

2007-07-25

煤炭、焦炭行业

安泰集团 600408.SH

行业景气上升推动业绩快速增长

报告起因：中期业绩预增以及拜访公司高管
潜在催化因素：焦炭价格以及生铁价格上涨

焦炭行业以及生铁行业景气上升，相关产品价格持续上涨，推动公司业绩快速增长，给予“买入”评级：

我们认为焦炭行业以及生铁行业的景气上升将带来相关产品的价格上涨。由于供需关系格局的变化，这种行业景气上升将持续维持到2009年。公司业绩受益价格上涨快速增长。我们预测公司2007年的每股收益为0.53元，2008年的每股收益为0.80元，目前估值水平偏低，给予“买入”的投资评级。

我们认为市场低估了安泰集团在价格上涨中的受益程度。

安泰集团主要业务包括焦炭和生铁的生产与销售。由于两个产品价格2006中期以来大幅上涨，2007年公司经常收益增幅将超过400%。市场显然低估了公司业绩的上涨幅度。

宏观政策以及产业调控将维持行业的较高景气程度，同时这将为安泰集团等行业龙头提供兼并整合的机会。

安泰集团所处的两个行业都是发改委严格调控的产业，行业面临“产能过剩”以及“三高”问题。我们认为政府的“节能减排”措施以及发改委的行业限制政策将有利于行业的长期发展，使得行业的景气程度能够在更长的时间维持。同时国家的产业政策将导致行业集中度提高，这将为安泰集团等龙头企业提供兼并整合的机会。

安泰集团试图打造上下游一体化的发展战略，我们对此高度认同。

为了有效的应对行业风险，实现公司的产业升级，公司管理层正试图以焦炭生产为核心，向上延伸进入焦煤开采领域以获得稳定原材料，同时向下延伸进入煤焦油深加工领域，提高产品附加值。公司将在未来几年完成由单一焦炭、生铁生产企业向上下游一体化、资源综合循环利用的集团转变。

风险分析：

公司利润与价格的弹性较高，因此产品价格的波动可能严重影响公司业绩。

业绩预测和估值指标 (百万元)	2005	2006	2007F	2008F	2009F
主营业务收入	2,070.4	2,719.1	3,588.4	3,829.0	5,207.9
净利润	143.2	147.7	205.6	314.3	456.4
每股收益(元)	0.37	0.38	0.53	0.80	1.17
市盈率(X)	32.38	31.40	22.64	14.75	10.16
每股净资产(元)	2.52	2.80	3.29	3.85	4.67
市净率(X)	4.71	4.23	3.61	3.08	2.54
EV/EBITDA(X)	15.74	14.83	11.92	10.65	6.56
ROIC(%)	11.56%	7.40%	8.81%	10.73%	13.99%
ROE(%)	12.59%	11.67%	14.31%	18.23%	21.70%
股息收益率(%)	1.05%	0.84%	1.75%	2.03%	2.95%

调升

买入

当前价格	12.81元
目标价格	18 - 22元
目标期限	3 - 6个月

分析师:

郭国栋

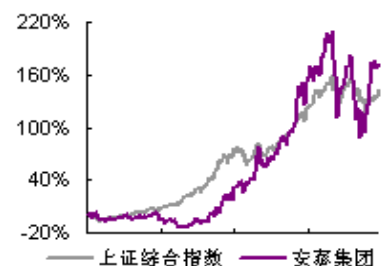
021-50818887-229

guogd@ebscn.com

市场数据

总股本(万股)	39100
总市值(万元)	463726.00
流通比例(%)	57.70%
12个月最高/最低(元)	13.98/3.68
近3月日均成交量(万股)	1501
主要股东	李安民

股价表现(12个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	18.12	0.15	33.74
绝对收益	17.05	12.40	179.92

相关报告:

G 安泰中报点评—受益价格上涨，盈利能力开始恢复

..... 2006-07-30

销售经理:

陈扬 杨日昕

(8621)50818887

投资要件

关键假设

我们认为焦炭、生铁行业景气将不断上升，并且维持到 2009 年。公司一体化发展战略顺利实施。

我们为什么与市场普遍观点不同

我们对于焦炭行业以及生铁行业的景气发展趋势更为乐观。在国家产业政策的指导下，焦炭价格以及生铁价格将继续上涨。我们认为国家的“节能减排”措施以及发改委对“三高”行业的限制措施将有利于行业的健康发展，而符合规范公司将是国家政策的受益者。

