



乘产业政策东风，长期发展向好

买入维持评级

目标价 16.04 元

投资要点:

- 民爆行业实行产能限制、国家定价，产品价格近年三次上调；
- 行业盈利情况与固定资产投资直接相关；
- 公司完成收购后，经营规模扩张三倍，市场空间大增。

报告摘要:

民爆行业：政策、需求等多因素支持行业景气状态。

- 行业实行严格的生产许可证制度，目前国内工业炸药的安全许可能力约 420 万吨。
- 《民用爆破器材行业“十一五”规划纲要》明确提出了促进企业重组整合的行业发展目标。2010 年生产企业数量已经减少到约 140 家，到“十二五”末，生产企业将重组整合到 50 家以内。
- 国家对民爆产品的销售执行国家指导价，05 年以来，国家先后三次上调了民爆产品的基准价格。
- 行业盈利情况与固定资产投资直接相关。可以预期，随着高铁、农田水利、开发西部等陆续展开，民爆行业将迎来新的需求高峰。

江南化工：收购带来经营规模扩张及更大的市场空间。

- 通过资产收购，产能由 6.6 万吨扩张到 25.65 万吨。收购完成后，公司规模接近原有业务的 4 倍，成为国内第一大民爆生产企业。
- 公司业务将覆盖新疆、海南及长江中下游大部分地区。在公司业务范围内，既有煤矿、铁矿等密集分布区域，又有密集的铁路、公路网络，新疆等地的矿产资源开发也将产生巨大的炸药需求。
- 高质量的产品是公司竞争优势的重要保障。高技术含量的产品带来高收益，公司销售净利率一直保持在国内上市公司最高水平。

- 业绩预测。**按公司收购、转增后总股本 39563.95 万股全面摊薄测算，预计公司今明两年 EPS 分别为 0.48 元、0.80 元；按明年 20 倍 PE，目标价格 16.04 元，给予“买入”评级。

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	260.10	324.17	1071.03	1786.05	2535.07
增长率	6.78%	24.63%	230.39%	66.76%	41.94%
归属母公司股东净利	70.26	72.59	187.87	317.13	517.04
增长率	130.14%	3.31%	158.83%	68.80%	63.04%
每股收益 (EPS)	0.178	0.183	0.475	0.802	1.307
PE	68.70	66.50	25.69	15.22	9.34

化工行业研究组

分析师

祖广平(S1180510120011)

电话: 010-88085610

Email: zuguangping@hysec.com

张延明(S1180510120009)

电话: 010-88085223

Email: zhangyanming@hysec.com

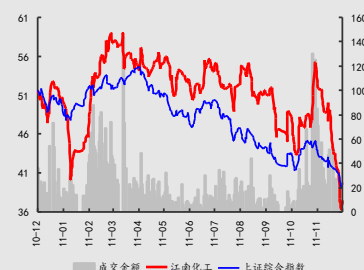
联系人

柴沁虎

电话: 010-88085958

Email: chaiqinhu@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20100930	18154.22	
20100630	13547.39	
20100331	11913.66	

数据来源: 港澳资讯

相关研究

- 《宏源证券*公司调研报告*产业链逐步完善,长期发展向好*002226*化工行业*祖广平》, 2011.11
- 《宏源证券*公司中报简评*江南化工(002226)完成资产收购,规模迅速扩增*002226*化工行业*祖广平》, 2011.8

目录

一、民爆行业：政策、需求等多因素支持行业景气状态	4
（一）行业整体产能规模受到严格控制	4
（二）行业已进入快速整合时期	4
（三）民爆产品盈利形势向好	5
（四）行业盈利情况与固定资产投资直接相关	7
二、江南化工：产业链逐步完善，长期发展向好	8
（一）通过持续资产收购，迅速成为国内最大炸药企业	8
（二）产业链不断完善，面临巨大发展机遇	9
（三）生产工艺先进，产能盈利能力远超其它企业	11
三、业绩预测	13

插图

图 1: 硝酸铵价格与民爆产品价格指数走势	5
图 2: 炸药成本构成	6
图 3: 近年国内硝酸铵价格走势（华北地区，元/吨）	6
图 4: 炸药需求构成	7
图 5: 行业盈利情况与固定资产投资高度相关	7
图 6: 民爆行业利润产量及固定资产投资情况	8
图 7: 国内煤矿分布图	10
图 8: 国内铁矿分布图	10
图 9: 国内几家主要民爆上市企业业务分布情况	10
图 10: 公司将覆盖国内高铁网络最密集的区域（阴影部分为公司业务范围）	11
图 11: 几种主要炸药比重变动情况（%）	12
图 12: 公司销售净利率在业内一直处于较高水平	12

