

长江润发 (002435.SZ)

机械行业

评级：买入 首次评级

公司研究

市场价格 (人民币): 16.88 元
 目标价格 (人民币): 25.00-25.00 元

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)	178.97
总市值(百万元)	3,342.24
年内股价最高最低(元)	24.24/10.06
沪深 300 指数	3160.60
深证成指	10058.80



收购长江医药投资平台，布局大健康产业转型

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.243	0.221	0.411	0.791	0.944
每股净资产(元)	4.33	4.45	8.33	9.78	11.50
每股经营性现金流(元)	0.21	0.05	0.83	1.86	2.63
市盈率(倍)	39.21	45.61	41.07	21.33	17.89
行业优化市盈率(倍)	38.70	60.78	59.29	59.29	59.29
净利润增长率(%)	-6.71%	-9.25%	364.93%	92.54%	19.24%
净资产收益率(%)	5.61%	4.96%	9.02%	14.80%	15.00%
总股本(百万股)	198.00	198.00	494.00	494.00	494.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 原有主业电梯系统部件增速放缓。公司原主业为电梯导轨系统部件的研发、生产、销售及服务，是导轨行业国内领先的民族品牌。近年因行业增速放缓、房地产的持续调控等因素，导致电梯系统部件制造行业增速放缓。
- 公司近年筹划转型医疗健康产业。上市公司实际控制人郁霞秋女士原为无锡市妇幼保健医院副主任医师，具有 15 年的医生从业经历。公司自 2014 年末起筹划了上市公司产业转型与升级的发展方向，并将大健康领域作为重点规划的转型方向。
- 公司此次作价 35 亿收购长江医药投资，置入医药优质资产。发行股份对价合计 32 亿元，发行定价 14.16 元/股（调整后），锁定期三年。长江医药是公司控股股东长江集团打造的医药产业运作平台，通过长江医药分别单独收购海南新合赛制药、海灵化学制药有限公司及两者母公司贝斯特，后将长江医药投资注入上市公司。公司对标的资产未来三年的净利润预测分别为：2016 年 27,739 万元，2017 年 35,231 万元，2018 年 39,155 万元。收购完成后，公司将形成大健康医疗产业和电梯部件产业双主业格局。
- 三家收购标的业务协同共同打造抗感染药物产业。海灵化药的拉氧头孢及头孢他啶具有显著市场优势，同时也储备了多个非抗生素类产品；新合赛是拉氧头孢原料药生产企业；贝斯特是关键原料药进口贸易的平台；三者业务协同共同打造抗感染药物产业。公司此次拟配套融资不超过 12 亿元，主要用于销售队伍建设和研发项目，增强内生管理和营销加团队力度，充裕资金将助力公司继续布局大健康产业，规划设立产业并购基金。医疗产业将以长江医药投资为平台，持续推进完善向医药行业彻底转型，逐步把上市公司打造一个多元化且具有一定规模和高盈利能力的大健康医疗产业集团。

盈利预测

- 我们预测公司 2016-2018 年的主营业务收入分别为 17.30 亿元、25.93 亿元、28.00 亿元，分别同比增长 63%、50%、8.0%；归母净利润 2.03 亿元、3.91 亿元、4.66 亿元，分别同比增长 365%、93%、19%；EPS 分别为 0.41/0.79/0.94 元，对应 PE 分别为 41/21/18 倍。（注：2016 年业绩按照今年 7 月开始并表预测）。

投资建议

- 公司此次收购置入的资产优质，设立长江医药投资推进大健康布局，确立医

潘贻立 分析师 SAC 执业编号: S1130515040004
 (8621)60230252
 panyili@gjzq.com.cn

徐才华 分析师 SAC 执业编号: S1130516010004
 (8610)66216932
 xucaihua@gjzq.com.cn

沈伟杰 联系人
 (8621)60870933
 shenweijie@gjzq.com.cn

药大健康转型方向（包括但不限于医药、器械、医疗服务专科医院等）。考虑到公司未来进一步注入优质医药资产的预期强烈，我们给予公司“买入”评级，未来 6-12 个月目标价 25 元。

