

江西水泥（000789）

买入/首次评级

股价：RMB10.74

分析师

周煥

SAC 执业证书编号:S1000510120036

(0755)8249 2072

zhouhuan@mail.htlsc.com.cn

联系人

鲍雁辛

(0755)8249 2810

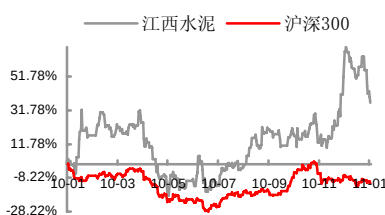
baoyx@mail.htlsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本（百万股）	396
流通 A 股（百万股）	396
流通 B 股（百万股）	0
可转债（百万元）	
流通 A 股市值（百万元）	5,083

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

区域景气稳步上行，受益涨价业绩大幅改善

- 江西 2010 年固定资产投资增速预计超过 31%，大幅高于全国平均，我们判断，“十二五”期间江西省城镇化建设趋势仍将维持，固定资产投资同比增速有望持续高位运行，令水泥需求有保障。2011—12 年受益于灾后重建及建材下乡的拉动，我们判断，江西省水泥产量增速或可达到 10%以上。
- 根据公开信息，截至 2010 年底，江西省水泥产能合计约 7500 万吨。2011 年中期预计有 2 条熟料生产线投产，2012 年可能会有 1 条投产。而落后立窑产能还有 800 万吨（2010 年淘汰任务已顺利完成）将于 2012 年底前淘汰完毕。据此我们推算，2011—12 年，江西省水泥总体边际供给负增长，我们对江西省水泥市场的供求格局持乐观态度，大概率将景气上行。
- 由于 2010 年新投产的生产线将集中在 2011 年上半年集中释放产能，叠加了 1 季度需求淡季，令春节前后水泥市场价格将面临“压力测试”。但是我们认为，水泥价格的回落幅度或仍将小于往年，主要原因在于大企业整合下的集中度提高，目前四大企业市场占有率合计近 70%，协同效应将愈发显现，在供需基本平衡的格局下，以往的淡季竞相杀价的格局难以重现。
- 我们的研究显示，公司业绩弹性大，2011—12 年公司业绩可能大幅改善，源自三个方面：一是公司市场集中在江西，而江西价格提升幅度较大，且或维持相对高位运行；二是无烟煤改造及吨煤耗降低可有效缩减生产成本；三是公司三项费用率有望稳步降低。
- 假设 2011 年公司出厂均价在 285 元/吨（不含税），吨毛利约 76 元，2012 年出厂均价 295 元/吨（不含税），吨毛利约 80 元，并考虑到公司出让闪亮制药股权和搬迁补偿可于 2011 年确认，初步测算 2010—12 年业绩为 0.42、0.95、1.20 元，目前公司股价对应 2011—12 年 PE 为 11.30、8.95 倍。我们认为公司合理估值为 2011 年 15—16 倍 PE，对应合理股价为 14.25—15.20 元，首次给予“买入”评级。受地理位置等因素制约，公司水泥主业虽成长空间有限，但业绩对水泥价格敏感性较强，而 2011 年需求稳定且集中度提高下的企业协同可能令江西水泥市场价格回落幅度小于我们的假设，公司业绩存在超预期可能。

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2865.5	4174.0	5145.0	5473.5
(+/-%)	49.3%	45.6%	23.3%	6.4%
归属母公司净利润(百万元)	66.1	165.8	376.5	474.3
(+/-%)	34.9%	150.9%	127.1%	26.0%
EPS(元)	0.17	0.42	0.95	1.20
P/E(倍)	64.10	25.57	11.30	8.95

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

目 录

公司产能全部位于江西境内，市场集中在省内	4
江西省水泥供求格局趋于改善，景气向上	5
2011—15 年江西省固投仍将维持高增速，水泥需求有保障	6
2011—12 年江西省边际水泥供给或将呈现负增长	8
2011 年一季度价格或面临“压力测试”，但回落空间有限	8
2011-12 年公司业绩或大幅改善	9
价格高位运行	9
无烟煤改造降低成本	10
三项费用率有望稳步降低	11
收购少数股东权益，向产业链下游混凝土拓展	11
盈利预测及评级	12
风险提示	12

图表目录

图 1:	公司生产线布局在赣东北、赣南	4
图 2:	除中部南昌—鹰潭外，江西石灰石资源较为丰富	4
图 3:	公司产品主要在江西省内销售	5
图 4:	公司实际控制人为江西建材集团	5
图 5:	江西东、西、南部三面环山，中部丘陵起伏的盆地地形	6
图 6:	人均地区生产总值年度统计（元）	6
图 7:	“十一五”江西城镇人口比重提速上升	7
图 8:	“十一五”江西工业增加值增速领先华东	7
图 9:	城镇固定资产投资完成额同比增速	7
图 10:	江西 VS 全国水泥产量增速对比	8
图 11:	截至 2010 年底，江西人均累计水泥产量仍较低	8
图 12:	华东地区水泥市场价格	9
图 13:	华东地区主要城市 P.O42.5 散装水泥吨毛利	10
图 14:	自 06 年扭亏以来，公司三项费用比率不断降低	11
表格 1:	公司熟料产能布局明细	4
表格 2:	江西省水泥生产线 2010-12 年投产情况	8
表格 3:	江西省水泥市场 CR5 达到 72%	9
表格 4:	水泥销售预测假设	11
表格 5:	2011 年公司 EPS 对水泥价格及煤炭成本模拟运算表	12
表格 6:	江西省水泥生产成本下降值对无烟煤比重及吨煤耗降低模拟运算表	10

