

铜陵有色 (000630)

有色金属冶炼与加工/有色金属

发布时间: 2012-06-08

报告类型 / 公司调研报告

推荐

上次评级: 推荐

寻求资源突破良方

报告摘要:

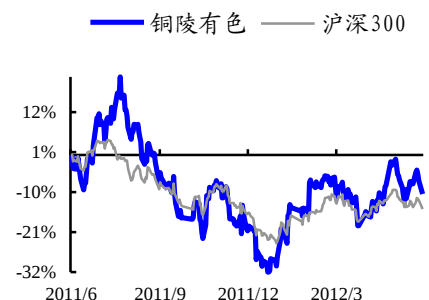
- 冶炼产能继续扩张。公司铜冶炼技术先进、区位优势突出。公司正在建设全球最为先进的双闪冶炼系统, 该项目投产后, 公司铜冶炼产能将增加 40 万吨达到 130 万吨, 硫酸产能 300 多万吨, 将成为全球最大的冶炼商之一, 冶炼成本也将进一步降低, 但也需要 80 万吨左右的铜精矿及其他铜原材料。原料供应成为制约公司发展的重大问题。公司将采取多种举措保障原材料供应:
- 挖潜自有矿山, 推动矿产铜产量增长。公司将继续推动自有矿山的深部探矿, 挖掘自有矿山增储潜力, 并推动矿产铜增长, 未来两年, 矿产铜的增长主要来源于, 安庆铜矿东马鞍山矿体开采工程、铜山矿业公司深部资源开采项目, 仙人桥矿山开采。
- 资产注入。有色控股目前掌握了一些铜矿资源, 并承诺注入沙溪等铜矿及铜冠冶化。其中, 沙溪铜矿储量 65 万吨, 潜在储量上百万吨, 科里安特资源公司米拉多矿区正在进入开发期, 未来可供应 9 万吨铜金属量。铜冠冶化, 利用公司的硫精矿和铜冶炼后的尾矿, 制备硫酸和铁球团, 目前产能 100 万吨硫酸, 铁球团 150 万吨。
- Nautilus 项目保障原料供应。该项目对公司而言, 风险小, 潜在收益大。一来, 公司投资改扩建或新建海底矿选矿厂, 可以获得稳定的收益, 风险较小。二来如果项目顺利, 公司将获取稳定的原料供应, 三年中每年约 8 万吨铜金属量的精矿。三来, 项目的实施为今后公司寻求与 Nautilus 矿业公司更为广泛的合作打开了空间。
- 国内外价差有改善空间。上半年, 铜的国内外价差为负影响了公司冶炼业绩, 预计下半年铜国内外价差有望改善。
- 维持“推荐”评级。预计公司 2012 年、2013 年的 EPS 分别为 0.94 元和 1.06 元, 市盈率分别为 22 和 20 倍。考虑到公司有资产注入预期, 我们维持公司的推荐评级。
- 风险提示: 铜价、金价波动风险; 原材料供应风险; 矿山储量与品位变动风险; 安全生产风险等; Nautilus 深海开采风险。

股票数据

2012/6/4

收盘价(元)	20.98
12个月股价区间(元)	15.70~28.88
总市值(百万元)	5,874
总股本(百万股)	280
A股(百万股)	280
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	15

