产开发公司的议案》，公司拟投资成立全资子公司佛山市合盈置业有限公司，对佛山市禅城区汾江北路 82 号的商住土地实施房地产项目开发。

表 3：房地产开发项目及利润预测

项目	用途	土地面积 (平方米)	建筑面积 (平方米)	容积率	销售收入 (万元)	利润 (万元)
轻工路 9 号、11 号	住宅兼 商服(商 业金融、 办公)	57882.8	185886.4	≤ 2.5	167297.76	
汾江北 路 82 号	住宅商 业金融	45818	205925.44	≤ 3.5	185332.9	
合计		103700.8	391811.84		352630.66	251468

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

如表 3 所示，公司先期房地产开发项目有 2 项涉及三个地块，总建筑面积接近 40 万平方米，按照现在 3 个地块所在佛山禅城区的平均房价 9000 元/平方米，建筑成本 2000 元/平方米计算，扣除 2.28 亿元的土地使用成本，预计公司 2 项房地产开发项目将为公司带来 25 亿元左右的毛利润，而按照房地产开发的周期可以预计公司业绩的爆发性增长将呈现在 2012 年度。需要指出的是，这三个地块合计约 155 亩左右，而公司尚有可开发土地面积约 466 亩，随着土地开发的逐步实施，公司未来业绩爆发性增长空间会令人惊叹。

4. 投资收益增长迅速

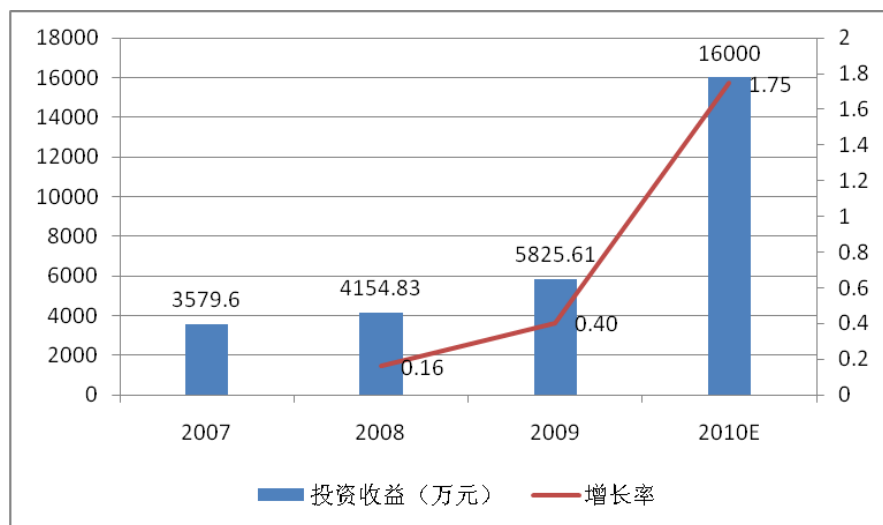
公司主要投资收益来源于对佛山杜邦鸿基薄膜有限公司等四个公司的长期股权投资收益，如下表所示。同时，可从图 13 看出公司投资收益增长迅速。

表 4：长期股权投资收益（万元）

被投资单位	持股 比例	2007	2008	2009	2010.1-6	2010E
佛山杜邦鸿基薄膜有限公司	49%	3001.6	3589.1	4996.73	3879	
宁波杜邦帝人鸿基薄膜有限公司	24.26%	-93.45	41.32	140.41		
佛山市亿达胶粘制品有限公司	37.7%	568.36	423.66	587.82		
佛山东林包装材料有限公司	37.5%	103	100.79	100.65		
合计		3579.6	4154.83	5825.61		12000-16000

