

分析师: 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120022

联系人: 王鹤涛 (8621) 68751767 wanght1@cjsc.com.cn

矿石业务稳健，钒钛锦上添花，期待卡拉拉产能释放

事件描述

攀钢钒钛今日发布 2011 年上半年业绩预告，预计报告期内公司实现营业总收入 23.73 亿元，同比增长 14.08%；归属于上市公司股东净利润 1.71 亿元，同比下降 70.48%，对应 EPS 为 0.03 元。

假设按已公布的重大资产重组方案口径测算（不包括海外资产并不考虑海外资产的盈亏情况），预计报告期内公司实现营业收入 76.85 亿元，同比增长 28.88%；归属于上市公司股东净利润 12.32 亿元，同比增长 72.24%，对应 EPS 为 0.22 元。

事件评论

第一，铁矿石和钛制品价格上涨带动营业收入增长并提升盈利能力

报告期内，公司实现营业总收入 23.73 亿元，同比增长 14.08%；归属于上市公司股东净利润 1.71 亿元，同比下降 70.48%，对应 EPS 为 0.03 元。

假设按已公布的重大资产重组方案口径测算（不包括海外资产并不考虑海外资产的盈亏情况），预计报告期内公司实现营业收入 76.85 亿元，同比增长 28.88%；归属于上市公司股东净利润 12.32 亿元，同比增长 72.24%，对应 EPS 为 0.22 元。

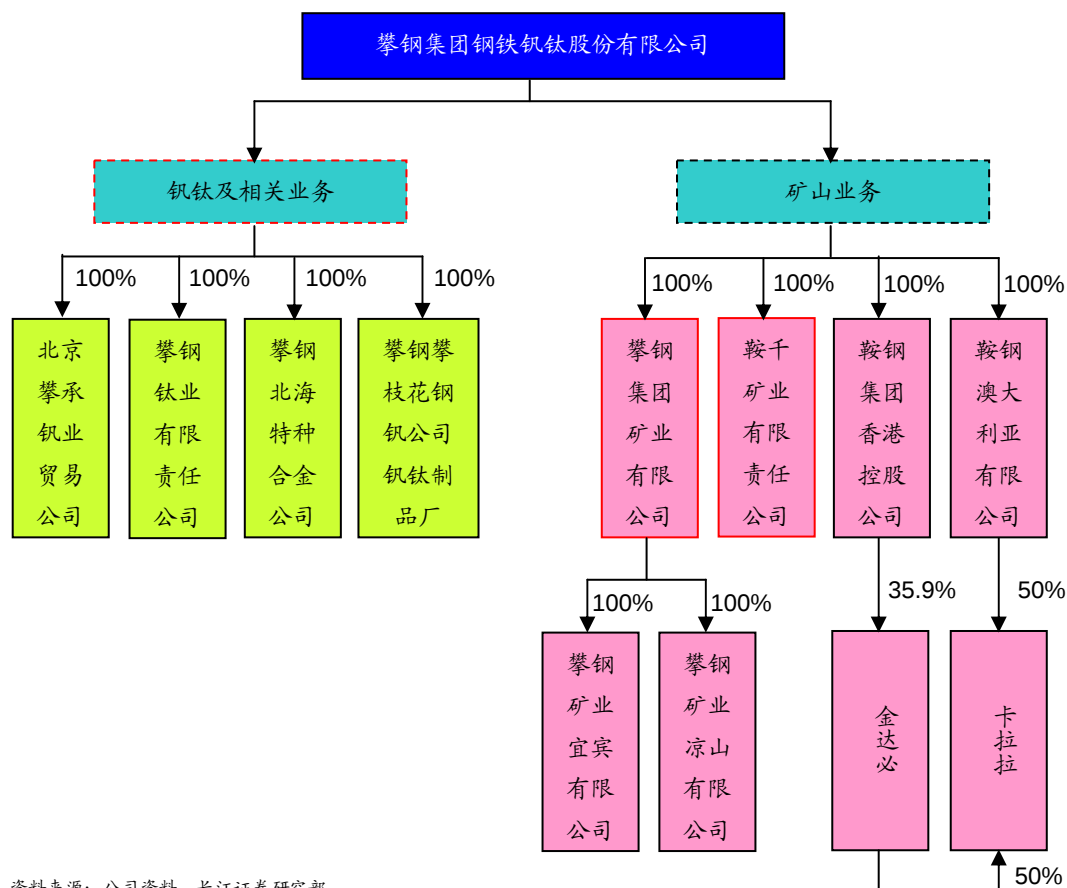
表 1: 按重组方案口径（不包括海外资产）公司上半年业绩预告

攀钢钒钛业绩预告（重组口径）	本报告期	上年同期	同比增长
营业总收入	76.85	59.63	28.88%
营业利润	15.25	8.84	72.52%
利润总额	15.28	9.16	66.83%
归属于上市公司股东的净利润	12.32	7.15	72.24%
最新股本	57.26	57.26	-
基本每股收益(元)	0.22	0.12	72.24%

资料来源：公司资料，长江证券研究部

在不包括海外资产并不考虑海外资产的盈亏情况下，公司按重大资产重组方案口径测算的资产主要包括：**钒钛业务全部资产、铁矿石业务中的攀钢矿业和鞍千矿业。**

图 1：置换后公司资产板块及下属子公司的具体情况



资料来源：公司资料，长江证券研究部

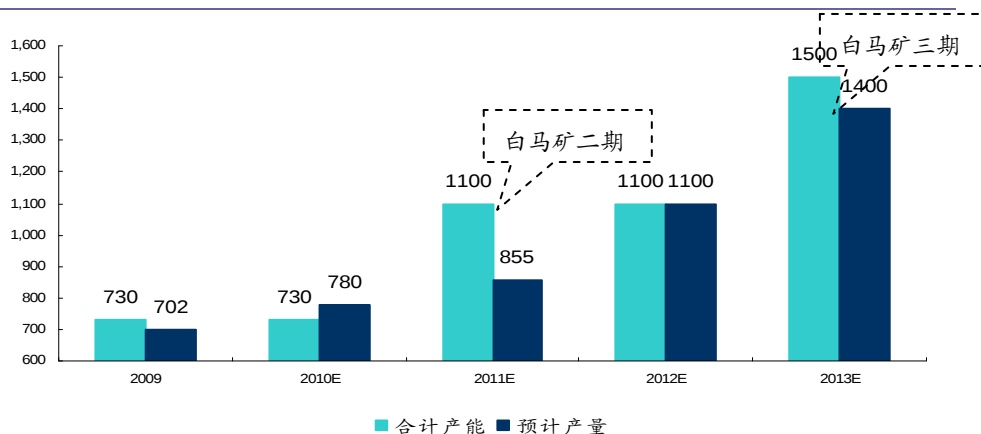
✓ **铁矿石部分：目前主要来自白马矿一期与鞍千矿业；**

目前公司铁矿石业务在不考虑海外的情况下，主要来自白马矿一期与鞍千矿业。

白马矿二期原定 2011 年建成，全部采用半自磨流程。7 月 18 日及及坪半自磨矿浆首次进入二期主厂房，标志着该厂二期生产进入了新的阶段。预计二期上半年提供增量有限，产量集中释放有望在下半年展开。

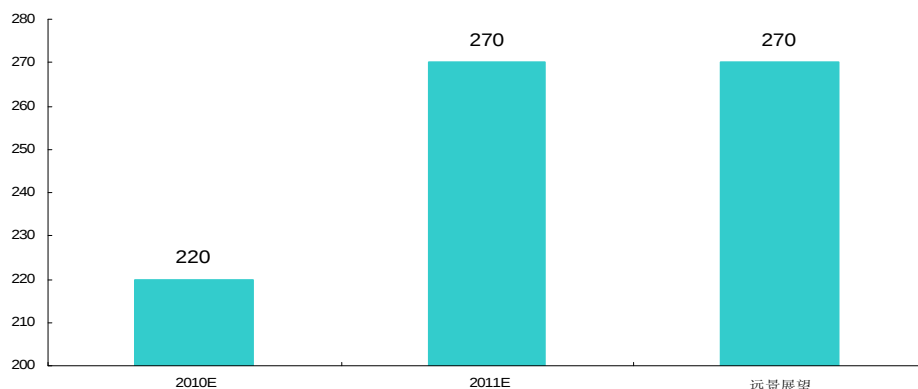
在原有产能稳定的情况下，预计公司上半年矿石产量持平概率较大，即便有增长，增幅也将很有限。

图 2：白马矿的建设进度及产量释放预计情况



资料来源：公司资料，长江证券研究部

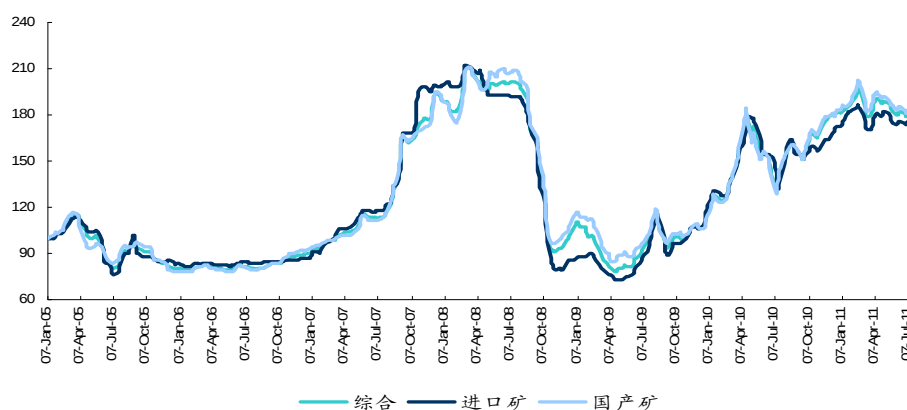
图 3: 鞍千矿业产能 260 万吨, 产能基本维持稳定



资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

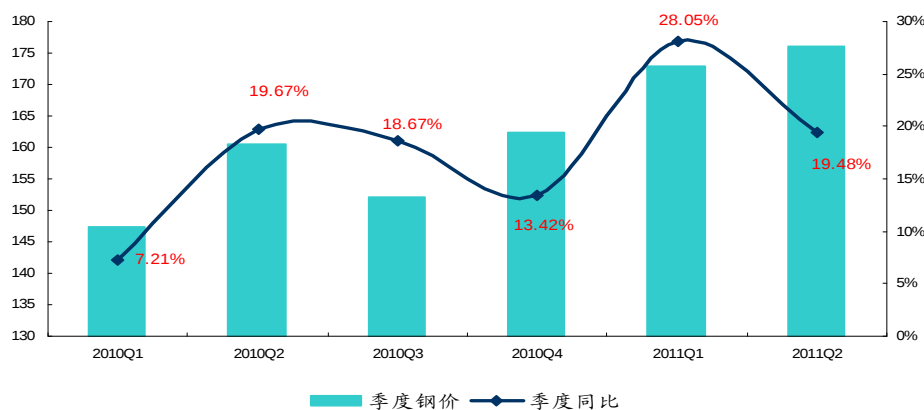
在产量假设稳定的情况下, 销售价格的提升就成为矿石业务对销售收入最大的贡献来源。上半年国内铁矿石价格持续攀升并处于高位, 1、2 季度均同比有较大幅度的增长。上半年铁矿石价格均价同比涨幅达到 26.28%。

图 4: 国内铁矿石价格持续上涨



资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

图 5: 国内矿石价格 1、2 季度同比均有较大幅度增长



资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

✓ 钒钛部分: 钒业务基本稳定, 钛精粉的涨价提供另一个主要增量;

上半年营业收入同比增长 28.88%的同时, 营业利润增幅远大于收入达到 72.52%, 这说明高毛利的产品贡献占比较大。从我们统计的信息来看, 公司上半年除钛白粉产量基本持平外, 钒制品、钛精矿与高钛渣产量同比都出现了较大幅度的增加。

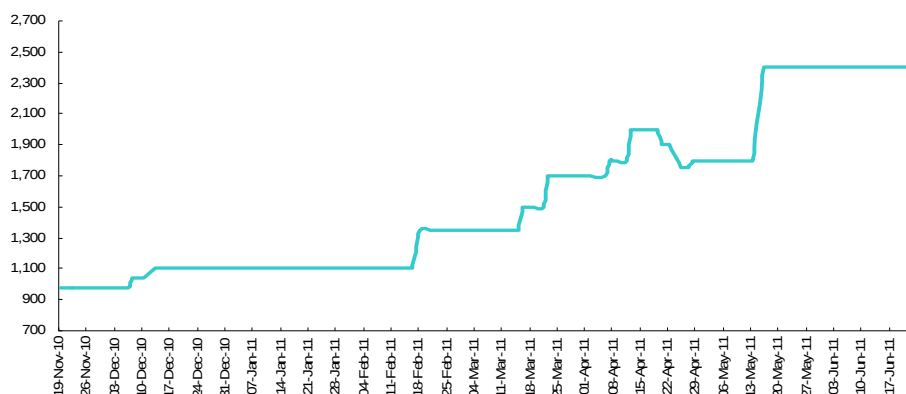
表 2: 钒钛业务产量同比增长幅度较大

产量 (万吨)	2010H1	2011H1	同比增长
钒制品	1.07	1.65	54.17%
钛精矿	14.03	25.38	80.90%
钛白粉	3.01	3.05	1.39%
高钛渣	2.31	5.21	125.41%

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

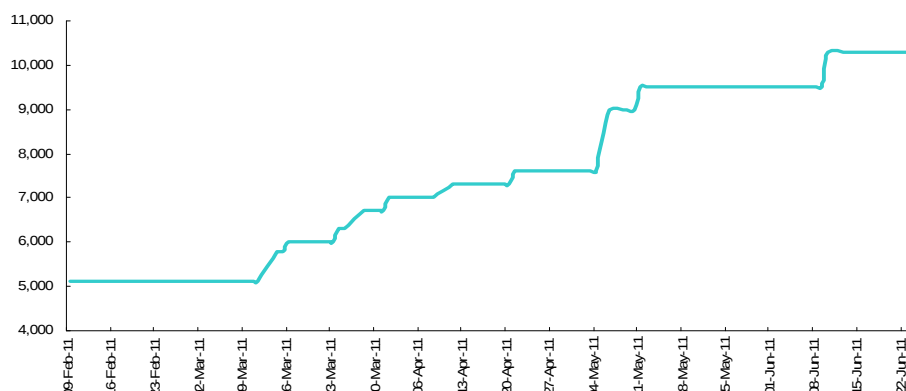
从价格方面来看, 钒的价格波动相对稳定, 但钛制品上半年大幅涨价。钒钛业务的量价齐升, 导致盈利能力出现大幅提升应该是上半年利润增速快于收入增速的主要原因。

图 6: 四川地区钛精矿价格年内大幅上涨



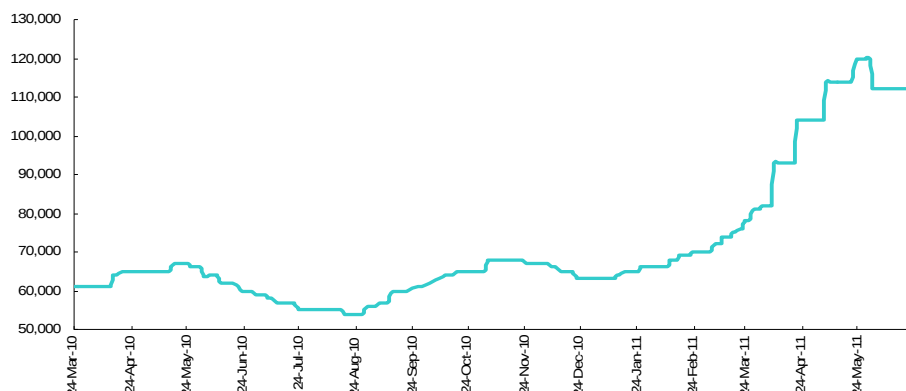
资料来源: 百川资讯, 长江证券研究部

图 7: 高钛渣国内价格年内也翻了一番



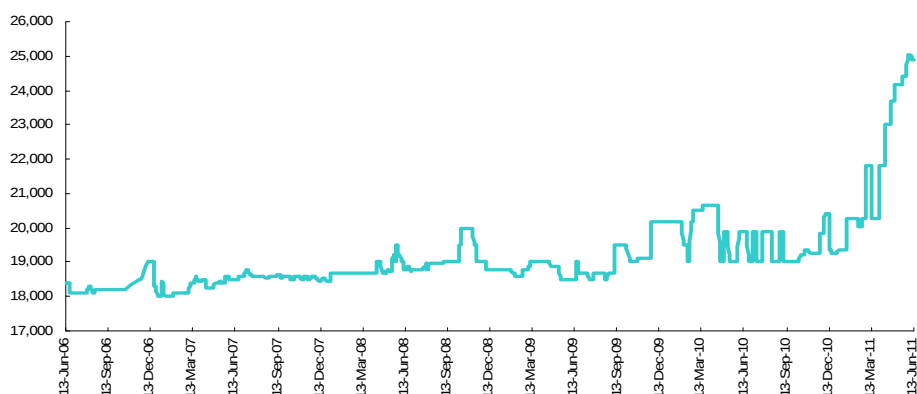
资料来源: 百川资讯, 长江证券研究部

图 8: 国内市场海绵钛均价年内翻番



资料来源: 百川资讯, 长江证券研究部

图 9: 国内钛白粉价格年内持续创新高



资料来源: 百川资讯, 长江证券研究部

第二, 资产置换变身国内矿石资源龙头, 卡拉拉项目的投产成为远期矿石产能主要增量

资产置换完成后, 公司将变身国内资源龙头, 除原有的钒钛业务外, 公司铁精矿产能将达到千万吨级别,

图 10: 变身矿石公司, 远景产量可达到约每年 5000 万吨



资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

表 3: 公司矿石产能达到千万吨级别

铁矿石	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	远景展望
白马矿	702	780	855	1100	1400	1400
鞍千矿业	220	220	270	270	270	270
卡拉拉铁矿			550	1100	1100	3000
合计	922	1000	1675	2470	2770	4670

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

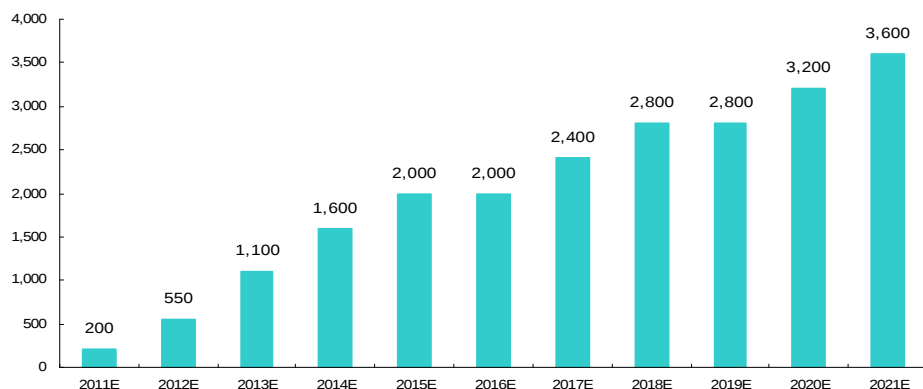
表 4: 本次重组前后公司铁矿石资源量、储量、产能、产量情况

项目	重组前			本次重组新增矿石资产	
	攀钢矿业		鞍千矿业	卡拉拉铁矿	
资源量/储量	✓ 保有储量 13 亿吨 (平均品位 29.14%)		✓ 保有储量 11.5 亿吨 (平均品位 28.78%)	✓ 磁铁矿资源量: 25.18 亿吨 (JORC 标准) (平均品位 34.1%)	
	✓ 可采储量 7.5 亿吨 (29.14%)		✓ 可采储量 4 亿吨 (平均品位 28.78%)	✓ 磁铁矿储量: 9.775 亿吨 (JORC 标准) (平均品位 36.5%)	
铁精矿年产能	✓ 2009 年: 730 万吨			✓ 2011 年一期建成, 预计产能达到 1,100 万吨/年	
	✓ 2011 年白马矿二期建成, 预计总产能达 1,100 万吨		✓ 260 万吨	✓ 远景产能达 3,000 万吨/年	
	✓ 2013 年白马矿三期建成后, 预计总产能达 1,500 万吨				
铁精矿年产量	✓ 2009 年: 702 万吨		✓ 2010 年 (预计): 220 万吨	✓ 2011 年投产, 2012 年达产, 达产后年产量 1,100 万吨, 其中, 磁铁矿 800 万吨, 赤铁矿 300 万吨;	
	✓ 2010 年 (预计): 780 万吨		✓ 2011 年 (预计): 270 万吨	✓ 远期年产量 3,000 万吨	
	✓ 2011 年 (预计): 855 万吨			✓ 鞍澳公司直接持股 50%, 鞍钢香港通过金达必间接持股 17.96%	
	✓ 2012 年 (预计): 1,100 万吨				
本公司对该资产直接、间接合计持股比例	✓ 2013 年 (预计): 1,400 万吨				
	✓ 100%		✓ 100%		

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

关于卡拉拉项目的讨论, 我们在之前的报告中已经分析了很多。虽然短期依然面临基建及运营成本上升等种种制约因素, 但长期来看, 庞大的资源储量和产能迟早的大幅释放仍使卡拉拉成为公司未来业绩的主要增长点。

图 11: 卡拉拉项目的产能释放情况预计



资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

基于以下假设, 在不考虑矿产资源税 (MRRT) 的情况下, 我们对卡拉拉盈利贡献进行简单的测算:

- ✓ 产量的预测采用公司公告的内容, 2011-2013 年产量分别为 200、550、1100 万吨, 远景产量可达到 3600 万吨/年, 赤铁矿总产能约 300 万吨, 其余部分均为磁铁矿;
- ✓ 固定资产投资的成本目前为 25.68 亿澳元, 由于卡拉拉项目按照 3000 万吨/年的开采能力也可开采 30 年以上, 我们采用 30 年直线折旧法进行折旧。而从公司产能扩张的情况来看, 2014、2017 与 2020 年产能均明显上一个新的台阶, 我们据此预计在此 3 年公司分别又投入了 5 亿澳元, 同样按照 30 年直线折旧法进行折旧;
- ✓ 当产量为 1000 万吨每年时, 每吨铁精粉的运营成本在 65-68 澳元之间, 当产量达到 1600 万吨每年时, 每吨铁精粉的运营成本在 55-60 澳元之间;
- ✓ 人民币以 3% 的速度升值, 升值至 6.01 水平后维持不变;
- ✓ 价格方面, 公司称目前卡拉拉地区出产的高品位 68% 的磁铁矿每吨价格已经可以达到 220 美金。根据我们之前的矿石行业分析数据来看, 虽然从 2011 年开始矿石的供需已经出现了较大幅度的缓解, 但供需格局出现实质性的转变预计要在 2013-2014 年才可达到。综合考虑, 我们假定 2011 年的矿石全年均价为 170 美金, 2012 年下降至 165 美金, 2013 年之后矿石价格按每年 5% 的幅度下降;
- ✓ 三项费用水平参考金岭矿业的水平, 假定为 8%;
- ✓ 运费方面, 目前澳西-北仑宝山的运费约为 8 美元/吨, 假定运费水平稳定在 10 美金不变;
- ✓ 税率方面: 税率的假设相对困难, 这主要是因为澳洲地区税收科目虽多但也存在各种各样的抵税政策。因此, 我们简单根据澳洲官方网站的公告进行假设, 目前澳洲企业所得税率执行标准在 30% 左右, 公司按 5% 的税率上缴资源使用税 (Royalties);
- ✓ 因为 MRRT 尚未实施, 并且操作空间较为灵活, 同时可以抵扣资源使用税 (Royalties), 因此我们暂不考虑 MRRT 的影响。

根据我们的测算, 预计卡拉拉项目 2011 年贡献 0.04 元, 2012 年贡献 0.17 元, 2013 年贡献 0.34 元。

虽然短期内的卡拉拉项目负面因素较多, 不过负面消息基本告一段落, 未来完全达产后的价值依然存在。在未来的生产建设过程中, 任何速度的加快都将有利于盈利释放和估值提升。

表 5: 卡拉拉项目长期盈利预测, 产能的释放可弥补价格下滑

卡拉拉矿盈利预测	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2017E	2018E	2020E
----------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

估算销售总收入	3.40	9.08	17.19	23.67	28.01	30.10	33.22	33.95
矿产资源使用税 (Royalty, 5%)	0.17	0.45	0.86	1.18	1.40	1.50	1.66	1.70
估算销售净收入	3.23	8.62	16.33	22.49	26.61	28.59	31.56	32.25
估算销售成本	1.59	3.17	5.66	7.92	9.73	11.54	13.35	15.16
鞍澳公司持股	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
鞍钢香港对金达必持股	35.92%	35.92%	35.92%	35.92%	35.92%	35.92%	35.92%	35.92%
——金达必对卡拉拉持股	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
钒钛合计持股	67.96%	67.96%	67.96%	67.96%	67.96%	67.96%	67.96%	67.96%
公司产量预测	200	550	1100	1600	2000	2400	2800	3200
矿石 CIF 价格	180	175	166	158	150	135	129	116
同比变动幅度			-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
西澳-中国海运费	10	10	10	10	10	10	10	10
矿石 FOB 价格	170	165	156	148	140	125	119	106
综合完全成本	112.62	83.27	74.89	63.27	62.11	61.34	60.79	60.38
开采成本	66.50	66.50	66.50	57.50	57.50	57.50	57.50	57.50
固定折旧	46.12	16.77	8.39	5.77	4.61	3.84	3.29	2.88
费用率	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
吨矿利润	35.96	60.94	61.68	66.03	60.28	48.27	42.90	32.35
税前利润	0.72	3.35	6.78	10.57	12.06	11.58	12.01	10.35
所得税税率	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
净利润 (美元)	0.50	2.35	4.75	7.40	8.44	8.11	8.41	7.25
汇率	6.38	6.19	6.01	6.01	6.01	6.01	6.01	6.01
净利润 (人民币)	3.21	14.53	28.52	44.41	50.68	48.70	50.49	43.51
总股本	57.26	57.26	57.26	57.26	57.26	57.26	57.26	57.26
贡献 EPS	0.04	0.17	0.34	0.53	0.60	0.58	0.60	0.52

资料来源: Bloomberg, Wind, CEIC, 公司资料, 长江证券研究部

第三, 钒钛业务锦上添花, 钒业务基本稳定, 钛产能扩张与涨价提供较大增量

钒钛资源方面, 攀钢钒钛所在的攀枝花西昌地区拥有钒资源储量 1,862 万吨 (以五氧化二钒计)、钛资源储量 6.18 亿吨 (以二氧化钛计), 分别占世界储量的 11.6% 和 35%, 占中国储量的 52% 和 95%。

目前, 公司具备年产 2 万吨钒制品的生产能力, 未来公司仍将积极推进 1.8 万吨/年三氧化二钒工艺改造工程、2000 吨/年钒铝合金及专用原料生产线、500 吨钒电池液实验生产线等与钒相关的项目。

根据我们以上对钒制品行业的分析, 我们对钒制品的价格方面的假设采取相对谨慎的考虑, 假定未来三年钒制品价格维持稳定小幅下滑的趋势。

简单测算下, 预计公司钒制品可为公司所提供的业绩贡献约稳定为 0.07 元左右。

表 6: 钒制品业绩测算, 业绩贡献较为平稳

钒制品业绩测算	2010A	2011E	2012E	2013E
钒制品产量	2.83	3.28	3.40	3.50
销售均价	107,774	100,000	95,000	95,000
钒制品收入	30.50	32.80	32.30	33.25
毛利率	19%	17%	18%	18%
销售利润 (亿元)	5.65	5.71	5.81	5.99

销售费用率	15%	15%	15%	15%
利润总额	4.80	4.86	4.94	5.09
公司所得税	15%	15%	15%	15%
钒产品净利润	4.08	4.13	4.20	4.32
最新股本	57.52	57.52	57.52	57.52
钒制品贡献的 EPS	0.07	0.07	0.07	0.08

资料来源：公司资料，长江证券研究部

钛业务方面，公司 2010 年报公布预计 2011 年钛精矿产量 48 万吨，钛白粉超过 6 万吨，高钛渣超过 10 万吨。我们基于以下假设对公司钛业务做盈利预测：

- 1、依据公司官方公布信息，综合考虑目前各产品产量、产能利用率和产能投放进度情况假设每年各产品产量；
- 2、公司钛精矿除了自给用于生产钛产品以外，主要供应集团子公司攀锦钛业；
- 3、各类钛产品的价格参考市场均价，同时考虑公司自身产品及销售机制的特点；
- 4、假设各类钛产品全年均价保持在目前市场价格的水平上。

根据公司信息，钛业公司上半年净利润 2.68 亿元，我们假设矿业公司钛精矿外售的净利润约为 0.48 亿元（按照我们测算的全年外售钛精矿净利润的 50%来测算所得），得到公司全部钛产品上半年的净利润约为 3.16 亿元。年初至今，钛精矿、高钛渣等产品的价格已经翻了 1~2 倍，若各类钛产品下半年能够维持目前的价格水平，下半年公司综合均价比上半年将有所提升，预计下半年净利润提升约 0.5~1 倍，据此预测全年钛产品净利润大约在 7.90 亿元~9.48 亿元之间。

根据我们的测算，公司 2011 年钛产品净利润合计 8.52 亿元，预计钛业务 2011 年贡献 0.15 元，2012 年贡献 0.26 元，2013 年贡献 0.30 元。

表 7：预计公司钛产品业绩 2011 年将大幅增长

钛产品业绩测算		2010A	2011E	2012E	2013E
钛精矿	产量	34.19	50.00	65.00	65.00
	自用量	20.47	35.32	50.14	50.86
	销量	13.72	14.68	14.86	14.14
	销售均价	600	1,500	1,500	1,400
	销售收入(亿元)	0.82	2.20	2.23	1.98
	毛利率	30%	60%	60%	60%
	销售利润(亿元)	0.25	1.32	1.34	1.19
高钛渣	产销量	5.38	12.00	18.00	18.00
	销售均价	3,000	6,000	6,000	6,000
	销售收入(亿元)	1.61	7.20	10.80	10.80
	毛利率	40%	60%	70%	70%
钛白粉	销售利润(亿元)	0.65	4.32	7.56	7.56
	产销量	6.26	6.10	6.10	6.10
	销售均价	16,000	23,000	23,000	23,000
	销售收入(亿元)	10.02	14.03	14.03	14.03
海绵钛	毛利率	18%	35%	35%	35%
	销售利润(亿元)	1.80	4.91	4.91	4.91
产销量			0.38	1.20	1.50

销售均价		110,000	110,000	110,000
销售收入(亿元)		4.13	13.20	16.50
毛利率		30%	50%	60%
销售利润(亿元)		1.24	6.60	9.90
钛产品营业收入	12.45	27.56	40.26	43.31
钛产品综合毛利率	21.64%	42.78%	50.69%	54.40%
钛产品销售利润	2.70	11.79	20.41	23.56
销售费用率	15%	15%	15%	15%
利润总额	2.29	10.02	17.35	20.02
公司所得税	15%	15%	15%	15%
钛产品净利润	1.95	8.52	14.74	17.02
最新股本	57.52	57.52	57.52	57.52
钛产品贡献的 EPS	0.03	0.15	0.26	0.30

资料来源：公司资料，长江证券研究部

第四，维持“推荐”评级

如果不考虑资产置换的影响，预计公司 2011、2012 年的 EPS 分别为 0.21 元和 0.30 元。

若审批一切顺利，综合考虑卡拉拉吨矿运营成本的增加，以及钛产品业绩可能超出我们之前预期，预计资产置换后（包括海内外所有资产）2011、2012 年新公司的 EPS 分别为 0.52 元、0.82 元。

公司澳洲卡拉拉铁矿石项目的负面消息基本告一段落，同时在钛精矿价格不断超预期上涨的带动下，钛制品业绩的爆发式增长已成为公司年初以来最大的亮点，因此继续维持对公司的“推荐”评级。

表 8：考虑置换成功后，公司业绩释放情况如下

攀钢钒钛业绩预测	2010E	2011E	2012E	2013E
白马矿盈利预测				
铁精矿产量假设	780	855	1,100	1,400
吨矿净利假设	70	78	90	100
白马矿贡献 EPS 统计	0.09	0.12	0.17	0.24
鞍千矿业盈利预测				
铁精矿产量假设	220	270	270	270
吨矿净利假设	259	315	300	250
鞍千矿业贡献 EPS 统计	0.10	0.15	0.14	0.12
卡拉拉矿石盈利预测				
产量预测	0	200	550	1100
考虑持股比例后对 EPS 的贡献		0.04	0.17	0.34
钛业务盈利预测				
钛业务对 EPS 贡献	0.03	0.15	0.26	0.30
钒业务盈利预测				
钒业务对 EPS 贡献	0.07	0.07	0.07	0.08
合计	0.23	0.52	0.82	1.07

资料来源：长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	43272	49905	55041	61739	货币资金	1757	4991	5504	6363
营业成本	36452	41816	45810	51101	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	6820	8090	9230	10638	应收账款	2285	2661	2934	3292
% 营业收入	15.8%	16.2%	16.8%	17.2%	存货	9164	10490	11490	12816
营业税金及附加	561	647	714	800	预付账款	1622	1853	2029	2264
% 营业收入	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	其他流动资产	44	50	56	62
销售费用	1169	1347	1486	1667	流动资产合计	17032	22532	24754	27865
% 营业收入	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	3219	3693	4073	4569	持有至到期投资	295	295	295	295
% 营业收入	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	长期股权投资	733	733	733	733
财务费用	983	816	676	466	投资性房地产	238	238	238	238
% 营业收入	2.3%	1.6%	1.2%	0.8%	固定资产合计	38910	36655	34189	31574
资产减值损失	203	0	0	0	无形资产	2848	2705	2570	2442
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	67	12	12	12	递延所得税资产	339	0	0	0
营业利润	753	1598	2293	3147	其他非流动资产	-666	-666	-666	-666
% 营业收入	1.7%	3.2%	4.2%	5.1%	资产总计	59728	62492	62112	62479
营业外收支	340	0	0	0	短期贷款	10833	9230	4911	0
利润总额	1090	1598	2293	3147	应付款项	10362	11873	13006	14507
% 营业收入	2.5%	3.2%	4.2%	5.1%	预收账款	3118	3593	3963	4445
所得税费用	28	399	573	787	应付职工薪酬	942	1070	1173	1308
净利润	1062	1198	1720	2360	应交税费	-61	42	51	63
归属于母公司所有者					其他流动负债	7815	8965	9827	10968
的净利润	1060.6	1196.6	1717.4	2357.1	流动负债合计	33009	34773	32931	31292
少数股东损益	1	2	2	3	长期借款	6858	6858	6858	6858
EPS (元/股)	0.19	0.21	0.30	0.41	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	19	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	3467	3467	3467	3467
经营活动现金流净额	4725	6720	6705	7495	负债合计	43353	45098	43256	41617
取得投资收益	21	12	12	12	归属于母公司	15877	16894	18354	20357
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	498	499	502	505
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	16375	17393	18856	20862
固定资产投资	-3416	-899	-950	-917	负债及股东权益	59728	62492	62112	62479
其他	-650	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-4066	-887	-939	-906		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.185	0.209	0.300	0.412
股权融资	95	0	0	0	BVPS	2.77	2.95	3.21	3.55
银行贷款增加 (减少)	-650	-1603	-4319	-4911	PE	65.38	57.96	40.38	29.42
筹资成本	1068	-996	-934	-820	PEG	2.14	1.90	1.32	0.96
其他	-1798	0	0	0	PB	4.37	4.10	3.78	3.41
筹资活动现金流净额	-1285	-2599	-5253	-5731	EV/EBITDA	17.80	14.09	11.59	9.60
现金净流量	-625	3234	514	859	ROE	6.7%	7.1%	9.4%	11.6%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

王鹤涛，复旦大学经济学硕士，南开大学经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。