

新疆天业 (600075.SH)

塑料行业

评级: 增持 维持评级

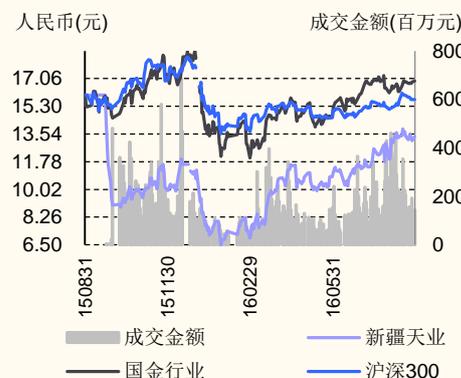
公司点评

市场价格 (人民币): 13.37 元  
 目标价格 (人民币): 18.00-20.00 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)	438.59
总市值(百万元)	9,287.59
年内股价最高最低(元)	16.00/6.50
沪深 300 指数	3307.78
上证指数	3070.03



## 相关报告

1. 《天伟化工完全并表 特种树脂盈利持续超预期-新疆天业公司点评》, 2016.8.26
2. 《特种 PVC 与节水业务双轮驱动, 大集团小公司资产值得关注-新疆...》, 2016.7.29

霍堃

联系人  
 huokun@gjzq.com.cn  
 (8621)60230248

陈煜

联系人  
 chenyu1@gjzq.com.cn  
 (8621)60230237

贺国文

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

## 特种 PVC 树脂高景气 天伟化工业绩大超预期

## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.089	0.094	0.758	0.839	0.924
每股净资产(元)	3.52	3.61	3.04	3.88	4.80
每股经营性现金流(元)	1.63	-0.18	1.43	1.80	1.91
市盈率(倍)	73.26	114.24	17.65	15.93	14.46
行业优化市盈率(倍)	46.84	99.58	87.95	87.95	87.95
净利润增长率(%)	N/A	5.51%	1179.99%	10.79%	10.11%
净资产收益率(%)	2.53%	2.60%	24.95%	21.66%	19.26%
总股本(百万股)	438.59	438.59	694.66	694.66	694.66

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 新疆天业发布中期报告, 考虑到天伟化工并表, 2016 年上半年实现营业收入 28.7 亿元, 同比增长 17.69% (上年同期收入经过追溯调整); 实现归属上市公司股东净利润 2.69 亿元, 同比增长 100.87%。同时公司预计 1-9 月份公司归属上市公司股东净利润区间为 3.6-4 亿元, 较追溯调整后净利润同比增长 100%-125%。我们预计公司三季度盈利仍将维持高速增长。

## 经营分析

- 天伟化工业绩大超预期: 报告期内, 天伟化工特种树脂销量 6.19 万吨, 糊树脂销量 5.73 万吨; 实现营业收入 15.06 亿元, 净利润 3.12 亿元。公司业绩大幅超出之前的承诺水平, 我们认为主要得益于公司一体化产业联动发展模式与行业基本面的边际改善——新疆当地丰富矿产资源所带来的低成本优势叠加特种树脂景气度提升, 是公司业绩大幅超预期的主要原因。
- 公司各项业务盈利水平回升 节水业务将成新亮点: 公司主要业务毛利率水平持续提升, 化工业务、电汽业务以及节水业务毛利率同比分别提升 11.97、4.55 以及 2.63 个百分点。其中节水业务收入虽然小幅下滑, 但毛利率继续呈现提升态势。我们认为随着政策逐步落地以及公司内生优势的持续提升, 未来节水业务将成为公司业绩新的增长引擎。
- 集团资产证券化率提高大势所趋 资产注入预期强: 集团管理层多次提出提高集团总体资产证券化率的发展目标, 公司作为天业集团旗下唯一 A 股上市平台, 未来具备极强的资产证券化预期。我们认为未来集团优质资产持续注入的预期没有改变, 集团下面的煤制乙二醇、1,4-丁二醇等相关资产具有极强的竞争优势。

## 盈利调整

- 鉴于天伟化工今年以来盈利持续超预期, 以及公司自身优势业务逐步企稳盈利水平提升等因素, 我们上调公司 2016-2018 年的盈利预测, 预计公司未来三年将实现净利润 5.26 亿元、5.83 亿元以及 6.42 亿元。

## 投资建议

- 考虑到公司增发摊薄及天伟化工将在今年完成并表, 我们预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.76 元、0.84 元以及 0.92 元, 对应当前股价市盈率为 18 倍、16 倍、14 倍, 维持对公司的增持评级。

## 风险因素

- 宏观经济持续下行 新业务推广缓慢

## 业绩说明

- 新疆天业发布中期报告，考虑到天伟化工并表，2016 年上半年实现营业收入 28.7 亿元，同比增长 17.69%（上年同期收入经过追溯调整）；实现归属上市公司股东净利润 2.69 亿元，同比增长 100.87%。同时公司预计 1-9 月份公司归属上市公司股东净利润区间为 3.6-4 亿元，较追溯调整后净利润同比增长 100%-125%。我们认为公司三季度业绩大概率将达到预测上限。

## 经营分析

### 天伟化工业绩大超预期：

- 报告期内，天伟化工特种树脂销量 6.19 万吨，糊树脂销量 5.73 万吨；实现营业收入 15.06 亿元，净利润 3.12 亿元。公司业绩大幅超出之前的承诺水平，我们认为主要得益于公司一体化产业联动发展模式与行业基本面的边际改善——新疆当地丰富矿产资源所带来的低成本优势叠加特种树脂景气度提升，是公司业绩大幅超预期的主要原因。
- 天伟化工拥有年产 20 万吨/年特种聚氯乙烯及综合配套装置资产，包括年产 20 万吨特种 PVC 装置、年产 15 万吨烧碱装置、年产 70 万吨电石装置和 2×330MW 热电机组资产。该配套装置资产以特种 PVC 为最终产品的“自备电力→电石→特种 PVC”的一体化产业联动式发展模式，主要原材料为新疆当地煤、石灰、原盐以及焦炭等矿产资源，资源丰富且原材料价格低，能够保障充分供应，具有较明显的成本优势，在当前经济增速放缓大环境下，有力地提高公司抵御市场风险的能力。
- 报告期内，天伟化工发电 24.25 亿度，供汽 167.42 万吉焦，生产电石 34.96 万吨、特种树脂 5.50 万吨、糊树脂 4.89 万吨、片碱 7.01 万吨；除自身耗用外，天伟化工外销电 8.77 亿度、蒸汽 95.78 万吉焦、电石 10.25 万吨、特种树脂 6.19 万吨、糊树脂 5.73 万吨、片碱 7.00 万吨。天伟化工实现营业收入 150,635.89 万元，实现利润总额 36,657.24 万元，实现净利润 31,158.65 万元。公司充分受益于行业的景气度提升行情。

### 公司各项业务盈利水平回升 节水业务将成新亮点：

- 公司主要业务毛利率水平持续提升，化工业务、电汽业务以及节水业务毛利率同比分别提升 11.97、4.55 以及 2.63 个百分点。其中节水业务收入虽然小幅下滑，但毛利率继续呈现提升态势。我们认为随着政策逐步落地以及公司内生优势的持续提升，未来节水业务将成为公司业绩新的增长引擎。

### 集团资产证券化率提高大势所趋 资产注入预期强

- 集团管理层多次提出提高集团总体资产证券化率的发展目标，公司作为天业集团旗下唯一 A 股上市平台，未来具备极强的资产证券化预期。我们认为未来集团优质资产持续注入的预期没有改变，集团下面的煤制乙二醇、1,4-丁二醇等相关资产具有极强的竞争优势。

## 盈利调整

- 鉴于天伟化工今年以来盈利持续超预期，以及公司自身优势业务逐步企稳盈利水平提升等因素，我们上调公司 2016-2018 年的盈利预测，预计公司未来三年将实现净利润 5.26 亿元、5.83 亿元以及 6.42 亿元。

## 投资建议

- 考虑到公司增发摊薄及天伟化工将在今年完成并表，我们预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.76 元、0.84 元以及 0.92 元，对应当前股价市盈率为 18 倍、16 倍、14 倍，维持对公司的增持评级。

## 风险因素

- 宏观经济持续下行 新业务推广缓慢

**图表 1：公司财务数据以及盈利预测**

**损益表（人民币百万元）**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,941</b>	<b>4,270</b>	<b>2,275</b>	<b>5,700</b>	<b>5,983</b>	<b>6,113</b>
增长率		8.3%	-46.7%	150.5%	5.0%	2.2%
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,518</b>	<b>-3,906</b>	<b>-2,076</b>	<b>-4,247</b>	<b>-4,368</b>	<b>-4,462</b>
<b>% 销售收入</b>	<b>89.3%</b>	<b>91.5%</b>	<b>91.3%</b>	<b>74.5%</b>	<b>73.0%</b>	<b>73.0%</b>
<b>毛利</b>	<b>423</b>	<b>364</b>	<b>199</b>	<b>1,454</b>	<b>1,615</b>	<b>1,651</b>
% 销售收入	10.7%	8.5%	8.7%	25.5%	27.0%	27.0%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-30</b>	<b>-45</b>	<b>-26</b>	<b>-57</b>	<b>-60</b>	<b>-61</b>
% 销售收入	0.8%	1.0%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
<b>营业费用</b>	<b>-332</b>	<b>-229</b>	<b>-79</b>	<b>-285</b>	<b>-269</b>	<b>-275</b>
% 销售收入	8.4%	5.4%	3.5%	5.0%	4.5%	4.5%
<b>管理费用</b>	<b>-132</b>	<b>-120</b>	<b>-134</b>	<b>-200</b>	<b>-179</b>	<b>-183</b>
% 销售收入	3.4%	2.8%	5.9%	3.5%	3.0%	3.0%
<b>息税前利润（EBIT）</b>	<b>-71</b>	<b>-29</b>	<b>-40</b>	<b>912</b>	<b>1,107</b>	<b>1,131</b>
% 销售收入	n.a	n.a	n.a	16.0%	18.5%	18.5%
<b>财务费用</b>	<b>-92</b>	<b>-44</b>	<b>-21</b>	<b>-166</b>	<b>-282</b>	<b>-232</b>
% 销售收入	2.3%	1.0%	0.9%	2.9%	4.7%	3.8%
<b>资产减值损失</b>	<b>-61</b>	<b>-12</b>	<b>-56</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<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>
<b>投资收益</b>	<b>-4</b>	<b>127</b>	<b>149</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
% 税前利润	n.a	227.5%	317.8%	0.5%	0.5%	0.4%
<b>营业利润</b>	<b>-229</b>	<b>42</b>	<b>31</b>	<b>750</b>	<b>829</b>	<b>903</b>
<b>营业利润率</b>	<b>n.a</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.4%</b>	<b>13.2%</b>	<b>13.8%</b>	<b>14.8%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>18</b>	<b>14</b>	<b>16</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>
<b>税前利润</b>	<b>-210</b>	<b>56</b>	<b>47</b>	<b>765</b>	<b>844</b>	<b>918</b>
<b>利润率</b>	<b>n.a</b>	<b>1.3%</b>	<b>2.1%</b>	<b>13.4%</b>	<b>14.1%</b>	<b>15.0%</b>
<b>所得税</b>	<b>-8</b>	<b>-16</b>	<b>-16</b>	<b>-237</b>	<b>-259</b>	<b>-274</b>
<b>所得税率</b>	<b>n.a</b>	<b>27.9%</b>	<b>33.7%</b>	<b>31.0%</b>	<b>30.7%</b>	<b>29.9%</b>
<b>净利润</b>	<b>-218</b>	<b>40</b>	<b>31</b>	<b>528</b>	<b>585</b>	<b>644</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-2</b>	<b>1</b>	<b>-10</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>-216</b>	<b>39</b>	<b>41</b>	<b>526</b>	<b>583</b>	<b>642</b>
<b>净利率</b>	<b>n.a</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.8%</b>	<b>9.2%</b>	<b>9.7%</b>	<b>10.5%</b>

