

久联发展(002037.sz)

民爆中的成长股，并购预期强烈

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

王剑雨 联系人
 电话: 020-87555888-635
 Email: wjy3@gf.com.cn

投资亮点

- 亮点一: 下游需求爆发增长;
- 亮点二: 工程在手订单饱满, 期待实现异地拓展;
- 亮点三: 炸药业务技改逐步完成, 产量有望大幅增长;
- 亮点四: 并购整合将是民爆行业“十二五”主旋律, 公司并购预期强烈。

盈利预测

再次上调公司 2010—2012 年 EPS 分别至 0.69 元、1.05 元和 1.30 元, 三年复合增长率达 46%。假设增发完成后股本为 2.1 亿股, 按照发行后股本计, 公司 2010—2012 年 EPS 分别为 0.57 元、0.86 元和 1.07 元。

投资建议

从二级市场投资角度看, 久联发展是一个既具有业绩支撑, 也具有足够的股价催化剂和想象空间的投资标的。业绩支撑来自于需求向好、炸药产销量、工程业务爆发性增长; 股价催化剂来自于持续不断的大订单公告, 以及顺应趋势的横向并购。

随着市场对公司工程业务的认识逐步加深, 以及工程业务持续地签订订单, 我们认为公司的估值将稳步提升。不考虑并购等不可测因素, 30 元将是一年左右的合理价格水平。

风险提示

- 1、硝酸铵价格剧烈上涨压缩盈利空间;
- 2、爆破工程业务异地拓展受阻。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	859.89	1,165.54	1558.39	2223.22	2735.68
增长率(%)	31.22%	35.54%	33.71%	42.66%	23.05%
EBITDA(百万元)	122.22	186.32	310.61	455.36	555.32
净利润(百万元)	37.81	75.77	120.15	181.48	224.53
增长率(%)	0.77%	100.37%	58.6%	51.0%	23.7%
每股收益(元)	0.313	0.569	0.69	1.05	1.30
市盈率	27.33	32.46	30.66	20.30	16.41
市净率	2.18	4.52	5.39	4.26	3.38
EV/EBITDA	8.75	14.04	11.35	7.32	5.46

数据来源: 贵州久联民爆器材发展股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级



当前价格(元)	23.51
目标价格(元)	30.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	10.48%	30.76%	65.90%
沪深 300	-0.85%	6.56%	-12.51%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)
 173.03/173.03

主要股东:

贵州久联企业集团有限责任公司
 主要股东持股比例 35.78%

财务比率

ROE	13.91%
ROA	14.30%
资产负债率	48.09%
每股净资产(元)	4.09

2009 年报数据

目 录

投资亮点	3
一、贵州基建加速，未来五年下游需求爆发增长.....	3
(一)十二五期间贵州高速公路、铁路将超常规建设	3
(二)贵州已成为中国南方首个亿吨级国家煤炭基地	4
二、爆破工程在手订单饱满，期待实现异地拓展.....	4
(一)爆破工程在手订单饱满	4
(二)新联爆破优势显著	5
(三)爆破业务发展空间广阔	5
(四)期待爆破业务实现异地拓展	6
三、炸药业务技改逐步完成，产量大幅增长	6
(一)炸药生产线技改进入阶段性尾声	6
(二)省内炸药供不应求，2011 年公司炸药产销量有望大幅增长	6
(三)硝酸铵价格上涨空间较小，炸药盈利能力较有保障	7
四、并购整合将是民爆行业“十二五”主旋律，公司并购预期强烈.....	8
(一)十一五期间，产业集中度显著提高	8
(二)十二五期间，并购整合将仍然是行业主旋律	8
(三)时不我待，行业竞争主要体现在对并购标的的争夺	8
(四)公司并购预期强烈	9
五、盈利预测与投资建议	9
六、风险提示	9

图表目录

图 1 久联发展在贵州地区产品去向	3
图 2 民爆产品成本结构	7
图 3 硝酸铵价格走势（太化出厂价，元/吨）	7
图 4 无烟煤价格走势（洗小，阳泉，元/吨）	8
图 5 国产尿素价格走势（≥46%，元/吨）	8
表 1 已公告在手订单统计	5
表 2 盈利预测假设	9

投资亮点

- 亮点一：下游需求爆发增长；
- 亮点二：工程在手订单饱满，期待实现异地拓展；
- 亮点三：炸药业务技改逐步完成，产量有望大幅增长；
- 亮点四：并购整合将是民爆行业“十二五”主旋律，公司并购预期强烈。

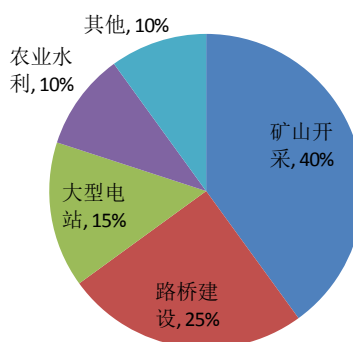
从二级市场投资角度看，久联发展是一个既具有业绩支撑，也具有足够的股价催化剂和想象空间的投资标的。业绩支撑来自于需求向好、炸药产销放量、工程业务爆发性增长；股价催化剂来自于持续不断的大订单公告，以及顺应趋势的横向并购。

随着市场对公司工程业务的认识逐步加深，以及工程业务持续地签订订单，我们认为公司的估值将稳步提升。不考虑并购等不可测因素，30 元将是一年左右的合理价格水平。

一、贵州基建加速，未来五年下游需求爆发增长

矿山开采和路桥建设为公司产品主要应用领域，二者占到炸药总使用量的 65% 左右。

图 1 久联发展在贵州地区产品去向



数据来源：公司公告

(一) 十二五期间贵州高速公路、铁路将超常规建设

1. 十一五期间，贵州作为西南出海通道枢纽的地位和作用日益显现

十一五期间，贵州省有贵广铁路客运专线、长昆铁路客运专线、渝黔高速铁路等三条高铁开工，创历史之最；高速公路通车里程达到 1507 公里，多于过去 17 年总和。贵州作为西南地区南下出海通道的枢纽地位和作用，将日益显现。

2. 十二五期间，贵州高速公路、铁路将进行超常规建设

高速公路建设方面，贵州将在十二五期间建成高速公路 4500 公里 以上，基本实现县县通高速公路，形成省内四小时交通圈。2020 年，贵州高速公路里程将达到 6000 公里以上；

铁路建设方面，贵州力争到 2015 年，完成铁路建设投资约 3000 亿元，新建铁路里程 3300 公里，其中高速铁路 2200 公里，确保铁路通车总里程超过 5000 公里，初步形成“一个中心、四纵两横”的战略格局。届时，西南交通枢纽贵州将形成贵阳至凯里、安顺、毕节等地半小时，至遵义、都匀等地 1 小时，至成都、重庆、昆明、长沙等地 2 小时，至武汉、广州、西安等地 4 小时，至上海、南宁、郑州等地 6 小时，至北京、兰州等地 8 小时交通圈。

3. 本月 23 日，贵州同时开工建设 7 个重点铁路建设项目

这 7 个铁路项目分别是成都至贵阳铁路客运专线、重庆至贵阳铁路扩能改造、织金至毕节铁路、织金至纳雍铁路、铜仁至玉屏城际铁路、小碧至白云铁路和贵阳北站。7 个项目在贵州境内建设里程约 660 公里，总投资达 830 亿元，计划 2015 年前全部完工。

(二) 贵州已成为中国南方首个亿吨级国家煤炭基地

贵州煤炭储量相当于中国南方 9 省总和。西部大开发 10 年来，在国家“西电东送”等战略工程的带动下，贵州煤炭资源得到加速开发，2010 年贵州原煤产量将达 1.5 亿吨，成为中国南方首个亿吨级煤炭基地。

未来 5 年，贵州将加快建设国家重要能源基地，培育一批年产 3000 万吨以上的大型煤炭企业或，到“十二五”末，贵州煤炭产量有望突破 2.5 亿吨。

二、爆破工程在手订单饱满，期待实现异地拓展

(一) 爆破工程在手订单饱满

我们保守测算，公司工程业务目前在手订单在 23 个亿左右。盈利预测中，我们假设 2010 年结算 4 个亿，2011 年结算 9 个亿，即使假设此后公司不再签订合同，则 2012 年至少也有 10 个亿可供结算。况且，我们认为，新联爆破承揽大型工程的能力极强，具备持续接单能力，2011 年的大订单或将持续带来惊喜！