表格

表 1: 民爆行业各个环节均受到严格控制	4
表 2: 近年来国家三次上调民爆产品价格	5
表 3: 2010 年国内硝酸铵产能产量情况（万吨）	6
表 4: 近两年国内在建硝酸铵产能（部分）	7
表 5: 近两年行业经营情况	8
表 6: 所收购资产的产能及分布情况	9
表 7: 所收购资产的产量及盈利能力	9
表 8: 2009 年国内民爆企业排名	10
表 10: 公司盈利预测（百万元）	13
表 11: 相关上市公司估值情况	13

一、民爆行业：政策、需求等多因素支持行业景气状态

（一）行业整体产能规模受到严格控制

民爆行业是我国为数不多的被政府严格监管的行业之一，国家严格限制审批新的民爆器材生产企业，严格的准入制度和安全管理要求是进入本行业的主要障碍，因此行业具有较高的政策进入壁垒。

目前国内民爆器材产品的科研、生产、销售、进出口、专用设备生产、工程设计、质量检测均实行严格的行业准入制度，从事民爆器材生产或经营的企业必须持有由工信部（国防科工委）颁发的民用爆炸物品生产许可证或销售许可证。

表 1：民爆行业各个环节均受到严格控制

流程	机关
生产	向工信部申请
销售	向所在地省级单位主管部门申请
购买	向所在地县级公安机关申请
储存	储存在专用仓库内
运输	收货单位向运达地县级公安机关申请
爆破	向相关人民政府公安机关申请

资料来源：宏源证券

目前，国内工业炸药的生产许可能力为接近 500 万吨，安全许可能力约 420 万吨。2009 年，全国工业炸药总产量 291.6 万吨，2010 年前三季度达到 253.3 万吨。

民爆行业主管部门对行业的准入以及产品的产能、产量的管理，对于稳定市场、避免无序竞争至关重要，也保证了行业内企业的基本利润水平。近年来，行业整体销售毛利率在 30%-50% 之间。

（二）行业已进入快速整合时期

《民用爆破器材行业“十一五”规划纲要》明确提出了促进企业重组整合、培育一批优势骨干企业的行业发展目标。

2006 年 6 月，国防科工委制订发布的《民用爆破器材行业“十一五”规划纲要》中提出，到 2008 年底，生产企业数量减少 100 家以上，经营企业减少 500 家以上；2010 年底生产企业数量进一步减少到 200 家以内，经营企业数量进一步减少到 800 至 1000 家以内。

“十一五”期间，民爆行业集中度大幅提升，排名前 29 家生产企业的生产总值占全行业总产值比例由 2006 年的 25.1% 提高到 2009 年的 42.6%。

国内目前仍有 140 余家生产企业，炸药户均年生产量 2 万吨左右；而与中国市场容量相当的美国，2007 年炸药公司就仅有 19 家，公司户均生产量达到 17 万吨；因此

国内民爆行业必然继续深入整合，结果将产生一批较大的民爆生产企业，小规模为民爆企业将在整合中被兼并、淘汰。

根据 2011 年民爆行业会议的相关信息，在“十二五”期间，民爆行业将继续推进整合，主要体现在以下两个方向。

首先是提升产业集中度，“十二五”要进一步加大结构调整力度，走集约化发展的道路，努力减少企业和生产点数量；今后较长的一段时期，兼并重组、撤点减线仍是结构调整工作的主题。到“十二五”末，生产企业重组整合到 50 家以内，销售企业 200 家以内。

第二要着力培育行业龙头企业，打破地区分割和保护，形成统一开放的市场体系，形成 20 家左右优势骨干企业集团，着力培育 1~2 家具有国际先进企业相比的大型企业集团。

