

市价（人民币）：7.97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)	487.92
总市值(百万元)	46.17
年内股价最高最低(元)	8.26/5.72
沪深300指数	2618.31
上证指数	2328.28



## 相关报告

- 《业绩稳健,防御性价值突出》, 2012.10.28
- 《防御性依旧,成长性待察》, 2012.8.26
- 《固废助业绩稳定增长,低估值展现防御性价值》, 2012.5.1

邬煜

联系人  
(8621)61038200  
wuyu@gjzq.com.cn

赵乾明

分析师 SAC 执业编号: S1130511030017  
(8621)61038263  
zhaoqm@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.461	0.328	0.401	0.462	0.492
每股净资产(元)	4.98	3.91	4.21	4.58	4.87
每股经营性现金流(元)	0.63	0.86	0.32	0.85	0.87
市盈率(倍)	18.25	19.85	19.87	17.23	16.20
行业优化市盈率(倍)	19.65	13.30	18.16	18.16	18.16
净利润增长率(%)	-73.11%	26.77%	22.12%	15.30%	6.38%
净资产收益率(%)	9.26%	8.39%	9.52%	10.11%	10.11%
总股本(百万股)	325.28	579.24	579.24	579.24	579.24

来源:公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司公布2012年年报,报告期内,公司实现营业收入885.27百万元、同比增长18.40%,实现归属于母公司股东的净利润190.26百万元、同比增长26.77%,实现基本每股收益为0.328元,符合市场预期。

## 经营分析

- **污水和固废处理业务推动业绩稳定增长:**12年公司在固废和污水处理业务的推动下,营业收入实现了稳定增长,虽然毛利率略有下降、财务费用明显提升,但是报告期内公司完成了南海燃气和绿电公司部分股权的收购,导致投资收益大幅增加、少数股东权益显著减少,从而推动净利率小幅提升。
- **南海燃气贡献稳定投资收益,期待进一步完成控股:**公司目前已经完成了对南海燃气25%股权的收购,并且通过对南海燃气单方增资的方式,使其持股比例从25%提高至40%(增资尚未实施),并且未来两年内承诺完成控股,南海燃气12年完成8867万净利润,整体发展稳定。
- **立足南海区、布局固废全产业链,但估值提升还需看外延式扩张:**目前公司建成南海固废处理环保产业园,具备从垃圾收运、垃圾处理、污泥处理、渗滤液及灰渣处理的完整产业链;但我们认为在布局完整的基础上,公司估值能否进一步提升的关键还在于能否走出南海进行外延式扩张。

## 盈利调整和投资建议

- 我们根据公司年报情况,更新了公司的盈利预测,预测公司2013-2015年EPS分别为0.401元、0.462元和0.492元,净利润同比分别增长22.12%、15.30%和6.38%。
- 13年的增长主要来自污泥项目的投产(2013年中期)和南海燃气股权比例的提升(假设增资至40%事项完成)。
- 14年的增长主要来自污泥项目全年投产(一期300吨/日)以及焚烧发电厂改扩建项目投运(400吨/日改至1500吨/日)。
- 正在筹建的餐厨垃圾项目和外延式扩张的可能性由于暂无具体公开项目规划,盈利预测暂不考虑。
- 公司目前股价对应20X13PE和17X14PE,估值在前期环保主题推动下已处于较高位置,因此维持增持评级,后续估值能否提升或者维持建议跟踪公司内外兼修战略定位的实质进展。

## 事件：公司公布 2012 年年报

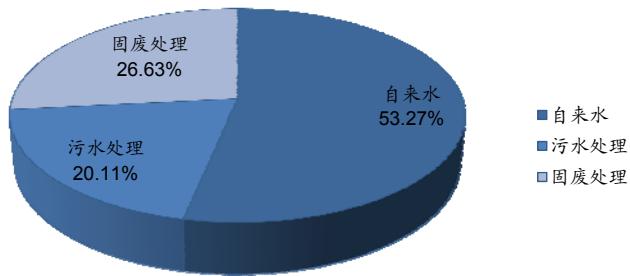
- 公司公布 2012 年年报，报告期内，公司实现营业收入 885.27 百万元、同比增长 18.40%，实现归属于母公司股东的净利润 190.26 百万元、同比增长 26.77%，实现基本每股收益为 0.328 元，符合市场预期。
- 公司公布 2013 年度主要目标为：争取实现营业收入 9.7 亿元，营业成本控制在营业收入的 65% 以内，三项费用率控制在 20% 以内，并且积极开拓新业务（污泥和餐厨垃圾处理）和新市场。

