

保税科技 (600794.SH)

其它运输行业

评级: 增持 首次评级

公司研究

市价(人民币): 8.71元

## 打造化工品 O2O 的龙头企业

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	460.55
总市值(百万元)	42.17
年内股价最高最低(元)	10.89/6.10
沪深 300 指数	2176.55
上证指数	2066.28



### 相关报告

1. 《罐容利用率持续高位,业绩符合预期》, 2013.4.26

衣植永 联系人  
(8621)61038319  
yizhenyong@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001  
(8621)60230235  
hegw@gjzq.com.cn

### 公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.762	0.366	0.350	0.422	0.540
每股净资产(元)	3.70	2.11	3.34	3.64	4.13
每股经营性现金流(元)	1.27	-0.06	0.77	0.80	1.04
市盈率(倍)	14.63	20.76	24.86	20.62	16.14
行业优化市盈率(倍)	15.52	16.52	16.02	16.02	16.02
净利润增长率(%)	12.84%	6.61%	14.62%	20.54%	27.77%
净资产收益率(%)	18.58%	17.38%	10.50%	11.60%	13.07%
总股本(百万股)	213.92	474.35	568.62	568.62	568.62

来源: 公司年报、国金证券研究所; 注: 2014年股本考虑到定增之后对于股本摊薄的影响

### 投资逻辑

- **线上交易平台获批助推公司向平台商转型:** 2014年1月,公司持股40%的江苏化工品交易中心开展化工产品线上交易获得同意批复,我们认为,这意味着公司将逐渐从仓储物流企业向化工品平台商转型。
- **我们认为,向平台商转型将为公司带来两个转变:**
  - **服务环节多元化:** 从之前单一的物流向信息流、资金流、商流多个环节延伸,盈利模式更加多元化的同时,也向轻资产业务靠拢。
  - **涉及品种多元化:** 从之前以乙二醇为主延伸至更多交易品种,以减缓未来特定品种发生变化对于公司的影响。
- **线上交易快速增长是大概率事件:** 我们认为,行业自身具备线上交易的需求、张家港地区的区位优势以及保税科技的地区影响力将确保线下交易快速增长。
  - 2013年江苏化工品交易中心线下交易额660亿元,我们认为,这将为线上交易平台快速发展提供保障。
- **线下储罐规模未来两年大幅增长,盈利能力有保障:**
  - 2014-2015年公司储罐规模预计为77万方、109万方,同比增速60%、40%。
  - **盈利能力有保障:** 我们认为,线上平台建立后带来更多贸易商仓储需求以及码头&仓储规模的供应瓶颈改善之后,新增仓储的利用率能够得到保障。

### 投资建议

- 我们预计2014-2016年每股收益0.42元、0.51元、0.65元(考虑定增影响后EPS分别为0.35元、0.42元、0.54元),同比增长14.6%、20.5%、27.7%。
- 目前股价对应的估值为21×13PE, 17×14PE, 13×15PE, 结合行业平均估值水平以及公司自身具有的成长性,给予14年25倍,给予公司6个月目标价10.5元/股,首次给予“增持”评级。

### 风险

- 中东对于我国禁止出口乙二醇,张家港地区大部分贸易商流失

## 内容目录

线上平台迎来快速发展，助推公司向平台商实现转型 .....	4
线上交易平台获批，即将迎来快速发展期 .....	4
业务模式正在转变：从仓储物流商向平台商的逐步转型 .....	7
线下仓储物流迎来快速增长 .....	8
储罐规模未来将快速增加 .....	8
乙二醇进口趋势仍将维持 .....	9
新增储罐盈利性有保障 .....	11
最坏的情况：如果煤制乙二醇技术成功了，保税科技怎么办？ .....	12
坐地收租，受乙二醇行业景气度影响小 .....	14
跨区域发展仍然值得期待 .....	15
投资建议 .....	16
盈利预测 .....	16
估值和投资建议 .....	17
附录：三张报表预测摘要 .....	18

## 图表目录

图表 1：江苏化工品交易中心股权结构示意图 .....	4
图表 2：线上交易平台规则 .....	5
图表 3：江苏化工品交易所历年成交额 .....	6
图表 4：长三角地区主要罐区分布情况 .....	6
图表 5：长三角地区主要储罐规模占比 .....	6
图表 6：各交易量对应的手续费测算（单位：亿元） .....	7
图表 7：之前业绩增长主要依靠储罐规模扩张 .....	8
图表 8：目前公司业务属于重资产业务 .....	8
图表 9：线下物流示意图 .....	8
图表 10：公司储罐规模扩张情况 .....	9
图表 11：仓储收入与储罐规模对比 .....	9
图表 12：乙二醇进口量 .....	9
图表 13：乙二醇进口量占消费量比例 .....	9
图表 14：聚酯生产链解析图 .....	10
图表 15：聚酯（PET）历年产量情况 .....	10
图表 16：乙二醇表观消费量 .....	10
图表 17：乙二醇产能情况 .....	10
图表 18：国内乙二醇路线以石油制法为主 .....	10
图表 19：乙二醇进口趋势仍然能够维持 .....	11

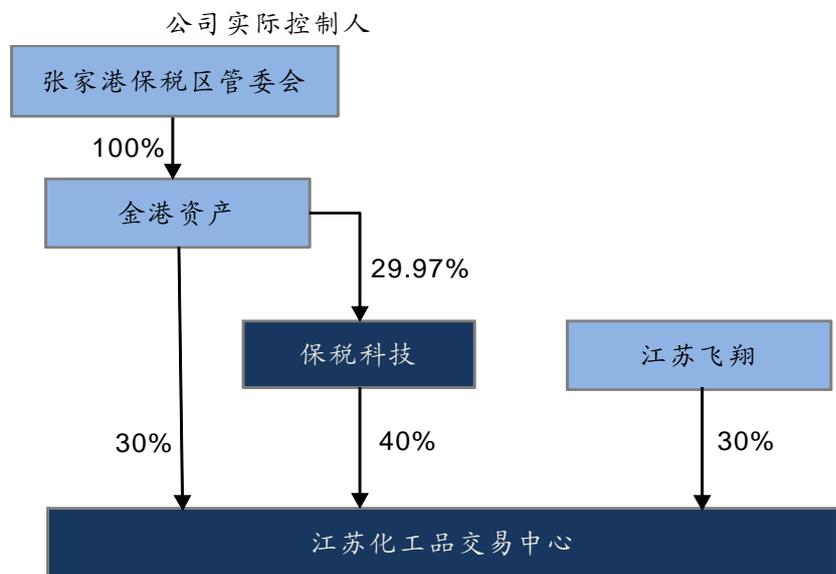
图表 20: 码头仓储收入.....	11
图表 21: 公司在张家港码头吞吐量.....	11
图表 22: 储罐需求也包括投机贸易商的投机需求.....	12
图表 23: 吞吐量=库存变化量+运出量.....	12
图表 24: 新疆、内蒙古和安徽煤制乙二醇成本对比 (单位: 元/吨).....	13
图表 25: 张家港储罐占比情况.....	13
图表 26: 张家港地区码头泊位情况.....	13
图表 27: 江苏化工品交易中心的交易品种.....	14
图表 28: 乙二醇 2007 年以来价格走势.....	14
图表 29: 公司历年单位储罐收入.....	14
图表 30: 独山港项目示意图.....	16
图表 31: 盈利预测表.....	17
图表 32: 可比上市公司估值.....	17

## 线上平台迎来快速发展，助推公司向平台商实现转型

### 线上交易平台获批，即将迎来快速发展期

- 2014年1月13日，公司持股40%的江苏化工品交易中心开展化工产品线上交易获得江苏省金融工作办公室的同意批复，我们认为，这意味着公司将逐渐从仓储物流企业向化工品平台商转型。
  - 江苏化工品交易中心成立于2002年，2013年公司通过股权转让形式获得交易中心40%的股权，公司控股股东金港资产和江苏飞翔分别持有交易中心30%的股权。
  - 江苏化工品交易中心之前的盈利模式是提供物业租赁收取租金；线上交易获得批复之后，我们预计，在培育线上交易环境以及积累用户资源之后，将衍生包括收取交易手续费等更多盈利模式。