**现金流量表（人民币百万元）**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>净利润</b>	<b>-218</b>	<b>40</b>	<b>31</b>	<b>528</b>	<b>585</b>	<b>644</b>
<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>非现金支出</b>	<b>286</b>	<b>170</b>	<b>162</b>	<b>338</b>	<b>593</b>	<b>547</b>
<b>非经营收益</b>	<b>77</b>	<b>-86</b>	<b>-132</b>	<b>167</b>	<b>283</b>	<b>233</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>258</b>	<b>591</b>	<b>-139</b>	<b>-42</b>	<b>-209</b>	<b>-96</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>403</b>	<b>716</b>	<b>-78</b>	<b>991</b>	<b>1,251</b>	<b>1,328</b>
<b>资本开支</b>	<b>-46</b>	<b>-19</b>	<b>-29</b>	<b>-5,010</b>	<b>-110</b>	<b>-215</b>
<b>投资</b>	<b>5</b>	<b>-305</b>	<b>-3</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>230</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-41</b>	<b>-93</b>	<b>-26</b>	<b>-5,007</b>	<b>-106</b>	<b>-211</b>
<b>股权筹资</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权筹资</b>	<b>-330</b>	<b>-610</b>	<b>90</b>	<b>4,896</b>	<b>-776</b>	<b>-864</b>
<b>其他</b>	<b>-77</b>	<b>-47</b>	<b>-22</b>	<b>-179</b>	<b>-302</b>	<b>-252</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-406</b>	<b>-657</b>	<b>68</b>	<b>4,716</b>	<b>-1,078</b>	<b>-1,117</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-44</b>	<b>-35</b>	<b>-36</b>	<b>701</b>	<b>67</b>	<b>0</b>

**资产负债表（人民币百万元）**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>货币资金</b>	<b>309</b>	<b>286</b>	<b>199</b>	<b>900</b>	<b>967</b>	<b>967</b>
<b>应收款项</b>	<b>398</b>	<b>587</b>	<b>784</b>	<b>1,341</b>	<b>1,343</b>	<b>1,315</b>
<b>存货</b>	<b>1,506</b>	<b>1,251</b>	<b>893</b>	<b>1,280</b>	<b>1,316</b>	<b>1,345</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>71</b>	<b>36</b>	<b>55</b>	<b>427</b>	<b>439</b>	<b>448</b>
<b>流动资产</b>	<b>2,284</b>	<b>2,160</b>	<b>1,932</b>	<b>3,947</b>	<b>4,065</b>	<b>4,075</b>
<b>% 总资产</b>	<b>50.7%</b>	<b>58.9%</b>	<b>55.0%</b>	<b>38.7%</b>	<b>41.2%</b>	<b>42.7%</b>
<b>长期投资</b>	<b>38</b>	<b>346</b>	<b>486</b>	<b>487</b>	<b>486</b>	<b>486</b>
<b>固定资产</b>	<b>1,967</b>	<b>932</b>	<b>861</b>	<b>5,540</b>	<b>5,067</b>	<b>4,744</b>
<b>% 总资产</b>	<b>43.7%</b>	<b>25.4%</b>	<b>24.5%</b>	<b>54.3%</b>	<b>51.4%</b>	<b>49.7%</b>
<b>无形资产</b>	<b>209</b>	<b>227</b>	<b>222</b>	<b>228</b>	<b>234</b>	<b>241</b>
<b>非流动资产</b>	<b>2,218</b>	<b>1,509</b>	<b>1,579</b>	<b>6,257</b>	<b>5,790</b>	<b>5,473</b>
<b>% 总资产</b>	<b>49.3%</b>	<b>41.1%</b>	<b>45.0%</b>	<b>61.3%</b>	<b>58.8%</b>	<b>57.3%</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,503</b>	<b>3,668</b>	<b>3,511</b>	<b>10,204</b>	<b>9,855</b>	<b>9,548</b>
<b>短期借款</b>	<b>1,020</b>	<b>410</b>	<b>500</b>	<b>5,414</b>	<b>4,638</b>	<b>3,773</b>
<b>应付款项</b>	<b>1,419</b>	<b>1,159</b>	<b>872</b>	<b>2,103</b>	<b>1,945</b>	<b>1,865</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>53</b>	<b>59</b>	<b>70</b>	<b>108</b>	<b>108</b>	<b>102</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,492</b>	<b>1,628</b>	<b>1,442</b>	<b>7,626</b>	<b>6,691</b>	<b>5,740</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>31</b>	<b>20</b>	<b>18</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>2,524</b>	<b>1,648</b>	<b>1,460</b>	<b>7,626</b>	<b>6,691</b>	<b>5,741</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,503</b>	<b>1,542</b>	<b>1,583</b>	<b>2,109</b>	<b>2,692</b>	<b>3,334</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>476</b>	<b>478</b>	<b>468</b>	<b>470</b>	<b>471</b>	<b>473</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,503</b>	<b>3,668</b>	<b>3,511</b>	<b>10,204</b>	<b>9,855</b>	<b>9,548</b>

**比率分析**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标</b>						
<b>每股收益</b>	<b>-0.492</b>	<b>0.089</b>	<b>0.094</b>	<b>0.758</b>	<b>0.839</b>	<b>0.924</b>
<b>每股净资产</b>	<b>3.426</b>	<b>3.515</b>	<b>3.609</b>	<b>3.036</b>	<b>3.876</b>	<b>4.800</b>
<b>每股经营现金净流</b>	<b>0.920</b>	<b>1.632</b>	<b>-0.178</b>	<b>1.427</b>	<b>1.801</b>	<b>1.911</b>
<b>每股股利</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>
<b>回报率</b>						
<b>净资产收益率</b>	<b>-14.35%</b>	<b>2.53%</b>	<b>2.60%</b>	<b>24.95%</b>	<b>21.66%</b>	<b>19.26%</b>
<b>总资产收益率</b>	<b>-4.79%</b>	<b>1.06%</b>	<b>1.17%</b>	<b>5.16%</b>	<b>5.92%</b>	<b>6.72%</b>
<b>投入资本收益率</b>	<b>-2.46%</b>	<b>-0.87%</b>	<b>-1.05%</b>	<b>7.87%</b>	<b>9.83%</b>	<b>10.46%</b>
<b>增长率</b>						
<b>主营业务收入增长率</b>	<b>-2.69%</b>	<b>8.35%</b>	<b>-46.72%</b>	<b>150.55%</b>	<b>4.96%</b>	<b>2.17%</b>
<b>EBIT增长率</b>	<b>N/A</b>	<b>-58.89%</b>	<b>37.40%</b>	<b>-2369.70%</b>	<b>21.37%</b>	<b>2.17%</b>
<b>净利润增长率</b>	<b>202.42%</b>	<b>N/A</b>	<b>5.51%</b>	<b>1179.99%</b>	<b>10.79%</b>	<b>10.11%</b>
<b>总资产增长率</b>	<b>0.43%</b>	<b>-18.53%</b>	<b>-4.29%</b>	<b>190.64%</b>	<b>-3.43%</b>	<b>-3.11%</b>
<b>资产管理能力</b>						
<b>应收账款周转天数</b>	<b>27.4</b>	<b>34.9</b>	<b>91.4</b>	<b>48.0</b>	<b>45.0</b>	<b>43.0</b>
<b>存货周转天数</b>	<b>152.5</b>	<b>128.8</b>	<b>188.4</b>	<b>110.0</b>	<b>110.0</b>	<b>110.0</b>
<b>应付账款周转天数</b>	<b>58.5</b>	<b>61.1</b>	<b>112.7</b>	<b>110.0</b>	<b>100.0</b>	<b>90.0</b>
<b>固定资产周转天数</b>	<b>177.5</b>	<b>78.9</b>	<b>134.6</b>	<b>352.5</b>	<b>306.0</b>	<b>279.0</b>
<b>偿债能力</b>						
<b>净负债/股东权益</b>	<b>35.93%</b>	<b>6.12%</b>	<b>14.65%</b>	<b>175.06%</b>	<b>116.04%</b>	<b>73.72%</b>
<b>EBIT利息保障倍数</b>	<b>-0.8</b>	<b>-0.7</b>	<b>-1.9</b>	<b>5.5</b>	<b>3.9</b>	<b>4.9</b>
<b>资产负债率</b>	<b>56.05%</b>	<b>44.94%</b>	<b>41.59%</b>	<b>74.73%</b>	<b>67.90%</b>	<b>60.13%</b>

来源：Wind，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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-07-29	增持	12.76	14.00~18.00
2	2016-08-26	增持	13.24	16.00~18.00

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 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
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%以上。

**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