

黑猫股份 (002068.SZ)

推荐 维持评级

煤焦油法炭黑的“好日子”到来

分析师：李国洪 电话：(8610) 6656 8876 邮箱：liguohong@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130207091551

1. 事件

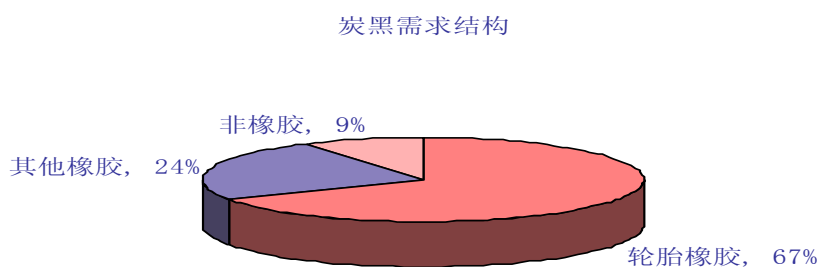
2月15日公告 2010年非公开发行股票发行情况报告暨上市公告书。

2. 我们的分析与判断

(一)、炭黑随着橡胶需求的高增长而快速增长

炭黑行业下游橡胶需求处于快速增长时期，根据中国橡胶工业协会炭黑分会的统计，炭黑约 67%用于生产轮胎橡胶、24%用于生产其他橡胶制品（包括胶管、胶带、胶板、橡胶密封材料和填充材料）、9%用于非橡胶工业。

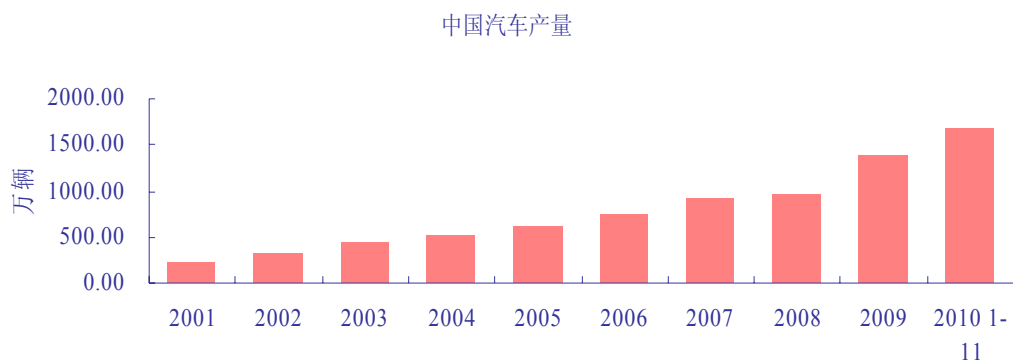
图 1：轮胎橡胶占了炭黑需求的绝大多数



资料来源：中国橡胶工业协会

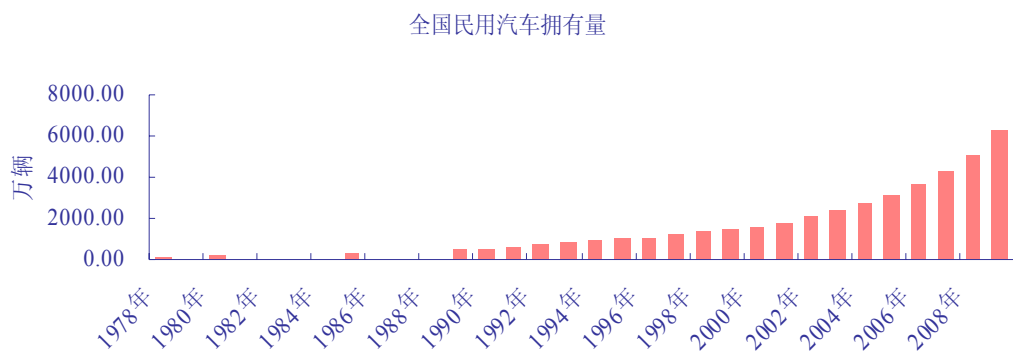
随着我国汽车工业持续、快速、健康的发展,我国橡胶工业随之增长,2001年至2008年我国橡胶助剂年产量平均年增长率为23.65%,2008年受到全球金融危机的影响,增长率为10.00%。国内橡胶下游产业不断快速增长,汽车工业的发展仍是中国橡胶工业发展的主要动力。汽车产业带动了轮胎和橡胶产业的发展,进而带动了炭黑产业的迅猛发展,2009年,中国国产汽车销量为1379万辆,同比增长了48%,随着我国汽车工业和公路交通运输的快速发展,各类轮胎需求亦将快速发展。2008年,轮胎产量为3.5亿条,同比增长6.0%,其中子午线轮胎产量为2.63亿条,同比增长14.3%,子午化率达到75%。预计2010年轮胎产量增幅在10%左右,子午线轮胎产量增幅将达到85%。我国轮胎产量高速增长拉动了橡胶消费持续攀升。自2002年起生胶消耗量居世界第一、2005年轮胎产量世界第一以来,我国橡胶消耗量的平均递增率约为8%。2008年,全球耗胶量约为2,200万吨,我国为545万吨,约占全世界的1/4,预计到2010年世界橡胶消费量将达到2,450万吨。橡胶工业特别是轮胎工业的快速发展将给炭黑行业提供越来越广阔的成长空间。

图 2：中国汽车产量持续高增长



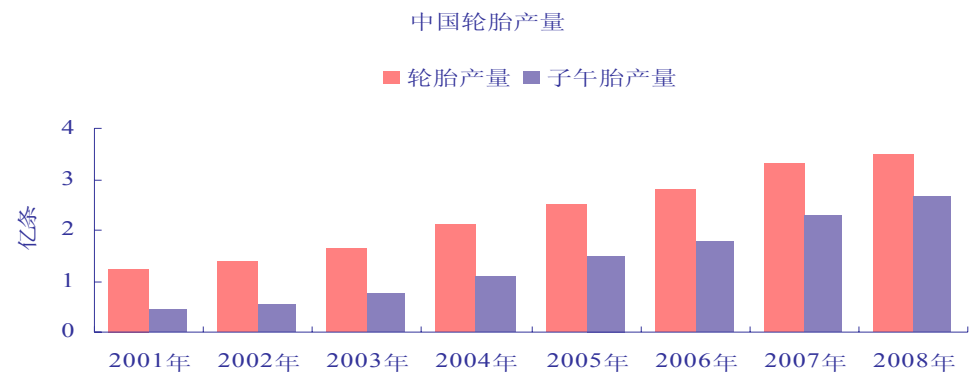
资料来源：wind，中国银河证券研究部整理

图 3：中国全国民用汽车拥有量



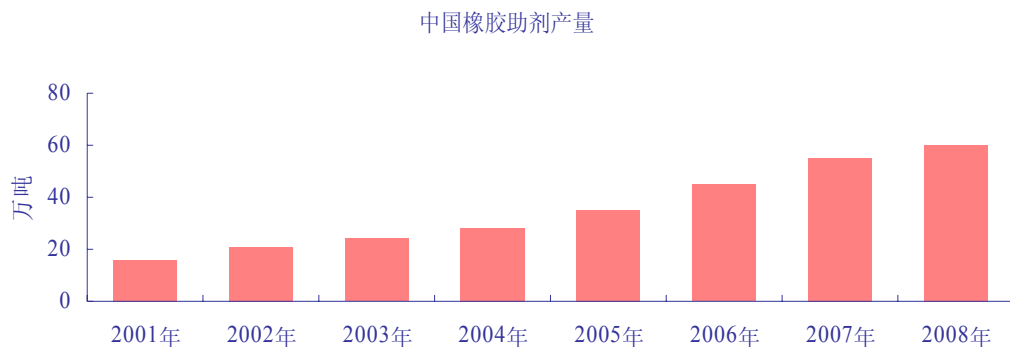
资料来源：wind，中国银河证券研究部整理

图 4：中国轮胎产量图



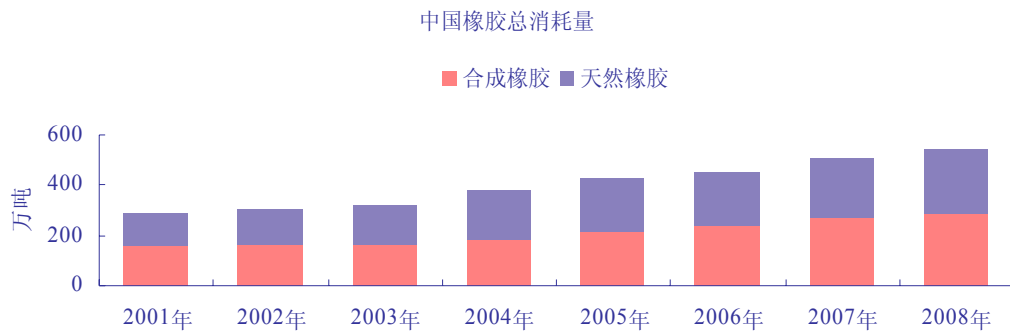
资料来源：公司公告

图 5: 中国橡胶助剂产量图



资料来源: 公司公告

图 6: 中国橡胶总消耗量



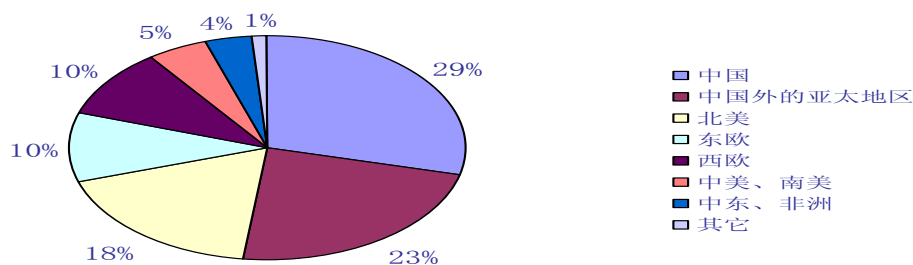
资料来源: 公司公告

(二)、国内炭黑的供需关系将进一步好转

(1)、中国炭黑产能占世界产能的 29%，居世界首位

从全球看，国内炭黑行业未来优势将继续增强，国内炭黑行业经过长期发展，产能已经达到世界首位，约占世界产能的 29%。

图 7: 全球炭黑产能结构



资料来源: 石油化工有限公司

近年来我国炭黑工业基础建设高速发展, 年均新增生产能力约 45 万吨, 年生产能力 2 万~4 万吨的生产线建设项目已成为主流。受金融危机的影响, 2008 年约有 50 万吨 生产能力建设工程延期。据统计, 全国约有 60 家炭黑企业 (拥有年生产能力 1.5 万吨 以上湿法造粒炭黑企业), 2009 年全国炭黑总生产能力为 434.4 万吨, 其中硬质炭黑年生产能力为 311.1 万吨, 软质炭黑年生产能力为 116.2 万吨, 硬质炭黑年生产能力占总年产能力的 71.6%; 年生产能力在 5 万吨以上的炭黑企业有 31 家, 合计年生产能力为 341 万吨, 占全国炭黑总年产能力的 78.5%。2008、2009 年主要炭黑企业产量如下表。

表 1: 2009 年主要炭黑企业产量

序号	企业名称	产量/t		同比/%
		2009 年	2008 年	
