

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

收入上升毛利率下降，营业外支出使净利润下滑

事件描述

方大炭素今日公布 2011 年 3 季报，1-9 月公司实现营业收入 33.64 亿元，同比增长 49.50%；营业成本 20.44 亿元，同比增长 33.56%；实现归属于母公司所有者净利润 5.26 亿元，同比增长 89.64%；实现 EPS 为 0.41 元。

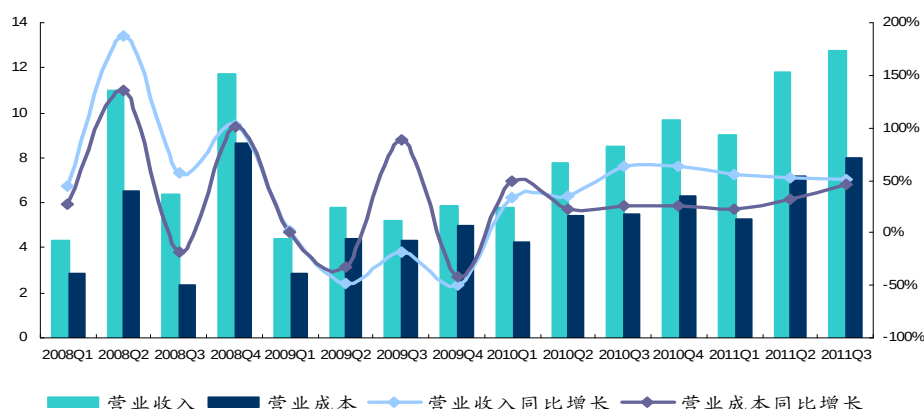
其中 3 季度公司实现营业收入 12.78 亿元，同比增长 50.73%；营业成本 8.01 亿元，同比增长 46.47%；实现归属于母公司所有者净利润 1.40 亿元，同比增长 12.68%；3 季度实现 EPS 为 0.11 元，2 季度 EPS 为 0.17 元。

事件评论

第一，3 季度营业收入同比增长增速持平，营业成本同比增长增速扩大，环比均增长，毛利率小幅下降

3 季度公司实现营业收入 12.78 亿元，同比增长 50.73%，2 季度同比增速为 51.69%；营业成本 8.01 亿元，同比增长 46.47%，2 季度同比增速为 32.70%；实现归属于母公司所有者净利润 1.40 亿元，同比增长 12.68%；3 季度实现 EPS 为 0.11 元，2 季度 EPS 为 0.17 元。

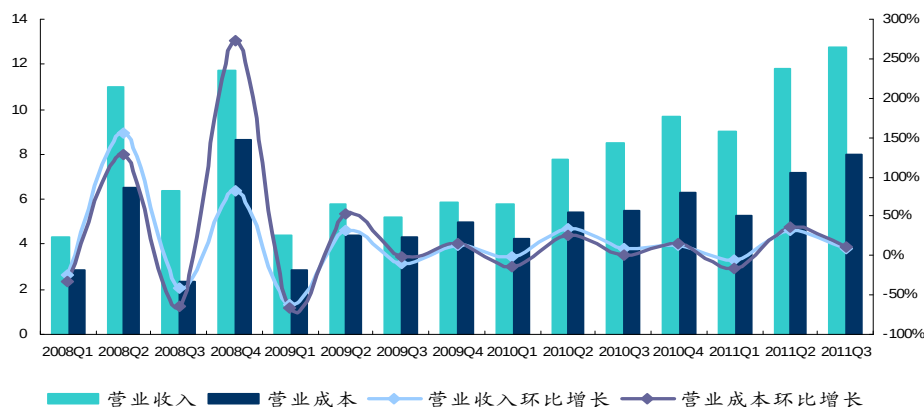
图 1：3 季度营业收入与营业成本同比均增长，增速收入基本持平成本上升



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

环比来看，3 季度营业收入环比增长 8.03%，2 季度收入环比增速为 31.02%；3 季度营业成本环比增长 11.06%，2 季度成本环比增速为 36.74%。

