



需求高增长外加行业集中度提升，成长期到来

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

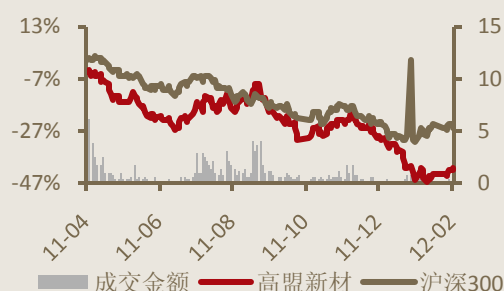
联系人：张力磁

TEL: (10) 68584814

Email: zhanglici@foundersc.com

联系人：张迦伟

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	338.19	410.90	530.59	782.36
(+/-)	53.23%	21.50%	29.13%	47.45%
净利润	39.34	44.38	65.64	95.98
(+/-)	32.58%	12.82%	47.91%	46.23%
EPS(元)	0.49	0.42	0.61	0.90
P/E	34.31	30.64	20.71	14.16

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

高盟新材(300200)

公司深度报告

2012.02.08 增持（首次）

化学制品行业

投资要点

※我们有别于市场的观点：

软包装用复合聚氨酯胶行业呈现需求高增长和行业集中度提升的特点。我们认为作为龙头企业以及细分行业唯一的一家上市公司，公司拥有资本优势，研发优势和大客户优势，能够获得高于行业平均的增长水平，行业老大地位得以进一步巩固。我们预测虽然公司未来两年新增的产能较大，但是能够顺利投放，业绩成长期到来。

※复合聚氨酯胶行业龙头，募投达产后产能翻番。

复合聚氨酯胶下游主要用于软包装行业，其中最大部分为食品包装（约占60%），其次是日化用品包装（约占20%）。公司是复合聚氨酯胶行业龙头，也是细分行业唯一的上市公司。2011年产量约为2万吨，市场占有率7.41%。募投项目一期已经于2011年底基本完工，二期将于2012年底建成，全部达产后产能将从现有的2万吨增加到4.2万吨，实现产能翻番。

※空间巨大，软包装用胶需求维持高增速。行业集中度低。

软包装用胶行业将维持高增速。软包装用粘胶剂行业需求 2004-2010 年 CAGR 为 18.5%。而作为软包装的最大应用领域食品包装行业，我国人均休闲食品消费量仅为美国的 14%，欧洲的 17.5%，显示出极大的成长空间。**行业集中度很低。**国内按产能排名前四的企业为高盟新材，广东国望，中山康和，上海烈银，合计市场占有率约为 14.07%，而其余 84.8% 的市场份额被掌握在几百家小企业手中。

※软包装用胶行业变革进行时，集中度将持续抬升

传统的双组分溶剂型聚氨酯作为目前应用最广泛的种类，由于存在安全性和环保型问题，向着高固含量和低黏度的方向发展。而水性和无溶剂性聚氨酯胶粘剂作为低毒性低排放用胶代表了一种新的发展方向。在欧洲水性和无溶剂性聚氨酯胶粘剂占有 40% 左右的市场份额，北美为 37%，而我国仅为 5%，有较大的结构性提升空间。随着人民对食品安全以及生产过程环保重视程度的持续提升，行业处在结构性的变革中，企业需要加大产品研发和环保设备的投入。处于行业金字塔底部的几百家小企业面临愈发困难的经营环境，行业集中度有望持续抬升。

※高铁用胶价格毛利双高，2011 年基数低，可能导致业绩超预期

高铁用胶价格毛利双高，每销售 500 吨即可增厚 EPS 0.02 元，盈利能力较强。2010 年公司销售高铁用胶 1166 吨，2011 年仅 400 余吨，基数很

高盟新材公司深度报告



低。我们认为随着铁路建设的逐步恢复，公司高铁用聚氨酯胶的需求情况能够显著恢复。基于 2011 年的低基数，我们认为高铁胶一旦放量可能导致业绩超预期，值得跟踪。

※盈利预测

我们预测公司 2011，2012，2013 年 EPS 分别为 0.42，0.61，0.90 元，对应市盈率分别为 30.64 倍，20.71 倍，14.16 倍。考虑到行业处于需求高速增长，集中度持续提升的过程中，公司作为行业内唯一一家上市公司，凭借其竞争优势能够获得高于行业平均的增速。公司将迎来高速成长期。给予公司“增持”评级。

※风险提示

估值风险、原材料成本价格大幅上升的风险、宏观环境发生剧烈变动风险

目 录

一、	公司概况：复合聚氨酯胶黏剂行业龙头	4
二、	塑料软包装用胶：	5
1.	复合聚氨酯胶黏剂应用范围广泛，包装是主要下游	5
2.	相比发达国家需求空间极大，行业继续高增长	7
3.	行业结构金字塔状，市场主要掌握在上百家小企业手中	8
4.	行业变革进行时，行业集中度将持续提升	9
三、	其他用胶：高铁用胶可能导致业绩超预期	11
四、	研发优势与大客户优势确保公司高质量成长	13
五、	盈利预测	14
六、	风险提示	14

