

2015-5-30

公司报告(点评报告)

 评级 **无评级** **首次**
绿城水务 (601368)

南宁区域水务龙头，未来拓展可期

 建议询价区间: 6~8
 上市首日定价区间: 10.8~14.4

报告要点

■ 发行情况

本次发行新股数目不超过 14,700 万股。本次发行均为公司发行新股，不安排公司股东公开发售股份。

■ 绿城水务：南宁区域性供排水龙头

公司是一家供排水一体化、城乡一体化、具有完整水务产业链和多元投资主体的国有控股水务公司，大股东建宁集团（国有法人）本次发行后仍将持有上市公司 58.02% 的股权，对上市公司绝对控制。目前公司拥有南宁市政府授予的南宁市城市供水、污水处理特许经营权；设计供水能力 131 万立方米/日，设计污水处理能力合计为 88.2 万立方米/日。供水能力占南宁市及其下属县市总供水能力的 75.26%；污水处理能力占到 96.5%。

■ 以南宁为基础，上市打开拓展空间

- **2017 年供水目标达 147 万方、污水处理目标达 95 万方。**未来公司将主要完成河南水厂改造扩建一期工程、东盟经济园区供水工程、南宁市三塘污水处理厂一期工程、五象污水处理厂一期工程等项目。公司发展目标至 2017 年，日供水规模达 147 万立方米，日污水处理规模达 95 万立方米，不断扩大供水、污水处理业务的服务范围。
- **巩固南宁市大本营，打开异地拓展空间。**背靠资本市场，公司将通过外延式拓展方式扩充自身资产规模及处置能力，从南宁逐步拓展到广西乃至走向全国。


■ 询价区间


考虑 IPO 摊薄，预计公司 2015~2017EPS 分别为 0.36、0.43、0.48，参考同类水务公司估值，给予公司 2015 年业绩 30x~40x 的估值，对应目标价：10.8~14.4。

主要财务指标

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	986	1084	1192	1312
增长率(%)	8%	10%	10%	10%
归属母公司所有者净利润(百万元)	235.0	258.5	307.3	344.3
增长率(%)	17%	10%	19%	12%
每股收益(元)	0.325	0.358	0.425	0.476
净资产收益率(%)	15.5%	10.0%	10.8%	10.9%


分析师: 童飞


 (8621)68751219

 tongfei1@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490515040002


分析师: 邓莹

 (8621)68751219

 dengying@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490512040001

联系人: 杨靖凤

 (8621)68751636

 yangjf@cjsc.com.cn

发行数据

总股本(万股)	58,881.09
发行数量(万股)	14,700.00
网下发行(万股)	
网上发行(万股)	4,410.00
保荐机构	
发行日期	2015-6-2
发行方式	网下询价,上网定价

公司概况：南宁区域性供排水一体化龙头

绿城水务是一家从事自来水生产供应及污水处理业务的公司，在特许经营区域范围内负责供水或污水处理设施的投资建设、运营管理及维护。

供水方面：目前公司在南宁市中心城区开展供水业务，下属 8 个自来水生产单位，分别为陈村水厂、三津水厂、河南水厂、中尧水厂、西郊水厂、凌铁水厂、邕宁水厂、东盟分公司，设计供水能力为 131 万立方米/日。**污水处理方面：目前公司在南宁市中心城区及南宁市下辖五县县城建成区域开展污水处理业务，公司现下属 7 个污水处理单位**，分别为南宁污水处理分公司下设的江南污水处理厂和琅东污水处理厂以及宾阳县污水处理分公司、横县污水处理分公司、马山县污水处理分公司、上林县污水处理分公司、武鸣县污水处理分公司，设计污水处理能力合计为 88.2 万立方米/日。**其中供水能力占南宁市及其下属县市总供水能力的 75.26%；污水处理能力占到 96.5%。**