图表1：江苏化工品交易中心股权结构示意图



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2014年3月5日，江苏化工品交易中心对外发布线上交易规则，交易模式分为现货合约、挂牌、竞价三种交易模式，前期将先上线三个品种（乙二醇、二甘醇、PTA），交易手续费在万三左右，预计短期还不会进行收费。
  - 现货合约：价格即时波动，T+0交易，也可以卖空，保证金在10%~20%区间，每月15日（法定节假日顺延）集中交收。
  - 挂牌：贸易商发布买卖信息，等待对手方接盘。
  - 竞价：类似于拍卖形式，预计在目前品种下，客户较少会使用该形式。

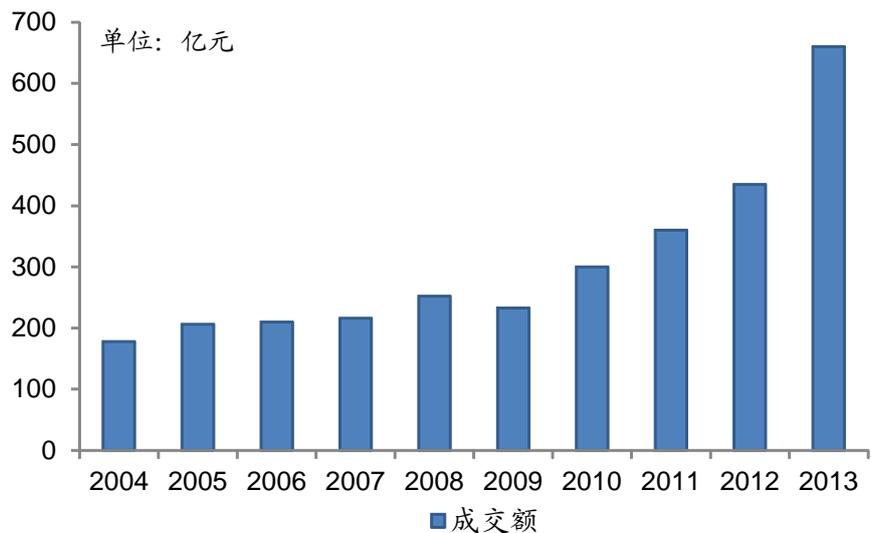
**图表2: 线上交易平台规则**

序号	项目	内容
1	交易模式	前期上现货合约、挂牌、竞价这三种交易模式。现货合约最长期限为三个月，集中交割日为每月15日，法定节假日顺延，交割月可每日提交交割申报
2	交易品种	交易中心预申报验收十个品种：乙二醇、二甘醇、PTA、甲醇、苯乙烯、甲苯、二甲苯、邻苯、丙酮、苯酚；前期先上三个品种：乙二醇、二甘醇、PTA
3	交易时间	按国家法定工作日交易，具体交易时间以公告为准
4	涨跌停板制度	交易中心上市交易商品正常的涨（跌）限幅为上一交易日结算价的±4%
5	交易手续费收取标准	交易手续费：万分之三；交割手续费：液体10元/吨，固体5元/吨
6	最小变动价位	2元/吨
7	订货限额制度	单个交易商最大订货量：乙二醇、PTA分别为2万吨、二甘醇为3000吨； 单个商品最大订货量：乙二醇、PTA分别为60万吨、二甘醇为10万吨
8	风险管理	交易中心风险控制实行交易保证金制度、涨（跌）停板制度、订货限额制度、大户报告制度、代为转让制度和风险警示制度

来源：江苏化工品交易中心，国金证券研究所

- 对于一个新建的网上交易平台，我们认为，目前最重要的是如何快速培养用户基数和提升网上交易量；根据我们调研以及对于行业的认识，我们认为，交易中心线上平台有望实现网上交易量和用户基数的快速增长，理由如下：
  - **行业存在线上交易的内在需求：**我们认为，打造线上交易平台将有利于贸易商减少交易成本并且提高行业整体规范度，这些都符合行业发展的整体利益。
    - 1) **减少交易成本：**线下交易体系下，贸易商需要通过自有关系寻找交易对手方，降低了交易效率；在线上交易平台上，贸易商可以通过线上交易平台突破自身关系网络的限制，更容易找到交易对手，从而减少交易成本。
    - 2) **提高行业规范度：**乙二醇行业由于贸易商低门槛导致该行业存在较多不规范现象，尤其在线下交易环节容易出现赖账甚至逃单的现象，进而影响行业的健康发展；我们认为，在第三方交易平台以及保税科技仓储监管的支持下，贸易商行为更容易受到约束，从而提升行业的规范度，并且这也符合贸易商整体利益。
  - **线下成熟交易环境将提供基础：**2013年交易中心成交金额660亿元，占据了全国散化市场交易量的60%以上，我们认为，这将为线上交易平台引致更多线下交易量提供有力的支持。
  - **保税科技具有较高品牌力：**公司目前占张家港乙二醇仓储行业的90%，并且根据我们草根调研了解到的情况，保税科技在贸易商之间具有较高知名度，我们认为，以保税科技为主导的化工品交易平台更容易获得客户的信任和青睐，有助于业务量和用户基数的提升。

图表3: 江苏化工品交易所历年成交额



来源: 公开资料, 国金证券研究所

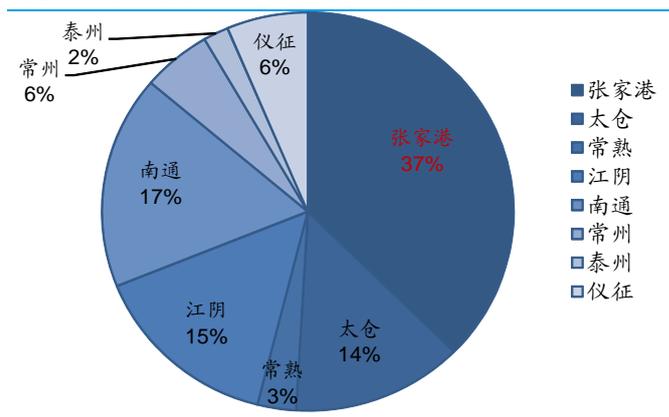
- 在实现交易量和用户基数快速提升之后, 最关键的是如何保持用户粘性, 并抵御其他交易平台的冲击; 我们认为, 在政府支持下, 张家港独有的区位优势以及公司长期积累的线下物流优势将成为线上平台的护城河, 并且增强用户的忠诚度。
    - 政府有支持: 目前江苏省内仅有张家港地区获得化工品线上交易牌照, 我们认为, 这也显示出政府对于张家港地区发展线上交易平台的支持, 并且也给予江苏化工品交易中心开展线上交易的先发优势。
    - 张家港具有区位优势: 经过十几年的积累, 张家港地区已成为长三角地区乙二醇贸易商的集散地, 并形成良好的贸易环境, 这对于贸易商非常具有吸引力。
- 1) 2012年张家港口岸全年液体化工品吞吐量 1374 万吨, 口岸进口量 622.8 万吨, 位居江苏省内口岸第一, 这也侧面验证了张家港具有区位优势。

图表4: 长三角地区主要罐区分布情况



来源: 百度地图, 国金证券研究所; 注: 红色圆球代表仓储所在市位置, 储罐规模包括非乙二醇仓储数据

图表5: 长三角地区主要储罐规模占比



- 线下仓储物流是天然优势: 我们认为, 公司线下仓储基础能确保线上平台信息的真实性和及时性, 并且客户在线上交易也能迅速落实到线下实体货物的所有权转移, 这都是一般的网上交易平台无法实现的。
- 1) 作为线下仓储物流具有优势的例证, 我们引用“易通大宗商品交易平台”进行对比; 目前有部分贸易商通过作为经纪中介的易通平台寻找

对方交易方，但是由于“易通”没有线下仓储物流，无法保证后续线下执行，容易造成贸易商赖单的现象，这也间接降低“易通”平台的权威性以及可操作性。

- **业务量增长之后，预计将衍生出更多盈利模式：**我们认为，虽然公司目前仅仅推出了收取交易手续费的盈利模式，但是伴随未来交易量的提升，不排除有其他盈利模式的产生。
  - **交易手续费业务：**我们根据公告的万三手续费（双边收取）进行测算，预计手续费业务将为交易中心带来至少 1 千万以上的手续费收入。
    - 1) 我们预计，2014 年现货电子交易将达到 200 亿元。

**图表6：各交易量对应的手续费测算（单位：亿元）**

线上交易金额	200	400	600	800	1000	1200	1400	1600	1800	2000
手续费收入	0.12	0.24	0.36	0.48	0.60	0.72	0.84	0.96	1.08	1.20

来源：公司公告，国金证券研究所；

- **其他盈利模式的猜想：**虽然我们无法判断未来还将衍生出何种盈利模式，但是结合可比网站的做法，我们认为，金融服务和资讯服务是可选的模式之一。
  - 1) **金融服务：**依托公司线下仓储监管优势，为客户提供金融服务，以帮助其解决流动性的问题。
  - 2) **资讯服务：**依托公司积累的行业资源，向客户提供行业等资讯服务。
  - 3) 我们认为，只要公司交易量能够提升，更多的盈利模式都有望产生。

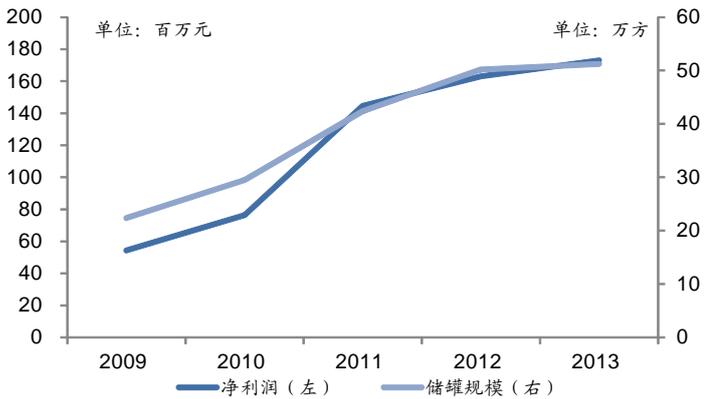
**业务模式正在转变：从仓储物流商向平台商的逐步转型**

- 伴随江苏化工品交易中心盈利模式的逐渐成熟，我们认为，公司也将摆脱之前仅仅依靠新建储罐提升业绩的传统增长模式；在交易中心更趋于轻资产业务属性的背景下，公司盈利模式也将趋于多元化，并且最终实现仓储物流商向化工品平台商的转型。
  - 之前公司的增长模式主要通过新增储罐规模来带动业绩增长，并且若原有储罐需要改扩建以及码头加固，还会影响原有仓储业务的正常运行；业务模式呈现重资产属性。
  - 与原有增长以及盈利模式明显不同，公司目前大力发展的化工品交易中心更呈现轻资产业务属性，业绩增长与资本开支的相关性更弱，并且我们预计，随着线上交易环境成熟之后，将为公司衍生出线上盈利模式。
  - 未来随着化工品交易中心业务模式成熟之后，我们认为，公司将逐渐成为化工品交易解决方案的平台服务商，其主要区别主要在于以下两点：

举例来说，

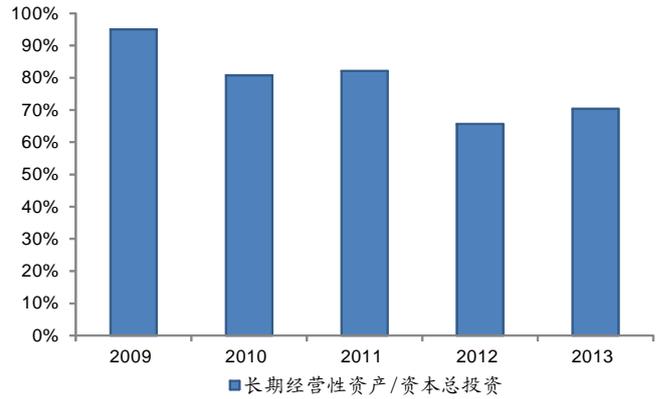
- |  |   |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>(1) 信息流：掌握客户交易记录</li> <li>(2) 资金流：提供供应链金融</li> <li>(3) 商流：发布买卖双方交易信息，并进行撮合</li> </ul> | <ol style="list-style-type: none"> <li>1) 服务环节多元化：从单一的物流向信息流、资金流、商流多个环节延伸，盈利模式更加多元化的同时，也向轻资产业务靠拢。</li> <li>2) 涉及品种多元化：从之前以乙二醇为主衍生至更多交易品种，以减缓未来特定品种发生变化对于公司的影响。</li> </ol> |
|--|---|

图表7: 之前业绩增长主要依靠储罐规模扩张



来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 右图计算值=长期经营性资产/(长期经营性资产+营运资本)

图表8: 目前公司业务属于重资产业务



### 线下仓储物流迎来快速增长

#### 储罐规模未来将快速增加

- 仓储码头业务盈利模式主要是向客户收取化工罐的储存费(平均约 50 元/吨), 其次是向部分后方罐区的其他公司收取使用公司码头进行装卸的装卸费, 约 10 元/吨; 这两个收费标准近几年基本没有变化。

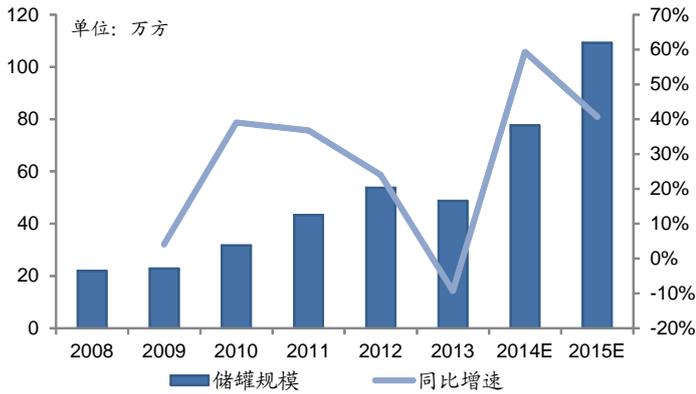
图表9: 线下物流示意图



来源: 公司网站, 国金证券研究所

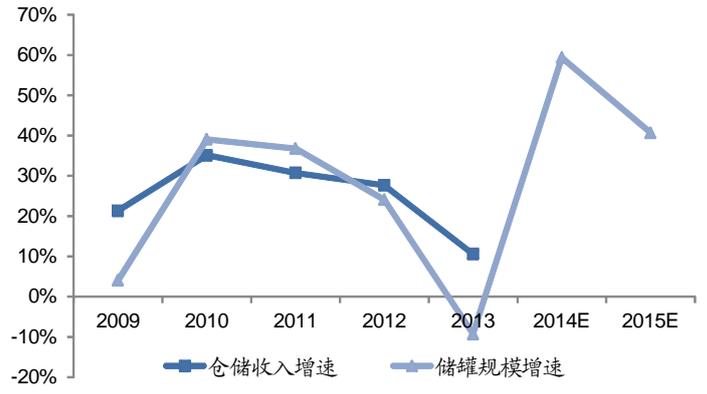
- 未来两年公司将迎来储罐规模的快速增长期, 并且我们认为, 这有利于驱动未来仓储收入的增长。
  - 我们预计, 2014-2015 年公司仓储规模有望达到 77 万方、109 万方, 同比增速 60%、40%。
    - 1) 2014 年储罐规模增长来自 10 万方改扩建项目投产、收购中油泰富 9.1 万方储罐(包括之前租赁的 3.88 万方)、以及扬州仪征 13.6 万方。
    - 2) 2015 年储罐规模增长来华泰化工改扩建项目 31.58 万方。
  - 通过对比仓储收入和储罐规模同比增速, 我们发现仓储收入与储罐规模具有高度相关性, 这表明了储罐利用率保持稳定的前提下, 仓储收入增长和储罐规模扩张密切相关。