估值和目标价格

我们预测公司 2007 年的每股收益为 0.53 元，2008 年为 0.80 元，按照目前的交易价格，2008 年的动态市盈率为 15 倍左右。考虑到行业景气处于上升期以及目前 A 股市场的平均市盈率，我们认为安泰集团的合理市盈率水平为 25 倍左右，未来 3 - 6 个月的合理价格为 18 - 22 元。

股价上涨的催化因素

由于公司的业绩增长主要来自于产品价格的上涨，因此我们认为股价上涨的催化因素应该是焦炭价格上涨以及生铁价格的上涨。我们预测 2007 年 9 月焦炭价格以及生铁价格可能进一步的上涨。

投资风险

我们认为投资该股票面临的最大风险就是焦炭行业以及生铁行业景气是否能够持续上升，相关产品价格是否能够进一步上涨。

公司继续致力打造上下游一体化企业

公司目前焦炭生产能力为160万吨，计划2009年达到250万吨。生铁生产能力100万吨。公司正在进入煤炭开采、铁矿开采以及煤焦油深加工领域。

安泰集团前身为义安焦化厂，由李安民等人投资建设，目前已经形成了160万吨左右的焦炭生产能力，是全国焦化行业连续多年的出口创汇大户、山西省的三大龙头焦化企业之一，也是国际焦炭市场的重要供应商。2005年，公司被确定为山西省循环经济试点企业。在《山西省焦化工业“十一五”发展规划》中，安泰集团、山西焦化和阳光集团已经明确为省重点支持的三大焦化龙头企业。

安泰集团下属焦炭分厂、炼铁分厂以及宏安焦化公司等主要生产经营主体。详细组织结构图请参考图表1。

公司目前拥有焦炭生产能力160万吨左右，分别由宏安焦化100万吨焦炉以及原焦化分厂60万吨焦炉构成。目前安泰集团正在进行二期工程建设，计划将焦炭生产能力扩张到200万吨左右。公司的焦炭主要以出口为主，随着产能的扩张，未来的销售格局将内需、外需共同发展。

公司目前拥有高炉两座，生铁生产能力为100万吨。根据公司发展战略未来将不考虑进一步扩张或者升级新的炼铁能力。

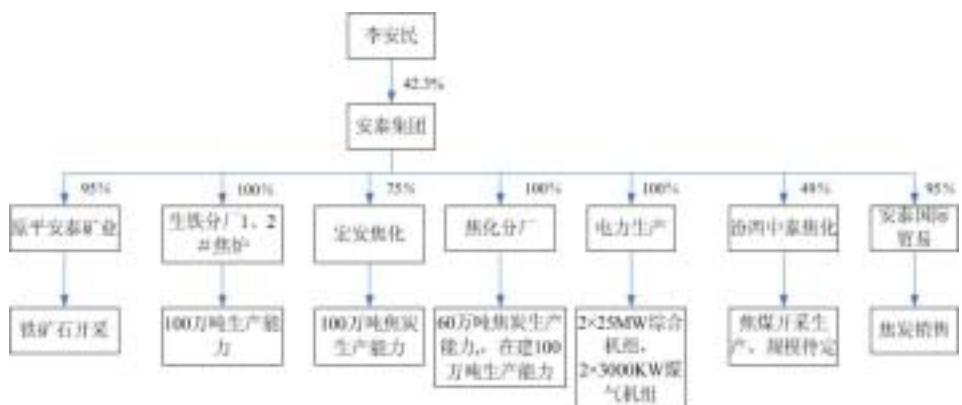
根据循环经济的发展规划，公司还拥有焦炉气发电厂、综合发电厂以及炉渣利用水泥厂等综合循环设施。目前这些设施已经建成投产，并且初步产生效益。