图 表 目 录

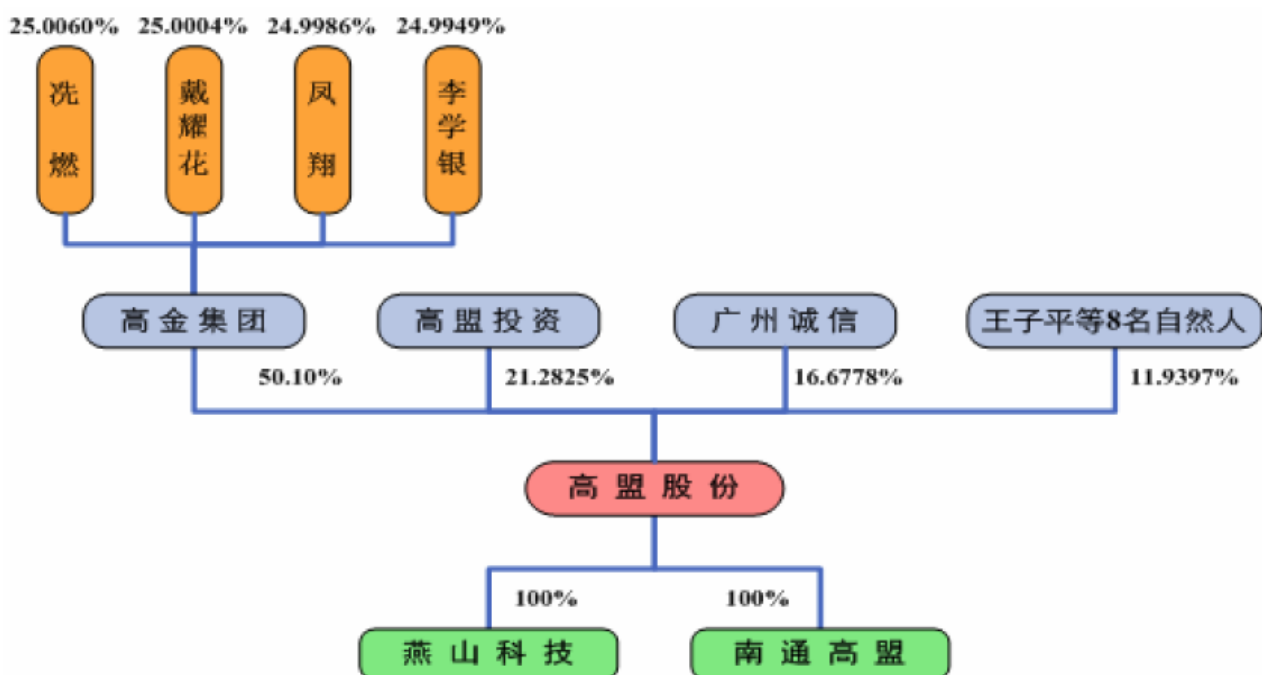
图表 1	高盟新材上市前股权结构与子公司	4
图表 2	公司营收和净利增长稳定（百万元）	5
图表 3	软包装用胶粘剂为收入主要来源	5
图表 4	软包装用胶粘剂为利润主要来源	5
图表 5	毛利较稳定，有一定逆周期特征	5
图表 6	复合聚氨酯胶粘剂使用部分	6
图表 7	聚氨酯胶粘剂下游分布广泛，其中包装是主要应用领域	6
图表 8	2010 年包装企业永新股份产品结构 60%为食品包装	7
图表 9	我国食品用包装材料需求量近年增速约 15%（万吨）	7
图表 10	我国人均消费休闲食品量仅美国 14%，未来空间很大	8
图表 11	软包装用胶粘剂市场消费量增速在 20%左右	8
图表 12	包装用胶粘剂行业排名前四的企业仅占 14.07%的市场份额	9
图表 13	大量的小型企业占据了行业绝大部分市场份额	9
图表 14	相比欧美发达国家我国对食品安全性标准和环保标准有较大提升空间	10
图表 15	水性和无溶剂型聚氨酯胶粘剂代表最新的发展方向	10
图表 16	2008 年北美和欧洲软包装胶黏剂市场发展情况	11
图表 17	我国印刷总产值保持 15%左右的较快增速	11
图表 18	我国公路对反光膜需求量（万平方米）稳定攀升	12
图表 19	汽车反光标识需求量（万平方米）今年维持较快增长	12
图表 20	每多销售 500 吨高铁胶增厚业绩 0.02 元	13
图表 21	主要客户的主要供应商策略成效显著（万元）	13
图表 22	盈利预测基本假设	14

一、公司概况：复合聚氨酯胶黏剂行业龙头

公司自 1999 年成立以来，一直专注于高性能复合聚氨酯胶黏剂。主要从事反应型复合聚氨酯胶黏剂的研发、生产和销售，向客户提供胶粘剂产品的同时也努力为其提供个性化、系统性的粘接解决方案。公司 2011 年产量约为 2 万吨，市场占有率是 7.41%，是复合聚氨酯胶黏剂行业龙头企业。

公司近年增长平稳。营业收入从 2008 年的 2.04 亿元到 2010 年 3.38 亿元，期间 CAGR 为 18.28%；净利润从 2008 年 2130 万元到 2010 年 3930 万元，期间的 CAGR 为 22.65%。募投项目一期已经于 2011 年底基本完工，二期将于 2012 年底建成，全部达产后产能将从现有的 2 万吨增加到 4.2 万吨，实现产能翻番。