## 我们的分析与点评

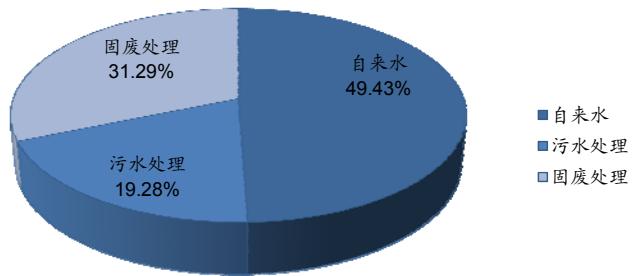
### 固废和污水处理业务推动业绩稳定增长，

- 12 年公司在固废和污水处理业务的推动下，营业收入实现了稳定增长，虽然毛利率略有下降、财务费用明显提升，但是报告期内公司完成了南海燃气和绿电公司部分股权的收购，导致投资收益大幅增加、少数股东权益显著减少，从而推动净利率小幅提升。

图表1：南海发展 2012 年主营业务收入占比



图表2：南海发展 2012 年主营业务毛利占比



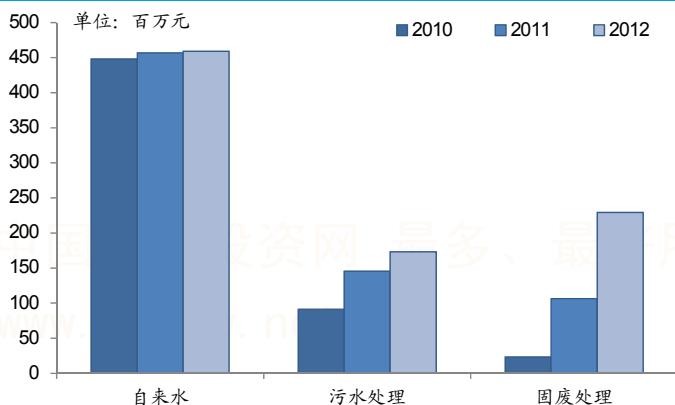
来源：公司年报，国金证券研究所

- 报告期内，公司主营业务仍为供水、污水处理和固废处理，但是由于绿电二厂和垃圾转运项目的全年投运，固废业务收入占比显著提高。
  - 1) 供水业务：受到经济环境和产业结构调整的影响，2012 年公司供水和售水量略有下降，但由于水价的结构性变化略有提升导致收入基本持平。
  - 2) 污水处理业务：由于污水处理来水增加使产能利用率提高，导致公司污水处理量较同期增长 19.62%，并且根据合同约定，部分水厂保底水量有所增加导致污水处理结算量较同期增长 17.27%，从而收入较同期增长 19.03%。
  - 3) 固废处理业务：由于绿电二期和垃圾转运项目于 2012 年全年投入运营，使垃圾转运和垃圾焚烧量较去年同期大幅增长，其中垃圾转运量较同期增长 149%、垃圾焚烧量较同期增长 108%，推动固废业务收入较同期增长 115.44%。
- 2012 年，公司综合毛利率较同期下滑 1.59 个百分点，其中供水业务由于成本提升毛利率下滑 3.14 个百分点、污水处理业务由于部分水厂保底水量的提升毛利率增加 1.46 个百分点、固废处理业务由于一厂设备老化以及上网电价下调等影响毛利率下滑 5.56 个百分点。
  - 1) 供水业务：受供水价格调节基金的征收、一户一表改造费用增加、电价提高以及其他供水投入增加的影响，导致供水成本提升从而导致毛利率的下滑。