表 7：公司下属自来水生产单位情况

序号	单位名称	住址	基本情况	设计生产能力（立方米/日）
1	三津水厂	江南区金鸡路8号	始建于2001年，2005年建成投产，以邕江为水源，1套净水工艺	20万
2	陈村水厂	西乡塘区大学东路79号	一期工程始建于1994年，1996年建成投产，二期工程始建于1999年，2002年建成投产，2012年完成二期工程的扩建，以邕江为水源，1套净水工艺	40万
3	河南水厂	江南区亭洪路72号	始建于1959年，1964年建成投产，经过三次改扩建，以邕江为水源，3套净水工艺	34万
4	中尧水厂	西乡塘区中尧路17-2号	始建于1986年，1988年建成投产，经过一次改扩建，以邕江为水源，2套净水工艺	12万
5	西郊水厂	西乡塘区鲁班路2号	始建于1961年，1962年投产运营，经过四次改扩建，以邕江为水源，2套净水工艺	10万
6	凌铁水厂	青秀区植物路53号	始建于1933年，1934年投产运营，经过四次改扩建，以邕江为水源，3套净水工艺	8万
7	邕宁水厂	邕宁区汉林街3号	1965年建成投产，以清水泉地下水为水源，1套净水工艺	5万
8	东盟分公司	南宁华侨投资区教育路	其水厂始建于1991年，1992年建成投产，以武鸣河为水源，1套净水工艺	2万

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

表 8：公司下属污水处理厂情况

序号	单位名称	地址	基本情况	设计处理能力（立方米/日）
南宁城区				
1	江南污水处理厂	江南区亭江路59号	一期工程始建于2005年，2007年投产运行；二期工程始建于2008年，2012年9月投产运行	48万
2	琅东污水处理厂	青秀区滨湖南路65号	一期工程始建于1997年，2000年投产运营，二期工程始建于2005年，2007年投产运行；三期工程始建于2010年，2012年9月投产运行	30万
南宁下辖五县				
1	宾阳县污水处理分公司	宾阳县	始建于2009年，2011年12月底投产运行	2万

2	横县污水处理分公司	横县	始建于2009年, 2011年12月底投产运行	2万
3	马山县污水处理分公司	马山县	始建于2009年, 2011年12月底投产运行	0.6万
4	上林县污水处理分公司	上林县	始建于2009年, 2011年12月底投产运行	0.6万
5	武鸣县污水处理分公司	武鸣县	始建于2009年, 2011年12月底投产运行	5万

资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

表 9: 同行业水务公司之间对比

公司名称	供水能力 (万立方米/日)	污水处理能力 (万立方米/日)	实际供水量 (万立方米)	实际污水处理量 (万吨或万立方米)
重庆水务	193.30	204.33	-	-
武汉控股	130	141	31,962	43,715
首创股份	约1,500 万吨/日水处理能力		-	-
瀚蓝环境	123	60	36,114.40	17,634.68
洪城水业	144	150.3	29,433.82	46,634.44
国中水务	64	79.25	-	-
兴蓉投资	-	-	58,200.00	57,200.00
桑德环境	53.5	126.5	-	-
中山公用	205	50	36,344.43	9,865.38
创业环保	-	370.75	4,252.30	109,011.00
江南水务	106	-	24,364.32	-
锦龙股份	-	-	6,373.83	-
中原环保	-	43	-	18,800
国祯环保	-	234.568	-	-
绿城水务	129	88.2	31,477	24,954

资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

2012 年、2013 年和 2014 年供水和污水处理业务收入占总收入比重分别为 92.8%、95.15%和 97.15%。

表 1: 近三年公司售水量及污水处理量

年度	售水量 (万立方米)	污水处理量 (万立方米)
2012年	29,620	17,056
2013年	31,477	24,954
2014年	33,603	25,179

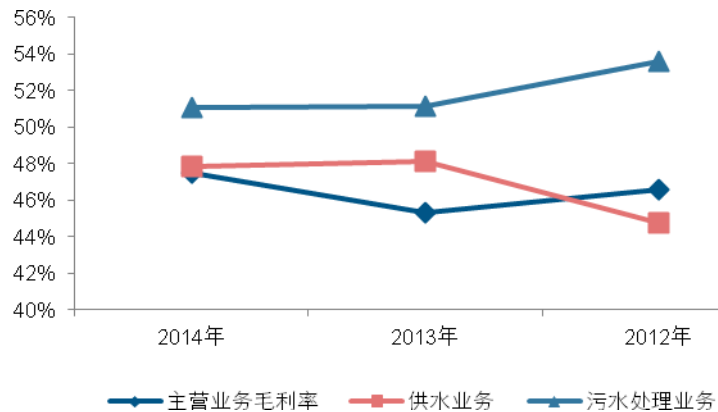
资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