（三）民爆产品盈利形势向好

国家对民爆产品的销售执行国家指导价，供需双方在价格行政主管部门规定的出厂价格、浮动幅度范围内，确定民用爆破器材产品的买卖价格。

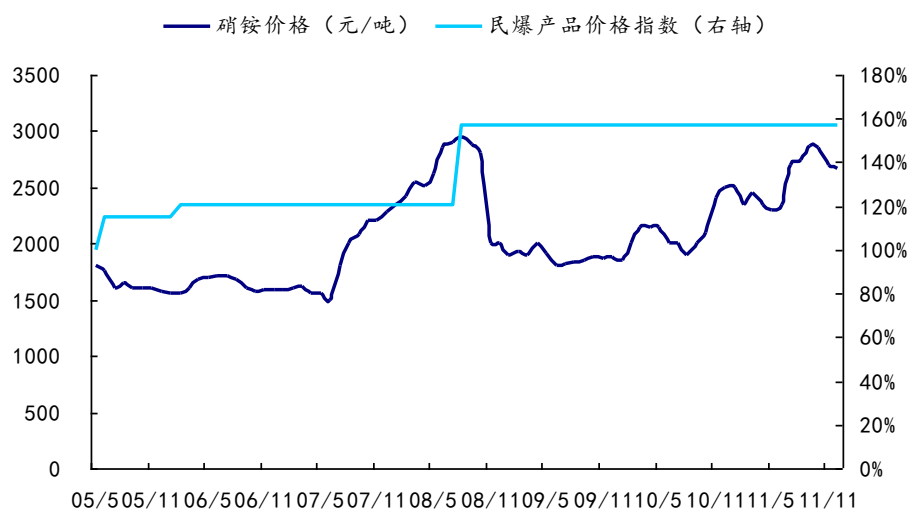
由于民爆行业的安全投资数额较大，行业必须维持在一定的盈利水平上才能进行必要的安全投资，因此民爆产品价格也必须适时调整，以保证企业的盈利能力。05 年以来，国家先后三次上调了民爆产品的基准价格。

表 2：近年来国家三次上调民爆产品价格

时间	基准价格	上浮	下浮
2005 年 6 月	上调 15%	由 5% 增到 10%	5%
2006 年 2 月	上调 5%	维持 10%	5%
2008 年 8 月	上调 30%	增到 15%	增到 15%

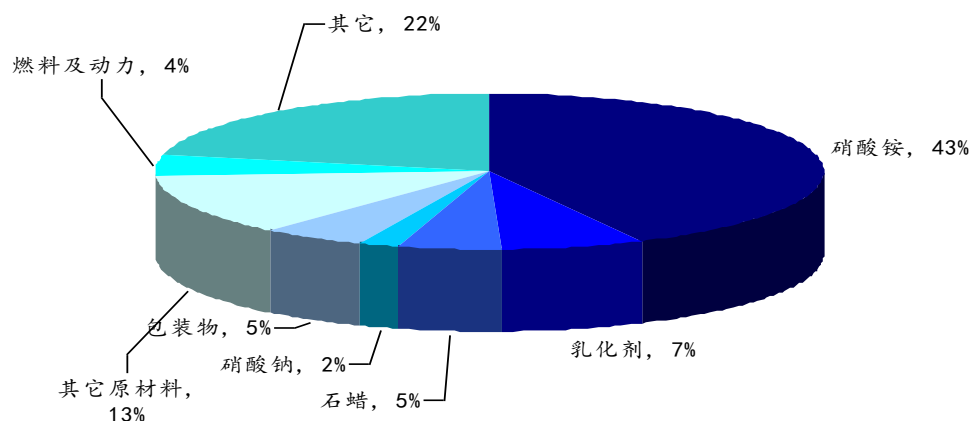
资料来源：宏源证券

图 1：硝酸铵价格与民爆产品价格指数走势



资料来源：宏源证券，WIND 资讯

图 2：炸药成本构成



资料来源：宏源证券

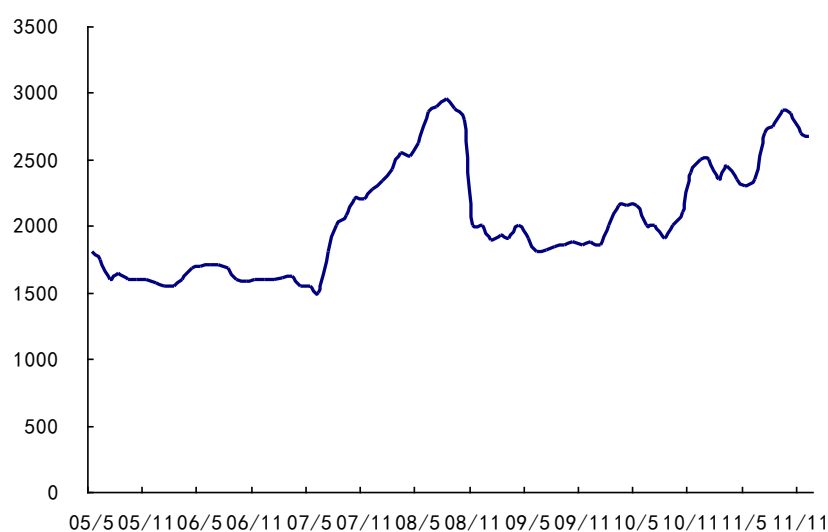
民爆行业生产所需原料中，硝酸铵占比最大，因此构成了炸药企业生产成本的主要部分。目前生产 1 吨炸药大约需要 0.8—0.9 吨硝酸铵，其生产成本的 40%—50% 为硝酸铵，硝酸价格的波动，成为影响民爆行业盈利的重要因素。