风险提示

- 医药产业并购整合风险；海南海灵所处抗生素行业环境及其重点品种头孢他啶的单独定价及总经销延续性风险。

内容目录

1、公司原主业为电梯导轨部件	4
1.1、公司简介	4
1.2、经营业绩	4
2、设立长江医药投资开启医药产业并购	7
2.1、设立长江医药投资收购三家公司，确立大健康转型方向	7
2.2、抗菌药物市场进入良性发展，品牌优势品种受益	8
2.3、设立长江医药投资推进大健康产业布局	8
3、盈利预测与投资建议	10
3.1、盈利预测	10
3.2、投资建议	10
3.3、风险提示	10

图表目录

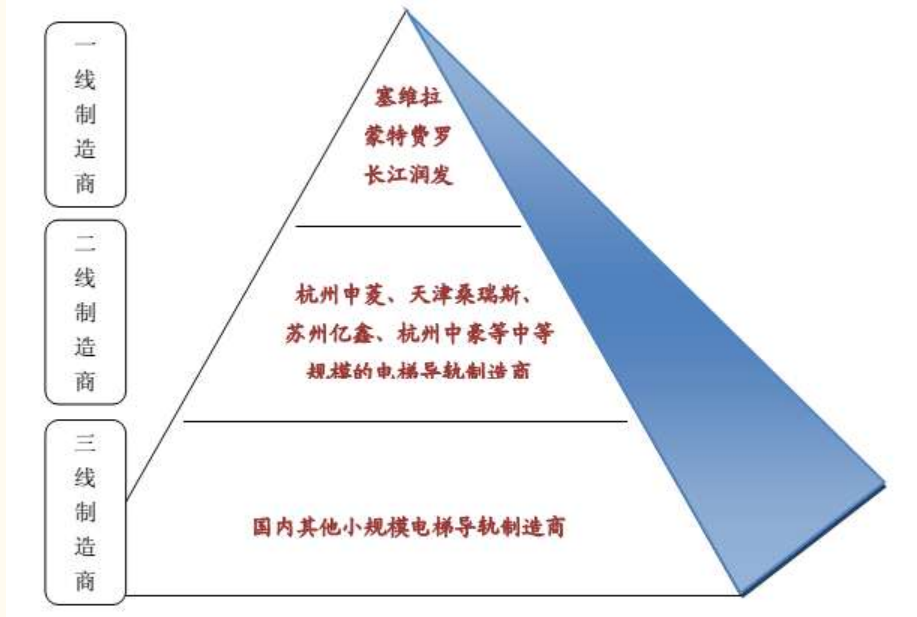
图表 1：公司位于国内电梯导轨行业的第一梯队	4
图表 2：公司主要产品为电梯导轨	4
图表 3：公司营业收入情况	5
图表 4：公司净利润情况	5
图表 5：公司分产品收入情况	5
图表 6：公司 2015 年产品构成	5
图表 7：公司主要产品毛利率	6
图表 8：公司与控股股东及实控人的股权关系	7
图表 9：收购标的主要业务	8
图表 10：收购标的经营业绩	8
图表 11：公司募集配套资金具体用途	9
图表 12：公司分产品收入预测	11

1、公司原主业为电梯导轨部件

1.1、公司简介

- **公司原主业为电梯导轨系统部件。**长江润发机械股份有限公司位于张家港市，2010年6月在深交所上市。公司专业从事电梯导轨系统部件的研发、生产、销售及服务，涵盖240多个产品规格，电梯导轨年生产能力为20万吨。公司自2006年以来在电梯导轨行业中市场占有率全球排名前三，是导轨行业国内领先的民族品牌，也是全球电梯导轨系统部件行业中产品规格最齐全的制造商。

图表 1：公司位于国内电梯导轨行业的第一梯队



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司主要产品包括实心导轨及导轨毛坯、空心导轨、扶梯导轨及其他电扶梯部件四大系列，其他部件包括层门、门机、连接板、紧固件、压导板、支架、横梁、对重框等。

