

看好稳定增长的低估值蓝筹

——基础化工行业 2015 年年度策略

⑤ 行业毛利率震荡回升，PPI 指数维持弱势

基础化工板块毛利率水平自 2011 年回落后以来，一直在 15%-17% 之间窄幅波动，2014Q2 一度回升至 17.13%，2014Q3 又小幅回落到 16.65%，但仍处于近三年来的相对高位。而化工行业 PPI 自 2012 年转负以来，一直在低位盘整，2014 年 8 月 PPI 同比降幅缩窄至 -0.60%，10 月再度下滑至 -1.53%。2014 年 8 月化工原料 PPIRM 同比降幅缩窄至 -0.25%，11 月再度下滑至 -2.30%。总的来看，行业毛利率震荡回升，行业景气在年中小幅反弹，但目前又有所下滑依旧在低位盘整。

⑤ 复合肥行业：需求确定，行业龙头受益土地流转和集中度提高

复合肥行业的下游农业需求稳定，并且随着国内化肥复合化率的提高和种植结构的改变，预计未来几年复合肥将保持每年 6-7% 的增长。目前复合肥行业品牌优势显现，渠道日趋扁平化，因此拥有强势品牌和更深更细渠道的龙头企业将在未来行业发展和整合过程中占有优势地位。

⑤ 万华化学：成长确定的低估值蓝筹

公司现有 MDI 业务，行业寡头垄断，2015 年新增产能少，将继续保持稳定增长。八角工业园项目逐步投产后，每年将贡献约 200 亿收入，打开了公司成长空间，再造一个万华。我们预计公司 2014-2015 年 EPS 分别为 1.42 和 2.01 元，对应 PE 仅 15 和 11 倍，由于八角工业园的投产，2015 年业绩增速有望超过 40%。而公司近一年的股息率为 3.20%，属于典型的低估值蓝筹股。年初至今涨幅仅 10.44%，远低于行业指数 36.73% 的涨幅，未来股价仍具备较大的上涨空间。

⑤ 投资建议

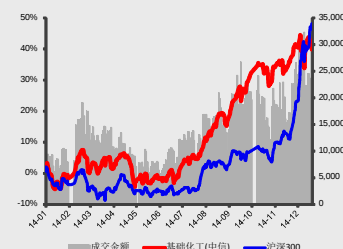
行业景气仍未复苏，估值处于历史底部区间，在宏观经济环境未显著好转的情况下，板块整体估值难以超越市场回升，我们对化工行业的景气度回升亦持谨慎的态度，未来股价上涨的主要驱动因素仍将来自于盈利的抬升。目前行业整体盈利能力偏弱，产能过剩短期仍难化解，因此我们建议重点关注供需结构合理及增长确定的子行业，并推荐复合肥行业的金正大(002470)和史丹利(002588)，以及低估值蓝筹万华化学(600309)。

⑤ 风险提示

下游需求不达预期风险；原油价格大幅波动的风险。

中性（维持）

市场表现 截至 2014.12.19



分析师：郝亮

执业证书号：S1490513100001

电话：010- 58566809

邮箱：haoliang@hrsec.com.cn

目 录

一、化工行业概况：毛利率小幅震荡回升，景气反转仍有待时日	5
1、行业毛利率震荡回升，PPI 指数维持弱势	5
2、化工行业固定资产投资增速放缓	6
3、化工下游地产行业景气大幅下滑，汽车产销和纺织服装出口增速放缓	7
4、化工行业指数跑输大盘，树脂和印染化学品子板块涨幅居前	8
二、投资策略：看好稳定增长的低估值蓝筹	9
1、复合肥行业：受益农地流转，行业龙头跑马圈地	10
1.1、我国化肥复合化率逐年上升，与发达国家相比仍有较大提升空间	10
1.2、经济作物种植面积的上升促进对复合肥的需求	10
1.3、行业集中度逐步提高	11
1.4、复合肥行业品牌效应显现，渠道逐渐扁平化，看好拥有品牌和渠道优势的龙头企业	12
2、万华化学：稳定增长的低估值蓝筹	13
2.1、MDI 业务保持稳定增长	12
2.2、八角工业园投产打开成长空间	13
2.3、高分红、低估值、稳定增长的蓝筹	13
三、行业估值及投资建议	15
1、当前行业估值水平较低	15
2、投资建议	16
四、风险提示	17

图表目录

图表 1: 基础化工行业毛利率震荡回升	5
图表 2: 化工行业 PPI 指数维持弱势	5
图表 3: 化学原料行业收入、利润累计同比	6
图表 4: 化纤行业收入、利润累计同比	6
图表 5: 橡胶制品行业收入、利润累计同比	6
图表 6: 化工行业固定资产投资累计同比	6
图表 7: 房屋新开工、商品房销售面积累计同比	7
图表 8: 国内汽车产销量及累计同比	7
图表 9: 纺织、服装出口及累计同比	8
图表 10: 国内三种家电产量累计同比	8
图表 11: 中信一级子行业年度涨跌幅	9
图表 12: 基础化工三级子行业年涨跌幅	9
图表 13: 今年以来基础化工行业个股涨跌幅前 10 名（截至 2014/12/19）	9
图表 14: 复合化率逐年提高	10
图表 15: 复合肥施用量增速超越化肥行业	10
图表 16: 播种面积及非粮食作物面积占比	11
图表 17: 不同农作物的化肥施用量对比	11
图表 18: 2013 和 2008 年国内前十大复合肥企业市占率	12
图表 19: MDI 价格走势	13
图表 20: MDI 出口情况	13
图表 21: 万华化学营业收入情况	14
图表 22: 万华化学归属净利润情况	14
图表 23: 万华化学 PE-Bands	14
图表 24: 万华化学股价走势	14
图表 25: 基础化工行业市盈率水平	15
图表 26: 基础化工行业市净率水平	15

图表 27：基础化工子行业市盈率水平	16
图表 28：基础化工子行业市净率水平	16
图表 29：重点公司盈利预测	16

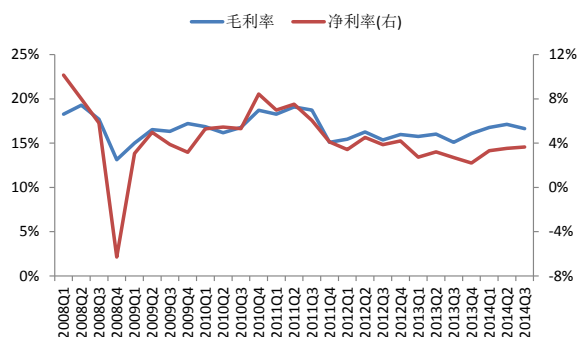
一、化工行业概况：毛利率小幅震荡回升，景气反转仍有待时日

1、行业毛利率震荡回升，PPI 指数维持弱势

化工行业毛利率水平自 2011 年回落后以来，一直在 15%-17% 之间窄幅波动，2014Q2 一度回升至 17.13%，2014Q3 又小幅回落到 16.65%，但仍处于近三年来的相对高位。而化工行业 PPI 自 2012 年转负以来，一直在低位盘整，2014 年 8 月 PPI 同比降幅缩窄至 -0.60%，10 月再度下滑至 -1.53%。2014 年 8 月化工原料 PPIRM 同比降幅缩窄至 -0.25%，11 月再度下滑至 -2.30%。总的来看，行业毛利率震荡回升，行业景气在年中小幅反弹，但目前又有所下滑依旧在低位盘整。

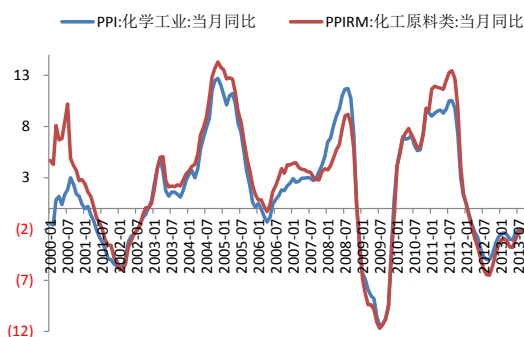
在化工行业的子行业中，化学原料及化学制品子行业，2014 年前 10 月收入累计同比增长 9.84%，略低于去年同期的 12.45%；利润总额累计同比增长 6.70%，也略低于去年同期的 9.23%，盈利增速放缓。化学纤维子行业，2014 年前 10 月收入累计同比增长了 4.53%，较去年同期的 10.02%，增速显著放缓；利润总额增长 14.43%，而去年同期增速为 26.28%，由于原材料价格下跌，盈利能力有所好转。橡胶和塑料制品业，2014 年前 10 月收入累计同比增长 9.18%，较去年同期的 12.75% 有所放缓；利润总额累计同比增长 7.06%，而去年同期行业为 22.19%，盈利增速有所放缓。

图表 1：基础化工行业毛利率震荡回升



数据来源：Wind，华融证券

图表 2：化工行业 PPI 指数维持弱势

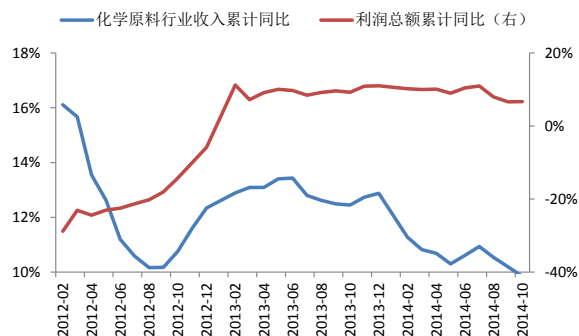


数据来源：Wind，华融证券

2、化工行业固定资产投资增速放缓

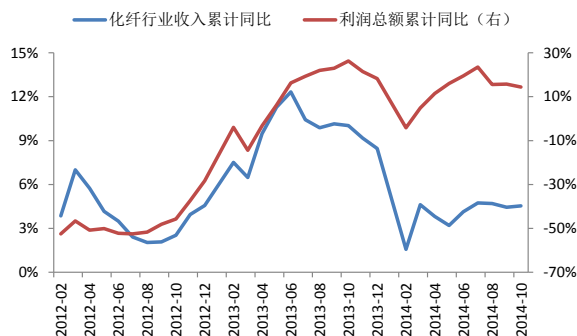
化工行业经历了 2011 和 2012 年两年的大规模固定资产投资之后，2013 年开始投资增速放缓，2014 年前 10 月化工行业累计投资增速下滑至 8.38%，化学原料和制品子行业累计投资增速下滑至 8.50%，化纤子行业累计投资增速下滑至 4.80%，橡胶和塑料子行业累计投资增速维持在 12.80%。总的来看，化工及子行业投资增速放缓，未来供给端的压力得到减轻。

图表 3：化学原料行业收入、利润累计同比



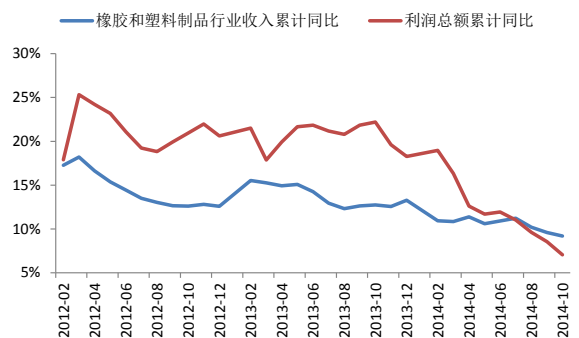
数据来源：Wind，华融证券

图表 4：化纤行业收入、利润累计同比



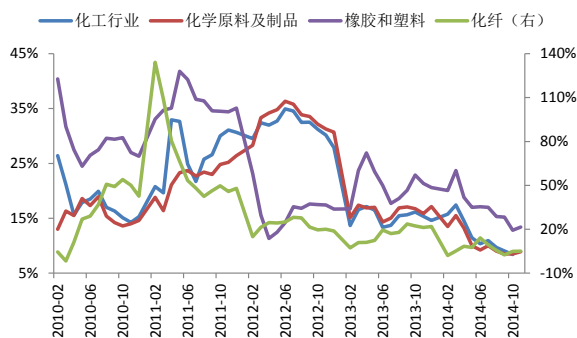
数据来源：Wind，华融证券

图表 5：橡胶制品行业收入、利润累计同比



数据来源：Wind，华融证券

图表 6：化工行业固定资产投资累计同比



数据来源：Wind，华融证券

3、化工下游地产行业景气大幅下滑，汽车产销和纺织服装出口增速放缓

国内基础化工行业对应下游主要为房地产、汽车、纺织服装和家电等行业。

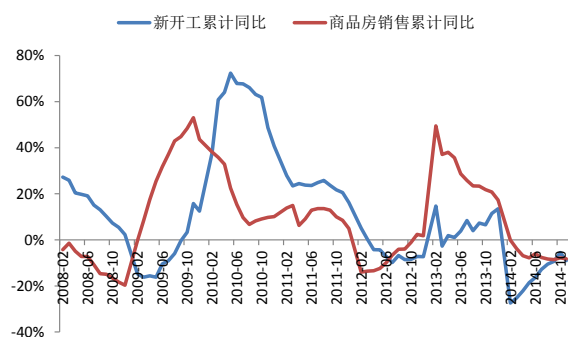
相比与 2013 年，2014 年房地产行业景气度下滑，新开工及销售面积均呈现负增长。2014 年前 11 月，国内商品房销售面积同比下降 8.20%，房屋新开工面积同比降幅为 9.00%，但降幅相比上半年有所收窄。

2014 年前 11 月，国内汽车产量增速为 8.40%，销量增速为 6.14%，相比于去年同期 18.11%和 13.53%的增速有所下降。

2014 年前 11 月，服装及衣着附件出口金额累计同比增长 6.00%，2013 年同期增速为 12.00%；纺织纱线、织物及制品出口金额累计同比增长 5.30%，2013 年同期增速为 11.50%。总的来看，今年纺织服装出口增速有所下滑。

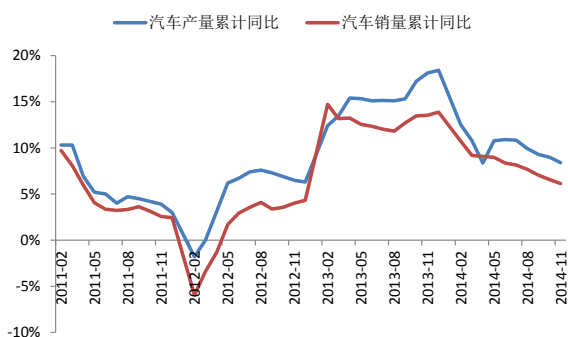
家电产品中，空调和彩电行业景气度有所回升。2014 年前 11 月国内空调产量累计同比增长 13.77%，2013 年同期增速为 11.32%，增速小幅回升；2014 年前 11 月国内彩电产量累计同比增长 8.04%，2013 年同期增速为-0.29%，增速有所回升；2014 年前 11 月国内家用电冰箱产量零增长，2013 年同期增速为 11.29%，增速显著下滑。

