

中昌海运 (600242.SH) 水上运输业

评级: 增持 维持评级

公司研究简报

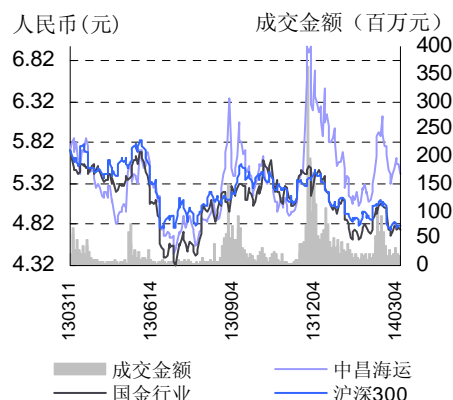
市价 (人民币): 5.44 元

散货业务逐步好转, 疏浚业务高速增长可期

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)	266.84
总市值(百万元)	14.87
年内股价最高最低(元)	7.00/4.46
沪深 300 指数	2168.36
上证指数	2057.91



公司基本情况 (人民币)

项 目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.069	0.010	-0.268	0.050	0.252
每股净资产(元)	1.27	1.28	1.01	1.06	1.31
每股经营性现金流(元)	0.47	1.30	0.85	0.01	1.43
市盈率(倍)	91.11	545.14	-20.84	109.12	21.84
行业优化市盈率(倍)	27.87	23.88	27.00	25.58	25.58
净利润增长率(%)	-41.27%	-85.65%	N/A	N/A	399.60%
净资产收益率(%)	5.46%	0.78%	-26.52%	4.76%	19.22%
总股本(百万股)	273.34	273.34	273.34	273.34	273.34

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **优化结构, 严控开支和精细化管理, 散货业务盈逐步好转:** 由于航运市场不景气, 老旧船舶较多等因素公司干散货运输业务亏损数千万, 对整体业绩拖累明显。公司采取节能降耗, 调整船队结构等措施逐步降低运营成本。由于公司老旧运力比重高于同行, 船队结构改善对业绩的弹性也会大于其他船东。拆船补贴方案全面推行可能对公司短期业绩构成较大利好。
- **疏浚市场整体保持较快增长, 技术装备水平决定盈利能力:** 虽然“十二五”期间整体疏浚市场仍将保持较快增长, 但一般疏浚业务出现了供大于求的现象, 疏浚业务的盈利方向正向高难度的基建及维护疏浚项目和新兴的环保疏浚项目转移, 因此利润疏浚企业间的竞争很大程度上体现为船舶装备间的竞争, 疏浚装备对于疏浚企业的施工能力、市场竞争力和盈利能力都具有至关重要的作用。公司虽然进入疏浚市场较晚, 但坚持高标准高起点建设疏浚船队, 目前正在运营的 1.3 万方和在建的 1.7 万方耙吸式挖泥船都属国内一流水平, 先进的装备有利于公司回避竞争激烈的低端市场, 切入高收益市场承接高难度大工程项目。此外, 公司在船价较低时造船具有成本优势, 较易形成后发优势。
- **大型挖泥船投产, 未来业绩高速增长可期:** 由于 12 年和 13 年没有新挖泥船投产, 疏浚业务扩张主要依靠分包项目增加推动, 增速稳定。随着 14 年年底属于国内领先水平的 1.7 万方耙吸式挖泥船投产以及公司与业主方合作地不断深入, 15 年公司自营和分包疏浚业务都有望迎来高速增长。公司年底将投产的大容舱耙吸式挖泥船具有产能大, 挖深深, 适应多种航道, 在恶劣工况下高效工作等优势, 我们看好新船投产后对公司盈利的贡献。

投资建议

- 我们认为公司散货业务虽然盈利压力较大, 但最恶劣的阶段已经过去, 疏浚业高起点高标准建设, 具有后发优势, 未来业绩高速增长可期。

估值

- 我们预计公司 2013~2015 年的 EPS 分别为-0.27 元, 0.05 元和 0.25 元, 2014 和 2015 年业绩对应当前股价的 PE 为 115X 和 22X, 给予公司“增持”的投资评级。

风险

- 宏观经济持续下行, 大宗商品需求下降, 1.7 万方挖泥船投产后创收能力低于预期

吴彦丰 联系人
(8621)60230251
wuyanfeng@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
(8621)60230235
heguowen@gjzq.com.cn