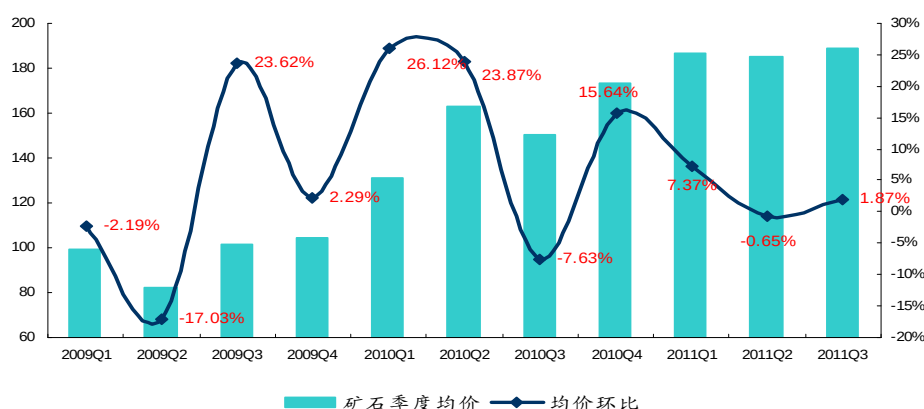
图 2：3 季度营业收入与营业成本环比均增长，存在季节性波动规律



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

营业收入环比增长约 8%，主要来自铁精粉产能的进一步释放与等静压石墨的量价齐升：1、公司铁精粉在 3 季度产能进一步释放，虽然价格环比基本持平，但产量增长使得收入出现一定提升；2、等静压石墨 3 季度产量价格都有一定幅度的提高，也成为收入环比增长的贡献之一。

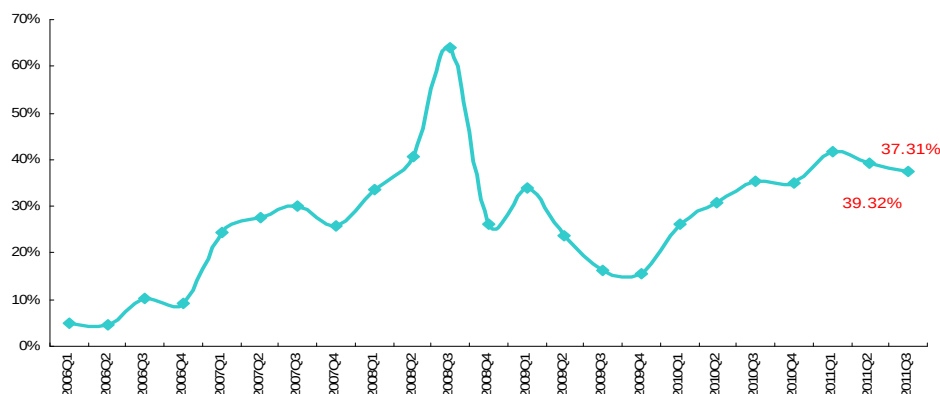
图 3：3 季度矿石价格环比 2 季度小幅上涨



资料来源：Mysteel，钢之家，长江证券研究部

3 季度综合毛利率为 37.31%，环比小幅下降，这与成本压力尤其是传统石墨制品所面临的成本负担有关。

图 4：3 季度毛利率环比 2 季度有所下降



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

从简化利润表来看，综合毛利率虽小幅下降，但营业收入的增长带动公司主营利润小幅增加。期间费用的增加使得营业利润环比有所下降，加之营业外支出的大幅增长最终使得净利润环比大幅下降。其中，营业外支出的大幅增加源于担保诉讼计提的预计损失。

