

# 中顺洁柔 (002511.SZ) 造纸行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

周文波  
联系人  
(8621)61038290  
zhouwb@gjzq.com.cn

万友林  
分析师 SAC 执业编号: S1130511030016  
(8621)61038259  
wanyl@gjzq.com.cn

## 大股东增持点评

### 事件

中顺洁柔于2011年12月23日发布公告:公司实际控制人邓氏家族成员之一邓冠彪于2011年12月22日通过二级市场购入公司股票72422股,占公司总股本0.0453%,并计划在1年内通过二级市场增持不超过公司总股本2%(合320万股)的股份(含此次已增持股份在内)。

### 评论

**大股东增持表明看好行业及公司发展前景:**邓氏家族是公司实际控制人,本次增持前,邓氏家族通过广东中顺纸业集团有限公司、中基投资咨询有限公司、香港中顺公司直接或间接持有中顺洁柔近54.44%股份。本次增持后,截止2011年12月22日邓氏家族持有中顺洁柔54.48%左右股份。根据公告,大股东计划在1年内通过二级市场增持不超过公司总股本2%,以2011年12月22日收盘价计,需动用资金不超过7330万元左右。大股东增持表明了公司实际控制人及管理层看好生活用纸行业及公司的发展前景,彰显了对公司未来发展的信心,我们建议大家积极买入。

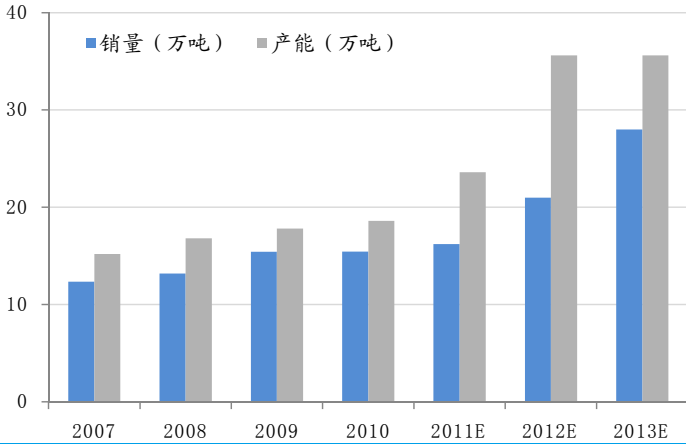
**公司盈利向上趋势明确:**公司原料成本从二季度高点以来跌幅达28%(漂白针叶浆)、31%(漂白桉木浆),木浆占生活用纸生产成本近60%,全木浆生活用纸吨纸耗浆1.02-1.05吨,原料成本下跌生活用纸受益较大。而且生活用纸作为终端消费品,价格具有粘性,产品价格下降的幅度要远低于成本下降幅度,因此生活用纸毛利率将大幅上升。同时公司在2011年新增的5万吨新产能将于2012年完全释放(2011年因限电及天然气问题,影响了公司生产),公司盈利拐点非常确定。而且从长周期看,我们认为2012-2015年木浆将持续处于景气低谷,相对的,生活用纸等纸张行业的盈利性将处于高位,因此公司盈利的改善具有持续性,而非简单的交易性机会。关于公司及行业详细分析请见报告《扩张与毛利率提升,盈利拐点已现》、《业绩拐点确定,趋势向上明确》。

**木浆价格上涨,不影响盈利预测:**近期南美木浆供应商FIBRIA宣布将12月漂白桉木浆报价上调30美金,至580美元/吨,随后ARAUCO宣布将2012年1月漂白桉木浆报价上调50美元,至580美元。在我们年报策略中《分享成本红利,寻找确定性收益》,我们已经鲜明地提出我们的观点即11月份的浆价是此轮下跌的底部区域,后市下跌空间有限。不过浆价反弹的时间点比我们预期早,据我们跟业内市场人士沟通,12月份FIBRIA 580美元/吨,并未完全执行,市场成交价基本为550-560美元。此次浆价反弹的原因一方面是报价已达到供应商成本附近,供应商有上调价格的强烈动机;此外国内纸厂普遍认可当前浆价,增大备库,各大供应商11、12月份销售良好。不过,我们认为后市浆价上涨的持续性仍存疑问,一方面国内纸张市场并未好转,纸价下跌趋势未变,市场真实需求未见好转;此外国内内盘浆价反弹乏力,在供应商报价上调后,浆价内外盘倒挂现象再现。因此我们认为市场持续性改善仍需等待真实需求的好转及内盘浆价的反弹。我们在预测公司业绩时,假设公司2012年漂白针叶浆、漂白桉木浆价格分别为720美元/吨、580美元/吨,当前浆价仍低于我们预测值,因此不影响公司盈利预测。