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-9%	-5%	-10%
相对收益	-3%	0%	5%

相关报告

证券分析师: 陈炳辉

执业证书编号: S0550511070002
(021)20361131 chenbh@nesc.cn

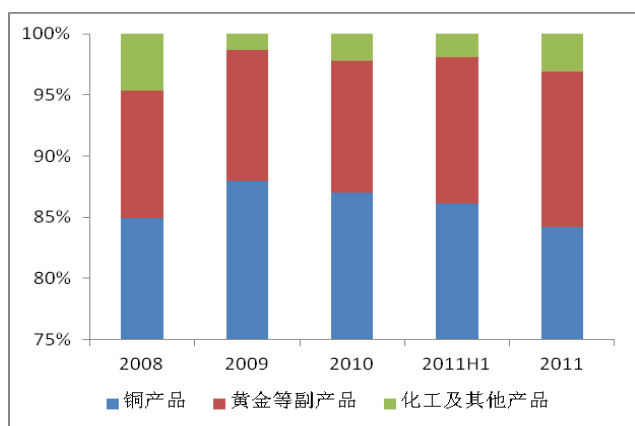
财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	51304	70741	62108	70877	76170
(+/-)%	66.81%	37.89%	-12.20%	14.12%	7.47%
净利润	1007	1534	1449	1652	2304
(+/-)%	47.92%	59.26%	-6.26%	12.19%	42.50%
每股收益(元)	0.69	1.01	0.94	1.06	1.51
市盈率	30	21	22	20	14
市净率	4	3	3	2	2
净资产收益率(%)	13.04%	14.34%	12.20%	12.46%	15.39%
股息收益率(%)	0.29%	0.59%	0.95%	1.43%	0.95%
总股本(百万股)	1294	1422	1422	1422	1422

1. 公司简介

铜陵有色是一家历史悠久的铜矿采选、冶炼企业，位于安徽铜陵，大股东是铜陵有色金属集团控股有限公司（有色控股，国有控股企业）。公司主营业务为铜矿生产、铜冶炼，铜材深加工等。经过数代人的经营，目前公司旗下拥有近 10 个铜或黄金矿山，4 个冶炼厂，并有铜加工一级控股子公司 4 家，公司拥有铜资源储量近 200 万吨，具备年产近 5 万吨矿产铜，90 万吨阴极铜和 220 万吨硫酸的产能，及 16 万吨的铜材深加工产能。

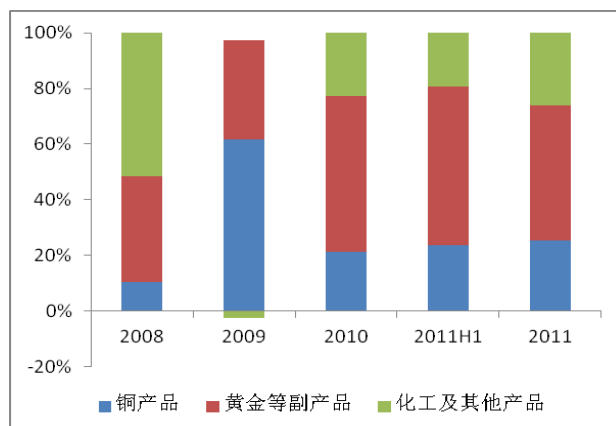
公司营收靠铜，利润靠贵金属。目前的收入结构当中，铜及铜加工产品占据主导地位，其收入贡献在 85% 左右，其次为黄金等副产品，在收入结构中占比约为 10%，其余为硫酸等化工产品及其他业务。在利润结构当中，贵金属是公司毛利的主要来源，铜和化工产品毛利贡献相当。但贵金属与硫酸等化工产品，都铜矿开采或铜冶炼的副产品，因此，其业务的核心还是铜矿开采与冶炼业务。

图 1：铜是公司营收的核心



数据来源：东北证券，WIND。

图 2：贵金属、化工产品贡献了公司大部分毛利



数据来源：东北证券，WIND。

2. 铜冶炼产能投放在即

铜陵有色是国内最大的铜冶炼产商之一，公司目前拥有的铜冶炼产能达到了 90 万吨，其冶炼产能主要分布在金隆铜业、金昌冶炼厂、张家港联合铜业及赤峰金剑铜业。公司的铜冶炼产能技术先进、区位优势突出。

在技术方面，公司控股的金隆铜业，为公司与日本住友合资兴建的大型铜冶炼企业，铜冶炼产能达到了 40 万吨。该企业采用了全球最先进的冶炼生产技术，生产效率极高，例如公司在电解环节采用电解液的自动控温、监测系统，不锈钢阴极板和全自动阴极铜剥离生产线，技术全球领先。在领先技术的武装之下，金隆铜业的生产成本全国最低。同时，公司冶炼技术指标国内领先，近年公司铜冶炼总回收率在 99.40% 以上。