我们认为，市场担心的 BT 项目结算风险可以忽略。原因是，遵义当地招标方以土地市场评估价值的 50% 作价，进行质押。上述质押的土地均处于遵义新区，是未来市委、市政府及高铁车站所在地，也是遵义未来重点发展的新城区，该地区土地价值大幅跌值的可能性极小。

表1 已公告在手订单统计

项目名称	合同公告日	项目周期	合同金额	结算方式
遵义新蒲新区东联二号路（东城大道至礼仪坝段）道路工程	2009.11.26	540 天	1.78 亿元	按项目进度结算
遵义市新火车站前广场及周边基础设施土石方平场一期工程	2009.11.26	540 天	2.46 亿元	按项目进度结算
遵义市共青大道道路工程	2010.08.13	540 天	5 亿元(含 2.5 亿元 拆迁费用)	BT 模式
遵义新火车站洪水台土石方平场工程	2010.12.07	720 天	6.9 亿元(含 2.1 亿元 征地、拆迁费用)	BT 模式
遵义新火车站新南大道道路工程	2010.12.07	720 天	2.7 亿元	BT 模式
合 计			18.84 亿元	—

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

（二）新联爆破优势显著

新联爆破的优势主要体现在四个方面：

第一，公司拥有一级爆破资质，一级土石方工程资质。目前，全国仅十几家企业拥有建设部、公安部爆破与拆除、土石方双一级资质。公安部爆破分级管理办法颁布实施后，对于爆破公司的资质管理将在目前基础上更趋严格。资质等级高，不光有利于新联爆破承揽省内大型工程，也有利于其拓展省外大型工程业务。

第二，资金优势。以久联发展的资金平台为依托，新联爆破可以快速充实流动资金，提高施工能力。资金实力是大型工程招投标中的关键考核因素之一。

第三，品牌优势。2004 年前后，新联爆破曾是国内爆破工程领域前三甲；2008 年之前的几年，公司因各种问题，错失了一些良好的发展机会，使得公司前进的步伐放缓，行业地位下降。但多年来的积累，仍然使新联爆破在业内拥有较好的品牌优势。

第四，以上市公司为平台，便于异地拓展。以久联发展这一上市公司为平台，新联爆破在异地拓展中更易取得招标方、合作方的信任和认可。

（三）爆破业务发展空间广阔

基于优良的资质、充沛的资金、良好的品牌等优势，新联爆破的工程业务具备广阔的发展空间，主要分为以下几个领域：

第一，遵义地区现有的基建项目。新联爆破的注册地在遵义，之前的主要业务也在遵义，已受到遵义当地招标方的充分认可，在遵义地区继续承揽大型工程，具

有显著优势；目前，公司的所有工程业务也都集中在遵义地区。

第二，贵州省内，遵义以外地区的基建项目。公司在遵义地区的模式已取得成功和认可。那么，在贵州基建爆发增长的背景下，新联爆破作为贵州省内唯一拥有一级爆破资质的施工企业，承接诸如贵阳、安顺、六盘水等兄弟城市的工程业务，优势依然明显。

第三，贵州省外的基建项目。由于具有贵州省内的大型工程成功施工经验、资质、资金、品牌等优势，我们认为公司承接省外大型基建项目的优势同样明显。

第四，矿山开采的“第三方爆破”。“第三方爆破”在国外的矿山开采中为常见模式，即采矿企业将“爆破、挖运”等环节外包给专业的爆破公司，实现分工的细化。目前，国内的神华集团等大型采矿企业已开始尝试该模式。

(四) 期待爆破业务实现异地拓展

目前的爆破业务全部集中在遵义地区，使得新联爆破的业务风险较为集中，且该项业务的长期成长性受到约束。公司也意识到该问题，应该会积极地拓展遵义地区以外的项目。我们认为，公司极有可能在 2011 年实现异地扩张，公告异地大订单。这将具备两重意义：

一是将对业绩形成实质贡献；

二是标志着公司的潜在市场从遵义扩大到了全国，未来的成长空间数倍放大。

三、炸药业务技改逐步完成，产量大幅增长

(一) 炸药生产线技改进入阶段性尾声

近几年，受制于持续技改，久联发展的产能释放不够充分，预计 2010 年的炸药实际产量在 8.5-9 万吨之间；根据我们的统计，截止到 2010 年底，公司的炸药生产线技改进入了阶段性尾声，公司的炸药实际产能在 12.5 万吨/年左右。换言之，在省内炸药供不应求的背景下，如果公司能顺利取得工信部生产配额，则 2011 年炸药有望大幅增长。我们认为，公司今年炸药产量保守应在 10 万吨以上。

(二) 省内炸药供不应求，2011 年公司炸药产销量有望大幅增长

2009、2010 年两年，国家持续要求民爆生产企业进行技术改造，以完成产品更新，提高生产过程及产品的安全性。久联发展按照要求也陆续进行了技改，较大地影响了生产，抑制了产能释放。

于此同时，受益于四万亿刺激计划，贵州基建加速进行，省内对炸药等民爆产

品的需求旺盛。由于省内无法自给，2009、2010 两年从省外调入了部分炸药，满足本省需求。

在省内炸药供不应求，公司技改逐步完成，实际产能大幅提高的背景下，公司 2011 年的炸药产销量有望大幅增长，我们初步预计增幅在 20%—25% 的区间。

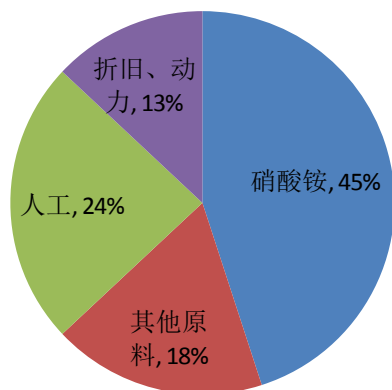
(三) 硝酸铵价格上涨空间较小，炸药盈利能力较有保障

民爆产品的主要原材料硝酸铵占其产品成本的 45% 左右，硝酸铵的价格走势决定公司炸药业务的盈利能力。

硝酸铵与尿素均为合成氨的下游，二者属于竞争产品，因此，价格走势趋同。十月份以后，受益于出口形势好转，国内尿素价格快速地从 1600 元/吨反弹至 2000 元/吨。国家为控制化肥价格上涨传导至农产品从而导致的通胀因素，于 12 月 1 日起紧急实施特别时期关税，对原本出口顺畅的尿素行业征收 110% 的出口关税，严重抑制了出口，尿素价格应声下跌；同时，12 月中旬国家出台了 2011 年尿素关税政策，缩短了淡季出口时间，再次对尿素行业雪上加霜。

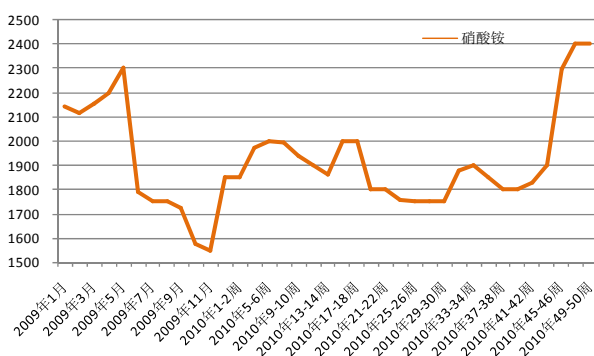
我们认为，在尿素行业产能过剩，以及国家保证农民平稳用肥的大背景下，尿素及硝酸铵价格将缓慢上行，大幅上涨的概率较小。因此，我们认为，未来一到两年，民爆行业的盈利能力将呈现缓慢下行态势，急剧下降的可能性不大。