图表 2：公司主要产品为电梯导轨



来源：公司网站，国金证券研究所

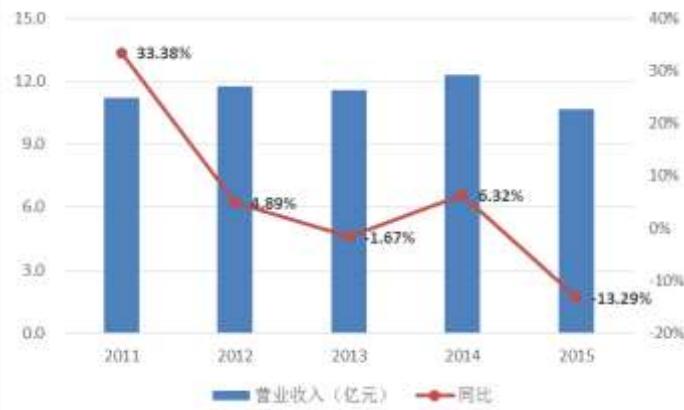
- 公司客户覆盖三菱、奥的斯、通力、蒂森等世界知名电梯整机厂商，并建立了长期战略合作伙伴关系；公司是上海三菱最大的电梯导轨供应商，供应量约占其国内电梯导轨需求的40%。

1.2、经营业绩

- **电梯系统部件行业增速放缓，公司经营业绩增长缓慢。**根据2015年业绩快报，公司营业收入10.65亿元，同比下降13.29%，归母净利润为4367万元，同比下降9.25%。经营业绩的下降主要是因为行业增速放缓、房地

产的持续调控、客户对质量要求不断提高等因素，导致电梯系统部件制造行业增速放缓。

图表 3：公司营业收入情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 4：公司净利润情况



来源：wind，国金证券研究所

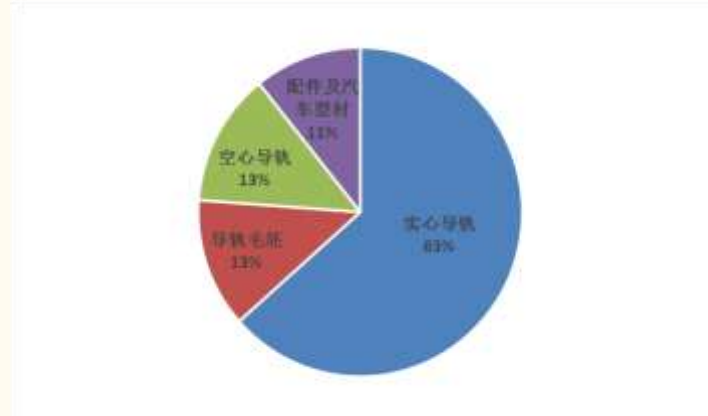
- 公司主要产品为实心导轨、空心导轨和导轨毛坯，其中实心导轨占据收入的大部分。2014 年分产品收入构成中实心导轨占 65%，空心导轨占比 11.89%，配件及汽车型材占比 11.54%，导轨毛坯占比 10.21%，扶梯导轨占比 3.23%。