内容目录

优化船队结构，严控开支和精细化管理稳定散货航运业务，	3
疏浚市场整体保持较快增长，技术装备水平决定盈利能力	5
大型耙吸式挖泥船投产，未来业绩高增长可期	7
估值和投资建议	8
附录：三张报表预测摘要	9

图表目录

图表 1：中昌海运三大业务板块	3
图表 2：中昌海运近三年各业务板块收入贡献	3
图表 3：中昌海运近三年各业务板块毛利贡献	3
图表 4：中昌海运 13 年铁矿石运量比重大幅上升	4
图表 5：中昌海运运力稳步增长	4
图表 6：沿海干散货运输行业成本结构	4
图表 7：行业业和主要船东平均船龄（截止 2012 年底）	4
图表 8：“十二五”期间我国整体疏浚需求仍将保持较快增长	5
图表 9：2012 年之后航道港口基建投资增速明显放缓	6
图表 10：2013 年上半年维护疏浚和吹填工程业务量快速增长	6
图表 11：钢价处于历史底部附近大幅降低船舶建造成本	7

沿海散货运输和疏浚工程是公司主要收入和利润来源

- 中昌海运原以沿海干散货运输为主业，2011 年公司实行主业转型后，疏浚工程业务规模快速扩张。公司目前通过 7 家下属企业运营沿海干散货运输，航道疏浚以及物流和贸易三大业务板块。

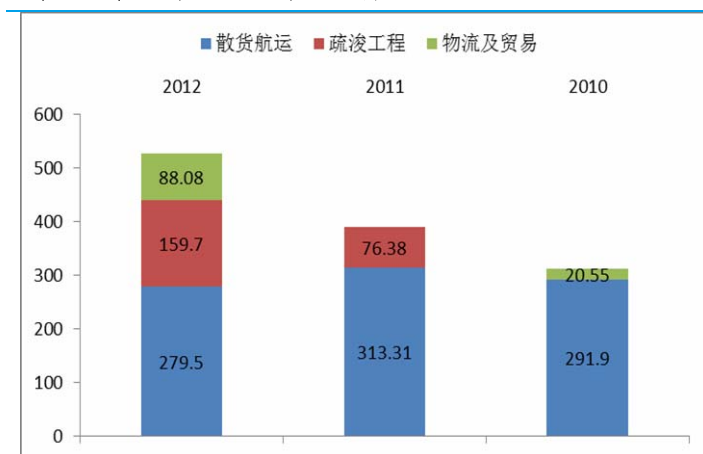
图表1：中昌海运三大业务板块

业务分类	运作平台	业务简介
散货航运	普陀中昌海运	主要运营南北煤炭运输航线及马迹山—宝钢码头等铁矿石运输航线
	舟山中昌海运	
	嵊泗中昌海运	
	阳西中昌海运	
疏浚工程	中昌航道工程	从事基建疏浚，维护性疏浚和吹填工程
贸易	舟山铭帮贸易	从事燃料油、机配件、物料等船用物资、重点建筑材料和设备贸易业务
物流	上海中昌海运	从事国内沿海及内河货代和船代业务

来源：国金证券研究所

- 由于近年来航运市场持续低迷，运价水平连续下降，公司散货业务收入规模稳中略降，疏浚工程和物贸业务则快速扩张。从盈利贡献来看，目前公司业绩主要由疏浚业务贡献，散货业务亏损数千万元，对整体盈利造成较大拖累。

图表2：中昌海运近三年各业务板块收入贡献



来源：国金证券研究所

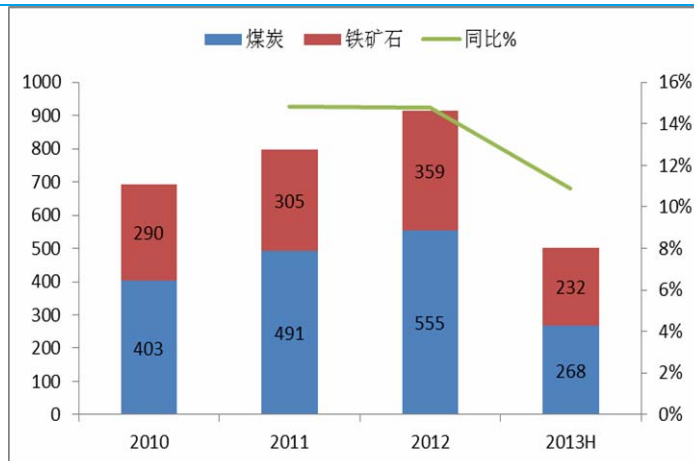
图表3：中昌海运近三年各业务板块毛利贡献



优化船队结构，严控开支和精细化管理稳定散货航运业务，

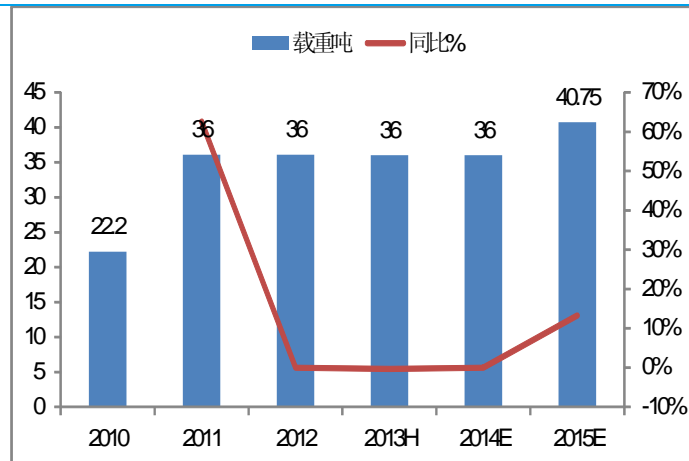
- 散货业务板块公司目前运营秦皇岛、天津等北方港口—舟山、镇江、张家港、厦门、阳西等南方港口间的沿海煤炭运输航线，主要客户为神华集团，国电集团，浙能复兴等。公司同时运营马迹山，绿华山—宝钢码头、上海港等铁矿石二、三程运输航线，主要客户为宝钢集团等钢铁企业。

图表4：中昌海运 13 年铁矿石运量比重大幅上升



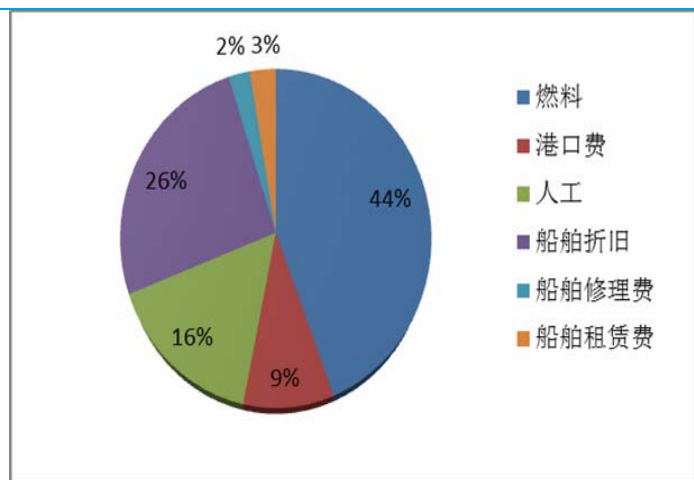
来源：国金证券研究所

图表5：中昌海运运力稳步增长



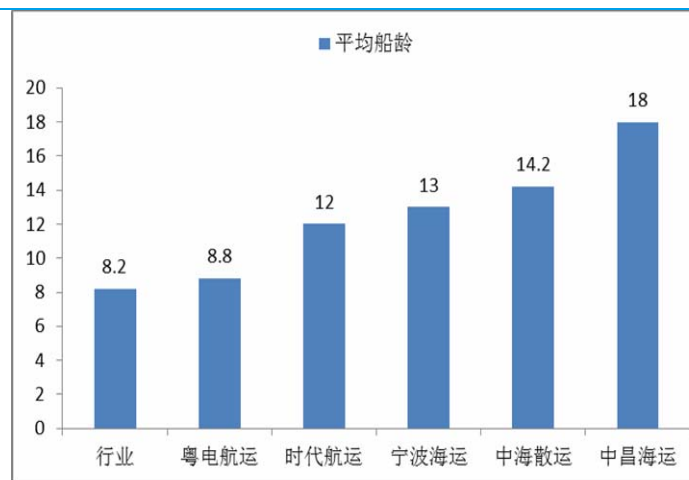
- 近年来，公司总体散货承运量稳步增长，13 上半年公司主动调整货源结构，将运力向效益较好的矿石航线倾斜，矿石运输量同比增长近 35%。公司目前共运营 10 艘船舶共 36.1 万载重吨，在舟山地区散货运输市场中有较高的份额，公司运力规模在浙江省内也名列前茅。
- 沿海干散货运输市场是一个低集中度竞争型市场，运价水平由市场决定，单个船东只能通过加大营销力度，节省开支和精细化管理来提高自身效益。
- 除了市场整体低迷外，我们认为公司散货业务大幅亏损的一个重要原因在于公司船队老旧现象严重，运营成本较高。从行业情况来看，燃油成本约占营业成本的 40% 左右，是第一大开支源，公司平均船龄高达 18 年，已经达到交通部老旧船舶船龄标准，远高于行业 8.2 年和其他主要船东 10~15 年的平均船龄，老旧船舶较高的油耗水平和维保费用挤压了公司散货业务的盈利空间。