公司产能全部位于江西境内，市场集中在省内

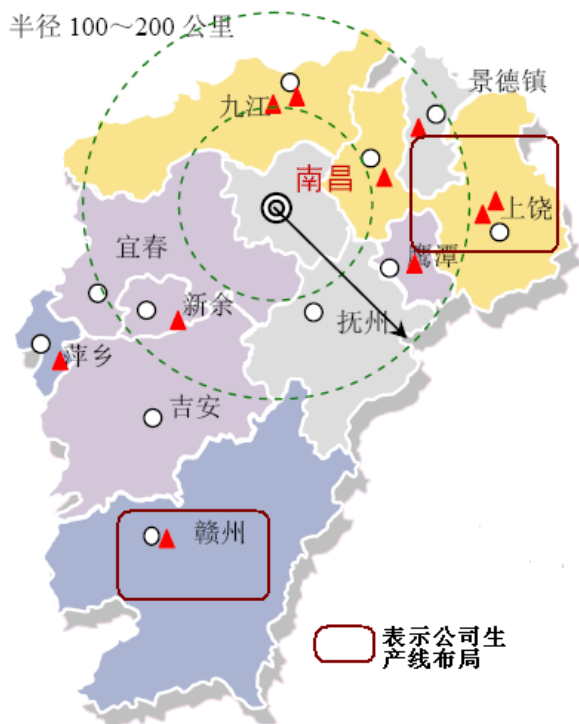
公司拥有玉山、万年、瑞金、赣州、乐平五大熟料基地，全部位于省内。截至 2010 年底，水泥总产能约 1650 万吨，权益产能约 1000 万吨。2010 年 2 月和 10 月公司万年和瑞金基地各投产 1 条 5000 吨/日熟料生产线，目前无在建熟料生产线。

表格 1：公司熟料产能布局明细

生产基地	地址	权益比例	生产线（吨/日）	水泥产能	权益产能	备注
万年厂	万年	100%	2×2500	220	220	2010 年 10 月投产
			3000	130	130	
			5000	220	220	
玉山公司	玉山	40%	2×2500	220	88	
			5000	220	101.2	
瑞金公司	瑞金	46%	5000	220	101.2	2010 年 2 月投产
			5000	220	101.2	
国兴公司	赣州	40%	1500	65	26	
			2500	110	44	
锦溪水泥	乐平	25%	2500	110	27.5	
			3000	130	32.5	
合计				1645	990.4	

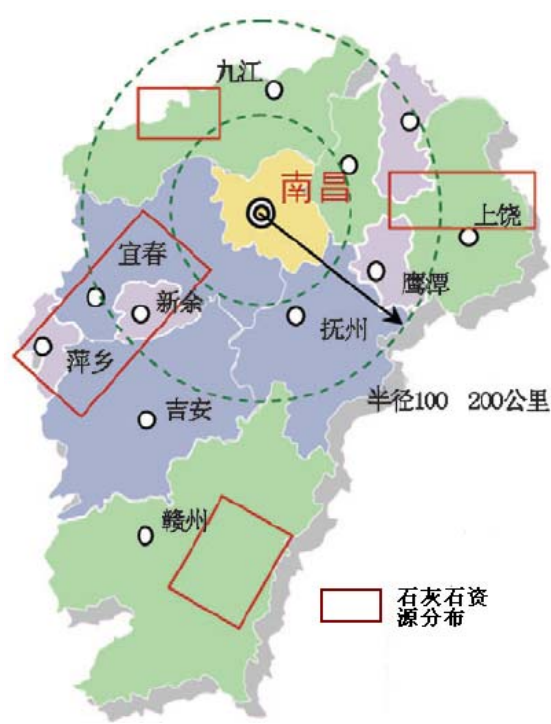
资料来源：公司资料、华泰联合证券研究所

图 1： 公司生产线布局在赣东北、赣南



资料来源：数字水泥网、华泰联合证券研究所

图 2： 除中部南昌—鹰潭外，江西石灰石资源较为丰富



资料来源：数字水泥网、华泰联合证券研究所

如上图 2 所示，公司万年、玉山和乐平熟料基地位于赣东北上饶附近，瑞金和赣州熟料基地位于赣南。公司产品主要在省内销售，“万年青”品牌在局部市场占有率可达 60%以上。

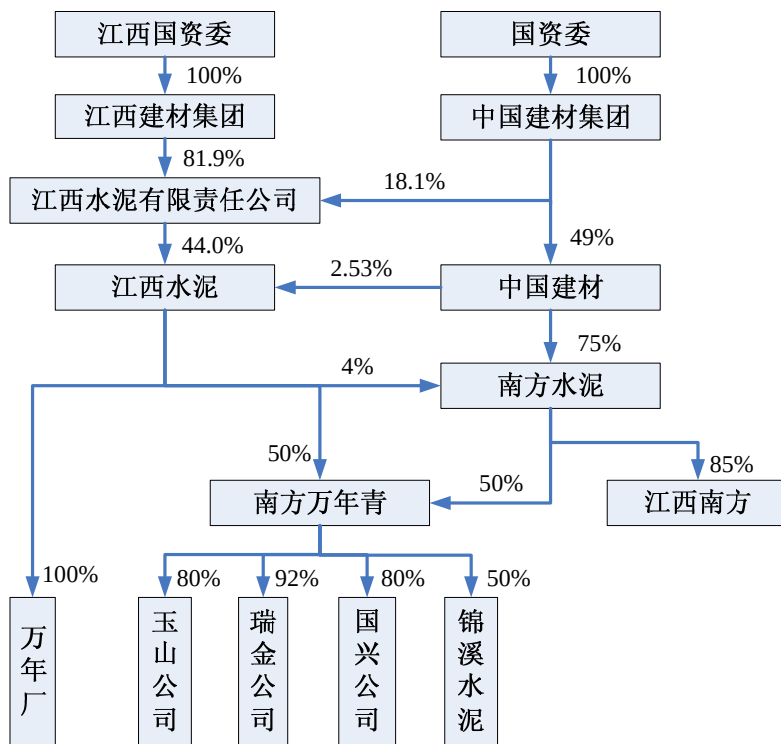
图 3： 公司产品主要在江西省内销售



资料来源：华泰联合证券研究所

公司实际控制人为江西建材集团，截至 2011 年 1 月 4 日，权益比例为 36.0%。

图 4： 公司实际控制人为江西建材集团

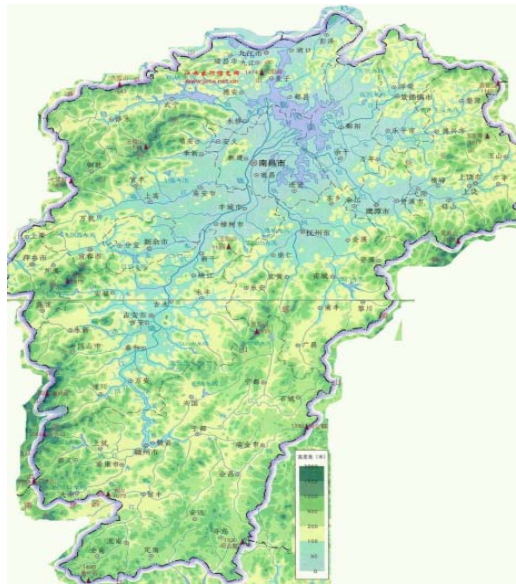


资料来源：华泰联合证券研究所

江西省水泥供求格局趋于改善，景气向上

江西东邻浙江、福建，南连广东，西靠湖南，北毗湖北、安徽而共接长江，然而如下图 5 所示，江西境内除北部较为平坦外，东西南部三面环山，中部丘陵起伏，全省成为一个整体向鄱阳湖倾斜而往北开口的巨大盆地。

图 5： 江西东、西、南部三面环山，中部丘陵起伏的盆地地形



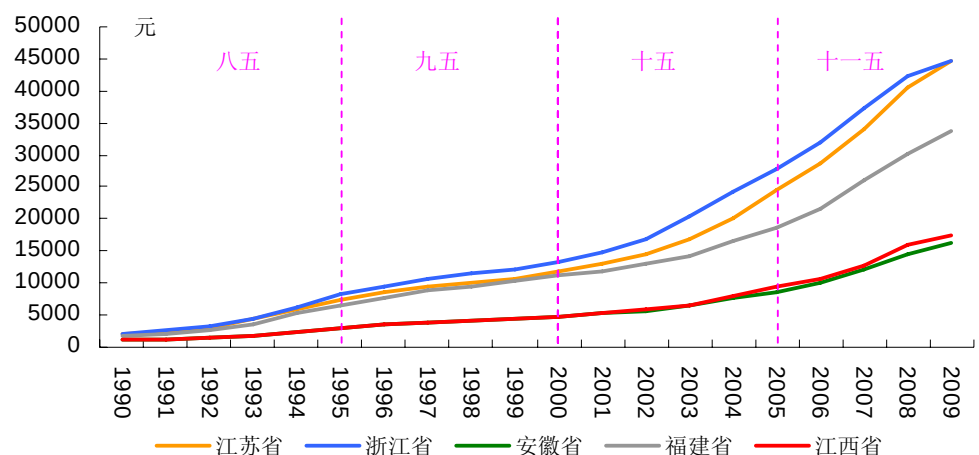
资料来源：华泰联合证券研究所

如上图 1、2 及图 5 所示，由于原料石灰石分布及运输条件等原因，省内水泥企业多布局在边界的交通枢纽附近，我们认为这有利于形成对本省市场的有效保护，外加地理屏障，造成了江西省水泥易出难进、输入输出基本平衡的半封闭市场格局。因此，在目前华东各省水泥产能均有过剩的情况下，研判江西水泥市场的景气程度，可主要集中在省内的供求关系上。

2011-15 年江西省固投仍将维持高增速，水泥需求有保障

作为长江三角洲、珠江三角洲和海峡西岸经济区的腹地，“十一五”之前江西经济发展缓慢，我们选取人均 GDP 指标进行衡量，江西与华东地区其他省份逐渐形成较大落差。

图 6： 人均地区生产总值年度统计（元）

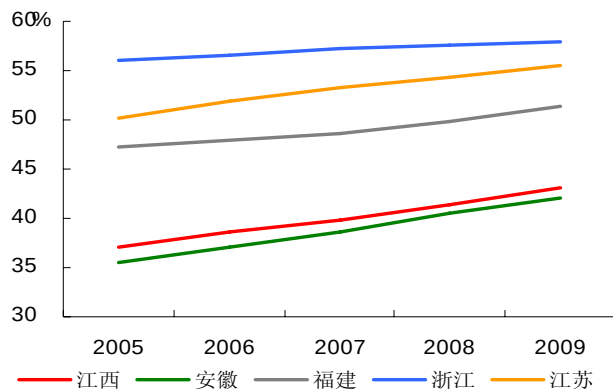


资料来源：国家统计局、华泰联合证券研究所

但我们同时观察到，受益与国家“中部崛起”的发展规划，江西从农业大省逐渐向工业强省转变，并且作为承接东部沿海产业转移的省份，由于基础设施配套较为薄弱，“十一五”期间城镇化建设实现加速发展。

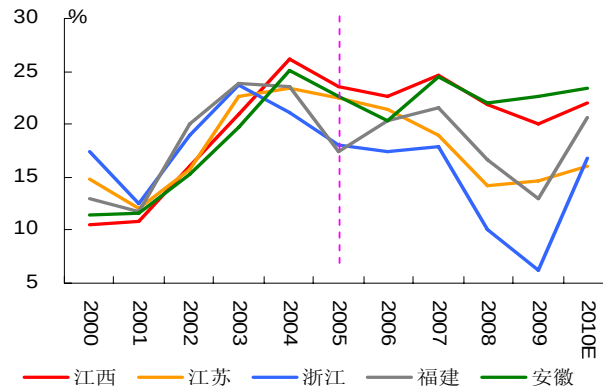
按照城镇化发展理论，工业化和人口流动是我国现阶段城市化进程的重要推动力，我们采用城镇人口比重和工业增加值累计同比增速两个指标作进行考量，可以看出：09-10年江西两项指标增速领先与华东其他省份，并且趋势向上，而目前江西城镇化率仍远低于华东地区的其他省份（如图7所示，城镇人口比重可作为城镇化率的衡量指标），由此，我们判断，“十二五”期间江西省城镇化建设趋势仍将维持。我们认为，2011-15年，江西固定资产投资同比增速有望持续高位运行，使得水泥需求有保障。

图7：“十一五”江西城镇人口比重提速上升



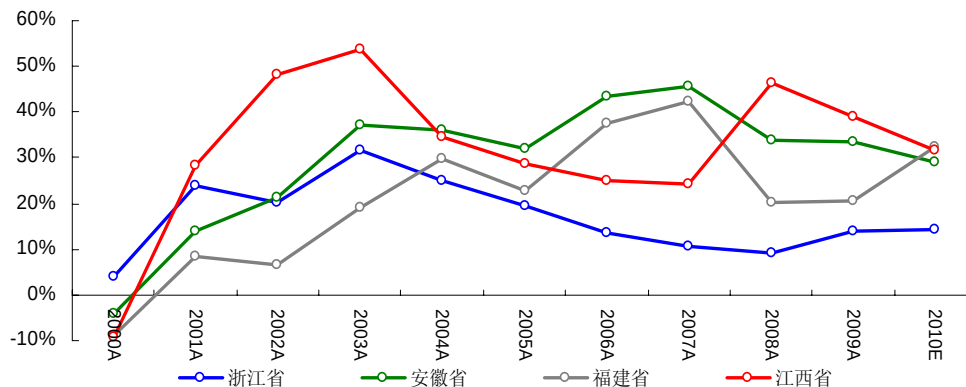
资料来源：国家统计局、华泰联合证券研究所

图8：“十一五”江西工业增加值增速领先华东



资料来源：国家统计局、华泰联合证券研究所

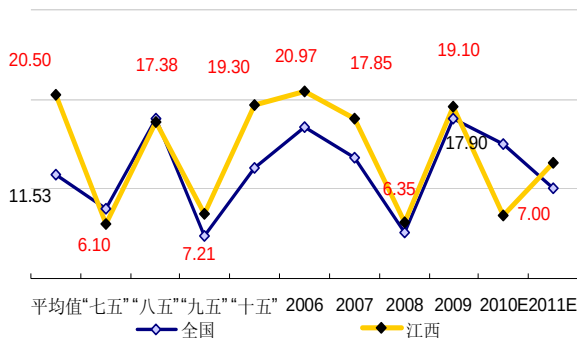
图9：城镇固定资产投资完成额同比增速



资料来源：国家统计局、华泰联合证券研究所

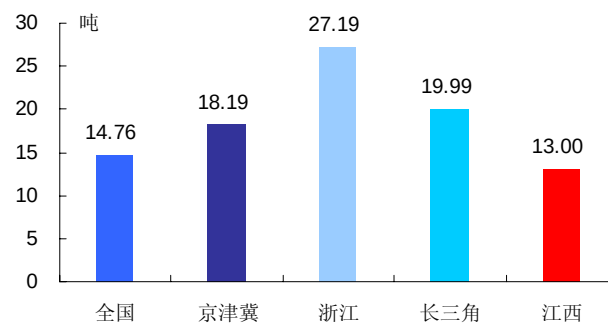
2009年9月，国务院通过《促进中部地区崛起规划》，涉及山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南六省。2009年12月12日，国务院正式批复了《鄱阳湖生态经济区规划》，成为新中国成立以来江西第一个上升为国家战略的区域规划，或将成为江西实现跨越式发展的机遇。

图 10: 江西 VS 全国水泥产量增速对比



资料来源: 国家统计局、数字水泥网、华泰联合证券研究所

图 11: 截至 2010 年底, 江西人均累计水泥产量仍较低



资料来源: 国家统计局、数字水泥网、华泰联合证券研究所

据我们了解, 2010 年上半年, 江西持续的雨灾, 令全省三百余个乡镇出现险情, 影响了建筑施工的进度, 表现为商品房新开工面积同比增速大幅低于全国平均水平, 因此 2010 年江西省水泥产量增速低于全国。2011-12 年受益于灾后重建及建材下乡的拉动, 我们判断, 江西省水泥产量增速或可达到 10% 以上。

2011-12 年江西省边际水泥供给或将呈现负增长

根据公开信息, 截至 2010 年底, 江西省水泥产能合计约 7500 万吨。2011 年中期预计有 2 条熟料生产线投产, 2012 年可能会有 1 条生产线投产。而截至 2010 年底落后立窑产能还有 800 万吨 (2010 年淘汰任务已顺利完成), 这部分产能将于 2012 年底前淘汰完毕, 并且我们获悉, 江西省给予每吨十万元的淘汰补贴, 由于补偿力度较大, 有效减少了落后产能的淘汰阻力。

据此我们推算, 2011-12 年, 江西省水泥总体呈现边际供给负增长, 我们对江西省 2011-12 年水泥市场的供求格局持乐观态度, 大概率将景气上行。

表格 2: 江西省水泥生产线 2010-12 年投产情况

生产线	熟料产能 (吨/日)	地点	投产时间
江西玉华集团	3200	吉安	2010 年 9 月
戈阳海螺二期	4500	戈阳	2010 年 9 月
江西瑞昌亚泥四期	5000	瑞昌	2010 年 6 月
江西印台山水泥二期	4800	萍乡	2010 年 1 月
江西水泥万年厂	5000	万年	2010 年 10 月
南方万年青	5000	瑞金	2010 年 2 月
江西南方上高	4500	上高	2011 年中期
江西南方永丰	4500	永丰	2011 年中期
红狮	5000		2012 年

资料来源: 公司资料、数字水泥网、华泰联合证券研究所

2011 年一季度价格或面临“压力测试”, 但回落空间有限

由于 2010 年全省投产的 6 条生产线主要集中在下半年, 我们认为, 该部分生产线产能将在 2011 年上半年集中释放, 加上一季度是传统的需求淡季, 春节前后江西省水泥市场价格将面临“压力测试”。

但是我们认为, 即便考虑到新增产能释放和淡季因素, 江西水泥价格的回落幅度或仍将小于往年, 主要原因在于大企业整合下江西省水泥集中度不断提高, 目前, 前

四大企业市场占有率合计将近 70%，大企业主导的协同效应将愈发显现，在供需基本平衡的格局下，以往的淡季竞相杀价的格局难以重现。

表格 3：江西省水泥市场 CR5 达到 72%

生产商	在江西的产能	占比
南方水泥	2000	26.7%
江西水泥	1600	21.3%
海螺水泥	800	10.7%
亚东水泥	700	9.3%
红狮水泥	300	4.0%
宝华山水泥	200	2.7%
圣塔集团	200	2.7%
江西省水泥总产能	7500	100.0%
CR5		72.0%

资料来源：公司资料、数字水泥、华泰联合证券研究所

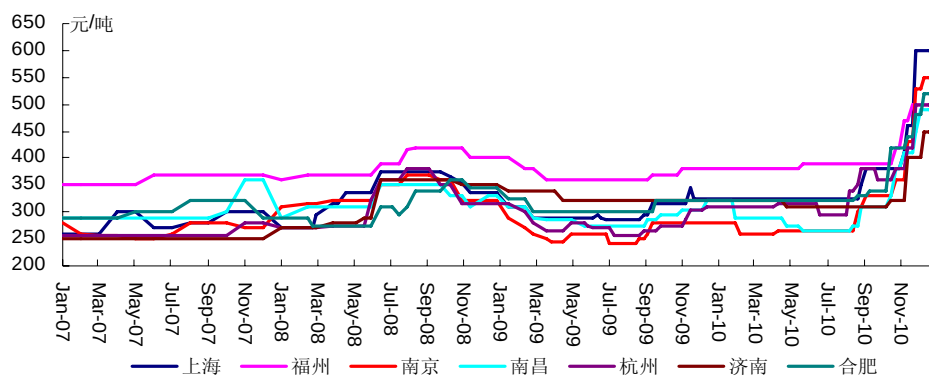
2011-12 年公司业绩或大幅改善

我们的研究显示，公司的业绩弹性较大，2011-12 年吨水泥盈利能力可能大幅改善，主要源自三个方面：一是公司生产线及销售市场集中在江西，而江西市场价格提升幅度较大，且或维持高位运行；二是无烟煤改造及吨煤耗的降低可有效缩减生产成本；三是公司三项费用率有望稳步降低。

价格高位运行

由于公司的产能和市场集中在江西省内，而江西省水泥价格自 2010 年 8 月份的 260—270 元（标号 32.5/42.5）提升至 12 月底的 460—490 元（标号 32.5/42.5），提升幅度超过 200 元/吨，且四季度价格较往年同期高出约 160—170 元/吨。

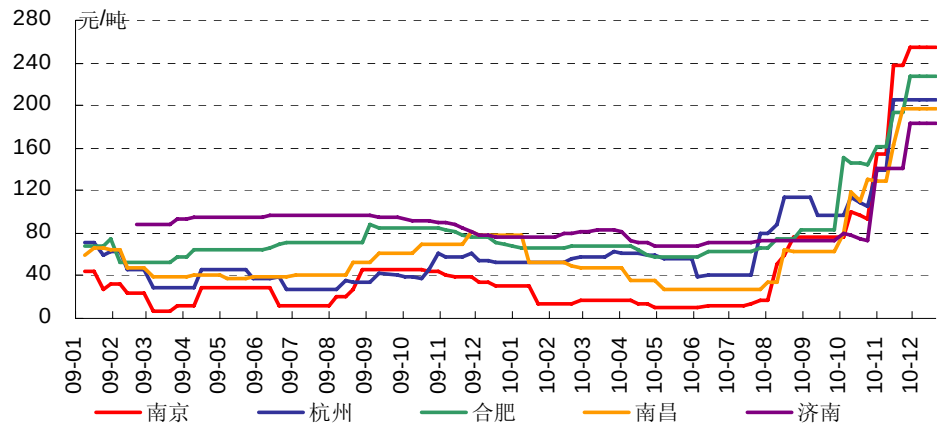
图 12：华东地区水泥市场价格



资料来源：数字水泥网、华泰联合证券研究所

经我们测算，2009 年公司水泥及熟料产品均价 225 元左右，吨毛利约 41 元，吨净利 7 元左右，2010 年四季度价格的大幅上涨令公司 2010 年在前三季度因雨灾而亏损的情况下，全年产品均价提升至 260 元左右，吨毛利提升至 54 元附近，吨净利达到 17—18 元。

图 13: 华东地区主要城市 P.O42.5 散装水泥吨毛利



资料来源: 数字水泥网、煤炭资源网、华泰联合证券研究所

2010 年 12 月份公司出厂价格超过 330 元/吨 (不含税), 吨毛利超过 120 元, 那么结合上文我们对江西水泥市场的研究, 在谨慎假设下, 2011 年南昌水泥市场价格回落 100 元至 380—400 元 (P.O 42.5) 对应出厂价格回落 45 元, 预计 2011 年出厂均价在 285 元/吨, 2012 年出厂均价 295 元, 出厂均价的提升有望带来 2011-12 年吨毛利的大幅改善。

无烟煤改造降低成本

公司目前除赣州线大部分使用本地地产的无烟煤外, 瑞金、万年等基地主要使用山西、山东、福建等地的烟煤, 考虑到运输费用, 吨煤采购成本较本地地产的无烟煤高出 150 元左右。综合计算, 2010 年本地地产无烟煤用量占比约 20-30%。