图表10: 公司储罐规模扩张情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

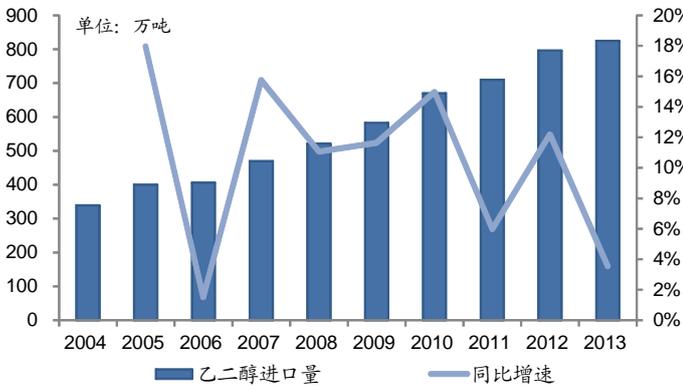
图表11: 仓储收入与储罐规模对比



### 乙二醇进口趋势仍将维持

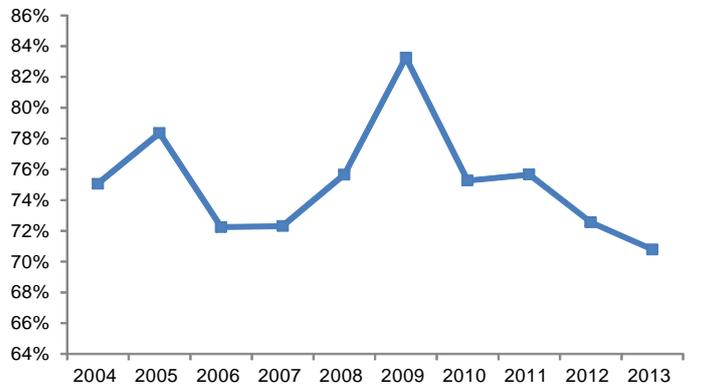
- 公司储罐乙二醇主要来自于进口, 通过分析未来乙二醇需求以及国内产能供给, 我们认为, 未来 2-3 年乙二醇进口趋势有望继续持续, 这也将保证公司未来以进口乙二醇的仓储业务不受冲击。
- 我国乙二醇历年以进口满足国内需求为主, 进口量能占到国内需求的 70%。
- 1) 目前我国乙二醇生产基本采用石油路线, 受制于石油原料的不足, 导致乙二醇产量增长一直落后于需求增长, 造成我国以进口乙二醇的现状。
- 根据公式:  $\text{进口量} = \text{国内需求} - \text{国内产量}$ , 因此我们之后将分析重点侧重于对于国内需求以及国内产量的未来判断上。

图表12: 乙二醇进口量



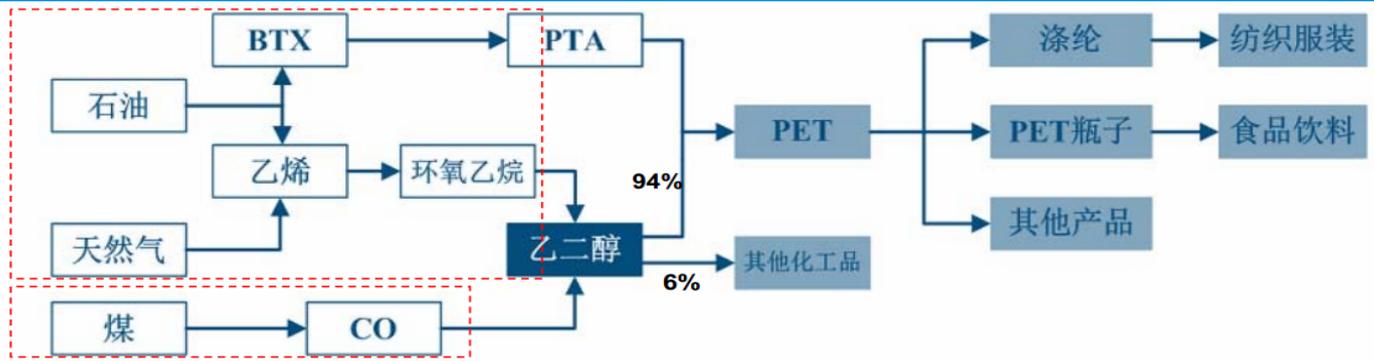
来源: 同花顺, 国金证券研究所

图表13: 乙二醇进口量占消费量比例



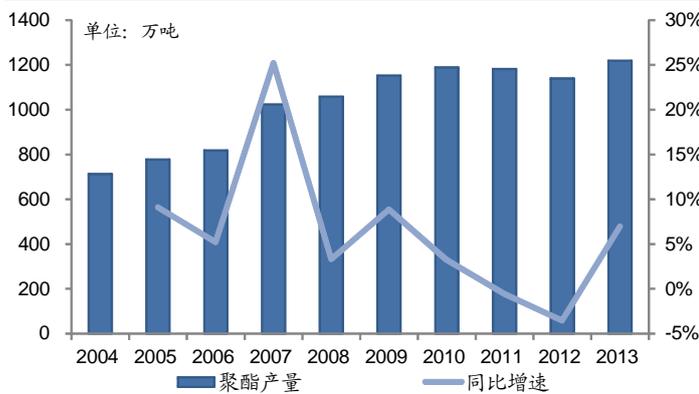
- 乙二醇需求端: 乙二醇主要用作聚酯的原料, 下游涵盖纺织服装、食品饮料等消费品行业, 根据国金化工组的观点, 考虑到终端需求较为稳定增长, 预计乙二醇消费量仍能够保证平稳增长。

图表14: 聚酯产业链解析图



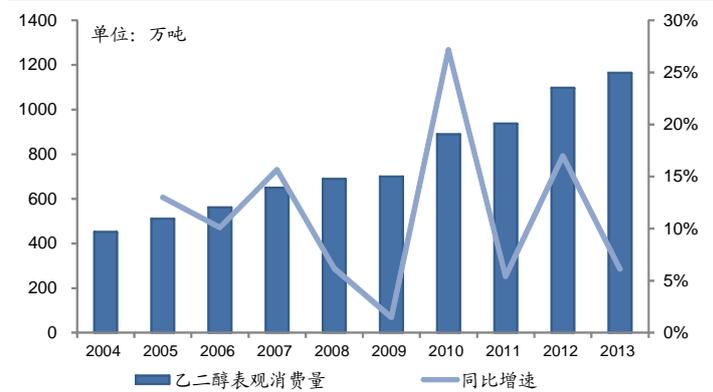
来源: 国金证券研究所

图表15: 聚酯(PET)历年产量情况



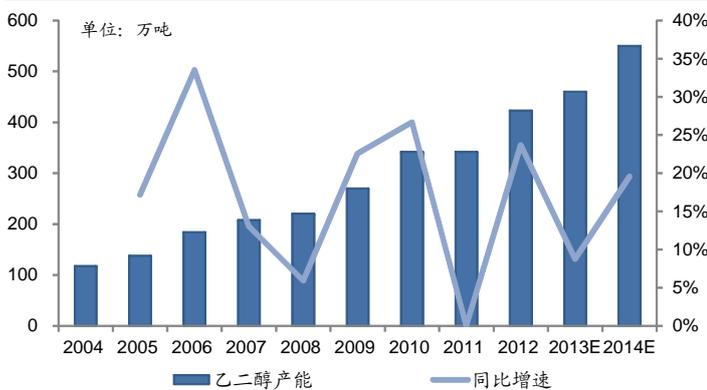
来源: Wind, 国金证券研究所

图表16: 乙二醇表观消费量



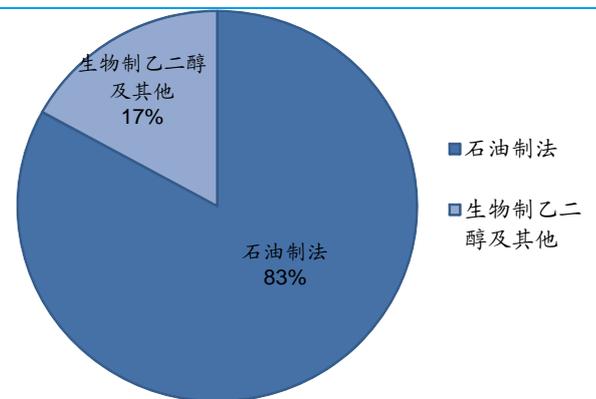
- 乙二醇国内产能稳步增长: 在目前煤制乙二醇技术尚没有突破的背景下, 预计以石油法为主的乙二醇产能将稳步增长。
  - 根据公开资料整理, 我们预计 2014 年产能有望在 550 万吨/年左右, 较 2013 年增加 90 万吨/年。
  - 目前煤制乙二醇主要问题在于其紫外透过率不达标, 导致其无法被下游用于继续生产。