资料来源：公司公告、渤海证券研究所

图 13：公司长期股权投资收益变化情况



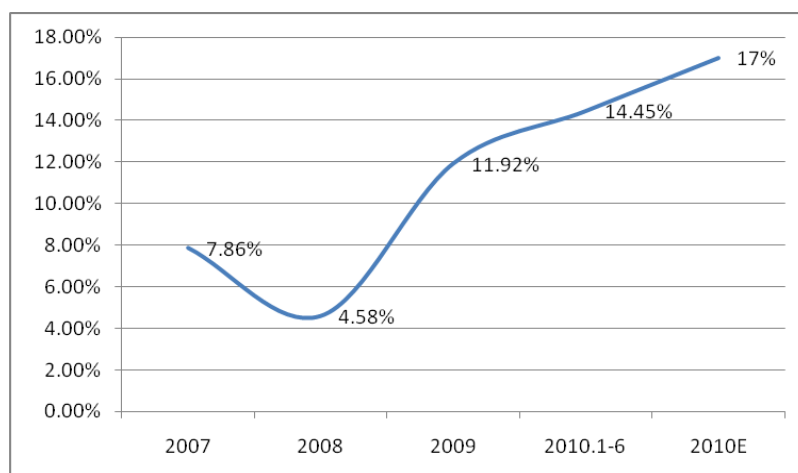
资料来源：渤海证券研究所

公司三季报显示公司 1-9 月投资收益同比增加 5512.46 万元，增幅 180.70%，主要是因为本期公司对参股企业佛山杜邦鸿基薄膜有限公司的投资收益增加。据此，我们预计 2010 年公司投资收益应在 1.2 亿至 1.6 亿之间，大约增厚每股收益 0.1 元-0.18 元左右。

5. 主营业务复苏强劲

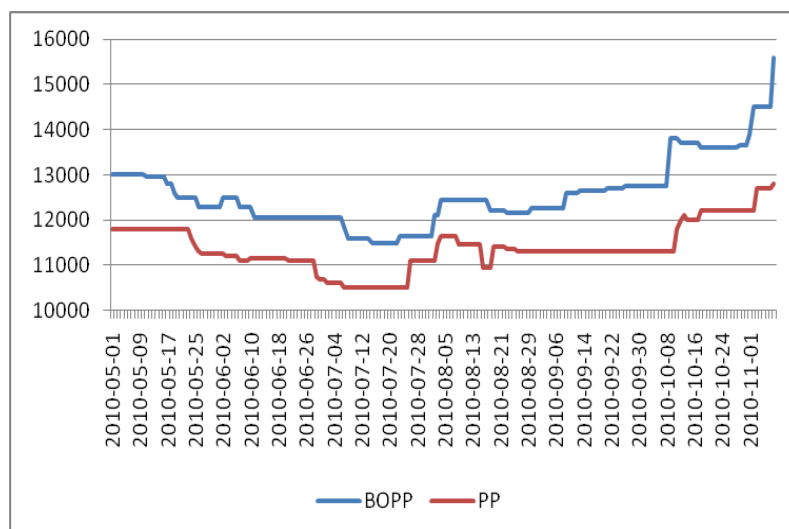
一方面，公司面对快速变化的经济环境，继续深化“调结构、强管理、强创新”的整体工作思路，通过转变经营观念、实施战略转型升级、推行精细化管理、强化财务管理和监察审计、整合物流供应链资源、提升优质企业经营效益、拓展高技术高附加值产品、关闭淘汰落后产能及亏损企业、改造低效生产线等一系列举措，在转变经营理念、调整产品结构、推动技术创新、强化企业管理等方面取得了成效，截止目前公司淘汰落后产能近 6 万吨。另一方面，公司主要产品 BOPP、BOPET 薄膜产品复苏强劲，特别是本年度第三季度开始回暖迹象明显，主要产品价差呈扩大态势，盈利能力逐渐增强。

图 14: 公司主营业务毛利率变化趋势



资料来源: 渤海证券研究所

图 15: BOPP 与 PP 价差走势



资料来源: 渤海证券研究所

6. 盈利预测与评级

● 盈利预测基本假设:

- 假设锂电池隔膜 10 年、11 年年产量分别为 2000 万平方米、4250 万平方米;
- 假设纬达光电偏光膜 10 年、11 年产量分别为 100 万平方米、140 万平方米;
- 假设锂电池隔膜、偏光膜的 10 年销售收入分别按 10 年上半年实现情况进行加

倍预测;

- 湖南烟用 BOPP 薄膜项目 11 年、12 年实现销售收入分别按 7000 万元、1.5 亿元计算;
- 假设房地产开发项目 12 年以前不实现销售收入, 12 年销售实现收入按 80% 的建筑面积计算;
- 假设主营业务增长率 10 年、11 年分别 8%、10%;
- 假设投资收益 10 年增加 8000 万元, 11 年比 10 年增长 20%;
- 10 年、11 年主营业务毛利率分别按 17%, 20% 计算;
- 10 年、11 年主营业务成本依据主营业务收入与毛利率计算;

● 盈利预测与评级:

- 预计 2010、2011 年公司每股收益为 0.31 元/股、0.55 元/股左右, 对应 PE 分别为 55.3 倍、31.4 倍, 相对于化工新材料上市公司平均估值水平较低 (见表 5), 综合考虑公司行业发展前景及众多新建项目的盈利增长预期, 给予公司“买入”评级。

