

多晶硅行业系列报告之二

评级：增持 维持评级

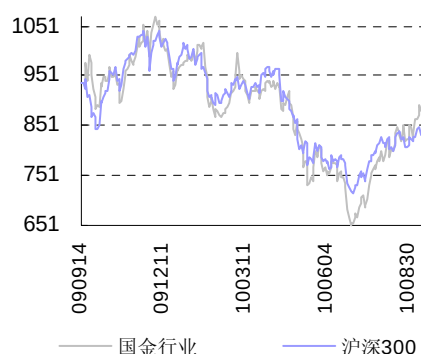
行业研究

长期竞争力评级：高于行业均值

从国际比较看中国多晶硅企业的竞争力

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	89.97
市场优化平均市盈率	29.70
国金太阳能指数	893.04
沪深300指数	2903.19
上证指数	2638.80
深证成指	11338.71
中小板指数	6773.86



行业观点

- 判断多晶硅行业的未来，成本是绕不开的一道坎。对成本的分析涉及两个方面：首先，太阳能发电达到平价上网要求多晶硅价格继续下降，而保持充足的多晶硅供应要求企业有合理的利润，解决这一矛盾的关键就是多晶硅成本要下降；其次，中国多晶硅产量越来越大，竞争力也越来越强，表现就是中国多晶硅企业的成本逐渐接近国外大厂成本；
- 我们详细分析了 Wacker、Hemlock、REC、OCI、徐州中能等国内外规模较大的企业的情况，从中也发现了一些规律；
- 首先，成熟的多晶硅行业应该是盈利稳定的。从毛利率看，尽管前两年多晶硅市场价格暴涨暴跌，但从国际大厂的财务数据可以看到，其毛利率并未出现很多人以为的大幅波动，相反，其毛利率非常稳定，以 Wacker 为例，2008 年到 2010 年上半年，其 EBITDA Margin 维持在 46%~51.5% 之间，并未出现大幅波动，REC 的例子类似；
- 成本方面，国内外企业的差距越来越小。根据目前国内企业的技术水平，我们判断未来两年之内，国内企业的平均成本线应该降至 20 万元/吨的水平，根据我们上一篇报告中对多晶硅企业 15 万/吨的盈利能力的判断，届时价格将降至 35 万以下；
- 总之，我们判断未来的多晶硅行业规模将快速增长，行业将呈现寡头垄断特征，优势企业依靠规模扩张与技术进步保持成本优势；
- A 股推荐乐山电力(600644.sh)与天威保变(600550.sh)，H 股推荐 GCL(保利协鑫,3800.HK)。

相关报告

1. 《前途光明,完善技术和降低成本是关键》，2010.7.13
2. 《各国光伏发展情况》，2010.7.13
3. 《杂音还是变奏》，2010.5.26

图表1：相关企业情况

代码	公司简称	多晶硅公司	权益产量		股本 (亿)	现价	市值 (亿)	产量市值 比	PE		
			2010	2011					2009	2010E	2011E
3800.HK	GCL	江苏中能	15000	21000	156.9	2.12	333	63	na	15	10
600644.SH	乐山电力	乐电天威	867	1326	3.3	13.33	44	30	77	26	14
600550.SH	天威保变	天威硅业等	2192	3041	11.7	26.85	314	10	54	31	23
600674.SH	川投能源	新光硅业	468	468	9.3	14.8	138	3	55	67	42
000012.SZ	南玻A	宜昌南玻	960	1645	20.8	15.17	316	5	22	23	17
600151.SH	航天机电	神舟硅业	450	900	9.6	13.17	126	7	127	60	38
600089.SH	特变电工	特变多晶硅	375	1125	20.3	17.58	357	3	21	20	19

张帅

分析师 SAC 执业编号：S1130210010307
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

内容目录

结论：多晶硅行业其实盈利应该很稳定	4
多晶硅产业是稳定的高盈利能力行业，不是大起大落的强周期性行业	4
国内企业的成本能够逐渐接近甚至低于国际大厂的水平	4
Wacker Chemie AG（瓦克化学）	5
企业概况	5
盈利情况	5
多晶硅扩产计划	6
公司多晶硅生产的优势。	6
成本分析	8
REC——太阳能产业链的缩影	9
企业概况	9
多晶硅盈利分析	9
多晶硅扩产情况	10
OCI (DC Chemical)——重要的新进国际供应商	11
Hemlock Semiconductor——全球最大多晶硅供应商	12
江苏中能（GCL，港股代码 3800.hk）	13

图表目录

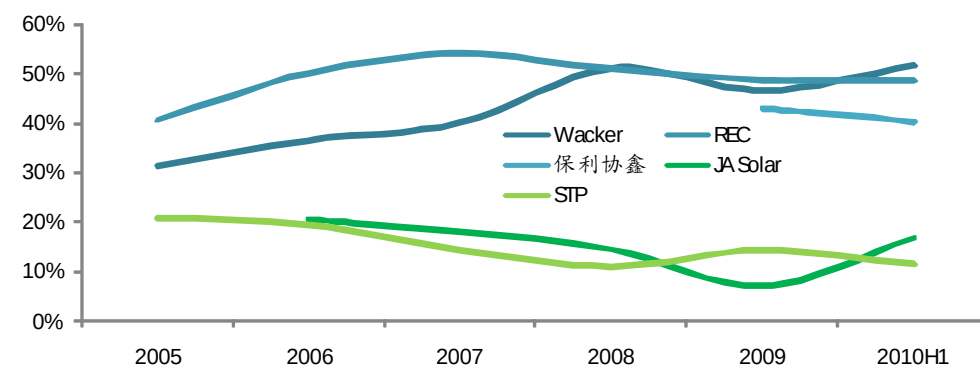
图表 1: 相关企业情况.....	1
图表 2: 多晶硅企业与电池企业 EBITDA Margin 比较.....	4
图表 3: 瓦克集团产业链结构.....	5
图表 4: 2005-2009 年瓦克多晶硅销售收入和利润情况 (百万欧元)	5
图表 5: 不同业务销售比较 (百万欧元)	6
图表 6: 瓦克不同业务 EBITDA Margin 比较	6
图表 7: 瓦克多晶硅扩产安排.....	6
图表 8: 瓦克多晶硅集成化 (封闭式循环) 生产系统示意图	7
图表 9: 西门子法生产工艺简图	7
图表 10: 流化床法 (FBR) 生产工艺简图	7
图表 11: 不同技术的成本下降空间	8
图表 12: 不同技术的成本比较	8
图表 13: REC 集团结构图	9
图表 14: 2005-2010 年 REC Silicon 销售收入和利润情况 (百万挪威克朗) .	9
图表 15: 不同部门销售额比较 (百万 NOK)	10
图表 16: REC 不同部门 EBITDA Margin 比较	10
图表 17: 1985~2010 年 REC 多晶硅产量和产能扩张情况.....	10
图表 18: REC Silicon 销售收入分类.....	11
图表 19: OCI 多晶硅产能扩张情况明细.....	11
图表 20: 2008~2010H1 OCI 多晶硅销售收入和利润及其占比 (十亿韩元)	12
图表 21: Hemlock 集团产业链.....	12
图表 22: Hemlock 股东构成	12
图表 23: Hemlock 的多晶硅生产工艺	13
图表 24: 江苏中能多晶硅产销量稳步提升	13
图表 25: 江苏中能多晶硅生产成本持续下降.....	14
图表 26: 2010H1 江苏中能多晶硅业务与去年同期比较.....	14