图表17: 乙二醇产能情况



来源: Wind, 国金证券研究所

图表18: 国内乙二醇路线以石油制法为主



- 定量分析: 虽然我们无法精确预测未来进口量, 但是根据我们大致测算, 认为乙二醇进口趋势仍然维持。

- 核心假设：聚酯产量年均增长 6%，乙二醇消费量对应聚酯产量的弹性系数均为 1~1.04，2014-2016 年乙二醇国内产能分别增长 90 万吨、70 万吨、70 万吨。
- 测算结论：2014-2016 年乙二醇进口量预计为 803 万吨、847 万吨、900 万吨，乙二醇将依然维持进口趋势。

图表19: 乙二醇进口趋势仍然能够维持

类别	项目	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
聚酯	产能 (万吨)	1650	2057	2121	2306	2492	2648	2788	3200	3884	4384	4700	5074	5585
	产能利用率	43.19%	37.80%	38.57%	44.42%	42.47%	43.51%	42.65%	36.94%	29.35%	27.81%	27.50%	27.00%	26.00%
	产量 (万吨)	713	778	818	1024	1058	1152	1189	1182	1140	1219	1292	1370	1452
乙二醇	表观消费量 (万吨)	452	511	562	650	690	700	890	938	1098	1165	1243	1343	1452
	弹性系数	1.58	1.52	1.46	1.58	1.53	1.65	1.34	1.26	1.04	1.05	1.04	1.02	1
	国内产量 (万吨)	112.7	110.5	158	182.1	170.9	117.9	220.5	229	302.3	375	440	496	552
	国内产能 (万吨)	118	138	184	208	220	270	342	342	423	460	550	620	690
	产能利用率	95.83%	80.19%	85.87%	87.55%	77.58%	43.67%	64.47%	66.96%	71.47%	81.52%	80.00%	80.00%	80.00%
	进口量 (万吨)	339	400	404	468	519	582	670	709	796	790	803	847	900

来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 2013 年部分数据以预期值替代

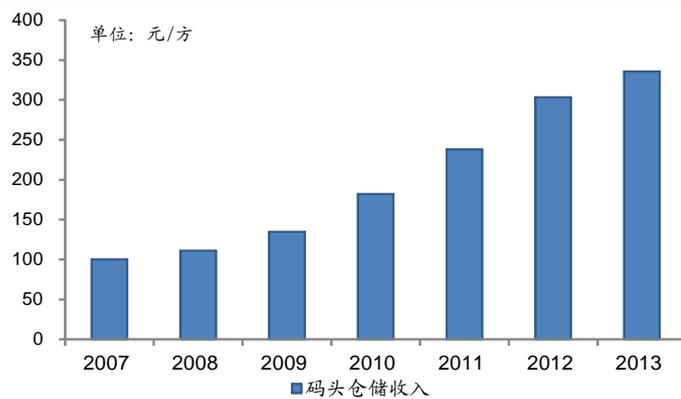
若煤制乙二醇技术最终成功，对于公司业绩影响的分析请参见下面论述

小结：通过定性和定量分析，我们认为，在目前煤制乙二醇技术尚不成熟的背景下，乙二醇进口的未来趋势仍将维持，这也将确保公司以进口乙二醇为主的仓储业务不受到冲击。

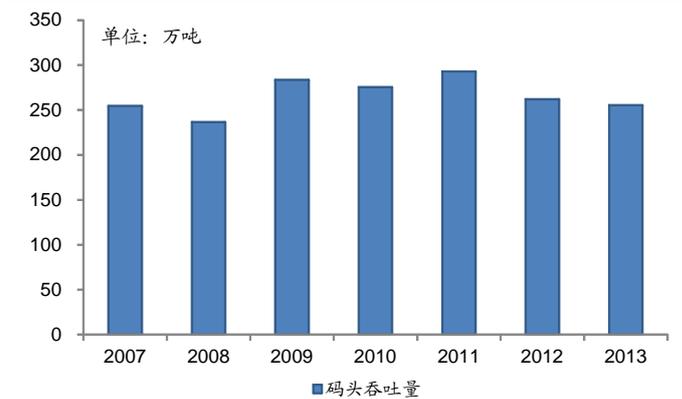
#### 新增储罐盈利性有保障

- 储罐需求并不完全和真实制造需求相关：通过比较公司历年码头吞吐量与码头仓储收入，我们发现，在码头后方库区储罐规模不断扩大，带来码头仓储收入不断增长的背景下，码头吞吐量却并没有明显提升。

图表20: 码头仓储收入



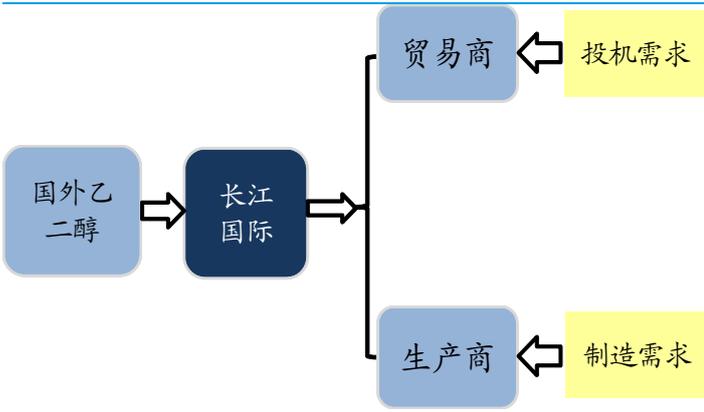
图表21: 公司在张家港码头吞吐量



来源: 公司公告, 国金证券研究所

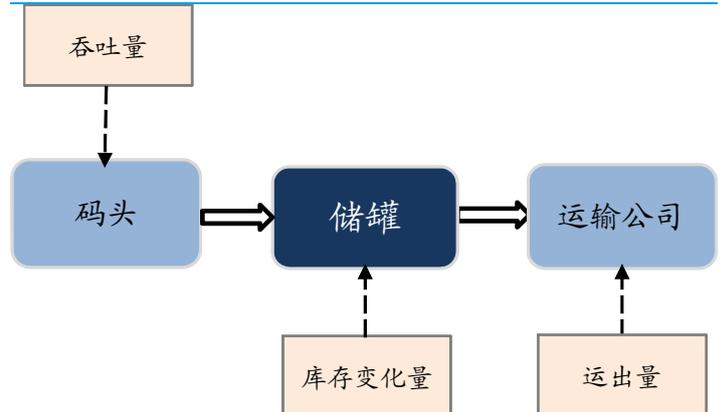
- 究其原因，我们认为，这主要和公司以贸易商为主的仓储需求有关，并且我们判断，贸易商对于仓储需求贡献非常大。
- 1) 在储罐规模变化相对码头吞吐量规模不大的前提下，我们可以将吞吐量近似看成是储罐对外输送量，而这些对外输送量更多的以制造需求为主，因此我们可以认为，这几年制造需求导致的储罐需求增长并不明显。
  - 2) 在生产商储罐需求增长不明显的背景下，我们认为，过去几年新增储罐需求只能更多的由贸易商为主。

图表22: 储罐需求也包括投机贸易商的投机需求



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表23: 吞吐量=库存变化量+运出量

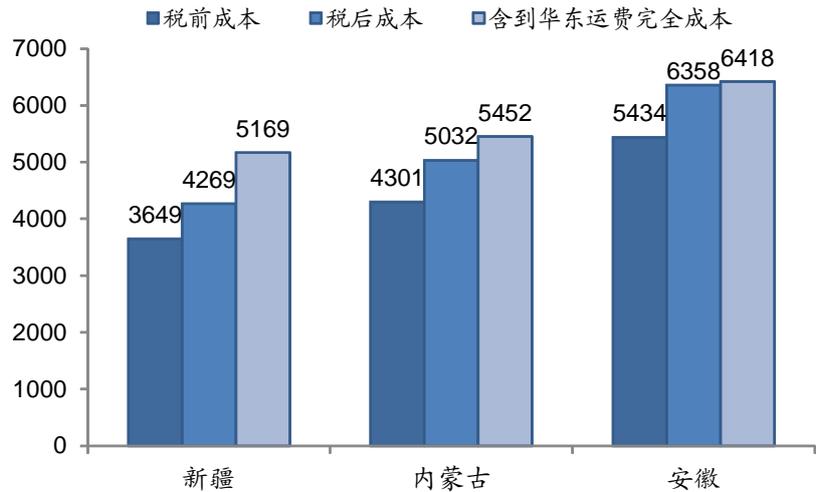


- 基于上述的分析, 对于未来新增仓储利用率的问题, 我们认为, 未来贸易商更多的仓储需求将为新增储罐的利用率提供保障。
  - 1) 我们预计, 线上交易平台上线将吸引更多外地贸易商进驻张家港, 从而产生更多仓储需求; 目前张家港地区占全国进口乙二醇的比例仅为 20%, 未来通过提升市场份额能够满足其更多的仓储需求。
  - 2) 根据我们调研了解到的情况, 目前订仓需求非常旺盛, 而之前码头加固和储罐规模成为了抑制仓储需求的原因, 目前这两制约因素已逐渐消除, 更多的定仓需求将逐渐显现出来。
  - 3) 公司 2013 年码头吞吐量为 255 万吨, 即使码头吞吐量不增长, 相对于 2015 年储罐规模 109 万方 (乙二醇 1 立方米约为 1 吨) 也能每年周转 2 次, 因此我们认为, 目前码头吞吐量规模对于未来储罐规模已有一定保障。