表 3：2010 年国内硝铵产能产量情况（万吨）

	产能	产量
兴化	50	50
天脊	25	26
乌拉山	35	35
石家庄金石	50	0
河南晋开	40	32
福建邵武	22	22
广西柳化	60	42
四川金象	50	25
川化	24	13
云南解化	53	36
山西太化	30	5
合计	439	286
全国	639	418.8

资料来源：宏源证券，百川资讯

图 3：近年国内硝酸铵价格走势（华北地区，元/吨）



资料来源：宏源证券，WIND 资讯

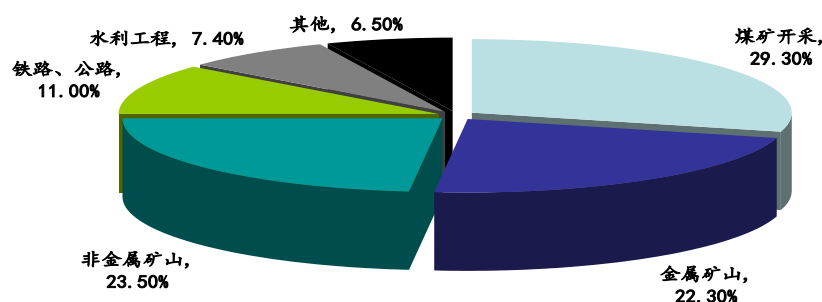
近年来硝铵价格在 1500 元/吨—3000 元/吨之间波动，其走势主要受两方面因素影响：一是原料价格，硝铵的主要生产原料为煤、天然气，近年来价格呈现上升趋势；二是供求过剩情况严重，2010 年国内硝铵总产能达 639 万吨，但总产量不到 420 万吨，开工率仅 65.7%；另外今年下半年、明年国内分别有 110 万吨、150 万吨硝酸铵产能计划投产，虽然部分已有产能陆续退出市场，但供需失衡现象将长期存在。因此长期看，硝铵价格可能在成本推动下缓慢上涨，但大幅上涨的动力不足。

表 4: 近两年国内在建硝酸铵产能（部分）

预计投产时间	公司	产能	预计投产时间	公司	产能
2011 年	宁夏宜化	30 万吨	2012 年	河北兴安	20 万吨
	山西金万泰	15 万吨		安徽池州	10 万吨
	新疆宜化	60 万吨		兴化股份	15 万吨
				贵州宜化	30 万吨
合计		105 万吨			75 万吨

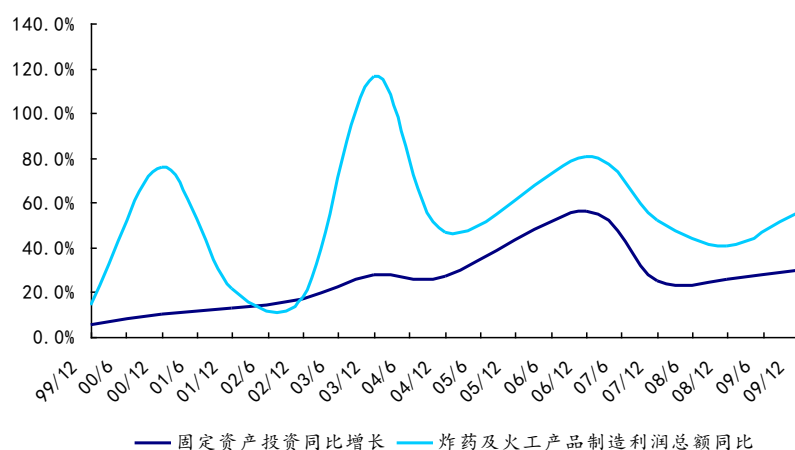
资料来源：宏源证券

（四）行业盈利情况与固定资产投资直接相关

图 4: 炸药需求构成


资料来源：宏源证券

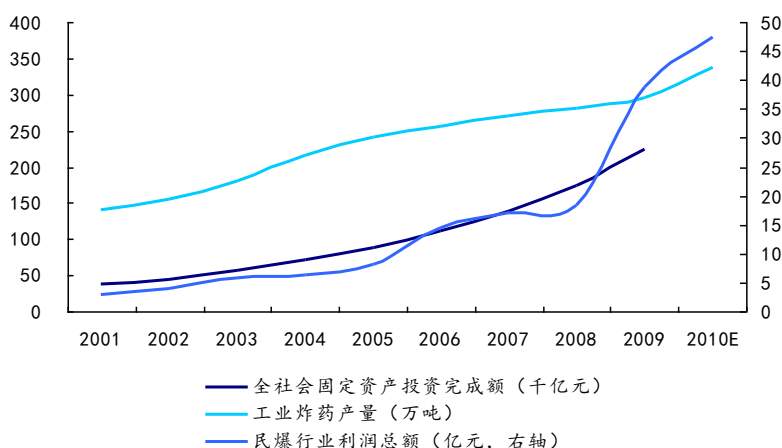
民爆器材广泛应用于矿山开采及能源建设、建筑、交通建设、农林水利建设、地震勘探及国防建设等领域，与固定资产投资规模密切相关。国内对民爆产品需求最大的几个领域分别为煤矿、金属矿山、非金属矿山、铁路公路、水利工程等。下图比较了近年国内固定资产投资与炸药及火工品利润总额变动，行业的盈利情况与国内固定资产投资增速呈现了高度的一致性。