结论：成熟的多晶硅行业盈利很稳定

多晶硅产业是稳定的高盈利能力行业，不是大起大落的强周期性行业

- 虽然前两年多晶硅市场价格暴涨暴跌，但从国际大厂的财务数据可以看到，其毛利率并未出现很多人以为的大幅波动；
- 以瓦克为例，在多晶硅上涨之前的 2007 年，其 EBITDA margin 为 40%，在多晶硅暴涨的 2008 年，这一数值提高到 51%，而多晶硅价格暴跌的 2009 年，其 EBITDA margin 也仅仅下降 5 个百分点，仍然维持 46.5% 的高水平，明显高于 2007 年的水平。2010 年上半年，由于行业回暖，其 EBITDA margin 又回到了 51.5% 的高位，甚至高于最火爆的 2008 年；
- REC 的情况也类似，最近三年的 EBITDA margin 保持在 40% 左右的水平，波动率更小。出现这一现象的原因有两方面，一则大厂自身都有较大规模的硅片制造能力，这都多晶硅销售更多的是在集团内部的结算，因此相对稳定；第二，大厂的销售价格与成本均比较稳定，且销售多以长单形式固定，因此价格波动小；
- 国内 2008 年中国才有成规模的多晶硅产出，因此前面两年的销售以现货、散货为主，加上中间商的推波助澜，价格容易大幅波动。但随着国内企业的生产规模扩大，目前徐州中能的产量明年将达到 20000 吨以上，从规模看与国外大厂接近，因此销售策略也会与小规模生产有所不同；

图表2：多晶硅企业与电池企业 EBITDA Margin 比较



来源：国金证券研究所

- 总而言之，国外大厂这两年经历的事情，国内企业未来也会经历，我们的判断是，国内企业在规模达到一定程度后，由于需求的快速增长、行业进入壁垒逐渐提高，盈利能力将保持稳定，我们维持上一篇报告中对多晶硅行业 15~20 万元/吨的盈利水平的判断。

国内企业的成本能够逐渐接近甚至低于国际大厂的水平

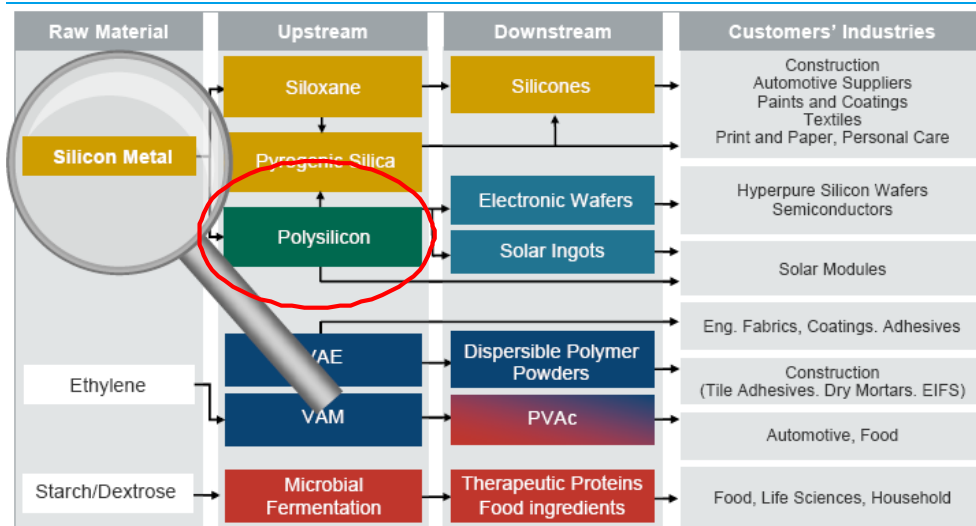
- 从成本看，国内企业已经开始进入快速降低成本的过程，根据我们与业内主要企业的交流，三年左右的时间，中国企业完全可以将成本降至 20 万元/吨以内，这与采用改良西门子法的国外大厂相差无几；
- 多晶硅的成本中最重要、下降空间最大的有三部分：折旧、TCS 成本、电费，后面两项与企业技术水平密切相关，目前国内企业的技术改造主要集中于四氯化硅的循环利用与电耗水平的降低，从绝对值看，TCS 耗用量对成本的影响尤其明显，我们会在后续的报告中对成本进行详细分析；
- 根据目前国内企业的技术水平，我们判断未来两年之内，国内企业的平均成本线应该降至 20 万元/吨的水平，根据我们上一篇报告中对多晶硅企业 15 万/吨的盈利能力的判断，届时价格将降至 35 万左右。

Wacker Chemie AG（瓦克化学）

企业概况

- 瓦克化学为全球最重要的化工品提供商之一，总部位于德国慕尼黑。业务范围包括电子材料、有机硅、聚合物、化学品、多晶硅和半导体等，客户主要集中在半导体、太阳能、化学、建筑、能源和电子等行业。

图表3：瓦克集团产业链结构

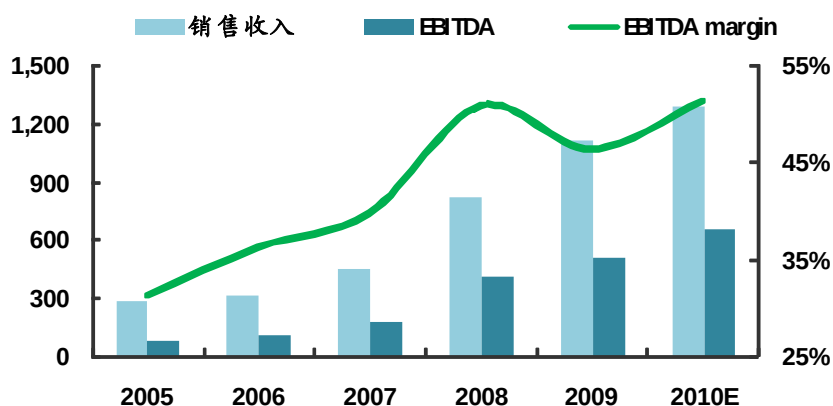


来源：国金证券研究所

盈利情况

- 在半导体市场环境较为恶劣的情况下，太阳能市场 2009 年（尤其是下半年）强大的需求带动公司多晶硅业务继续增长。

图表4：2005-2009 年瓦克多晶硅销售收入和利润情况（百万欧元）

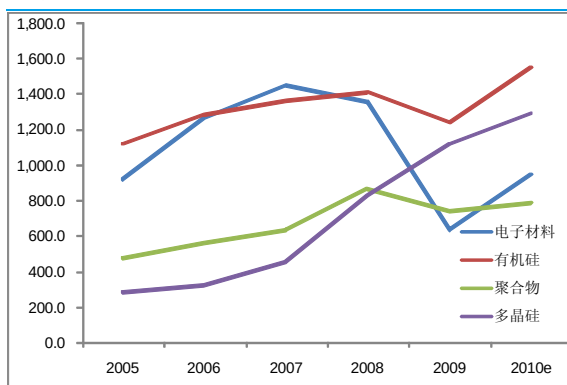


来源：国金证券研究所

- 公司凭借在多晶硅生产方面丰富的经验积累带来的质量和价格上较大的优势，2009 年产品销量大幅上涨，产量从 11,900 吨提升至 18,100 吨，销售收入较 2008 年增加 35.4%，达到 11.2 亿欧元，为公司总销售收入的 25% 以上，约占全球市场份额的 20%。
- 多晶硅业务销售收入占公司总收入比例逐渐增大，2009 年达到 29%。在盈利能力方面，尽管受到现货价格下降的影响，公司多晶硅业务较高的产能利用率和适中的运营费用保证了这部分业务的高额利润。

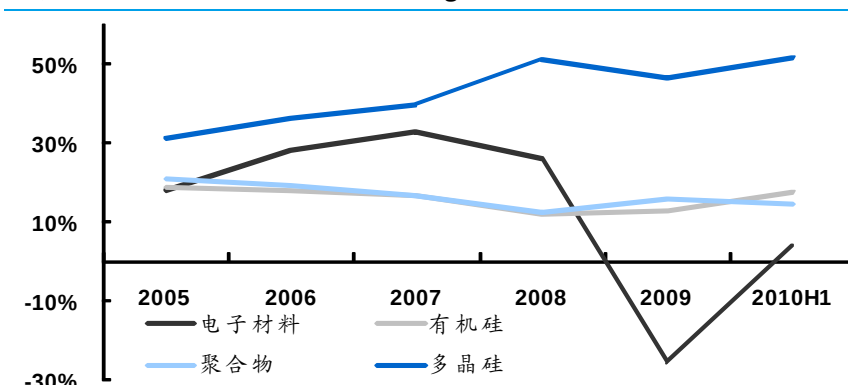
- 公司 2009 年 EBIT 增长 23.4%至 520.8 百万欧元，EBITDA margin 和 EBIT margin 分别高达 46.5%和 36.9%，多晶硅业务利润率远远超出公司其他业务，在经济危机的阴影下成为公司利润的主要来源。

图表5：不同业务销售比较（百万欧元）



来源：国金证券研究所

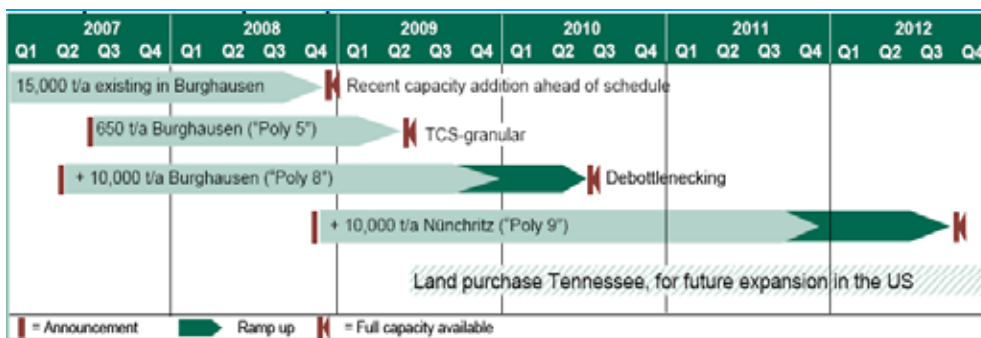
图表6：瓦克不同业务EBITDA Margin 比较



多晶硅扩产计划

- 瓦克多晶硅业务部门发展迅速，扩产规模巨大。继新增产能为 4,500 吨的“Poly 7”项目完成后，公司另一项目“Poly 8”已于 2010 年在博格豪森完成 10,000 吨产能扩张，而“Poly 9”项目也将于 2011 年下半年在其宁希里茨工厂完成 10,000 吨多晶硅新增产能。
- 公司计划通过几个扩建投资项目逐步在 2011 年底前扩产多晶硅产能至 35,000 吨，预计在 2012 年产能全部达产以后，德国工厂的多晶硅产量将达到 40,000 吨。
- 目前公司多晶硅生产仍然在德国慕尼黑的伯格豪森（Burghausen），其在美国田纳西州克里夫兰的新工厂计划将为未来的全球市场拓展和产能继续扩展带来潜力。

图表7：瓦克多晶硅扩产安排

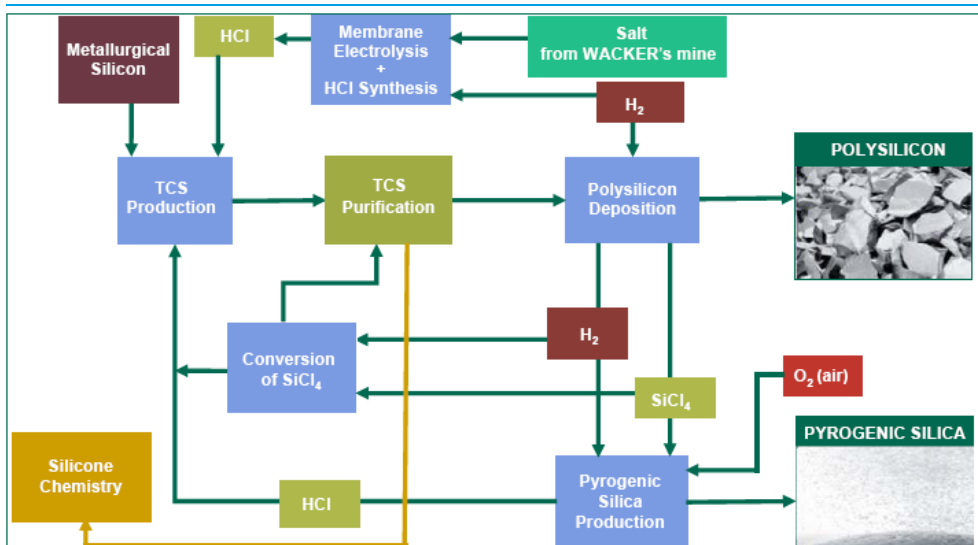


来源：国金证券研究所

公司多晶硅生产的优势。

- 公司开发的集成化生产系统为世界领先技术，封闭式循环系统不仅可以最大程度地利用材料和耗能，还能有效解决尾气回收和主要原料、辅料的循环利用问题，同时提高产品的纯度。在明显的质量和成本优势背后是公司 50 多年的生产和研发经验积累所建筑的技术优势。

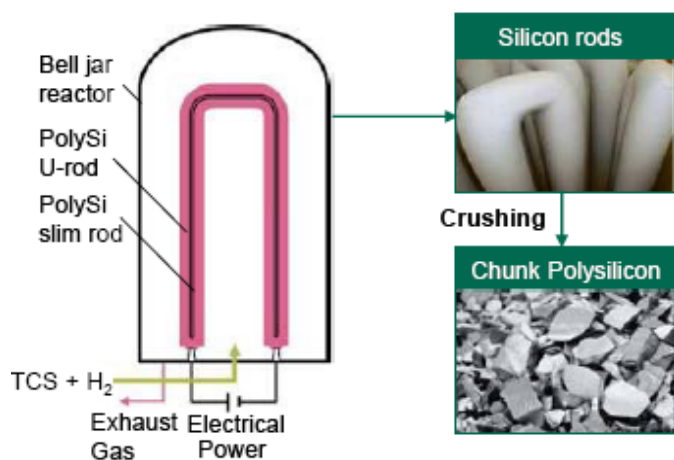
图表8：瓦克多晶硅集成化（封闭式循环）生产系统示意图



来源：国金证券研究所

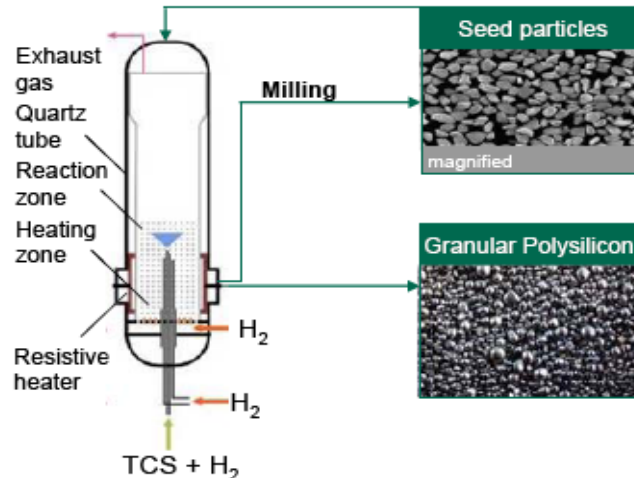
- 公司同时拥有西门子法和流化床法（FBR）两种生产技术，满足不同客户需求。其中西门子法主要生产块状多晶硅料，具有生产规模大、产量提升速度快、反应池可在半导体用多晶硅和太阳能级多晶硅间转换等特点。而公司用流化床法的生产线（Poly 5）生产粒状多晶硅，其特点主要为：耗电量较低、产能利用率较高、技术成熟后生产成本较低。

图表9：西门子法生产工艺简图



来源：国金证券研究所

图表10：流化床法（FBR）生产工艺简图

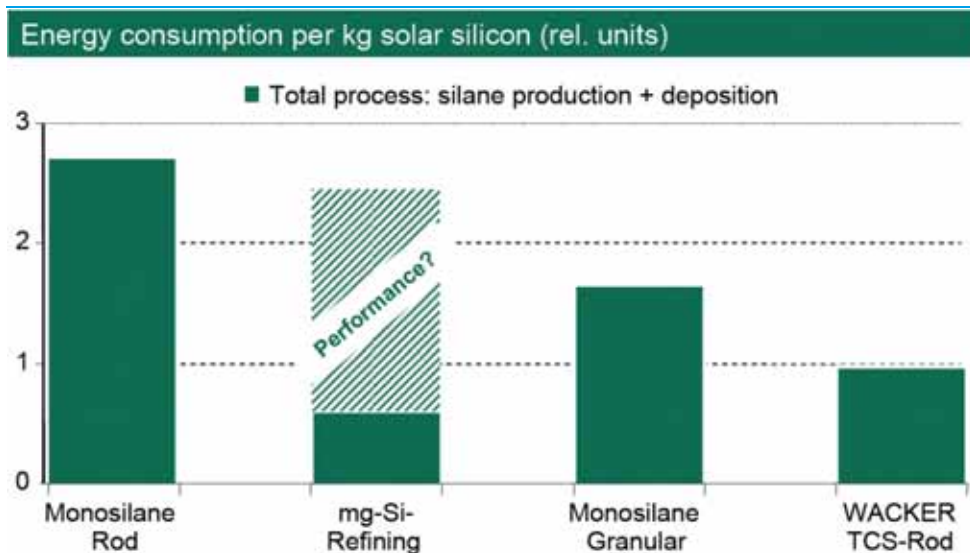


- 公司作为大型化工集团企业，对多晶硅产业链上下游的有力整合将逐渐显现集团协同优势。
 - 公司于 2010 年对上游产业链进行整合，将于今年第三季度以约 8000 万美元的价格从 FESIL（挪威）购得硅矿。其产量将满足公司现在对硅矿需求的 1/3，为保障多晶硅和有机硅生产的原材料供应稳定和成本控制稳定打下良好基础。
 - 下游的 Siltronic（世创电子材料）为世界前三硅片供应商，一方面其对多晶硅材料的需求使瓦克多晶硅业务部门的产能有较为稳定的消耗出口，另一方面下游对市场信息、新技术和规格需求的及时反馈也令多晶硅生产更具市场敏感性和技术适应性。
 - 另外值得注意的一点是，由于公司的化工联合企业特点，一些重要生产原料从氯气到硅烷均可以由集团内部企业提供。