图 2 民爆产品成本结构



数据来源：广发证券发展研究中心

图 3 硝酸铵价格走势（太化出厂价，元/吨）



数据来源：百川咨询，广发证券发展研究中心

图 4 无烟煤价格走势（洗小，阳泉，元/吨）

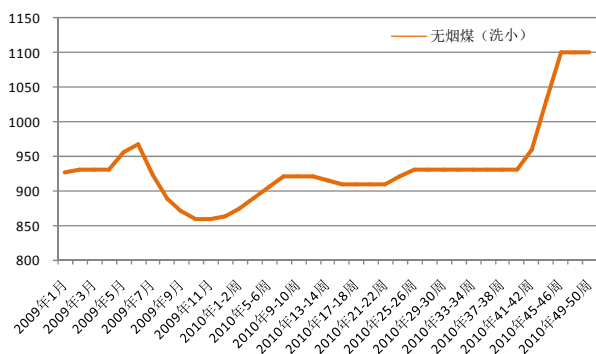
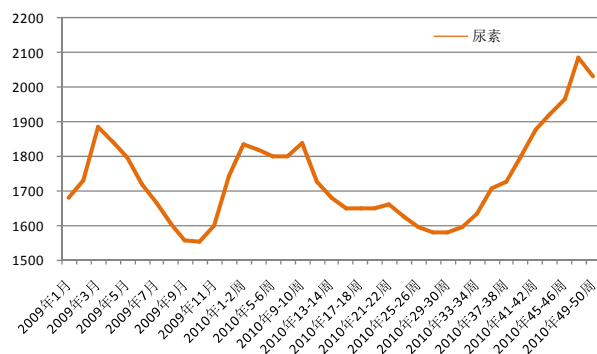


图 5 国产尿素价格走势（≥46%，元/吨）



数据来源：中国煤炭资源网，广发证券发展研究中心

数据来源：化工在线，广发证券发展研究中心

四、并购整合将是民爆行业“十二五”主旋律，公司并购预期强烈

（一）十一五期间，产业集中度显著提高

十一五期间，在产业政策指导下，国家共关闭规模小和不符合安全生产条件的生产企业 100 多家，重组整合生产企业 140 多家，生产企业由 405 家压缩到 146 家，经营企业数量由 1728 家压缩到 500 家以内，产业集中度显著提高。

（二）十二五期间，并购整合将仍然是行业主旋律

11 月 30 日，2011 年全国民爆行业工作会议在广西南宁召开。据我们了解，行业主管部门工信部计划在十二五期间继续推进民爆行业整合，使生产企业的数量由目前的 150 家左右压缩到 50 家以内，并以上市公司为龙头，进行跨区域整合。

我们认为，并购整合将仍然是民爆行业十二五期间的主旋律，这其中孕育着较大的投资机会。

（三）时不我待，行业竞争主要体现在对并购标的的争夺

从企业层面看，各家上市公司均希望通过横向并购实现增长；从行业层面来看，国家政策推动的企业并购将再次加速。那么，目前具备跨省并购意愿和条件的各家上市公司，以及实力较强的未上市公司，均希望拔得头筹，争取到好的标的。

因此，在当前，具备区域垄断性质的民爆行业的竞争，就主要体现在对好的并购标的的争夺上。对各家企业而言，并购具有强烈的紧迫性，时不我待！

(四) 公司并购预期强烈

2008 年之前的几年，公司因战略选择问题，错失了一些良好的发展机会，使得公司的行业地位，从曾经的前三甲，滑落至目前的五名开外。

2008 年底，公司新的管理层上任后，重新明确了通过上下游一体化及横向并购，快速壮大企业，重回行业前列的发展战略及目标。在当前紧迫的行业并购形式面前，公司也将积极行动，争取在并购上有所斩获。

因此，我们认为，公司具备强烈的并购预期！

五、盈利预测与投资建议

盈利预测主要假设如下：

表 2 盈利预测假设

	2010 年		2011 年		2012 年	
产品种类	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
炸药（吨）	1,000.84	35.3%	1,150.97	32.6%	1,438.71	30.7%
管类（万发）	167.84	26.0%	193.01	25.0%	221.96	24.0%
索类（万米）	51.12	38.0%	58.78	36.0%	67.60	33.0%
震源药柱	13.42	42.0%	14.76	40.0%	16.24	38.0%
工程爆破服务	320.00	32.0%	800.00	32.0%	1100.00	32.0%

数据来源：广发证券发展研究中心

再次上调公司 2010—2012 年 EPS 分别至 0.69 元、1.05 元和 1.30 元，三年复合增长率达 43.6%。假设公司此次发行 3,700 万股，募集资金 65,305 万元，则新增股本 3700 万股，发行后股本为 2.1 亿股。按照发行后股本计，公司 2010—2012 年 EPS 分别为 0.57 元、0.86 元和 1.07 元。