图 5: 行业盈利情况与固定资产投资高度相关


资料来源：宏源证券，WIND 资讯

从 2001 年到 2008 年，在需求增长的拉动下，民爆器材生产企业利润总额的复合增长率达到了 30.20%。2009 年原材料价格大幅下跌，民爆产品指导价格仍执行原有指导价，同时受到 4 万亿巨额投资的拉动，民爆生产企业利润总额达到 38.8 亿元，同比增长 113%。2010 年 1—10 月份，行业各项主要经济指标在 2009 年同期较高基数基础上，继续以较大幅度增长。工业炸药累计产销量 283 万吨，同比增长 20%；生产企业累计完成生产总产值 227 亿元，销售总额 226 亿元，同比均增长 24% 左右；实现利润总额 39.4 亿元，同比增长 26.3%。可以预期，随着高铁、农田水利、开发西部等一系列大型投资的陆续展开，民爆行业将迎来新的需求高峰。

图 6：民爆行业利润产量及固定资产投资情况



资料来源：宏源证券

表 5：近两年行业经营情况

指标名称	单位	2009 年	同比 (%)	2010 年前三季度	同比 (%)
生产总值	亿元	230.4	16.1	202.6	18.7
销售总值	亿元	230.5	21.7	201.7	21
利润总值	亿元	38.8	113	35.5	26.5
进出口贸易总额	亿美元	2.32	-21.6	2.06	28.9
工业炸药产量	万吨	296.1	1.9	253.7	17.5
工业雷管产量	亿发	21.9	-9.7	17.3	7.3

资料来源：宏源证券，工信部安全生产司

二、江南化工：产业链逐步完善，长期发展向好

公司由安徽省宁国江南化工有限责任公司整体变更而来。今年年中公司通过与盾安集团资产整合，实现了生产规模的快速扩张，目前盾安集团为公司的实际控制人。

公司主要产品胶状乳化炸药、粉状乳化炸药和现场混装炸药。乳化炸药是国家鼓励的替代铵梯炸药的主导产品，具有安全性好、抗水性好、爆炸性能优良、机械感度低以及环境污染小等优点。公司目前拥有炸药产能 25.65 万吨，乳化炸药产销量居全国生产企业第一位。

(一) 通过持续资产收购，迅速成为国内最大炸药企业

09 年底公司发布公告，收购盾安集团部分民爆资产，主要包括盾安集团持有的新疆天河 84.265%的股权、绵竹兴远 82.3213%的股权、漳州久依久 77.5%的股权、华通化工 75.5%的股权、南部永生 55%的股权、安徽恒源 49%的股权和盾安化工持有的安徽盾安 90.36%的股权、帅力化工 81%的股权。

表 6：所收购资产的产能及分布情况

	核定产能（万吨）	销售区域
新疆天河	5.05	南疆、宁夏西北地区
四川绵竹兴远	2.8	四川省内
福建漳州久依久	1.8	福建
河南华通化工	1.8	河南、山东和江苏
四川南都永生	2.4	重庆、四川
安徽恒源	1.2	安徽、山东、江苏
安徽盾安	3.2	安徽、浙江、江苏
湖北帅力化工	0.8	湖北、重庆、安徽、海南
合计	17.85	

资料来源：宏源证券，公司公告

表 7：所收购资产的产量及盈利能力（09 年度）

	许可产能	销量 (09)	销量 (10)	毛利
工业炸药（吨）	178500	134010.3	157400	51%
震源药柱（吨）	10500	9316.4	10000	33%
导爆索（万米）	700	500.3	550	55%

资料来源：宏源证券，公司公告

今年上半年公司完成收购盾安 19.05 万吨炸药产能，公司炸药总产能已达到 25.65 万吨。经过一段时间的磨合，目前相关炸药生产线运行状态良好。公司今年三季度合并报表显示，销售毛利率达到 43.31%，比中报提升了 1.83 个百分点。随着原料价格下滑，预计公司炸药产品毛利率将继续提升。