我们就无烟煤改造的技术环节进行了研究, 具体而言, 需要停窑 20 余天, 改造成本约数百万元。我们判断, 2011 年公司或将利用淡季停窑对部分生产线进行无烟煤改造, 2011 年本地地产无烟煤比例或将提升至 50%左右。

由于操作水平和设备运转率低等因素, 公司吨水泥煤耗较高, 达 160 公斤 (华东地区水泥企业普遍为 120 公斤), 因此, 无烟煤比例的提高将对生产成本下降产生较大贡献, 另外设备运转率的提升亦可大幅降低吨煤耗 (2010 年四季度运转率达到 90%, 接近海螺水泥的水平)。我们按无烟煤比例提升 25%估算, 假设吨煤耗不变, 对应平均每吨水泥生产成本可降低 6 元左右。

表格 5: 江西省水泥生产成本下降值对无烟煤比重及吨煤耗模拟运算表

单位: 元		吨煤耗 (公斤煤/吨水泥)				
无烟煤 比重提 升幅度	6	120	130	140	150	160
	15%	30.7	23.9	17.2	10.4	3.6
	20%	31.6	24.9	18.2	11.5	4.8
	25%	32.5	25.9	19.3	12.6	6.0
	30%	33.4	26.9	20.3	13.8	7.2
	35%	34.3	27.8	21.4	14.9	8.4

资料来源: 公司资料、华泰联合证券研究所

我们根据上文预期的出厂均价，按照 2011 年吨水泥成本降低 6 元而煤炭采购价格上升 90-100 元/吨的谨慎假设下，初步测算 2011-12 年吨水泥毛利有望达到 76 元、80 元，提升幅度较大。

表格 4：水泥销售预测假设

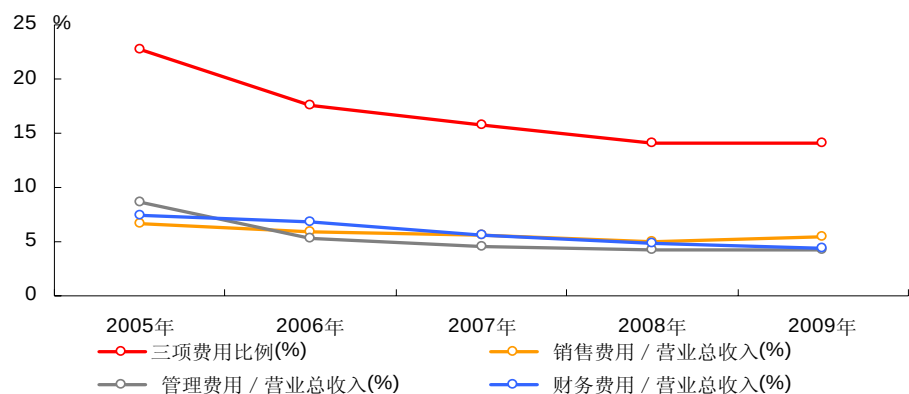
	2008	2009	2010E	2011E	2012E
合计收入（万元）	190496.85	285179.54	416000.00	513000.00	545750.00
销售量（万吨）	758.83	1264.00	1600.00	1800.00	1850.00
单价（元/吨）	251.04	225.62	260.00	285.00	295.00
毛利率	19.41%	18.01%	20.77%	26.67%	27.12%
吨成本	202.32	184.98	206.00	209.00	215.00
合计成本	153528.79	233819.33	329600.00	376200.00	397750.00
吨毛利	48.72	40.63	54.00	76.00	80.00

资料来源：公司资料、华泰联合证券研究所

三项费用率有望稳步降低

公司自 06 年扭亏以来，三项费用比率不断降低，并主要体现为管理费用率和财务费用率的降低。我们认为，一方面源自产能规模的扩大摊低了固定成本，另一方面也体现出公司不断加强对内部控制和营销管理取得了一定效果，我们预计未来稳步下降的趋势或将延续。

图 14：自 06 年扭亏以来，公司三项费用比率不断降低



资料来源：公司资料、华泰联合证券研究所

收购少数股东权益，向产业链下游商品混凝土拓展

2010 年 12 月 17 日公司发布公告称，为了偿还银行贷款、补充公司流动资金，公司拟发行 8 亿元的短期融资券。我们观察到，截至三季度末公司资产负债率 68.96%，流动比率 0.48，速动比率 0.32，我们认为，从长远发展的角度，公司负债率偏高，未来亟需进行股权融资。

同时我们也注意到，公司放弃对南方水泥新增注册资本优先认缴出资权，并表示将集中优势资源发展可控股的生产性投资，我们判断，在停批新建水泥生产线短期内难以放开，而江西省水泥集中度已经较高的背景之下，公司未来或将通过收购少数股东权益，提高权益产能，并向产业链下游的商品混凝土延伸等方式发展。

盈利预测及评级

假设 2011 年公司出厂均价在 285 元/吨（不含税），考虑到煤炭采购成本上升 100 元/吨左右及无烟煤改造带来的成本降低，则吨毛利约 76 元，2012 年出厂均价 295 元/吨（不含税），吨毛利预计约 80 元，并考虑到公司出让闪亮制药股权和搬迁补偿可贡献 4000 万左右净利润可于 2011 年确认，初步测算 2010—2012 年业绩为 0.42、0.95、1.20 元，目前公司股价对应 2011-12 年 PE 为 11.30、8.95 倍，我们认为公司合理估值为 2011 年 15—16 倍 PE，对应合理股价为 14.25—15.20 元，首次给予“买入”评级。受地理位置等因素制约，公司水泥主业虽成长空间有限，但业绩对水泥价格敏感性较强，而 2011 年需求稳定且集中度提高下的企业协同可能令江西水泥市场价格回落幅度小于我们的假设，公司业绩存在超预期可能。

表格 6：2011 年公司 EPS 对水泥价格及煤炭成本模拟运算表

		水泥出厂均价（不含税）					
吨水泥 煤炭成 本	0.95	275.00	280.00	285.00	290.00	295.00	300.00
	200.00	0.95	1.04	1.14	1.23	1.33	1.42
	204.00	0.87	0.96	1.06	1.15	1.24	1.34
	209.00	0.76	0.86	0.95	1.05	1.14	1.24
	214.00	0.66	0.75	0.85	0.94	1.04	1.13
	220.00	0.53	0.63	0.72	0.82	0.91	1.01

资料来源：公司资料、华泰联合证券研究所

风险提示

公司的投资风险主要来自于两点：1）江西省水泥市场出现恶性竞争，带来价格超预期的大幅下跌；2）煤炭价格上涨幅度超过我们预期。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1469	1977	2302	2544	营业收入	2865.5	4174.0	5145.0	5473.5
现金	852	926	1123	1345	营业成本	2345.7	3303.8	3770.4	3986.5
应收账款	43	67	81	85	营业税金及附加	10.3	0.0	0.0	0.0
其他应收款	48	65	71	83	营业费用	156.5	225.4	257.3	273.7
预付账款	68	102	117	121	管理费用	122.7	187.8	210.9	218.9
存货	444	791	885	882	财务费用	123.8	119.5	117.3	76.3
其他流动资产	14	27	24	29	资产减值损失	3.4	3.6	4.9	4.0
非流动资产	4325	4718	4781	4641	公允价值变动收益	0.1	0.0	0.0	0.0
长期投资	186	157	167	170	投资净收益	3.9	9.7	12.0	13.5
固定资产	2840	3450	3609	3491	营业利润	107.1	343.5	796.2	927.7
无形资产	462	537	612	685	营业外收入	78.1	56.0	48.8	15.0
其他非流动资产	836	574	393	295	营业外支出	12.0	8.7	9.0	9.1
资产总计	5793	6695	7083	7185	利润总额	173.3	390.8	836.0	933.6
流动负债	2548	3450	3160	2508	所得税	37.2	67.1	158.5	179.3
短期借款	1252	1957	1284	590	净利润	136.1	323.7	677.5	754.3
应付账款	481	817	952	937	少数股东损益	70.0	157.9	301.0	280.1
其他流动负债	814	676	923	982	归属母公司净利	66.1	165.8	376.5	474.3
非流动负债	1181	858	858	858	EBITDA	456.8	719.8	1221.2	1336.8
长期借款	837	837	837	837	EPS (元)	0.17	0.42	0.95	1.20
其他非流动负债	345	21	21	21					
负债合计	3729	4307	4017	3366	主要财务比率				
少数股东权益	999	1157	1458	1738	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	396	396	396	396	成长能力				
资本公积	589	589	589	589	营业收入	49.3%	45.7%	23.3%	6.4%
留存收益	81	247	623	1098	营业利润	-0.9%	220.6	131.8	16.5%
归属母公司	1066	1231	1608	2082	归属母公司净利	34.9%	150.9	127.1	25.9%
负债和股东	5793	6695	7083	7185	获利能力				
					毛利率(%)	18.1%	20.8%	26.7%	27.2%
					净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%
					ROE(%)	6.2%	13.5%	23.4%	22.8%
					ROIC(%)	5.3%	9.3%	18.9%	21.6%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	64.4%	64.3%	56.7%	46.8%
					净负债比率(%)	58.09	65.74	54.06	44.02%
					流动比率	0.58	0.57	0.73	1.01
					速动比率	0.40	0.34	0.45	0.66
					营运能力				
					总资产周转率	0.59	0.67	0.75	0.77
					应收账款周转率	40	39	35	34
					应付账款周转率	4.92	5.09	4.26	4.22
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊)	0.17	0.42	0.95	1.20
					每股经营现金流	1.28	1.30	3.34	2.97
					每股净资产(最新)	2.69	3.11	4.06	5.26
					估值比率				
					P/E	64.10	25.54	11.25	8.93
					P/B	3.98	3.44	2.63	2.03
					EV/EBITDA	14	9	5	5

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn