



建材 - 水泥
Construction Materials-Cement

2011 年 7 月 14 日

行业相对沪深 300 表现



相关报告

王昕
+86 755 21515547
Wangxin2@jyzq.cn

执业证书编号:
S0370510120004

短期阵痛难掩长期增长

—高供给、高需求下的新疆水泥行业

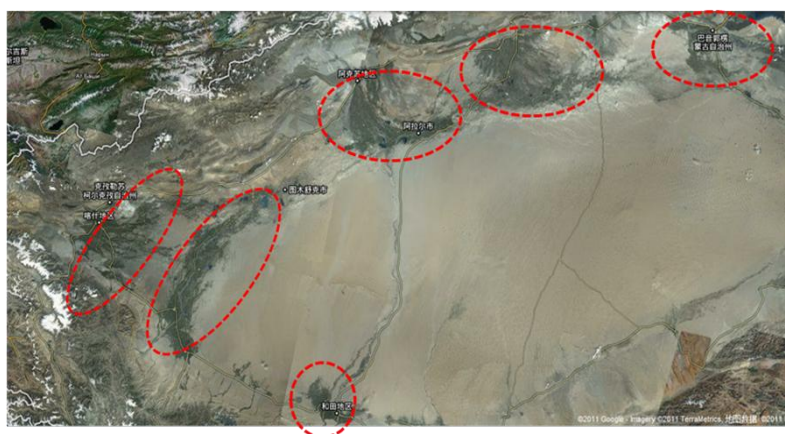
投资要点:

- 由于地理位置及气候的特殊性,新疆水泥行业具有市场相对封闭,生产线运转不均衡,疆内行业集中度较高,企业竞争趋于理性合作等特点。
- 根据新疆“十二五”发展规划,“十二五”期间,全社会固定资产投资将年均增长 25%以上,五年累计完成 3.6 万亿元投资。实现新疆经济的跨越式发展。全国 19 个省市对口支援新疆建设,中央还将通过转移支付、专项资金等渠道加大投入,且将数倍于对口援疆省市的资金规模。水泥需求将保持持续旺盛。
- 考虑到近年来的水泥投资额和生产线的建设周期,我们预计疆内水泥将在 2012 年下半年进入产能集中投放期。根据测算,“十二五”期间新疆需有序配置产能 5200 万吨以上,虽然短期集中释放的产能会对市场形成一定冲击,但长期来看,市场庞大的需求应可消化新增的产能。
- 天山股份是新疆水泥行业的龙头企业,2010 年底产能接近 2000 万吨,疆内市场份额约为 45%。公司未来的发展重点将集中在疆内,公告拟建的产线全部位于新疆区域内,且在布局上更侧重于南疆。拟建产线全部投产后,公司产能将达到 4800 万吨,将再造一个天山。预计公司 2011-2012 年销售量可以达到 1785 万吨和 2656 万吨, EPS 分别为 2.71 元和 3.50 元,对应市盈率为 13.2 倍和 10.2 倍。若按发行 1.2 亿股摊薄计算,则 2011-2012 年 EPS 为 2.07 元和 2.68 元,对应市盈率为 17.2 倍和 13.3 倍。给予“增持”评级。
- 青松建化立足于南疆市场,以阿克苏本部为基础,辐射周边的喀什、克州、巴州、和田等区域市场。2010 年底公司水泥产能 700 万吨,南疆市场份额 40%左右。公司定向增发项目投产后将新增水泥产能 1080 万吨,至 2013 年,公司产能将接近 2000 万吨。公司产能分布将由目前南疆、北疆各 80%、20%转变为 54%和 46%。公司参股能源项目预计将在 2012 年为公司贡献稳定的收益。预计公司 2011-2012 年销售量可以达到 700 万吨和 1166 万吨。 EPS 分别为 1.26 元和 1.87 元(未考虑增发摊薄),对应市盈率为 16.1 倍和 10.9 倍。按发行 1.8 亿股摊薄计算 EPS 为 0.92 元和 1.36 元,对应市盈率为 22.1 倍和 15 倍。给予“增持”评级。

新疆水泥行业的整体特点

- **绿洲经济使市场相对封闭。**新疆地大物博，全区面积达到 160 万平方公里，相当于全国面积的六分之一。但由于新疆特殊的地理和气候条件，区内分布着面积众多的戈壁和沙漠，全年的降水量也相对偏少。因此新疆形成了较明显的绿洲经济区，即在水资源相对较多的区域集聚发展，各主要经济区呈组团状分布，并通过公路、铁路等方式连接。因此形成了相对封闭的市场，也相应存在一些规模较小的企业。由于相对封闭，因此局部的供需不平衡不易引起全面过剩。据统计，目前绿洲面积约占全疆面积的 5%，在人们不断的努力下，绿洲的面积在逐年增大。

图表 1 南疆区域典型的绿洲分布



数据来源: google map

- **特殊的气候使生产线运转不均衡。**新疆属温带大陆性气候，冬季漫长严寒，一般每年 10 月份即开始降雪，温度下降导致工程无法施工，到第二年 4 月份之后工程才能开始施工。因此造成水泥磨每年淡季有半年左右不能运行，而在旺季时则必须加足马力生产才能满足需求。这一点与地处南方的水泥企业基本全年能够均衡生产有很大的不同。
- **疆内企业走向竞合之路。**2001 年天山通过收购进入南疆市场，由此形成激烈的市场竞争，销售利润率不断下滑。此后的德隆事件使天山发展陷入困境，引发了低价倾销的局面。而青松建化抓住时机，进入北疆市场，形成“你中有我、我中有你”的竞争局面，此后随着企业竞争趋于理性，最终达成共识，只有从竞争走向竞合，实现行业自律，共同维护市场，才能稳定市场，使行业良性发展，维护

企业利益。回顾新疆水泥行业近年来的发展历程，可以发现随着企业走向竞合，行业的整体利润率水平也随之提高。目前疆内水泥行业基本形成寡头竞争局面，天山、青松、天业、博乐南岗四家企业基本占据疆内约 80%的市场份额。其中天山和青松两家企业约为 60%左右的份额。企业竞争趋于理性，行业集中度不断提高。

图表 2 新疆水泥行业销售利润率逐步走高



数据来源：金元证券研究所

未来区域内水泥需求仍将维持旺盛

自 2007 年 10 月份国务院下发 32 号文件《关于进一步促进新疆经济社会发展的若干意见》以来，政府陆续出台了多项促进新疆经济发展的政策。2010-2011 年，政府连续两次召开援疆工作会议，确定了全国 19 个省市对口支援新疆建设，各省市需将上年度一般预算性财政收入的一定比例拿出来作为援疆资金，时间为 10 年，预计每年将投入资金 100 亿以上，此外中央还将通过转移支付、专项资金等渠道加大投入，且将数倍于对口援疆省市的资金规模。

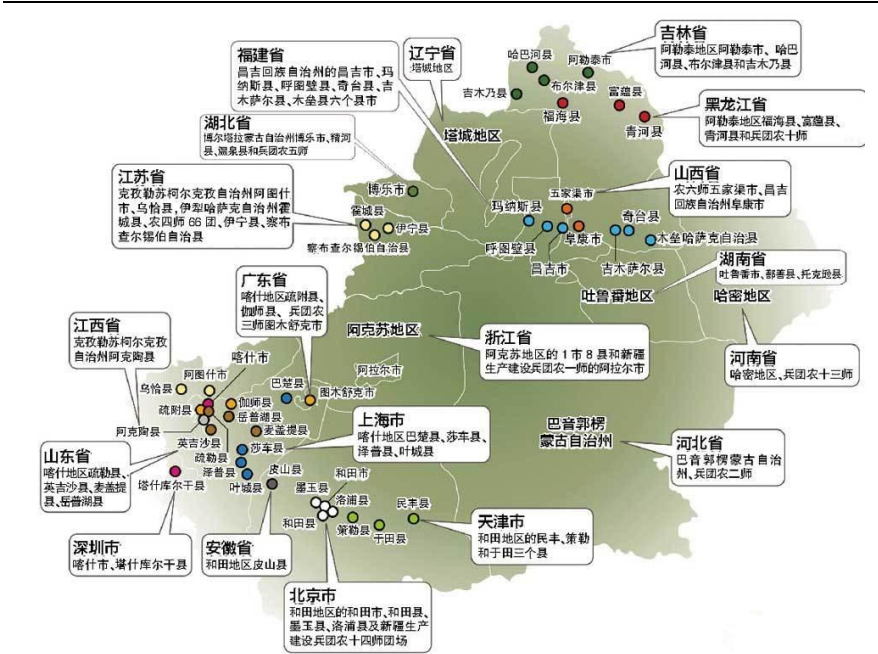
根据新疆“十二五”发展规划，在“十二五”期间，全社会固定资产投资将年均增长 25%以上，五年累计完成 3.6 万亿元投资。实现新疆经济的跨越式发展。2010 年新疆完成固定资产投资 3029 亿元，同比增长 25%，今年前 5 个月完成投资 814 亿元，同比增长 33%，增速较去年年同期提高 16 个百分点。与此相对应，前 5 个月全疆水泥产量 840 万吨，同比提高 31%，增速较去年年同期提高 20 个百分点。我们预计在政府援疆政策的支持下，新疆的投资仍将保持高位运行，由此带动水泥需求维持旺盛。

图表 3 2011 年新疆各区域部分建设项目

区域	2011年部分建设项目
东疆	兰新第二双线、哈密-罗布泊铁路、哈密货车南环线工程、明水-哈密段高速公路、星星峡-吐鲁番高速公路
塔城、克拉玛依	克拉玛依-五工台一级改高速、克拉玛依-塔城高速公路、乌苏-赛里木湖一级改高速工程
阿克苏、和田、克州	安居富民12.9万套，新建廉租房4.1万套，公共租赁住房2.4万套，改造棚户区危旧住房3.2万套，喀什经济特区配套建设项目，阿克苏-喀什高速公路等
伊犁河谷、博州	安居富民6.17万套，改造棚户区危旧住房7384套，霍尔果斯经济特区建设
乌昌石区域	兰新铁路新疆段，乌鲁木齐市绕城高速、二环快速、五彩湾-大黄山、奇台-木垒、将军庙-北山煤窑-芨芨湖岔口、准东大井矿-奇台、准东煤电煤化工基地-吉木萨尔公路，安居富民新增2万套，改造棚户区危旧住房2.19万套，廉租房7193套；公共租赁住房6122套

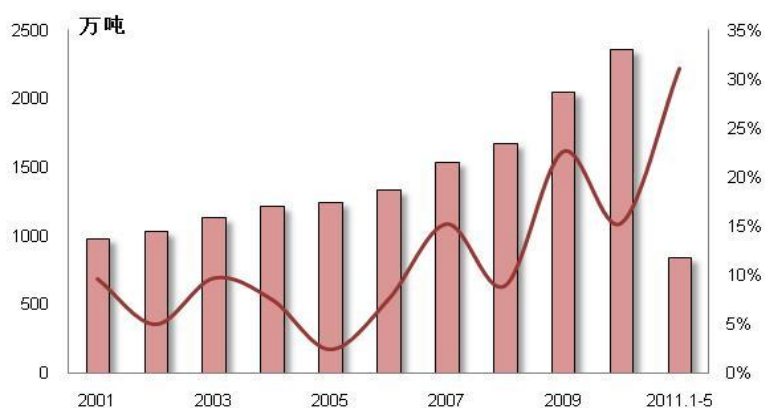
数据来源：金元证券研究所

图表 4 各省市对口援疆分布图



数据来源：乌鲁木齐在线

图表 5 新疆水泥产量及增速



数据来源: Wind 资讯

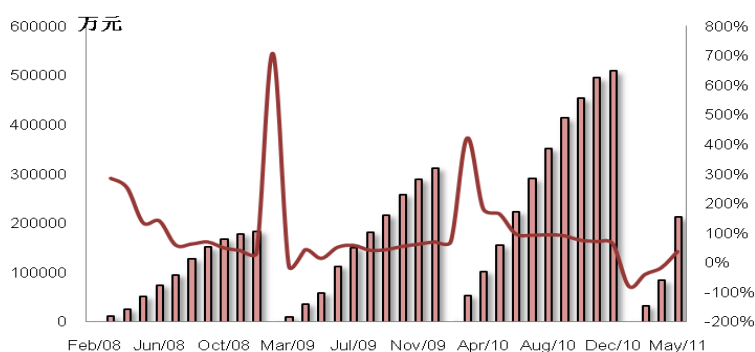
水泥投资增速较快，明年进入产能释放期

近三年来新疆水泥投资保持了高速增长，2008-2010 年水泥投资分别达到 18.39 亿元、31.22 亿元和 50.92 亿元，分别同比增长 31%、70%和 63%。今年前 5 个月全疆水泥投资为 21.22 亿元，同比增长 36%，增速与去年同期相比有较大幅度的下降。

2010 年全疆水泥总产能为 3500 万吨，当年建成投产水泥生产线 13 条，新增产能 1200 万吨左右。预计 2011 年将投产生产线 16 条，新增产能 1800 万吨左右。考虑到近年来的水泥投资额和生产线的建设周期，我们预计疆内水泥将在 2012 年下半年进入产能集中投放期。

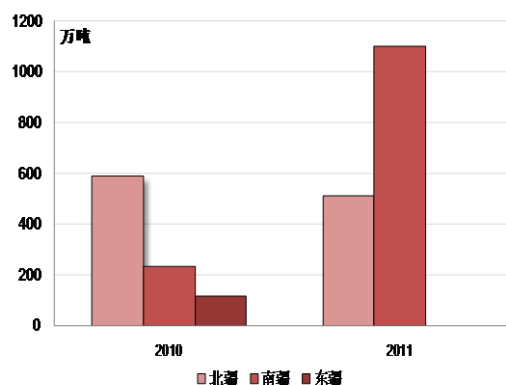
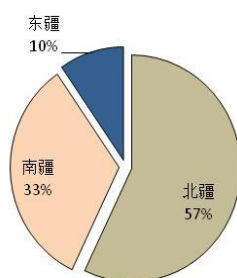
从新增产能的单线规模和区域分布来看，2010 年投产的 13 条生产线中，最大规模的为 3000t/d，区域分布上以北疆居多，占到全部新增产能的 63%；2011 年投产的生产线中单线规模最大的为 5000t/d，区域分布上则以南疆居多，占到全部产能的 68%。2010 年南疆区域的新型干法熟料产能为 825 万吨，而 2011 年新增的产能将计划达到 1100 万吨，因此南疆区域的新增产能冲击较大。

图表 6 新疆水泥行业投资增速



数据来源: Wind 资讯

图表 7 2010 年新疆新型干法熟料产能区域分布 图表 8 新疆新增新型干法熟料产能分布



数据来源: 数字水泥、金元证券研究所

区域供需展望：短期有阵痛，长期仍乐观

2010 年，新疆水泥供给呈现“两头松、中间紧”的状态，个别区域在需求旺季出现供不应求局面，整体来看，目前全疆的水泥供需处于整体基本平衡、旺季偏紧的局面。根据新疆“十二五”规划，“十二五”期间全疆累计投资将达到 3.6 万亿元，年复合增速为 25%。根据历史数据，新疆每亿元固定资产投资耗用水泥量呈逐年下降趋势，“十一五”期间平均值为 0.73 万吨，预计在“十二五”期间，随着投资项目的陆续开工，该数字将呈现前高中低后高的趋势。依据以上假设我们可以测算得出“十二五”期间全疆新增的水泥需求量，此外由于新疆地域的特殊性（全年可施工时间短，生产线利用率较低），水泥产能需按照需求的 1.25 倍左右配置。

图表 9 新疆“十二五”水泥需求量测算

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
固定资产投资（亿元）	3,539	4,459	5,529	6,746	8,230	10,287
投资增速	29.87%	26.00%	24.00%	22.00%	22.00%	25.00%
水泥需求量（万吨）	2,362	3,032	3,705	4,452	5,432	6,995
耗用比例	0.67	0.68	0.67	0.66	0.66	0.68
年新增需求量（万吨）		670	672	748	979	1564

数据来源：金元证券研究所

根据测算，2015 年底全疆水泥需求总量约为 6995 万吨，考虑到产能利用率，需要实际配置水泥产能 8700 万吨左右。2010 年底全疆水泥产能为 3500 万吨，其中落后产能 870 万吨左右。如果不考虑落后淘汰，则未来 5 年需新增产能 5200 万吨左右。若考虑落后淘汰，需新增产能将在 5700 万吨左右。

2011 年计划投产的生产线产能为 1800 万吨，但当年新增需求量仅需配置产能 838 万吨，是否会引发当年的产能过剩？我们认为，由于新疆地区的特殊性，部分投产时间较晚的生产线虽然计入了当年新增产能，但无法在当年实际产生贡献，实际新增产能将少于 1800 万吨，我们预计该数字将在 500 万吨左右，2011 年整体供需在旺季仍将出现偏紧局面。

2012 年，随着上年投产的生产线完全达产以及当年新增的生产线投产，预计阶段性的产能过剩将出现在 2012 年下半年到 2013 年。但若将时间段拉长来看，则区域供需仍趋于乐观，根据测算，“十二五”期间全疆需有序配置产能 5200 万吨以上，因此虽然短期集中释放的产能会对市场形成一定冲击，但长期来看，市场庞大的需求应可消化新增的产能。此外，目前新疆水泥市场已初步形成寡头竞争的局面，大企业之间的竞争更趋向于理性和合作，因此我们有理由相信大企业将有能力将区域市场维护好。

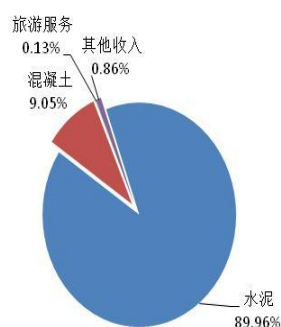
天山股份：疆内水泥龙头

公司是新疆水泥行业的龙头企业，2010 年底产能接近 2000 万吨，疆内市场份额约为 45%。公司主业突出，99% 的业务收入来自水泥及混凝土产品，其中水泥产品收入占全部收入的 90%。公司全部收入有 75% 左右集中在新疆区域内。近年来公司水泥销量保持了稳步

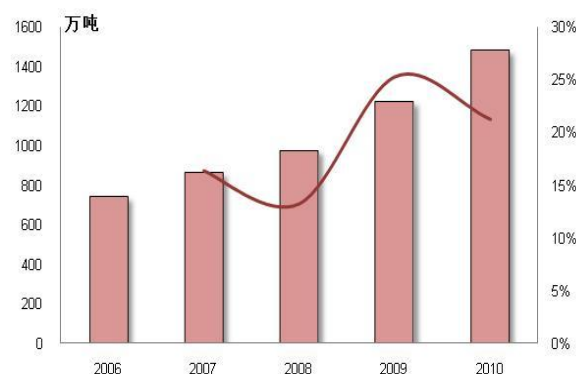
增长态势。

公司目前 63% 左右的产能分布在疆内,其中东疆和北疆占比约 40%,南疆占 24%,另有 37% 左右的产能分布在华东区域。公司未来的发展重点将集中在疆内,公司公告拟建的生产线全部位于新疆区域内,且在布局上更侧重于南疆。拟建生产线全部投产后,公司产能将达到 4800 万吨,将再造一个天山。

图表 10 公司主业收入集中

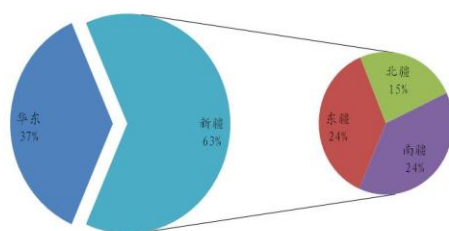


图表 11 公司历年销量保持增长

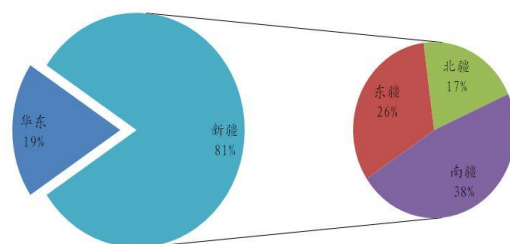


数据来源: 金元证券研究所

图表 12 公司目前产能分布情况



图表 13 公司未来产能将向疆内集中



数据来源: 金元证券研究所

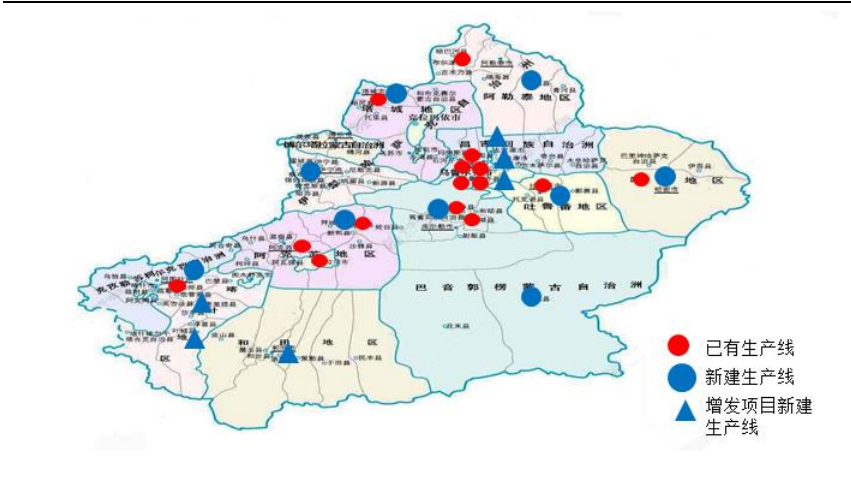
2011 年 3 月公司公告拟进行公开增发,增发数量不超过 1.2 亿股,募集金额不超过 28 亿元。募集资金将用于建设 6 条生产线及一座 100 万吨的粉磨站,增发项目中有两条生产线位于喀什地区,一条位于和田地区,均为南疆重点发展地州,项目建成后将受益于当地经济的快速发展。达坂城和阜康项目均先建设一期,各一条线。项目建成后将完善公司在疆内的产能布局,进一步提高市场份额。

图表 14 公司未来投产生产线

生产线建设地点	所属区域	生产线规模	预计投产时间
米东	东疆	2000t/d*2	2011年初，目前调试
天山多浪	南疆	3200t/d	2011.4，实际产能达到4700-4800
阜康工业园	东疆	3*2500t/d一期	2012.3，中泰化学生产线配套处理电石渣
喀什天山	南疆	4000t/d	2011.10
叶城天山	南疆	4500t/d	2011.10
屯河-伊犁	北疆	5000t/d	2011.9
哈密天山	东疆	5000t/d	2011年底
吐鲁番天山	东疆	3000t/d	2012上半年
富蕴天山	北疆	3000t/d	2012下半年
额敏天山	北疆	3000t/d	2012下半年
库车天山	南疆	5000t/d	2012下半年
克州天山	南疆	5000t/d	2012下半年
洛浦天山	南疆	3200t/d	2012下半年
阜康工业园	东疆	3*2500t/d二期	2013
乌鲁木齐	东疆	5000t/d	2013
和静天山	南疆	5000t/d	2013年，目前前期准备
若羌天山	南疆	3000t/d	2013年，目前前期准备

数据来源：金元证券研究所（注：黄底部分为本次增发项目）

图表 15 公司目前及新建生产线分布情况



数据来源：金元证券研究所

根据公司生产线建设进度及投产当年贡献产能的情况估算，预计公司 2011-2012 年销售量可以达到 1785 万吨和 2656 万吨，假设 2012 年由于阶段性的产能过剩导致水泥价格下降，但由于公司 2012 年将有多条生产线投产，以量补价可在一定程度上弥补价格下降的影响。

响。

按此假设，不考虑增发摊薄，公司 2011-2012 年 EPS 分别为 2.71 元和 3.50 元，对应市盈率为 12.8 倍和 9.9 倍。若按发行 1.2 亿股摊薄计算，则 2011-2012 年 EPS 为 2.07 元和 2.68 元，对应市盈率为 16.7 倍和 12.9 倍。公司强大的股东背景以及疆内的龙头地位将使公司继续保持行业领先地位，未来产能增长迅速，生产线建成后将强化公司在区域内的领导地位，给予“增持”评级。

图表 16 公司水泥板块预测假设

水泥板块	2010	2011E	2012E
销售量-万吨	1480	1785	2656
销售价格-元/吨	347	385	373
YOY	13%	11%	-3%
营业收入-万元	513224	687317	990763
YOY	37%	34%	44%
单位成本	243	248	252
营业成本-万元	359959	442978	669008
毛利率	29.86%	35.55%	32.48%

数据来源：金元证券研究所

图表 17 天山股份利润表预测

利润表	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	3493.97	4115.12	5704.78	7578.01	10857.14
营业成本	2564.57	3028.66	4056.36	4990.92	7452.27
营业税金及附加	27.70	26.50	36.82	48.50	69.49
营业费用	257.97	304.17	339.00	416.79	575.43
管理费用	253.00	322.96	459.21	568.35	814.29
财务费用	178.48	151.49	184.82	250.07	304.00
资产减值损失	20.58	1.99	89.59	0.00	0.00
投资收益	17.33	10.54	38.00	21.96	23.50
营业利润	175.19	319.10	578.15	1325.33	1665.17
营业外收入	192.76	175.10	207.47	265.23	380.00
营业外支出	31.14	9.76	9.09	16.66	11.84
利润总额	336.81	484.44	776.53	1573.90	2033.33
所得税	30.55	47.68	101.15	204.61	264.33
净利润	306.26	436.76	675.37	1369.29	1769.00
少数股东损益	114.25	85.73	169.96	314.78	406.67
归属母公司股东净利润	192.00	351.03	505.42	1054.51	1362.33
每股收益	0.62	1.12	1.30	2.71	3.50

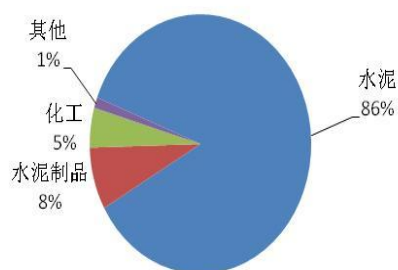
数据来源：金元证券研究所

青松建化：立足南疆，全疆拓展

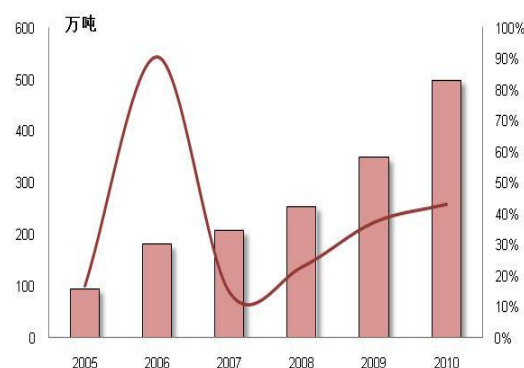
公司立足于南疆市场，以阿克苏本部为基础，辐射周边的喀什、克州、巴州、和田等区域市场，截至 2010 年底，分别在阿克苏本部、和田、克州、巴州等地建成投产新型干法水泥生产线（除本部为 3000 吨线之外，其余均为 2500 吨线），较好的把握了南疆市场先机。2010 年底公司水泥产能 700 万吨。主要集中在南疆，南疆市场份额 40% 左右。水泥及水泥制品收入占比 94%，毛利占比 95%。化工制品主要为硫酸和磷肥等，收入占比 5%，毛利占比 5%。

公司目前已基本完成南疆沿铁路、高等级公路的新型干法生产线布局，实现销售覆盖。公司未来将在此基础上完善产能布局，公司 6 月 20 公告定向增发预案，拟以不低于 20.84 元/股的价格增发不超过 18000 万股，募集资金总额不超过 378500 万元，扣除发行费用后的募集资金净额将全部用于建设 4 条水泥生产线。4 条生产线有两条位于南疆的克州和库车，主要是对原生产线进行扩建，其中克州扩建一条 6000 吨线，库车扩建一条 5000 吨线。另有两条生产线位于乌鲁木齐达坂城，计划建设两条 7500 吨线。以上项目全部达产后将新增水泥产能 1080 万吨，至 2013 年，公司产能将接近 2000 万吨。公司产能分布将由目前南疆、北疆各 80%、20% 转变为 54% 和 46%，产能布局将趋于均衡。

图表 18 公司收入集中在水泥及其制品



图表 19 产品销量保持增长



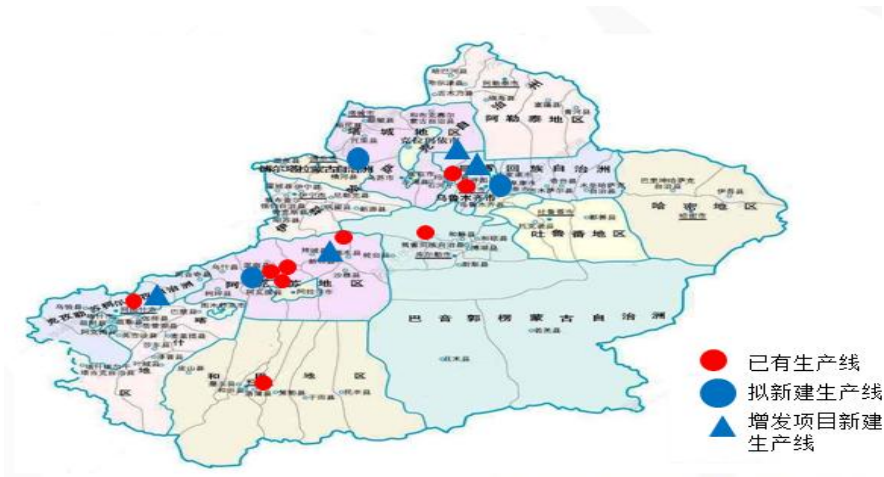
数据来源：公司公告、金元证券研究所

图表 20 公司定向增发项目

序号	项目名称	项目总投资	其中：建设投资	募集资金
1	克州青松水泥有限责任公司年产 260 万吨熟料新型干法水泥（配套纯低温余热发电）改扩建项目	95,415.00	87,415.00	95,415.00
2	库车青松水泥有限责任公司年产 300 万吨新型干法水泥改扩建（配套纯低温余热发电）项目	72,061.41	66,557.00	72,061.41
3	新疆青松建材有限责任公司 2×7500t/d 熟料新型干法水泥生产线项目（协同处理 2×300t/d 生活垃圾及配套纯低温余热发电）	202,095.27	196,159.27	202,095.27
合计		369,571.68	350,131.27	369,571.68

数据来源：公司公告

图表 21 公司目前及新建生产线分布情况



数据来源：公司公告、金元证券研究所

除了水泥业务之外，公司还与国电合作，参股了煤炭、水电及新能源等开发项目。其中参股 49%的大滩煤炭项目一方面可以为公司生产提供稳定的原材料来源，同时项目建成后也将使公司分享投资收益。参股 15%的国电阿克苏流域水电开发公司则在相对较长的建设周期内对公司产品形成稳定的需求。公司参股项目预计将在 2012 年为公司贡献稳定的收益。

图表 22 公司参股能源项目

序号	公司名称	股权占比	概况	建设进度
1	国电青松库车矿业开发有限公司	49%	开发大平滩煤矿，总投资约8亿元，建成规模为年产240万吨的大型煤矿	正在建设中
2	国电阿克苏河流域水电开发有限公司	15%	开发建设吐木秀克、小石峡、大石峡水电站，总投资约50亿元，对水泥的总需求约在600万吨左右	吐木秀克水电站工程已并网发电满一年，2010年实现净利润1570.59万元；小石峡水电站项目和温宿县台兰河一、二级水电站项目已全面开工建设，大石峡水利枢纽工程预可研报告已通过审查
3	国电青松吐鲁番新能源有限公司	35%	一期开发建设风电5万千瓦、水电5万千瓦、太阳能热发电1.2万千瓦；中长期规划达到太阳能热发电30万千瓦、水电5万千瓦、热电冷联产66万千瓦、煤炭2000万吨/年、风电50万千瓦	收购的大河沿河七级电站已并网发电，五、六级电站增容正在建设中；风电、太阳能和煤电一体化项目正在有序开展
4	国电巴楚	10%	一期建设规模为开发2×135MW火电厂。预留2×330MW火电厂扩建	正在建设中

数据来源：公司公告

根据公司生产线建设进度及投产当年贡献产能的情况估算，预计公司 2011-2012 年销售量可以达到 700 万吨和 1166 万吨。南疆由于经济发展相对落后，将是未来的重点发展地区，公司业务始于南疆，经过多年的经营，公司已在当地市场积累了相当的经验，具备先发优势，未来也将更多受益于南疆的大规模投资建设。我们预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 1.26 元和 1.87 元（未考虑增发摊薄），对应市盈率为 16 倍和 10.9 倍。按发行 1.8 亿股摊薄计算 EPS 为 0.92 元和 1.36 元，对应市盈率为 22 倍和 15 倍。给予“增持”评级。

图表 23 公司盈利预测假设

	2010	2011E	2012E
水泥销量（万吨）	499	700	1,166
增长率（YOY）	43.00%	40.13%	66.69%
水泥综合均价（元/吨）	294	330	320
增长率（YOY）	0.13%	12.43%	-3.03%
水泥销售收入（万元）	146536.08	230868	373168
增长率（YOY）	43.19%	57.55%	61.64%
水泥总成本（万元）	103150.1	145189.3277	244568.948
单位成本（元/吨）	207	208	210
毛利率	29.61%	37.11%	34.46%

图表 23 青松建化利润表预测

利润表	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	949.95	1250.43	1753.96	2656.95	4151.80
营业成本	713.97	893.35	1248.82	1712.82	2759.25
营业税金及附加	7.42	12.05	16.50	24.98	39.03
营业费用	25.78	31.15	42.11	63.24	97.57
管理费用	84.62	102.53	148.11	223.18	348.75
财务费用	26.07	27.88	49.03	77.05	95.49
资产减值损失	3.41	-0.31	4.58	2.56	2.27
投资收益	13.92	9.39	18.25	20.00	25.00
营业利润	102.60	193.17	263.07	573.13	834.44
营业外收入	56.55	80.25	113.85	172.70	269.87
营业外支出	2.21	5.80	11.64	0.00	0.00
利润总额	156.94	267.62	365.28	745.83	1104.31
所得税	32.11	47.02	46.72	111.87	165.65
净利润	124.84	220.60	318.56	633.95	938.66
少数股东损益	4.73	13.71	13.75	29.83	44.17
归属母公司股东净利润	120.11	206.88	304.81	604.12	894.49
每股收益	0.33	0.56	0.64	1.26	1.87

数据来源：金元证券研究所

金元证券行业投资评级标准:

- 增持:** 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;
- 中性:** 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;
- 减持:** 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

- 买入:** 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;
- 增持:** 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5% ~ 15%;
- 中性:** 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -5% ~ +5%;
- 减持:** 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -5% ~ -15%。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.