**最坏的情况: 如果煤制乙二醇技术成功了, 保税科技怎么办?**

- 市场一直担心: 未来国内煤制乙二醇技术突破之后是否会对进口乙二醇实现进行替代, 从而冲击保税科技的仓储进口乙二醇的业务; 我们认为, 即使煤制乙二醇最终技术成功了, 对于公司业务的影响也不大。
  - 煤制乙二醇最大的优势在于其较为便宜的生产成本, 但是通过对比煤制乙二醇成本以及中东进口乙二醇的到岸价, 我们发现, 煤制乙二醇相对进口乙二醇并不具备成本优势。
    - 1) 根据亚化咨询的测算, 国内煤制乙二醇运到华东后的价格基本在 5000-6500 元/吨。
    - 2) 根据我们调研了解到, 张家港进口的乙二醇基本为从中东运来的天然气制乙二醇, 受益于国外较为便宜的天然气价格, 进口乙二醇的到岸价为 5000-6000 元/吨。

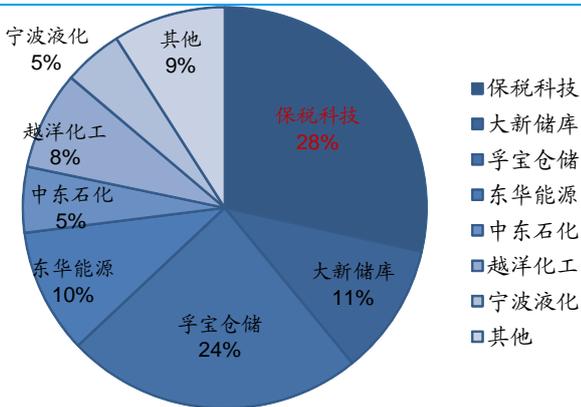
图表24: 新疆、内蒙古和安徽煤制乙二醇成本对比 (单位: 元/吨)



来源: 亚化咨询, 国金证券研究所

- 再退一步, 即使国产煤制乙二醇最终对于进口乙二醇实现了进口替代, 我们认为, 线下仓储的盈利性也有保障; 这是因为, 公司在张家港地区的竞争优势能够使其从乙二醇向其他品种进行转移, 并且通过持股 40% 的江苏化工品交易中心将给公司选择更多化工品机会。
  - 公司竞争优势明显:
    - 1) 股东背景过硬: 公司实际控制人为张家港保税区管委会, 我们认为, 这有利于增强公司在张家港保税区的话语权。
    - 2) 物流优势明显: 我们认为, 与其他物流公司相比, 公司最明显的优势在于其拥有较高吨位的码头; 这是因为运输进港口的化工品必须通过码头运输, 这相当于给予公司选择更多化工品种的机会。

图表25: 张家港储罐占比情况



来源: 公开资料, 国金证券研究所

图表26: 张家港地区码头泊位情况

公司	码头泊位数	吨位级别
保税科技	2	5万+3万
孚宝仓储	3	5万+3万+1千
中油泰富	1	3万
越洋实业	2	5万+1.5万
东华能源	2	2万+5万
中东石化	1	2万
宁兴液化	1	3万

- 江苏化工品交易中心带来更多选择机会:
  - 1) 交易中心有 35 个线下品种 (包括获批线上交易 4 个品种), 而公司目前仓储以乙二醇、二甘醇为主, 我们认为, 即使乙二醇受到进口替代影响, 那么公司也能依托交易中心向其他品种转移。

图表27: 江苏化工品交易中心的交易品种

类别	品种
芳烃类	甲苯、二甲苯、纯苯、苯乙烯、邻(对)二甲苯
烯烃类	乙烯、丙烯、丁二烯
醇类	乙二醇、甲醇、正丁醇、辛醇、二甘醇、丙二醇、异丙醇、乙醇、1,4丁二醇、脂肪醇
酚酮类	苯酚、丙酮、丁酮、双酚A
酸碱类	醋酸、丙烯酸、烧碱、纯碱
增塑剂	苯酐(固)、DOP邻苯二甲酸二辛脂
聚酯	PTA(固)对苯二甲酸、PET聚对苯二甲酸乙二酯、PBT聚对苯二甲酸丁二酯、PTT聚对苯二甲酸丙二酯、PCT聚对苯二甲酸环己烷二甲酯

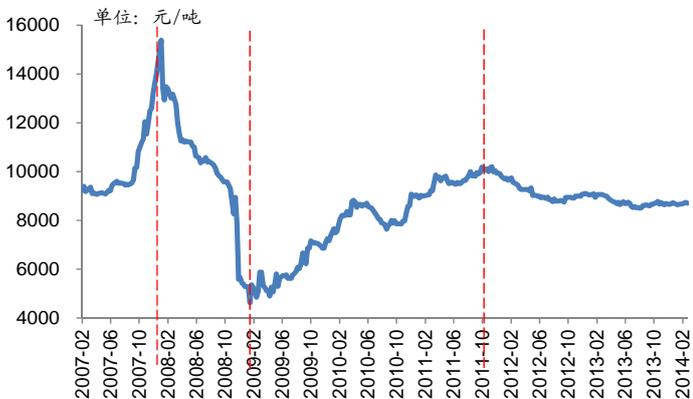
来源: 江苏化工品交易中心网站, 国金证券研究所

- 根据调研了解, 目前储罐若需要仓储其他品种, 只需要经过几个月的洗罐过程就能实现仓储品种的转移。

坐地收租, 受乙二醇行业景气度影响小

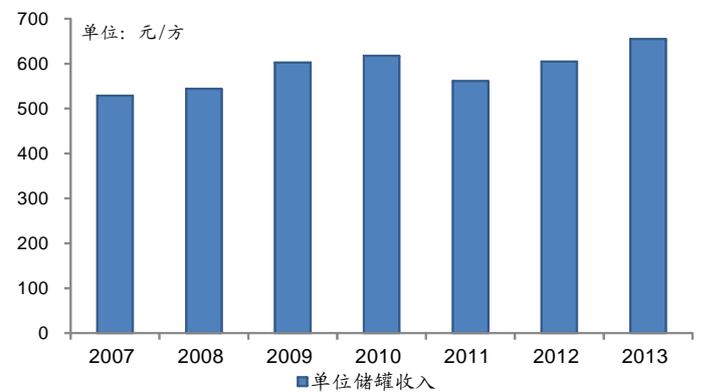
- 通过对比乙二醇行业历史景气度以及公司仓储物流经营情况, 我们发现, 虽然乙二醇行业经历过几次较大周期波动, 但是公司经营却非常稳定。
  - 乙二醇行业: 我们以乙二醇价格来表现行业景气度情况; 在 07 年以后乙二醇行业也经历过几次比较大的行业景气度变化。
    - 1) 2007 年 1 月至 2008 年 1 月, 乙二醇价格从 9000 元/吨上升至 15000 元/吨, 行业处于景气度向上期间。
    - 2) 2008 年 2 月至 2009 年 1 月, 乙二醇价格从 15000 元/吨大幅下跌至 5000 元/吨, 行业处于景气向下期间。
    - 3) 2009 年 2 月至 2011 年 10 月, 乙二醇价格从 5000 元/吨上升至 10000 元/吨, 行业处于景气度回升期间。
    - 4) 2011 年 11 月至今, 乙二醇价格从 10000 元/吨下跌至 8500 元/吨。
  - 仓储物流经营情况: 我们以单位储罐对应仓储物流收入作为衡量依据; 我们发现, 即使在 2008 年 2 月至 2009 年 1 月行业景气度非常低迷的背景下, 公司单位储罐收入也并没有受到影响。