图表 5：公司分产品收入情况



来源：wind，国金证券研究所

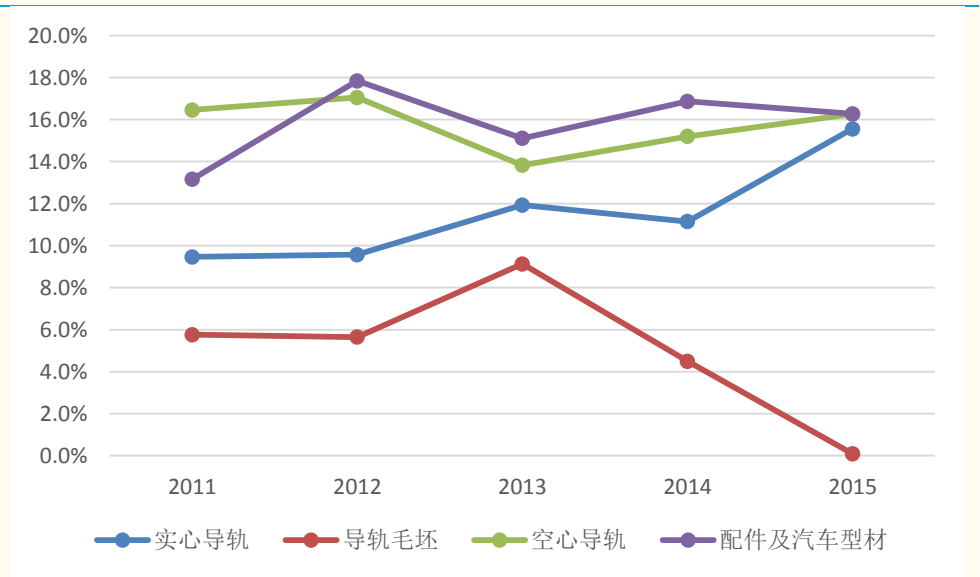
图表 6：公司 2015 年产品构成



来源：wind，国金证券研究所

- 电梯部件主要产品毛利率不高。实心导轨毛利率在 10%左右，空心导轨毛利率在 15%左右，毛利率最高的是配件及汽车型材，但在产品收入中占比不高。

图表 7: 公司主要产品毛利率



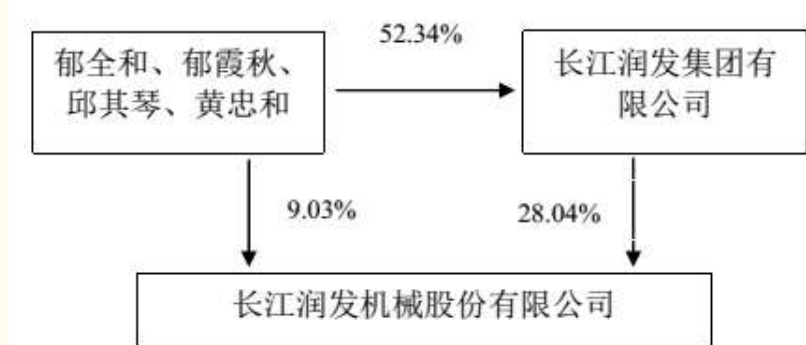
来源: 国金证券研究所

2、设立长江医药投资开启医药产业并购

2.1、设立长江医药投资收购三家公司，确立大健康转型方向

- 伴随我国宏观经济的调整，电梯系统部件制造行业增速呈现放缓的态势。2015年，公司营业收入10.65亿元，较2014年下降13.29%，归母净利润4367万元，较2014年下降9.25%，电梯系统部件制造业进入业绩下降的阶段。
- 注入长江医药实现转型升级。2016年1月，公司发布公告拟发行股份及支付现金购买长江医药投资100%股权并募集配套资金，交易对价35亿元，配套融资不超过12亿元。长江医药投资正在完成对海灵化学、新合赛、贝斯特三家优质医药企业的收购，其业务覆盖抗感染类药品的研发生产与销售。交易完成后，上市公司主营业务新增医药业务，长江医药投资成为上市公司的全资子公司。
- 公司控股股东为长江润发集团，占公司总股本的28.52%，实际控制人为郁全和、郁霞秋、邱其琴、黄忠和，四人持有长江集团52.34%的股权，同时持有上市公司9.03%股权。

图表 8：公司与控股股东及实控人的股权关系



来源：公司公告，国金证券研究所

- 上市公司实际控制人郁霞秋女士原为无锡市妇幼保健医院副主任医师，具有15年的医生从业经历。郁霞秋女士及上市公司自2014年末起筹划了上市公司产业转型与升级的发展方向，并将大健康行业作为重点考虑的行业之一。
- 公司此次重组先设立长江润发张家港保税区医药投资有限公司（以下简称“长江医药投资”），通过长江医药投资分别单独收购海南新合赛制药、海灵化学制药有限公司及两者母公司贝斯特，而后将长江医药投资注入上市公司。
 - 海灵化药是国内生产抗菌药领域的龙头企业：其核心业务为抗感染制剂的生产、销售与研发，目前共有44款产品在销，其中33个品种进入国家医保目录，7个品种进入省级医保目录，并有10个品种纳入基本药物目录。核心产品为注射用头孢他啶、注射用拉氧头孢钠、奥美拉唑胶囊等；核心储备产品为卢立康唑、复方枸橼酸铋钾胶囊、头孢泊污酯等，公司的拉氧头孢及头孢他啶具有显著市场优势。
 - 新合赛作为原料药生产基地：其主要业务为原料药的生产、销售与研发，目前主要生产产品为注射用拉氧头孢钠原料药。同时拥有头孢泊污酯原料药、头孢克肟原料药、头孢呋辛钠原料药等8个原料药生产批件。上海益威是公司和日本盐野义设立的合资子公司，通过原料药合成技术引进实现国内自制。
 - 贝斯特作为对外贸易平台：贝斯特是关键原料药进口贸易商，依靠自由贸易港口及便利快速的信息渠道所带来的优势寻找供应商及相关产品，同时利用香港宽松的外汇政策有效降低由于美元、日元等货币汇率波