成本分析

- 瓦克公司作为国外大厂中产量最大、产业链最全的企业之一，其成本控制在业内亦属领先；
- 传统的改良西门子法成本相对稳定，虽然公司未直接披露成本，但根据公开资料和技术文献，我们大体可以判断，瓦克的成本在 30 美元/公斤左右，但由于公司原有技术已经很稳定，因此成本下降的空间不大，未来公司降低成本主要依赖新的技术，比如 FBR 与粒状硅。

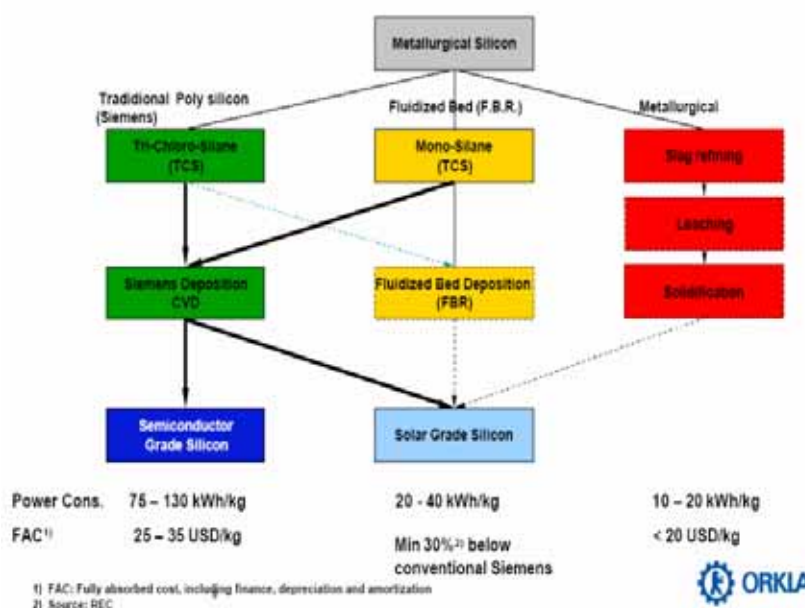
图表11：不同技术的成本下降空间



来源：国金证券研究所

- 理论上，FBR 的能耗不到改良西门子法的一半，而冶金法多晶硅的电耗较 FBR 法又要低很多，下图简单介绍了这三种方法的成本情况，虽然很粗略，但大体上可以看出之间的对比关系；
- 因此，未来公司的成本应该还存在下降空间，具体下降幅度依赖技术进步的情况。

图表12：不同技术的成本比较



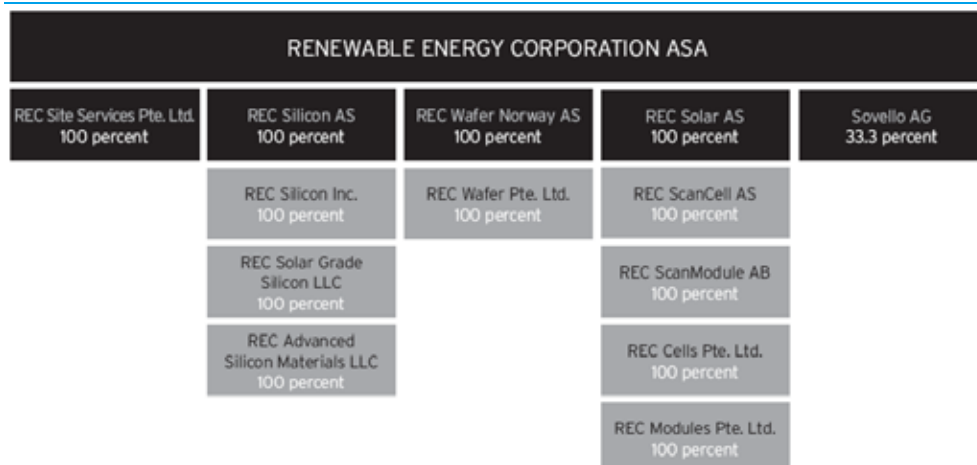
来源：国金证券研究所

REC——太阳能产业链的缩影

企业概况

- REC 为全球著名垂直一体化太阳能企业，产业链完整。旗下拥有生产多晶硅和硅烷气体的 REC Silicon、生产硅片的 REC Wafer、生产太阳能电池和组件的 REC Solar 和 Sovello AG（拥有 1/3 股份）。

图表13: REC 集团结构图

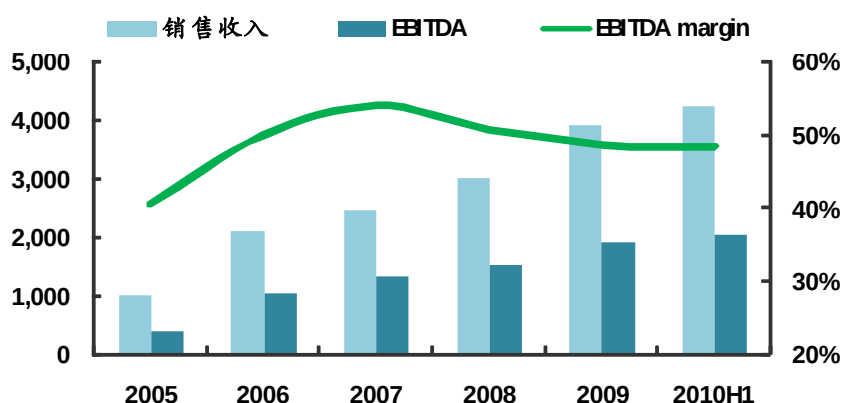


来源：国金证券研究所

多晶硅盈利分析

- 公司 REC Silicon 业务部分主要生产多晶硅料和硅烷气体，位于太阳能产业链上游，其中 2009 年多晶硅的销售数量提高 18.4%至 7,753 吨，占全球市场将近 10%。
 - 相比公司其他业务，REC Silicon 销售收入保持较快增长速度，在“Silicon III”的 FBR 生产线全面达产（预计 2011 年产量翻番）以后还会有大幅提升。
 - 2009 年 REC Silicon 的 EBITDA 增长 24.7%至 1,920 百万挪威克朗，EBITDA margin 高达 48.7%，REC 原料生产较其他中、下游产业链环节利润率保持较大优势。

图表14: 2005-2010 年 REC Silicon 销售收入和利润情况（百万挪威克朗）

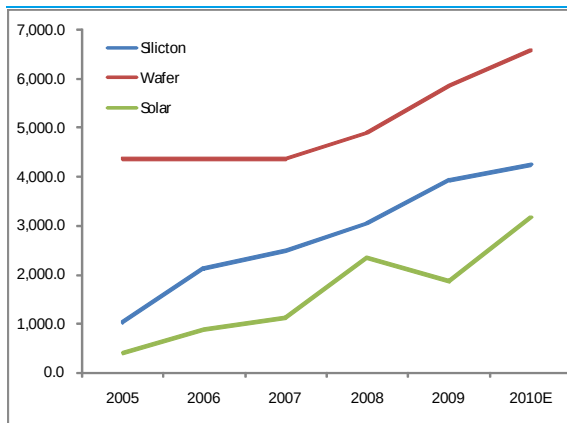


来源：国金证券研究所

- REC 公司可以被看作是是整个太阳能产业链的缩影，尤其在利润率方面有比较典型的代表性，我们可以看到近几年太阳能产业链利润率从上游到下游逐层递减（除最下游的电站运营）。

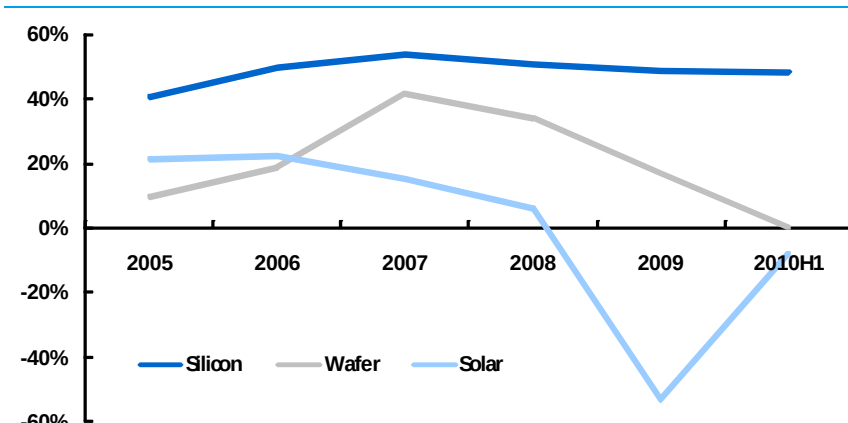
- 2009 年 REC 多晶硅出厂价下跌 8%，组件价格下降 36%，组件价格大幅度下降是 REC Solar 亏损的主要原因。

图表15：不同部门销售额比较（百万NOK）



来源：国金证券研究所

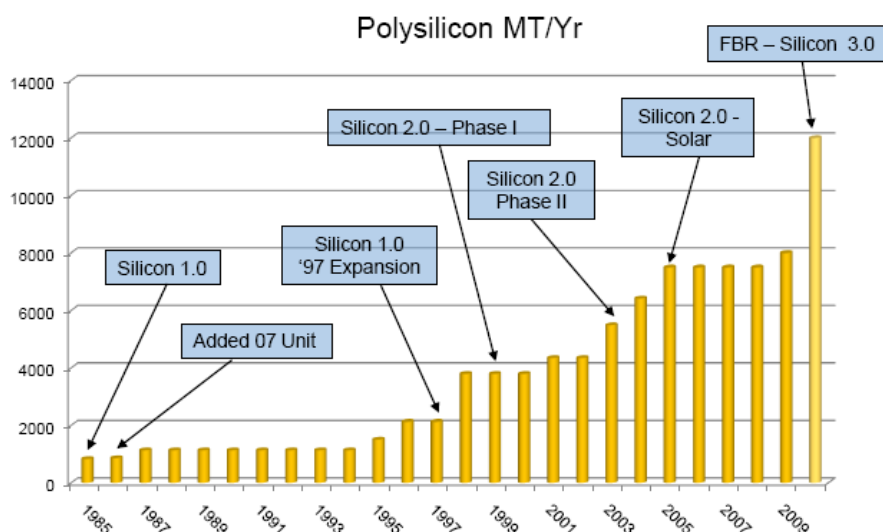
图表16：REC 不同部门 EBITDA Margin 比较



多晶硅扩产情况

- REC 位于华盛顿州摩西湖工厂的 6,500 吨 FBR 新生产线（代号“Silicon III”）在刚投产不久因漏气等安全问题停产，经过紧急抢修，6 月已重新投产，随着技术的成熟和设备逐渐正常运转，产能利用率和产品质量将逐步提高，产量稳步攀升，生产线的调试成功为公司未来多晶硅生产业务全速发展奠定良好基础。
- 公司预计到 2011 年多晶硅产量较 2009 年翻番，2012 年达到 17,000 吨。从成本方面讲，流化床法耗能较西门子法低大约 30%，但另一方面，偏贵的建设成本也同样会以较高的折旧费用在成本中体现。
- 虽然公司最近为了着重生产硅烷气体（为 Silicon III 的 FBR 生产线提供生产原料）而改变了下一个大的产能扩建项目（代号“Silicon IV”）的规模，但在未来仍然会继续扩产来消除现有的产能瓶颈。2008 年，公司选择了魁北克的 Becancour 作为新的多晶硅生产基地，有望在未来达到摩西湖工厂目前生产规模的 4 倍。

图表17：1985~2010 年 REC 多晶硅产量和产能扩张情况

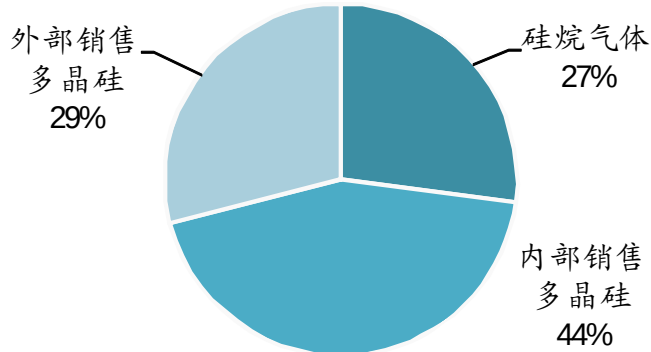


来源：国金证券研究所

- 类似瓦克化学的集团协同优势，REC 在太阳能领域较为完整的产业链优势也为多晶硅业务健康发展提供了良好环境。公司 2009 年 61%的多晶硅产

品由公司内部下游业务部门收购（包括 1/3 出售给 Sovello 的部分）。同样，除了下游业务部门对多晶硅生产提供产能消化出口，以及对市场和技术需求的反馈信息以外，产业链的协同效应和在太阳能领域的专业优势都是公司整条产业链全面发展的内在力量。

图表18: REC Silicon 销售收入分类



来源：国金证券研究所

OCI (DC Chemical)——重要的新进国际供应商

- 由韩国东洋制铁株式会社（DC Chemical）更名而成的 OCI，作为全球多晶硅产业的新贵，自 2008 年 2 月完成首批 5,000 吨产能建设后，扩产速度惊人。
 - 公司于 2009 年 5 月完成了第一工厂的 1,500 吨扩能；拥有 10,500 吨产能的第二工厂也与同年 7 月建成投产。
 - 另一座设计产能 10,000 吨的第三工厂于 2008 年 7 月开工建设，虽然在 2009 年 8 月曾一度暂定施工，但同年 12 月即恢复建设，预计 2010 年 12 月建成投产，届时产能将达到 27,000 吨/年。
 - 第三工厂的 8,000 吨扩能项目也已于 2010 年 6 月开工建设，计划 2011 年 2 月投产，届时公司第三工厂将实现 \$39/kg 的全球最低产能建设投资，从而有效降低公司多晶硅产品的固定成本（折旧费用）。

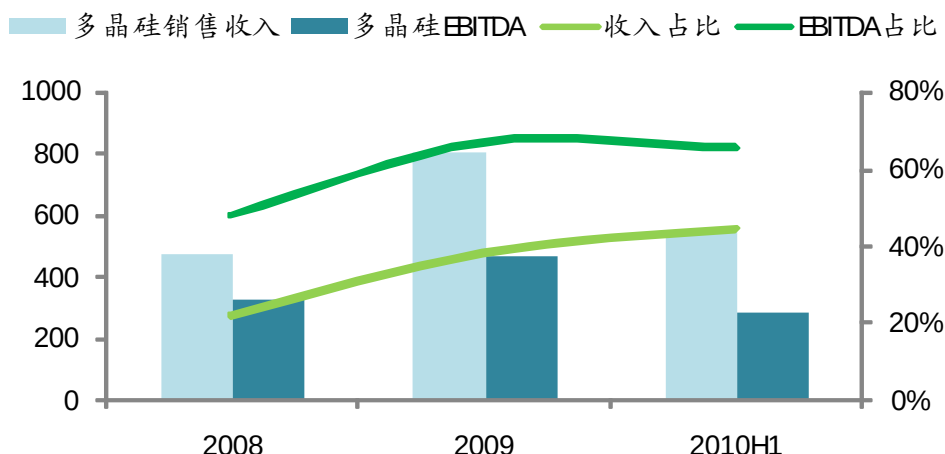
图表19: OCI 多晶硅产能扩张情况明细

项目名称	新增产能 (吨)	建设期	总产能 (吨)	建设投资 (十亿韩元)
P1	5,000	2006.06~2008.02	5,000	415.1
P1 扩能	1,500	2008.06~2009.05	6,500	136.0
P2	10,500	2008.01~2009.06	17,000	1,009.5
P3	10,000	2008.07~2010.12	27,000	874.0
P3 扩能	8,000	2010.06~2011.10	35,000	340.0

来源：国金证券研究所

- OCI 在大手笔扩张多晶硅产能的同时，同样全力贯彻了产业链的垂直整合战略，通过收购下游的 Affilate 和上游的 Elpion，以保证公司多晶硅业务的长期竞争力。
- 虽然多晶硅价格在近两年内跌幅巨大，但 OCI 以更大幅度的销量增长弥补了销售价格的下跌，使得公司多晶硅业务的业绩保持高速增长，并逐渐成为公司利润的绝对主要来源。

图表20: 2008~2010H1 OCI 多晶硅销售收入和利润及其占比 (十亿韩元)

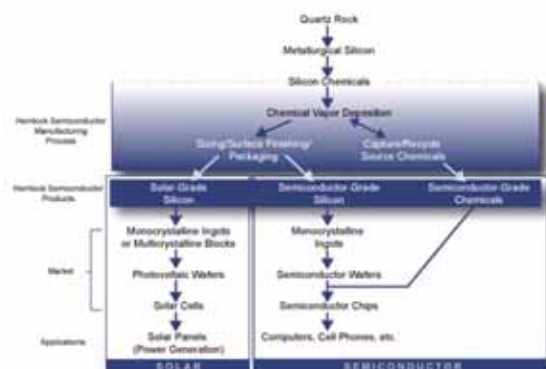


来源: 国金证券研究所

Hemlock Semiconductor——全球最大多晶硅供应商

- Hemlock 是全球多晶硅与其他硅系产品的领先生产企业, 其产品广泛应用于半导体设备、太阳能光电产品等领域。公司提供的棒、板、条等形式硅产品, 不仅简化了下游客户终端产品生产程序, 而且提高了其生产效率。

图表21: Hemlock 集团产业链



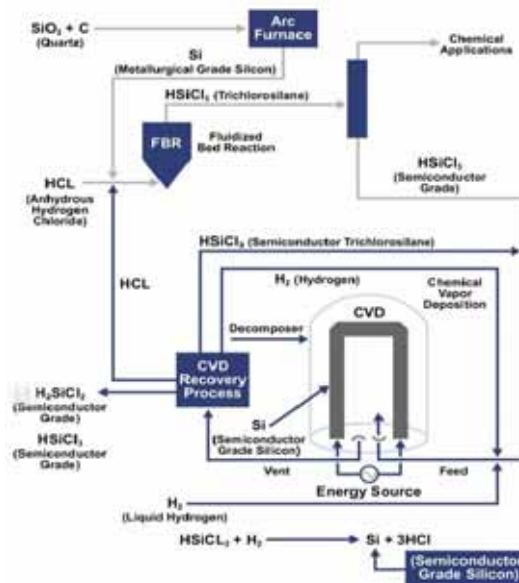
来源: 国金证券研究所

图表22: Hemlock 股东构成



- Hemlock 拥有超过 40 年的硅系产品生产经验。1961 年, 公司于美国密西根州开始其业务的经营, 随后业务扩展至德国威斯巴登、日本东京和韩国汉城, 2009 年, Hemlock 开启其田纳西州的运营;
- Hemlock 是全球最大的多晶硅生产商。为了应对近几年全球太阳能产业的迅猛发展, 公司在过去四年投资约 1 亿美元进行其密西根州生产基地的产能扩张。预计至 2010 年, 公司多晶硅产能将达到 36,000 吨/年的规模, 较 2007 年增长 90%。这也是公司历史以来最大规模的一次产能建设。2005 年公司曾经扩展过其生产线, 至 2008 年产能建成达产;
- 公司股东也具备充分的硅产品市场竞争力。其中, 控股股东 Dow Corning 持有公司 63.3% 的股份, 是全球硅系产品技术研发领导级企业, 拥有超过 7,000 种产品及服务; Shin-Etsu Handotai 持有公司 24.5% 股份, 是全球领先的高纯半导体晶片生产商与供应商; 第三大股东 Mitsubishi Materials Corporation 是经营建筑、电子等行业的多元化生产企业, 持有公司 12.3% 股权。

图表23: Hemlock 的多晶硅生产工艺

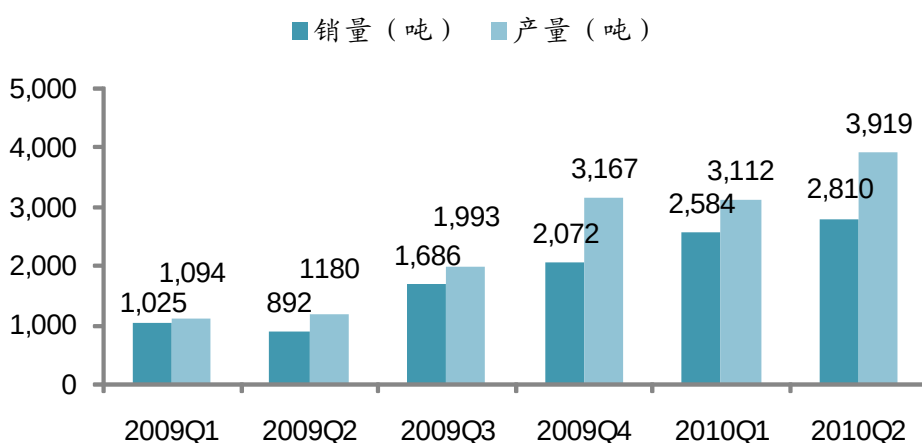


来源：国金证券研究所

江苏中能（GCL，港股代码 3800.hk）

- 香港上市公司保利协鑫（3800.HK）于 2009 年 7 月 31 日，公司通过收购协鑫光伏电力科技控股有限公司（协鑫光伏）100%股本及新涛集团有限公司及浩悦国际有限公司（统称 光伏集团）100%股本，完成收购江苏中能硅业科技发展有限公司（江苏中能）100%股权，使这一国内最大的多晶硅生产企业成为其全资子公司。
- 公司多晶硅业务坚持技术创新与低成本战略，各项生产指标均实现了稳步提升。单月产量稳步增长，目前月产量已突破 1500 吨；产品品质迅速提升，目前大部分产品的品质已达到与电子级标准相当的水平

图表24: 江苏中能多晶硅产销量稳步提升

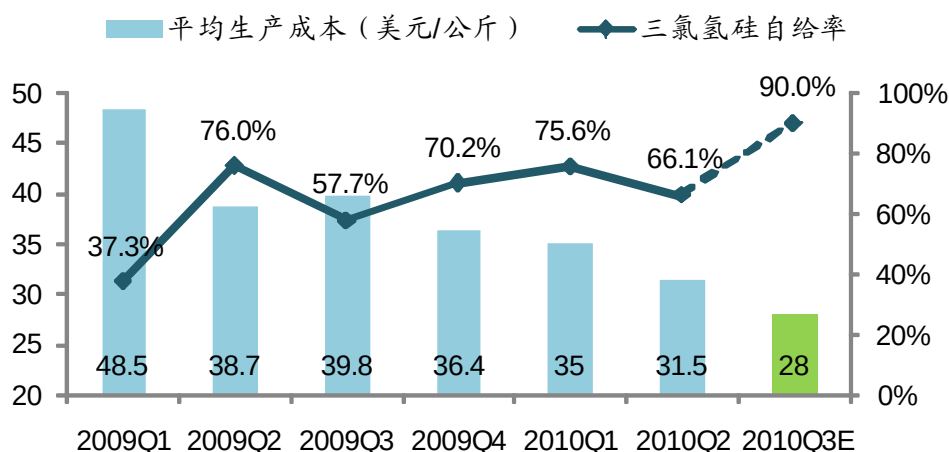


来源：国金证券研究所

- 随着多晶硅生产的主要原材料三氯氢硅的内部供应率逐渐提升（三氯氢硅资产成本远低于外购价格），以及规模效应的显现，公司多晶硅生产成本持续下降，目前单位成本已降至\$28/kg 以下的水平。

- 公司 2010 年 7 月投产的 20 万吨冷氢化设施扩建工程，将实现多晶硅生产副产物的全回收利用，促进多晶硅的稳定生产与产品品质的大幅提升，并为未来多晶硅单位生产成本进一步下降奠定坚实基础。
- 随着冷氢化设施的稳定达产以及其他技术改造项目的陆续完成，2010 年下半年公司多晶硅业务有望再上一层楼。公司预计，2010 年全年多晶硅产量有望超过 16000 吨（年底产能达到 21000 吨），年底时绝大部分多晶硅产品将达到与电子级标准相当的水平，而生产成本也有望在现有基础上进一步下降至 \$25/kg 的国际领先水平。

图表25：江苏中能多晶硅生产成本持续下降



来源：国金证券研究所

- 从今年上半年的运行情况来看，多晶硅业务与硅片业务的协同效应已逐渐显现，公司正在成为全球最具性价比竞争力的硅片供应商之一。

图表26：2010H1 江苏中能多晶硅业务与去年同期比较

项目	2009年 1-6月	2010年 1-6月
多晶硅产量(吨)	2,274	7,032
多晶硅销量(吨)	1,917	5,394
多晶硅销售单价(\$/kg)	80.3	50.0
多晶硅销售收入(港币)	1,192,852,000	2,091,023,000
多晶硅生产成本(\$/kg)	43.4	33.1
多晶硅销售占总收入比例	94.21%	36.09%
三氯氢硅自产率	57.40%	70.30%

来源：国金证券研究所

- 从江苏中能的例子我们可以发现，目前国内多晶硅企业除了相对缺乏生产调试经验以外，其生产技术及能耗水平与国外大厂的差距已十分有限（还原电耗低于 100 度/公斤），随着工厂设计产能的逐渐达产、产能利用率逐渐提高，其多晶硅的生产成本已经接近或达到国际领先水平，并且在不久的将来超越国外大厂。
- 届时，对国内的多晶硅企业来说，位于中国这一全球最大的硅片切割及电池生产地的区位优势将得以充分体现。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室