图表6：沿海干散货运输行业成本结构



来源：国金证券研究所

图表7：行业业和主要船东平均船龄（截止 2012 年底）



- 短期来看，针对油耗高、市场竞争力不强的船舶，公司采取以长短途结合，短途为主，开经济航速，严控加油时间和加油数量等措施来降低单耗水平，在修船项目上，通过谨慎筛选修船厂，控制修理进度，缩短修理周期来节省维保费用。
- 对于运力安排上，公司更加注重精细化管理，在不增加整体运力投入的情况下通过加快航次周转来保障船舶在长协航线、计划航线和盈利航线运量上的饱和度以提升整体运输效益。

- 长期来看，随着在建的 4.75 万吨级散货船的投产，公司船队结构将进一步优化，单耗水平会逐步下降，由于公司老旧运力比重高于同行，船队结构改善对业绩的弹性也会大于其他船东。
- 此外，如果未来多部委联合出台的与 13 年 12 月下发的《老旧运输船舶和单壳油轮提前报废更新实施方案》（交水发〔2013〕729 号）相配套的细则符合预期，公司或将大力拆旧建新，届时拆船补贴都将是一笔可观的收入，对公司短期业绩构成较大利好。
- 我们认为随着沿海干散货运力增速的放缓，内贸煤炭需求的恢复以及和下游钢厂长协铁矿石运量的稳定，公司干散货运输业务盈利能力将逐步好转。

疏浚市场整体保持较快增长，技术装备水平决定盈利能力

- 随着经济的高速增长、港口吞吐量地快速攀升以及临港工业区的迅速增加，新建港口、开挖航道以及填海造陆需求激增，根据 Frost & Sullivan 的报告，“十一五”期间中国疏浚量保持了年均 31.5% 的增长速度，年疏浚量超过 13 亿立方米。

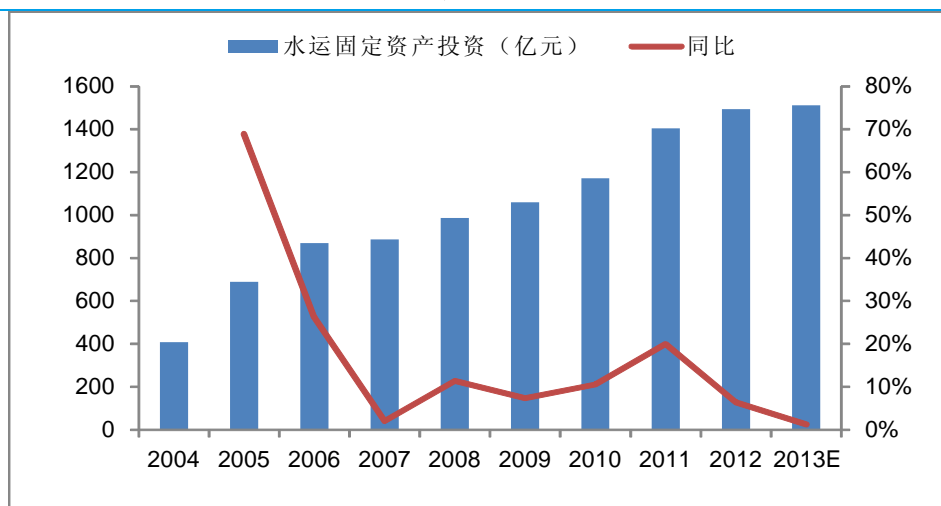
图表8：“十二五”期间我国整体疏浚需求仍将保持较快增长



来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

- 交通部在《公路水路交通运输“十二五”发展规划》中明确指出，到 2015 年，“两横一纵两网十八线” 1.9 万公里高等级航道 70% 达到规划标准，新增和改善航道里程 6,500 公里，其中三级及以上航道 3,500 公里。重点实施中游荆江河段航道治理工程和南京以下 12.5 米深水航道建设工程两个重大工程；启动西江干线扩能，桂平二线和长江三、四级船闸建设等一大批航道工程项目。受益政策支持，“十二五”期间我国水路交通建设投资仍将保持在较高水平，疏浚及航道养护市场空间有较大增长潜力。Frost & Sullivan 预计“十二五”期间中国年均疏浚量增速将保持在 27% 左右。
- 疏浚工程可以进一步细分为基建疏浚、维护疏浚、环保疏浚和吹填工程。就各个细分领域来看，由于此前我国港口吞吐能力的快速增加，港口产能过剩的问题近年来愈发突出，随着国家上收深水港审批权等举措的推出，地方上大规模进行港口建设的冲动得到了明显遏制，而新扩建港口和航道的固定资产投资增速也明显放缓，因此 12 年以后基建疏浚工程业务量增速较低。

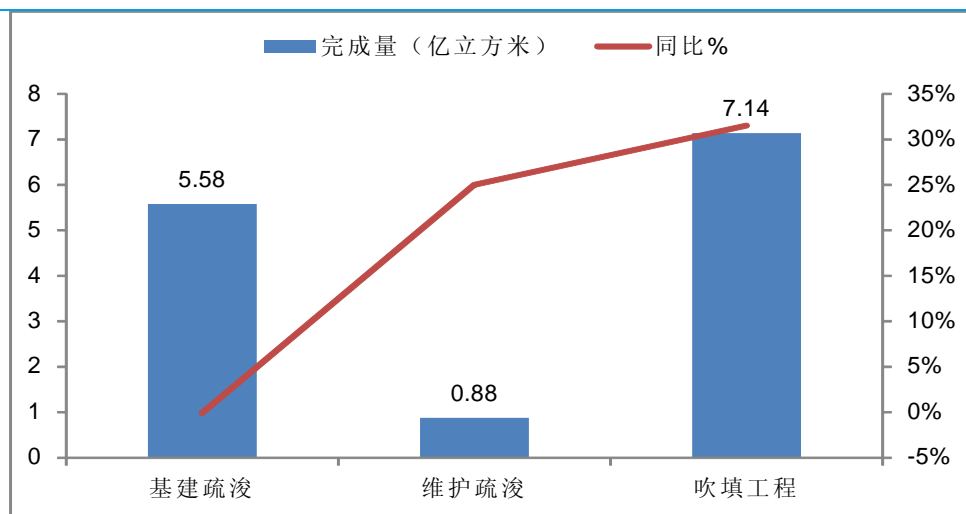
图表9: 2012 年之后航道港口基建投资增速明显放缓



来源: 国金证券研究所

- 2012 年上半年, 受政府财政支出压力加大及房地产政策等多种因素影响, 业主方普遍重新制定了资金计划使得疏浚需求被延后, 围海造地市场进入暂时性的停顿缓冲期, 吹填工程项需求在个别月份有所下降。但随着下半年国务院公布沿海地区 11 省区市《海洋功能区划 (2010-2020) 批复》, 围海造地、海岸和防波堤建设需求有所回暖。2013 年上半年, 全行业共完成基建疏浚业务量同比基本持平, 而吹填工程维持高速增长态势。