动所带来的外汇风险。其主要业务除投资控股外，主要为研发项目投资、原料的进口与销售，以及研发咨询服务。过去几年拉氧的原料药合成主要通过日本盐野义进口，而现阶段公司业务主要是进口卢立康唑原料药，因此收入利润都有一定缩减。

图表 9：收购标的主要业务



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：收购标的经营业绩

	2014		2015	
	营业收入	净利润	营业收入	净利润
海灵化药	93034	22708	116370	25246
新合赛	2608	-156	48297	2864
贝斯特	16185	12561	746	3955

来源：公司公告，国金证券研究所

- 长江医药投资作价 35 亿元，此次上市公司拟向松德投资、平银能矿、平银新动力支付现金对价金额合计 3 亿元；拟向长江集团、杨树创投、平银能矿、平银新动力、松德投资合计发行股份 223,619,846 股，发行股份对价合计 32 亿元，发行价格为 14.16 元/股（调整后），锁定期三年。
- 集团对标的资产未来三年的净利润承诺分别为：2016 年 27,739 万元，2017 年 35,231 万元，2018 年 39,155 万元。

2.2、抗菌药物市场进入良性发展，品牌优势品种受益

- “十二五”期间，受限抗等多种因素的影响，抗感染药物市场经历了上升、快速下跌、回暖、常态化发展等阶段。从数据上看，“十二五”期间全国 22 个城市样本医院全身用抗感染药物市场同比“十一五”期间增长率仍然达到 44.75%。限抗使抗菌药物在 2011~2012 年出现负增长，但 2013 年已经开始回暖。根据医药经济报的数据，2012 年是国内抗菌药物市场下滑最显著的一年，但是，随着市场刚性需求以及新产品的广泛使用，副作用较大的老药被逐渐淘汰，抗菌药物市场将步入新常态化的良性发展轨道。根据预测，2015 年样本医院全身用抗菌药物购入金额有望达到 200 亿元，同比 2014 年增长 12.81%。
- 在上一轮限抗之后，医院抗菌药物的使用已经趋于规范化，新的限抗管理对抗菌药物市场的影响将会减小。同时，品牌企业的优势品种反而会受益于临床使用的抗菌药物的结构调整，市场份额长期高达近 80%并还有所提升，从而保持较为稳定的增速。

2.3、设立长江医药投资推进大健康产业布局

- 公司拟采用锁价方式募集配套资金不超过 12 亿元，占此次交易对价的 34.29%。主要用于销售队伍建设和研发，增强内生管理和营销加团队力度。募集配套资金的发行价格为定价基准日 120 个交易日股票交易均价的 9 折，即 16.47 元/股。
- 公司此次收购置入的优质资产，是国内抗菌药领域龙头，设立长江医药投资推进大健康布局，确立医药大健康转型方向，未来进一步注入优质医药资产的预期强烈。公司规划设立产业并购基金，医疗产业将以长江医药投资为平台，继续寻找合适的大健康资产（包括但不限于医药、器械、医疗服务专科医院等）进行布局来持续推进完善向医药行业彻底转型，通过 3-5 年的时间，逐步把上市公司打造成一个多元化且具有一定规模和高盈利能力的大健康医疗产业集团。