图表 1 高盟新材上市前股权结构与子公司

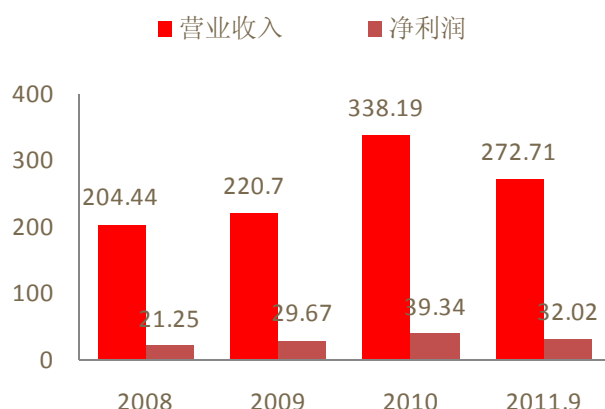


资料来源：招股说明书

高盟新材公司深度报告

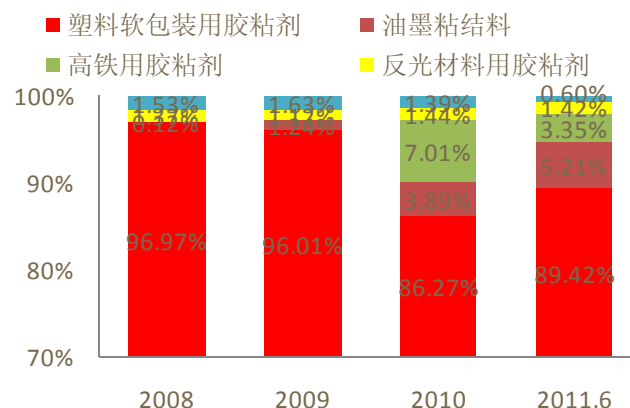


图表 2 公司营收和净利增长稳定（百万元）



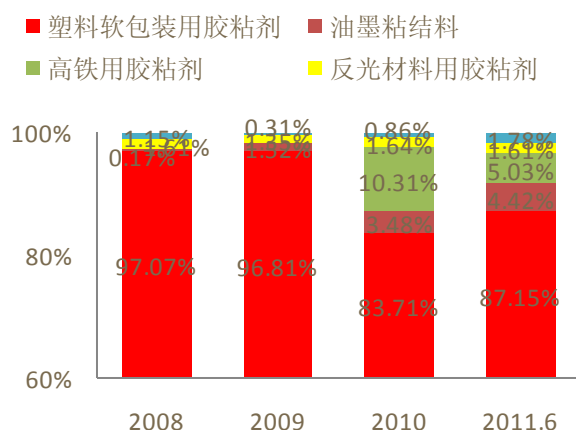
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表 3 软包装用胶粘剂为收入主要来源



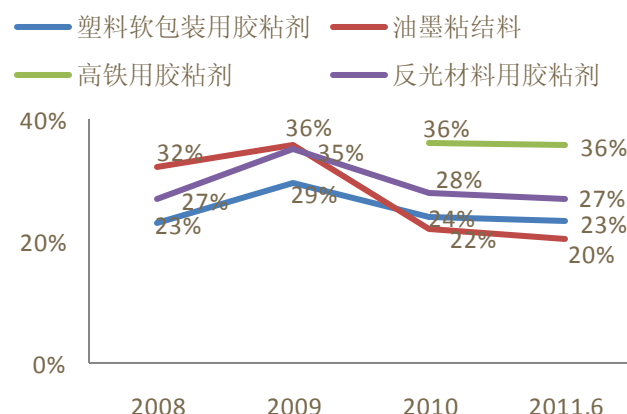
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表 4 软包装用胶粘剂为利润主要来源



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表 5 毛利较稳定，有一定逆周期特征



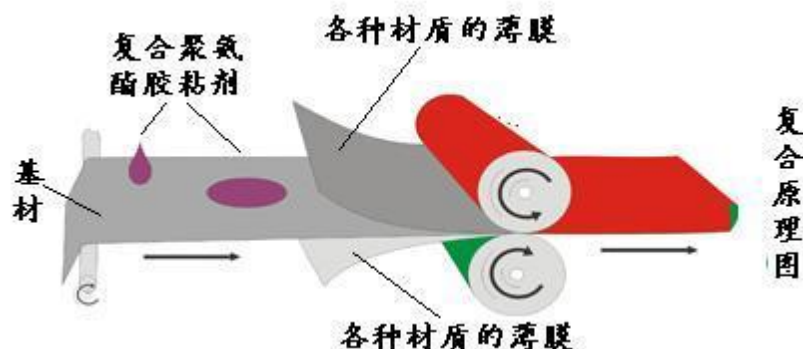
资料来源：公司公告，方正证券研究所

二、塑料软包装用胶：

1. 复合聚氨酯胶粘剂应用范围广泛，包装是主要下游

胶粘剂是指通过粘合作用，能使被粘物结合在一起的物质，其种类繁多。其中，复合聚氨酯胶粘剂专指分子链中含有氨基酯基(-NHC00-)或异氰酸酯基(-NCO)类的胶粘剂，主要用于将两种或两种以上不同或相同性质的膜状、片状材料粘接，形成新复合材料的胶粘剂。