表 1：公司冶炼产能的分布

名称	控股比例	主要产品	铜粗炼产能	铜精炼产能
金隆铜业	61.40%	阴极铜/硫酸	35	40
金昌	100%	阴极铜/硫酸/贵金属	15	18
金剑铜业	51%	阴极铜/硫酸	12	12
张家港联合	85%	阴极铜	0	20
合计			62	90
权益产能			42.61	65.68

资料来源：公司公告，东北证券。

在区位方面，公司主要冶炼产能多位于长三角地区。其中金隆和金昌位于铜陵，依江而立；联合铜业位于张家港，公司享有长江水路通瞿和临近销售市场的便利。

双闪冶炼项目即将投产。公司发行可转债的募投项目——“双闪项目”，将采用全球最先进的“闪速融炼、闪速吹炼”冶炼工艺。该工艺为全球最先进的炼铜生产工艺。项目投产后，公司将成为全球第三家采用该工艺的冶炼商。目前，该项目的施工正在稳步推进，预计将于今年年末投产。届时，公司产能将增加 40 万吨，公司的冶炼产能将达到 130 万吨。项目投产后，双闪将全部采用铜精矿为原料，而金昌冶炼厂将全部采用废杂铜为原料进行生产。

冶炼成本进一步降低。双闪项目的技术水平较金隆铜业更胜一筹，按可研设计，冶炼成本也将进一步下降至 1600-1700 元/吨。

双闪项目即将投产，公司对铜精矿等原材料的需求量将再次提升，预计铜精矿的需求量将从 40 多万吨提升至 70-80 万吨。面对着巨大的资源需求量，公司需要从自身资源挖潜，资产注入及拓展原料供应等角度来保障原材料的供应。

3. 矿山：挖掘自有矿产出增长潜力

矿山是有色金属企业特别是资源冶炼企业发展的基础。铜陵有色所在地铜陵以资源立市，当地拥有丰富的铜资源矿产，近百年来都是我国铜资源的重要供应基地。近年，随着公司冶炼产能规模的扩张，当地资源的日趋枯竭，公司当地的资源已经远不能满足公司业务发展的需要。2011 年，公司自有矿产出了铜精矿 4.85 万吨，但电解铜产量已经超过了 85 万，公司铜精矿的自给率仅有 5.68%。低于全国铜精矿自给率的平均水平。

表 2：公司大举挖潜自有矿山

工程名称	预算数	至 2011 年末 已投入（万元）	资金来源	投入占预算的比例
安庆铜矿深边部开拓工程	3.72 亿元	23910	借款/自筹	65.01%
仙人桥矿业采选工程	1.9 亿元	12857	自筹	89.99%
铜山矿业公司深部资源开采项目	4.58 亿元	16894	借款/自筹	37.09%
冬瓜山 60 线以北开拓、探矿工程	1.17 亿元	10939	自筹	93.49%
大团山-580 米以下探采结合工程	0.75 亿元	1763	自筹	23.51%
铜冶炼炉渣资源综合利用扩建工程	2.52 亿元	已完工	借款/自筹	100%

资料来源：公司公告，东北证券。

深部探矿挖掘自有矿山资源潜力。公司旗下拥有近 10 家矿山，这些矿山多有悠久的铜矿开发历史，在现代化的探矿手段的武装下，其资源潜力仍非常大。例如，2009 年，公司通过深度探矿，铜山矿业新增铜资源矿石量：2190 万吨，铜金属量 23.54 万吨（可采储量），铜品位 1.07%。目前，公司还在安庆铜矿、冬瓜山、铜山铜矿等矿山进行资源的深部勘探。预计，公司自有矿山仍有增储潜力。

自有矿开发，产量贡献增长缓慢。在资源的约束下，近年来，公司的矿产铜产量增长缓慢。今后两年，公司自有矿的增长主要来源于以下几个矿山：铜山矿业公司深部资源开采项目和仙人桥矿山开采工程等。其中，仙人桥预计要到明年年初投入运营，达产后，可贡献 2000 吨矿产铜；铜山铜矿，目前年产能为 2000 吨铜金属量，公司投资 4.3 亿进行深部开采工程，预计 13 年末投产，达产后产量将达 5000 吨矿产铜。

表 3: 公司自有矿山铜储量近 200 万吨

矿区名称	所在地	铜 (万吨)	金 (吨)	银 (吨)	硫 (万吨)	铁 (万吨)	2011E (万吨)	2012E (万吨)	权益
冬瓜山矿	安徽省铜陵市	117.67	38.51	987.91	1,376.89	838.85	3.3	3.3	100%
金口岭矿	安徽省铜陵市	1.30	0.59	11.88		19.81	0.06	0.06	100%
凤凰山矿	安徽省铜陵市	4.28	1.67	74.6	18.59	108.85	0.3	0.3	100%
铜山铜矿	安徽省池州市	21.86	5.57	142.64	283.24	549.92	0.2	0.3	100%
安庆铜矿	安徽省安庆市	34.39	3.67	195.12	142.47	1,098.23	0.85	0.85	100%
月山铜矿	安徽省安庆市	0.63							100%
仙人桥矿	江苏省句容市	6.13				176.85	0.04	0.1	69%
天马矿业	安徽省铜陵市	0.77	12.4	88.68	168.65				100%

资料来源: 公司公告, 东北证券。

表 4: 公司自给率下降, 自产铜产量增长缓慢

名称	单位	2012 计划	2011 年	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年
铜精矿含铜量	万吨	4.88	4.85	4.74	4.43	3.96	3.28
阴极铜	万吨	102	85.44	81.36	71.86	64.85	62.35
自给率		4.78%	5.68%	5.83%	6.16%	6.11%	5.26%
黄金(金属量)	吨	12.89	11.15	10.11	7.68	9.25	7.53
白银(金属量)	吨	479	412.08	379.06	218.66	165.65	231.13
硫酸	万吨	231.3	206.7	188.2	175.23	160	133.46

资料来源: 公司公告, 东北证券。

4. 资产注入: 打破矿山资源瓶颈

有色控股资源较为丰富。近年来, 为了突破资源瓶颈, 有色控股, 在地方政府的支持下大力整合安徽省内资源, 并逐步布局国内资源, 放眼全球资源。经过多年来的不懈努力, 目前, 有色控股在资源上已经有所突破。

公司整合了安徽省的铜矿资源。如沙溪铜矿, 拥有的铜资源储量约为 65 万吨, 潜在储量可达上百万吨。该矿离铜陵市仅 60 公里, 位于庐江县城南 5 公里, 紧邻合铜公路、沪蓉高速、合黄高速, 交通便利, 运输成本很低。

公司与中国铁建合作收购了 Corriente Resources Inc. (科里安特资源公司)。2010 年, 由铜陵有色控股与中国铁建共同设立的中铁建铜冠(铜陵有色控股与中国铁建各持有其 50% 股份), 完成了对加拿大铜矿上市公司 Corriente Resources Inc. (科里安特资源公司) 的要约收购。Corriente 的主要资产为位于厄瓜多尔东南部铜矿带的 17 个矿权资产和权益。该矿区的铜金属量约为 1154 万吨, 金 142 吨, 银 978 吨。

科里安特资源公司正在进入开发期。2012 年 3 月 5 日, 中铁建铜冠全资孙公司厄瓜多尔科里安特公司与厄瓜多尔政策签署了米拉多矿区的采矿合同。米拉多矿区是中铁建铜冠投资有限公司收购的加拿大科里安特资源公司所属厄瓜多尔公司拥有的四个矿区之一, 米拉多矿区探明加控制的矿石量 6.6 亿吨, 矿石铜品位 0.53%、金 0.17g/t, 银 1.41g/t, 铜金属量 349 万吨, 金 112 吨, 银 927 吨。公司将在 2016 年底将米拉多矿区建设成为日处理矿石 6 万吨, 年处理矿石 2000 万吨的现代化露天矿山(其中, 在 2014 年底达到日处理矿石 3 万吨、年处理矿石 1000 万吨的产能), 并配套建设一座 129MW 的矿山自备水力发电站。项目达产后将年产铜精矿 35.4 万吨(预计精矿品位: 铜 26.3%, 金 5g/t, 银 54.46g/t)。

有色控股承诺注入沙溪等矿。集团公司在铜陵有色发行可转债时承诺“为了进一步支持铜陵有色的发展, 有色控股承诺, 未来在赤峰国维矿业有限公司、安徽铜冠(庐

江)矿业有限公司两公司铜矿产品具备正式生产条件的情况下,有色控股同意将持有该两公司的股权全部转让给铜陵有色”。

有色控股承诺注入铜冠冶化。有色控股承诺,未来在铜冠冶化分公司正式建成投产且实现正常盈利的情况下,同意铜陵有色自主决策按公允价格收购铜冠冶化分公司。铜冠冶化,是有色控股的综合利用项目之一,该公司于 2010 年投产,主要利用公司的硫精矿和铜冶炼后的尾矿,制备硫酸和铁球团,目前产能 100 万吨硫酸,铁球团 150 万吨。

表 5: 当前集团公司拥有的主要有色资产

序号	名称	地点	权益	矿种	储量	说明
1	沙溪铜矿	庐江	100%	铜	65	总资源量约 65 万吨, 前景储量 100 万吨以上, 黄金储量约 30 吨。
2	姚家岭矿	安徽	100%	铜铅锌	150	探明铜铅锌等金属量约 150 万吨, 其中探明金矿储量 50 多吨
3	黄狮涝金矿	铜陵	70%	黄金	1.2	金资源量约 1.2 吨。
4	国维矿业	赤峰	51%	铜、钼	8.55	储量 8.55 万吨铜, 还含有一些钼。
海外项目						
5	Blanc	秘鲁	35%	铜、钼		由与紫金合作的紫金铜冠持有。未开工建设。
6	Corriente	厄瓜多尔	50%	铜	1154	储量, 铜 1154 吨, 另有金 142 吨, 银 978 吨。

资料来源: 公司公告, 东北证券。

5. 海底矿合作: 保障原料供应

除资产注入与自身矿山挖潜之外, 公司也正在积极寻求国际资本与业务合作来保障原材料供应。

近日, 公司与 Nautilus Minerals Niugini Limited 签署了 Solwara 1 项目海底矿合作协议。根据协议, 公司拟投资对 Nautilus 现有的选矿厂进行改造或者新建新的选矿厂, 用于处理 Nautilus 公司的高品位海底铜矿石。Nautilus 公司对上述投资提供一定的担保, 担保金额占总投资的 50% (投资以 1.45 亿人民币为限)。每年 Nautilus 矿业公司向该厂供应矿石 110 万吨 $\pm$ 20%, 合同期 3 年, 公司享有延长期限的选择权。预计海底矿的首期提货 (首次矿石交付日) 将在 2013 年 11 月 30 日至 2014 年 5 月 31 日之间的六个月期限内。

Nautilus 矿业公司的 Solwara 1 项目, 是全球领先的海底资源开采项目, 矿区位于巴布亚新几内亚俾斯麦海域内, 矿床深度在海平面以下 1600 米左右。勘探结果显示, 矿区含有高品位的铜和黄金资源。目前, 正准备进行大规模开发。

表 6: Nautilus 矿业公司的资源储量

	分类	矿石量 (t)	铜品位 (%)	金品位 (g/t)	银品位 (g/t)	锌 (%)	铜储量 (t)	金储量 (Koz)
Solwara 1	探明	103 万	7.2	5	23	0.4	74160	165.6
	推断	154 万	8.1	6.4	34	0.9	124740	316.9
Solwara 12	推断	23 万	7.3	3.6	56	3.6	16790	26.6

资料来源: Nautilus 公司网站, 东北证券。

通过合作, 公司有多重受益。一是, 公司将以优惠价格获得原材料供应。加工后的铜精矿将按协议价格 (根据铜精矿中铜、金和银金属的回收情况确定, 但要减去存储、处理、加工和选矿厂新投入的固定资产回收的成本 (均设有封顶费) 以及双方

约定的铜精矿加工费确定)全部销售给公司,公司要在 PNG 出口船只装船时预付 90%的货款。二是,公司对铜精矿的生产收取 25%的利润费。三是,协议双方平等分享选矿加工尾矿硫铁矿的销售利润。

合作项目具有战略价值。一来,改扩建项目或新建海底矿选矿厂,可以获得稳定的收益,而公司面临的风险较小,公司有投资金额 50%的投资担保。二来如果项目合作顺利,公司将获取稳定的原料供应,三年中每年提供铜精矿含铜约 8 万吨左右,约占公司每年境外采购的比例为 20%。三来,项目的实施为今后公司寻求与 Nautilus 矿业公司合资建厂或公司层面的更为广泛的合作打开了空间。

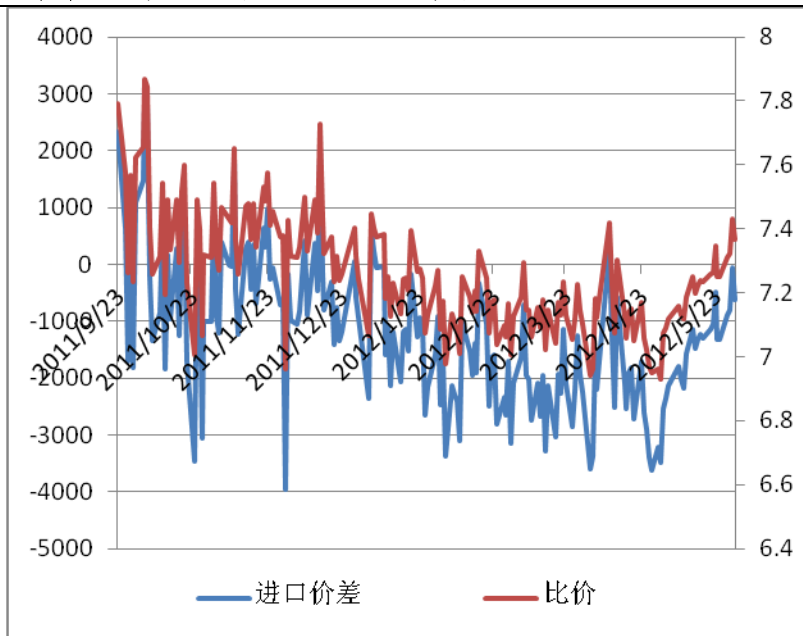
6. 国内外价差有望缩小

原材料采购定价原则使公司易受国内外价差冲击。目前,公司采取 M+3 定价原则,在 M 月,即铜精矿开船时,公司以信用证向供应商支付款项,经过 2 个月的运输后,拿货冶炼,然后在国内市场销售铜产品。铜精矿采购结算价参考 M 月后第 3 个月 LME 铜均价,并以此来确定铜精矿的实际成交价格,支付铜精矿采购差额。这一定价原则,使公司按 LME 价支付原材料价款,产品则按国内价格销售,这使公司面临着国内外铜价差波动的冲击。若国外价高于国内价,则公司将受损。

国内外铜价差令公司遭受冶炼费损失。上半年,铜国内消费低迷,库存持续走高,而国外库存走低,美国等地铜消费有所恢复。铜国内外价差一直为负,甚至达到了 2000 多元以上,进口持续呈亏损状态。

价差正在改善。近期,国内出口了部分铜到韩国等 LME 仓库之后,国内外价差呈恢复态势。预计,下半年,国内铜消费在政策驱动下,将有所回升,国内外价差状况有可能会改善。这对于下半年的铜冶炼业务有正面的影响。

图 3: 上半年,铜沪伦比价低迷,进口处于亏损状态



资料来源: WIND, 东北证券。

7. 盈利预测

根据公司的生产经营状况,我们对公司做出如下假设:

表 7: 业绩预测假设

		2012	2013	2014
价格	铜价（元/吨）	49400	51000	51500
	黄金（元/克）	345	325	320
	白银（元/公斤）	5700	6000	5900
	硫酸（元/吨）	450	450	450
	进口铜精矿冶炼费长协价（TC/RC）	60/6.0	70/7.0	70/7.0
产销量	铜销量（万吨）	104	116.5	124.5
	铜精矿含铜（万吨）	4.88	5.20	8.00
	黄金销量（吨）	13.00	14.50	15.50
	白银销量（吨）	480	520	560
	硫酸销量（万吨）	230	282	310

资料来源：WIND，东北证券。

预计，2012 年和 2013 年公司的业绩分别为 0.94 元和 1.06 元，市盈率分别为 22 和 20 倍。考虑到公司的资产注入预期，维持对公司的推荐评级。

8. 风险提示

铜、贵金属、化工等产品价格波动风险。

原材料供应风险：公司铜精矿自给率比较低，铜精矿、废铜等原材料对外依存度大，原材料的供应易受到上游企业生产经营状况的冲击。同时，采购价格也会受市场供求情况波动。

矿山储量与品位变动风险；安全生产风险等。

Nautilus 矿业公司合作项目风险，包括 Nautilus 矿业公司深海开采风险，原材料供应保障度风险等。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E	现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	3406	1800	1900	2000	净利润	1534	1449	1652	2304
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	459	-114	3	33
应收款项	1074	1293	1459	1574	折旧及摊销	746	759	936	1100
存货	8797	10820	11975	12857	公允价值变动损失	-52	-9	-10	-11
其他流动资产	21	84	89	96	财务费用	413	707	756	761
流动资产合计	17734	17572	19617	20928	投资损失	-60	-37	-40	-42
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	1235	-309	-1549	-862
长期投资净额	211	220	231	244	其他	-18	-19	5	13
固定资产	9872	10022	14522	14722	经营活动净现金流量	4315	2503	1681	3114
无形资产	1217	1166	1116	1067	投资活动净现金流量	-3194	-2347	185	246
商誉	68	68	68	68	融资活动净现金流量	-211	-1762	-1766	-3259
非流动资产合计	14533	16315	15424	14340	企业自由现金流	-100	337	1699	3288
资产总计	32267	33887	35041	35268					
短期借款	12077	11005	10596	8312	财务与估值指标	2011A	2012E	2013E	2014E
应付款项	3875	4149	4645	4813	每股指标				
预收款项	544	541	594	647	每股收益 (元)	1.01	0.94	1.06	1.51
一年内到期的非流动负债	451	750	350	500	每股净资产 (元)	7.00	7.74	8.50	9.81
流动负债合计	17492	17842	17572	15677	每股经营性现金流量 (元)	3.04	1.76	1.18	2.19
长期借款	3322	3422	3622	3722	成长性指标				
其他长期负债	5	5	5	5	营业收入增长率	37.89%	-12.20%	14.12%	7.47%
长期负债合计	3333	3439	3637	3740	净利润增长率	59.26%	-6.26%	12.19%	42.50%
负债合计	20826	21282	21210	19417	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	9985	11003	12083	13944	毛利率	5.53%	5.12%	5.23%	6.03%
少数股东权益	1456	1562	1708	1867	净利率	2.02%	2.16%	2.12%	2.82%
负债和股东权益总计	32267	33847	35001	35228	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	7.00	7.24	7.16	7.18
					存货周转率 (次)	59.68	64.39	62.82	63.34
					偿债能力指标				
					资产负债率	64.62%	62.88%	60.60%	55.12%
					流动比率	1.01	0.98	1.12	1.33
					速动比率	0.32	0.23	0.26	0.31
					费用率指标				
					销售费用率	0.29%	0.29%	0.29%	0.29%
					管理费用率	1.45%	1.20%	1.20%	1.20%
					财务费用率	0.58%	1.14%	1.07%	1.00%
					分红指标				
					分红比例				
					股息收益率	0.59%	0.95%	1.43%	0.95%
					估值指标				
					P/E (倍)	21	22	20	14
					P/B (倍)	3	3	2	2
					P/S (倍)	0	0	0	0
					净资产收益率	14.34%	12.20%	12.46%	15.39%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760