图表 11：公司募集配套资金具体用途

序号	具体用途	项目预算总投资金额 (万元)	募集配套资金拟投入金额 (万元)
1	抗感染系列生产基地建设项目	34,717	34,717
2	复方枸橼酸铋钾胶囊生产车间建设项目	15,417	15,417
3	卢立康唑系列生产车间建设项目	15,537	15,537
4	企业研发技术中心及微球制剂研发中心建设项目	13,753	13,753
5	企业信息化建设项目	7,576	7,576
6	支付中介机构费用	3,000	3,000
7	现金对价	30,000	30,000
	合计	120,000	120,000

来源：公司公告，国金证券研究所

3、盈利预测与投资建议

3.1、盈利预测

- 我们预测公司 2016-2018 年的主营业务收入分别为 17.30 亿元、25.93 亿元、28.00 亿元，分别同比增长 63%、50%、8.0%；归母净利润 2.03 亿元、3.91 亿元、4.66 亿元，分别同比增长 365%、93%、19%；EPS 分别为 0.41/0.79/0.94 元，对应 PE 分别为 41/21/18 倍。（注：2016 年业绩按照今年 7 月开始并表预测）。

3.2、投资建议

- 公司此次收购置入的资产优质，设立长江医药投资推进大健康布局，确立医药大健康转型方向，考虑到公司未来进一步注入优质医药资产的预期强烈，我们给予公司“买入”评级，未来 6-12 个月目标价 25 元。

3.3、风险提示

- 医药产业并购整合风险；海南海灵所处抗生素行业环境及其重点品种头孢他啶的单独定价及总经销延续性风险。

图表 12: 公司分产品收入预测

项 目	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
传统导航业务						
销售收入 (百万元)	1,154.84	1,227.88	1,064.71	1,120.00	1,198.00	1,220.00
增长率 (YOY)	-1.67%	6.32%	-13.29%	5.19%	6.96%	1.84%
毛利率	12.43%	12.06%	14.08%	14.05%	14.05%	14.05%
销售成本 (百万元)	1,011.29	1,079.80	914.75	962.64	1,029.68	1,048.59
增长率 (YOY)	-3.51%	6.77%	-15.29%	5.24%	6.96%	1.84%
毛利 (百万元)	143.55	148.08	149.96	157.36	168.32	171.41
增长率 (YOY)	13.59%	3.16%	1.27%	4.93%	6.96%	1.84%
占总销售额比重	100.00%	100.00%	100.00%	64.74%	46.20%	43.57%
占主营业务利润比重	100.00%	100.00%	100.00%	33.59%	19.13%	17.54%
长江医药投资						
				预计下半年并表	全年并表	
销售收入 (百万元)				610.00	1,395.00	1,580.00
增长率 (YOY)				#DIV/0!	128.69%	13.26%
毛利率				51.00%	51.00%	51.00%
销售成本 (百万元)				298.90	683.55	774.20
增长率 (YOY)				#DIV/0!	128.69%	13.26%
毛利 (百万元)				311.10	711.45	805.80
增长率 (YOY)				#DIV/0!	128.69%	13.26%
占总销售额比重				35.26%	53.80%	56.43%
占主营业务利润比重				66.41%	80.87%	82.46%
销售总收入 (百万元)	1154.84	1227.88	1064.71	1730.00	2593.00	2800.00
销售总成本 (百万元)	1011.29	1079.80	914.75	1261.54	1713.23	1822.79
毛利 (百万元)	143.55	148.08	149.96	468.46	879.77	977.21
平均毛利率	12.43%	12.06%	14.08%	27.08%	33.93%	34.90%