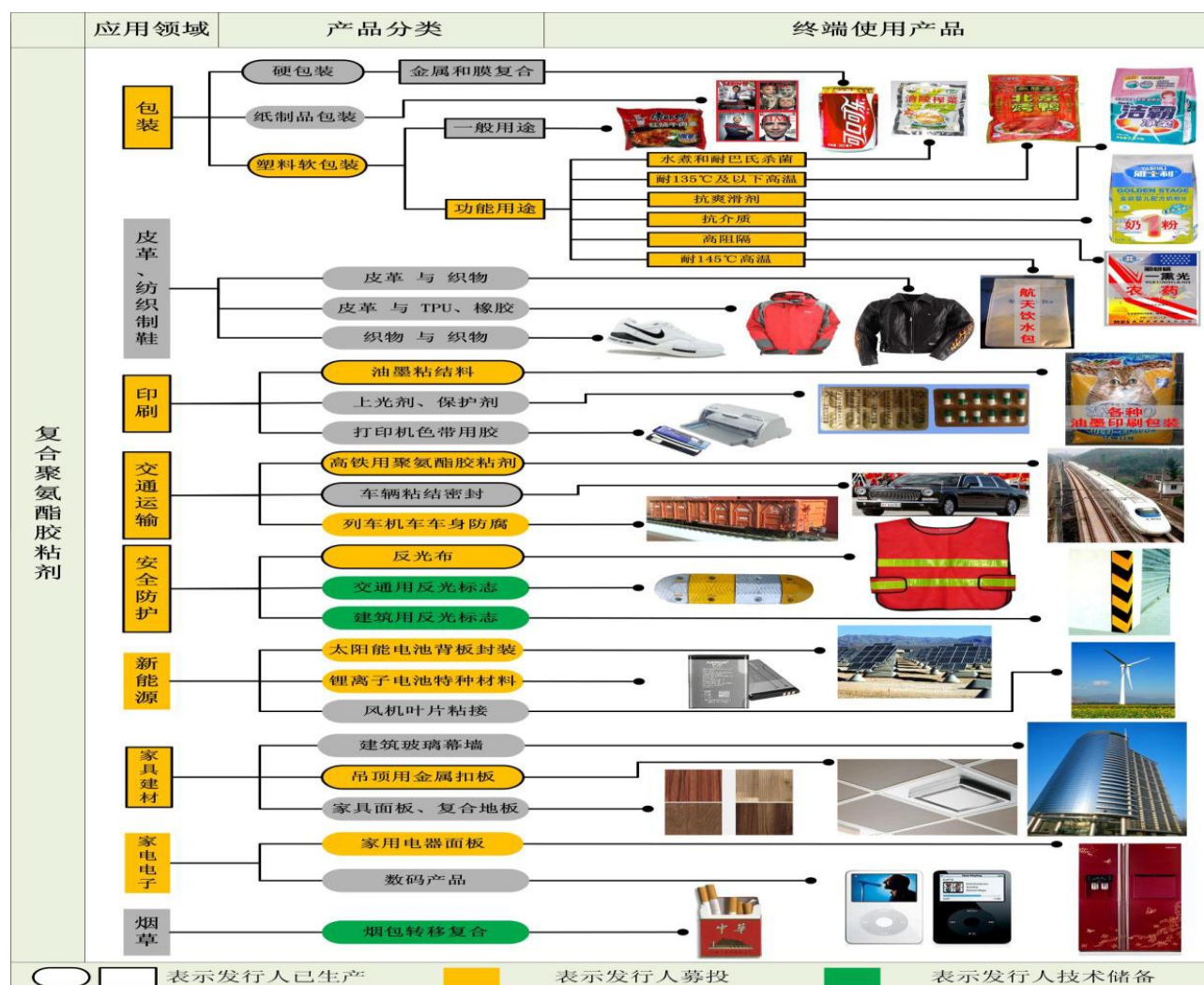
图表 6 复合聚氨酯胶粘剂使用部分



资料来源：公司招股说明书

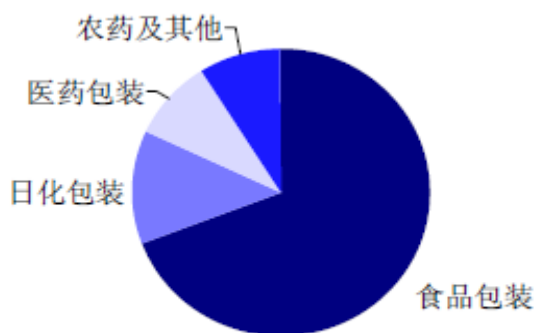
复合聚氨酯胶粘剂的下游广泛，涉及人们生活的各个方面。其中包装领域是其主要的下游，而包装领域中最主要的部分就是食品包装，其次是日化用品包装。

图表 7 聚氨酯胶粘剂下游分布广泛，其中包装是主要应用领域



资料来源：公司招股书

图表 8 2010 年包装企业永新股份产品结构 60%为食品包装

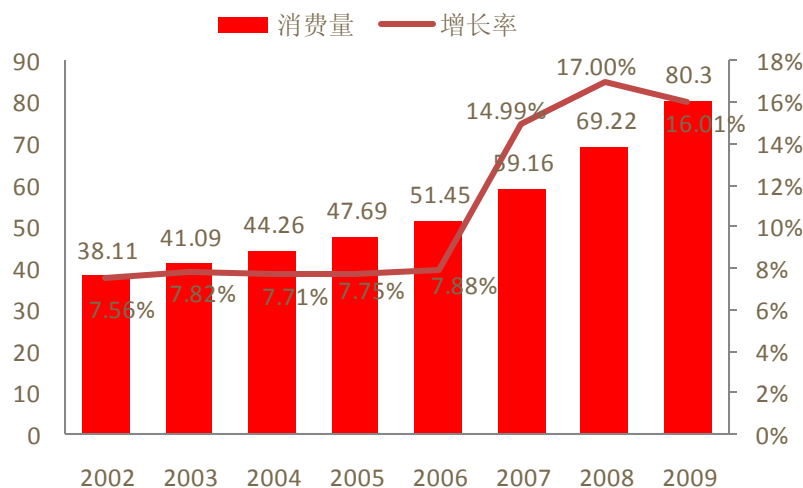


资料来源：方正证券研究所

2. 相比发达国家需求空间极大，行业继续高增长

随着我国人均 GDP 的持续抬升对消费品的需求也维持旺盛。受此带动，我国对食品用包装材料的需求增速也维持高位维持高增速。由于与下游消费品联系紧密，食品用软包装行业呈现一定的抗周期属性。