1	江西黑猫炭黑股份有限公司	328228	258000	27.2
2	卡博特化工公司	320000	250000	28.0
3	河北龙星化工集团有限公司	182779	146347	24.9
4	苏州宝化炭黑有限公司	147637	113846	29.7
5	山东华东橡胶材料有限公司	136190	111007	22.7
6	台湾中橡化学工业公司	128911	138373	-6.8
7	石家庄新星炭业有限公司	94883	87012	9.0
8	大石桥辽滨炭黑厂	84021	75077	11.9
9	河北大光明实业集团有限公司	79865	85158	-6.2
10	山西永东化工有限公司	67913	41666	63.0
11	青岛赢创化学有限公司	67000	66000	1.5
12	青州博奥炭黑有限责任公司	63762	49650	28.4
13	山东贝斯特化工有限公司	61231	51972	17.8
14	杭州富春江化工有限公司	57723	57607	0.2
15	茂名环星炭黑有限公司	49286	50088	-1.6
	合计	1869429	1581803	18.2
	其他炭黑企业产量合计	961841	846197	13.7
	总计	2831270	2428000	16.6

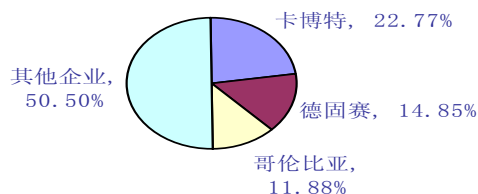
资料来源: 石油化工行业协会

(三)、国际炭黑寡头垄断, 中国炭黑产能集中度将快速提高

自 20 世纪 80 年代开始, 国际炭黑行业经历了三次大规模的跨国重组和并购风潮后, 已经从充分竞争过度到寡头垄断的阶段, 目前国际炭黑产能高度集中。根据日本炭黑协会的统计, 2006 年末、2007 年末、2008 年末全球炭黑总产能分别为 1,010 万吨、1,220 万吨、1,250 万吨。其中, 前 8 家炭黑厂商的产能之和约占全球总产能的 70%; 前 3 家跨国炭黑厂商 (卡博特、德国萨和哥伦比亚) 产能之和约占全球总产能的 50%。

图 8：中国汽车产量持续高增长

■ 卡博特 ■ 德固赛 ■ 哥伦比亚 ■ 其他企业



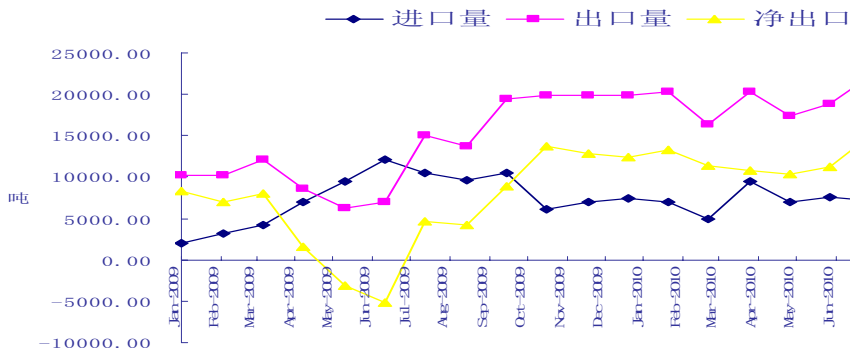
资料来源：日本炭黑协会

我国炭黑行业的产能集中度不高。根据中国橡胶工业协会炭黑分会的统计，我国炭黑行业平均规模较小，集中度低：09 年 1-8 月，国内前 10 大炭黑企业产量约为 81 万吨，占国内炭黑产量不到 50%，而国际上 cabot 等三大炭黑公司已经占全球产量的 50%。从国际发展规律来看，我国炭黑行业的产能集中度将会进一步提高。从国内现状来看，一方面，国家鼓励建设规模大、环保综合治理达标和资源综合利用的炭黑生产装置，淘汰落后工艺及万吨级以下的炭黑生产线。另一方面，我国炭黑行业近年来发展迅速，大型炭黑厂商产销率较高，纷纷扩大产能以更好地发挥规模优势、满足客户需求；中小炭黑厂商则由于规模小、能耗高、产品质量不稳定而面临生存困境。根据中国橡胶工业协会炭黑分会的统计，2004-2006 年，3 万吨/年以下的炭黑企业产能占总产能的比重已由 36%下降到 24%，而 8 万吨/年以上的炭黑企业产能占比已由 28%上升到 50%。从我国炭黑行业发展的特点来看，通过行业内部的结构性调整，炭黑行业的产能集中度将进一步提高，龙头企业发展空间较大。

(四)、国内炭黑的供需关系将进一步好转

如下图，我国炭黑进口量逐月下降，出口量逐月增长，预计随着国内炭黑行业技术水准的提高，炭黑净出口量将会继续提高，国内炭黑的供需关系将进一步好转。

图 9：炭黑净出口逐月增长

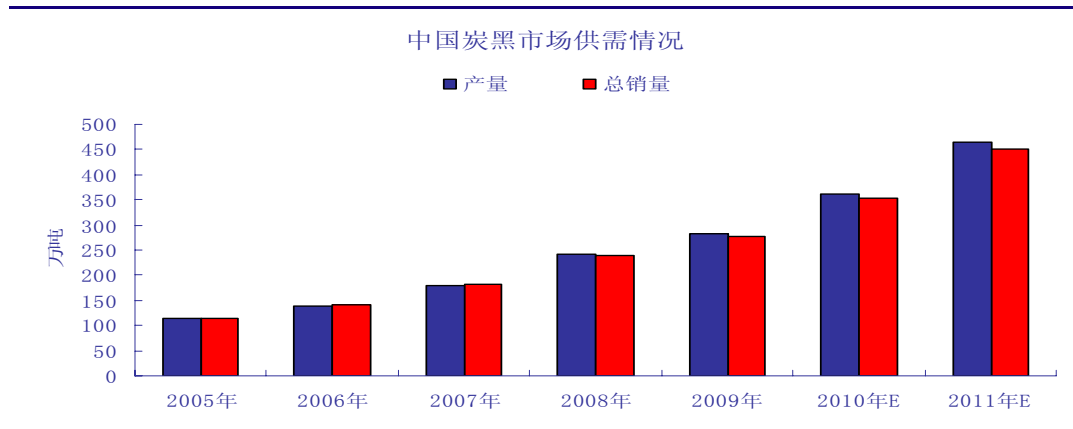


资料来源：石油化工行业协会

根据中国橡胶工业协会炭黑分会对会员企业的统计数据，2005-2009 年，我国炭黑行业产销量均保持了较快的增长态势，总产量由 2005 年的 114 万吨增至 2009 年 283 万吨，年均增速 29.6%；总销量由 2005 年的 114 万吨增至 2009 年的 275.84 万吨，年均增速 28.39%。2008 年第四季度以来，受宏观经济形势的影响，炭黑行业市场需求萎缩，使得 2008 年全年炭黑市场销量略有下降，产量基本持平。2009 年 3 月以后，受市场回暖的影响，产销量已逐步恢复至金

融危机前的水平，并且呈现出较好的增长态势。我们预计，2010-2011 年炭黑行业产销继续保持 28%左右的增长速度，即 2010 年全国炭黑产量将达到 362.41 万吨，总销量预计在 353.08 万吨，2011 年全国炭黑产量将达到 463.88 万吨，总销量预计在 451.94 万吨，供需基本保持平衡。

图 10：中国炭黑市场供需情况



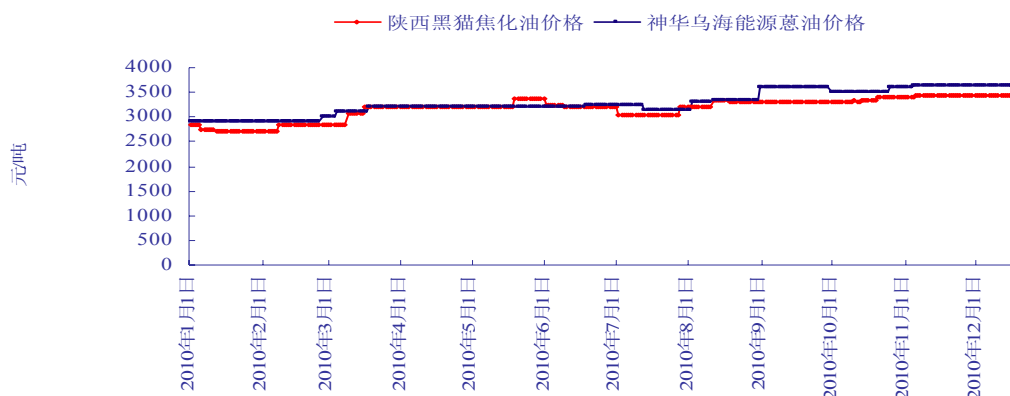
资料来源：石化化工行业协会

（五）、国外乙烯焦油法炭黑在 80 美元以上油价明显不利，2011 年将迎来煤焦油法的“好日子”。

炭黑生产的主要原材料为煤焦油、蒽油、乙烯焦油等原料油。其中，煤焦油和蒽油为炼焦生成的副产品，乙烯焦油为石油精炼生成乙烯的副产品，国外炭黑企业基本用乙烯焦油作原料，原油价格的上涨，使得国内炭黑企业成本优势显现，特别是当国际原油价格高于 80 美元时，国外乙烯焦油在 80 美元以上油价明显不利，目前煤焦油比乙烯焦油制炭黑成本至少低 200 元/吨，当国际油价高于 100 美元时，乙烯焦油将面临全面减产或停产，届时全球炭黑供应紧张的情况，炭黑价格会出现明显上升，十分有利于煤焦油法制炭黑，有利于国内炭黑企业（国内多数企业为煤焦油法制炭黑）竞争力的提升。根据中国橡胶工业协会炭黑分会的统计，炭黑原料油中煤焦油、蒽油、乙烯焦油的比例分别为 49.2%、34.2%、16.6%。煤焦油和蒽油占原料油的比例超过 80%，是最主要的原料油。因此，炭黑行业受煤化工行业的影响较大，上游行业对炭黑行业的影响主要表现为原料油的价格。由于蒽油是煤焦油的下游产品，其价格主要取决于煤焦油的价格。因此，煤焦油的价格在很大程度上决定了炭黑的生产成本，对炭黑生产的影响最为明显。

近年来，煤焦油价格波动幅度较大。公司 2007 年、2008 年 1-8 月的平均采购价格分别为 1,957 元和 2,676 元。2008 年 9 月开始，受国际原油价格回落的影响，煤焦油价格开始呈现下滑趋势。煤焦油价格从 2008 年 8 月的 3,228 元回落至 2009 年 1 月的 1,316 元，随后小幅波动上扬，2009 年，煤焦油平均采购价格上涨为 2,019 元。2010 年煤焦油价格基本平稳，随着炭黑价格一样呈现小幅走高的态势，炭黑行业毛利水平基本平稳。2011 年，国际原油价格将小幅上升，乙烯法制炭黑的生产成本将明显增加，十分有利于煤焦油法制炭黑。国内炭黑进口将因国外乙烯法成本上升而不断减少，出口则受益于煤焦油法成本下降而不断增加。国内炭黑生产经营环境在 2011 年将明显好转。

图 11: 2010 年以来炭黑价格基本平稳



资料来源: 百川资讯

(六)、国际油价在 2011 年高位运行

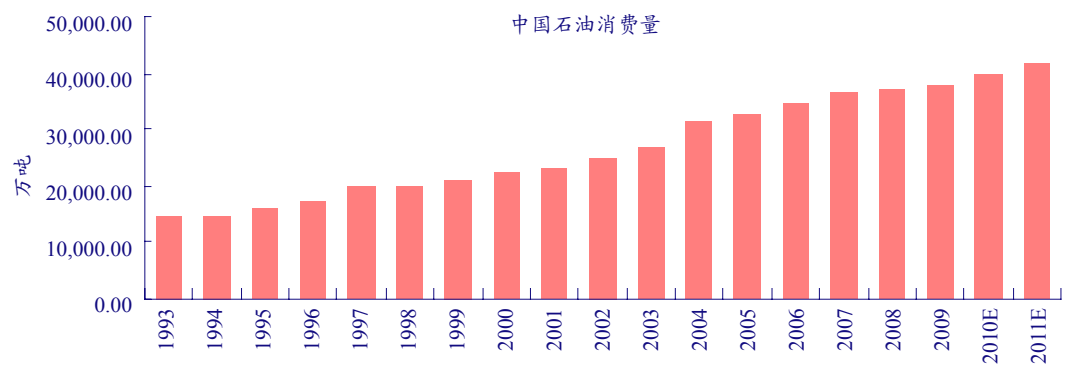
2011 年全球经济增幅市场一致预期在 4.2%，石油需求会增加 120 万桶/日；如果 2011 年全球经济增幅为 3%，石油需求会增加 40 万桶/日。由于国际货币基金组织近期预计 2011 年全球经济将强劲增长，我们认为 2011 年全球石油需求增加 120 万桶较为准确。近期国际能源署向上修正了 2011 年全球石油需求的预期，主要因考虑到 2010 年三、四季度的需求强于预期。IEA 预计，2011 年全球石油需求将增至 8820 万桶/日，较此前预期上调了 30 万桶，比上年的增幅为 130 万桶/日。EIA（美国能源情报署）则预计，2011 年全球石油日需求量为 8744 万桶/日，比上年的增幅为 138 万桶。石油输出国组织（OPEC）预计 2011 年全球石油需求增长为 105 万桶/日，IEA、EIA 和 OPEC 全球三大能源机构平均预计 2011 年全球石油需求增长为 124 万桶/日。因此无论全球经济增速在 3% 还是 4.2% 任何一种情况，需求增幅都将远远低于目前 600 万桶/日的闲置原油产能。故国际油价在 2011 年大幅上升的可能性不大，但随着全球经济的继续好转，特别是中国等发展中国家石油需求持续增长，美元贬值等因素影响，我们判断 2011 国际油价将小幅走高，全年均值在 90 美元左右，低点在 75 美元，高点在 110 美元左右，多数时间运行在 85 美元以上。

表 2: 全球三大能源机构石油需求预测（百万桶/日）

	EIA	IEA	OPEC	平均
2009 年世界石油需求	84.1	84.8	84.31	84.40
2010 年世界石油需求	86.06	86.9	85.36	86.11
2011 年世界石油需求	87.44	88.2	86.41	87.35
增量	1.38	1.3	1.05	1.24
增幅	1.60%	1.50%	1.23%	1.44%

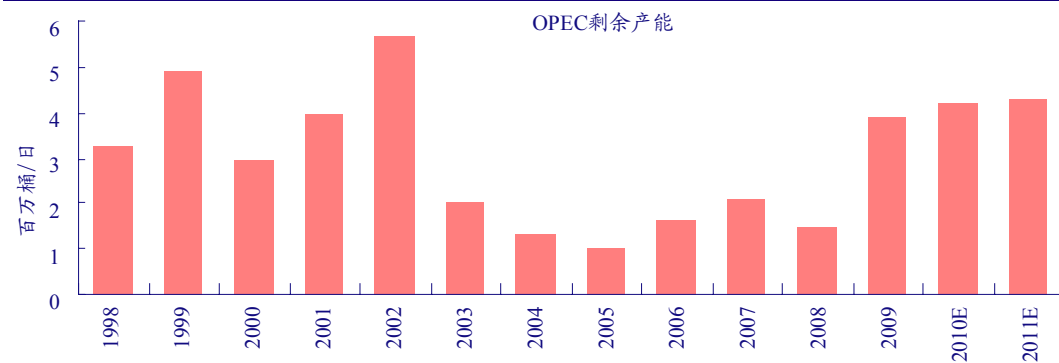
资料来源: EIA、IEA、OPEC

图 12: 中国石油消费量



资料来源: WIND

图 13: OPEC 剩余产能 (百万桶/日)



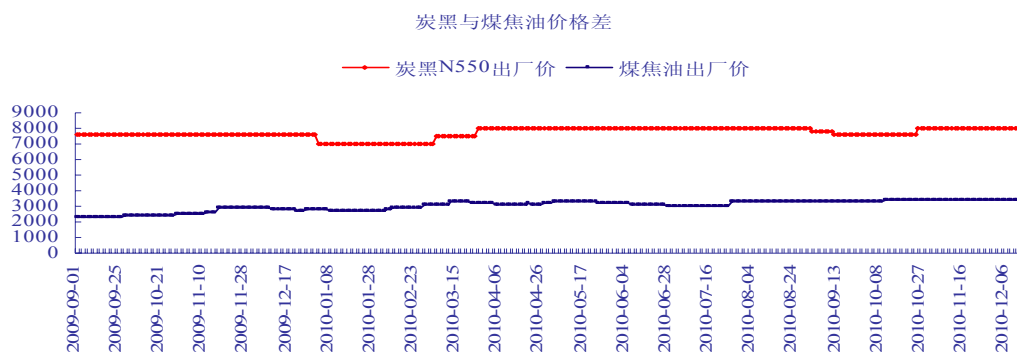
资料来源: OPEC

(七)、未来两年用气有利于成本下降

今年 1-9 月炭黑原材料焦油等价格单边持续上升, 由于原材料价格区域性的特点, 几个主要基地, 河北焦化开工率充足, 焦油价比华东、华北低 200 元, 山西靠着河北, 但焦油价较高。炭黑行业整体上从 3 季度毛利率开始回升, 公司河北 16 万吨项目, 毛利高于其它地区 5%, 由于用煤气比用油成本低, 毛利高 3-5 个点, 用煤气更好, 河北项目用煤气, 处于毛利回升的阶段, 预计 2011 年毛利回升 2 个百分点左右, 今年毛利下降是市场因素, 明年比较平稳, 其他主要市场公司已经进入, 只有河北, 2011 年 1 月份投产, 只要焦油价不单边上涨, 在 3200-3600 之间, 成本传导下游能接受, 再加上乌海项目, 公司明年产销 56 万吨, 2011 年开始, 江西 13 万吨使用煤气, 现在天然气转换, 0.875 元/立方气价, 可供应 1 个点毛利, 江西尾气产生 1400 万利润, 乌海煤焦油加工项目, 用天然气做原料。

总体趋势看, 未来炭黑毛利比较稳定, 09 年下半年轮胎进入新项目期, 明后年产品供需关系较好, 炭黑产能扩张不如轮胎, 目前新上的轮胎都是子午胎, 炭黑质量要求高, 炭黑大企业质量好、优先等品率高, 合格品、优等品率达到 95% 以上, 轮胎子午化新增 120 万条需求, 公司新产能订单较多, 客户规模, 主要是在中大型客户。

图 14: 炭黑与煤焦油价差基本平稳



资料来源: 百川资讯

(八)、三大壁垒保障公司分享炭黑的高增长

市场进入门槛较高, 客户认证 2-3 年, 没有新进企业, 扩产在几个大企业。客户选择大炭黑供应商, 小炭黑企业不断退出, 轮胎子午化要求质量上升, 小 TH 无法保证质量, 接到订单后买油生产, 质量控制

(1)、资金壁垒

炭黑生产对资金投入的要求较高。一般而言, 每建设 1 万吨炭黑生产线的基本投资额约为 2,500 万元 - 3,000 万元, 配套设施投资额约为 500 万元。每建设 1 万吨的炭黑生产线需要的总投资额约为 3,000 万元 - 3,500 万元。而目前一般要建设 10 几万吨的项目才有规模成本优势, 项目资金投入需要 3-3.5 亿元以上, 形成了一定的资金壁垒。

(2)、技术壁垒

炭黑生产有一定的技术壁垒, 体现为通过成熟的生产技术和优化的工艺流程实现产品的优质和生产过程的高产、低耗。而上述要素是炭黑生产企业生存和发展的重要因素。具体来说, 炭黑生产中大型反应炉的设计、反应炉的温度控制、高温空气预热器的使用、生产过程的全自动化控制等都对炭黑企业的技术水平有较高的要求, 需要具有长时间的生产经验积累和较好的研发基础, 从而对新进入的企业形成了一定的技术壁垒。

(3)、资质壁垒

为了与大型轮胎企业建立中长期合作关系, 炭黑厂商除需达到行业标准外, 还要经过严格的供应商资质认定。大型轮胎企业对资质认定的要求高、时间长。比如, 固特异公司在正式进行炭黑采购之前, 通常需要对目标供货商进行为期 2 年左右的产品测试, 炭黑厂商只有通过其质量认定后, 才能成为其全球供应商。为了保证产品的品质及供货的稳定性, 轮胎企业通常不会轻易更换供应商。这种严格的供应商资质认定, 以及基于长期合作形成的稳定客户关系, 对炭黑行业的新进入者构成了较强的资质壁垒。

3. 投资建议

炭黑随着橡胶需求的高增长而快速增长, 国内炭黑的供需关系将进一步好转, 国际炭黑寡头垄断, 中国炭黑产能集中度将快速提高, 国外乙烯焦油法炭黑在 80 美元以上油价明显不利, 2011 年将迎来煤焦油法的“好日子”, 三大壁垒保障公司分享炭黑的高增长。我们预测 2010-2012 年盈利为 0.24 元、0.50 元和 0.68 元, 给予推荐投资评级。

表 3: 黑猫股份 (002068.SZ) 财务报表预测

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	272.5	229.6	291.6	364.5	473.9	营业收入	1775.4	1862.7	2365.6	2957.0	3844.1
应收票据	103.7	179.9	228.4	285.5	371.2	营业成本	1501.3	1501.3	2132.2	2593.9	3346.4
应收账款	330.2	402.2	510.8	638.5	830.1	营业税金及附加	7.7	6.9	8.8	11.0	14.2
预付款项	27.0	75.0	143.1	226.0	332.9	销售费用	107.1	132.7	165.6	207.0	269.1
其他应收款	16.9	7.3	9.3	11.6	15.1	管理费用	47.6	53.5	59.1	73.9	96.1
存货	146.2	246.1	349.5	425.2	548.6	财务费用	69.7	51.3	34.8	33.5	34.0
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	38.4	5.8	7.0	8.0	10.0
长期股权投资	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	538.4	994.8	929.6	874.5	823.2	投资收益	-1.2	-0.4	90.0	100.0	110.0
在建工程	250.6	74.3	25.0	37.5	43.8	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	6.1	1.8	1.8	1.8	1.8	营业利润	2.4	110.7	48.1	129.7	184.2
无形资产	51.0	50.7	45.6	40.5	35.4	营业外收支净额	-3.0	-5.5	30.0	35.0	40.0
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	-0.6	105.3	78.1	164.7	224.2
资产总计	1756.6	2269.6	2542.6	2913.6	3483.7	减: 所得税	-6.6	21.4	15.6	32.9	44.8
短期借款	581.5	753.5	5681.3	5801.0	5994.6	净利润	6.0	83.9	62.5	131.8	179.4
应付票据	315.0	199.7	283.6	345.0	445.0	归属于母公司的净利润	2.9	79.1	59.0	124.3	169.3
应付账款	155.4	327.4	458.6	557.9	719.8	少数股东损益	3.1	4.8	3.5	7.4	10.1
预收款项	40.7	16.2	-15.0	-54.0	-104.7	基本每股收益	0.02	0.41	0.24	0.50	0.68
应付职工薪酬	3.2	4.4	4.4	4.4	4.4	稀释每股收益	0.02	0.41	0.24	0.50	0.68
应交税费	11.5	3.4	3.4	3.4	3.4	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
其他应付款	29.1	32.3	32.3	32.3	32.3	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	28.6%	4.9%	27.0%	25.0%	30.0%
长期借款	20.0	150.0	150.0	150.0	150.0	EBIT 增长率	-16.3%	50.6%	-100.1%	62.30%	66.0%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	-96.1%	2639.4%	-25.4%	110.9%	36.1%
负债合计	1206.4	1633.5	7138.1	7395.0	7823.0	盈利性					
股东权益合计	550.2	636.1	760.5	874.6	1016.6	销售毛利率	15.4%	19.4%	9.9%	12.3%	12.9%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	0.2%	4.2%	2.5%	4.2%	4.4%
净利润	6.0	83.9	62.5	131.8	179.4	ROE	0.6%	13.3%	8.2%	15.1%	17.7%
折旧与摊销	49.6	63.0	95.4	97.6	100.2	ROIC	-91.2%	8.1%	0.0%	0.8%	1.2%
经营活动现金流	429.1	-95.5	-31.3	-45.6	-72.9	估值倍数					
投资活动现金流	-366.7	-282.5	40.0	50.0	60.0	PE	582.3	25.5	44.5	21.1	15.5
融资活动现金流	-51.9	316.9	53.3	68.5	122.2	P/S	0.9	1.1	1.1	0.9	0.7
现金净变动	10.4	-61.2	62.0	72.9	109.4	P/B	3.3	3.4	3.7	3.2	2.7
期初现金余额	232.0	272.5	229.6	291.6	364.5	股息收益率	16.2%	0.0%	0.9%	0.7%	1.4%
期末现金余额	242.5	211.3	291.6	364.5	473.9	EV/EBITDA	12.8	11.9	90.3	51.3	40.1

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李国洪，石油化工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

覆盖股票范围：

港股： 中国石油（0857.HK）、中国石化（0386.HK）

A 股： 中海油服（601808.SH）、浙江龙盛（600352.SH）、山西三维（000755.SZ）、三友化工（600409.SH）、齐翔腾达（002408.SZ）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908