考虑到公司的业绩确定性强，成长性高，并购预期强烈等因素，给予公司 2011 年摊薄后 EPS30 倍市盈率，一年内目标价 30 元，给予“买入”评级。

六、风险提示

- 1、硝酸铵价格剧烈上涨压缩盈利空间；
- 2、爆破工程业务异地拓展受阻。

资产负债表

单位：百万元

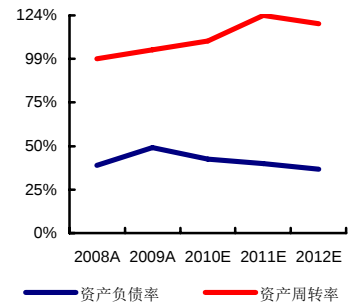
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	468	735	888	1,277	1,734
货币资金	210	276	464	654	958
应收及预付	182	381	320	471	588
存货	74	76	104	151	189
其他流动资产	3	2	0	0	0
非流动资产	468	561	662	754	822
长期股权投资	7	7	7	7	7
固定资产	255	356	388	435	465
在建工程	80	38	88	108	128
无形资产	125	155	179	204	221
其他长期资产	3	4	0	0	0
资产总计	937	1,296	1,550	2,031	2,556
流动负债	357	615	661	816	939
短期借款	144	305	305	305	305
应付及预收	213	311	356	512	634
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	5	8	1	1	1
长期借款	0	1	1	1	1
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5	8	0	0	0
负债合计	361	623	661	817	939
股本	121	133	173	173	173
资本公积	224	212	212	212	212
留存收益	128	178	298	479	704
归属母公司股东权益	473	523	683	865	1,089
少数股东权益	102	128	224	368	546
负债和股东权益	937	1,275	1,568	2,049	2,574

利润表

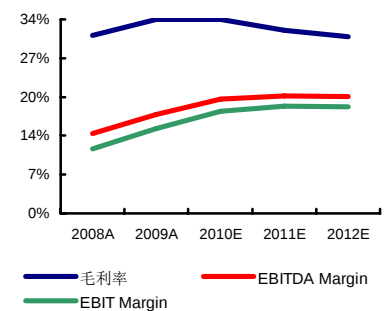
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	860	1166	1558.39	2223.22	2735.68
营业成本	593	772	1032	1513	1893
营业税金及附加	8	11	15	22	27
销售费用	39	52	70	99	122
管理费用	124	158	165	174	185
财务费用	8	10	2	-2	-9
资产减值损失	5	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	2	2	2	2
营业利润	86	155	277	420	520
营业外收入	8	8			
营业外支出	2	13			
利润总额	91	150	280	423	523
所得税	21	35	64	97	120
净利润	71	115	216	326	403
少数股东损益	33	39	95	144	178
归属母公司净利润	38	76	120.15	181.48	224.53
EBITDA	119	201	310.61	455.36	555.32
EPS (元)	0.31	0.57	0.69	1.05	1.30