表 2: 公司主营业务营业收入情况

项目	2014年		2013年		2012年	
	收入 (万元)	占比 (%)	收入 (万元)	占比 (%)	收入 (万元)	占比 (%)
供水业务收入	51,748.80	52.65	46,696.55	51.36	43,036.35	50.77
污水处理收入	43,747.46	44.51	39,807.13	43.78	35,632.24	42.03
工程施工收入	2,797.99	2.85	4,412.69	4.85	6,104.31	7.20
合计	98,294.25	100.00	90,916.36	100.00	84,772.90	100.00

资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

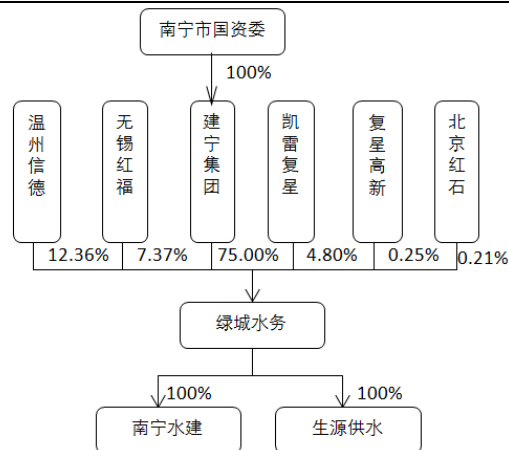
图 1: 公司主营业务毛利率变化情况



资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

公司的控股股东为建宁集团, 实际控制人是南宁市国资委。依靠国资背景, 公司自成立以来已取得南宁市中心城区的供水、污水处理特许经营权。

图 2: 发行人股权结构



资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

表 3: 公司发行前后股本结构

股东	股份性质	发行前		发行后	
		持股数 (万股)	持股比例 (%)	持股数 (万股)	持股比例 (%)
建宁集团 (SS)	国有法人股	44,160.82	75.00	42,690.82	58.02
温州信德	有限合伙股东	7,277.44	12.36	7,277.44	9.89
无锡红福	有限合伙股东	4,341.65	7.37	4,341.65	5.90
凯雷复星	有限合伙股东	2,828.13	4.80	2,828.13	3.84
复星高新	一般法人股	149.00	0.25	149.00	0.20
北京红石	一般法人股	124.05	0.21	124.05	0.17
全国社会保障基金理事会		-	-	1,470.00	2.00

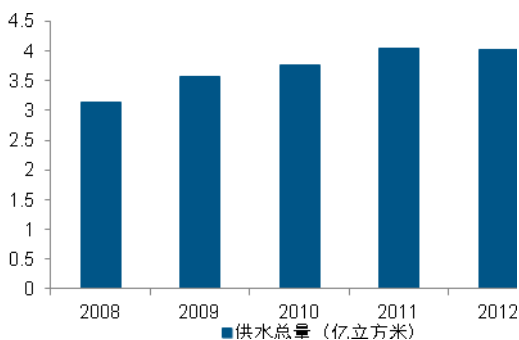
资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

南宁水务市场仍有空间，未来稳健推进

水务行业具有区域垄断性，地域限制性、产品或服务的需求弹性小和社会公共性。处在南宁地区的水务公司相比其他地区有优势：

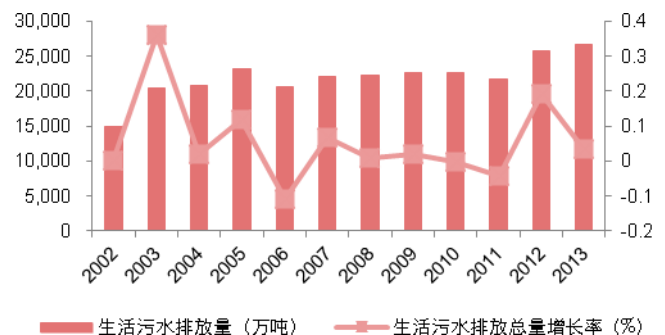
(1) 南宁市辖区水系发达，河流众多，水资源比较丰富且水质良好：流域集水面积在 200 平方公里以上的河流有郁江、右江、左江、武鸣河、八尺江等 39 条。南宁市地下水资源也较丰富，**市辖区多年平均单位面积地下水水量约为每平方公里 11.1 万立方米，全市多年平均浅层地下水资源补给量约为 25 亿立方米。**此外，**作为南宁市区集中式饮用水源地，邕江地表水源水质总体良好，主要指标达标率为 100%。邕江水量充足，为公司自来水生产提供充足原水。**(2) **随着南宁市经济和社会的发展，南宁市供水量总体上保持稳步增长。**自 2003 年至 2012 年，南宁市全年供水量从 2003 年的 26,351 万立方米增长至 2012 年的 40,215 万立方米，年复合增长率为 4.81%。**随着用水规模的不断扩大，城市污水排放量也不断增加，又将为公司污水处理带来业务。**根据南宁市环保局和统计局有关数据，2012 年，南宁市废水排放总量 38,311 万吨，其中工业废水排放量 12,496 万吨，生活污水排放量 25,815 万吨。截至 2012 年末，全市共有污水处理厂 9 座，**城市污水处理率达到 83.04%，与《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》提出，到 2015 年，城市污水处理率达到 85% 仍有上升空间。**(3) **南宁市市区人口规模的发展将推动供水和污水处理业务的快速发展。**南宁市城市规模的扩大将促进经济发展和人口集聚，经济发展状况和城市人口规模将影响南宁市的用水需求，同时也会扩展南宁市水务市场空间。(4) **南宁市新定位将激活城镇化进程，带来水务行业新发展。**根据《南宁市城市总体规划（2006-2020）》，南宁市城市发展的功能定位：区域性国际城市、泛珠三角经济圈西部区域性中心城市、西南地区交通枢纽和北部湾（广西）经济区的核心城市。**可见在可预见的十年内，随着南宁市经济的快速发展、人口规模的不断增长、城市规模的不断扩大以及对水资源利用效率的重视，南宁市的用水需求将不断增长，污水处理业务的需求也将不断增加，污水处理的效率将不断提高。**

图 3：南宁市供水量稳步提高



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

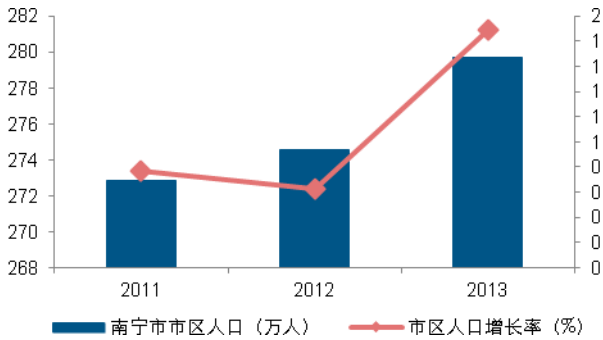
图 4：南宁市居民生活污水排放情况



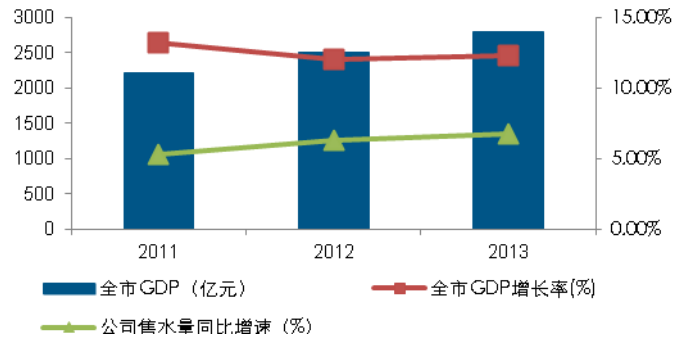
资料来源：招股意向书，长江证券研究部

图 5：南宁市市区人口规模不断扩大

图 6：公司售水量与 GDP 同步增长



资料来源：国家统计局，长江证券研究部



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

公司区位优势明显，以南宁为基础走向全国

公司作为南宁市国资委下的水务平台，在梳理区域资源上具有显著的区域优势，供水能力占南宁市及其下属县市总供水能力的 75.26%；污水处理能力占到 96.5%。

公司计划 2017 年供水目标达 147 万方、污水处理目标达 95 万方。为满足南宁市城市发展的需要，公司正在投资建设五象污水处理厂和三塘污水处理厂，主要服务于五象新区、三塘镇和火车东站片区。除此之外，截至 2014 年 12 月 31 日，公司在建工程账面价值仍有 16.4 亿元，其中 2 个水环境污水综合治理工程，7 个管网建设工程，2 个污水处理厂项目，1 个供水项目。

以南宁市场为基础，从南宁拓展到广西乃至走向全国。背靠资本市场，公司将通过外延式拓展方式扩充自身资产规模及处置能力，从南宁逐步拓展到广西乃至走向全国。

“厂网一体化+水源地近、水质好+精简机构”带来较高毛利率

(1) 公司在主要经营区域南宁市城区实行供水与污水处理一体化、厂网一体化经营。一体化经营使公司具有水务行业完整的产业链，能够为用户提供供排水循环的一体化完整服务，有助于发挥公司各项业务的协同效应，实现资源共享，节约经营成本。(2) 公司生产所需的原水主要以邕江为水源，邕江流经南宁市城区，公司取水便利，并且地表水作为主要水源使公司取水成本较低。(3) 通过精简公司机构设置、提高员工素质，使公司员工的工作效率不断提高，降低了公司各项业务的平均人力成本。

表 6：同行业上市公司毛利率情况

公司名称	供水业务		污水处理业务	
	2013年度	2012年度	2013年度	2012年度
重庆水务	25.71%	26.67%	68.15%	68.09%
武汉控股	15.73%	15.05%	46.54%	22.60%
首创股份	22.17%	24.19%	47.71%	45.28%
瀚蓝环境	37.84%	37.89%	40.45%	39.15%
洪城水业	33.29%	33.45%	39.18%	42.05%

国中水务	43.49%	50.27%	46.67%	47.47%
兴蓉投资	44.21%	49.36%	57.91%	57.58%
桑德环境	38.03%	36.00%	36.94%	34.69%
中山公用	26.62%	25.17%	40.95%	40.50%
创业环保	26.32%	35.25%	39.72%	42.02%
江南水务	54.90%	58.47%	23.97%	-
锦龙股份	46.06%	44.68%	-	-
中原环保	-	-	47.11%	51.14%
国祯环保	-	-	46.98%	45.91%
平均	34.53%	36.37%	46.53%	44.71%
绿城水务	42.50%	41.11%	52.94%	59.44%

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

南宁供水价格有上调预期，公司未来收入可期

与广西其他地区 and 全国其它省会城市相比，南宁市的供水价格处于相对较低水平，未来随着供水设施的继续建设和供水服务质量的不断提高，供水价格预计仍有一定调整空间。2015年1月21日，国家发改委会同财政部和住房城乡建设部下发了《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》（发改价格[2015]119号），要求2016年底前，设市城市污水处理收费标准原则上每吨应调整至居民不低于0.95元，非居民不低于1.4元。鉴于目前南宁市污水处理费结构中居民与非居民污水处理费价格均为每吨1.17元，未来仍存在一定的上调空间。

表 5：广西及全国主要城市水价对比情况

广西主要城市					
城市名称	供水价格	污水处理费价格	城市名称	供水价格	污水处理费价格
南宁市	1.45	1.17	贵港市	1.76	1
柳州市	1.21	1.22	防城港市	1.63	1
桂林市	1.43	1.05	崇左市	1.69	1
北海市	1.53	1	钦州市	1.86	0.9
梧州市	1.23	1.05	百色市	2.01	1.15
河池市	1.6	1.15	来宾市	1.7	1.08
玉林市	1.36	1.1	贺州市	1.48	1
全国其他省会城市					
北京	2.07	1.36	郑州	1.5	0.65
天津	4	0.9	武汉	1.52	1.1
石家庄	2.5	0.8	长沙	1.51	1.1
太原	2.3	0.5	广州	1.98	0.9
呼和浩特	2.35	0.65	海口	1.75	0.8
沈阳	1.8	0.6	重庆	2.4	1
长春	3.6	0.4	成都	2.06	0.9
哈尔滨	2.4	0.8	贵阳	2	0.7

上海	1.92	1.53	昆明	2.45	1
南京	1.42	1.42	拉萨	0.6	—
杭州	1.9	0.5	西安	2.25	0.65
合肥	1.49	0.76	兰州	1.75	0.8
福州	1.7	0.85	西宁	1.7	0.82
南昌	1.58	0.8	银川	1.7	0.7
济南	2.25	0.9	乌鲁木齐	1.66	0.94

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

募集资金投向

公司本次拟公开发行不超过14,700万股人民币普通股，扣除发行费用后，本次发行募集资金将用于投资南宁市河南水厂改造扩建一期工程、南宁市五象污水处理厂一期工程、五象新区玉洞大道供水管道一期工程和偿还银行借款。

表 11：募集资金投资明细表一览

投资项目	投资概算总额	截至2012年3月31日已投入金额	拟使用募集资金投入金额
南宁市河南水厂改造扩建一期工程	37,075.05	22.24	37,052.81
南宁市五象污水处理厂一期工程	23,965.30	5,953.90	18,011.40
五象新区玉洞大道供水管道一期工程	5,036.63	-	5,036.63
偿还银行借款	27,000.00	-	27,000.00
合计	93,076.98	5,976.14	87,100.84

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

表 12：募集资金投资项目状况分析

投资项目	设计产能 (万吨/日OR米)	投产情况	IRR (%)
南宁市河南水厂改造扩建一期工程	目前供水规模为34万吨/日。项目投产后，河南水厂供水能力将增加至50万吨/日	该项目已于2013年9月开工建设，目前正在建设中	10.02
南宁市五象污水处理厂一期工程	本项目拟在五象新区建设污水处理厂，一期工程处理城市污水5万吨/日	该项目已于2011年4月开始实施，目前正在建设中	预计满负荷运行后每年可新增收入3,248.50万元
五象新区玉洞大道供水管道一期工程	本项目拟沿玉洞大道北侧铺设总长约17,612米的供水管道，其中主管约12,980米，支管约4,632米	截至本招股意向书签署日，本项目尚未正式开工建设	6.62

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

上述项目投资概算总额为 93,076.98 万元，截至 2012 年 3 月 31 日，已使用自筹资金投入 5,976.14 万元，余下部分将使用本次发行募集资金进行投入。本次发行募集资金到位前，公司将根据项目建设的需要和投资计划安排，继续以银行借款或自有资金先行投资建设，待本次募集资金到位后，公司将首先使用募集资金置换银行借款或自有资金，并用于项目后续投资。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	986	1084	1192	1312	货币资金	622	673	711	809
营业成本	517	569	626	688	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	469	515	567	624	应收账款	112	123	135	149
%营业收入	47.5%	47.5%	47.5%	47.5%	存货	38	42	46	51
营业税金及附加	5	5	6	6	预付账款	3	4	4	4
%营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	5	5	6	6
销售费用	24	27	30	33	流动资产合计	780	847	902	1019
%营业收入	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	79	87	95	105	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	116	124	106	106	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	11.8%	11.4%	8.9%	8.1%	固定资产合计	4682	5020	5322	5599
资产减值损失	1	1	1	1	无形资产	379	360	342	325
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	42	0	0	0
营业利润	244	272	329	373	其他非流动资产	2	2	2	2
%营业收入	24.7%	25.0%	27.6%	28.4%	资产总计	5885	6229	6569	6946
营业外收支	34	34	34	34	短期贷款	803	0	0	0
利润总额	278	306	364	407	应付款项	49	54	59	65
%营业收入	28.2%	28.2%	30.5%	31.1%	预收账款	84	93	102	112
所得税费用	43	47	56	62	应付职工薪酬	6	7	8	8
净利润	235	259	308	345	应交税费	29	32	38	42
归属于母公司所有者的净利润	235.0	258.5	307.3	344.3	其他流动负债	518	570	627	690
少数股东损益	0	0	1	1	流动负债合计	1489	755	833	917
EPS (元/股)	0.33	0.36	0.43	0.48	长期借款	1970	1970	1970	1970
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	911	911	911	911
					负债合计	4371	3636	3714	3799
					归属于母公司	1515	2592	2853	3146
					少数股东权益	0	0	1	2
					股东权益	1515	2592	2854	3147
					负债及股东权益	5885	6229	6569	6946
					基本指标				
						2014A	2015E	2016E	2017E
					EPS	0.325	0.358	0.425	0.476
					BVPS	2.10	3.59	3.95	4.35
					PE	145.03	131.87	110.92	99.00
					PEG	10.69	9.72	8.17	7.30
					PB	22.51	13.15	11.95	10.84
					EV/EBITDA	69.65	60.16	53.38	48.15
					ROE	15.5%	10.0%	10.8%	10.9%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(86755) 82792756	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8610) 66290412	limj@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。