为了有效获得原材料资源，公司开始向上游扩张。目前已经获得铁矿资源以及焦煤资源，在未来的2-3年这些项目将投产为目前的焦炭生产以及炼铁生产提供原材料。其中原平矿业设计铁矿石生产能力为30万吨精矿，目前已经前期建设期，预计在2009年投产。汾西中泰矿业以焦煤开采为主，项目建成之后将能够为公司提供稳定的焦煤供应，同时能够分享煤炭行业丰厚的利润。

目前公司正试图向下游拓展，正在谈判收购佳乾化工股权。佳乾化工目前从事煤焦油深加工业务，生产规模为30万吨加工能力。如果收购成功，公司将完成向下游行业的拓展，强化公司抗风险能力和市场竞争能力。同时公司250万吨的焦炭生产能力也将提高佳乾化工的原材料自给能力。

根据目前公司的发展，打造上下游一体化的战略发展思路已经初见雏形。我们与管理层沟通的结果也表明了公司向这一战略发展的想法和决心。我们认为公司上下游一体、综合循环利用的发展战略将把公司发展为一个具有行业龙头地位，具有较强市场抗风险能力的大型焦炭龙头。

图表 1、安泰集团公司组织结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司受益行业景气提升，业绩快速发展

公司盈利结构正在从单一依赖焦炭变为以焦炭、生铁两分天下的格局。公司盈利能力对价格变动有极高的弹性。

公司盈利主要依赖于焦炭和生铁产品，到2006年公司生铁和焦炭产生的营业利润比重大致相当。2004年公司90%的利润来源于焦炭产品，但是随着焦炭价格的下降，公司的焦炭盈利快速下降，从2004年的7亿多元下降到2006年的仅2亿元左右。公司的生铁业务利润逐步上升，主要是公司生铁产能不断扩张带来利润的上升。我们预计随着产品价格的上涨，公司的盈利将从低谷快速上涨。

公司利润跟产品价格具有较高的弹性。静态的估计，焦炭价格每变动100元/吨，将带来公司利润变动1.5亿元左右。生铁价格每变动100元/吨，将带来公司利润变动1亿元左右。由于2004年以后焦炭价格和生铁价格快速下跌导致公司的利润快速下跌。随着2006年两种产品价格开始上涨，公司业绩再次进入快速上升阶段。

2007年以来，外贸焦炭价格（天津港平均价格）从150美元/吨（FOB）上涨到180美元/吨，近期安泰集团的焦炭出口价格已经上涨到了250美元/吨。即使剔除焦煤价格的上涨，吨焦炭价格净上涨幅度超过了100元人民币。跟2006年的平均价格相比，吨焦炭上涨达到200元以上。静态计算，公司焦炭业务因为价格上涨实现利润的增长达到3亿元左右。

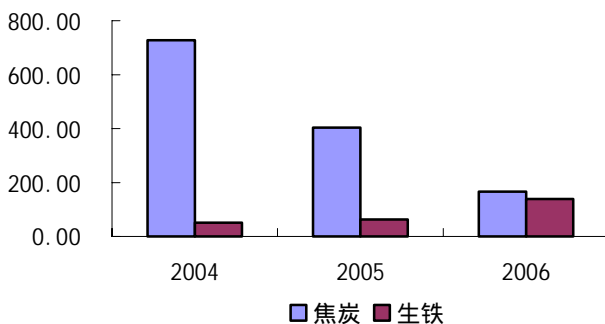
同样的，生铁价格也在2007年出现了较大幅度的上涨。从年初的2100元/吨左右上涨到目前的2400元/吨左右，考虑到铁矿石价格的上涨以及焦炭价格的上涨，吨生铁净上涨为140元/吨左右。同06年的平均价格相比，吨生铁上涨的幅度更大。静态计算，公司生铁业务因为价格上涨带来的盈利增长达到1.4亿元左右。