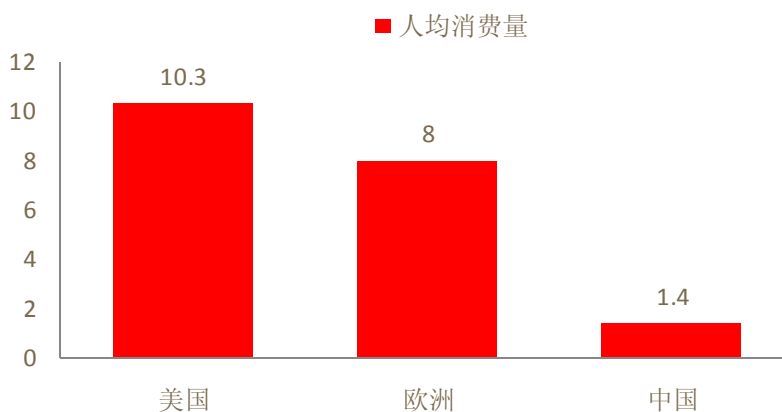
图表 9 我国食品用包装材料需求量近年增速约 15%（万吨）



资料来源：中国食品行业协会

2011 年，欧洲休闲食品销售额将达到 458 亿美元，美国销售额将达到 240 亿美元，我国销售额仅约 400 亿元。美国以人均每年消费休闲食品 10.3 千克位居世界第一，欧洲也达到了人均每年 8 千克的水平，而我国目前仅为人均每年 1.4 千克，与欧美等国家有较大差距，显示成长空间巨大。

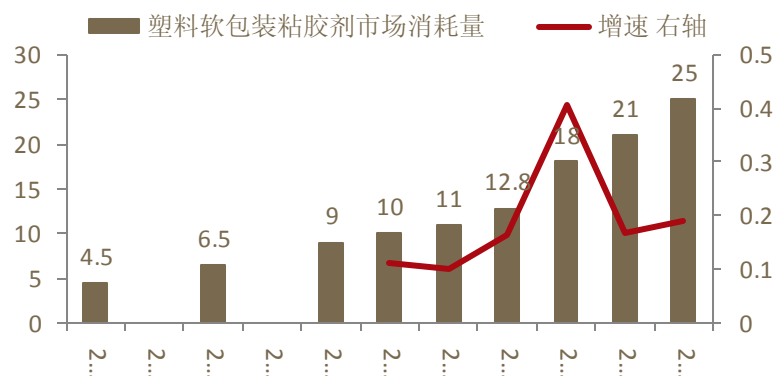
图表 10 我国人均消费休闲食品量仅美国 14%，未来空间很大



资料来源：中国期刊网

受下游行业高增长带动，软包装用粘胶剂行业需求 2004-2010 年 CAGR 为 18.5%，增速较高。由于国际比较显示下游行业相比发达国家仍有很大差距，预计未来几年行业需求仍然维持高增长。

图表 11 软包装用粘胶剂市场消费量增速在 20%左右

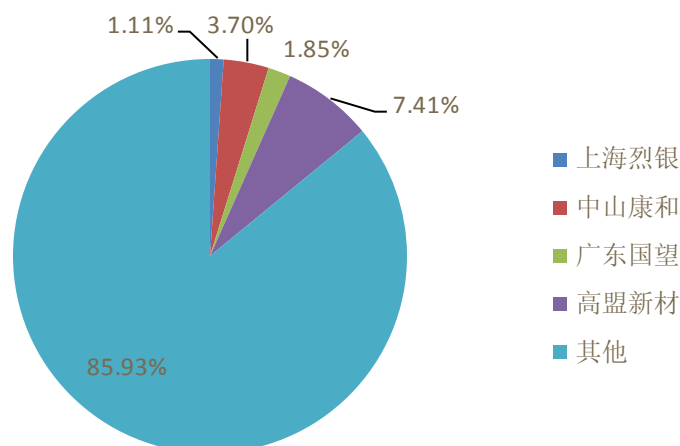


资料来源：中国期刊网

3. 行业结构金字塔状，市场主要掌握在上百家小企业手中

行业集中度较低。国内按产能排名前四的企业为高盟新材，广东国望，中山康和，上海烈银，合计市场占有率约为 14.07%。其余 84.8% 的市场份额被掌握在几百家小企业手中。

图表 12 包装用粘胶剂行业排名前五的企业仅占 14.07%的市场份额



资料来源：中国期刊网

行业结构呈现金子塔状，市场主要掌握在上百家小型企业手中。以汉高为代表的国际巨头长期占据塔尖，垄断高端产品的供应；国内有自主研发能力和一定生产规模，拥有自主品牌和技术的企业不足 10 家，处于金字塔中部；此外还有多达数百家的中小型企业分布在全国，以技术水平要求较低的产品为主业，产品利润率较低，处于塔底部。

图表 13 大量的小型企业占据了行业绝大部分市场份额



资料来源：中国期刊网

4. 行业变革进行时，行业集中度将持续提升

对食品包装卫生安全性和生产过程中环保性的要求是促使产品变革的最重要动力。随着食品安全问题的屡屡发生，人们对食品安全和环保的重视程度显著提高。行业正在发生一些变革，不能顺

应变化的企业可能在进程中被淘汰。

图表 14 相比欧美发达国家我国对食品安全性标准和环保标准有较大提升空间

地区	食品安全性	环保要求
美国	食品或药品包装中乙酸乙酯残留量小于 5mg/m ² ，甲苯残留量 0.	挥发性有机溶剂 (VOC) 排放量小于 20%
欧洲	食品复合包装中乙酸乙酯残留量小于 2mg/m ² ，甲苯残留量 0.	挥发性有机溶剂 (VOC) 排放量小于 20%
我国	溶剂残留总量小于 5mg/M ² ，其中苯类溶剂不得检出。	挥发性有机溶剂 (VOC) 排放量小于 30%