### 投资建议

我们认为未来五年全木浆生活用纸仍可维持高增长,预计增速10%-15%。公司募投项目投产后产能快速翻番,同时制约公司盈利的成本因素消失,盈利弹性较大,我们建议积极买入。维持公司2011-2013年盈利预测,EPS分别为0.51元、1.16元、1.68元,给予公司未来6-12个月30元目标价,相当于25.8x12PE。同时我们建议大家积极关注港股上市的维达国际、恒安国际。

图1: 中顺洁柔产能及销量预测



来源: 国金证券研究所

图2: 中顺洁柔毛利率预测

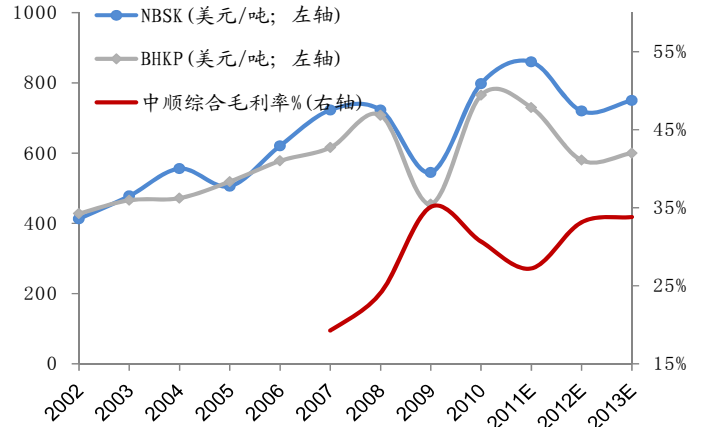
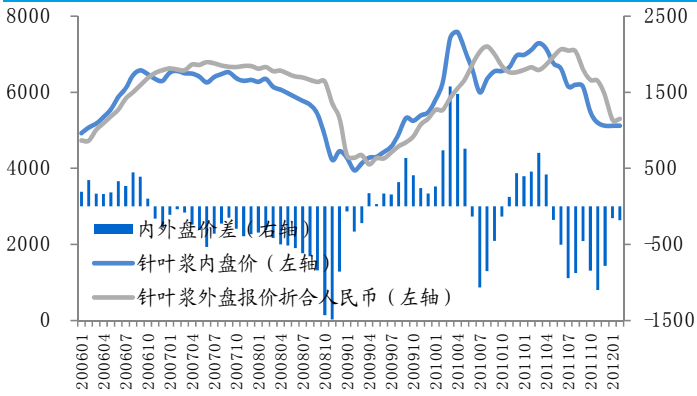


图3: 漂白针叶浆内外盘倒挂 (元/吨)



来源: 国金证券研究所

图4: 漂白桉木浆内外盘倒挂 (元/吨)

