

科达机电 (600499.SH) 其它专用设备行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

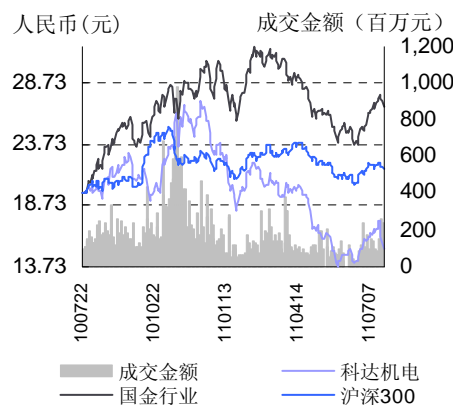
市价(人民币): 15.18 元

目标(人民币): 21.20 元

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	598.38
总市值(百万元)	9,215.50
年内股价最高最低(元)	27.27/13.73
沪深 300 指数	3059.14
上证指数	2765.89



相关报告

1. 《业绩符合预期,今年下半年是发展关键》, 2011.2.28
2. 《业绩环比略下滑,前景依然看好》, 2010.10.31

刘波

分析师 SAC 执业编号: S1130511030010
(8621)61038283
liubo@gjzq.com.cn

似曾相识燕归来

公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.301	0.403	0.662	0.952	1.243
每股净资产(元)	2.69	2.48	3.01	3.66	4.78
每股经营性现金流(元)	0.87	0.45	0.40	0.95	1.33
市盈率(倍)	72.59	59.19	22.91	15.95	12.21
行业优化市盈率(倍)	53.21	53.21	53.21	53.21	53.21
净利润增长率(%)	20.71%	33.94%	64.48%	43.64%	30.67%
净资产收益率(%)	14.73%	16.26%	22.00%	25.98%	26.03%
总股本(百万股)	453.60	598.38	598.38	598.38	598.38

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **目前公司投资值得再次重视。**主要理由有三点: 第一, 陶瓷行业开始针对存量老式水煤气炉进行淘汰(晋江、唐山等地), 意味推广新型煤气化炉的重大行业机遇来临, 新型煤气化炉发展依然前景光明; 第二, 看齐全球巨头博世力士乐技术的液压泵成型, 发展空间大, 产品放量只待时日; 第三, 一些研发的关键技术(对公司未来利润及民族地位有很大促进作用的技术)正不断取得突破。
- **新型煤气化炉推广过程的经验及教训。**客观看, 公司新型煤气化炉推出早于市场需求 2 年, 在中国目前环保措施还未严格执行的条件下, 取代老式水煤气炉之路较为曲折; 其次, 推广时采取了相对激进的营销策略, 低估了客户执行合同能力, 如煤炭价格涨, 客户并不情愿提气价, 此时针对单一客户的“卖气不卖设备”的模式受到挑战。2008 年我们的报告就指出, 公司新型煤气化炉未来的发展方向是 IGCC 与工业园。公司吸取过去的教训后, 未来将主要经营“一对多”的工业园模式, 由于目前市场缺乏示范性项目, 预计 9 月份沈阳项目建成后, 将带来新订单。在环保压力下, 预计工业园集中采用清洁气的需求将大幅增加。
- **并购恒力泰, 改善毛利率, 提升盈利水平。**合并恒力泰效益回升明显。2010 年两家企业压砖机销售近 1000 台, 两者 09 年的价格战曾让毛利率降至 15% 以下, 目前大幅提升至 25-30%, 将成为 2012 年利润重要增长点。

投资建议

- 公司始终提供一个良好的发展平台, 广纳人才, 产品几乎都达国内领先水平。随着各项创新业务的推进, 公司业绩未来将快速增长。尽管前期推广煤气化炉低于市场预期, 但这仅是一个小波折, 未来前景我们十分看好。
- 预计 2011-2013 年公司销售收入 2,599、3,792、4,849 百万元, 归属于母公司净利润分别为 396、569、744 百万元, 对应 EPS 分别为 0.66、0.95、1.24 元。
- 维持公司“买入”评级。未来 6-12 个月 21.20 元目标价, 相当于 32x2011PE 和 22x2012PE。考虑到非经常性损益情况, 公司今年业绩有大幅超预期可能。

风险

- 陶瓷行业订单大幅下滑, 煤气化炉推广仍不顺。

内容目录

液压泵是工业心脏，发展前景光明	3
政策变向，环保将突出煤炭的清洁利用	4
新型煤气化炉仍有巨大的发展空间	5
新型煤气化炉解决了环保，填补了市场空白	5
多项技术及设备有望爆发性增长.....	7
股票估值	7
附录：三张报表预测摘要	9

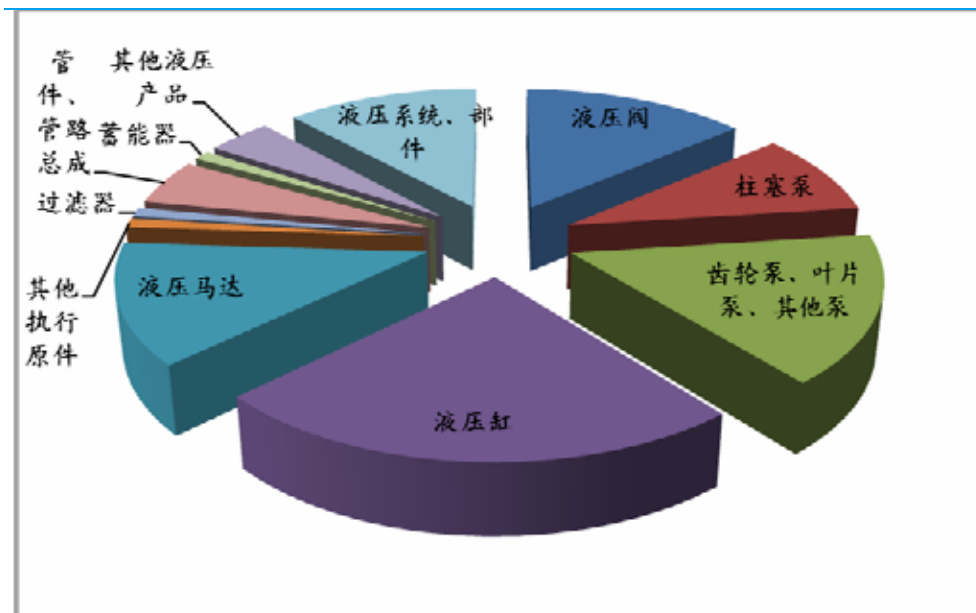
图表目录

图表 1：2010 年国内各液压产品产值构成.....	3
图表 2：国内液压泵下游应用领域.....	4
图表 3：2015 年国内工程机械领域的液压泵/马达规模	4
图表 4：全球液压龙头企业.....	4
图表 5：公司新型煤气化炉工作流程	5
图表 6：公司新型炉与传统固定床煤气炉能耗对比.....	6
图表 7：公司与 Shell 炉型对比图	6
图表 8：公司一代与二代与 Shell 炉型结构异同点.....	7
图表 9：公司 EPS 分拆情况	8

液压泵是工业心脏，发展前景光明

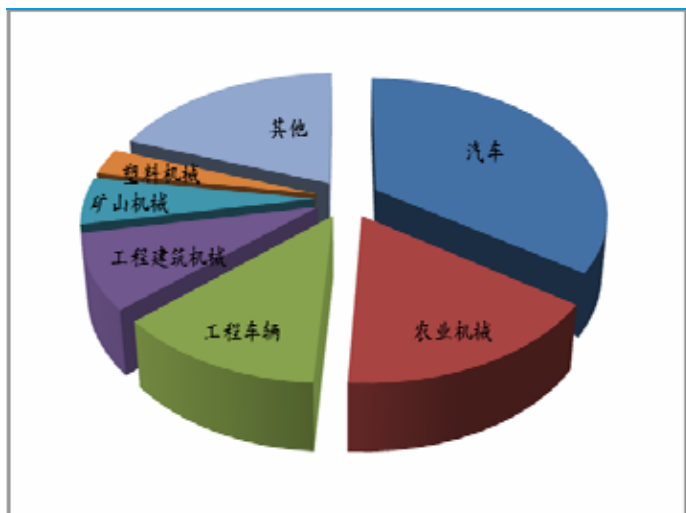
- 液压泵是液压系统的动力元件，其作用是将原动机的机械能转换成液体的压力能，向整个液压系统提供动力。主要分为齿轮泵、叶片泵和柱塞泵。
- 2004 年，全球液压件销售规模约 167 亿欧元，主要市场份额分布在美国（37.9%）、西欧（41.8%）、日本（11.8%）和中国（仅占 6.9%）。到了 2007 年，中国液压市场销售额约占全球液压市场销售总额的 14%，居美国和德国之后位列全球第三。
- 2010 年国内液压行业完成工业总产值 351.13 亿元，产品进口 28.58 亿美元，出口 3.67 亿美元，不考虑库存状况，测算得国内销售总额 513.18 亿元，主要的应用领域为工程机械、冶金矿山行业、汽车等。国内工程机械等领域的快速发展将带动液压泵的需求。预计到 2015 年，我国挖掘机等工程机械需求数量约为 80 万台，相应该领域液压泵/马达的产值规模就将达到约 50 亿元。以工程机械的需求量占比将近一半保守计算，届时国内相应的液压泵/马达产值规模超过 100 亿元。
- 目前我国液压件及成套液压系统集成技术与国外相比仍存在较大差距，高性能元件大部分依靠进口。如液压泵中的柱塞泵，75% 的市场被国外液压厂商占据。全球两大强势企业——Rexroth 和日本川崎的柱塞泵年产量都超过 100 万台，而国内目前没有一家企业年产量能超过 6 万台。至于低端的叶片泵和齿轮泵，国内份额则大于柱塞泵，产品结构与发达国家有较大差距。
- 主要企业方面，全球前 6 大企业市场份额超过 50%，Rexroth、Parker、Eaton 等著名的液压元件制造商不仅向市场提供高品质的液压元件，而且也提供大量的液压成套设备，配以其先进的运动控制系统实现精确运动控制。国内的大型企业包括榆次液压、上海立新、北京华德（此三家企业的液压系统年销售收入在亿元以上）、长江液压等。
- 公司液压泵已由合资公司（51% 股权，注册资本 2000 万，科达液压）取得了较大进展。公司产品的可靠性、耐久性已经高于全球最大的德国力士乐，而售价不到力士乐在国内的 50%，即使如此，公司液压泵仍能保持在 50% 的毛利率。预计今年销量 800-1000 台，未来前景极好。

图表1：2010 年国内各液压产品产值构成



来源：中国液压协会、国金证券研究所

图表2：国内液压泵下游应用领域



来源：中航重机公司公告、国金证券研究所

图表3：2015年国内工程机械领域的液压泵/马达规模

行业	主机数量（万台）	液压泵/马达规模（亿元）
挖掘机	16	22.7
压实机械	3.5	4.55
混凝土机械	40	16
装载机	21	2.63
合计	80.5	45.88

图表4：全球液压龙头企业

国家	企业名称	概述
美国	丹尼逊（Denison）	专业设计的液压机液体动力系统和组分一主导工业制造商和服务商。在十八个国家中设立了分公司。销售网络覆盖遍布全球超过五十个国家和地区。每年销售额超过一亿五千万美元。
德国	哈威（Hawe）	在德国国内设有多个销售代表处，并在全球有 30 多家销售代理，其中包括 8 家全资销售子公司。
美国	派克汉尼汾（Parker Hannifin）	拥有 12,000 多家经销商，拥有同行业中最大的经销网络，为 427,000 多家客户服务。
德国	贺德克（Hydac）	世界著名的过滤器、蓄能器、液压阀、电子产品、管夹、电磁铁、液压系统总成等产品的液压件制造商。
德国	博世力士乐（Rexroth）	提供工业液压、电子传动与控制、线性传动与组装技术、气动、液压传动服务以及行走机械液压方面的传动与控制解决方案。
美国	伊顿威格士（Eaton Vickers）	主要产品包括液压泵、马达、油缸、液压阀等。年销售额为 98 亿美元。

来源：国金证券研究所

政策变向，环保将突出煤炭的清洁利用

- “十二五”期间，科技部将以重大专项等国家科学技术规划实施为突破口，重点支持风能、太阳能、生物质能等新能源、节能环保技术、新材料、生物医药、生物育种、信息网络、电动汽车和现代服务业等领域的核心关键技术的攻关和系统集成。
- 节能环保涉及煤炭的清洁利用。近期国家部委重点鼓励清洁煤利用技术，公司在清洁煤技术的成型化、市场化、环保、高效等方面，居于国内前

列，我们预计政府将在政策及资金上给予该领域重点扶植。公司去年获得科技部 3500 万元资金支持，马鞍山也补贴了 4000 万元。预计今年科技部可能批准略小于去年的补助。

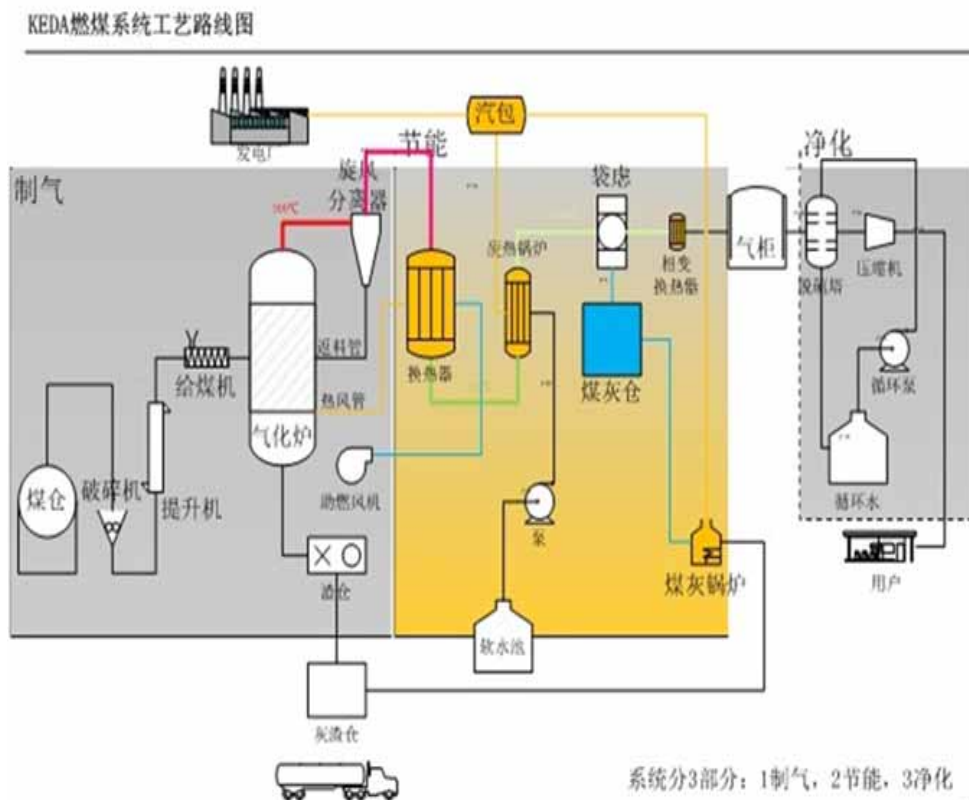
- 今年行业政策发生了较大变化，陶瓷行业开始针对存量老式水煤气炉进行淘汰（晋江、唐山等地），意味推广新型煤气化炉的重大行业机遇来临，新型煤气化炉发展依然前景光明。

新型煤气化炉仍有巨大的发展空间

新型煤气化炉解决了环保，填补了市场空白

- 目前陶瓷行业运行着约 3000 台老式水煤气炉，不环保是其最大的缺点。在国内环保压力越来越大的情况下，不仅仅是陶瓷行业，而且钢铁、冶金有色、玻璃等行业，都存在的大量老式水煤气炉存在替换空间。我们认为这些市场对环保新型煤气炉的需求至少在 6000 台以上，如果加上天然气改煤气的需求空间，国内发展空间巨大。
- 公司新型煤气化炉一是解决市场空缺，二是解决了细分市场的环保问题。尽管从冷煤气效率来讲，并不是世界上最先进的，但我们预计 2-3 年内没有任何竞争对手。
- 根据前期的运行情况，公司煤气炉节能效果显著。按每小时供气量 20 万方的试验数据推算，年节约标煤 5.56 万吨，相当于节能 16%，折合成现价达 4450 万元。如果按 1 台每小时 1 万方的炉子计算，相当于每台炉子比传统水煤气炉运行，年节约成本 223 万元。

图表5: 公司新型煤气化炉工作流程



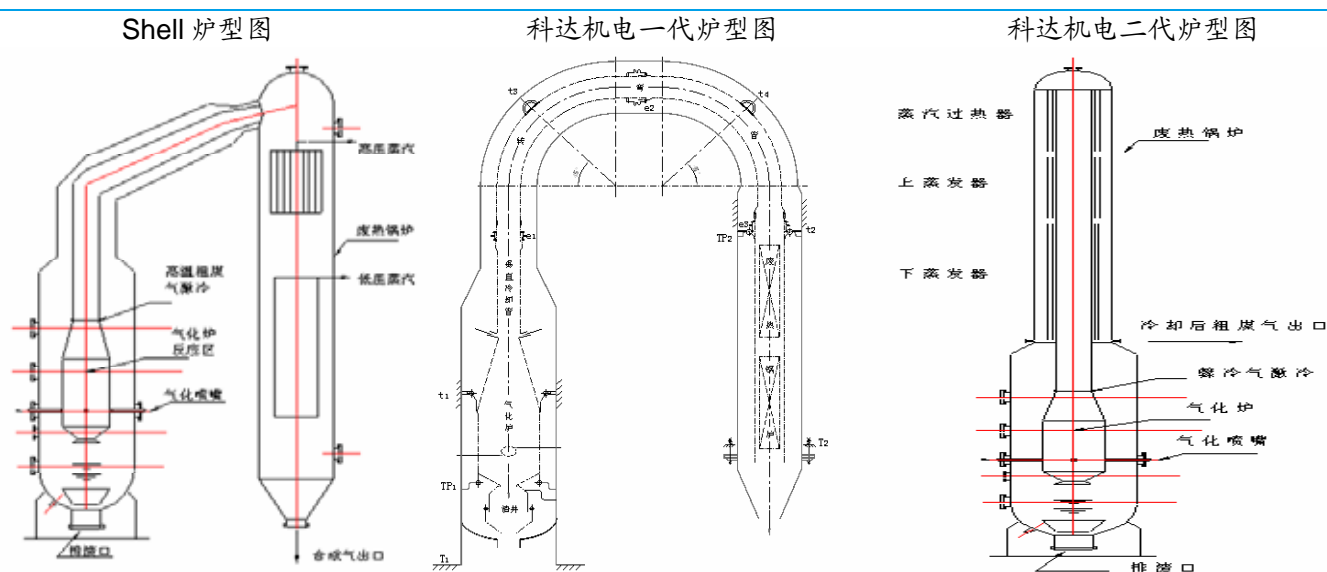
来源：公司、国金证券研究所

图表6: 公司新型炉与传统固定床煤气炉能耗对比

数量	产气量 (Nm ³ /h)	固定床煤气炉	科达洁能炉
		200,000	200,000
煤	热值 (kcal)	6,000	5,200
	日耗煤 (t)	1,545	1,500
	筛分功率 (kW)	300	0
	破碎功率 (kW)	0	500
	输送功率 (kW)	400	150
助燃风	总功率 (kW)	2,200	2,000
辅机	给煤机 (kW)	0	220
	出渣机 (kW)	110	110
其它	日产焦油 (t)	50	0
	日产煤灰 (t)	0	300
	可发电 (kW)	0	15,000
煤气热值	Q _{ar} (kcal)	1,500	1,400
总计	年煤用量 (t)	417,150	405,000
	年用电量 (kW h)	19,504,800	-77,889,600
	年折合标煤用量 (t)	346,643	291,005
节约成本	按煤炭800元/吨不含税计算, 万元		4,451

来源: 国金证券研究所

图表7: 公司与 Shell 炉型对比图



来源: 国金证券研究所

图表8: 公司一代与二代与 Shell 炉型结构异同点

		Shell 气化装置	倒 U 型粉煤气化装置	塔型粉煤气化装置	备注
结构异同点	气化反应器	四烧嘴中心对称布置, 小切圆 3~5°	四烧嘴中心对称布置, 小切圆 4.5~6°	四烧嘴中心对称布置, 小切圆 4.5~6°	结构基本相同; 气化烧嘴完成国产化设计
	排渣装置	水激冷	水激冷	水激冷	结构基本相同
	激冷器	低温合成气激冷	低温合成气激冷	低温合成气激冷; 优化激冷器结构, 提高激冷效果	结构不相同
	垂直冷却管	单面吸热金属利用率 50%	单面吸热金属利用率 50%	双面吸热金属利用率接近 100%	塔型装置以中心管代替垂直冷却管和转弯管
	转弯管	45° 转弯管	180° 转弯管	无转弯管	
	废锅部分	内圈盘管单面吸热	内圈盘管单面吸热	中心管及全部盘管双面吸热	结构不相同
	装置整体结构	较复杂	较复杂	较简单	壳体外形简单, 省去了恒力吊; 内件连接省去膨胀节, 减少了内件和壳体重量
气化装置建筑高度		一般 45 米	较低 38 米	较高 55 米	
气化装置建筑占地		较大	最大	较倒 U 型和 Shell 装置少一半	
气化装置重量及安装难度		重量较重; 安装较难	重量较重; 安装较难	重量略轻; 相对较为容易	
气化装置造价		高	较高	节约成本约 20%	内件、壳体体积减少, 节约设备费和建筑安装费
系统变化和不足		废锅装置中传热面效率有待提高	废锅装置中传热面效率有待提高	流道阻力变化; 系统基座载荷变化	

来源: 国金证券研究所

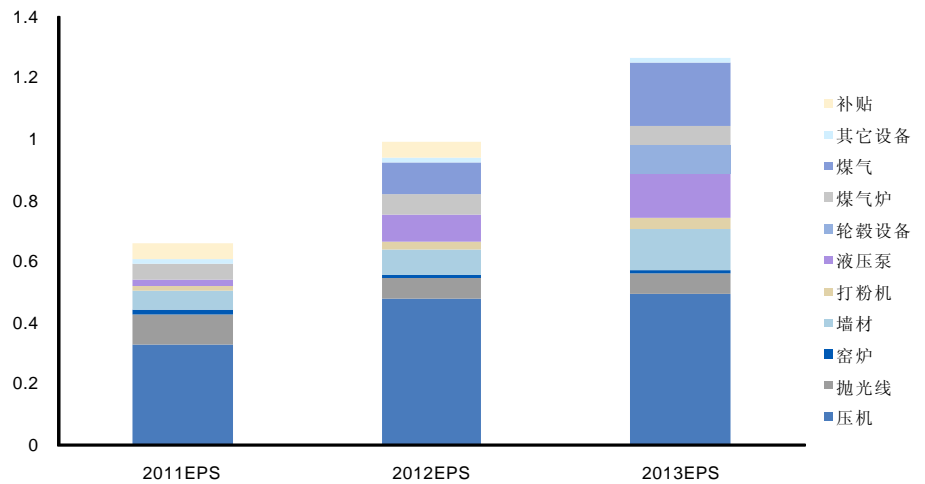
多项技术及设备有望爆发性增长

- **薄板陶瓷。**公司研制了国内领先的大规格建筑陶瓷薄板生产线, 改写了陶瓷企业“高污染、高能耗、高成本”的行业现状。目前市场上的瓷砖 9mm 厚就足够用, 但却往往达 11、13mm, 甚至 20mm。公司研发的薄板的主要特点是“大、薄、轻、硬、新”, 目前生产的薄板尺寸为 1800 × 900mm、厚度为 5.5mm, 相比同等面积节材 75%、节电 26.6%、节水 63.2%、降低废渣排放 91.6%、降低综合能耗 84.3%, 减少二氧化碳、二氧化硫等污染物排放高达 84%, 是真正符合国家节能减排要求的环保节能型产品。
- **陶瓷固体废渣制砖设备。**有望带动公司利润增长。目前佛山尚没有废渣做透水砖的成型设备。这项技术的推广, 尚需政府的支持, 如福建省就要求每家陶瓷企业设立一条废渣做透水砖的生产线。
- **球磨机+喷雾塔。**公司新产品节能 20%, 全国 5000 台喷雾塔存量, 不节能, 公司提供 200 万元/台的节能设备, 具有巨大的替换市场。
- **墙材机械。**归属于马鞍山全资子公司下, 2010 年销售额 0.8 亿元, 预计今年 1.5-2 亿元销售额, 市场占有率不到 10%, 未来发展很快。
- **粉体机械。**目前持股 95%, 湖南粉体工程有限公司, 打粉机为核心, 未来将达年几个亿销售额, 打粉效率高, 能耗降低 2/3, 主要矿山使用。
- **轮毂设备。**主体设备已经突破, 全线预计 10 月建成。很核心技术。

股票估值

- 预计 2011-2013 年公司销售收入 2,599、3,792、4,849 百万元，归属于母公司净利润分别为 396、569、744 百万元，对应 EPS 分别为 0.662、0.952、1.243 元。
- 维持公司“买入”评级。未来 6-12 个月 21.20 元目标价位，相当于 32x2011PE 和 22x2012PE。考虑到非经常性损益情况，公司业绩有大幅超预期可能。

图表9：公司 EPS 分拆情况



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)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1,160	1,426	2,065	2,599	3,792	4,849
增长率		22.9%	44.8%	25.9%	45.9%	27.9%
主营业务成本	-877	-1,163	-1,656	-1,911	-2,753	-3,468
%销售收入	75.6%	81.6%	80.2%	73.5%	72.6%	71.5%
毛利	283	263	409	687	1,040	1,381
%销售收入	24.4%	18.4%	19.8%	26.5%	27.4%	28.5%
营业税金及附加	-7	-11	-10	-14	-21	-27
%销售收入	0.6%	0.8%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-75	-59	-81	-101	-148	-189
%销售收入	6.5%	4.1%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
管理费用	-79	-69	-143	-156	-228	-291
%销售收入	6.8%	4.8%	6.9%	6.0%	6.0%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	121	124	175	416	644	874
%销售收入	10.4%	8.7%	8.5%	16.0%	17.0%	18.0%
财务费用	-8	0	-6	-10	-6	-6
%销售收入	0.7%	0.0%	0.3%	0.4%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-6	-2	-6	-2	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	9	63	53	50	25	28
%税前利润	5.4%	30.1%	19.4%	10.2%	3.6%	3.0%
营业利润	116	185	216	453	661	895
营业利润率	10.0%	13.0%	10.5%	17.4%	17.4%	18.5%
营业外收支	56	24	59	35	30	30
税前利润	172	209	276	488	691	925
利润率	14.9%	14.6%	13.4%	18.8%	18.2%	19.1%
所得税	-8	-26	-30	-54	-104	-139
所得税率	4.4%	12.4%	10.8%	11.0%	15.0%	15.0%
净利润	165	183	246	434	587	786
少数股东损益	16	3	5	38	18	42
归属于母公司的净利润	149	180	241	396	569	744
净利率	12.9%	12.6%	11.7%	15.3%	15.0%	15.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	165	183	246	434	587	786
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	39	36	59	63	79	100
非经营收益	0	-59	-44	-73	-49	-52
营运资金变动	-113	235	11	-184	-47	-40
经营活动现金净流	91	396	272	240	571	794
资本开支	-185	-131	-327	-197	-284	-280
投资	0	-16	-70	-1	0	0
其他	-17	28	12	50	25	28
投资活动现金净流	-202	-119	-385	-148	-259	-252
股权募资	359	30	268	0	-102	0
债权募资	-100	60	149	-204	0	1
其他	-47	-38	-67	-9	-84	-84
筹资活动现金净流	213	52	350	-213	-186	-83
现金净流量	102	329	237	-121	126	459

来源：公司年报、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	343	672	919	798	924	1,383
应收款项	163	175	271	285	416	532
存货	340	330	502	550	792	998
其他流动资产	44	63	56	88	126	158
流动资产	890	1,240	1,748	1,721	2,258	3,071
%总资产	61.0%	59.8%	59.6%	56.0%	58.7%	63.0%
长期投资	74	139	243	244	243	243
固定资产	381	581	686	855	1,091	1,301
%总资产	26.1%	28.0%	23.4%	27.8%	28.3%	26.7%
无形资产	112	111	252	253	254	255
非流动资产	570	833	1,183	1,354	1,590	1,801
%总资产	39.0%	40.2%	40.4%	44.0%	41.3%	37.0%
资产总计	1,460	2,073	2,932	3,075	3,848	4,872
短期借款	50	110	160	0	0	0
应付款项	327	647	850	746	1,080	1,367
其他流动负债	6	50	58	150	182	210
流动负债	384	806	1,067	896	1,262	1,577
长期贷款	0	0	99	99	99	100
其他长期负债	0	0	44	0	0	0
负债	384	806	1,210	995	1,360	1,677
普通股股东权益	1,054	1,222	1,482	1,802	2,192	2,858
少数股东权益	23	45	240	278	296	338
负债股东权益合计	1,460	2,073	2,932	3,075	3,848	4,872

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.249	0.301	0.403	0.662	0.952	1.243
每股净资产	3.065	2.693	2.477	3.011	3.663	4.776
每股经营现金净流	0.265	0.873	0.455	0.401	0.954	1.327
每股股利	0.000	0.300	0.100	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	14.15%	14.73%	16.26%	22.00%	25.98%	26.03%
总资产收益率	10.21%	8.68%	8.22%	12.89%	14.80%	15.27%
投入资本收益率	10.25%	7.92%	7.89%	16.99%	21.15%	22.55%
增长率						
主营业务收入增长率	-8.20%	22.92%	44.82%	25.87%	45.93%	27.86%
EBIT增长率	-14.78%	2.90%	40.94%	137.18%	54.72%	35.83%
净利润增长率	59.12%	20.71%	33.94%	64.48%	43.64%	30.67%
总资产增长率	20.25%	41.92%	41.45%	4.87%	25.15%	26.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	46.2	38.3	34.8	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	144.1	105.2	91.7	105.0	105.0	105.0
应付账款周转天数	73.4	82.0	90.4	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	97.7	141.0	111.3	109.3	97.2	91.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-27.25%	-44.38%	-38.34%	-33.62%	-33.19%	-40.16%
EBIT利息保障倍数	16.0	294.2	30.1	40.3	101.9	137.8
资产负债率	26.26%	38.90%	41.26%	32.36%	35.35%	34.41%

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
强买	0	0	1	3	5
买入	0	0	1	3	7
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.50	1.50	1.55

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-07-01	买入	18.81	N/A
2 2010-07-13	买入	18.78	25.00 ~ 30.00
3 2010-10-31	买入	20.10	N/A
4 2011-02-28	买入	20.89	N/A

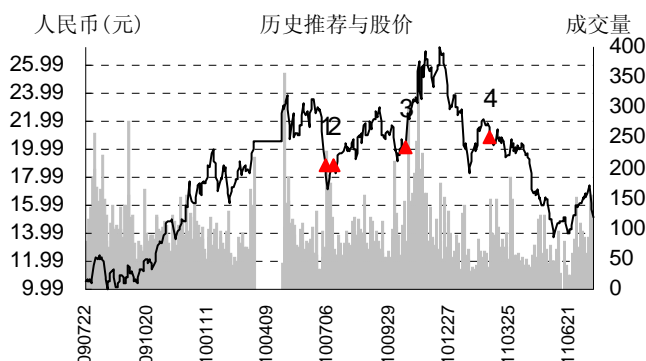
来源：国金证券研究所

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



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：

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、复印件或复制品，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惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-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: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室