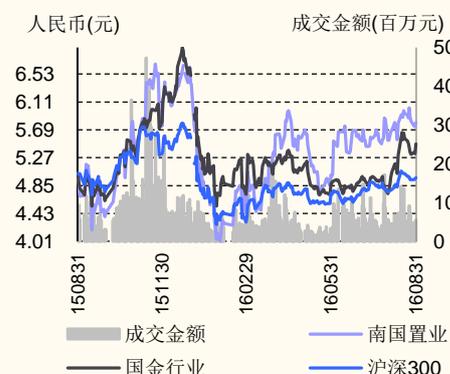


市场价格(人民币): 5.80元  
 目标价格(人民币): 6.90-7.20元

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) -  
 总市值(百万元) 2,505.60  
 年内股价最高最低(元) 6.68/4.01  
 沪深300指数 3327.79  
 深证成指 10757.88



## 经营拐点确定、静待国改花开

### 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.507	0.021	0.224	0.289	0.352
每股净资产(元)	3.09	2.01	2.70	2.89	3.15
每股经营性现金流(元)	-0.70	-3.38	-1.34	-0.41	-0.22
市盈率(倍)	14.23	303.77	24.81	19.24	15.78
行业优化市盈率(倍)	27.70	46.45	35.46	35.46	35.46
净利润增长率(%)	-9.19%	-93.75%	1163.85%	28.94%	21.98%
净资产收益率(%)	16.40%	1.05%	8.28%	9.98%	11.20%
总股本(百万股)	969.03	1,458.83	1,730.82	1,730.82	1,730.82

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- ❖ **业绩实现扭亏、销售持续走好:** 公司8月19日发布中报,上半年实现营业收入13.7亿,同比增长126.8%,实现归属上市公司股东净利润0.05亿,同比增长104.0%,成功实现从2014年报以来的扭亏。公司2015年实现销售额25.5亿,同比增长3.5%,今年上半年销售额15.2亿,预计全年超过40亿,增速超过56%。
- ❖ **受益区域市场,存货显著增值:** 今年年初以来,重点二线城市房地产市场火热,公司项目所在地南京和武汉商品房销售面积和销售金额均出现不同程度的上涨。公司目前共有土地储备97万方,主要分布在房地产市场较好的武汉和南京,其中武汉的长动项目合作方为电建地产和武汉地产,南京的中储二期项目合作方为电建地产和中储发展,公司占权益比例均为26%。上述项目位于武汉市和南京市规划的中心商业区和市级商业副中心区的重要节点、地铁枢纽等核心区域,随着区域土地价格的攀升,存货价值显著提升,经测算,公司土地价值一年来增长了37.1%。
- ❖ **背靠电建地产资源,争夺交通节点先机:** 2014年,电建地产成为公司的控股股东,公司也因此成为央企下属地产上市平台。公司与电建地产先后合作开发了泛悦国际、泛悦城市广场、洛悦府等项目。此外,公司还接连在南京等地拿地,逐步走出武汉并布局全国,依托中国电建城市轨道交通PPP项目,卡位城市重大交通节点。2016年7月4日,公司发布公告,完成定向增发,发行股票总计超过2.7亿股,募集资金超过15亿元,发行价格为每股5.64元,募集资金将用于南国中心一期二期、昙华林等项目。
- ❖ **积极投资创意产业园,多元业务广泛布局:** 在具有显著优势的商业地产开发运营方面,公司的城市广场与家居广场产品线已相当成熟。2016年,公司在深耕武汉的基础上,在南京、成都、上海和北京等地拓宽商业渠道,从产品、建设、交付和运营的多个角度提升公司产品的服务质量。公司大力推进资产证券化,延伸产业链,试图实现轻资产运营和品牌复制。

### 投资建议

- ❖ 我们预计公司2016年实现EPS 0.22元,对应当前股价26PE,首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

- ❖ 房地产市场风险;部分项目运营风险

胡华如 分析师 SAC 执业编号: S1130516010001  
 (86755)83831622  
 huhuaru@gjzq.com.cn

贾翔夫 联系人  
 (8621)60230248  
 jiaxiangfu@gjzq.com.cn

## 内容目录

公司是中国电建旗下唯一上市地产平台，大集团小公司特征明显 .....	3
受益区域市场回暖，业绩改善预期强烈 .....	3
背靠电建地产平台，争夺交通节点先机 .....	5
积极投资创意产业园，多元业务广泛布局 .....	7
分产品盈利预测 .....	7
风险提示 .....	7