图表10: 2013 年上半年维护疏浚和吹填工程业务量快速增长



来源: 公司中报, 国金证券研究所

- 从供给方面来看, 据不完全统计, 截止 2009 年全行业就有 100 多家企业运营挖泥船舶 500 余艘, 年疏浚能力超过 13 亿立方, 所以对于一般疏浚业务中国和全球范围内都存在供大于求的问题。而随着行业透明度和信息对称程度的上升, 疏浚企业毛利率和盈利空间也在不断压缩。从竞争格局来看, 相对于疏浚工程, 吹填造地多为近岸工程, 对设备要求较低, 中低端绞吸船也可以进入该市场, 因此竞争较为激烈, 盈利空间有限。现在疏浚市场中盈利水平较高的项目一般是挖深大, 航道复杂, 海况恶劣的高难度基建和维护疏浚以及需要投入污泥脱水系统和絮凝剂的环保疏浚项目, 这些项目的单方价格是一般疏浚工程的数倍。因此疏浚企业间的实力和盈利能力的竞争很大程度上体现为船舶装备间的竞争, 疏浚装备对于疏浚企业的施工能力、市场竞争力和盈利能力都具有至关重要的作用。

大型耙吸式挖泥船投产，未来业绩高增长可期

- 公司 2011 年进行主业转型后将疏浚业务作为主要开拓对象，公司疏浚业务规模快速做大，我们预计 2015 年疏浚业务收入将超过散货业务成为公司第一大业务板块。公司目前主要运作中交建股份公司下属各航道局、南京航道局和青岛海防局等单位分包的基建疏浚和吹填工程项目，公司既有自营业务也同时开展分包业务。由于 12 年和 13 年没有新挖泥船投产，疏浚业务扩张主要依靠分包项目增加推动，增速稳定。
- 公司疏浚业务起步较晚，但起点较高。硬件上，公司坚持高起点高标准地建设疏浚船队，公司目前自有挖泥船共三艘，其中两艘清水流量 2000 立方米/小时的绞吸式挖泥船在防城港作业，一艘舱容为 1.3 万方的大型耙吸式挖泥船在丹东作业，我们预计公司目前年实际疏浚能力在 1000 万立方米以上。现在在建的总投资达 7 亿元的 1.7 万方自航耙吸式挖泥船预计于 14 年年底投产，该船技术性能在国内属一流水平，我们预计该船投产后实际产能在 1200 万方以上，同时，随着公司与业主方合作地不断加深，分包业务也将高速增长，因此公司疏浚业务在 2015 年将迎来高增长。
- 除了产能上“量”的增长外，1.7 万方耙吸式挖泥船对于提高公司收益品质和毛利率，增强市场竞争力和影响力具有重大意义。对于工况条件一般的疏浚工程，大型耙吸式挖泥船装载量大，设备效率高，可靠性好，可以移动作业等优点使其更容易在竞争中胜出，对于复杂航道和恶劣海况，一般小挖泥船难以胜任，而大容舱耙吸式挖泥船则因其挖深深，适应多种航道，设备耐用度高，可连续高强度工作等核心技术优势可轻松应对。我们认为，先进的装备有利于公司回避竞争激烈的低端市场，切入高收益市场承接高难度大工程项目。此外，公司在船价较低时造船具有成本优势，较易形成后发优势。
- 我们看好新船投产后对公司疏浚业务发展和盈利的贡献，但如果新船承接工程量不达预期，将会对 15 年业绩造成较大负面影响。

图表11：钢价处于历史底部附近大幅降低船舶建造成本



来源：WINDS，国金证券研究所

- 在经营理念上，公司一直本着诚信守法的理念在合规经营，这个市场上部分小企业不重视合同，只顾短期利益，诚信经营做地并不好，公司作为上市公司，非常重视诚信合规经营，对于一些项目公司宁愿不赚钱或是亏钱也要履行合同，这在业内也逐渐树立起了信誉和口碑，得到了业主方的认可。目前公司已经与上海航道局、南京航道局、青岛海防局、天津航道局等各大疏浚企业建立了良好的合作关系。我们认为重视长期利益，诚实守信经营有利于确保公司这样的市场新进入者在疏浚业务上具有长期可持续发展的潜能。

估值和投资建议

- 我们认为公司散货业务虽然盈利压力较大，但最恶劣的阶段已经过去，未来业绩将缓慢好转。疏浚业务高起点高标准建设，具有后发优势，未来高速增长可期。我们预计公司 2013~2015 年的 EPS 分别为-0.27 元，0.05 元和 0.25 元，2014 和 2015 年业绩对应当前股价的 PE 为 110X 和 22X，给予公司“增持”的投资评级。