图表 7：房屋新开工、商品房销售面积累计同比



数据来源：Wind，华融证券

图表 8：国内汽车产销量及累计同比



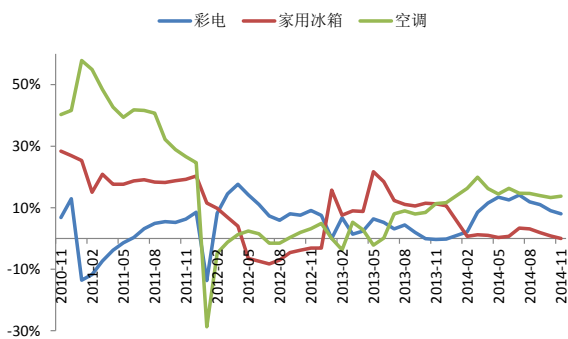
数据来源：Wind，华融证券

图表 9：纺织、服装出口及累计同比



数据来源：Wind，华融证券

图表 10：国内三种家电产量累计同比



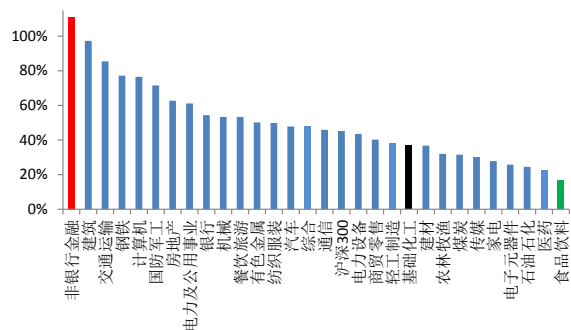
数据来源：Wind，华融证券

4、化工行业指数跑输大盘，树脂和印染化学子板块涨幅居前

截至 2014 年 12 月 19 日，今年以来基础化工（中信）板块 210 支化工类股票中，共有 197 支股票上涨，下跌的股票 13 支，上涨股票数所占比例为 93.81%。基础化工（中信）行业指数上涨 36.73%，同期沪深 300 指数跌幅为 45.20%，行业指数跑输大盘。其中粘胶、树脂和氨纶等子行业涨幅居前，分别上涨 82.03%、71.03%和 68.49%；日用化学品、聚氨酯、磷化工子行业涨幅靠后，分别上涨 1.10%、15.66%、20.77%。

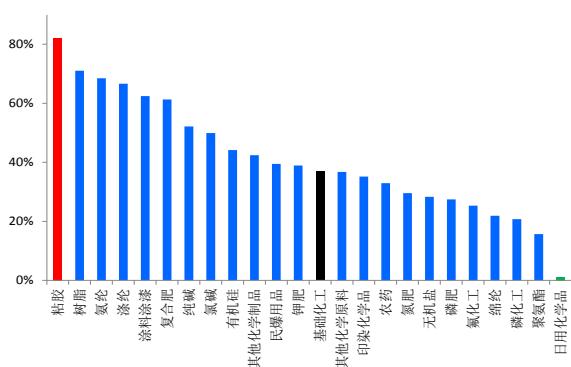
在上涨的个股中，以天龙集团、浙江众成、宝硕股份、万昌科技、百润股份、银禧科技、双龙股份、云南盐化、辉丰股份、川化股份涨幅最大，分别上涨了 209.62%、207.96%、207.88%、187.35%、187.11%、160.52%、140.42%、128.43%、128.22%和 127.41%。在下跌的股票中，以联创节能、江山股份、上海家化、上海新阳、宏大爆破、四川美丰、江南化工、丹科 B 股、昌九生化、安利股份跌幅最大，分别下跌了 27.08%、22.38%、19.63%、17.27%、16.78%、16.48%、11.92%、10.47%、10.00%和 3.26%。

图表 11：中信一级子行业年度涨跌幅



数据来源：Wind，华融证券

图表 12：基础化工三级子行业年涨跌幅



数据来源：Wind，华融证券

图表 13：今年以来基础化工行业个股涨跌幅前 10 名（截至 2014/12/19）

公司名称	公司代码	涨跌幅	公司名称	公司代码	涨跌幅
300063.SZ	天龙集团	209.62%	300343.SZ	联创节能	-27.08%
002522.SZ	浙江众成	207.96%	600389.SH	江山股份	-22.38%
600155.SH	宝硕股份	207.88%	600315.SH	上海家化	-19.63%
002581.SZ	万昌科技	187.35%	300236.SZ	上海新阳	-17.27%
002568.SZ	百润股份	187.11%	002683.SZ	宏大爆破	-16.78%
300221.SZ	银禧科技	160.52%	000731.SZ	四川美丰	-16.48%
300108.SZ	双龙股份	140.42%	002226.SZ	江南化工	-11.92%
002053.SZ	云南盐化	128.43%	900921.SH	丹科 B 股	-10.47%
002496.SZ	辉丰股份	128.22%	600228.SH	昌九生化	-10.04%
000155.SZ	川化股份	127.41%	300218.SZ	安利股份	-3.26%

数据来源：Wind，华融证券

二、投资策略：看好稳定增长的低估值蓝筹

化工行业与宏观经济的运行状况密切相关，在行业整体产能过剩，宏观经济无法显著复苏的情况下，我们对化工行业的景气度回升亦持谨慎的态度。

2015 年我们重点推荐：需求稳定，行业整合加速，受益于农地流转的复合肥行业；稳定成长的万华化学。

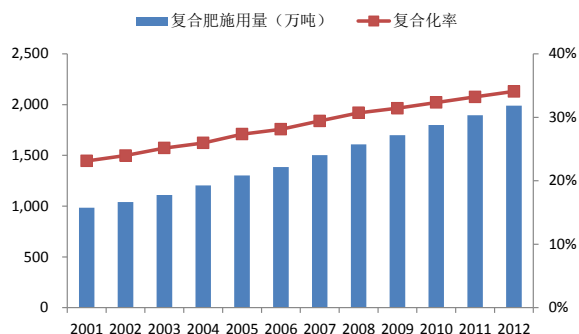
1、复合肥行业：受益农地流转，行业龙头跑马圈地

复合肥是在一种化肥中，含有氮、磷、钾三要素中两种和两种以上的肥料。含有任何两种要素的复合肥料称二元复合肥；同时含有三要素的肥料称为三元复合肥。复合肥具有养分含量高、副成分少且物理性状好等优点，对于平衡施肥，提高肥料利用率，促进作物的高产稳产有着十分重要的作用。同时复合肥副成分少，结构均匀，对土壤不利影响小。复合肥多被制成颗粒，吸湿性小，不易结块，便于贮存和施用，特别便于机械化施肥。随着农民对复合肥的认识越来越深，未来中国化肥的复合化率逐步提高是必然的趋势。

1.1、我国化肥复合化率逐年上升，与发达国家相比仍有较大提升空间

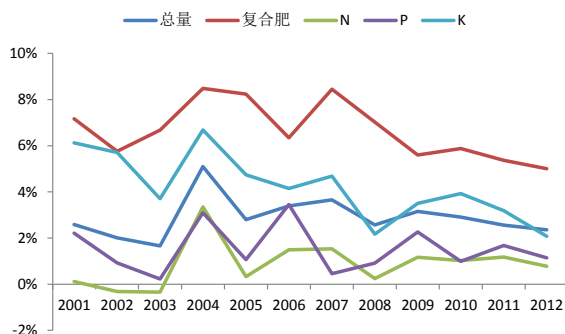
化肥产业属于比较成熟的产业，我国化肥施用量的增长速度已经放缓，近十年我国化肥施用总量复合增长率仅为 3.0%。但自上世纪 90 年代以来，国内复合肥施用量却远超行业快速增长，复合增长率达到了 6.7%。因此国内化肥的复合化率也稳步提升，2012 年化肥复合化率达到了 34.08%，但与世界平均复合化率 50% 及发达国家 70% 以上相比，我国的复合肥施用还有非常大的提高空间。根据《化肥工业“十二五”发展规划》到 2015 年我国的化肥复合化率将达到 40%，由此我们预计未来几年复合肥将保持 6-7% 的年均增长。

图表 14：复合化率逐年提高



数据来源：Wind，华融证券

图表 15：复合肥施用量增速超越化肥行业

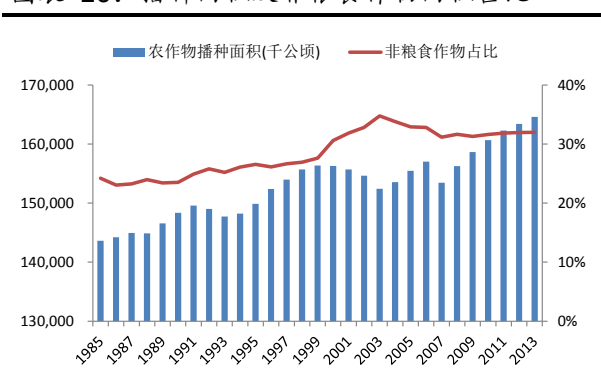


数据来源：Wind，华融证券

1.2、经济作物种植面积的上升促进对复合肥的需求

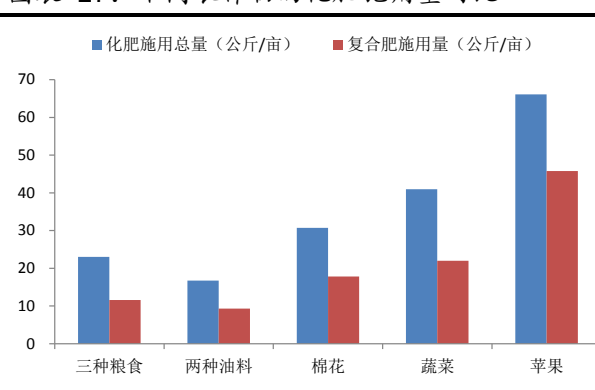
由于耕地面积有限，且随着我国城镇化程度的加深，化肥在提高粮食产量方面发挥的作用将越来越大，每亩农作物的化肥施用量也在逐步增加。同时，我国经济作物在农作物种植面积中的占比也在逐年加大，具有更高附加值的经济作物与普通的大田作物相比，不管对于化肥总量还是复合肥的需求量都更高，这一种植结构的改变加速了复合肥需求的增长。

图表 16：播种面积及非粮食作物面积占比



数据来源：Wind，华融证券

图表 17：不同农作物的化肥施用量对比



数据来源：Wind，华融证券

1.3、行业集中度逐步提高

前些年由于复合肥行业受到国家政策的大力扶持，且进入的资金和技术门槛都相对较低，行业产能快速扩张，导致复合肥行业整体呈现集中度不高的态势，2013 年市占率排名前 2 名的金正大和史丹利均未超过 10%。

为了推动行业健康有序的发展，中国石油和化学工业协会制定《石油和化学工业结构调整指导意见》，鼓励企业实施兼并重组，提高行业集中度，争取到 2015 年复合肥前 10 名企业的产量占比达到 50% 以上。行业整合和集中度提高的过程中，拥有资金和规模优势的上市复合肥企业将从中受益。

图表 18：2013 和 2008 年国内前十大复合肥企业市占率

	2013排名	2013市占率	2008排名	2008市占率
1	金正大	7.72%	新洋丰	4.03%
2	史丹利	3.93%	金正大	3.98%
3	新洋丰	3.83%	中东集团	3.80%
4	中东集团	3.52%	四川天元	2.92%
5	施可丰	3.02%	施可丰	2.77%
6	中化化肥	2.81%	司尔特	2.45%
7	西洋集团	2.61%	史丹利	2.44%
8	湖北鄂中	2.56%	无锡太平洋	2.17%
9	江西开门子	2.50%	红日阿康	2.04%
10	六国化工	2.33%	江苏心实肥业	1.73%
合计		34.83%		28.33%

1.4、复合肥行业品牌效应显现，渠道逐渐扁平化，看好拥有品牌和渠道优势的龙头企业

早期国内的复合肥产品同质化竞争严重，近年来行业内优势企业通过大力的品牌推广，以及在质量和专用性等方面追求差异化，复合肥品牌效应逐渐显现。

通过不同品牌的价格对比可以发现，更加注重品牌推广的史丹利等公司的产品要比走同质化竞争的产品更具价格优势，并且不同企业分化还在加大，价差仍在扩大。这说明农民对化肥的消费日益理智，品牌意识逐步增强，较大的复合肥生产企业在市场上占据的份额越来越大，复合肥的销售已迈入品牌时代，知名品牌的消费者较为固定，因此拥有强势品牌的企业将拥有较强的优势。

同时复合肥上游的单质肥企业逐渐向资源地集中，下游由于国内土地流转的加速，农作物种植也日趋集中。因此复合肥行业的渠道将日趋扁平化，拥有更细更深渠道优势的龙头企业未来将在行业的发展和整合过程中占据优势位置。

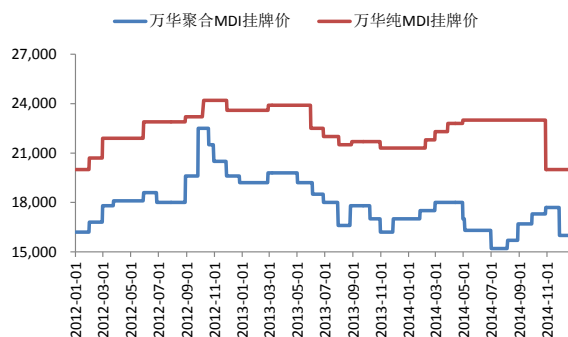
目前行业内主要企业的发展策略包括品牌推广，加深加细渠道发展，向上游资源扩展等方向。在品牌推广上，存在着单品牌和多品牌策略的选择，目前阶段我们相对看好单品牌策略，因为多品牌策略针对不同细分市场差异化的优势在国内市场暂时无法体现，反而多品牌会增加管理难度和成本。而向上游资源的扩展，虽然能保证原料以及企业利润的稳定性，但也需要较大的资本投入，将为企业经营带来较大的风险。

2、万华化学：稳定增长的低估值蓝筹

2.1、MDI 业务保持稳定增长

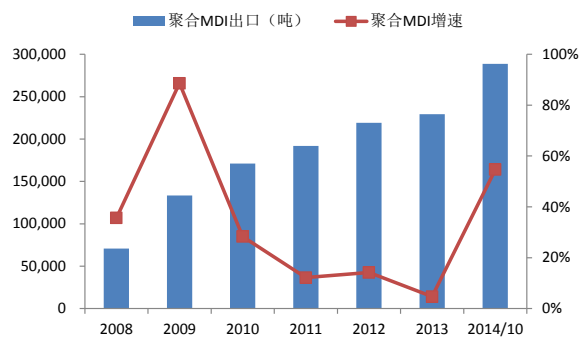
目前公司收入占比约 70%的仍然是原有的 MDI 业务，由于 MDI 行业寡头垄断，行业格局良好，多年以来持续保持稳定的增长。2013 年全球 MDI 产能 636 万吨，消费量 546 万吨，行业供需维持紧平衡。由于全球新增产能的投放，2014 年上半年 MDI 价格持续下滑，随着海外需求的复苏，下半年国内 MDI 价格触底反弹。2015 年上半年，除万华外全球无新增产能，而未来几年全球 MDI 需求仍可维持 7% 的增长，公司的 MDI 业务盈利也将保持稳定增长。

图表 19：MDI 价格走势



数据来源：Wind，华融证券

图表 20：MDI 出口情况



数据来源：Wind，华融证券

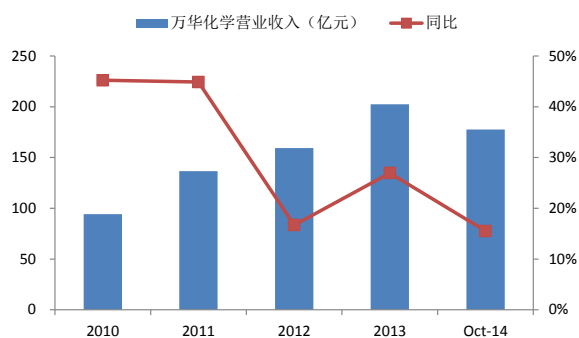
2.2、八角工业园投产打开成长空间

八角工业园项目将于 2015 年逐步投产，为未来成长打开了空间。八角工业园项目包括 60 万吨 MDI、75 万吨 MTBE、46 万吨丙烯酸酯、30 万吨聚醚以及 SAP 和水性涂料等高附加值项目。全部达产后每年可贡献 200 亿收入，相当于再造一个万华。

2.3、高分红、低估值、稳定增长的蓝筹

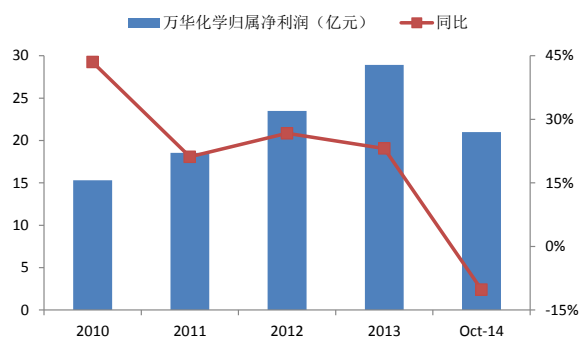
万华化学历年来业绩稳定增长，2009-2013 年营业收入复合增长率 32.87%，2014 年前三季度增速 15.52%；2009-2013 年归属净利润复合增长率 28.33%，2014 年前三季度增速-10.22%。预计 2014-2015 年 EPS 分别为 1.42 和 2.01 元，对应 PE 仅 15 和 11 倍，由于八角工业园的投产，2015 年业绩增速有望超过 40%。而公司近一年的股息率为 3.20%，属于典型的低估值蓝筹股。年初至今涨幅仅 10.44%，远低于行业指数 36.73%的涨幅，未来股价仍具备较大的上涨空间。

图表 21：万华化学营业收入情况



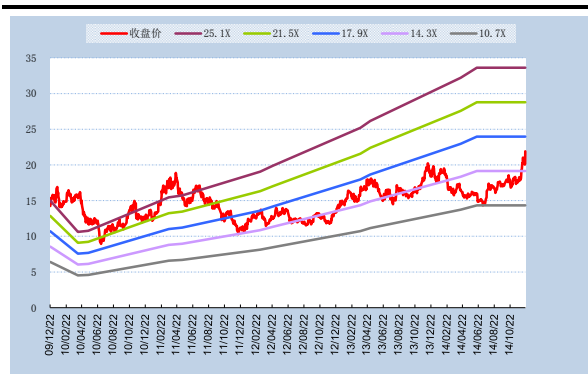
数据来源：Wind，华融证券

图表 22：万华化学归属净利润情况



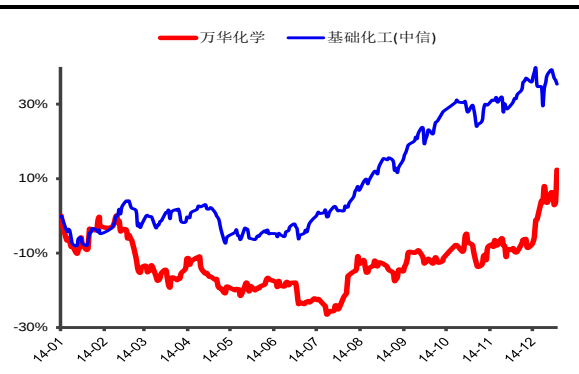
数据来源：Wind，华融证券

图表 23：万华化学 PE-Bands



数据来源：Wind，华融证券

图表 24：万华化学股价走势



数据来源：Wind，华融证券

三、行业估值及投资建议

1、当前行业估值水平较低

基础化工目前 PE (TTM, 整体法) 约为 30.82 倍, 近 5 年均值为 31.22 倍; 基础化工行业目前 PB (整体法) 为 2.94 倍, 近 5 年均值为 2.99 倍。总体看来, 目前化工行业的估值仍在均值以下, 处于历史低位。

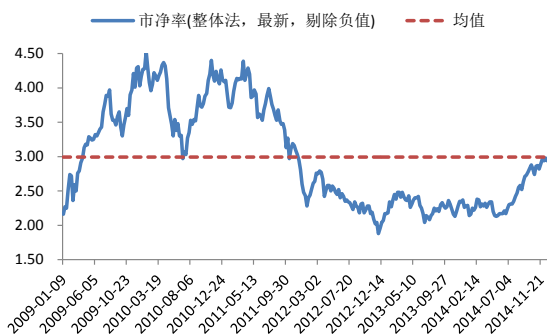
基础化工的子行业中, 化学制品的 PE 为 29 倍, 为子行业中 PE 最低; 农用化工行业 PB 仅 2.57 倍, 为子行业中 PB 最低。

图表 25: 基础化工行业市盈率水平



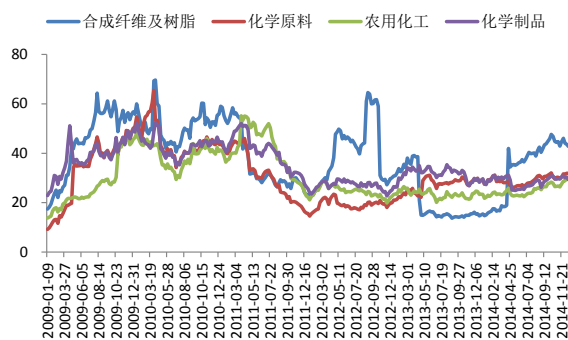
数据来源: Wind, 华融证券

图表 26: 基础化工行业市净率水平



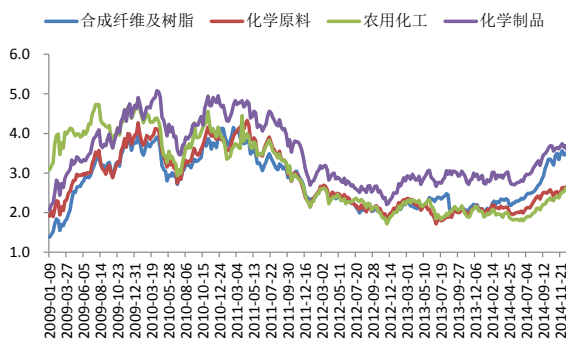
数据来源: Wind, 华融证券

图表 27：基础化工子行业市盈率水平



数据来源：Wind，华融证券

图表 28：基础化工子行业市净率水平



数据来源：Wind，华融证券

2、投资建议

行业景气仍未复苏，估值处于历史底部区间，在宏观经济环境未显著好转的情况下，板块整体估值难以超越市场回升，我们对化工行业的景气度回升亦持谨慎的态度，未来股价上涨的主要驱动因素仍将来自于盈利的抬升。目前行业整体盈利能力偏弱，产能过剩短期仍难化解，因此我们建议重点关注供需结构合理及增长确定的子行业，并推荐复合肥行业的金正大(002470)和史丹利(002588)，以及低估值蓝筹股万华化学(600309)。

图表 29：重点公司盈利预测

股票代码	公司名称	评级	股价	EPS			PE		
				2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
002470	金正大	推荐	28.95	0.95	1.13	1.48	31	26	20
002588	史丹利	推荐	37.60	1.39	1.71	2.10	27	22	18
600309	万华化学	推荐	21.90	1.34	1.42	2.01	16	15	11

数据来源：Wind，华融证券

四、风险提示

经济复苏具有不确定性，未来下游需求增速有可能不及预期；原油价格大幅波动也将带来风险。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

免责声明

郝亮, 在此声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司(已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格)已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司(以下简称本公司)的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告, 但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播, 不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用, 不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠, 但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证, 也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务, 敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址: 北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真: 010-58568159

网址: www.hrsec.com.cn