2) 污水处理业务：水处理来水增加导致产能利用率提高以及部分水厂结算保底量的提高（从设计能力的 70%提高至 100%），推动污水处理毛利率显著提升。

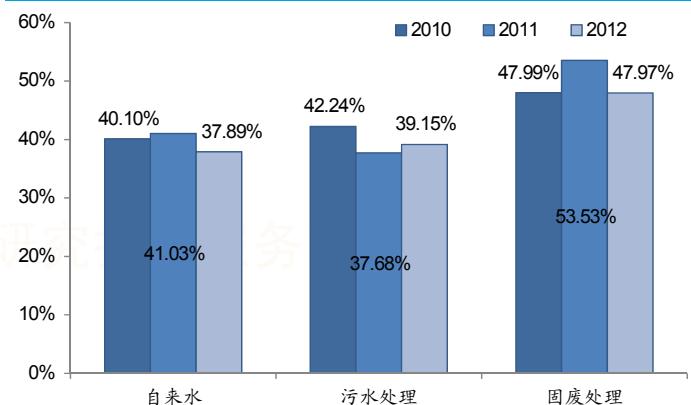
3) 固废处理业务：由于一厂设备老化导致焚烧效率下降，以及二厂的上网电价 4 月 1 日开始从 0.689 元/千瓦时下调至统一的 0.65 元/千瓦时，导致固废处理业务毛利率下滑。

图表3：南海发展 2010-2012 年分业务收入情况



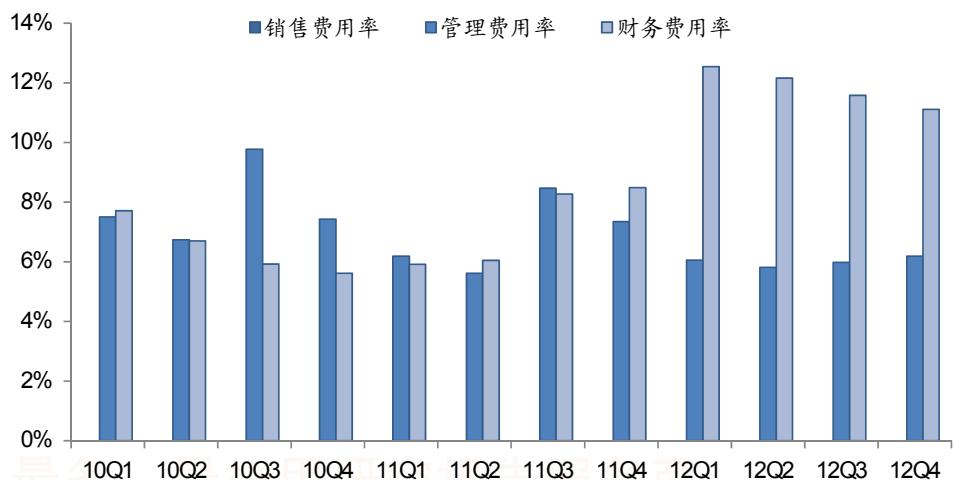
来源：公司年报，国金证券研究所

图表4：南海发展 2010-2012 年分业务毛利率情况



- 公司完成了对南海燃气 25%股权的收购，实现了投资收益 22.17 百万元，同时公司已经对南海燃气通过单方增资的方式使其持股比例从 25%提高至 40%（该增资事项尚未实施，股东大会已通过），后期投资收益仍将继续提升。
- 报告期内，公司财务费用较同期增加 34.98 百万元，同比增长 55.17%；主要是绿电二厂完工后，贷款利息于 11 年下半年计入财务费用而 12 年则全年计入财务费用，以及发行 6.5 亿公司债计提利息费用增加。

图表5：南海发展 11-12 年分季度累计期间费用率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表6：南海发展财务分析表

单位：百万元	2010年				2011年				2012年				YOY
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	
<b>财务数据分析</b>													
营业收入	118.37	258.80	415.17	595.31	150.78	310.07	524.59	747.70	201.96	418.16	656.47	885.27	18.40%
-营业成本	71.58	155.81	241.59	354.10	91.54	182.08	287.88	431.88	118.01	243.80	376.39	525.39	21.65%
=毛利	46.79	103.00	173.59	241.21	59.24	127.99	236.71	315.82	83.95	174.36	280.08	359.88	13.95%
-营业税金及附加	0.79	1.80	2.99	4.51	0.96	2.03	3.42	4.73	1.08	2.36	3.65	4.89	3.55%
-销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-
-管理费用	8.89	17.43	40.56	44.22	9.33	17.42	44.40	54.88	12.23	24.30	39.28	54.74	-0.26%
-财务费用	9.12	17.34	24.61	33.41	8.92	18.75	43.40	63.40	25.32	50.82	75.98	98.38	55.17%
-资产减值准备	0.00	0.00	0.00	1.07	0.00	0.00	0.00	2.71	0.00	0.00	0.00	0.46	-83.16%
+公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-
+投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	1.44	1.47	1.47	0.23	3.73	10.51	17.96	22.17	9656.68%
+营业外收支	0.50	0.85	585.69	586.70	1.18	1.85	4.40	2.47	0.60	0.75	1.19	0.76	-69.32%
=利润总额	28.50	67.28	691.11	744.71	42.65	93.10	151.37	192.80	49.65	108.15	180.32	224.33	16.35%
-所得税费用	7.22	16.96	173.25	183.22	5.94	12.91	23.24	32.09	6.20	9.49	18.47	32.32	0.71%
-少数股东损益	0.42	1.19	2.02	3.33	0.97	1.85	5.15	10.63	0.30	0.95	1.62	1.76	-83.45%
=净利润	20.85	49.13	515.84	558.15	35.74	78.34	122.97	150.08	43.15	97.71	160.23	190.26	26.77%
每股基本收益	0.08	0.18	1.90	2.06	0.13	0.29	0.38	0.46	0.13	0.20	0.28	0.37	-19.57%
<b>财务比例分析</b>													
营业收入	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	--
-营业成本	60.47%	60.20%	58.19%	59.48%	60.71%	58.72%	54.88%	57.76%	58.43%	58.30%	57.34%	59.35%	1.59%
=毛利	39.53%	39.80%	41.81%	40.52%	39.29%	41.28%	45.12%	42.24%	41.57%	41.70%	42.66%	40.65%	-1.59%
-营业税金及附加	0.67%	0.69%	0.72%	0.76%	0.64%	0.66%	0.65%	0.63%	0.53%	0.56%	0.56%	0.55%	-0.08%
-销售费用	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
-管理费用	7.51%	6.74%	9.77%	7.43%	6.19%	5.62%	8.46%	7.34%	6.06%	5.81%	5.98%	6.18%	-1.16%
-财务费用	7.71%	6.70%	5.93%	5.61%	5.92%	6.05%	8.27%	8.48%	12.54%	12.15%	11.57%	11.11%	2.63%
-资产减值准备	0.00%	0.00%	0.00%	0.18%	0.00%	0.00%	0.00%	0.36%	0.00%	0.00%	0.00%	0.05%	-0.31%
+公允价值变动损益	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
+投资收益	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.96%	0.47%	0.28%	0.03%	1.85%	2.51%	2.74%	2.50%	2.47%
+营业外收支	0.43%	0.33%	141.07%	98.55%	0.78%	0.60%	0.84%	0.33%	0.30%	0.18%	0.18%	0.09%	-0.24%
=利润总额	24.07%	25.99%	166.46%	125.10%	28.28%	30.02%	28.85%	25.79%	24.59%	25.86%	27.47%	25.34%	-0.45%
-所得税费用	6.10%	6.55%	41.73%	30.78%	3.94%	4.16%	4.43%	4.29%	3.07%	2.27%	2.81%	3.65%	-0.64%
-少数股东损益	0.36%	0.46%	0.49%	0.56%	0.64%	0.60%	0.98%	1.42%	0.15%	0.23%	0.25%	0.20%	-1.22%
=净利润	17.62%	18.98%	124.25%	93.76%	23.70%	25.26%	23.44%	20.07%	21.37%	23.37%	24.41%	21.49%	1.42%

来源：公司公告，国金证券研究所

### 南海燃气贡献稳定投资收益，期待进一步完成控股

- 公司目前已经完成了对南海燃气 25%股权的收购，并且通过对南海燃气单方增资的方式，使其持股比例从 25%提高至 40%（股东会已同意，但该增资事项尚未实施）。
- 公司之前已与公资委签订协议，约定在公司收购南海燃气发展公司股权后的两年内，将通过增资或受让股权的方式使公司的持股比例达到 51%以上，成为南海燃气发展公司的实际控股方，后续期待公司进一步完成对南海燃气的控股。
  - 根据预测，未来 3 年，南海燃气发展公司平均销售收入预计超过 10 亿元，年净利润预计超过 1 亿元，业绩增厚明显。
  - 2012 年，南海燃气实现营业收入 10.08 亿元，实现净利润 88.67 百万元，虽略低于之前预期，但整体发展较为稳定。

### 立足南海区、布局固废全产业链，但估值提升还需看外延式扩张

- 目前公司立足南海已经建立和形成了包括供水、污水处理、固废处理的完整环境服务产业链；并且建成的南海固废处理环保产业园，未来将具备从生活垃圾收运、垃圾处理（含餐厨垃圾处理）、污泥处理、渗滤液及灰渣处理的完整产业链，成长明确。
  - 目前垃圾压缩转运项目和生活垃圾焚烧发电二厂已经完全投运；后续的增长主要依靠焚烧发电一厂改扩建（400 吨/日提升至 1500 吨/日，预计 13 年底建成）、污泥处理项目（共 450 吨/日，一期 300 吨/日预计 13 年中期建成投运）以及餐厨垃圾处理项目（正在筹建）。
  - 未来伴随公司在建项目的陆续投运，公司在固废行业领域将形成全产业链布局，并且园区处理的模式也会加强其未来拓展的可复制性，但是由于短期看公司仍局限于南海地区，长期成长性仍受到限制，虽然垃圾发电、污

泥处理等在建项目的陆续投产会带来短期的业绩动量，但是长期的、跨区域的成长仍然看不到，这将会对公司估值进一步提升带来压制。

- 因此我们认为在业绩稳健的基础上，公司估值提升的关键还在于能否走出南海进行外延式扩张。

#### 更新盈利预测，建议跟踪公司内外兼修战略定位的实质进展

- 我们根据公司年报情况，更新了公司的盈利预测，预测公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.401 元、0.462 元和 0.492 元，净利润同比分别增长 22.12%、15.30% 和 6.38%。
- 13 年的增长主要来自污泥项目的投产（2013 年中期）和南海燃气股权比例的提升（假设增资至 40% 事项完成）。
- 14 年的增长主要来自污泥项目全年投产（一期 300 吨/日）以及焚烧发电一厂改扩建项目投运（400 吨/日改至 1500 吨/日）。
- 正在筹建的餐厨垃圾项目和外延式扩张的可能性由于暂无具体公开项目规划，盈利预测暂不考虑。
- 公司目前股价对应 20X13PE 和 17X14PE，估值在前期环保主题推动下已处于较高位置，因此维持增持评级，后续估值能否提升或者维持建议跟踪公司内外兼修战略定位的实质进展。

图表7：水务公司估值表

股票代码	股票名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			ROE	
				2012A/E	2013E	2014E	2012A/E	2013E	2014E	2012A/E	2013E
600008	首创股份	143.66	7.80	0.264	0.320	0.410	29.55	24.38	19.02	10.10%	11.30%
600874	创业环保	132.16	9.99	0.210	0.230	0.270	47.57	43.43	37.00	7.90%	8.10%
600187	国中水务	44.22	10.59	0.177	0.260	0.310	59.83	40.73	34.16	6.50%	11.70%
000598	兴蓉投资	139.46	11.01	0.486	0.556	0.670	22.65	19.80	16.43	16.80%	12.00%
600461	洪城水业	25.74	8.47	0.422	0.464	0.512	20.07	18.25	16.54	7.90%	8.10%
601158	重庆水务	307.20	6.93	0.370	0.420	0.456	18.73	16.50	15.20	13.30%	13.10%
601199	江南水务	31.63	14.16	0.580	0.650	0.720	24.41	21.78	19.67	7.70%	7.90%
600323	南海发展	42.28	7.97	0.327	0.404	0.462	24.37	19.73	17.25	8.39%	9.52%
平均值							20.07	17.35		9.82%	10.22%
中值							20.79	18.14		8.15%	10.41%

来源：朝阳永续，国金证券研究所 注：股价为 2013 年 3 月 22 日收盘价

- 南海发展“十二五”战略发展规划明确了公司“十二五”期间的发展定位和发展路径，从中可以看到在对外扩张方面公司已有了初步的规划，但是具体方式和路径仍需观察。
- 公司业务的发展定位：
  - 区域内纵向产业链延伸：南海区域内纵向发展，进行环保产业链延伸，深挖区域内资源，提升系统化服务能力。
  - 区域外横向业务扩张：南海区域外横向发展，提供系统化环境服务解决方案，进行南海区域外的业务扩张，提升公司影响力。
- 公司业务的发展路径：
  - 以供水、污水和固废三大板块本地市场系统化发展为主，多种手段结合，实现固废板块的对外开拓发展，并择机进行供水、污水业务板块相关业务的对外拓展；燃气业务立足本地市场，进行管理整合。
  - 在供水、污水和固废三大板块整体系统化发展的同时，注重水务与固废及各相关产业链之间的系统发展，进一步发挥水务、固废系统内部的协同优势，为整体系统化发展奠定基础。

## 附录：公司水务资产概述

- 供水：公司全资拥有桂城水厂和第二水厂，日供水能力 113 万立方米；控股九江水司，日供水能力 13 万立方米；供水范围在佛山市南海区占比 70%以上。

图表8：公司及南海区水厂统计

位置	供水范围	水厂名称	设计规模 (万立方米/日)	备注
北江以北	桂城、里水、 狮山、大沥、罗村	桂城水厂	38	
		第二水厂	75	
北江以南	九江镇	九江沙口水厂	13	控股子公司全资所有
	九江镇沙头片	沙头水厂	5	
西樵镇	官山水厂、裕泉水厂、 联新水厂、大岸水厂、西岸水厂		20	
	丹灶镇	金沙水厂、丹灶水厂、横江水厂	13	横江水厂起水压调节作用

来源：国金证券研究所，注：颜色标出为公司拥有水厂，剩下为南海区其他水厂

- 污水处理：公司目前共有 16 间污水处理厂，污水处理能力为 55.8 万立方米/日，占南海区污水处理市场的 70%左右。

图表9：公司目前拥有的污水处理厂项目统计

镇街	项目	规模 (万立方米/日)	运营时间
桂城	平洲污水处理厂 (一期)	5	2005年12月
	平洲污水处理厂 (二期)	5	2009年4月正式运营
	平洲污水处理厂 (三期)	6	2010年12月试运行
狮山	狮山镇松岗污水处理厂	1	2008年12月
	狮山东南污水处理厂 (一期)	5	2009年12月进水
	狮山小塘污水处理厂	4	2010年4月试运行
	狮山官窑污水处理厂 (一期)	1	2011年2月正式运营
	狮山镇松岗污水处理厂 (二期)	3	2010年4月试运行
九江	九江明净污水处理厂 (一期)	2	2009年9月试运行
	九江明净污水处理厂 (二期)	3	2010年11月正式运营
丹灶	丹灶横江污水处理厂	0.3	2006年10月
	丹灶横江污水处理厂	1	2009年9月试运行
	丹灶城区污水处理厂	1	2009年12月进水调试
	丹灶镇金沙城北污水处理厂 (一期)	1	2010年8月正式运营
罗村	罗村污水处理厂 (二期)	0.5	2009年12月进水调试
	罗村污水处理有限公司	0.5	2008年1月
	罗村务庄污水处理厂	1	2010年8月正式运营
里水	里水镇和桂工业园污水处理厂	0.5	2009年4月接管运营
	里水镇城区污水处理厂 (一期)	1.2	2009年4月接管运营
	里水城区污水处理厂 (二期)	2.8	2011年1月正式运营
	里水和顺城区污水处理厂 (一期)	2	2011年1月正式运营
	里水镇洲村禹门污水处理厂	2	已签TOT合同，政府负责建设， 建成后移交，准备进水调试
西樵	西樵樵泰污水厂 (一期)	2	2010年6月试运行
大沥	大沥镇城西污水处理厂 (一期)	5	2010年6月试运行
总计		55.8	

来源：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	1	1	3
增持	0	0	2	2	9
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1.67</b>	<b>1.67</b>	<b>1.72</b>

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	2011-10-19	增持	6.46	13.00 ~ 13.30
2	2011-10-31	增持	7.26	N/A
3	2012-05-01	增持	6.81	N/A
4	2012-08-26	增持	6.72	N/A
5	2012-10-28	增持	6.04	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“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 20% 以上；  
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；  
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% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

**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形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靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认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为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

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：(8621)-61038271  
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：010-6621 6979  
传真：010-6621 6793  
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：0755-33516015  
传真：0755-33516020  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518026  
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)