我们认为目前的生铁产品以及焦炭产品的价格有进一步上涨的空间，因此我们预测公司2007年的营业利润将达到7.4亿元左右，其中4.4亿元来自于产品价格上涨。

相关数据请参考图表2-4。

图表2

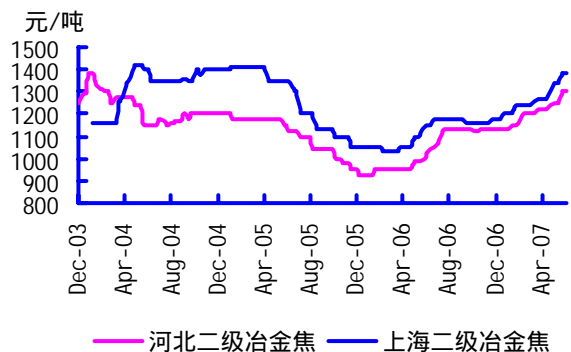
安泰集团销售利润变动图



资料来源：公司公告，光大证券研究所

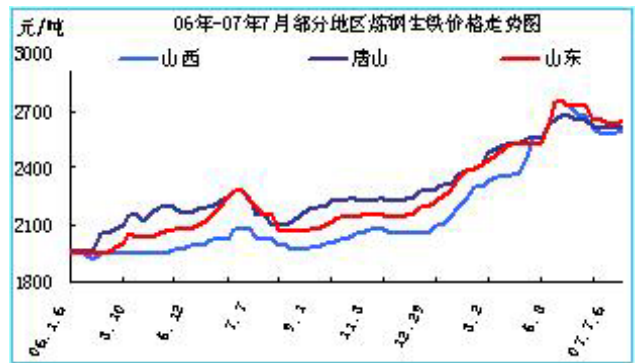
图表3

部分地区焦炭价格走势



资料来源：中国煤炭资源网，光大证券研究所

图表 4



资料来源：中国煤炭资源网，光大证券研究所

焦炭与生铁行业景气程度将持续提升

2001年以来，焦炭行业经历了从周期底部逐步复苏，到2004年达到周期高点，随后价格快速下跌，2006年进入全行业亏损状态。2006年中期，焦炭价格开始上涨，目前仍然处于上涨阶段。从行业周期的角度来看，我们认为焦炭行业正处于行业景气提升的阶段。

作为产业链上的两个行业，生铁行业的周期波动与焦炭行业类似，我们不再详细论述。这与两个行业的类似特征相关。生铁和焦炭行业都是钢铁行业原材料的辅助供应商。大型钢铁企业都具有自己的焦炭生产能力以及炼铁能力，但是企业出于各方面的考虑需要外购部分焦炭以及生铁。同时小型钢铁企业根据国家发改委规范根本无法匹配自己的焦炭供给与生铁供应，目前这类企业的钢铁生产能力占比仍然有30%左右。我们认为独立焦炭企业与中小型炼铁炼钢企业在产业上将长期存在。

我们认为焦炭和生铁行业的景气程度将持续提升，主要有以下几个理由：

政府调控限制供给能力投放

2004年焦炭和生铁行业的暴利导致许多没有正式批文、环境污染严重、能耗高的小焦炭厂小高炉纷纷上马。这给当地的环境以及整个行业发展带来了极大的负面影响。同时，产能的急剧扩张也使得全行业进入产能严重过剩的局面。

2005年开始，国家发改委根据行业规划以及环保、节能等要求，开始清理整顿“三高”行业，包括焦炭和炼铁行业。2006年，大量的小焦厂被关闭，河北山东等小高炉严重的地方被强制拆除。同时，2005年以来，发改委停止了对焦炭新建产能的批复。

环保总局的“区域限批”措施也推动了地方政府采取强硬措施关闭小焦厂、小高炉以及小造纸厂等。

我们认为政府的调控措施使得焦炭以及生铁的供应能力在2006年出现负增长的情况，最多是零增长的情况。

2007年以后，面对高投入高GDP所产生的负面效果，政府积极推进了“节能减排”工作。我们认为政府对于环境问题、能源问题的重视程度不断提高，这将意味着未来“三高”行业的产能释放将受到极其严格的监管，而且行业景气的时间将大为延长。

政府调控将催生行业兼并整合

政府调控的另外一个层面将是推进行业的兼并整合。焦炭生产的副产品处理具有很强的规模效益，小型焦化厂根本没有办法处理煤气的回收利用，煤焦油、粗苯以及硫铵等产品的综合加工利用，只有焦炭生产能力形成规模之后才可能集中处理，并且产生良好的经济效益。在政府高度重视环境问题以及能耗问题的今天，大型焦炭企业将获得政府支持开展行业的兼并整合，并且获得良好的经济效益。