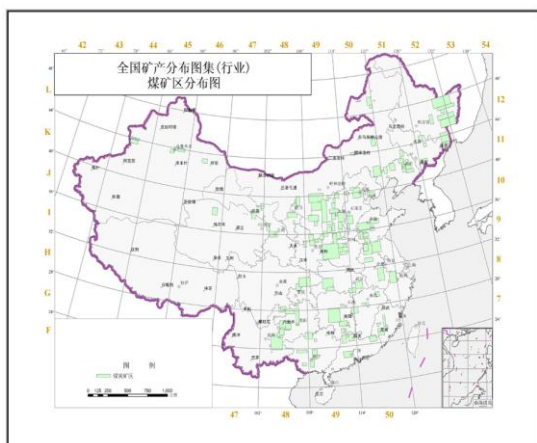
收购雪峰 16%股权，快速进军新疆市场。目前新疆仅有天河、雪峰两家民爆企业。今年上半年，新疆天河 84.265%股权已经随盾安其它炸药资产一起注入江南化工。11 月 10 日公司股东大会已经通过关于收购新疆雪峰的相关议案，公司将参股新疆雪峰 16%。可以预期，公司未来将占有新疆大部分民爆市场。

（二）产业链不断完善，面临巨大发展机遇

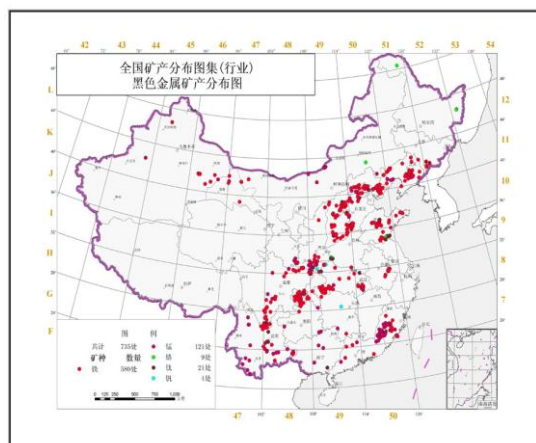
在公司完成收购后，公司业务覆盖省份包括：新疆、四川、重庆、湖北、河南、安徽、山东、江苏、浙江、福建、海南等。在公司业务范围内，既有煤矿、铁矿等密集分布区域，又有密集的铁路、公路网络，新疆开发也将产生巨大的炸药需求。

爆破工程业务将成为重要的业绩增长点。公司前期设立江南利民爆破有限公司，预计明年可以开始产生效益；预计四川宇泰也将有较大市场可以开发；新疆地区的基建投资，预计会给公司带来巨大的爆破工程业务量。

图 8: 国内铁矿分布图

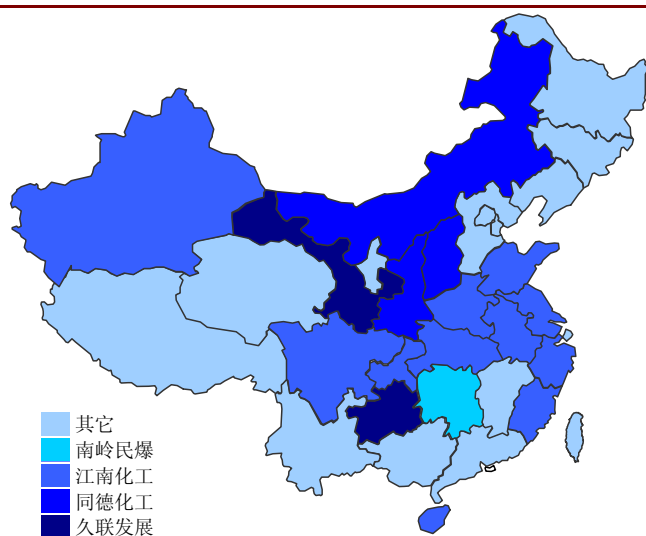


资料来源：宏源证券



资料来源：宏源证券

图 9: 国内几家主要民爆上市企业业务分布情况



资料来源：宏源证券

表 8: 2009 年国内民爆企业排名

序号	企业名称	产量（万吨）	占总量比例
1	云南民爆集团有限公司	21.97	7.42%
2	重庆葛洲坝易普力股份有限公司	11.25	3.80%
3	中煤平朔煤业有限责任公司	10.39	3.51%
4	陕西红旗民爆集团有限公司	6.99	2.36%
5	湖南南岭民用爆破器材股份有限公司	6.46	2.18%
6	湖北凯龙化工集团股份有限公司	5.96	2.01%
7	神华准格尔能源有限责任公司炸药厂	5.95	2.01%
8	四川雅化实业集团股份有限公司	5.63	1.90%
9	四川通达化工有限责任公司	5.56	1.88%
10	鞍钢集团矿业化工原料制备厂	5.52	1.87%
合计		85.68	28.94%
2009 年全国工业炸药生产总量		296.1 万吨	100%