来源: 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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,155	1,228	1,065	1,730	2,593	2,800	货币资金	193	214	195	350	400	450
增长率		6.3%	-13.3%	62.5%	49.9%	8.0%	应收款项	64	116	144	240	395	465
主营业务成本	-1,011	-1,080	-915	-1,262	-1,713	-1,823	存货	253	244	197	290	404	439
%销售收入	87.6%	87.9%	85.9%	72.9%	66.1%	65.1%	其他流动资产	155	223	212	274	318	321
毛利	144	148	150	468	880	977	流动资产	665	796	749	1,154	1,517	1,675
%销售收入	12.4%	12.1%	14.1%	27.1%	33.9%	34.9%	%总资产	54.3%	58.1%	52.6%	31.5%	37.4%	39.5%
营业税金及附加	-3	-3	-4	-7	-10	-11	长期投资	23	23	35	35	35	35
%销售收入	0.3%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	388	419	486	2,307	2,333	2,349
营业费用	-36	-38	-36	-87	-182	-196	%总资产	31.7%	30.6%	34.2%	63.1%	57.5%	55.4%
%销售收入	3.1%	3.1%	3.4%	5.0%	7.0%	7.0%	无形资产	126	123	119	127	136	144
管理费用	-26	-29	-30	-104	-182	-196	非流动资产	561	573	674	2,504	2,540	2,566
%销售收入	2.2%	2.4%	2.8%	6.0%	7.0%	7.0%	%总资产	45.7%	41.9%	47.4%	68.5%	62.6%	60.5%
息税前利润 (EBIT)	79	78	80	271	506	574	资产总计	1,226	1,370	1,423	3,658	4,057	4,241
%销售收入	6.8%	6.4%	7.5%	15.7%	19.5%	20.5%	短期借款	247	327	377	1,187	1,059	705
财务费用	-14	-16	-20	-45	-66	-49	应付款项	137	166	100	187	307	371
%销售收入	1.2%	1.3%	1.9%	2.6%	2.5%	1.8%	其他流动负债	13	20	21	33	49	56
资产减值损失	-5	-7	-13	0	0	0	流动负债	397	513	498	1,407	1,415	1,132
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	3	4	5	其他长期负债	0	0	44	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	0.9%	0.9%	负债	397	513	541	1,407	1,415	1,133
营业利润	60	55	47	229	444	530	普通股股东权益	829	857	881	2,251	2,642	3,108
营业利润率	5.2%	4.5%	4.4%	13.3%	17.1%	18.9%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	3	2	3	4	5	6	负债股东权益合计	1,226	1,370	1,423	3,658	4,057	4,241
税前利润	63	57	50	233	449	536	比率分析						
利润率	5.4%	4.6%	4.7%	13.5%	17.3%	19.1%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-11	-9	-6	-30	-58	-70	每股指标						
所得税率	17.9%	15.6%	12.9%	13.0%	13.0%	13.0%	每股收益	0.261	0.243	0.221	0.411	0.791	0.944
净利润	52	48	44	203	391	466	每股净资产	4.186	4.329	4.450	8.330	9.777	11.503
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.011	0.212	0.053	0.834	1.864	2.631
归属于母公司的净利润	52	48	44	203	391	466	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	4.5%	3.9%	4.1%	11.7%	15.1%	16.6%	回报率						
							净资产收益率	6.22%	5.61%	4.96%	9.02%	14.80%	15.00%
							总资产收益率	4.21%	3.51%	3.07%	5.55%	9.64%	10.99%
							投入资本收益率	6.02%	5.57%	5.53%	6.86%	11.90%	13.09%
							增长率						
							主营业务收入增长率	-1.67%	6.32%	-13.29%	62.49%	49.88%	7.98%
							EBIT增长率	16.43%	-0.98%	2.18%	239.56%	86.69%	13.36%
							净利润增长率	21.60%	-6.71%	-9.25%	364.93%	92.54%	19.24%
							总资产增长率	9.80%	11.75%	3.85%	157.14%	10.91%	4.54%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	20.2	24.1	40.0	45.0	50.0	55.0
							存货周转天数	82.7	84.0	88.1	84.0	86.0	88.0
							应付账款周转天数	26.9	25.9	29.5	30.0	36.0	40.0
							固定资产周转天数	95.5	#DIV/0!	#DIV/0!	434.9	272.7	235.1
							偿债能力						
							净负债/股东权益	6.51%	13.24%	20.63%	37.18%	24.95%	8.24%
							EBIT利息保障倍数	5.8	5.0	3.9	6.0	7.7	11.7
							资产负债率	32.38%	37.42%	38.06%	38.47%	34.88%	26.72%

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	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

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：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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作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：021-60753903

传真：021-61038200

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：010-66216979

传真：010-66216793

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD