

# 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

## 产能释放或超预期

### 事件

我们近日再次调研了中顺洁柔，与公司高管就公司当前状况、未来发展规划以及生活用纸行业发展前景、市场竞争状况进行了深入地沟通交流。

### 评论

**产能释放或超预期:** 2011年公司新增了5万吨产能(2台设备、各2.5万吨)，同期淘汰了近1万吨落后产能(淘汰设备属于非常陈旧设备，开工率低且产品合格率也较差，实际产量要远低于产能)，两台设备分别于2011年4月、11月正式进行商业生产，目前两台设备已正常运转，开工率达到90%-95%，远高于企业原有设备。2012年公司还将新增12万吨左右产能，分别是江门工厂2台设备产能近6万吨、成都工厂1台设备产能近3万吨、唐山工厂1台设备产能2.5万吨，公司规划投产时间都为2012年底，但我们预计江门、成都工厂投产时间可能超预期，提前投产的可能性较大。预计2012年公司实际有效产能将达到26万吨(我们预测公司2012年销量21万吨)，新增产能有望达到近6万吨，增长28%左右。而且按照公司的规划，在募投项目投产后，将继续加快企业的发展步伐，预计到2015年公司规模将达到50万吨，同时在业务布局上，加大对内地市场的产能投放，增强企业布局的合理性，我们看好公司长期发展前景。

**高价库存近尾声:** 在新设备投产的拉动下，公司高价库存已近尾声，同时公司在2011年11月份已采购了低价原料，我们预计1月下旬，公司产品将开始使用低价木浆，公司业绩拐点可于2012年一季度显现。对于近期木浆价格的上涨，我们再次强调不影响我们业绩预测，我们在测算公司2012年业绩时，假设漂白针叶浆价格720美元/吨、漂白桉木浆价格580美元/吨，当前漂白针叶浆、漂白桉木浆实际成交价格为650-660美元/吨、550-560美元/吨，与我们测算价格仍有一定差距(而且我们在测算公司成本变动时，未考虑化工品及包材成本下降对公司业绩影响，化工品及包材占公司成本20%左右)。对于浆价走势，我们认为国内浆价总体趋势已进入反弹期，但一季度仍是筑底阶段，变化不会很大，市场反弹很可能发生在二季度，换句话说企业仍有足够的时间备库。当前，国内经济未见实质性好转，工厂纸张销售情况也未见改善，库存持续走高的趋势仍在延续，企业压力仍较大。在信贷偏紧及销售不畅的背景下，企业资金链普遍资金偏紧，大部分企业并无大量资金去增加备库，因此木浆大幅反弹的基础仍不坚实，企业大规模采购仍需等待下游纸张消费的真实好转。

**销售有压力、但风险不大:** 2011-2012年是行业及公司产能集中释放期，而且公司新增产能主要集中于华南市场，确实存在一定销售压力，如何消化新增产能也是公司未来2年的工作重点，公司原销售总监提升为总经理也说明了公司对销售问题的重视。但就像我们前几篇报告强调的，公司销售有压力，但风险不大。首先，华南地区每年新增市场容量7-8万吨，但2011-2012年期间华南地区全木浆生活用纸新增产能除了公司外几乎没有。而且目前华南地区消费结构中，仍有40%-50%是低档的非木浆产品，在消费升级的推动下，产品之间存在替代趋势，会给公司腾出一定的市场空间；其次，公司在华南市场只覆盖一、二线城市，自2010年开始推行的渠道下沉政策，效果非常显著，2010年公司华南区营收增长20%，而2011年公司仍需从湖北调拨货源满足华南市场需求；此外，为加强销售，公司2012年将继续加大广告投放力度，提高公司品牌影响力，同时加强对优质经销商激励政策，通过加大返点力度或部分承担经销商支付给终端卖场的管理费及其他杂费等方式扶持发展前景好的经销商，增强经销商的向心力。

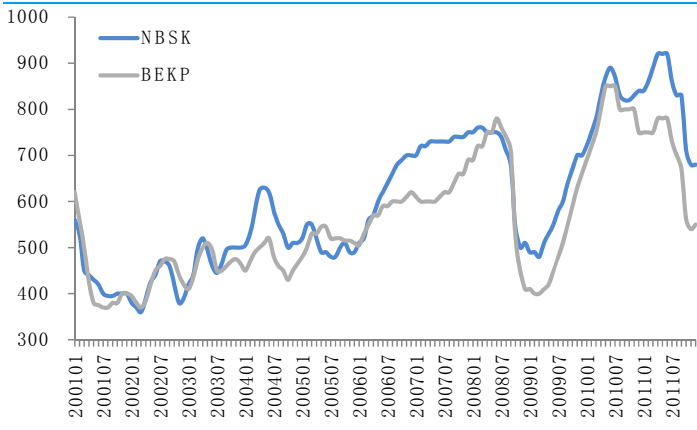
**费用控制前景值得期待：**公司吨纸价格、吨纸毛利均高于维达，但吨纸净利低于维达近 30%，除了财务费用外，最主要是销售费用影响（吨纸销售费用：维达 1340 元 VS 中顺 1690 元）。公司已充分意识到此问题，2011 年起董事长亲自挂帅解决高昂的渠道费用问题。首先继续调整经销商队伍，取消部分经营较差的经销商合作资格，加大对发展前景好的经销商的扶持力度；其次，严格控制费用支出，重点引入财务管理人员对公司费用支出环节的控制，对每一笔支出必须做到有理有据，以防利益漏出现象；另外，推行新的企业管理 ERP 系统，加强原料采购、生产、销售对接，提高企业的管理效率。

**所得税变化，部分影响业绩：**公司原先获得的“两免三减半”及高新技术企业等税收政策优惠多已到期或已不适用，公司 2011-2013 年将执行正常所得税政策，即 25% 税率，部分影响业绩预测。

### 投资建议

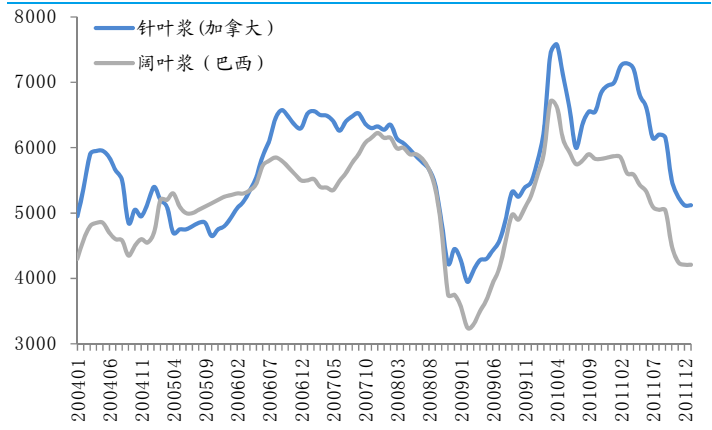
生活用纸作为弱周期行业，受经济波动影响小，产品价格具有较好的粘性，同时显著受益于成本下降，业绩增长具有较强的确定性。在大多数行业及企业因经济下行，盈利增速趋于下降的背景下，我们认为公司具有较好的投资价值，而且公司募投项目投产后产能快速翻番，同时制约公司盈利的成本因素消失，盈利弹性较大，我们建议积极买入。根据企业经营情况及所得税变化因素，我们修正了公司 2011-2013 年盈利预测，EPS 分别为 0.51 元、1.12 元、1.62 元，给予公司未来 6-12 个月 30 元目标价，相当于 26.8x12PE 和 18.6x13PE。

图表1: 漂白针叶浆供应商报价 (美元/吨)

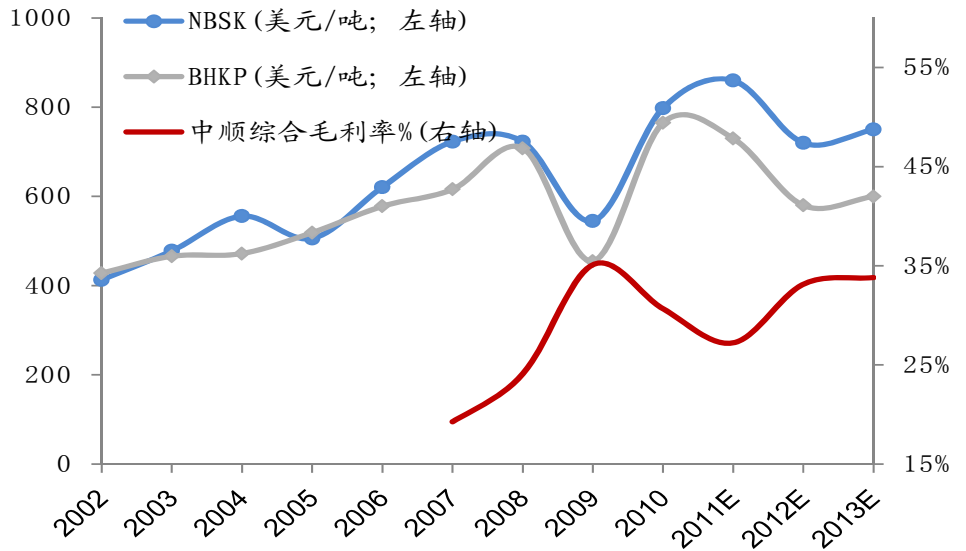


来源: 国金证券研究所

图表2: 国内现货市场价 (元/吨)



图表3: 公司毛利率预测



来源: 国金证券研究所

图表4: 公司投产设备情况

	产能 (万吨)	幅宽/车速	投产时间	投产地点	供应商	纸机特点
#1	2.5	幅宽3.5m; 车速1500m/min	2011.4	江门	Toscotec	该系列纸机是特斯科针对中国市场天然气能源短缺的特点开发的创新型节能纸机, 可最大限度地提高大直径钢质扬克烘缸在干燥过程的作用, 并保证在最高蒸发量时能耗最低。新纸机具有能耗低和达产率等特点
#2	2.5	幅宽3.5m; 车速1500m/min	2011.11	江门	Toscotec	
#3	2.5	幅宽3.5m; 车速1500m/min	2012	唐山	Toscotec	
#4	2.8	幅宽3.6m; 车速1600m/min	2012	江门	Toscotec	
#5	2.8	幅宽3.6m; 车速1600m/min	2012	江门	Toscotec	
#6	2.8	幅宽3.6m; 车速1600m/min	2012	成都	Toscotec	
合计	15.9					

来源: 国金证券研究所

图表5: 公司实际有效产能及销量预测

	2010	2011	2012E	2013E
公司产能 (万吨)	18.6	23	35	35
公司实际有效产能 (万吨)	18.6	20.3	26	35
销量预测 (万吨)	15.5	16.7	21.0	28.0

来源: 国金证券研究所, 注: 实际有效产能主要考虑到投产时间因素

图表7: 公司收入季节性

	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%	589.00	32.2%

来源: 国金证券研究所

图表6: 公司与维达国际比较 (2010 年数据)

	企业竞争力比较 (元/吨)			
	吨纸价格	吨纸毛利	吨纸销售费用	吨纸净利 (元/吨)
维达国际	10865	3203	1342	1113
中顺洁柔	11293	3462	1686	775

图表8: 公司业绩敏感性分析

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9: 分产品销售预测表

项 目						
<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	109.00	137.00	175.00
增长率 (YOY)		22.79%	-1.92%	6.86%	25.69%	27.74%
销售收入 (百万元)	857.23	981.71	1,022.85	1,093.27	1,301.50	1,697.50
增长率 (YOY)		14.52%	4.19%	6.88%	19.05%	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	849.47	938.51	1,216.25
增长率 (YOY)		-2.16%	14.43%	12.03%	10.48%	29.59%
毛利 (百万元)	179.93	319.05	264.61	243.80	362.99	481.25
增长率 (YOY)		77.32%	-17.06%	-7.87%	48.89%	32.58%
占总销售额比重	59.63%	60.73%	58.63%	57.72%	56.85%	53.76%
占主营业务利润比重	51.98%	56.20%	49.45%	47.09%	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	34.00	40.00	56.00
增长率 (YOY)		45.02%	2.61%	8.28%	17.65%	40.00%
销售收入 (百万元)	244.93	358.36	404.54	438.60	496.00	705.60
增长率 (YOY)		46.31%	12.89%	8.42%	13.09%	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	292.41	299.98	425.60
增长率 (YOY)		27.20%	17.70%	13.69%	2.59%	41.88%
毛利 (百万元)	73.14	139.83	147.33	146.19	196.02	280.00
增长率 (YOY)		91.20%	5.36%	-0.78%	34.09%	42.84%
占总销售额比重	17.04%	22.17%	23.19%	23.16%	21.66%	22.35%
占主营业务利润比重	21.13%	24.63%	27.53%	28.24%	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	14.50	21.00	30.00
增长率 (YOY)		5.71%	18.02%	10.69%	44.83%	42.86%
销售收入 (百万元)	157.68	165.64	211.86	234.90	329.70	477.00
增长率 (YOY)		5.05%	27.91%	10.88%	40.36%	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	149.35	193.20	279.00
增长率 (YOY)		-10.22%	30.30%	16.83%	29.36%	44.41%
毛利 (百万元)	48.41	67.53	84.02	85.55	136.50	198.00
增长率 (YOY)		39.50%	24.42%	1.82%	59.55%	45.06%
占总销售额比重	10.97%	10.25%	12.14%	12.40%	14.40%	15.11%
占主营业务利润比重	13.98%	11.89%	15.70%	16.52%	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	4.50	7.00	14.00
增长率 (YOY)		-17.54%	-25.53%	28.57%	55.56%	100.00%
销售收入 (百万元)	84.61	74.09	57.38	73.80	111.30	225.40
增长率 (YOY)		-12.43%	-22.56%	28.63%	50.81%	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	48.60	67.90	137.20
增长率 (YOY)		-26.10%	-21.63%	35.76%	39.73%	102.05%
毛利 (百万元)	22.80	28.42	21.58	25.20	43.40	88.20
增长率 (YOY)		24.61%	-24.06%	16.79%	72.19%	103.25%
占总销售额比重	5.89%	4.58%	3.29%	3.90%	4.86%	7.14%
占主营业务利润比重	6.59%	5.01%	4.03%	4.87%	5.72%	8.26%
<b>其它</b>						
平均售价 (元/吨)	9,597.53	9,658.68	10,682.89	10,700.00	10,200.00	10,400.00
增长率 (YOY)		0.64%	10.60%	0.16%	-4.67%	1.96%
销售数量 (千吨)	9.70	3.80	4.50	5.00	5.00	5.00
增长率 (YOY)		-60.82%	18.42%	11.11%	0.00%	0.00%
销售收入 (百万元)	93.10	36.70	48.07	53.50	51.00	52.00
增长率 (YOY)		-60.58%	30.98%	11.29%	-4.67%	1.96%
毛利率	23.49%	35.13%	36.55%	31.78%	39.22%	39.42%
销售成本 (百万元)	71.23	23.81	30.50	36.50	31.00	31.50
增长率 (YOY)		-66.57%	28.11%	19.66%	-15.07%	1.62%
毛利 (百万元)	21.87	12.89	17.57	17.00	20.00	20.50
增长率 (YOY)		-41.04%	36.27%	-3.23%	17.64%	2.49%
占总销售额比重	6.48%	2.27%	2.76%	2.82%	2.23%	1.65%
占主营业务利润比重	2.00%	1.23%	1.45%	1.24%	1.31%	0.98%
销售总收入 (百万元)	1437.54	1616.50	1744.69	1894.07	2289.50	3157.50
销售总成本 (百万元)	1091.39	1048.77	1209.58	1376.33	1530.60	2089.55
毛利 (百万元)	346.15	567.72	535.12	517.74	758.90	1067.95
平均毛利率	24.08%	35.12%	30.67%	27.33%	33.15%	33.82%

来源: 国金证券研究所

图表10: 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>1,894</b>	<b>2,290</b>	<b>3,158</b>
增长率		11.9%	9.9%	6.5%	20.9%	37.9%
主营业务成本	-1,099	-1,051	-1,244	-1,376	-1,531	-2,090
<b>%销售收入</b>	<b>76.0%</b>	<b>64.9%</b>	<b>69.9%</b>	<b>72.7%</b>	<b>66.9%</b>	<b>66.2%</b>
毛利	347	567	535	518	759	1,068
%销售收入	24.0%	35.1%	30.1%	27.3%	33.1%	33.8%
营业税金及附加	-3	-7	-6	-8	-9	-13
%销售收入	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-185	-295	-261	-284	-355	-505
%销售收入	12.8%	18.3%	14.7%	15.0%	15.5%	16.0%
管理费用	-57	-82	-89	-95	-114	-158
%销售收入	3.9%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	102	183	178	131	280	392
%销售收入	7.1%	11.3%	10.0%	6.9%	12.2%	12.4%
财务费用	-41	-32	-30	-10	1	6
%销售收入	2.8%	2.0%	1.7%	0.5%	0.0%	-0.2%
资产减值损失	-3	-1	-7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	58	149	141	122	281	398
营业利润率	4.0%	9.2%	7.9%	6.4%	12.3%	12.6%
营业外收支	5	5	3	18	15	20
税前利润	<b>63</b>	<b>154</b>	<b>144</b>	<b>140</b>	<b>296</b>	<b>418</b>
利润率	4.4%	9.5%	8.1%	7.4%	12.9%	13.2%
所得税	-1	-26	-24	-38	-77	-104
所得税率	1.5%	16.7%	16.8%	27.0%	26.0%	25.0%
净利润	62	128	120	102	219	313
少数股东损益	11	18	11	20	40	55
<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>179</b>	<b>258</b>
净利率	3.5%	6.8%	6.1%	4.3%	7.8%	8.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	62	128	120	102	219	313
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	41	46	57	59	84	109
非经营收益	35	35	27	38	-3	-17
营运资金变动	-12	10	-117	-276	50	-128
<b>经营活动现金净流</b>	<b>126</b>	<b>220</b>	<b>87</b>	<b>-77</b>	<b>349</b>	<b>278</b>
资本开支	-128	-85	-187	-282	-515	-180
投资	-4	-1	-100	-1	0	0
其他	0	2	0	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-132</b>	<b>-84</b>	<b>-286</b>	<b>-283</b>	<b>-515</b>	<b>-180</b>
股权募资	153	0	1,467	0	0	0
债权募资	15	1	247	-519	-223	-26
其他	-139	-30	-207	-36	-12	-3
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>30</b>	<b>-29</b>	<b>1,507</b>	<b>-555</b>	<b>-234</b>	<b>-29</b>
<b>现金净流量</b>	<b>24</b>	<b>107</b>	<b>1,308</b>	<b>-915</b>	<b>-400</b>	<b>69</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
货币资金	162	248	1,715	800	400	469
应收款项	285	230	255	311	376	519
存货	279	267	412	528	545	687
其他流动资产	43	18	45	140	63	86
流动资产	770	763	2,427	1,779	1,384	1,760
%总资产	53.1%	51.5%	74.9%	63.2%	48.3%	52.8%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	603	632	721	964	1,411	1,502
%总资产	41.6%	42.7%	22.2%	34.3%	49.2%	45.1%
无形资产	60	70	72	69	68	67
非流动资产	679	717	814	1,034	1,481	1,571
%总资产	46.9%	48.5%	25.1%	36.8%	51.7%	47.2%
<b>资产总计</b>	<b>1,449</b>	<b>1,479</b>	<b>3,241</b>	<b>2,813</b>	<b>2,865</b>	<b>3,331</b>
短期借款	472	499	767	250	27	0
应付款项	444	368	416	401	452	620
其他流动负债	27	26	22	27	31	43
流动负债	943	892	1,205	678	511	663
长期贷款	83	57	36	36	36	37
其他长期负债	5	5	2	0	0	0
<b>负债</b>	<b>1,031</b>	<b>954</b>	<b>1,244</b>	<b>714</b>	<b>547</b>	<b>700</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>344</b>	<b>433</b>	<b>1,994</b>	<b>2,076</b>	<b>2,255</b>	<b>2,513</b>
少数股东权益	74	92	3	23	63	118
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,449</b>	<b>1,479</b>	<b>3,241</b>	<b>2,813</b>	<b>2,865</b>	<b>3,331</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	0.512	1.120	1.615
每股净资产	2.870	3.608	12.460	12.972	14.093	15.707
每股经营现金净流	1.052	1.833	0.544	-0.480	2.184	1.739
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%	3.95%	7.95%	10.28%
总资产收益率	3.51%	7.47%	3.36%	2.91%	6.26%	7.76%
投入资本收益率	10.34%	14.08%	5.28%	4.02%	8.71%	11.02%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	16.96%	11.95%	9.90%	6.48%	20.88%	37.91%
EBIT增长率	64.09%	78.64%	-2.81%	-26.02%	113.47%	39.89%
净利润增长率	24.89%	117.25%	-1.41%	-24.70%	118.60%	44.15%
总资产增长率	26.47%	2.08%	119.05%	-13.20%	1.85%	16.27%
<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	159.3	198.3	154.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	93.73%	58.79%	-45.66%	-24.48%	-14.53%	-16.40%
EBIT利息保障倍数	2.5	5.7	6.0	13.6	-326.7	-70.6
资产负债率	71.13%	64.51%	38.38%	25.39%	19.09%	21.01%

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
3	2011-12-26	买入	22.99	N/A

来源：国金证券研究所



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