资料来源：宏源证券，雅化股份招股说明书

图 10: 公司将覆盖国内高铁网络最密集的区域（阴影部分为公司业务范围）



资料来源：宏源证券

高铁网络的快速建设，将给公司带来巨大收益。目前公司为京福高铁专供炸药产品，每年约 7000 吨，未来高铁网络在长江中下游各省份密集分布，这正是公司的主要经营区域。假设未来几年国内高铁每年建设 5200 千米，则炸药年需求量可达 41.6 万吨，相应地公司所在区域高铁建设所需炸药量可达每年 10 万吨。

除了上述地域优势，未来新疆将成为国内潜力最大的炸药市场。

新疆当前在建铁路多达 11 条，建设总里程超过 4000 公里。预计到 2020 年，新疆铁路营运里程将增加到 7000 公里左右，电气化铁路从无到有达到 1500 公里，多条铁路通向周边国家。

资源方面，新疆矿产资源储量丰富，占全国已发现矿种的 80.7%，在已发现的 138 种矿产中有 80 种探明储量，其中：天然气、钠硝石、蛭石、铍、白云母等 5 种居全国首位，50 种居全国前十位。保有资源储量天然气全国第一，石油第二。锂、镍、铬、铜等位居前十位。煤炭资源预测储量达 2.2 万亿吨，占中国煤炭资源预测储量的 40%。

2010 年随着新疆基建规模扩张及各项资源开发规模的扩大，炸药产品需求量将大幅增长。而公司很可能通过将东部地区的产能转移到新疆等手段，将产能利用率提升到更高水平。

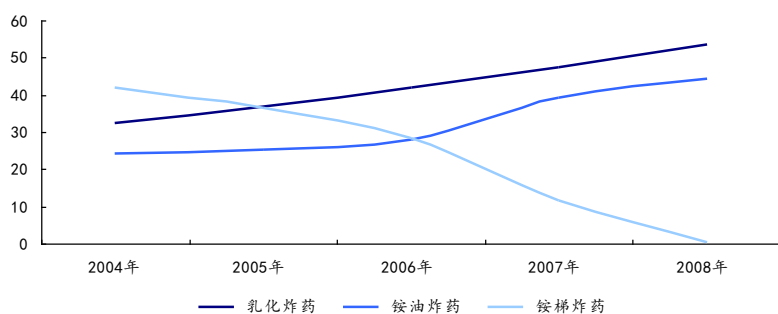
（三）生产工艺先进，产能盈利能力远超其它企业

工业炸药主要包括粉状炸药（铵梯炸药、铵油炸药、膨化硝铵炸药、粉状乳化炸药）、含水炸药（乳化炸药、浆状炸药、水胶炸药）、液体炸药、耐热炸药及其他工业炸药等。

乳化炸药为工业炸药的发展方向。作为工业炸药的一种，乳化炸药的优点在于其本身具有抗水性能，环境污染小，是一种环保型炸药品种。

在国防科工委发布的《民用爆破器材行业“十一五”规划纲要》中，明确提出到“十一五”末期，低感度、散装、系列化的含水炸药和环保型高性能粉状包装炸药占炸药能力总量的 80%以上；高性能导爆管雷管、高性能导爆索，环保型高性能勘探和油气井用炸药制品和火工制品占据主导地位；基本淘汰铵梯炸药、导火索、工业火雷管和高污染的起爆药剂。

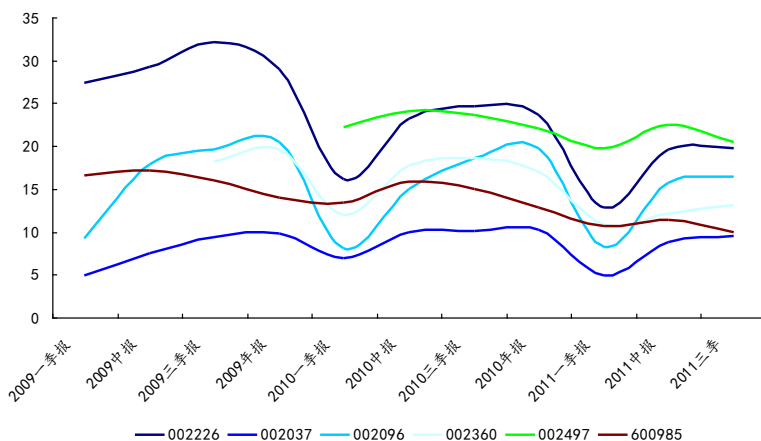
图 11: 几种主要炸药比重变动情况 (%)



资料来源: 宏源证券

2001 年至今，铵梯炸药占我国工业炸药总产量的比重逐渐下降，性能优良的乳化炸药产量增长迅速，现已取代铵梯炸药成为我国工业炸药产品中的主导产品。根据相关数据，近年来乳化炸药占炸药总量的比重每年都保持着 4~5 个百分点的增速，08 年乳化炸药占全部炸药比重已经超过 50%。

图 12: 公司销售净利率在业内一直处于较高水平



资料来源: 宏源证券

公司为国内乳化炸药的最大生产和销售企业，主导产品技术均处于成熟阶段，已形成规模化生产。公司的核心技术主要体现在胶状乳化炸药和粉状乳化炸药的生产工艺、配方和专有设备方面。目前公司的单条生产线已经达到 7—10 吨/小时的生产能力，国内平均水平仅为 3—4 吨/小时。高技术含量的产品也带来高收益，公司的销售净利率一直保持在国内上市公司最高水平。

公司产品仍有一定的提价空间：目前公司对于重点客户价格为指导价下调 5%，对于一般客户价格为国家指导价。而其它上市公司产品价格多数上调 5%—15%。因此即使国家指导价格在一段时间内不变，公司产品价格也有相对较大的提升空间。

三、业绩预测

按公司收购、转增后总股本 39563.95 万股全面摊薄测算，预计公司今明两年 EPS 分别为 0.48 元、0.80 元；按明年 20 倍 PE，目标价格 16.04 元，给予“买入”评级。

表 9：公司盈利预测（百万元）

利润表	2011E	2012E	2013E	资产负债表	2011E	2012E	2013E
营业收入	1071.03	1786.05	2535.07	货币资金	340.91	582.49	1106.16
减：营业成本	605.13	1030.33	1360.54	应收和预付款项	262.54	360.53	440.37
营业税金及附加	10.96	18.27	25.93	存货	83.37	88.35	138.41
营业费用	79.26	132.17	187.60	其他流动资产	0.00	0.00	0.00
管理费用	113.63	189.49	268.95	长期股权投资	2.07	24.07	47.07
财务费用	1.07	1.79	2.54	投资性房地产	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	1.07	1.07	1.07	固定资产和在建工程	96.85	99.83	100.81
加：投资收益	0.00	22.00	23.00	无形资产和开发支出	9.26	8.20	7.13
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	资产总计	795.00	1163.46	1839.94
营业利润	259.92	434.94	711.45	短期借款	0.00	0.00	0.00
加：其他非经营损益	0.11	0.11	0.11	应付和预收款项	132.38	135.85	217.25
利润总额	260.03	435.05	711.56	长期借款	0.00	0.00	0.00
减：所得税	39.00	61.96	103.28	其他负债	0.00	0.00	0.00
净利润	221.03	373.10	608.28	负债合计	132.38	135.85	217.25
减：少数股东损益	33.15	55.96	91.24	股本	139.96	139.96	139.96
归属母公司股东净利润	187.87	317.13	517.04	资本公积	50.93	50.93	50.93
现金流量表	2011E	2012E	2013E	留存收益	418.05	727.08	1230.91
经营性现金净流量	93.72	269.59	556.78	归属母公司股东权益	608.94	917.97	1421.80
投资性现金净流量	-19.91	-19.91	-19.91	少数股东权益	53.68	109.65	200.89
筹资性现金净流量	-4.80	-8.10	-13.20	股东权益合计	662.62	1027.62	1622.69
现金流量净额	69.01	241.58	523.67	负债和股东权益合计	795.00	1163.46	1839.94

资料来源：宏源证券，公司公告

表 10：相关上市公司估值情况

代码	简称	价格	每股收益（元）			市盈率		
		(12/16)	10	11E	12E	10	11E	12E
002037	久联发展	17.41	0.65	1.04	1.20	26.78	16.74	14.51
002096	南岭民爆	28.90	0.89	1.34	1.82	32.47	21.57	15.88
002497	雅化集团	14.68	1.33	0.76	0.90	11.04	19.32	16.31
	均值					23.43	19.21	15.57
002226	江南化工	12.20	0.52	0.48	0.80	23.46	25.42	15.25

资料来源：宏源证券，WIND 资讯

分析师简介:

祖广平: 宏源证券研究所化工行业研究员, 化学工程与工艺学士, 金融学硕士, 三年化工行业工作经验, 四年证券行业从业经验。

柴沁虎: 宏源证券研究所化工行业研究员, 管理学博士。

张延明: 宏源证券研究所化工行业研究员, 四年证券行业从业经验。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。