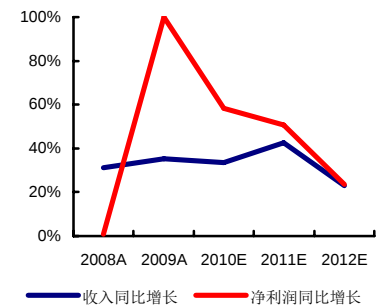
资产负债率趋势



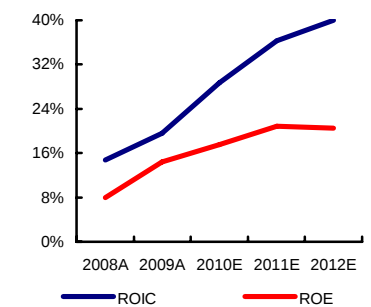
经营利润率趋势



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

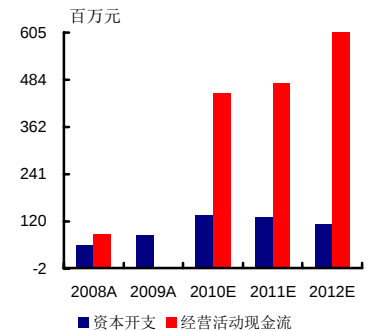
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	85	-2	353	332	427
净利润	71	115	216	326	403
折旧摊销	23	29	34	40	46
营运资金变动	-20	-171	90	-43	-32
其它	11	26	14	10	10
投资活动现金流	-59	-82	-134	-127	-109
资本支出	-58	-84	-136	-129	-111
投资变动	5	1	2	2	2
其他	-6	0	0	0	0
筹资活动现金流	10	151	-31	-15	-15
银行借款	152	410	0	0	0
债券融资	-118	-239	-7	0	0
股权融资	11	28	0	0	0
其他	-35	-48	-24	-15	-15
现金净增加额	36	66	188	190	303
期初现金余额	174	210	276	464	654
期末现金余额	210	276	464	654	958

主要财务比率

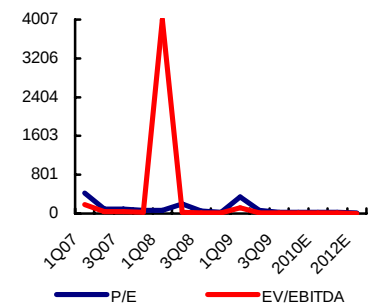
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	31.2%	35.5%	33.7%	42.7%	23.1%
营业利润	20.8%	80.0%	78.3%	51.6%	23.9%
归属于母公司净利润	0.8%	100.4%	58.6%	51.0%	23.7%
获利能力					
毛利率	31.0%	33.8%	33.8%	32.0%	30.8%
净利率	8.2%	9.9%	13.8%	14.6%	14.7%
ROE	8.0%	14.5%	17.6%	21.0%	20.6%
ROIC	14.8%	19.7%	28.8%	36.5%	40.2%
偿债能力					
资产负债率	38.6%	48.9%	42.2%	39.9%	36.5%
净负债比率	-11.5%	4.4%	-17.5%	-28.4%	-39.9%
流动比率	1.31	1.20	1.34	1.56	1.85
速动比率	1.01	1.03	1.12	1.30	1.57
营运能力					
总资产周转率	0.99	1.04	1.10	1.24	1.19
应收账款周转率	8.62	10.58	10.58	10.58	10.58
存货周转率	9.49	10.32	10.00	10.04	10.01
每股指标 (元)					
每股收益	0.31	0.57	0.69	1.05	1.30
每股经营现金流	0.70	-0.01	2.04	1.92	2.47
每股净资产	3.91	3.93	3.95	5.00	6.30
估值比率					
P/E	27.3	32.5	30.66	20.30	16.41
P/B	2.2	4.7	5.39	4.26	3.38
EV/EBITDA	8.1	12.4	11.35	7.32	5.46

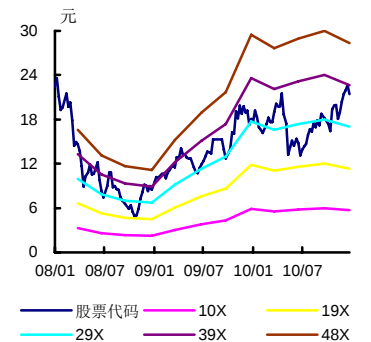
资本支出与经营活动现金流



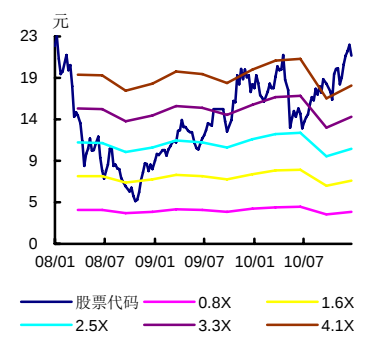
相对估值



PE BAND



PB BAND



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。联系方式：wjy3@gf.com.cn，020-87555888-635。

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。联系方式：cy25@gf.com.cn，020-87555888-833。

相关研究报告

久联发展_公告点评	王剑雨	2010-12-08
久联发展(002037.sz)_季报点评	王剑雨	2010-10-26
久联发展(002037.sz)_公告点评	王剑雨	2010-10-26

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。