安泰集团是山西三大焦炭企业之一，是山西省循环经济试点企业之一。公司目前已经形成了焦炉气发电、炉渣生产水泥等综合利用项目。公司目前正在建设干熄焦项目，正在准备收购煤焦油深加工项目。因此，我们认为公司较大规模的焦炭生产能力，以及目前已经形成的综合循环利用能力将使其成为未来焦炭行业的整合者之一。

产品需求保持稳步增长

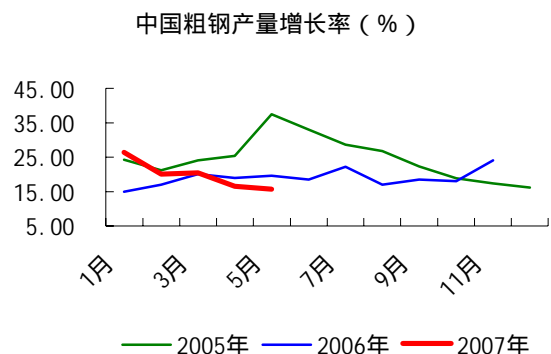
焦炭以及生铁的主要需求来自于钢铁行业，数据显示，焦炭需求的80%来自于钢铁行业。2007年以来粗钢产量在2006年高基数的情况下增长速度有所下降。但是考虑到中国固定资产投资的稳步增长，我们预期，未来的2-3年中国的粗钢产量仍将保持10-15%的增长速度。考虑到能耗水平的降低，我们认为钢铁行业对焦炭的需求增速仍然将维持在7-12%左右。由于焦炭生产能力最多是零增长，因此未来一段时间焦炭行业可能面临供给日益紧张的格局。

出口退税政策的调整不会造成负面影响

我们认为目前焦炭行业正在由产销平衡向供给日益竞争的格局转变，因此焦炭生产企业具有较强的成本转嫁能力。事实表明，今年上半年国家出口退税政策的调整被完全体现在了价格上涨之中转嫁给下游消费者，因此我们认为出口退税政策的调整不会给焦炭出口企业造成负面的影响。安泰集团的实际情况也反映了这样的事实，6月份焦炭出口关税上调10%，安泰集团的焦炭出口价格从210美元/吨上涨到240美元/吨，上涨幅度接近20%左右。

总之，我们认为未来一段时间，焦炭以及生铁行业的景气程度将持续上升，这将带来产品价格的持续上涨。由于产品的供给比较紧张，因此原材料价格的上涨将被转嫁到下游行业，而自身的盈利能力将不断提升。

图表 5



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

公司分析

公司盈利能力高于行业内企业

数据显示,无论在行业景气低谷还是高峰,安泰集团的产品销售毛利率到高于同行业的山西焦化以及煤气化。公司销售毛利率较高主要有两个方面的原因,首先,公司为民营企业,用工制度以及原材料采购制度更为灵活,因此公司的成本控制更为有效。第二,公司的产品主要外销,因此产品的销售毛利率要高于以内销为主的焦炭企业。我们认为公司在管理方面的优势将继续维持,同时作为山西焦炭出口的主要企业之一,每年能够获得稳定的出口配额。因此公司较高的毛利率水平将能够持续。

更体现公司资本回报的指标为净资产收益率。从2003年以来,公司总体的净资产收益率水平高于其他两家公司。公司较高的毛利率水平以及良好的资产周转率是公司净资产收益率高于行业内其他企业的主要原因。2006年公司的净资产收益率下降跟生铁业务占比大幅提升以及煤气化开始进入煤炭开采行业有着密切的关系。单焦炭业务的情况比较来看,安泰集团的净资产收益率处于行业领先地位。

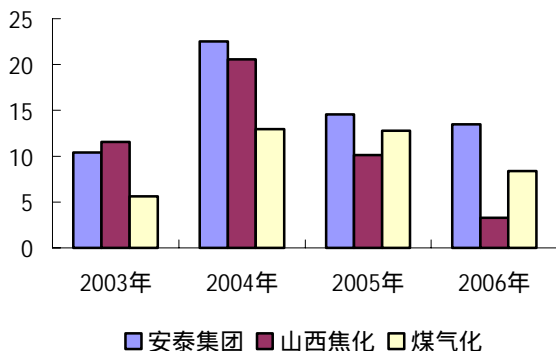
公司为山西省循环经济试点企业之一,未来将享受相关的政策支持。

公司已经被山西省政府确定为循环经济试点企业之一,我们认为随着相关配套措施的出台,公司将能够在未来享受到相关政策优惠以及产业政策支持,在产能扩张,行业整合方面更容易获得政府的批准。