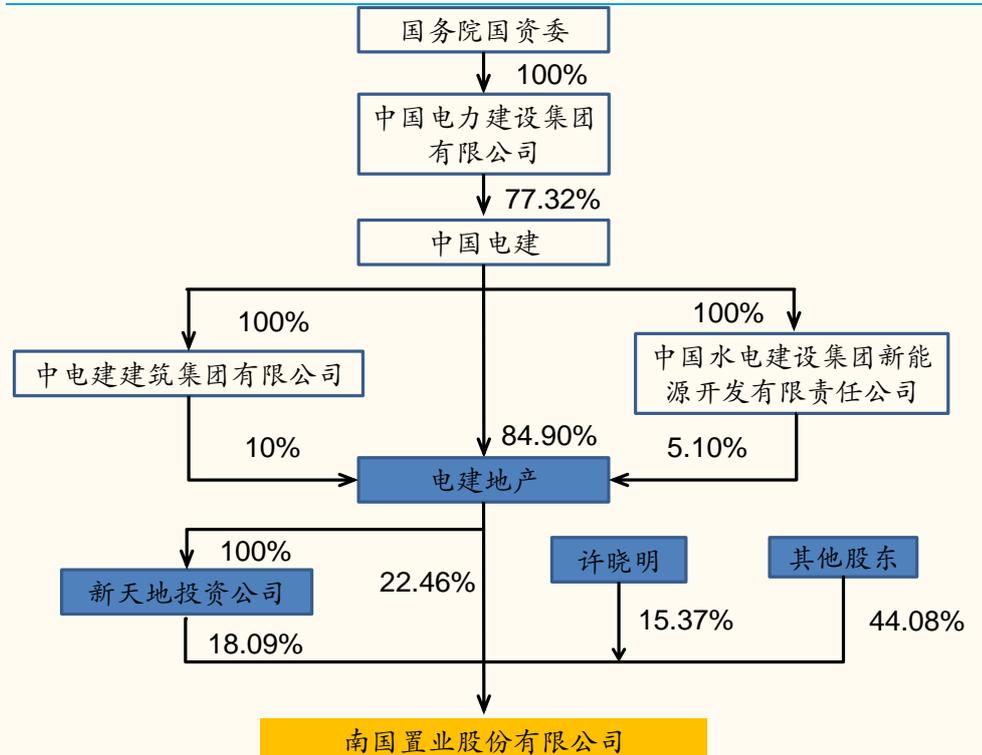
## 图表目录

图表 1：公司是中国电建旗下唯一上市地产平台 .....	3
图表 2：今年来武汉市场商品房销售情况 .....	4
图表 3：今年来南京市场商品房销售情况 .....	4
图表 4：公司土地储备情况 .....	4
图表 5：公司在建房地产项目（截至 2016 半年报） .....	4
图表 6：公司地产业务 RNAV 估算 .....	5
图表 7：近 5 年公司营业收入及增速 .....	5
图表 8：近五年公司各业务毛利率 .....	5
图表 9：中国电建业务板块 .....	6
图表 10：PPP 业务模式 .....	7

公司是中国电建旗下唯一上市地产平台，大集团小公司特征明显

- 南国置业股份有限公司（以下简称“南国置业”或“公司”）成立于 1998 年，具有国家一级房地产开发资质。2009 年 11 月，南国置业成为 IPO 重启后首家上市的地产公司。2014 年，中国电建地产集团有限公司（以下简称“电建地产”）成为南国置业控股股东，电建地产是中国电力建设集团（以下简称“中国电建”）的成员企业，是国务院国资委核定的首批 16 家主营房地产开发与经营业务的中央企业之一。南国置业致力于成为全国知名的城市综合配套服务商。
- 公司在控股股东变更以前，主要深耕武汉从事商业地产的开发，产品线包括城市商业中心、家装建材专业市场、Lifestyle 主题式街区和配套精品住宅。在发展过程中逐渐形成“以价值发现为先导，以开发能力为支撑，以商业运营管理为后盾”的经营模式，先后开发了南国大家装、南国·西汇城市广场、南国·南湖城市广场、南国·首义汇、南国·北都城市广场、南国大家装江南店等商业项目，连续多年成为武汉商业地产销售冠军，在满足城市居民消费需求的同时，实现了商业物业与住宅物业的价值协同和土地资源的集约利用。
- 截至 2015 年年底，电建地产总资产 4051.0 亿元、净资产 697.2 亿元、营业收入 2109.2 亿元，南国置业总资产 190.9 亿元、净资产 31.9 亿元、营业收入 30.5 亿元，体现出典型的大平台小公司特点。公司变更控股股东后，借助股东的资源、资本和信用优势，传统地产业务开始进入全国布局阶段。当前项目布局城市包括武汉、荆州、襄阳、成都、南京等城市。南国置业在商业地产的运作经验有望和电建地产的住宅开发、中国电建的 BT 类项目实现优势互补、资源协同，公司或将进入资本和资源协同的高速发展阶段。