● 短期目标价格: 22~25 元左右

● 长期目标价格: 25~30 元左右

表 5: 相关化工新材料上市公司估值对比

代码	简称	PE2010E	PE2011E
300073.SZ	当升科技	81.71	43.86
300037.SZ	新宙邦	51.39	38.86
000839.SZ	中信国安	92.38	70.14
002407.SZ	多氟多	110.88	70.78
平均值		84.09	55.91

资料来源: wind, 渤海证券研究所

7. 投资风险

- 金辉高科、纬达光电二期项目不能按计划进行的风险
- 动力电池隔膜技术长期不能突破的风险

表 6：盈利预测表

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	利润表（百万元）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	475	483	855	1076	1846	营业收入	4303	3699	4277	5382	9231
应收票据	127	159	187	236	405	营业成本	4106	3278	3376	3958	5296
应收账款	383	319	368	463	795	营业税金及附加	6	7	154	194	332
预付款项	219	228	230	232	234	销售费用	72	69	80	100	172
其他应收款	31	23	26	33	57	管理费用	173	215	248	312	536
存货	391	525	462	542	726	财务费用	150	122	83	78	50
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	41	17	33	33	33
长期股权投资	443	483	967	1450	1934	投资收益	45	62	142	170	204
固定资产	1764	1723	1542	1369	1203	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	113	12	21	31	40	营业利润	-200	53	586	1047	3221
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	4	6	12	6	6
无形资产	233	225	215	204	193	税前利润	-196	59	598	1053	3227
长期待摊费用	1	3	3	2	2	减：所得税	-2	21	90	158	807
资产总计	4195	4189	4880	5643	7440	净利润	-194	38	509	895	2420
短期借款	1579	1503	1594	1344	521	归属于母公司的净利润	-196	6	191	337	1323
应付票据	187	249	256	300	402	少数股东损益	1	31	317	558	1097
应付账款	487	588	437	562	748	基本每股收益	-0.32	0.01	0.31	0.55	2.16
预收款项	91	55	14	-38	-128	稀释每股收益	-0.32	0.01	0.31	0.55	2.16
应付职工薪酬	14	30	30	30	30	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
应交税费	4	8	300	300	300	成长性					
其他应付款	96	101	101	101	101	营收增长率	-7.3%	-14.0%	15.6%	25.9%	71.5%
其他流动负债	0	0	0	1	3	EBIT 增长率	-140.8%	-340.4%	222.0%	95.3%	254.0%
长期借款	171	133	133	133	133	净利润增长率	-1726.9%	-103.2%	2947.0%	76.0%	292.6%
负债合计	2810	2774	2956	2824	2201	盈利性					
股东权益合计	1385	1415	1924	2819	5240	销售毛利率	4.6%	11.4%	21.1%	26.5%	42.6%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	销售净利率	-4.5%	0.2%	4.5%	6.3%	14.3%
净利润	-194	38	509	895	2420	ROE	-14.1%	0.4%	10.0%	12.0%	25.3%
折旧与摊销	175	169	218	220	222	ROIC	-1.62%	2.65%	9.52%	15.86%	36.31%
经营活动现金流	131	315	740	908	1977	估值倍数					
投资活动现金流	-7	6	-377	-358	-334	PE	-54.2	1686.4	55.3	31.4	8.0
融资活动现金流	-103	-266	8	-329	-873	P/S	2.5	2.9	2.5	2.0	1.1
现金净变动	21	55	372	221	770	P/B	7.65	7.49	5.51	3.76	2.02
期初现金余额	472	475	483	855	1076	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	493	531	855	1076	1846	EV/EBITDA	101.0	40.4	19.0	11.8	3.8

资料来源：渤海证券研究所

分析师覆盖的股票范围**任宪功：煤炭行业分析师**

重点覆盖上市公司：昊华能源、露天煤业、平庄能源、中煤能源、冀中能源、中国神华、开滦股份、大同煤业

康凯：化工行业分析师

重点覆盖上市公司：三聚环保（买入）、中国石油（中性）、中国石化（中性）、中海油服（中性）、沧州明珠（中性）、沧州大化（中性）、中信国安（暂不评级）、佛塑股份（买入）

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2：本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋	022-28451131	谢晓冬	022-28451849
	13512060965		13820872805
loyalbright@yahoo.com.cn		actionfish@live.cn	
huangfeng@bhq.com		xiexd@bhq.com	

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

中国北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn