

方正证券研究所证券研究报告

化工行业研究员：张正华

执业证书编号：S1220511020004

TEL: 010-68584812

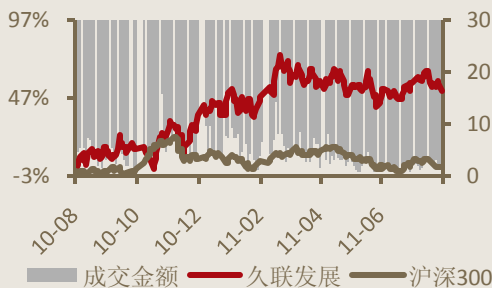
E-mail: zhangzh@foundersc.com

联系人：张力磁

TEL: (10) 68584814

Email: zhanglici@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	1560.21	2318.47	3025.61	4057.34
(+/-)	33.86%	48.60%	30.50%	34.10%
净利润	112.51	150.00	206.87	250.43
(+/-)	48.49%	33.33%	37.91%	21.06%
EPS (元)	0.65	0.87	1.20	1.45
P/E	21.50	27.75	20.12	16.62

相关研究

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

久联发展(002037)

公司深度报告
2011.08.02 增持

化学制品行业

※有别于人的观点：公司爆破服务业务增长空间可能超预期。主战场贵州目前在手的大订单全部来自遵义的市政道路建设，而遵义的道路工程投资量仅占到贵州省道路工程总量的约 20%，预示着省内可挖掘的潜力还很巨大。次战场西藏需求潜力不小于遵义。公司拥有西藏地区爆破公司中最高的 B 级资质，且作为唯一一家注册地在西藏的企业，本土化的构成有助于久联发展西藏地区爆破业务超预期展开。

※公司是民用炸药行业黔陇的垄断性巨头，爆破服务规模全国前三甲。公司在贵州和甘肃民用炸药产量的份额一直稳定在 60%以上，为该地区垄断性巨头。2010 年爆破服务实现收入 3.82 亿，业务规模位列全国三甲。

※看爆破服务的需求：主战场贵州省内仍有空间，贵州“十二五”规划导致市场扩容可期。目前公司省内爆破收入来源主要为遵义当市，而从全省的投资规模远大于遵义当市，因此省内空间仍有待开发。从已经公布的贵州省“十二五”规划中，基建投资仍是重中之重，规划固定资产投资增速 30%以上意味着期间对民爆的需求持续旺盛。**次战场西藏需求即将爆发，公司有望尽享。**“跨越式”发展为西藏“十二五”期间主题，基建极度落后，政策指向明晰，西藏民爆需求有望爆发。公司拥有西藏地区爆破公司中最高的 B 级资质，且作为唯一一家注册地在西藏的企业，本土化的构成有助于久联发展西藏地区爆破业务超预期展开。

※两大壁垒保证公司尽享需求。市政基建爆破服务行业壁垒较高，除了资质壁垒还需要企业有足够的资金能够垫付。公司的爆破公司为双 A 级资质的爆破公司，全国范围内拥有这种资质的公司不超过十五家。此外，承接大型的市政项目需要一定程度的资金垫付，没有一定的规模难以完成。两大壁垒决定了公司有望尽享贵州西藏持续扩容的市场

※公司为上市民爆企业中在爆破服务上做的最好的企业。产业链延伸有助于抵抗原材料价格波动。因此硝酸铵价格上涨公司有较强的抵御能力。

※预计 2011，2012，2013 年 EPS 分别为 0.87，1.2，1.45，对应 PE 分别为 27.75，20.12，16.62，给予公司“增持”评级。

目 录

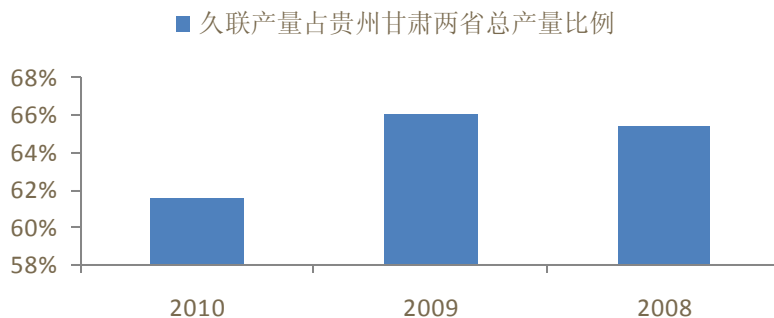
一、	公司概况：炸药垄断黔陇，爆破服务全国领先	3
1.	公司为贵州甘肃地区炸药垄断生产商	3
2.	爆破服务近年成长迅速，营收规模已位列全国三甲	3
二、	爆破服务主战场贵州：需求仍有潜力政策指向明晰	4
三、	爆破服务次战场西藏：同样大的市场，行业中与贵州相仿的地位	5
四、	两大壁垒保持爆破服务业务随需求成长	7
1.	壁垒一：资质壁垒	7
2.	壁垒二：资金壁垒	9
五、	对原材料价格上涨公司有较强的抵御能力	10
六、	盈利预测与估值	11
七、	风险提示	11

一、公司概况：炸药垄断黔陇，爆破服务全国领先

1. 公司为贵州甘肃地区炸药垄断生产商

在民用炸药领域公司长期占领贵州和甘肃 60%以上的份额，为两省的垄断性巨头。

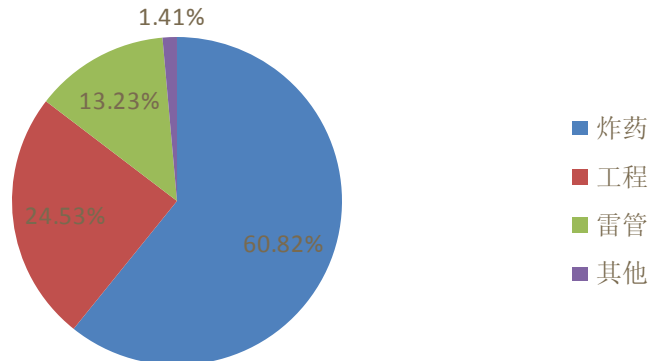
图表 1 公司炸药产量占贵州甘肃两省总产量之比稳定在 60%



资料来源：方正证券研究所整理

公司主营产品涵盖民爆行业所有种类，包括炸药、雷管和爆破服务，其中炸药为公司最主要的利润来源。2010 年公司主营收入构成如下：

图表 2 2010 年公司收入分项，炸药仍是主要来源

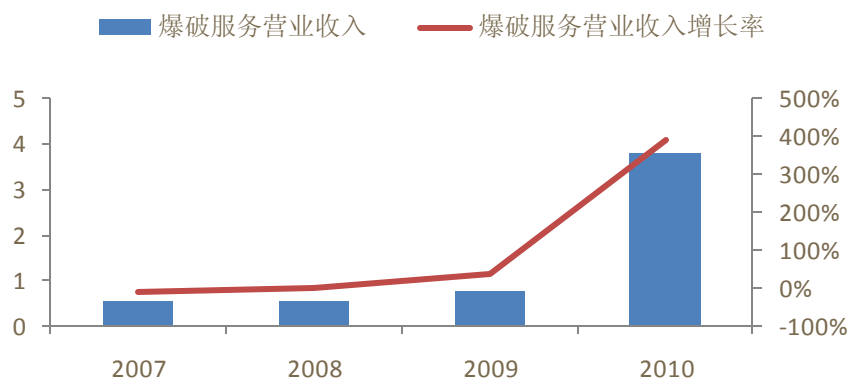


资料来源：公司公告，方正证券研究所整理

2. 爆破服务近年成长迅速，营收规模已位列全国三甲

公司爆破服务业务今年增长迅速。其爆破服务公司 2010 年已实现营业收入 3.82 亿，相比 2009 年提高 389%，实现爆发性增长。目前公司爆破服务业务规模排全国前三，其他两名分别是广东宏远和葛洲坝易普力。

图表 3 公司爆破服务收入（亿元）近年呈现爆发式增长

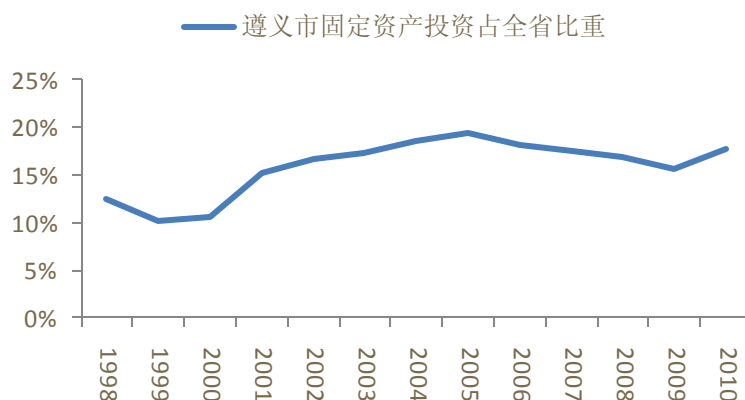


资料来源：公司公告，公司方正证券研究所整理

二、 爆破服务主战场贵州：需求仍有潜力政策指向明晰

近两年公司中标的大合同全部来自遵义市，总额共近 20 亿元。而贵州省内固定资产投资的总规模中，遵义市仅占很小的比重，预示着省内市场还有很大空间可以挖掘。

图表 4 遵义市固定资产投资在全省范围内只占很小比重



资料来源：公司公告，方正证券研究所整理

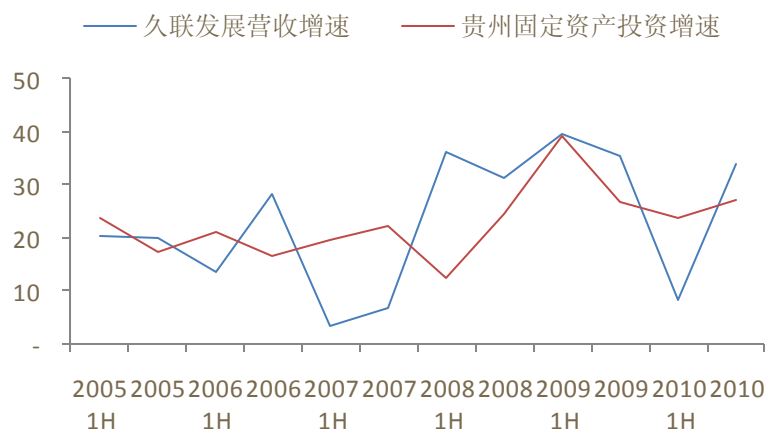
贵州省的各主要行业的“十二五”规划中我们可以看出，基建投资仍然是该段时期贵州省发展的重中之重。我们预计整个十二五期间，贵州省基建投资仍将保持高速增长。受投资带动，对爆破工程的需求可能仍将维持旺盛。

图表 5 贵州省各项“十二五”规划显示基建投资仍是重中之重

事件	内容
贵州十二五规划	主要目标把“经济加速发展”放在首位，提到“全省生产总值确保实现 8000 亿元，力争翻一番、突破 10000 亿元，人均生产总值接近 3000 美元。全社会固定资产投资年均增长 30%以上”。
贵州省铁路“十二五”	铁路建设总投资 3000 亿元，五年规划全省新增铁路里程 3500 公里，其中三年内开工建设 2100 公里，铁路通车里程力争达到 5000 公里
贵州省公路“十二五”	计划建成高速公路 4500 公里，力争“县县通高速”，总投资为 2764 元，为“十一五”期间投资约 2.2 倍。
贵州省煤炭“十二五”	“十二五”期间建成 1 个年产量 5000 万吨和 2 个年产量 3000 万吨以上的大型煤炭企业集团，全省煤炭企业控制在 200 个以内；规模以上煤炭企业控制的煤炭资源量占全省占用煤炭资源量的 80%以上，产量占全省总产量 70%以上。2015 年预计原煤产量 21400 万吨，年均复合增长率为 8%。
城镇化	构建以快速铁路为发展主轴，以黔中经济区为战略重点，以其它重点城市化地区为重要组成，以快速铁路沿线和高速公路网络节点上的重点城市为支撑，能更便捷地融入全国经济大循环的城镇化战略新格局。2015 年全省城镇化率达到 40%。

资料来源：方正证券研究所

图表 6 久联发展营收和贵州省固定资产投资增速高相关



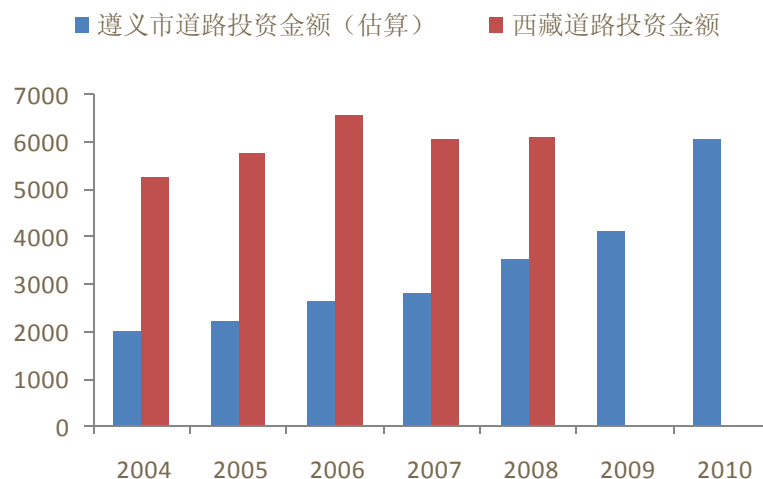
资料来源：方正证券研究所整理

三、 爆破服务次战场西藏：同样大的市场，同样的省内地位

1. 看历史，道路工程投资西藏的市场规模其实大于遵义

公司道路工程项目主要来自遵义市。目前在手的四个大的订单总金额约为 20 亿元，全部为遵义市道路工程项目。可以这么说，遵义市的道路工程项目为目前公司爆破工程的主要收入主要来源。而从历史上看，西藏全区的道路投资金额其实是大于遵义单个市的，预示着西藏地区可能为一个更大的市场。

图表 7 西藏道路建设市场实为一个更大的蛋糕



资料来源：方正证券研究所整理

2. 看未来，西藏大发展 300 亿的大蛋糕，竞争对手较弱

在西藏自治区“十二五”规划中我们已经可以看到，“**跨越式发展**”是西藏“十二五”规划的主旋律。其中基础设施建设在其中的地位尤其显著。原文如下：“**基础设施建设取得重大进展**。交通、能源瓶颈制约进一步缓解。支线铁路建设加快，综合交通体系进一步完善。电力装机规模扩大，实现用电人口全覆盖。城镇化进程不断推进，乡村信息化水平明显提高。”具体政策如下：

图表 8 西藏“十二五”规划细则，投资的“跨越式”发展是重点

相关行业	内容
交通运输	加快新藏、川藏、青藏、滇藏等干线公路整治改建，开工建设滇藏公路新通道，加快通县油路改造工程，开工建设拉萨至林芝铁路，建成拉日铁路。预计到 2015 年公路通车里程达到 7 万公里，5 条国道全部实现路面黑色化，实现县县通油路，60%以上的乡镇通沥青（水泥）路，提升经济干线的通畅水平，消除省道断头路，具备条件的建制村、农林场通公路，初步建成拉萨及各地区综合交通运输枢纽，完成 8 个货运枢纽站、50 个乡镇客运站和 300 个停靠点的建设。
水利工程	以水电为主，油气和新能源互补，建设综合能源体系。全面建成藏木、老虎嘴等水电站，开工建设叶巴滩、苏洼龙等水电站。加快旁多水利枢纽、江北灌区、重点灌区节水改造工程建设，开工建设拉洛水利枢纽及配套灌区、澎波灌区、雅砻水库等大中型水库工程以及农田、草场水利配套工程。
能源建设及运输	建成拉萨、日喀则、山南、阿里等地大型并网光伏电站和储能装置，建设拉萨光热发电站、羊易地热电站。加快实施电网网架工程和电网建设改造工程，建成青藏直流联网工程。

资料来源：方正证券研究所

在西藏规划中，十二五期间用于交通运输的投资高达 500 亿元人民币。而根据我们的测算，其中用于道路工程的投资规模可能高

达 300 亿元，折合每年为 60 亿元，与遵义市 2010 年道路工程的投资规模几乎相等。

之前西藏境内从事爆破服务的公司主要有宜宾耀琪西藏分公司，新宇公司，万州五桥西藏分公司，外加新进入的西藏新联新时代爆破公司一共是 4 家。在这四家公司中，西藏新联是唯一一家注册地在西藏的公司，且拥有四家公司中最高的 B 级资质。我们认为本土化的背景和高等级的资质有助于公司承接项目。久联在西藏的爆破业务有望随西藏大开发而取得重大进展。

四、 两大壁垒保持爆破服务业务随需求成长

1. 壁垒一：资质壁垒

爆破工程，特别是复杂的爆破工程其实是一个要求很高的行业，其需要爆破公司有足够的资质等级。高等级的项目必须由高等级的爆破服务公司才能承接。现在全国范围内同时拥有双 A 资质的企业不超过 15 家，上市企业仅久联发展一家。从下表我们可以看到，公司从三级资质升高到一级资质，不仅需要资金实力和人员素质的持续提升，公司还需要积累一定的业务量（申请一级资质需要公司承担过两项比较复杂的爆破工程服务），并不是花钱买些设备，请些工程师就能够搞定的。

久联发展的子公司新联爆破创立于 1994 年，至今已有 17 个年头，在爆破服务领域有深厚的人员积累和经验积淀。公司目前有双 A 的爆破资质（全国范围内不超过 15 家）。一般来说从爆破公司设立只能拿到 D 级资质，从资质 D 逐渐升级为资质 A 需要至少 10 年的时间。

图表 9 爆破与拆除工程专业承包企业资质等级标准

级别	一级	二级	三级
可 承 包 工 程	可承担各类各等级的大爆破工程、复杂环境深孔爆破、拆除爆破及城市控制爆破工程及其他爆破与拆除工程施工。	可承担单项合同额不超过企业注册资本金 5 倍，且 C 级及以下的大爆破工程和 B 级及以下复杂环境深孔爆破、拆除爆破及城市控制爆破工程及其他爆破与拆除工程施工。	可承担单项合同额不超过企业注册资本金 5 倍，且 D 级及以下的大爆破工程和 C 级及以下复杂环境深孔爆破、拆除爆破及城市控制爆破工程施工，采用机械或人工作业的方式拆除各类建筑物、构筑物。
业 务 量 积 累	企业近 5 年承担过下列 2 项中 1 项以上所列工程的施工	企业近 5 年承担过下列 2 项中 1 项以上所列工程的施工，工	企业近 5 年承担过下列 3 项中 1 项以上所列工程的施工，工

	工,工程质量达到设计要求。	程质量达到设计要求。(1) C 级以上的大爆破工程 2 个(含 2 个(含硐室爆破、露天深孔爆破、地下或水下深孔爆破);(2) A 级复杂环境深孔爆破或拆除爆破或城市控制爆破工程 2 个。	程质量达到设计要求。(1) D 级以上的大爆破工程 2 个;(2) C 级复杂环境深孔爆破或拆除爆破或城市控制爆破工程 2 个;(3) 采用机械或人工作业方式拆除 10 米以上建筑物、构筑物 3 座。
人员资质	企业经理具有 10 年以上从事工程管理工作经历或具有高级职称;技术负责人具有 10 年以上从事爆破施工技术管理工作经历,且主持过 B 级大爆破、拆除爆破或城市控制爆破设计与施工、本专业高级职称。企业有职称的工程技术和经济管理人员不少于 40 人,其中爆破、机械、电气、仪表、地质等工程技术人员不少于 30 人;工程技术人员中具有中级以上职称的人员不少于 15 人,其中爆破专业具有高级职称的人员不少于 3 人。企业具有一级资质项目经理不少于 3 人。	企业经理具有 8 年以上从事工程管理工作经历或具有高级职称;技术负责人具有 8 年以上从事爆破施工技术管理工作经历,且主持过 C 级大爆破、拆除爆破设计与施工、本专业高级职称。企业有职称的工程技术和经济管理人员不少于 20 人,其中爆破、机械、电气、仪表、地质等工程技术人员不少于 15 人;工程技术人员中具有中级以上职称的人员不少于 10 人,其中爆破专业具有高级职称的人员不少于 1 人。企业具有的二级资质以上项目经理不少于 3 人。	企业经理具有 5 年以上从事工程管理工作经历或具有中级以上职称;技术负责人具有 5 年以上从事爆破与拆除施工技术管理工作经历、本专业中级以上职称。企业有职称的工程技术和经济管理人员不少于 12 人,其中工民建、机械、爆破专业技术人员不少于 8 人;工程技术人员中,具有中级以上职称的工民建、机械、爆破专业技术人员不少于 4 人。 企业具有的三级资质以上项目经理不少于 4 人。
资金实力	企业注册资本金 600 万元以上,企业净资产 720 万元以上。	企业注册资本金 300 万元以上,企业净资产 360 万元以上。	企业注册资本金 100 万元以上,企业净资产 120 万元以上。
营收状况	企业近 3 年最高年工程结算收入 3000 万元以上。	企业近 3 年最高年工程结算收入 1500 万元以上。	企业近 3 年最高年工程结算收入 500 万元以上。

设备	企业具有钻孔机、风镐、空压机、发电机、测震仪、全站仪等施工及检测设备。	企业具有钻孔机、风镐、空压机、发电机、测震仪、全站仪等施工及检测设备。	企业具有相应的专业拆除施工机械及测试仪器。
许可证	企业应具备有关部门核发的 A、B 级大爆破和拆除爆破设计证书和爆炸物品使用许可证。	企业应具备有关部门核发的 C 级大爆破和 B 级拆除爆破设计证书和爆炸物品使用许可证。	企业应具备有关部门核发的 D 级大爆破和 C 级拆除爆破设计证书和爆炸物品使用许可证。

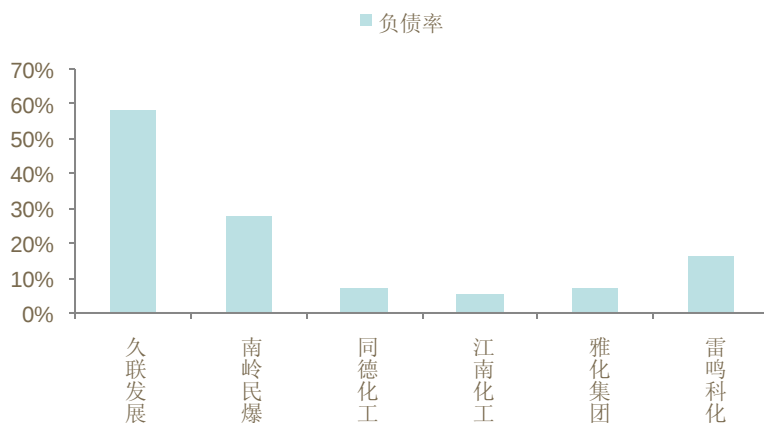
资料来源：方正证券研究所

公司在爆破服务的业务量排全国前三。其他两为分别是广东宏远，其曾是广东省煤炭工业研究院下属国有企业，目前主要做矿山的爆破服务；以及葛洲坝集团下属的易普力，主要从事的是集团下属的爆破任务。一定程度上可以说，公司为道路基础建设爆破服务全国范围内的领军企业。

2. 壁垒二：资金壁垒

足够的资质水平并不是接项目的全部。由于市政项目一般较大，对公司持有的资金量要求也比较大。久联发展拥有资本市场这个融资平台，其融资能力在贵州本省的爆破服务企业当中数一流。即使在民爆行业的上市公司中，久联发展的融资能力也算一流。

图表 10 久联发展的负债水平在所有民爆行业上市公司中排行第一



资料来源：方正证券研究所整理

公司目前在手资金 2.7 亿元。计划通过增发募集资金 6.13 亿元，其中用于爆破服务项目的资金金额为 5 亿元。我们认为如果增发成功，这笔资金能够进一步增厚公司的资金壁垒，为公司以后进

一步承担更大的项目打下铺垫。我们预计当这笔资金到手后，假设 4 倍的周转率，理论上公司能够承担起 30 亿的爆破服务收入。

图表 11 公司目前在手项目列表

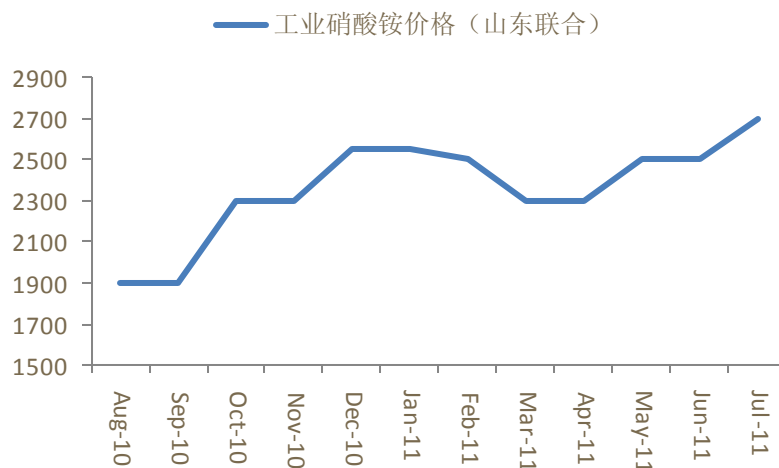
中标时间	合同金额 (亿)	项目模式	项目周期 (天)	项目名称
2009/11/4	4.3	普通	540	新浦新区东联二号路工程和新火车站片区土石方平场工程
2010/8/10	5	BT	540	遵义市共青大道道路工程
2010/10/25	6.9	BT		遵义市新火车站片区新南大道附属工程（洪水台土石方平场工程）
2010/12/3	2.7	BT	290	遵义市新火车站片区新南大道道路工程（BT 模式）

资料来源：方正证券研究所

五、对原材料价格上涨公司有较强的抵御能力

近期硝酸铵价格上涨一定程度上引发了大家对民爆行业今年盈利状况的担忧。7 月底硝酸铵的价格已经涨到了 2700，距 2008 年的高点相差约 300 元。

图表 12 炸药的主要原材料硝酸铵价格已经涨到比较高的位置



资料来源：方正证券研究所整理

作为业内在产业链延伸方向上做的最好的企业，我们认为企业能够一定程度上通过对爆破服务业务收费的调整消化原材料上涨的压力。在上市企业中，久联发展对硝酸铵涨价的敏感程度可能最低。

六、 盈利预测与估值

我们预测公司 2011, 2012, 2013 年 EPS 为 0.87, 1.2, 1.45, 对应 PE 为 27.75, 20.12, 16.62 倍, 给予公司“增持”评级。

图表 13 从 2012 年对应 PE 来看, 久联在行业中估值并不算高

	PE (TTM)	PE (2011)	PE (2012)	PB (MRQ)
久联发展	35	27.75	20.12	6.25
同德化工	34.17	26.89	23.8	3.15
南岭民爆	32.24	27.77	23.4	7.9
雅化集团	37.79	25.83	22.9	3.56
雷鸣科化	34.86	19.90		4.34

资料来源: 方正证券研究所

七、 风险提示

- ◆ 原料价格硝酸铵价格大幅上涨, 而炸药价格却没有相应及时提升, 对公司盈利可能造成影响。
- ◆ BT 项目回款不及时, 影响公司承接新的工程项目。
- ◆ 地方政府融资平台事件恶化导致地方基建投资进度不及预期。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1074.83	845.43	1497.11	1578.81	经营活动现金流	137.26	497.81	-13.69	764.72
现金	367.73	277.24	232.14	380.90	净利润	158.66	238.03	310.54	374.62
应收账款	266.62	238.55	407.49	497.93	折旧摊销	45.95	55.30	74.08	100.37
其它应收款	283.22	37.11	588.06	220.44	财务费用	12.94	19.98	25.62	34.32
预付账款	23.29	78.17	41.92	108.71	投资损失	-2.37	-2.45	-2.27	-2.36
存货	120.20	194.02	206.57	337.55	营运资金变动	-75.99	185.10	-421.07	257.99
其他	13.76	20.35	20.93	33.27	其它	-1.93	1.84	-0.59	-0.22
非流动资产	775.85	1051.62	1338.57	1744.26	投资活动现金流	-256.44	-330.47	-358.18	-503.48
长期投资	8.04	8.04	8.04	8.04	资本支出	138.74	327.62	277.54	394.68
固定资产	483.85	682.13	864.41	1123.21	长期投资	-0.57	0.00	0.00	0.00
无形资产	156.43	245.41	321.57	429.52	其他	-118.28	-2.85	-80.63	-108.80
其他	127.53	116.04	144.56	183.50	筹资活动现金流	245.39	-257.83	-4.01	-48.79
资产总计	1850.68	1897.05	2835.69	3323.07	短期借款	228.00	-205.67	61.11	27.81
流动负债	1015.22	863.64	1532.49	1689.86	长期借款	33.50	-2.46	-2.92	0.16
短期借款	532.52	326.85	718.75	682.87	其他	-16.11	-49.71	-62.21	-76.77
应付账款	205.75	237.79	397.88	471.09	现金净增加额	126.21	-90.49	-375.88	212.45
其他	276.95	299.00	415.86	535.90					
非流动负债	44.65	39.19	37.26	37.77	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	34.00	31.54	28.62	28.78	成长能力				
其他	10.65	7.65	8.64	8.98	营业收入	33.86%	48.60%	30.50%	34.10%
负债合计	1059.88	902.83	1569.75	1727.63	营业利润	31.96%	52.60%	30.22%	20.40%
少数股东权益	139.78	227.81	331.47	455.66	归属母公司净利润	48.49%	33.33%	37.91%	21.06%
归属母公司股东权益	651.02	766.41	934.47	1139.78	获利能力				
负债和股东权益	1850.68	1897.05	2835.69	3323.07	毛利率	30.77%	30.20%	30.20%	28.80%
					净利率	10.17%	10.27%	10.26%	9.23%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	20.06%	23.94%	24.53%	23.48%
营业收入	1560.21	2318.47	3025.61	4057.34	ROIC	12.95%	20.97%	18.33%	20.06%
营业成本	1080.16	1618.30	2111.88	2888.83	偿债能力				
营业税金及附加	23.26	23.18	30.26	40.57	资产负债率	57.27%	47.59%	55.36%	51.99%
营业费用	60.24	88.10	114.97	154.18	净负债比率	71.64%	36.84%	59.76%	45.32%
管理费用	172.33	243.44	317.69	426.02	流动比率	1.06	0.98	0.98	0.93
财务费用	12.94	19.98	25.62	34.32	速动比率	0.94	0.75	0.84	0.73
资产减值损失	8.66	15.10	20.11	25.31	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.99	1.24	1.28	1.32
投资净收益	2.37	2.45	2.27	2.36	应收帐款周转率	8.34	9.18	9.37	8.96
营业利润	204.99	312.82	407.36	490.47	应付帐款周转率	6.00	7.30	6.64	6.65
营业外收入	7.41	7.53	7.51	7.48	每股指标(元)				
营业外支出	4.89	6.85	8.32	6.69	每股收益	0.65	0.87	1.20	1.45
利润总额	207.51	313.49	406.55	491.27	每股经营现金	0.79	2.88	-0.08	4.42
所得税	48.85	75.47	96.02	116.65	每股净资产	4.57	5.75	7.32	9.22
净利润	158.66	238.03	310.54	374.62	估值比率				
少数股东损益	46.15	88.02	103.66	124.19	P/E	21.50	27.75	20.12	16.62
归属母公司净利润	112.51	150.00	206.87	250.43	P/B	3.72	5.43	4.46	3.65
EBITDA	253.46	368.80	480.63	591.64	EV/EBITDA	10.91	12.15	10.45	8.39
EPS (元)	0.65	0.87	1.20	1.45					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com