积极的管理层将带动企业快速发展

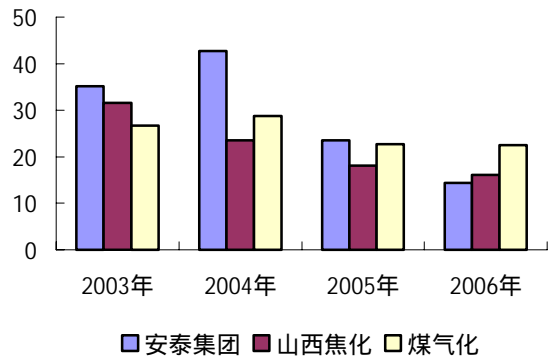
我们与公司管理层有着多次的接触,我们认为公司管理层对自身行业的发展以及所面临的机遇与挑战有着深刻的认识,对于做大做强安泰集团有着较高的期望和抱负。管理层积极推动企业上下游一体化,符合产业发展路径与国家政策的指导方向,这将带动企业的快速健康发展。

图表6 焦炭企业销售毛利率比较(%)



资料来源:公司公告,光大证券研究所

图表7 焦炭企业净资产收益率比较(%)



资料来源:公司公告,光大证券研究所

财务状况

安泰集团主要财务指标

指标名称	2003年	2004年	2005年	2006年
净资产收益率	10.41	22.52	14.55	13.48
资产负债率	63.61	65.91	67.92	63.86
资产净利率(ROA)	5.16	8.26	4.41	4.19
销售毛利率	35.18	42.71	23.56	14.36
存货周转天数	97.54	132.59	116.05	81.23
总资产周转率	0.7	0.75	0.64	0.77

盈利预测

相关产品继续维持高位，焦炭产能不断扩张

我们预测未来2-3年，焦炭产品、生铁产品价格与成本将基本维持在目前的水平。宏安焦化二期100万吨的焦炭生产能力将在2009年建成投产，并达到设计产能。我们预测中没有考虑电厂、水泥厂以及收购的煤焦油项目以及煤矿带来的盈利增长。

(万吨)	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
焦炭销量	76.55	85.00	110.00	120.00	220.00	240.00
焦炭销售价格	1336.56	1046.64	1230	1300	1300	1300
平均销售成本	808.72	833.09	880	880	880	880
生铁销售量	45.32	95.00	100.00	100.00	100.00	100.00
生铁价格	2011.18	1762.01	2050.00	2030.00	2050.00	2050.00
生铁平均成本	1872.94	1596.09	1800.00	1800.00	1800.00	1800.00

数据来源：公司公告，光大证券研究所

根据上述假定，我们预测公司2007年将实现每股收益0.53元，2008年实现每股收益0.80元。

相对价值评估

目前焦炭行业的上市公司主要包括山西焦化、安泰集团、煤气化、四川圣达以及国际实业等。我们选取了前三家山西焦炭企业作为估值参考。

从相对估值的角度来看，三家公司的估值水平大致相当。我们认为公司的估值优势主要是行业的景气程度上升带来的业绩的快速上涨。作为周期性行业，景气程度上升应该给予更高的估值水平，同时考虑到目前 A 股市场 30 倍左右的市盈率水平，因此我们认为安泰集团合理的估值水平应该在 25 倍左右，目标价格在 18 - 22 元左右。

证券 代码	公司 名称	股价 2007-7-24	总股本 (百万股)	流通 A 股 (百万股)	EPS(元)			P/E(x)		
					06	07F	08F	06	07F	08F
000968	煤气化	12.38	391.00	199.77	0.34	0.39	0.70	36.35	31.75	17.69
600740	山西焦化	18.11	282.85	119.99	0.17	0.88	1.27	147.99	20.57	14.26
600408	安泰集团	12.81	391.00	225.59	0.38	0.53	0.80	34.05	24.17	16.01
平均								72.80	25.50	15.99