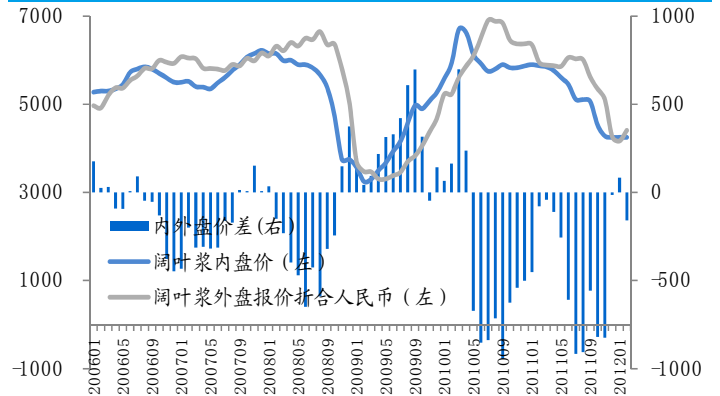


图5: 公司收入按季节

	2009		2010		2011	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
第一季度			428.64	24.1%	407.12	22.2%
第二季度			415.54	23.4%	420.74	23.0%
第三季度	437.97	27.1%	445.31	25.0%	477.16	26.0%
第四季度	403.30	24.9%	489.37	27.5%	526.98	28.8%

来源: 国金证券研究所

图6: 成本下降与销量增长对公司业绩贡献测算

产品销量 (万吨)	业绩敏感性分析 (增厚EPS)						
	吨产品成本减少						
	300	400	500	600	700	800	900
18	0.34	0.43	0.53	0.62	0.71	0.81	0.90
19	0.39	0.49	0.59	0.68	0.78	0.88	0.98
20	0.44	0.54	0.64	0.75	0.85	0.96	1.06
21	0.48	0.59	0.70	0.81	0.92	1.03	1.14
22	0.53	0.65	0.76	0.88	0.99	1.10	1.22
23	0.58	0.70	0.82	0.94	1.06	1.18	1.30

**图表7: 分产品销售预测表**

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>卷纸</b>						
平均售价 (元/吨)	10,120.72	9,439.48	10,027.95	10,030.00	9,500.00	9,700.00
增长率 (YOY)		-6.73%	6.23%	0.02%	-5.28%	2.11%
销售数量 (千吨)	84.70	104.00	102.00	107.00	137.00	175.00
增长率 (YOY)		22.79%	-1.92%	4.90%	28.04%	27.74%
销售收入 (百万元)	857.23	981.71	1,022.85	1,073.21	1,301.50	1,697.50
增长率 (YOY)		14.52%	4.19%	4.92%	21.27%	30.43%
毛利率	20.99%	32.50%	25.87%	22.30%	27.89%	28.35%
销售成本 (百万元)	677.29	662.65	758.24	833.88	938.51	1,216.25
增长率 (YOY)		-2.16%	14.43%	9.98%	12.55%	29.59%
毛利 (百万元)	179.93	319.05	264.61	239.33	362.99	481.25
增长率 (YOY)		77.32%	-17.06%	-9.56%	51.67%	32.58%
占总销售额比重	59.63%	60.73%	58.63%	58.58%	56.85%	53.76%
占主营业务利润比重	51.98%	56.20%	49.45%	47.97%	47.83%	45.06%
<b>软抽纸</b>						
平均售价 (元/吨)	11,607.91	11,711.05	12,883.31	12,900.00	12,400.00	12,600.00
增长率 (YOY)		0.89%	10.01%	0.13%	-3.88%	1.61%
销售数量 (千吨)	21.10	30.60	31.40	32.00	40.00	56.00
增长率 (YOY)		45.02%	2.61%	1.91%	25.00%	40.00%
销售收入 (百万元)	244.93	358.36	404.54	412.80	496.00	705.60
增长率 (YOY)		46.31%	12.89%	2.04%	20.16%	42.26%
毛利率	29.86%	39.02%	36.42%	33.33%	39.52%	39.68%
销售成本 (百万元)	171.79	218.53	257.20	275.21	299.98	425.60
增长率 (YOY)		27.20%	17.70%	7.00%	9.00%	41.88%
毛利 (百万元)	73.14	139.83	147.33	137.59	196.02	280.00
增长率 (YOY)		91.20%	5.36%	-6.61%	42.47%	42.84%
占总销售额比重	17.04%	22.17%	23.19%	22.53%	21.66%	22.35%
占主营业务利润比重	21.13%	24.63%	27.53%	27.58%	25.83%	26.22%
<b>手帕纸</b>						
平均售价 (元/吨)	15,017.14	14,922.07	16,172.29	16,200.00	15,700.00	15,900.00
增长率 (YOY)		-0.63%	8.38%	0.17%	-3.09%	1.27%
销售数量 (千吨)	10.50	11.10	13.10	14.00	21.00	30.00
增长率 (YOY)		5.71%	18.02%	6.87%	50.00%	42.86%
销售收入 (百万元)	157.68	165.64	211.86	226.80	329.70	477.00
增长率 (YOY)		5.05%	27.91%	7.05%	45.37%	44.68%
毛利率	30.70%	40.77%	39.66%	36.42%	41.40%	41.51%
销售成本 (百万元)	109.27	98.11	127.83	144.20	193.20	279.00
增长率 (YOY)		-10.22%	30.30%	12.80%	33.98%	44.41%
毛利 (百万元)	48.41	67.53	84.02	82.60	136.50	198.00
增长率 (YOY)		39.50%	24.42%	-1.69%	65.25%	45.06%
占总销售额比重	10.97%	10.25%	12.14%	12.38%	14.40%	15.11%
占主营业务利润比重	13.98%	11.89%	15.70%	16.56%	17.99%	18.54%
<b>盒巾纸</b>						
平均售价 (元/吨)	14,844.21	15,764.68	16,393.14	16,400.00	15,900.00	16,100.00
增长率 (YOY)		6.20%	3.99%	0.04%	-3.05%	1.26%
销售数量 (千吨)	5.70	4.70	3.50	4.00	7.00	14.00
增长率 (YOY)		-17.54%	-25.53%	14.29%	75.00%	100.00%
销售收入 (百万元)	84.61	74.09	57.38	65.60	111.30	225.40
增长率 (YOY)		-12.43%	-22.56%	14.33%	69.66%	102.52%
毛利率	26.95%	38.35%	37.61%	34.15%	38.99%	39.13%
销售成本 (百万元)	61.81	45.68	35.80	43.20	67.90	137.20
增长率 (YOY)		-26.10%	-21.63%	20.67%	57.19%	102.05%
毛利 (百万元)	22.80	28.42	21.58	22.40	43.40	88.20
增长率 (YOY)		24.61%	-24.06%	3.82%	93.71%	103.25%
占总销售额比重	5.89%	4.58%	3.29%	3.58%	4.86%	7.14%
占主营业务利润比重	6.59%	5.01%	4.03%	4.49%	5.72%	8.26%
<b>其它</b>						
销售收入 (百万元)	93.10	36.70	48.07	53.50	51.00	52.00
销售成本 (百万元)	71.23	23.81	30.50	36.50	31.00	31.50
毛利 (百万元)	21.87	12.89	17.57	17.00	20.00	20.50
销售总收入 (百万元)	1437.54	1616.50	1744.69	1831.91	2289.50	3157.50
销售总成本 (百万元)	1091.39	1048.77	1209.58	1332.99	1530.60	2089.55
毛利 (百万元)	346.15	567.72	535.12	498.92	758.90	1067.95
平均毛利率	24.08%	35.12%	30.67%	27.23%	33.15%	33.82%

来源: 国金证券研究所

图表8: 三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,446</b>	<b>1,619</b>	<b>1,779</b>	<b>1,832</b>	<b>2,290</b>	<b>3,158</b>
增长率		11.9%	9.9%	3.0%	25.0%	37.9%
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,099</b>	<b>-1,051</b>	<b>-1,244</b>	<b>-1,333</b>	<b>-1,531</b>	<b>-2,090</b>
<b>%销售收入</b>	<b>76.0%</b>	<b>64.9%</b>	<b>69.9%</b>	<b>72.8%</b>	<b>66.9%</b>	<b>66.2%</b>
<b>毛利</b>	<b>347</b>	<b>567</b>	<b>535</b>	<b>499</b>	<b>759</b>	<b>1,068</b>
%销售收入	24.0%	35.1%	30.1%	27.2%	33.1%	33.8%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-3</b>	<b>-7</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>	<b>-13</b>
%销售收入	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
<b>营业费用</b>	<b>-185</b>	<b>-295</b>	<b>-261</b>	<b>-275</b>	<b>-366</b>	<b>-521</b>
%销售收入	12.8%	18.3%	14.7%	15.0%	16.0%	16.5%
<b>管理费用</b>	<b>-57</b>	<b>-82</b>	<b>-89</b>	<b>-92</b>	<b>-114</b>	<b>-158</b>
%销售收入	3.9%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>102</b>	<b>183</b>	<b>178</b>	<b>125</b>	<b>269</b>	<b>376</b>
%销售收入	7.1%	11.3%	10.0%	6.8%	11.7%	11.9%
<b>财务费用</b>	<b>-41</b>	<b>-32</b>	<b>-30</b>	<b>-13</b>	<b>-9</b>	<b>-5</b>
%销售收入	2.8%	2.0%	1.7%	0.7%	0.4%	0.2%
<b>资产减值损失</b>	<b>-3</b>	<b>-1</b>	<b>-7</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>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%税前利润	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>58</b>	<b>149</b>	<b>141</b>	<b>112</b>	<b>260</b>	<b>371</b>
营业利润率	4.0%	9.2%	7.9%	6.1%	11.3%	11.8%
<b>营业外收支</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>63</b>	<b>154</b>	<b>144</b>	<b>112</b>	<b>260</b>	<b>371</b>
利润率	4.4%	9.5%	8.1%	6.1%	11.3%	11.8%
<b>所得税</b>	<b>-1</b>	<b>-26</b>	<b>-24</b>	<b>-19</b>	<b>-44</b>	<b>-62</b>
所得税率	1.5%	16.7%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%
<b>净利润</b>	<b>62</b>	<b>128</b>	<b>120</b>	<b>94</b>	<b>216</b>	<b>309</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>归属于母公司的净利润</b>	<b>51</b>	<b>110</b>	<b>109</b>	<b>82</b>	<b>186</b>	<b>269</b>
净利率	3.5%	6.8%	6.1%	4.5%	8.1%	8.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>净利润</b>	<b>62</b>	<b>128</b>	<b>120</b>	<b>94</b>	<b>216</b>	<b>309</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>41</b>	<b>46</b>	<b>57</b>	<b>59</b>	<b>84</b>	<b>109</b>
<b>非经营收益</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>27</b>	<b>61</b>	<b>26</b>	<b>18</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-12</b>	<b>10</b>	<b>-117</b>	<b>-258</b>	<b>33</b>	<b>-128</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>126</b>	<b>220</b>	<b>87</b>	<b>-45</b>	<b>359</b>	<b>309</b>
<b>资本开支</b>	<b>-128</b>	<b>-85</b>	<b>-187</b>	<b>-300</b>	<b>-530</b>	<b>-200</b>
<b>投资</b>	<b>-4</b>	<b>-1</b>	<b>-100</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-132</b>	<b>-84</b>	<b>-286</b>	<b>-301</b>	<b>-530</b>	<b>-200</b>
<b>股权募资</b>	<b>153</b>	<b>0</b>	<b>1,467</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>15</b>	<b>1</b>	<b>247</b>	<b>-379</b>	<b>-53</b>	<b>-191</b>
<b>其他</b>	<b>-139</b>	<b>-30</b>	<b>-207</b>	<b>-40</b>	<b>-26</b>	<b>-18</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>30</b>	<b>-29</b>	<b>1,507</b>	<b>-419</b>	<b>-79</b>	<b>-209</b>
<b>现金净流量</b>	<b>24</b>	<b>107</b>	<b>1,308</b>	<b>-765</b>	<b>-250</b>	<b>-100</b>

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>货币资金</b>	<b>162</b>	<b>248</b>	<b>1,715</b>	<b>950</b>	<b>700</b>	<b>600</b>
<b>应收款项</b>	<b>285</b>	<b>230</b>	<b>255</b>	<b>301</b>	<b>376</b>	<b>519</b>
<b>存货</b>	<b>279</b>	<b>267</b>	<b>412</b>	<b>511</b>	<b>545</b>	<b>687</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>43</b>	<b>18</b>	<b>45</b>	<b>135</b>	<b>63</b>	<b>86</b>
<b>流动资产</b>	<b>770</b>	<b>763</b>	<b>2,427</b>	<b>1,897</b>	<b>1,684</b>	<b>1,891</b>
%总资产	53.1%	51.5%	74.9%	64.7%	53.2%	54.6%
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>固定资产</b>	<b>603</b>	<b>632</b>	<b>721</b>	<b>964</b>	<b>1,411</b>	<b>1,502</b>
%总资产	41.6%	42.7%	22.2%	32.9%	44.6%	43.4%
<b>无形资产</b>	<b>60</b>	<b>70</b>	<b>72</b>	<b>69</b>	<b>68</b>	<b>67</b>
<b>非流动资产</b>	<b>679</b>	<b>717</b>	<b>814</b>	<b>1,034</b>	<b>1,481</b>	<b>1,571</b>
%总资产	46.9%	48.5%	25.1%	35.3%	46.8%	45.4%
<b>资产总计</b>	<b>1,449</b>	<b>1,479</b>	<b>3,241</b>	<b>2,932</b>	<b>3,165</b>	<b>3,462</b>
<b>短期借款</b>	<b>472</b>	<b>499</b>	<b>767</b>	<b>391</b>	<b>338</b>	<b>146</b>
<b>应付款项</b>	<b>444</b>	<b>368</b>	<b>416</b>	<b>388</b>	<b>453</b>	<b>621</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>27</b>	<b>26</b>	<b>22</b>	<b>26</b>	<b>31</b>	<b>43</b>
<b>流动负债</b>	<b>943</b>	<b>892</b>	<b>1,205</b>	<b>805</b>	<b>822</b>	<b>810</b>
<b>长期贷款</b>	<b>83</b>	<b>57</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	<b>37</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>1,031</b>	<b>954</b>	<b>1,244</b>	<b>841</b>	<b>859</b>	<b>847</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>344</b>	<b>433</b>	<b>1,994</b>	<b>2,075</b>	<b>2,261</b>	<b>2,530</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>74</b>	<b>92</b>	<b>3</b>	<b>15</b>	<b>45</b>	<b>85</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,449</b>	<b>1,479</b>	<b>3,241</b>	<b>2,932</b>	<b>3,165</b>	<b>3,462</b>

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.424	0.920	0.680	0.510	1.163	1.682
每股净资产	2.870	3.608	12.460	12.970	14.132	15.814
每股经营现金净流	1.052	1.833	0.544	-0.281	2.245	1.933
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	14.76%	25.51%	5.46%	3.93%	8.23%	10.63%
总资产收益率	3.51%	7.47%	3.36%	2.78%	5.88%	7.77%
投入资本收益率	10.34%	14.08%	5.28%	4.14%	8.35%	11.19%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	16.96%	11.95%	9.90%	2.98%	24.98%	37.91%
EBIT增长率	64.09%	78.64%	-2.81%	-29.48%	114.80%	39.97%
净利润增长率	24.89%	117.25%	-1.41%	-25.06%	127.97%	44.65%
总资产增长率	26.47%	2.08%	119.05%	-9.53%	7.95%	9.40%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	54.6	55.0	46.9	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	83.7	94.8	99.6	140.0	130.0	120.0
应付账款周转天数	52.9	56.9	47.5	55.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	137.1	138.4	144.6	164.7	198.3	154.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	93.73%	58.79%	-45.66%	-25.02%	-14.13%	-15.93%
EBIT利息保障倍数	2.5	5.7	6.0	9.8	28.9	75.4
资产负债率	71.13%	64.51%	38.38%	28.70%	27.13%	24.46%

**历史推荐和目标定价(人民币)**

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-11-25	买入	25.63	30.00 ~ 30.00
2	2011-12-18	买入	25.88	N/A

来源：国金证券研究所

历史推荐与股价

**投资评级的说明:**

- 强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；  
买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；  
持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；  
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；  
卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

**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	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B