

**其他建材**

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

署名人: 王海青

S0960512080002

0755-82026839

wanghaiqing@china-invs.cn

**6-12个月目标价:** 20.00元

当前股价: 16.50元

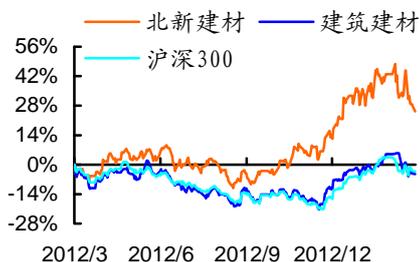
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2310.59
总股本(百万)	575
流通股本(百万)	575
流通市值(亿)	95
EPS	0.76
每股净资产(元)	5.72
资产负债率	55.0%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
北新建材	-12.33%	10.89%	30.43%
建筑建材	-8.90%	8.20%	9.03%
沪深300	-6.47%	14.78%	12.13%



**相关报告**

**北新建材**

**000786**

**强烈推荐**

**利润率继续快速上升, 13年上半年增长更为强劲**

公司12年实现收入66.85亿元, 同比增长12%; 营业利润9.99亿元, 同比增长33.7%; 归属于上市公司净利润6.77亿元, 同比增长29.5%。拟10股派发3.177元(含税)

**投资要点:**

- **经济弱势下石膏板销量增20%, 成本下行助推利润增长29.5%。**石膏板作为可替代性的新型墙体材料, 在经济弱势情况下全年仍实现20%的增长, 销量达10.5亿平米; 预计中期仍能保持15-20%的增速。在价格稳定而煤纸成本大幅下行的情况下, 全年毛利率由去年的22.8%升至26.6%。净利润增长29.5%, 明显高于收入12%的增速。由于目前成本端难以大幅上升, 高盈利水平预计仍将维持。
- **四季度毛利率升至30.5%, 高盈利有望带动13年上半年实现50%以上的增长。**盈利能力自二季度以后逐步上行, 基本上符合我们一直的判断。单季利润创下2.38亿元的历史, 不过单季收入与利润增速仅8%与18%, 主是要11年四季度赞比亚房屋项目确定了近1.5亿的收入而12年四季度基本上没有。主业石膏板目前30%的毛利率预计在13年上半年仍将维持, 我们预计13年一、二季度的利润增速超过50%以上增长的概率较大。
- **石膏板全国布局推动占有率持续提升, 矿棉板将成第二核心产品。**公司以龙牌和泰山分别针对高端与中低端市场, 预计十二五规划的20亿平米有望于2013年实现全部开工。2013年公司石膏板产能将达到18.17亿平米, 鉴于龙牌产能利用率的提升与泰山满产满销的政策, 今年销量有望继续稳定增长。在做好石膏板主业的同时, 公司将矿棉板作为第二核心产品, 将于三年内做到全亚洲最大的企业。此外, 围绕建筑节能与住宅产业化展开的新型房屋发展空间广阔, 目前在谈项目多达120个, 未来有望平稳发展。
- **现金流充沛, 负债率下降, 财务风险较小。**公司12年经营性现金流为11.3亿元, 同期资本开支为11.5亿元, 现金流情况较好。负债率上目前为52.6%, 较去年下降3.4个百分点, 总体财务风险较小。
- **继续给予“强烈推荐”的评级。**规模与合理布局将支持公司持续增长。预计公司13-15年EPS为1.5、1.78、2.01元, 继续强烈推荐。近期股价下调提供了介入的良好时机。

**风险提示:** 受房地产投资影响下游需求不达预期, 公司产品降价。

**主要财务指标**

单位: 百万元	2012年	2013E	2014E	2015E
营业收入	6685	7669	8973	10109
收入同比(%)	12%	15%	17%	13%
归属母公司净利润	677	865	1025	1156
净利润同比(%)	29%	28%	18%	13%
毛利率(%)	26.6%	27.4%	27.2%	26.9%
ROE(%)	19.2%	19.7%	18.9%	17.6%
每股收益(元)	1.18	1.50	1.78	2.01

## 一、毛利率继续快速提升，利润增长 29.5%

### 1.1 成本下行助推利润增速明显高于收入增速

公司 12 年实现收入 66.85 亿元，同比增长 12%；营业利润 9.99 亿元，同比增长 33.7%；归属于上市公司净利润 6.77 亿元，同比增长 29.5%。基本符合我们的预期。

在 12 年全国经济疲软及地产持续调控的大背景下，公司业绩仍能保持稳定增长，一方面得益于石膏板作为新型建材能够对传统墙体材料实现替代，且公司大幅开拓市场提升市场份额；公司 12 年销量增速达 20% 以上，总销量达到 10.5 亿平米。另一方面，废纸与煤价价格下跌，及公司不断进行的成本缩减计划促进利润率大幅提升。盈利能力上，公司 12 年全年毛利率达到 26.6%，较 11 年的 22.8% 上升 3.6 个百分点，不过较 09 与 11 年仍有一定差距。

公司 2012 年已经实现 16.5 亿平米的石膏板全国布局，其规划的 20 亿平米产能预计将于 2013 年实现全部的开工，因此未来两三年仍然能够见到规模的持续增长。虽然近期地产调控政策再次趋紧，市场担心建材公司需求增速下滑，但石膏板能够通过替代传统墙体材料而稳定增长，预计五年内翻番的确定性较高。

我们预计公司 13 年的销量仍将保持在 15-20% 的增速；而由于护面纸行业产能过剩，且煤价仍在低位，目前的高盈利至少能够维持至 13 年年中。

图 1 公司年度经营情况

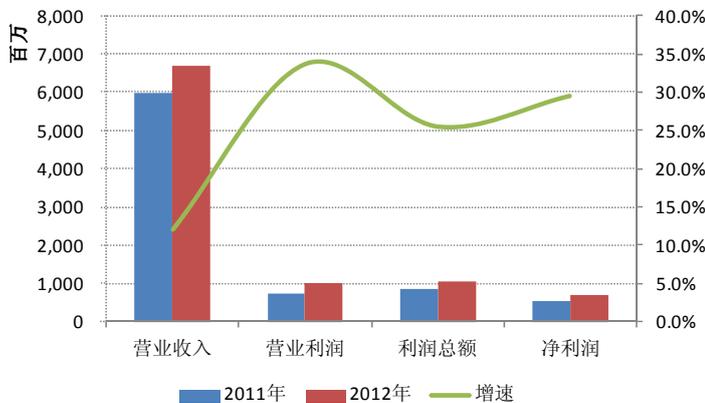
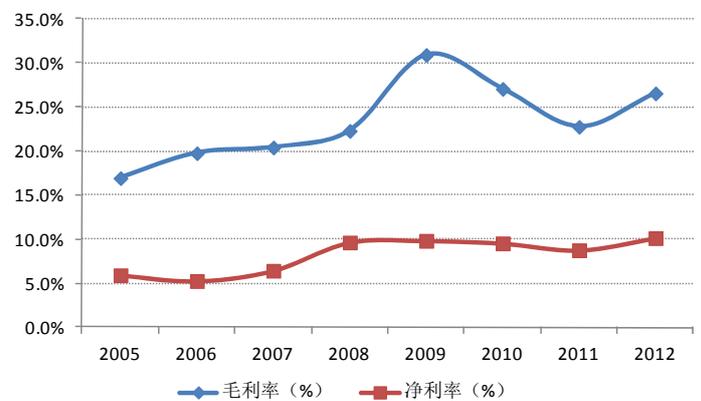


图 2 公司历年利润率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 1.2 四季度毛利率高达 30.8%，净利润 2.38 亿创下历史新高

12 年二季度开始公司盈利能力就持续回升，三季度为 27.4%，四季度单季为 30.8%。这一走势完全符合我们一直认为的公司盈利能力在 11 年是低点，12 年将会逐步上升的判断。我们预计目前 30% 的毛利率至少在 13 年上半年将继续维持，而 13 年全年预计盈利能力将高于 12 年。

四季度三项费用率合计 11.9%，较三季度提高 1.4 个百分点，主要在于管理费用与销售费用略有提升，总体相对稳定。净利润率达到 13.4%，比三季度增加 2.6 个百分点，较去年同期增加 1.3 个百分点。

总体来看，四季度的净利润达到 2.38 亿元，同比增长为 18.6%；这种提升幅度看起来并不是非常高，主要在于 11 年四季度公司赞比亚房屋项目确定了近 1.5 亿的收入，而 12 年四季度数量较少。

**表 1 公司季度经营情况**

	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4
收入 (亿元)	12.58	12.99	9.87	15.39	17.99	16.44	12.35	17.69	19.09	17.72
环比增速	14.4%	3.3%	-24.1%	56.0%	16.9%	-8.6%	-24.9%	43.2%	7.9%	-7.2%
毛利率	26.6%	27.4%	20.1%	22.9%	21.9%	25.1%	20.6%	25.5%	27.4%	30.8%
费用率	11.9%	9.7%	14.3%	8.0%	9.5%	9.9%	14.3%	9.6%	10.5%	11.9%
归属股东净利润 (亿元)	1.07	1.59	0.34	1.53	1.38	1.98	0.47	1.86	2.06	2.38
环比增速	-15.3%	48.7%	-78.8%	355.1%	-10.0%	44.0%	-76.4%	297.0%	10.7%	15.8%
净利率	8.5%	12.2%	3.4%	9.9%	7.7%	12.1%	3.8%	10.5%	10.8%	13.4%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 1.3 13 年上半年利润率增长有望超 50%以上

由于 12 年上半年公司盈利处在历史的相对低位，1 季度与 2 季度仅为 20.6% 与 25.5%；而 13 年上半年有望保持目前达 30% 左右的高盈利（不考虑一季度的季节影响）。再加上销量预计有 15% 以上的增长，我们预计今年上半年的利润有望增长高达 50% 以上。

我们对 13 年一季度、二季度及全年的业绩作了情景分析。在中性的预计下，明年一二季度公司收入增长 8% 与 9%，而净利润同比增长将达到 50% 与 45%。乐观情况下，净利润增长可达到 97% 与 59%。

**表 1 北新建材 2013 年上半年单季盈利增长情景分析**

		悲观		中性		乐观	
		绝对值	增速	绝对值	增速	绝对值	增速
2013Q1	收入	13.2	7%	13.3	8%	13.6	10%
	毛利率	22.0%		22.5%		24.0%	
	净利率	4.8%		5.3%		6.4%	
	净利润	0.63	35%	0.70	50%	0.93	97%
2013Q2	收入	19.2	9%	19.4	9%	19.9	12%
	毛利率	28.5%		29.0%		30.0%	
	净利率	13.1%		13.9%		14.9%	
	净利润	2.52	36%	2.69	45%	2.95	59%
2013	收入	78.3	14%	78.3	14%	78.3	14%
	毛利率	26.4%		27.2%		28.1%	
	净利率	10.5%		11.0%		11.6%	
	净利润	8.2	19%	8.6	25%	9.1	31%

资料来源：中投证券研究所

## 二、石膏板快速增长，房屋业务稳定推进

### 2.1 石膏板销量增速超 20%，占有率进一步提升

双品牌是北新建材在石膏板市场上的重要战略，近几年战绩非凡。其中龙牌面向高端，份额远超三家外资企业，目前占有率近一半；泰山面向中低端，目前的销量已超过中小企业，预计未来份额仍将提升。

在 2013 年公司继续全国扩张的情况下，龙牌产能利用率有望进一步提升，而泰山将继续实施满产满销策略，估计 13 年销量增速仍有望保持 15-20% 的增长。并将于 2015 年实现 20 亿平米的布局。

图 3 龙牌石膏板销量及增速

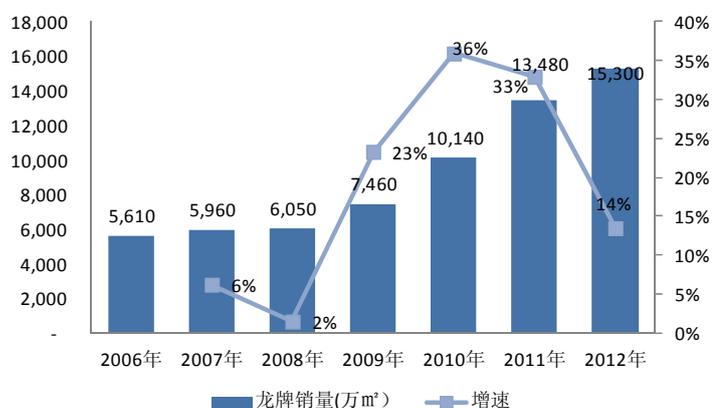
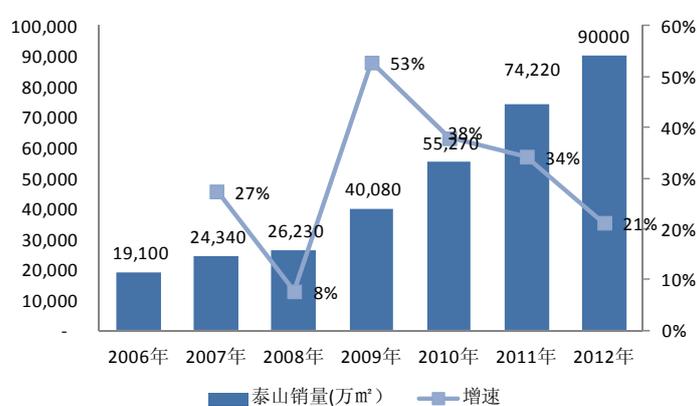


图 4 泰山石膏板销量及增速



资料来源：中投证券研究所、中国建材公告

### 2.2 赞比亚房屋项目逐步完工，国内外市场不断开拓

公司目前以石膏板为主业，但矿棉板、轻钢龙骨以及新型房屋也为公司重要的业务。公司接到的赞比亚新型房屋项目于 2011 年底逐步进入结算，目前累计确认的合同收入达到了 5.15 亿元，这意味着已经确认了近 78% 的收入，该项目目前已基本完成。

房屋业务于 12 年全面落实“聚焦”战略，成立了国内、海外与非洲事业部，目前在国内新农村有望成为新增长点、而旅游度假市场与海外市场也在不断开拓中。目前在谈项目达 120 个，我们预计未来几年房屋业务有望实现平稳增长。

表 2 公司分季度收入构成分析

	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
营业收入 (亿元)	9.87	15.39	17.99	16.44	12.35	17.69	19.09	17.72
+/-	38.82%	39.91%	43.00%	26.56%	25.13%	14.94%	6.09%	7.76%
房屋收入 (亿元)			1.6	1.57	0.79	0.85	0.2	0.14
累计确认进度			24%	48%	60%	73%	75%	78%
石膏板收入 (亿元)	9.87	15.39	16.39	14.87	11.56	16.84	18.89	17.58
+/-	38.82%	39.91%	30.29%	14.46%	17.12%	9.42%	15.25%	18.22%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 三、20 亿m<sup>2</sup>石膏板布局步入尾声，矿棉板将成第二核

#### 心产品

根据公司的规划，公司 2015 年石膏板规模将达到 20 亿m<sup>2</sup>，而 2013 年将力争将这 20 亿m<sup>2</sup>产能实现全部开工。

公司本次同时公布的有三个新投资项目，包括浙江海盐、山东威海、安徽宣城的合计 1.2 亿m<sup>2</sup>的石膏板与 5000 吨的轻钢龙骨，其中 3000 万m<sup>2</sup>为龙牌，9000 万m<sup>2</sup>为泰山产能。以目前已经公布的全部生产线统计，公司 13 年与 14 年的石膏板规模将达到 18.17 亿m<sup>2</sup>与 19.37 亿m<sup>2</sup>。预计剩余的不到 7000 万m<sup>2</sup>的产能规划有望于 13 年下半年公布并开工。

由于泰山一向执行满产满销的政策，而高端的龙牌随着各地产能利用率的提升，一同保证公司近年销量的稳定增长。

我们认为中期来看，公司仍然以石膏板为主业。公司在强化主业的同时，将把矿棉板作为第二个核心拳头产品，计划用三年时间发展成为亚洲最大的矿棉板企业。这意味着公司未来三年矿棉板放量有望带来新的增长点。另外，围绕建筑节能与住宅产业化展开的新型房屋发展空间广阔，值得重点关注。

图 5 公司石膏板产能规划

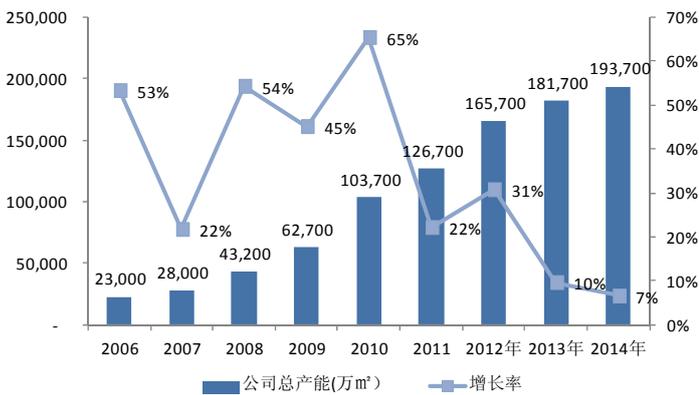
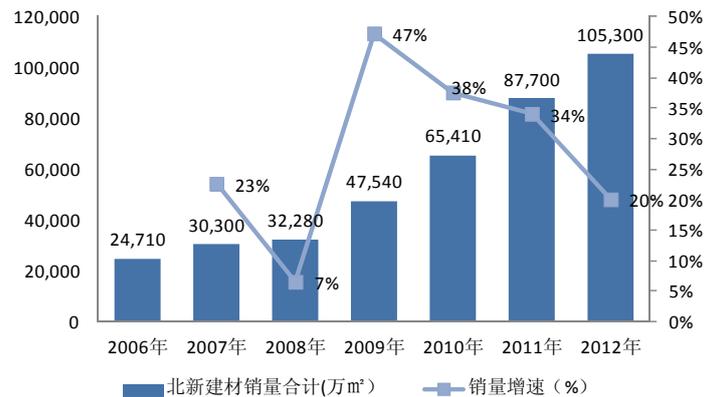


图 6 公司石膏板销量情况



资料来源：中投证券研究所、公司公告

表 3 公司近两年产能变动明细表

产品	所属公司	地点	生产线	年产能 (万平米)	投资金额 (万元)	投产时间

2012 年						
龙牌	新乡北新	河南新乡	脱硫石膏板	3000	10,897	2012 年
	新乡北新	河南新乡	轻钢龙骨	3000 吨		
	淮南北新	安徽淮南	脱硫石膏板	5000	20,000	2012 年
	淮南北新	安徽淮南	轻钢龙骨	5000 吨		
泰山	泰山石膏	云南易门二线	纸面石膏板	3000	7,611	2012 年
	泰山石膏	河南偃师二期	脱硫石膏板	4000	10,704	2012 年
	泰山石膏	辽宁绥中	脱硫石膏板	4000	11,914	2012 年
	泰山石膏	山西潞城二线	脱硫石膏板	3000	8,076	2012 年
	泰山石膏	陕西渭南	脱硫石膏板	3000	8018.16	2012 年
	泰山石膏	湖北武穴	脱硫石膏板	5000	16,151	2012 年
	泰山石膏	安徽巢湖	脱硫石膏板	4000	11,409	2012 年
	泰山石膏	山东聊城	脱硫石膏板	5000	12,524	2012 年
			<b>合计新增规模</b>	<b>39000</b>		
2013 年						
龙牌	天津北新	天津	脱硫石膏板	5000	20,367	2013 年
	天津北新	天津	轻钢龙骨	5000 吨		
	泉州北新	福建泉州	脱硫石膏板	3000	8,137	2013 年
	泉州北新	福建泉州	轻钢龙骨	3000 吨		
泰山	泰山石膏	福建龙岩	脱硫石膏板	4000	11,810	2013 年
	泰山石膏	吉林	脱硫石膏板	4000	11,956	2013 年
			<b>合计新增规模</b>	<b>16000</b>		
2014 年						
龙牌	海盐北新	浙江海盐县	脱硫石膏板	3000		2014 年
	海盐北新	浙江海盐县	轻钢龙骨	5000 吨		
泰山	泰山石膏	山东威海	脱硫石膏板	4000		2014 年
	泰山石膏	安徽宣城	脱硫石膏板	5000		2014 年
			<b>合计新增规模</b>	<b>12000</b>		

资料来源：公司公告、中投证券研究所

#### 四、现金流较好，负债率下降

12 年存货周转率与应收账款周转率分别为 4.3 与 35.2，前者略有降低而后者提高。

现金流上，经营性现金流为 11.3 亿元，较去年增加 0.2 亿元；同期资本开支为 11.5 亿元，说明现金基本匹配。负债率上目前为 52.6%，较去年下降 3.4 个百分点。

总体来说，公司在收入与利润快速增长的情况下，现金流保持良好，总体财务风险较小。

表 4 公司运营情况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>营运能力</b>								
存货周转率(次)		5.7	5.1	3.8	3.8	4.1	4.7	4.3
应收账款周转率(次)		8.4	8.9	7.9	13.6	21.1	35.1	35.2
<b>资金状况</b>								
资产负债率(%)	59.0	60.5	61.1	54.5	54.4	56.2	56.0	52.6
经营活动现金流(亿元)	1.1	2.7	1.4	3.0	7.9	9.1	11.1	11.3
增长率(%)		145.7	-46.3	113.1	157.9	16.2	22.0	1.9
<b>资本性支出</b>								
资本性支出(亿元)	4.4	2.7	4.4	6.6	6.5	12.1	12.8	11.5
增长率(%)		(38.2)	62.4	48.4	(0.3)	84.9	5.6	(10.1)

资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 五、盈利预测

表 5 公司盈利预测

	2012	2013E	2014E	2015E
<b>泰山石膏</b>				
产能(万平米)	99,700	121,700	130,700	143,770
产销率	90.3%	89.0%	97.0%	98.0%
销量(万平米)	90,029	108,313	126,779	140,895
增速(%)	21.3%	20.3%	17.0%	11.1%
价格(元/平米)	4.96	4.95	4.95	4.96
收入(万元)	446,544	536,149	627,556	698,837
<b>龙牌</b>				
产能(万平米)	47,000	60,000	63,000	63,000
产销率	32.7%	30.0%	36.0%	40.0%
销量(万平米)	15,369	18,000	22,032	25,200
增速(%)	14.0%	17.1%	22.4%	14.4%
价格(元/平米)	7.16	7.15	7.15	7.17
收入(万元)	110,042	128,700	157,529	180,684
<b>石膏板业务</b>				
总产能(万平米)	146,700	181,700	193,700	206,770
总销量(万平米)	105,398	126,313	148,811	166,095
增速(%)	20.2%	19.8%	17.8%	11.6%
收入(万元)	555,130	664,849	785,085	879,521
增速(%)	17.5%	19.8%	18.1%	12.0%
成本(万元)	404,967	472,043	563,691	637,653
增速(%)	13.0%	16.6%	19.4%	13.1%
毛利率(%)	27.1%	29.0%	28.2%	27.5%

净利润（万元）				
净利率（%）				
石膏板业务占比	72.39%	74.09%	77.67%	87.01%
<b>其它产品</b>				
收入（万元）	113,386	102,048	112,252	131,335
增速（%）	-9.0%	-10.0%	10.0%	17.0%
成本（万元）	86,036	84,699	89,802	101,128
增速（%）	-16.3%	-1.6%	6.0%	12.6%
毛利率（%）	24.1%	17.0%	20.0%	23.0%
<b>主营收入合计（万元）</b>				
	<b>668,516</b>	<b>766,897</b>	<b>897,337</b>	<b>1,010,856</b>
增速（%）	12.0%	14.7%	17.0%	12.7%
<b>主营成本合计（万元）</b>				
	<b>491,003</b>	<b>556,743</b>	<b>653,493</b>	<b>738,781</b>
增速（%）	6.5%	13.4%	17.4%	13.1%
毛利率（%）	26.6%	27.4%	27.2%	26.9%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 五、投资评级：强烈推荐

规模与合理布局将支持公司持续增长。预计公司 13-15 年 EPS 为 1.5、1.78、2.01 元，继续强烈推荐。近期股价下调提供了介入的良好时机。

**附：财务预测表**

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	2550	3006	4200	5873	<b>营业收入</b>	6685	7669	8973	10109
现金	660	1002	1849	3217	营业成本	4910	5567	6535	7388
应收账款	217	225	264	297	营业税金及附加	18	20	18	20
其他应收款	38	44	51	58	营业费用	252	276	314	354
预付账款	377	278	327	369	管理费用	355	406	470	530
存货	1215	1384	1624	1836	财务费用	150	130	127	106
其他流动资产	43	73	85	96	资产减值损失	8	8	9	10
<b>非流动资产</b>	6868	7615	8176	8507	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	219	212	212	212	投资净收益	6	0	0	0
固定资产	4963	5530	6070	6444	<b>营业利润</b>	999	1261	1500	1701
无形资产	753	838	905	976	营业外收入	340	80	90	100
其他非流动资产	933	1035	989	875	营业外支出	290	5	10	20
<b>资产总计</b>	9418	10621	12376	14380	<b>利润总额</b>	1049	1336	1580	1781
<b>流动负债</b>	3887	3584	3769	4021	所得税	114	137	160	180
短期借款	1777	2000	2000	2000	<b>净利润</b>	935	1199	1420	1601
应付账款	732	768	915	1108	少数股东损益	258	334	395	445
其他流动负债	1378	816	854	913	<b>归属母公司净利润</b>	677	865	1025	1156
<b>非流动负债</b>	1070	1376	1526	1677	EBITDA	1149	1663	1941	2160
长期借款	521	621	721	871	<b>EPS (元)</b>	1.18	1.50	1.78	2.01
其他非流动负债	549	755	805	806					
<b>负债合计</b>	4957	4961	5295	5698					
少数股东权益	934	1268	1663	2108	<b>主要财务比率</b>				
股本	575	575	575	575	<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
资本公积	510	510	510	510	<b>成长能力</b>				
留存收益	2442	3308	4333	5489	营业收入	12.0%	14.7%	17.0%	12.7%
归属母公司股东权益	3527	4393	5418	6574	营业利润	33.7%	26.2%	18.9%	13.4%
<b>负债和股东权益</b>	9418	10621	12376	14380	归属于母公司净利润	29.5%	27.9%	18.5%	12.7%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	26.6%	27.4%	27.2%	26.9%
					净利率(%)	10.1%	11.3%	11.4%	11.4%
					ROE(%)	19.2%	19.7%	18.9%	17.6%
					ROIC(%)	15.8%	17.5%	18.7%	19.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	52.6%	46.7%	42.8%	39.6%
					净负债比率(%)	49.18	55.26%	53.28	52.14%
					流动比率	0.66	0.84	1.11	1.46
					速动比率	0.34	0.45	0.68	1.00
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.75	0.77	0.78	0.76
					应收账款周转率	30	34	36	35
					应付账款周转率	7.20	7.42	7.76	7.30
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.18	1.50	1.78	2.01
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.97	2.13	3.10	3.49
					每股净资产(最新摊薄)	6.13	7.64	9.42	11.43
					<b>估值比率</b>				
					P/E	14.18	11.09	9.36	8.30
					P/B	2.72	2.18	1.77	1.46
					EV/EBITDA	10	7	6	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

报告日期	报告标题
2012-10-29	北新建材—毛利率步入快速提升通道，未来持续增长仍可期
2012-09-26	北新建材—石膏板需求无忧，盈利回升预计将体现
2012-08-17	北新建材—石膏板成长性明显，公司扩张再次加快
2012-07-30	北新建材—经营创新策略与架构调整全面推行，有助市场长期开拓
2012-07-05	北新建材—在成长性行业中快速扩张
2012-06-18	北新建材—年初至今销量同比增 20% 以上，盈利底部已过
2012-06-06	北新建材—快速扩张步伐不减，投资项目提升明后年业绩
2012-04-27	北新建材—一季度销量快速增长，利润率上行确定性大
2012-03-20	北新建材—4 季度毛利率跳跃式回升,12 年估值有望大幅回归
2012-02-13	北新建材—地产影响将被平滑，石膏板毛利率开始提升
2011-12-30	北新建材—竞争格局不断优化，高端石膏板将再涨价

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

李凡,中投证券研究所建材行业首席分析师,管理学硕士,4年行业从业经验,7年证券行业从业经验。  
王海青,中投证券研究所建材行业分析师,金融学硕士。

## 免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434