图表28: 乙二醇 2007 年以来价格走势



来源: 公司公告, 同花顺, 国金证券研究所; 注: 单位储罐收入=仓储物流收入/按时间加权的历年储罐规模

图表29: 公司历年单位储罐收入



- 究其原因，我们认为，这主要和仓储作为中间环节&盈利模式有关，从而造成线下仓储物流与乙二醇行业景气度关联性不大。
  - 盈利模式对于交易活跃度敏感性不大：公司主要按照储存时间收取仓储费，因此不管储罐中的货物被交易过几次，只要货物一直存放在储罐中，公司就收取仓储费，这导致了盈利模式对于交易活跃度敏感度不大。
  - 仓储作为中间环节与下游需求存在不一致性：举例来说，当下游需求疲弱的时候，下游厂商库存周转变慢会导致货物被堆积在储罐中，这造成了公司仓储收入并没有下降。

### 跨区域发展仍然值得期待

- 我们认为，仪征国华项目作为跨出张家港地区收购的第一个项目，显示出公司跨地区发展仓储物流的一种尝试，未来公司通过跨区域拓展带来的成长性未来仍然值得期待。
  - 仪征国华位于扬州化学工业园区，储罐规模 13.6 万方，未来定位于张家港保税区的延伸库，服务于地理位置更近的苏北客户，目前正处于原有罐储品种的清理阶段，预计到 14 年底能够开展乙二醇仓储业务。
- 平湖项目仍然值得期待：我们判断，该项目作为跨地区的政府谈判项目，沟通协调相对缓慢，虽然我们无法判断该项目何时能够有进一步推进，但是考虑到该项目是公司中长期发展战略，我们认为，未来平湖项目的进展仍然值得期待。
  - 2011 年公司公告，与平湖中商港投资有限公司签署战略合作协议，拟以独山港进口港口地区的物流和资金流，构建长三角地区首个港口金融专业服务平台“中国商务港临港金融物流园”；协议有效期 10 年。
    - 1) 中国商务港临港金融物流园将导入了电子商务+金融服务+仓储物流+集群产业的运营模式，以电子商务和金融服务作为技术支撑，与中商港国际化工品交易中心、中商港大宗商品集散中心深度融合，提供融资、结算、信息服务、仓单质押及资产保值等一系列个性化金融服务方案，使园区入驻企业在盘活预付货款、降低原材料及存货资金占用等方面得到形式多样、期限灵活的各类信贷支持。
  - 公告显示，双方共同合作打造一个全国性的化工电子交易市场，合作开展网络仓单交易、网络仓单融资业务。

图表30: 独山港项目示意图



来源: 国金证券研究所

## 投资建议

### 盈利预测

- 我们预计 2014-2016 年每股收益 0.42 元、0.51 元、0.65 元（考虑定增影响后 EPS 分别为 0.35 元、0.42 元、0.54 元），同比增长 14.6%、20.5%、27.7%。
  - 预测公司 2014-2016 年营业收入分别为 445.8 百万元、603.1 百万元、766.3 百万元，同比增长 13.5%、35.2%、27.1%。
  - 预测公司 2014-2016 年归属于母公司所有者净利润分别为 201.3 百万元、242.2 百万元、308.9 百万元，同比增长 14.6%、20.5%、27.7%。
- 主要假设如下：
  - 2014-2015 年公司储罐规模分别为 77 万方、109 万方。
  - 储罐利用率保持在 90%左右。
  - 仓储价格保持不变。
  - 码头仓储业务毛利率因新增储罐规模有所下降。
  - 2016 年江苏化工品交易中心贡献 1 千万的投资收益。
- 基于以上假设，我们得出公司业务的盈利预测表：

图表31: 盈利预测表

	指标	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
码头仓储	收入(百万元)	99.90	111.02	134.68	181.94	237.79	303.50	335.58	381.13	531.97	688.46
	收入YOY	--	11.13%	21.31%	35.09%	30.70%	27.63%	10.57%	13.58%	39.58%	29.42%
	毛利(百万元)	68.84	82.87	106.13	138.63	183.20	244.87	267.00	285.85	388.34	502.58
	毛利率	68.91%	74.65%	78.80%	76.20%	77.04%	80.68%	79.56%	75.00%	73.00%	73.00%
代理费	收入(百万元)	--	--	--	--	26.42	28.78	32.05	35.00	37.00	39.00
	收入YOY	--	--	--	--	--	8.93%	11.36%	9.22%	5.71%	5.41%
	毛利(百万元)	--	--	--	--	23.34	24.76	27.10	29.75	31.45	33.15
	毛利率					88.33%	86.03%	84.58%	85.00%	85.00%	85.00%
其他业务	收入(百万元)	3.38	3.16	114.53	622.21	123.05	39.62	25.08	29.67	34.13	38.85
	收入YOY	--	-6.50%	3525.88%	443.28%	-80.22%	-67.80%	-36.69%	18.29%	15.06%	13.81%
	毛利(百万元)	1.70	0.66	6.23	19.57	18.17	4.22	3.21	5.16	6.88	8.60
	毛利率	50.32%	20.93%	5.44%	3.15%	14.77%	10.65%	12.82%	17.39%	20.14%	22.15%
总计	收入(百万元)	103.28	114.18	249.21	804.15	387.26	371.90	392.70	445.80	603.11	766.31
	收入YOY	--	10.56%	118.26%	222.68%	-51.84%	-3.97%	5.59%	13.52%	35.29%	27.06%
	毛利(百万元)	70.54	83.53	112.36	158.20	224.71	273.84	297.32	320.76	426.67	544.33
	毛利率	68.31%	73.16%	45.09%	19.67%	58.02%	73.63%	75.71%	71.95%	70.74%	71.03%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 估值和投资建议

- 目前股价对应的估值为  $21 \times 13PE$ ,  $17 \times 14PE$ ,  $13 \times 15PE$ , 结合行业平均估值水平以及公司自身具有的成长性, 给予 14 年 25 倍, 给予公司 6 个月目标价 10.5 元/股, 首次给予“增持”评级。

图表32: 可比上市公司估值

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE		
			2012A	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
300240	飞力达	11.83	0.60	0.46	0.56	0.59	25.83	21.24	20.02
002492	恒基达鑫	19.21	0.53	0.54	0.50	0.55	35.51	38.44	34.97
600787	中储股份	14.53	0.48	0.36	0.60	0.65	40.36	24.22	22.35
600794	保税科技	8.71	0.34	0.36	0.42	0.51	24.19	20.74	17.08
002183	怡亚通	7.85	0.15	0.20	0.25	0.33	39.25	31.40	23.79
002210	飞马国际	9.66	0.21	0.27	0.33	0.41	35.78	29.27	23.56
002245	澳洋顺昌	9.05	0.28	0.34	0.39	0.54	26.36	23.27	16.65
600153	建发股份	6.34	0.96	1.16	1.43	1.75	5.47	4.42	3.62
600270	外运发展	11.93	0.63	0.75	0.85	0.99	15.91	13.96	12.02
600180	瑞茂通	11.68	0.44	0.55	0.69	0.89	21.43	17.05	13.16
平均市盈率							27.01	22.40	18.72

来源: 同花顺, 国金证券研究所;