资料来源：中国期刊网

传统的溶剂型双组分聚氨酯胶在向高固含量，低黏度的方向发展。最早的双组分聚氨酯胶粘剂主剂的固体含量为 35%–50%，现在提高到了 75%–80%，而欧洲地区已提高到了 88%。固化剂的含量也由 60%提高到了 80%左右。

此外，水性和无溶剂型聚氨酯胶粘剂也代表了一种发展方向。目前世界范围内塑料软包装用胶应用最广泛的是溶剂型聚氨酯胶粘剂，但是溶剂型胶粘剂相对 VOC 排放高，毒性也高。水性和无溶剂性聚氨酯胶粘剂作为较新的品种，拥有 VOC 含量低，毒性弱的显著优点，实为安全环保型用胶，代表了一种新的发展方向。

图表 15 水性和无溶剂型聚氨酯胶粘剂代表最新的发展方向

胶粘剂种类	VOC 总量/ (g/L)	固化剂	增塑剂	填料	助剂	毒性评价
醋酸乙烯白乳胶	56.8–118.7	改性胺	DOA	白土	氨基醋酸	中等
EVA 热熔胶	320–500	多硫醇	TOTM	纤维	MOCA	强
丙烯酸溶剂型	75–658	DMP	DIBP	SS	防老剂 D	很强
水性聚氨酯	0.8–20	MDD-75	DOP	SiO ₂	丙三醇	弱
无溶剂型聚氨酯	0–5	MDK-75	DBP	SiC	乙二醇	弱
醇溶性聚氨酯	25–80	MDM-75	DINP	PS	TDI	弱

资料来源：中国期刊网

在欧洲市场，水性和无溶剂性聚氨酯胶粘剂已经占有 40%左右

高盟新材公司深度报告



的市场份额；北美市场的市场份额为 37%，日本为 15%。而对应的在我国无溶剂型和水性聚氨酯胶粘剂的市场份额仅为 5%，溶剂型胶粘剂仍占据绝对优势地位。

图表 16 2008 年北美和欧洲软包装胶黏剂市场发展情况

国家	反应型 PU 胶黏剂		水性 PU	其他
	溶剂型	无溶剂型		
欧洲	56%	32%	8%	4%
北美	60%	12%	25%	3%
中国	86%	3%	2%	9%

资料来源：中国期刊网

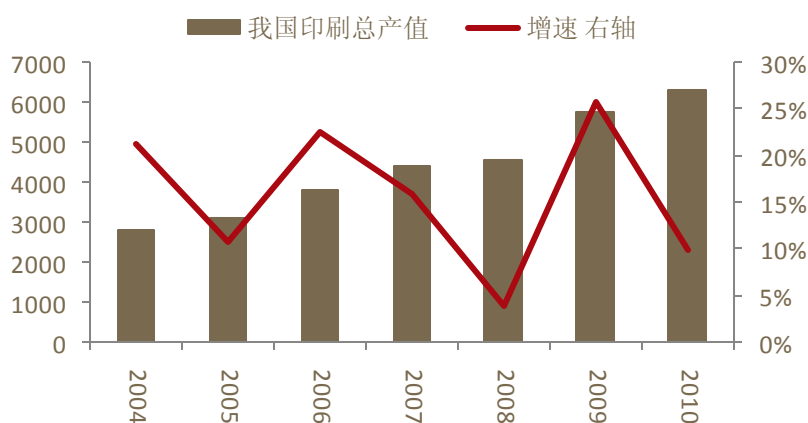
相比发达国家我国水型和无溶剂型软包装胶粘剂仍有较大的结构性提升空间，是未来发展方向之一。行业处在结构性的变革中，企业需要加大对无水和无溶剂型聚氨酯胶粘剂的研发投入，同时环保标准的提高需要也企业加大环保设备的投入。

处于行业金字塔底部的数百家家庭作坊式的小企业，技术水平较低，排放不达标，仅凭借一两个配方生产的经营方式越来越难以继。如果不能加大研发和环保方面的投入，其面对的经营环境则可能持续恶化。我们认为在这个大背景下，行业集中度将持续提高，龙头企业需求增速能够显著超越行业平均增速。

三、其他用胶：高铁用胶可能导致业绩超预期

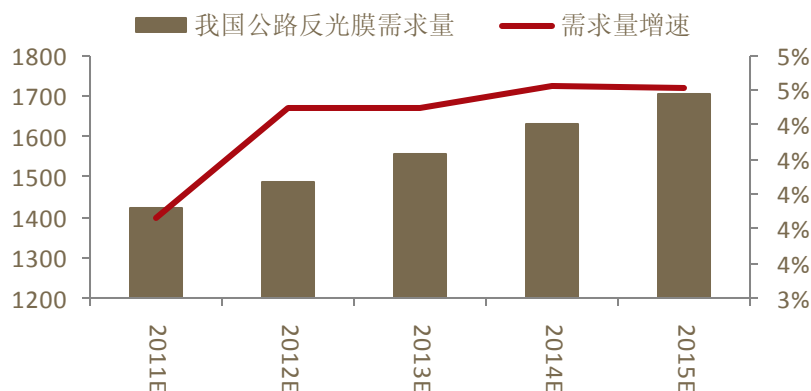
除了传统的塑料包装用胶以外，公司生产的复合聚氨酯用胶还主要用于油墨粘结料，高铁用胶，反光材料用胶等领域。

图表 17 我国印刷总产值保持 15%左右的较快增速



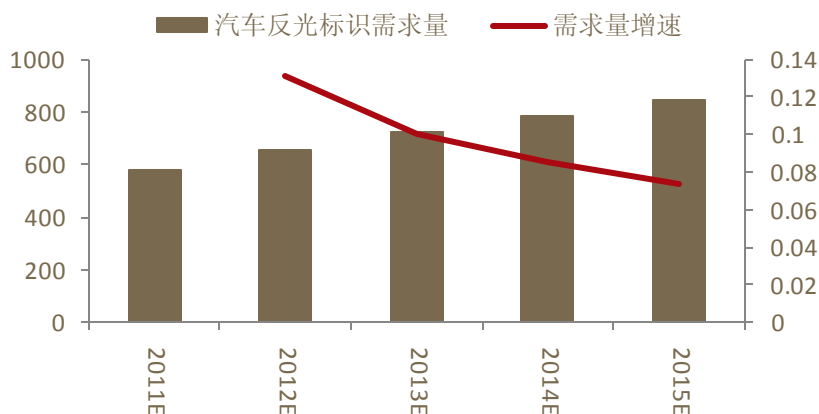
资料来源：道明光学招股书

图表 18 我国公路对反光膜需求量（万平方米）稳定攀升



资料来源：道明光学招股说明书

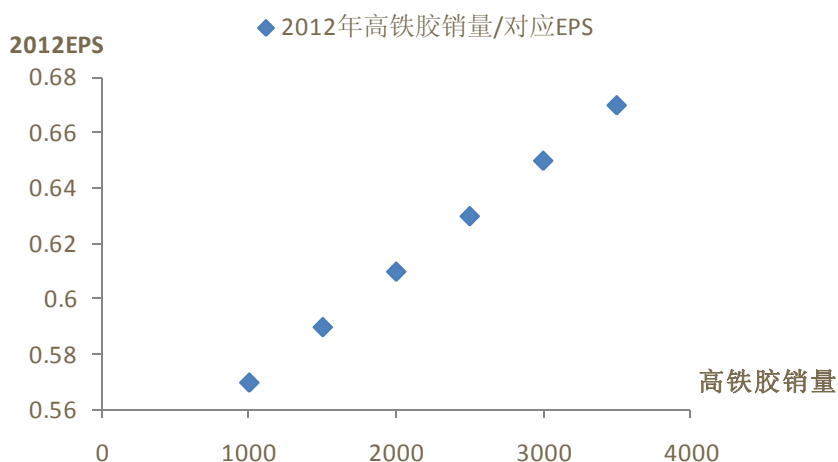
图表 19 汽车反光标识需求量（万平方米）今年维持较快增长



资料来源：中国汽车工业协会

高铁用复合聚氨酯胶有爆发性增长潜力。高铁胶吨价格在 3 万元以上，毛利率 35%左右，吨净利约 1 万元，对比普通胶 2000 余元的吨净利，盈利能力很强。公司 2010 年销售高铁胶 1166 吨，而受到高铁事故影响 2011 年仅销售 400 余吨，基数很低。我们认为随着铁路建设的逐步恢复，公司高铁用聚氨酯胶的需求情况能够显著恢复。根据测算，高铁胶每销售 500 吨即可增厚 EPS 0.02 元，弹性较大，值得关注。

图表 20 每多销售 500 吨高铁胶增厚业绩 0.02 元



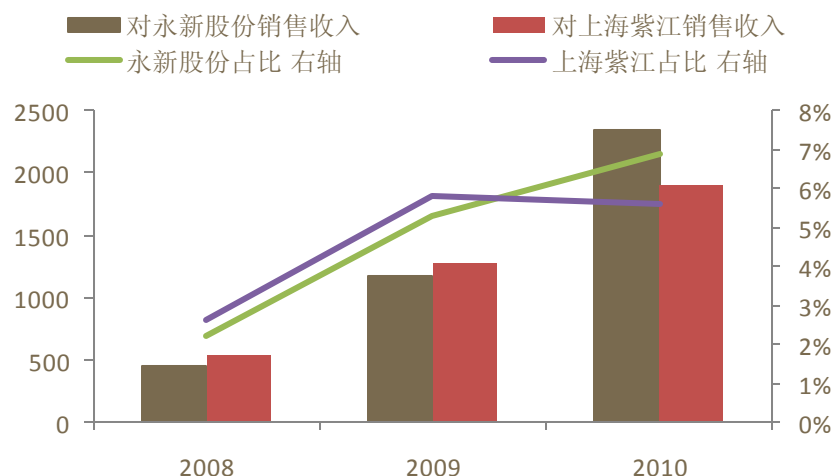
资料来源：中国汽车工业协会

四、研发优势与大客户优势确保公司高质量成长

研发优势确保公司站在行业变革的最前端。作为复合聚氨酯胶领域唯一一家上市公司，公司投入募集资金 2800 万元用于建设的企业技术中心已经基本完工，2010 年研发费用 2000 余万元，占营业收入的 5.95%。作为行业内唯一的一家上市公司，我们认为公司强大的资金实力能够确保公司对新产品新技术进行持续的研发投入，保证公司引领行业变革。

大客户优势保证需求。公司的销售策略是：**做主要客户的主要供应商**。近年来公司在大客户的销售增速远高于产品销量增速就是明证。目前公司已经成为一些主要下游客户的最大供应商，占其全部粘接剂需求的半数以上。我们认为作为行业龙头，公司对下游的大客户有较大的粘性，保证了需求的稳步扩张。

图表 21 主要客户的主要供应商策略成效显著（万元）



资料来源：中国汽车工业协会

高盟新材公司深度报告



五、盈利预测

我们预计公司 2011, 2012, 2013 年 EPS 分别为 0.42, 0.61, 0.90 元, 对应市盈率分别为 30.64 倍, 20.71 倍, 14.16 倍。考虑到行业处于需求高速增长, 集中度持续提升的过程中, 公司作为行业内唯一一家上市公司, 凭借其竞争优势能够获得高于行业平均的增速。公司将迎来高速成长期。给予公司“增持”评级。

图表 22 盈利预测基本假设

	2009	2010	2011	2012	2013
量 (单位: 吨)					
复合聚氨酯胶产能	12000	16000	20000	32000	42000
非高铁用复合聚氨酯胶产量	13026	17641	19600	25500	38000
高铁胶产量		1166	400	1500	2000
毛利率 (单位: %)					
非高铁用复合聚氨酯胶平均	29.55%	23.78%	24.50%	26.08%	26.08%
高铁用聚氨酯胶		36.05%	36.00%	36.00%	36.00%
产品价格 (单位: 万元/吨)					
非高铁用复合聚氨酯胶平均	1.67	1.76	2.0	1.85	1.85
高铁聚氨酯胶			3.5	3.5	3.5
三费比率 (单位: %)	13.33	11.14	12	12	12

资料来源: 方正证券研究所

六、风险提示

- ◆ 估值风险
- ◆ 原材料成本价格大幅上升的风险
- ◆ 宏观环境发生剧烈变动风险

高盟新材公司深度报告



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	182.44	271.32	407.72	506.31	经营活动现金流	39.53	31.59	-11.21	70.59
现金	59.28	127.38	161.21	217.34	净利润	39.34	44.38	65.64	95.98
应收账款	58.79	78.38	125.10	153.44	折旧摊销	2.71	2.65	2.95	4.62
其它应收款	1.41	4.40	3.58	6.99	财务费用	2.81	4.11	5.31	7.82
预付账款	3.66	0.00	4.11	1.57	投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	34.10	43.04	71.74	84.10	营运资金变动	-5.28	-19.58	-85.10	-37.83
其他	25.21	18.12	41.98	42.88	其它	-0.04	0.03	-0.01	-0.01
非流动资产	50.30	49.03	49.19	66.87	投资活动现金流	-32.19	-1.41	-3.10	-22.29
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	18.57	7.74	-2.20	16.24
固定资产	18.29	18.79	18.48	28.33	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	17.46	18.53	21.23	28.82	其他	-13.61	6.33	-5.30	-6.05
其他	14.55	11.72	9.48	9.72	筹资活动现金流	25.81	-23.09	-1.29	-4.18
资产总计	232.74	320.36	456.91	573.18	短期借款	15.00	-10.00	1.67	2.22
流动负债	76.93	129.15	197.71	216.57	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	50.00	101.01	152.11	166.34	其他	10.81	-13.09	-2.96	-6.40
应付账款	18.63	9.27	34.55	26.60	现金净增加额	33.15	7.09	-15.60	44.12
其他	8.30	18.86	11.06	23.63					
非流动负债	16.83	7.85	10.20	11.63	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	16.83	7.85	10.20	11.63	营业收入	53.23%	21.50%	29.13%	47.45%
负债合计	93.76	137.00	207.92	228.20	营业利润	34.13%	16.47%	47.40%	47.75%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	归属母公司净利润	32.58%	12.82%	47.91%	46.23%
归属母公司股东权益	138.98	183.36	249.00	344.98	获利能力				
负债和股东权益	232.74	320.36	456.91	573.18	毛利率	24.52%	25.00%	26.86%	26.76%
					净利率	11.63%	10.80%	12.37%	12.27%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	28.30%	24.20%	26.36%	27.82%
营业收入	338.19	410.90	530.59	782.36	ROIC	19.11%	15.19%	15.96%	18.35%
营业成本	255.26	308.17	388.08	573.00	偿债能力				
营业税金及附加	1.50	1.73	2.25	3.36	资产负债率	40.29%	42.76%	45.50%	39.81%
营业费用	18.41	24.65	31.84	46.94	净负债比率	35.98%	55.09%	61.09%	48.22%
管理费用	16.47	20.54	26.53	39.12	流动比率	2.37	2.10	2.06	2.34
财务费用	2.81	4.11	5.31	7.82	速动比率	1.93	1.77	1.70	1.95
资产减值损失	0.23	1.00	1.90	1.75	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	1.73	1.49	1.37	1.52
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转率	5.65	5.99	5.22	5.62
营业利润	43.51	50.68	74.70	110.37	应付帐款周转率	16.43	22.09	17.71	18.74
营业外收入	2.55	2.46	2.50	2.48	每股指标(元)				
营业外支出	0.02	0.90	0.20	0.20	每股收益	0.49	0.42	0.61	0.90
利润总额	46.04	52.24	77.01	112.65	每股经营现金	0.37	0.30	-0.10	0.66
所得税	6.71	7.87	11.37	16.67	每股净资产	1.74	1.72	2.33	3.23
净利润	39.34	44.38	65.64	95.98	估值比率				
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	0.00	30.64	20.71	14.16
归属母公司净利润	39.34	44.38	65.64	95.98	P/B	0.00	7.41	5.46	3.94
EBITDA	48.76	54.89	79.96	117.27	EV/EBITDA	0.15	24.43	17.02	11.26
EPS (元)	0.49	0.42	0.61	0.90					

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