数据来源：WIND 资讯，光大证券研究所

投资评价和建议

给予安泰集团“买入”的投资评级

我们给予安泰集团“买入”的投资评级，主要的原因是行业景气提升将带来公司业绩的快速增长，产业调控将给公司带来兼并整合的机会，公司作为山西循环经济试点企业将能获得更多的政策支持。

我们认为市场低估了产品价格上升给公司带来的盈利增长，导致目前的股票价格被低估。随着产品价格的进一步上涨以及公司业绩的不断体现，公司的股价将不断上涨以修复目前的低估偏差。

风险分析

行业景气对公司业绩影响较大

我们认为行业景气程度的变动是投资该股票面临的最大风险。如果政府放松监管或者批复新的焦炭产能建设可能改变目前的供需格局，造成产品价格的下跌，这将导致上市公司业绩的快速下滑。

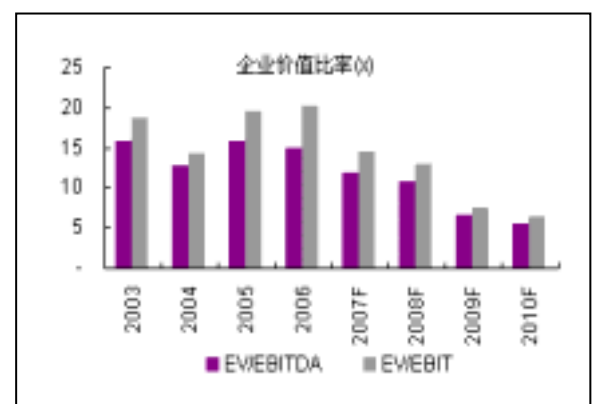
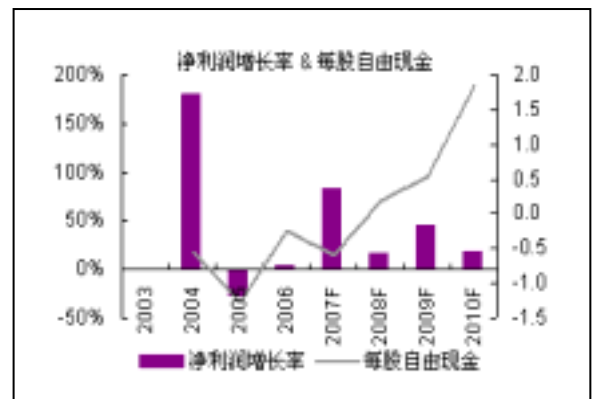
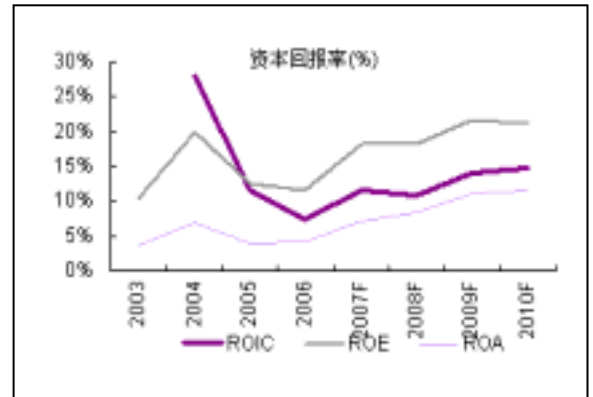
财务报表预测

利润表(百万元)	2005	2006	2007F	2008F	2009F
主营业务收入	2,070.4	2,719.1	3,588.2	3,829.0	5,207.9
主营业务成本	1,582.7	2,328.6	2,885.7	2,960.3	3,868.9
主营业务利润	475.3	359.1	652.1	799.7	1,245.2
毛利率 (%)	23.0%	13.2%	18.2%	20.9%	23.9%
其他业务利润	4.0	1.6	0.0	0.0	0.0
营业费用	128.0	124.9	179.3	191.5	234.4
管理费用	64.5	82.1	107.6	114.9	156.2
EBIT	288.6	291.3	365.3	493.4	854.6
财务费用	84.2	90.6	88.6	87.2	83.9
营业利润	202.6	63.1	276.7	406.8	770.7
投资收益	1.8	137.5	0.0	0.0	0.0
利润总额	202.0	197.1	276.7	406.8	770.7
净利润	143.2	147.7	205.6	312.3	456.4

资产负债表(百万元)	2005	2006	2007F	2008F	2009F
资产					
流动资产总额	1210.7	1,104.5	926.3	865.4	1,150.9
货币资金	447.3	350.2	113.0	114.9	156.2
应收帐款	168.8	21.0	225.9	210.6	286.4
存货	504.4	546.4	414.2	382.9	520.8
固定资产原价	2,167.1	2,414.6	2,635.8	3,063.2	3,645.5
累计折旧	208.2	312.6	404.8	512.0	639.6
固定资产净额	1,959.0	2,102.0	2,230.9	2,551.2	3,005.9
总资产	3,544.8	3,501.1	3,749.7	4,086.0	4,714.2
负债和股东权益	3,544.8	3,501.1	3,749.7	4,086.0	4,714.2
流动负债总额	1,508.6	1,337.4	1,724.7	1,589.4	1,866.7
短期债务	509.6	647.0	903.7	765.8	781.2
应付帐款	601.9	249.8	355.4	355.2	464.3
其他流动负债	113.1	155.8	169.4	172.3	234.4
长期负债总额	892.5	892.7	546.2	772.8	744.2
长期负债	892.2	873.2	546.2	772.8	744.2
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	0.3	19.5	0.0	0.0	0.0
负债总额	2,407.5	2,235.8	2,270.9	2,362.2	2,610.9
股东权益	984.3	1,095.3	1,284.8	1,504.8	1,824.3
股本	391.0	391.0	391.0	391.0	391.0
负债与股东权益	3,544.8	3,501.1	3,749.7	4,086.0	4,714.2

现金流量表(百万元)	2005	2006	2007F	2008F	2009F
息税前经营利润	288.6	291.3	434.9	493.4	854.6
息税前经营利润的税赋	29.6	47.7	73.9	83.9	282.0
扣除调整税的净营业利润	259.0	243.5	360.9	409.5	572.6
折旧	70.2	104.8	92.3	107.2	127.6
流动资金增加	-75.2	318.9	-40.1	-63.5	23.7
经营活动产生的现金流量	404.4	29.5	493.3	580.3	676.5
资本支出	-934.7	-247.8	-588.3	-572.3	-449.5
其他资产-负债增加	33.5	125.5	-141.2	67.9	-20.7
投资活动产生的现金流量	-901.3	-122.3	-729.5	-504.4	-470.2
自由现金流量	-496.9	-92.8	-236.2	75.8	206.4
股东权益增加/减少	94.4	111.0	189.5	220.0	319.5
红利	-48.9	-39.1	-81.2	-94.3	-136.9
银行借款和应付债券	291.4	118.4	-70.3	88.7	-13.2
融资活动的现金流量	463.8	15.1	-272.8	169.2	173.1

数据来源：光大证券研究所



分析师介绍

分析师声明

郭国栋：行业分析师

- 1) 本人在此申明，本报告所陈述的所有观点准确地反映了本人对上述公司或其证券的研究观点。
- 2) 本人薪金的任何部分不曾经与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点直接或间接相关。

行业及公司评级体系

买入—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上。

行业以及上海证券交易所上市公司市场基准指数为上证综指，深圳证券交易所上市公司市场基准指数为深圳综指。

目标价格

目标价格是目前股票应当在市场上交易的水平，如果市场接受分析师的观点，假设引起这种变化的必要的催化剂在市场表现范围内已经具备。因此，目标价格是对市场和行业的需求的提炼。如果人们觉得改变股票重新评级到它应有价值的催化剂还不是完整的话，目标价格将会不同于它的“公正”价值。

特别声明

光大证券股份有限公司即其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求这些发展关系。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市浦东南路528号证券大厦南塔15F.16F. 邮编：200120
电话：021-68816000 传真：021-68818550

光大证券研究所

上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦17楼A-C座
电话：021-50818887（总机） 传真：021-50816915

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券有限责任公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表或者引用。