图表 1：公司是中国电建旗下唯一上市地产平台

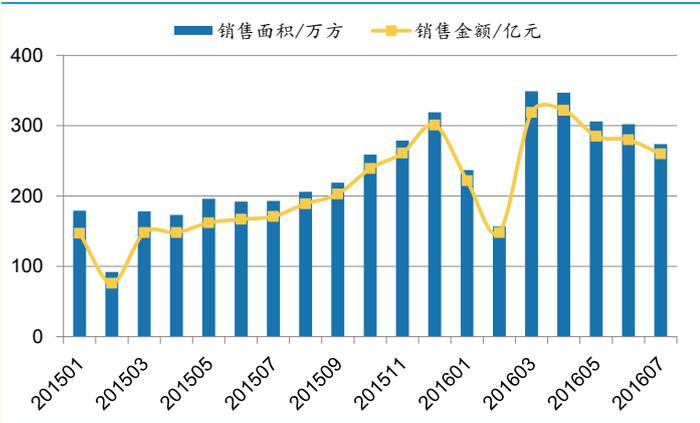


来源：公司公告、国金证券研究所

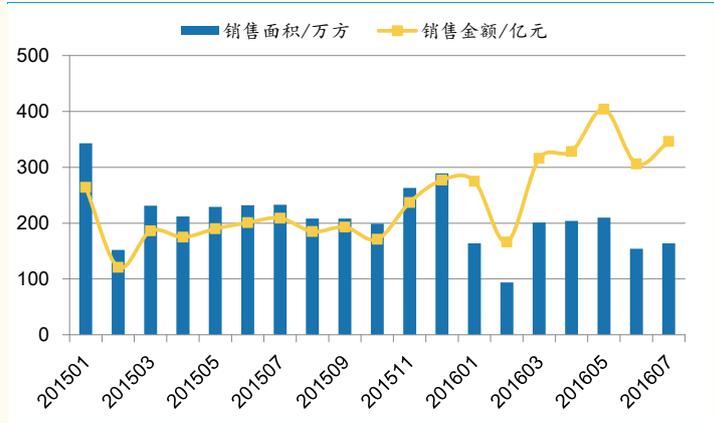
受益区域市场回暖，业绩改善预期强烈

- 今年年初以来，重点二线城市房地产市场火热，公司大部分项目所在的武汉和最新布局的南京均处于热点城市之列，两城市商品房销售面积和销售金额均出现不同程度的上涨，而南京自今年 1 月以来的商品房销售单价也屡创新高。

图表 2：今年来武汉市场商品房销售情况



图表 3：今年来南京市场商品房销售情况



来源：CRIC、国金证券研究所

来源：CRIC、国金证券研究所

- 新房市场火热的同时，土地市场也异常活跃，并助推房价上涨。良好的基本面对公司业绩提供了有效的安全边际。目前，公司目前共有土地储备 97 万方，主要分布在房地产市场较好的武汉和南京，其中长动项目合作方为电建地产和武汉地产，南京的中储二期项目合作方为电建地产和中储发展，均位于武汉市和南京市规划的中心商业区和市级商业副中心区的重要节点、地铁枢纽等核心区域。从公司的土地储备来看，随着区域土地价格的走高，存货价值逐步提升，经测算，公司土地价值一年来增长 37.1%。

图表 4：公司土地储备情况

区域	项目	用地性质	土地面积 /万方	计容建面 /万方	总价款 /亿元	权益	楼面地价 /元每方
武汉	泛悦城（长动项目）	商业兼容住宅	14.2	64.0	56.1	26%	8758
南京	泛悦广场（中储二期）	商业兼容住宅	6.3	23.5	26.6	26%	11319
南京	扇骨营项目	商办混合	2.2	9.7	9.4	100%	9691