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>主营业务收入</b>	<b>387</b>	<b>372</b>	<b>393</b>	<b>446</b>	<b>603</b>	<b>766</b>	货币资金	360	656	626	650	650	650
增长率		-4.0%	5.6%	13.5%	35.3%	27.1%	应收款项	609	824	1,038	1,133	1,529	1,943
<b>主营业务成本</b>	<b>-163</b>	<b>-98</b>	<b>-95</b>	<b>-125</b>	<b>-176</b>	<b>-222</b>	存货	8	3	3	4	5	6
%销售收入	<b>42.0%</b>	<b>26.4%</b>	<b>24.3%</b>	<b>28.0%</b>	<b>29.3%</b>	<b>29.0%</b>	其他流动资产	13	2	3	7	9	11
<b>毛利</b>	<b>225</b>	<b>274</b>	<b>297</b>	<b>321</b>	<b>427</b>	<b>544</b>	流动资产	989	1,486	1,670	1,794	2,193	2,610
%销售收入	<b>58.0%</b>	<b>73.6%</b>	<b>75.7%</b>	<b>72.0%</b>	<b>70.7%</b>	<b>71.0%</b>	%总资产	<b>62.7%</b>	<b>69.7%</b>	<b>59.7%</b>	<b>48.6%</b>	<b>44.5%</b>	<b>44.6%</b>
<b>营业税金及附加</b>	<b>-15</b>	<b>-14</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	长期投资	48	50	128	129	128	128
%销售收入	<b>3.8%</b>	<b>3.8%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.1%</b>	固定资产	447	471	784	1,600	2,453	2,979
<b>营业费用</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	%总资产	<b>28.3%</b>	<b>22.1%</b>	<b>28.0%</b>	<b>43.3%</b>	<b>49.8%</b>	<b>50.9%</b>
%销售收入	<b>0.8%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.1%</b>	无形资产	92	124	212	168	150	135
<b>管理费用</b>	<b>-36</b>	<b>-46</b>	<b>-50</b>	<b>-57</b>	<b>-78</b>	<b>-100</b>	非流动资产	588	646	1,127	1,899	2,733	3,244
%销售收入	<b>9.3%</b>	<b>12.4%</b>	<b>12.6%</b>	<b>12.7%</b>	<b>13.0%</b>	<b>13.0%</b>	%总资产	<b>37.3%</b>	<b>30.3%</b>	<b>40.3%</b>	<b>51.4%</b>	<b>55.5%</b>	<b>55.4%</b>
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>171</b>	<b>209</b>	<b>239</b>	<b>254</b>	<b>335</b>	<b>428</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,577</b>	<b>2,132</b>	<b>2,797</b>	<b>3,693</b>	<b>4,926</b>	<b>5,854</b>
%销售收入	<b>44.2%</b>	<b>56.2%</b>	<b>60.9%</b>	<b>57.1%</b>	<b>55.5%</b>	<b>55.8%</b>	短期借款	55	43	239	6	675	876
<b>财务费用</b>	<b>-9</b>	<b>-10</b>	<b>-16</b>	<b>1</b>	<b>-17</b>	<b>-48</b>	应付款项	819	1,081	1,064	1,262	1,638	2,067
%销售收入	<b>2.3%</b>	<b>2.6%</b>	<b>4.0%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>2.9%</b>	<b>6.2%</b>	其他流动负债	24	24	31	71	86	102
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	898	1,148	1,334	1,339	2,399	3,045
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	142	89	98	98	98	99
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>10</b>	其他长期负债	3	4	350	341	341	341
%税前利润	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>2.6%</b>	<b>负债</b>	<b>1,043</b>	<b>1,240</b>	<b>1,782</b>	<b>1,778</b>	<b>2,838</b>	<b>3,485</b>
<b>营业利润</b>	<b>161</b>	<b>199</b>	<b>221</b>	<b>256</b>	<b>318</b>	<b>390</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>519</b>	<b>878</b>	<b>1,000</b>	<b>1,898</b>	<b>2,070</b>	<b>2,348</b>
营业利润率	<b>41.5%</b>	<b>53.6%</b>	<b>56.4%</b>	<b>57.3%</b>	<b>52.7%</b>	<b>50.9%</b>	少数股东权益	15	14	15	17	19	21
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>-5</b>	<b>-4</b>	<b>-15</b>	<b>-4</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,577</b>	<b>2,132</b>	<b>2,797</b>	<b>3,693</b>	<b>4,926</b>	<b>5,854</b>
<b>税前利润</b>	<b>160</b>	<b>197</b>	<b>216</b>	<b>252</b>	<b>303</b>	<b>386</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	<b>41.4%</b>	<b>53.0%</b>	<b>55.1%</b>	<b>56.4%</b>	<b>50.2%</b>	<b>50.4%</b>		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>所得税</b>	<b>-15</b>	<b>-33</b>	<b>-41</b>	<b>-50</b>	<b>-61</b>	<b>-77</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	<b>9.2%</b>	<b>16.5%</b>	<b>18.8%</b>	<b>20.0%</b>	<b>20.0%</b>	<b>20.0%</b>	每股收益	0.676	0.762	0.366	0.350	0.422	0.540
<b>净利润</b>	<b>146</b>	<b>164</b>	<b>176</b>	<b>201</b>	<b>242</b>	<b>309</b>	每股净资产	2.424	3.701	2.109	3.338	3.640	4.130
<b>少数股东损益</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	每股经营现金净流	0.918	1.270	-0.055	0.770	0.800	1.039
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>145</b>	<b>163</b>	<b>174</b>	<b>199</b>	<b>240</b>	<b>307</b>	每股股利	0.000	0.000	0.070	0.050	0.050	0.050
净利率	<b>37.3%</b>	<b>43.8%</b>	<b>44.3%</b>	<b>44.7%</b>	<b>39.8%</b>	<b>40.0%</b>	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	27.87%	18.58%	17.38%	10.50%	11.60%	13.07%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	9.17%	7.65%	6.21%	5.40%	4.88%	5.24%
<b>净利润</b>	<b>146</b>	<b>164</b>	<b>175</b>	<b>201</b>	<b>242</b>	<b>309</b>	投入资本收益率	21.27%	17.03%	11.43%	8.62%	8.37%	9.29%
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>31</b>	<b>36</b>	<b>39</b>	<b>114</b>	<b>175</b>	<b>199</b>	主营业务收入增长率	-51.84%	-3.97%	5.59%	13.52%	35.29%	27.06%
<b>非经营收益</b>	<b>6</b>	<b>16</b>	<b>41</b>	<b>12</b>	<b>46</b>	<b>55</b>	EBIT增长率	52.41%	22.20%	14.43%	6.33%	31.71%	27.72%
<b>营运资金变动</b>	<b>14</b>	<b>85</b>	<b>-281</b>	<b>111</b>	<b>-8</b>	<b>28</b>	净利润增长率	89.29%	12.84%	6.61%	14.62%	20.54%	27.77%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>196</b>	<b>301</b>	<b>-26</b>	<b>438</b>	<b>455</b>	<b>591</b>	总资产增长率	53.07%	35.25%	31.17%	32.02%	33.40%	18.83%
<b>资本开支</b>	<b>-60</b>	<b>-68</b>	<b>-313</b>	<b>-891</b>	<b>-1,024</b>	<b>-714</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>-63</b>	<b>-42</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应收账款周转天数	30.3	14.3	25.3	22.0	20.0	20.0
<b>其他</b>	<b>-11</b>	<b>11</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>10</b>	存货周转天数	9.4	20.4	12.0	12.0	10.0	10.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-70</b>	<b>-121</b>	<b>-355</b>	<b>-892</b>	<b>-1,024</b>	<b>-704</b>	应付账款周转天数	185.6	130.0	144.9	130.0	130.0	130.0
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>211</b>	<b>0</b>	<b>727</b>	<b>-40</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	357.5	448.9	593.9	1,110.1	1,215.7	1,111.9
<b>债权募资</b>	<b>2</b>	<b>-66</b>	<b>494</b>	<b>-236</b>	<b>668</b>	<b>203</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>-8</b>	<b>-27</b>	<b>-63</b>	<b>-12</b>	<b>-59</b>	<b>-90</b>	净负债/股东权益	-30.43%	-58.77%	5.16%	-10.69%	22.19%	28.11%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-7</b>	<b>119</b>	<b>431</b>	<b>479</b>	<b>569</b>	<b>113</b>	EBIT利息保障倍数	19.2	21.8	15.2	-204.7	19.4	9.0
<b>现金净流量</b>	<b>119</b>	<b>299</b>	<b>49</b>	<b>24</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	资产负债率	66.18%	58.17%	63.71%	48.14%	57.60%	59.53%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	4	9	9	9
增持	0	0	2	3	10
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.13	1.19	1.33

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-05-21	增持	6.10	15.00 ~ 15.00
2 2012-06-24	增持	5.90	15.00 ~ 15.00
3 2012-08-07	增持	5.27	15.00 ~ 15.00
4 2012-10-29	增持	4.91	12.00 ~ 12.00
5 2012-12-10	增持	4.93	N/A
6 2013-02-06	增持	7.99	N/A
7 2013-04-26	增持	6.46	7.60 ~ 7.60

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1.00 =买入; 1.01~2.0=增持; 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



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。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

**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，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唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

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: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4  
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7BD