表 1：方大炭素利润表简化统计，3 季度期间费用和营业外支出的增加使得净利环比下降

方大炭素利润简表	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
营业收入	5.19	5.88	5.81	7.80	8.48	9.65	9.03	11.83	12.78
毛利率	16.18%	15.48%	26.33%	30.64%	35.50%	35.03%	41.86%	39.32%	37.31%
主营利润	0.84	0.91	1.53	2.39	3.01	3.38	3.78	4.65	4.77
三项费用率	16.96%	20.92%	18.42%	15.00%	16.16%	15.75%	17.39%	13.52%	14.35%
销售费用	0.24	0.36	0.26	0.36	0.43	0.39	0.41	0.46	0.50
管理费用	0.50	0.77	0.60	0.57	0.69	0.78	0.92	0.86	1.00
财务费用	0.14	0.10	0.21	0.24	0.25	0.35	0.24	0.29	0.33
期间费用	0.88	1.23	1.07	1.17	1.37	1.52	1.57	1.60	1.83
营业税金及附加	0.04	0.03	0.02	0.03	0.04	0.07	0.05	0.09	0.09
资产减值损失		0.38	0.00			0.12	0.00	0.00	0.00
营业利润	-0.08	-0.74	0.45	1.20	1.60	1.68	2.16	2.91	2.63
营业外收入	0.11	-0.15	0.17	0.14	0.10	0.27	0.10	0.05	0.38
营业外支出	0.03	0.71	0.01	0.05	0.05	0.05	0.01	0.01	0.84
利润总额	0.00	-1.60	0.61	1.30	1.64	1.90	2.26	2.94	2.17
所得税费用	-0.01	-0.12	0.19	0.26	0.39	0.57	0.49	0.69	0.74
少数股东权益	-0.09	-0.15	0.02	0.08	0.01	0.05	0.04	0.11	0.04
归属于母公司所有者净利润	0.10	-1.34	0.40	0.96	1.43	1.27	1.72	2.15	1.40
净利率	1.93%	-22.79%	6.88%	12.31%	16.86%	13.16%	19.05%	18.15%	10.91%
存货	14.37	14.60	15.16	16.46	17.53	16.12	10.83	17.07	17.12
最新股本	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79
EPS	0.01	-0.10	0.03	0.08	0.11	0.10	0.13	0.17	0.11

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第二，费用水平环比有所上升，存货水平环比基本持平，经营性现金流环比有所下降

3 季度公司费用总额为 1.83 亿元，环比 2 季度的 1.60 亿元有所上升，但仍基本维持平稳。

图 5：3 季度公司费用水平环比 2 季度有所上升



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

从费用率来看，三项费用率环比均有不同程度的上升。

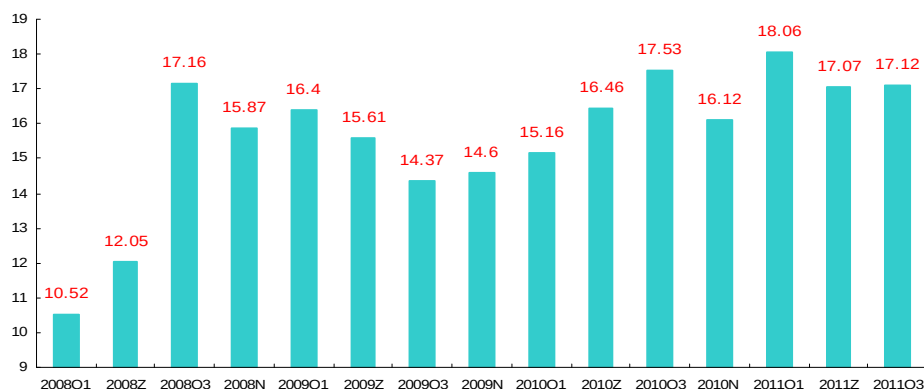
表 2：3 季度公司三项费用率均出现不同程度的上升

季度费用统计	销售费用		管理费用		财务费用		三项费用率	
	季度费用额	费用率	季度费用额	费用率	季度费用额	费用率	季度费用额	费用率
2006Q1	0.04	3.39%	0.08	6.78%	0.09	7.63%	0.21	17.80%
2006Q2	0.04	2.96%	0.24	17.78%	0.15	11.11%	0.43	31.85%
2006Q3	0.04	2.92%	-0.05	-3.65%	0.13	9.49%	0.12	8.76%
2006Q4	0.00	0.00%	0.14	16.09%	0.16	18.39%	0.30	34.48%
2007Q1	0.21	7.07%	0.19	6.40%	0.13	4.38%	0.53	17.85%
2007Q2	0.19	4.96%	0.26	6.79%	0.22	5.74%	0.67	17.49%
2007Q3	0.26	6.37%	0.26	6.37%	0.20	4.90%	0.72	17.65%
2007Q4	0.23	3.99%	0.41	7.11%	0.32	5.55%	0.96	16.64%
2008Q1	0.18	4.18%	0.40	9.28%	0.23	5.34%	0.81	18.79%
2008Q2	0.32	2.90%	0.64	5.81%	0.38	3.45%	1.34	12.16%
2008Q3	0.42	6.56%	0.74	11.56%	0.39	6.09%	1.55	24.22%
2008Q4	0.32	2.74%	0.64	5.47%	0.35	2.99%	1.31	11.20%
2009Q1	0.26	5.95%	0.63	14.42%	0.20	4.58%	1.09	24.94%
2009Q2	0.19	3.29%	0.45	7.79%	0.16	2.77%	0.80	13.84%
2009Q3	0.24	4.62%	0.50	9.63%	0.14	2.70%	0.88	16.96%
2009Q4	0.36	6.12%	0.77	13.10%	0.10	1.70%	1.23	20.92%
2010Q1	0.26	4.48%	0.60	10.33%	0.21	3.61%	1.07	18.42%
2010Q2	0.36	4.62%	0.57	7.31%	0.24	3.08%	1.17	15.00%
2010Q3	0.43	5.07%	0.69	8.14%	0.25	2.95%	1.37	16.16%
2010Q4	0.39	4.04%	0.78	8.08%	0.35	3.63%	1.52	15.75%
2011Q1	0.41	4.54%	0.92	10.19%	0.24	2.66%	1.57	17.39%
2011Q2	0.46	3.86%	0.86	7.23%	0.29	2.44%	1.60	13.52%
2011Q3	0.50	3.90%	1.00	7.84%	0.33	2.61%	1.83	14.35%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

期末公司存货为 17.12 亿元，环比 2 季度末的 17.07 亿元基本持平，维持一贯的平稳。

图 6：3 季度存货水平环比基本持平



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

3 季度公司经营活动产生的经营活动现金流量净额为 0.81 亿元，环比 2 季度的 1.13 有所下降。

图 7：3 季度经营活动产生的现金流量净额环比有所



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第三，主业维持稳定，等待等静压石墨产能释放带来品种结构调整

我们对公司现有传统主业进行简单盈利预测，短期依靠现有产能，长期增长主要来自募投项目的投产。

✓ 传统炭素制品业绩贡献较为有限，2011、2012 年贡献 EPS 分别为 0.09 元、0.11 元；

对传统炭素制品的盈利预测，主要假设条件如下：

- 2010 年毛利率为 22% 左右，2011 年上半年炭素制品毛利率达到 24.54%，由于下半年成本压力增加，对全年综合毛利率假设为 22%。同样对以后几年的炭素制品毛利率进行简单假设，统一假定为 22%；
- 上半年销售均价为 15644 元/吨，对全年销售均价简单假定为约 15644 元/吨，对以后几年的价格水平也进行简单预测，假定为 16000 元/吨；
- 上半年公司实现炭素制品产量 9 万吨，全年假定为 18 万吨，以后各年份均价稳定为 20 万吨；

简单测算之下，预计公司传统炭素制品 2011、2012 年的业绩贡献分别为 0.09 元和 0.11 元。

表 3：传统炭素制品业绩贡献预测，2011-2012 年 EPS 分别为 0.09 元和 0.11 元

炭素制品	2010Z	2010A	2011Z	2011E	2012E	2013E	2014E
------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

营业收入	10.55	23.46	14.08	28.16	32.00	32.00	32.00
营业成本	8.49	18.26	10.62	21.96	24.96	24.96	24.96
毛利率	19.53%	22.18%	24.54%	22%	22%	22%	22%
毛利水平	2.06	5.20	3.45	6.20	7.04	7.04	7.04
产量	8.30	16.8	9	18	20	20	20
销售均价	12,711	13,964	15,644	15,644	16,000	16,000	16,000
三项费用率	16.40%	16.09%	15.20%	17%	17%	17%	17%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净利润	0.28	1.21	1.12	1.20	1.36	1.36	1.36
总股本	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79
贡献 EPS	0.02	0.09	0.09	0.09	0.11	0.11	0.11
增发后总股本	15.11	15.11	15.11	15.11	15.11	15.11	15.11
贡献 EPS	0.02	0.08	0.07	0.08	0.09	0.09	0.09

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

✓ **铁精粉扩产成为 2011 年业绩重要增量, 2011、2012 年贡献 EPS 分别为 0.35 元、0.39 元;**

铁精粉盈利预测的主要假设条件如下:

- 2010 年下半年铁精粉扩产项目完成, 产能提升为 100 万吨。假定 2011、2012 年产量分别为 90 万吨和 95 万吨;
- 2010 年铁矿石毛利率为 71%, 上半年铁精粉毛利率为 75.19%; 由于最近铁矿石价格持续下跌, 综合考虑简单假定 2011、2012 年毛利率分别为 70%、70%;
- 上半年铁精粉销售均价约为 1140 元/吨, 简单假定全年均价为 1100 元/吨, 对应同比涨幅为 18.58%; 同时假定 2012-2014 年铁矿石价格的涨幅分别为 5%、0%、-5%;

简单测算之下, 铁精粉 2011、2012 年的业绩贡献分别为 0.35 元和 0.39 元。

表 4: 铁精粉业绩贡献预测, 2011-2012 年贡献 EPS 分别为 0.30 元和 0.33 元

铁精粉	2010Z	2010A	2011Z	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	2.13	6.23	5.01	9.90	10.97	11.55	10.97
营业成本	0.68	1.79	1.24	2.97	3.29	4.04	4.39
毛利率	68.08%	71.27%	75.19%	70%	70%	65%	60%
毛利水平	1.45	4.44	3.77	6.93	7.68	7.51	6.58
产量	27.40	67.16	44	90	95	100	100
销售均价	777	928	1,140	1,100	1,155	1,155	1,097
平均涨幅		19.33%	46.59%	18.58%	5%	0%	-5%
三项费用率	16.40%	16.09%	15.20%	17%	17%	17%	17%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净利润	0.94	2.92	2.56	4.46	4.94	4.71	4.01
总股本	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79
贡献 EPS	0.07	0.23	0.20	0.35	0.39	0.37	0.31
增发后总股本	15.11	15.11	15.11	15.11	15.11	15.11	15.11
贡献 EPS	0.06	0.19	0.17	0.30	0.33	0.31	0.27

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

在立足于现有业务的同时，非公开增发项目后期产能的释放将成为公司长期盈利提升的主要增长点。

公司非公开增发项目为 3 万吨/年特种石墨制造与加工项目和 10 万吨/年油系针状焦工程。

表 5：方大炭素非公开发行募集资金用途情况

项目	项目总投资	拟使用募集资金	其他资金来源
3 万吨/年特种石墨制造与加工项目	210,191.17	179,621.17	30,570.00
10 万吨/年油系针状焦工程	101,980.00	101,980.00	0.00
合计	312,171.17	281,601.17	30,570.00

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

✓ **3 万吨/年特种石墨制造与加工项目，国内售价约为 10 万元/吨，毛利率为 50-60%；**

我们对特种石墨项目未来的盈利贡献进行简单的预测，主要的假设如下：

- 项目建设期约为 22 个月，预计可于 2013 年开始释放产量，假设公司 2011-2015 年产量分别为 0.3 万吨、0.35 万吨、1.4 万吨、2 万吨、3 万吨；
- 等静压石墨当前毛利率处在较高的水平，约为 50-60%，净利率预计可达到 40%以上。我们对 2011-2012 年产品净利率均假定为 40%；2013 年之后由于新增产能的大幅释放，估计产品盈利能力可能会逐步有所下降，故对 2013-2015 年净利率假定为 30%、25%、25%；
- 从我们之前了解到的信息来看，等静压石墨国外销售价格接近 20 万元/吨，而国内仅为约 10 万元/吨，我们仍按销售价格 10 万元/吨进行假设；
- 在公司产能释放后，供需格局将逐步改变，我们对后面几年的销售价格进行相对简单谨慎的假设，预计 2013-2015 年产品价格分别为约 9 万元/吨、8 万元/吨、7 万元/吨；

根据我们的假设来看，在现有 3000 吨产能的基础上，增发完成后，后期新建项目逐步投产，预计 2011-2012 年等静压石墨贡献 EPS 为 0.09 元和 0.11 元；对应 2011-2015 年等静压石墨摊薄后的预计贡献分别为 0.08 元、0.09 元、0.25 元、0.26 元、0.35 元。

表 6：等静压石墨产能逐步释放后，带来的业绩贡献预测

等静压石墨	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	极限假设 1	极限假设 2	极限假设 3
销售收入	3	3.5	12.6	16	21	30	36	45
销售均价	10	10	9	8	7	10	12	15
净利率	40%	40%	30%	25%	25%	40%	40%	40%
净利润	1.2	1.4	3.78	4	5.25	12	14.4	18
产量	0.3	0.35	1.4	2	3	3	3	3
总股本	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79
贡献 EPS	0.09	0.11	0.30	0.31	0.41	0.94	1.13	1.41
增发后总股本	15.11	15.11	15.11	15.11	15.11	15.11	15.11	15.11
摊薄后贡献 EPS	0.08	0.09	0.25	0.26	0.35	0.79	0.95	1.19

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

当然我们的测算考虑因素相对较为简单，无法全面模拟实际运营过程中可能遇到的种种问题。关于供需格局判断的偏差将直接导致这一产品销售价格与毛利率的变动误差，这可能会对业绩的测算产生较大影响，我们假定 3 万吨产能全部释放，对业绩敏感性进行测算如下：

- ✓ 如果售价达到 15 万元/吨：净利率 40%对应 EPS 为 1.19 元；净利率 20%对应 EPS 为 0.60 元；

✓ 如果均价达到 10 万元/吨：净利率 40%对应 EPS 为 0.79 元；净利率 20%对应 EPS 为 0.40 元；

✓ 如果均价达到 5 万元/吨：净利率 40%对应 EPS 为 0.40 元；净利率 20%对应 EPS 为 0.20 元；

表 7：增发股本摊薄后，等静压石墨业绩敏感性预测

净利率/价格	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	20
10%	0.10	0.12	0.14	0.16	0.18	0.20	0.22	0.24	0.26	0.28	0.30	0.40
15%	0.15	0.18	0.21	0.24	0.27	0.30	0.33	0.36	0.39	0.42	0.45	0.60
20%	0.20	0.24	0.28	0.32	0.36	0.40	0.44	0.48	0.52	0.56	0.60	0.79
25%	0.25	0.30	0.35	0.40	0.45	0.50	0.55	0.60	0.65	0.69	0.74	0.99
30%	0.30	0.36	0.42	0.48	0.54	0.60	0.66	0.71	0.77	0.83	0.89	1.19
35%	0.35	0.42	0.49	0.56	0.63	0.69	0.76	0.83	0.90	0.97	1.04	1.39
40%	0.40	0.48	0.56	0.64	0.71	0.79	0.87	0.95	1.03	1.11	1.19	1.59

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

✓ **10 万吨/年油系针状焦工程：**

我们对 10 万吨/年油系针状焦工程未来的盈利贡献进行简单的预测，主要的假设条件如下

- 项目建设期约为 2 年，故假定 2013 年可释放产能约 4 万吨，2014 年之后维持满产；
- 产品价格的假设相对难度较大，我们采取简单考虑，假定为 6000 元/吨不变；
- 由于掌握的信息较为有限，我们仅能通过对毛利率进行从低到高的一系列假设，以观察不同盈利能力所对应的产品业绩贡献。毛利率分别按照 10%-50%进行假设；

简答测算可得，如果该产品毛利率能够维持 30%，则 2013-2014 年的业绩贡献分别为 0.02 元和 0.04 元；如果毛利率达到 50%，2013-2014 年业绩贡献可达到 0.04 元和 0.11 元；当然如果毛利率下滑至 20%以下，业绩贡献可能将较为有限。

由于数据的缺乏，我们对该产品的测算难免有考虑不周的地方，有待进一步核实与完善。

表 8：10 万吨针状焦项目的盈利能力测算，业绩贡献较为有限

10 万吨针状焦项目	2013E	2014E	2015E	2016E
营业收入	2.40	6.00	6.00	6.00
产量	4	10	10	10
销售均价	6,000	6,000	6,000	6,000
三项费用率	17%	17%	17%	17%
所得税率	15%	15%	15%	15%
增发后总股本	15.11	15.11	16.11	17.11
毛利率 E1	10%	10%	10%	10%
贡献 EPS	-0.01	-0.02	-0.02	-0.02
毛利率 E2	20%	20%	20%	20%
贡献 EPS	0.00	0.01	0.01	0.01
毛利率 E3	30%	30%	30%	30%
贡献 EPS	0.02	0.04	0.04	0.04
毛利率 E4	40%	40%	40%	40%
贡献 EPS	0.03	0.08	0.07	0.07
毛利率 E5	50%	50%	50%	50%

贡献 EPS	0.04	0.11	0.10	0.10
--------	------	------	------	------

资料来源：长江证券研究部

第四，维持“推荐”评级

暂不考虑非公开增发对股本摊薄的影响，预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 0.52 元和 0.60 元，维持“推荐”评级。

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	3216	4107	4648	5856	货币资金	1092	411	465	586
营业成本	2158	2659	3073	3738	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1059	1448	1575	2118	应收账款	547	699	791	996
% 营业收入	32.9%	35.3%	33.9%	36.2%	存货	1612	1988	2298	2794
营业税金及附加	16	21	23	29	预付账款	133	164	189	230
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	145	185	209	264	流动资产合计	4069	4136	4733	5854
% 营业收入	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	可供出售金融资产	3	3	3	3
管理费用	267	341	386	486	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	长期股权投资	62	62	62	62
财务费用	105	38	20	10	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	3.3%	0.9%	0.4%	0.2%	固定资产合计	1653	1951	2235	2411
资产减值损失	3	0	0	0	无形资产	383	364	346	328
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	13	13	13	13
投资收益	2	0	0	0	递延所得税资产	39	0	0	0
营业利润	523	864	936	1329	其他非流动资产	42	42	42	42
% 营业收入	16.3%	21.0%	20.1%	22.7%	资产总计	6265	6571	7434	8714
营业外收支	52	-50	0	0	短期贷款	1231	562	410	141
利润总额	567	814	936	1329	应付款项	417	514	594	723
% 营业收入	17.6%	19.8%	20.1%	22.7%	预收账款	122	156	177	223
所得税费用	145	122	140	199	应付职工薪酬	55	69	79	96
净利润	422	692	796	1129	应交税费	80	71	82	114
归属于母公司所有者					其他流动负债	1129	1398	1611	1970
的净利润	405.9	669.0	769.8	1092.2	流动负债合计	3033	2770	2952	3267
少数股东损益	16	23	26	37	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.32	0.52	0.60	0.85	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	22	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	60	60	60	60
经营活动现金流净额	-38	567	789	923	负债合计	3116	2830	3013	3327
取得投资收益	2	0	0	0	归属于母公司	2869	3438	4092	5021
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-203	0	0	0	少数股东权益	280	302	329	366
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	3149	3741	4421	5387
固定资产投资	-237	-441	-446	-359	负债及股东权益	6265	6571	7434	8714
其他	-27	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-467	-441	-446	-359		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	1000	0	0	0	EPS	0.317	0.523	0.602	0.854
股权融资	0	0	0	0	BVPS	2.24	2.69	3.20	3.93
银行贷款增加（减少）	-374	-669	-152	-269	PE	45.69	27.72	24.09	16.98
筹资成本	92	-138	-136	-174	PEG	1.17	0.71	0.62	0.43
其他	-196	0	0	0	PB	6.46	5.39	4.53	3.69
筹资活动现金流净额	521	-807	-288	-443	EV/EBITDA	23.94	17.57	16.26	11.76
现金净流量	16	-681	54	121	ROE	14.1%	19.5%	18.8%	21.8%

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。