来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司目前的在建项目主要集中在湖北省和成都市两个区域，其中有湖北武汉的南国中心一、二期、昙华林项目、汉口城市广场等；湖北荆州的荆州城市广场；湖北襄阳的襄阳城市广场一、二期；而成都则有泛悦国际和泛悦城市广场等项目，截至 2016 年 6 月 30 日，公司的在建项目 8 个，总建筑面积 159.9 万方。

图表 5：公司在建房地产项目（截至 2016 半年报）

区域	项目	权益	总建面/万方	已完工/万方
武汉	南国中心二期	80%	30.7	0.0
武汉	昙华林项目	100%	12.5	0.0
武汉	汉口城市广场二期	70%	7.9	0.0
武汉	洺悦汇项目	51%	16.3	0.0
武汉	洺悦府项目	51%	25.0	0.0
荆州	荆州城市广场	100%	4.3	0.0
襄阳	襄阳城市广场二期	85%	23.4	0.0
成都	泛悦城市广场	41%	26.7	0.0

来源：公司公告、国金证券研究所

- 重估净资产方面，公司每股 RNAV 为 6.50 元，对应当前股价折让 11.55%。

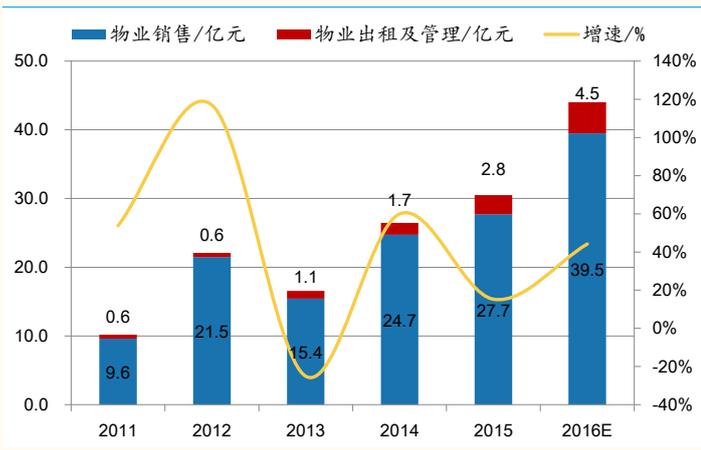
图表 6：公司房地产业务 RNAV 估算

DATE	2016/8/31	
YEAR (最近年报)	2015/12/31	
WACC	9.28%	
开发类物业增值	8072	百万元
总股本	1,733	百万股
开发类物业每股增值	4.66	元
账面每股净资产	1.84	元
RNAV	6.50	元

来源：国金证券研究所

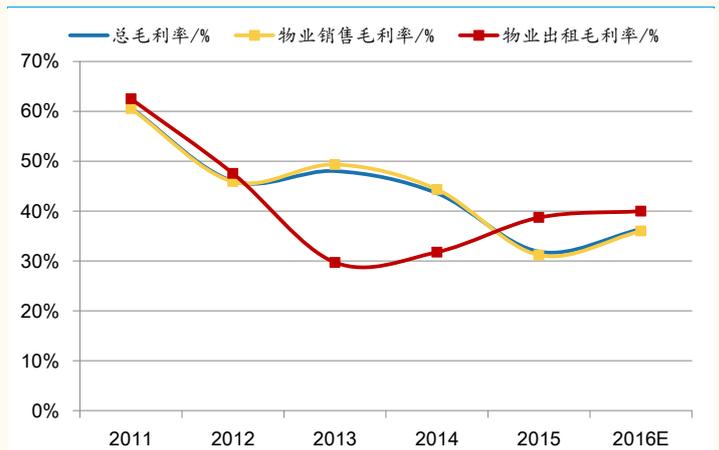
- 公司 2015 年营业收入 30.5 亿元，同比增长 15.3%，近 5 年营收复合增速 31%，公司的业务收入构成为物业销售和物业出租，其中物业销售占营业收入的 90%以上。销售毛利率方面，公司物业销售毛利率受区域房价影响，近年来有下降趋势，但物业出租毛利率却在 2013 年见底后逐步回升，到 2015 年毛利率已达到 38.7%。公司目前处于战略转型阶段，当期选择性持有了部分溢价能力较高的优质商业物业，对当期业绩造成一定影响，但后续有望实现利润的提升和突破。

图表 7：近 5 年公司营业收入及增速



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 8：近五年公司各业务毛利率



来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司成功运用了多种融资工具。打通了公司利用银行间市场和证券间市场开展信用方式直接融资的有效路径，明显降低了公司整体的融资成本。2015 年，公司首次通过发行 10 亿元定向融资工具、10 亿元中期票据和 15 亿元公司债，综合利率 6.5%。
- 2016 年 7 月 4 日，公司发布公告，完成定向增发，向电建地产、浙商基金、东吴基金和东海基金发行股票总计超过 2.7 万股，募集资金超过 15 亿元，发行价格为每股 5.64 元，募集资金将用于南国中心一期、昙华林、雄楚广场和南国中心二期等项目。

### 背靠电建地产平台，争夺交通节点先机

- 电建地产实力雄厚，系央企电建集团旗下从事房地产业务的全资子公司。2015 年电建地产实现营收 126.6 亿，净利润 6.6 亿，占电建集团主营业务收入比例 6%。
- 2014 年电建地产成为公司的控股股东，南国置业也因此成为央企下属地产上市平台，不断获得大股东的资金和项目支持。通过与电建地产的紧密协作，公司先后合作开发了泛悦国际、泛悦城市广场、泛悦府、泛悦城、泛悦

悦汇、泛悦中央广场等项目。此外，公司还接连在南京等地拿地，逐步走出武汉，布局全国。

- 电建地产在 2015 年完成重大资产重组，随后形成工程承包与勘测设计、电力投资与运营、房地产开发、设备制造与租赁等板块齐头并进的发展格局。工程承包与勘测设计板块，公司推动经营模式创新，发挥产业链协同作用，以 BT、BOT、EPC 等模式承揽工程；电力投资与运营板块，公司开展水电、风电、火电和光伏等投资建设，运营电站总装机容量 962.1 万千瓦；房地产开发板块，公司以中高档住宅产品为主导，2015 年营业收入突破百亿元；设备制造与租赁板块，公司以融资租赁为核心，与贸易服务和经营租赁共同发展。

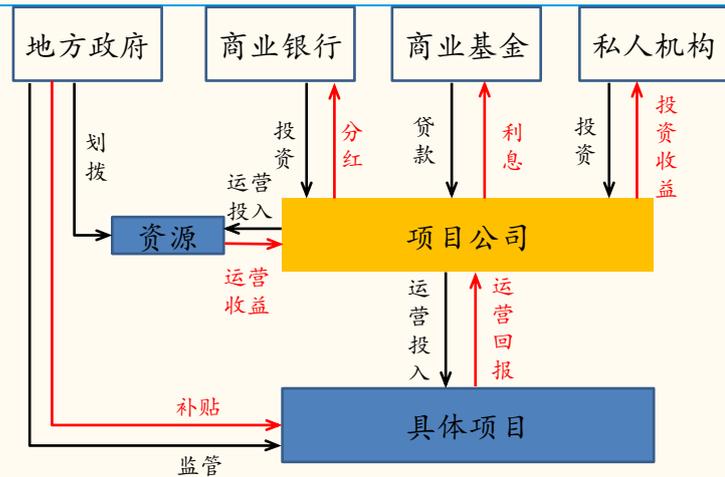
图表 9：中国电建业务板块



来源：公司公告、国金证券研究所

- 2016 年 5 月，公司公告拟将公司名称由“武汉南国置业股份有限公司”变更为“南国置业股份有限公司”，也显示出公司未来跨区域布局全国的意图。2016 年 5 月 27 日，公司发布公告，完成董事会换届和管理层聘任，由电建地产党委书记薛志勇单位公司第四届董事会董事长，吴威发当选为公司总经理。
- 正因为背靠电建，公司明确表示将依托中国电建城市轨道交通 PPP 项目推进城市重大交通节点业务布局。中国电建在全国以 PPP 模式参与了大量城市基础设施建设，由政府以土地方式出资。公司借助中国电建的资源，有望在地铁上盖商业开发竞标中抢占先机。此外，在当前央企整合的背景下，公司作为电建集团下唯一地产上市平台，无论是资产整合还是资本运作都存在一定可能性。

图表 10: PPP 业务模式



来源：互联网、国金证券研究所

### 积极投资创意产业园，多元业务广泛布局

- 2015年6月，公司与中印文化签署《战略合作框架协议》。中印文化隶属央企中国国新控股旗下中国文发集团，是文发集团面向文化创意产业的投资平台，主要进行文化创意产业园区的开发及文化企业的投资。中印文化已成功运营新华1949文化产业园。
- 未来中印文化将在公司相关项目中引入文化主题产业园、文化金融服务，公司成熟的商业地产运营能力有望与中印文化的产业投资经验形成协同效应，期望可实现“文化产业+商业地产”的协同大发展。根据协议，双方在未来恰当的时机将进行股权合作。
- 2015年7月，公司与武汉房融金融服务有限公司签订战略合作协议。根据协议，由武汉房融为公司所属楼盘提供意向宝、首付贷、众筹宝、装修贷、消费贷等互联网金融创新业务，以提高客户转换效率并降低购房门槛，助力公司提升效率且实现互联网+商业地产的设想。同时协议约定南国置业在武汉房融完成内部整改后，对其增资入股。
- 2016年是公司战略性年度，在深耕武汉的基础上，在南京、成都、上海和北京等地拓宽商业渠道。且公司将2016年定位为“品质建设年”，从产品、建设、交付和运营的多个角度提升公司产品的服务质量。公司将密切关注“互联网”或“大金融”等领域的发展模式，延伸产业链，培育新的利润增长点。

### 分产品盈利预测

- 公司的主营业务是物业销售和物业出租及管理，随着房地产市场的回暖，我们预计公司物业销售业务16/17/18年的营业收入分别为，39.5/45.5/50.5亿元，毛利率可回升至36-38%；物业出租可以保持现有的增速，其16/17/18年的营业收入分别为4.5/7.2/10.8亿元，毛利率可以维持小幅增长，16/17/18三年的毛利率分别为40%、42%和44%。最终公司2016年EPS 0.22元，对应当前股价26PE，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

- 房地产市场风险；部分项目运营风险

**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
<b>主营业务收入</b>	<b>1,655</b>	<b>2,647</b>	<b>3,051</b>	<b>4,400</b>	<b>5,270</b>	<b>6,130</b>	货币资金	1,231	723	2,481	6,887	7,193	8,905
增长率		59.9%	15.2%	44.2%	19.8%	16.3%	应收款项	616	1,482	991	2,015	2,056	2,264
主营业务成本	-860	-1,493	-2,078	-2,778	-3,239	-3,736	存货	5,439	6,936	13,384	15,634	17,258	18,659
%销售收入	51.9%	56.4%	68.1%	63.1%	61.5%	60.9%	其他流动资产	631	372	2,172	2,306	3,012	3,437
毛利	796	1,154	973	1,622	2,031	2,394	流动资产	7,917	9,513	19,028	26,842	29,519	33,265
%销售收入	48.1%	43.6%	31.9%	36.9%	38.5%	39.1%	%总资产	98.8%	91.1%	99.7%	99.8%	99.8%	99.8%
营业税金及附加	-214	-337	-665	-814	-975	-1,134	长期投资	82	886	16	17	16	16
%销售收入	12.9%	12.7%	21.8%	18.5%	18.5%	18.5%	固定资产	6	32	31	30	27	25
营业费用	-62	-70	-138	-176	-211	-245	%总资产	0.1%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
%销售收入	3.7%	2.6%	4.5%	4.0%	4.0%	4.0%	无形资产	1	1	0	9	17	23
管理费用	-63	-70	-76	-106	-126	-147	非流动资产	95	929	59	59	62	66
%销售收入	3.8%	2.6%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	%总资产	1.2%	8.9%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	457	677	94	526	719	868	<b>资产总计</b>	<b>8,012</b>	<b>10,442</b>	<b>19,087</b>	<b>26,900</b>	<b>29,581</b>	<b>33,331</b>
%销售收入	27.6%	25.6%	3.1%	12.0%	13.6%	14.2%	短期借款	1,209	3,745	1,773	1,823	2,145	2,423
财务费用	4	1	9	4	15	20	应付款项	939	1,565	3,866	4,515	5,609	6,580
%销售收入	-0.2%	0.0%	-0.3%	-0.1%	-0.3%	-0.3%	其他流动负债	329	272	358	613	694	789
资产减值损失	-2	-15	-7	-5	-1	-1	流动负债	2,476	5,582	5,996	6,951	8,448	9,792
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	2,909	1,846	6,426	11,526	12,358	14,302
投资收益	199	38	97	65	47	58	其他长期负债	0	0	3,471	3,471	3,471	3,471
%税前利润	30.2%	5.4%	50.0%	10.9%	6.0%	6.1%	<b>负债</b>	<b>5,385</b>	<b>7,428</b>	<b>15,893</b>	<b>21,948</b>	<b>24,276</b>	<b>27,565</b>
营业利润	657	700	193	591	781	945	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,606</b>	<b>2,993</b>	<b>2,933</b>	<b>4,682</b>	<b>5,009</b>	<b>5,446</b>
%利润率	39.7%	26.5%	6.3%	13.4%	14.8%	15.4%	少数股东权益	22	21	261	271	296	321
营业外收支	0	0	1	3	3	3	<b>负债股东权益合计</b>	<b>8,012</b>	<b>10,442</b>	<b>19,087</b>	<b>26,900</b>	<b>29,581</b>	<b>33,331</b>
税前利润	657	701	194	594	784	948							
利润率	39.7%	26.5%	6.3%	13.5%	14.9%	15.5%	<b>比率分析</b>						
所得税	-117	-210	-110	-196	-259	-313		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	17.8%	30.0%	56.7%	33.0%	33.0%	33.0%	<b>每股指标</b>						
净利润	540	491	84	398	525	635	每股收益	0.560	0.507	0.021	0.224	0.289	0.352
少数股东损益	0	0	53	10	25	25	每股净资产	2.698	3.088	2.011	2.705	2.894	3.146
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>541</b>	<b>491</b>	<b>31</b>	<b>388</b>	<b>500</b>	<b>610</b>	每股经营现金净流	-0.989	-0.704	-3.376	-1.343	-0.411	-0.221
净利率	32.7%	18.5%	1.0%	8.8%	9.5%	10.0%	每股股利	0.100	0.100	0.000	0.100	0.100	0.100
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	20.75%	16.40%	1.05%	8.28%	9.98%	11.20%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	6.75%	4.70%	0.16%	1.44%	1.69%	1.83%
净利润	540	491	84	398	525	635	投入资本收益率	5.57%	5.50%	0.27%	1.62%	2.07%	2.24%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	4	17	10	8	5	7	主营业务收入增长率	-25.06%	59.91%	15.25%	44.22%	19.77%	16.32%
非经营收益	-195	-32	-91	-48	-44	-57	EBIT 增长率	-24.28%	48.07%	-86.15%	461.33%	36.69%	20.67%
营运资金变动	-1,305	-1,158	-4,928	-2,681	-1,197	-968	净利润增长率	21.34%	-9.19%	-93.75%	1163.85%	28.94%	21.98%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-955</b>	<b>-682</b>	<b>-4,924</b>	<b>-2,324</b>	<b>-711</b>	<b>-383</b>	总资产增长率	23.30%	30.32%	82.79%	40.94%	9.97%	12.68%
资本开支	-3	-2	-1	-10	-5	-7	<b>资产管理能力</b>						
投资	-80	-810	800	0	0	0	应收账款周转天数	27.1	33.6	36.6	37.5	36.8	38.2
其他	203	44	0	65	47	58	存货周转天数	1,756.3	1,512.4	1,784.7	2,054.0	1,945.0	1,823.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>120</b>	<b>-768</b>	<b>799</b>	<b>55</b>	<b>42</b>	<b>51</b>	应付账款周转天数	146.4	132.3	197.2	186.0	184.0	179.0
股权募资	54	10	84	1,534	0	0	固定资产周转天数	1.3	4.4	3.7	2.4	1.9	1.5
债权募资	1,055	1,474	5,531	5,150	1,154	2,222	<b>偿债能力</b>						
其他	-242	-442	-619	-10	-179	-177	净负债/股东权益	109.84%	161.52%	287.71%	200.56%	203.24%	195.80%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>867</b>	<b>1,042</b>	<b>4,997</b>	<b>6,675</b>	<b>975</b>	<b>2,045</b>	EBIT 利息保障倍数	-126.9	-1,056.2	-10.1	-126.4	-47.0	-43.4
<b>现金净流量</b>	<b>32</b>	<b>-408</b>	<b>871</b>	<b>4,406</b>	<b>306</b>	<b>1,712</b>	资产负债率	67.21%	71.14%	83.27%	81.59%	82.07%	82.70%

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
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

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 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