风险

- 宏观经济持续下行，大宗商品需求下降
- 1.7 万方耙吸式挖泥船投产后创收能力低于预期

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	312	390	530	574	755	977
增长率		24.9%	35.7%	8.4%	31.5%	29.3%
主营业务成本	-203	-277	-467	-508	-614	-752
%销售收入	65.1%	71.0%	88.2%	88.5%	81.3%	76.9%
毛利	109	113	63	66	141	225
%销售收入	34.9%	29.0%	11.8%	11.5%	18.7%	23.1%
营业税金及附加	-11	-13	-13	-8	-11	-14
%销售收入	3.6%	3.2%	2.5%	1.4%	1.4%	1.4%
营业费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-21	-25	-31	-34	-45	-49
%销售收入	6.6%	6.3%	5.8%	6.0%	6.0%	5.0%
息税前利润（EBIT）	77	76	19	24	85	163
%销售收入	24.7%	19.4%	3.6%	4.1%	11.3%	16.6%
财务费用	-39	-67	-109	-88	-42	-31
%销售收入	12.4%	17.1%	20.6%	15.4%	5.6%	3.1%
资产减值损失	0	-4	-5	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	9	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	17.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	38	14	-95	-65	43	132
营业利润率	12.2%	3.5%	n.a	n.a	5.7%	13.5%
营业外收支	4	39	122	10	14	14
税前利润	42	53	27	-55	57	146
利润率	13.6%	13.5%	5.1%	n.a	7.5%	14.9%
所得税	-10	-20	-15	0	-14	-36
所得税率	24.2%	38.8%	55.0%	n.a	25.0%	25.0%
净利润	32	32	12	-55	43	109
少数股东损益	0	13	10	18	29	41
归属于母公司的净利润	32	19	3	-73	14	69
净利率	10.3%	4.8%	0.5%	n.a	1.8%	7.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	32	32	12	-55	43	109
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	52	75	101	94	103	144
非经营收益	36	68	55	58	44	18
营运资金变动	32	-45	185	135	-187	120
经营活动现金净流	152	130	354	232	2	391
资本开支	-76	-177	-68	-16	-459	12
投资	-3	44	2	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-79	-133	-66	-16	-459	12
股权募资	0	45	0	0	0	0
债权募资	-101	96	26	-138	535	-337
其他	41	-153	-336	-99	-48	-37
筹资活动现金净流	-60	-12	-311	-237	487	-373
现金净流量	13	-16	-22	-21	30	30

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	127	138	271	250	280	310
应收款项	95	250	318	361	413	454
存货	10	25	45	70	84	103
其他流动资产	311	158	45	56	5	5
流动资产	545	570	680	737	782	872
%总资产	43.5%	28.1%	27.4%	29.5%	26.9%	30.5%
长期投资	38	30	27	27	27	27
固定资产	623	1,391	1,723	1,656	2,027	1,885
%总资产	49.7%	68.6%	69.4%	66.3%	69.8%	66.0%
无形资产	1	1	0	0	0	0
非流动资产	708	1,458	1,802	1,760	2,120	1,983
%总资产	56.5%	71.9%	72.6%	70.5%	73.1%	69.5%
资产总计	1,252	2,028	2,481	2,497	2,903	2,855
短期借款	437	634	613	517	563	426
应付款项	79	203	733	941	788	963
其他流动负债	14	24	37	38	19	24
流动负债	530	861	1,384	1,496	1,370	1,413
长期贷款	69	70	15	0	0	1
其他长期负债	326	693	665	639	1,128	927
负债	925	1,623	2,064	2,135	2,498	2,341
普通股股东权益	328	346	349	276	290	359
少数股东权益	0	58	68	86	115	155
负债股东权益合计	1,252	2,028	2,481	2,497	2,903	2,855

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.118	0.069	0.010	-0.268	0.050	0.252
每股净资产	1.198	1.268	1.278	1.010	1.060	1.313
每股经营现金净流	0.557	0.475	1.297	0.847	0.008	1.431
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.82%	5.46%	0.78%	-26.52%	4.76%	19.22%
总资产收益率	2.57%	0.93%	0.11%	-2.93%	0.48%	2.42%
投入资本收益率	7.01%	4.19%	0.81%	2.71%	6.60%	12.95%
增长率						
主营业务收入增长率	673.18%	24.94%	35.70%	8.40%	31.49%	29.34%
EBIT增长率	670.19%	-1.54%	-75.09%	25.71%	258.12%	90.92%
净利润增长率	323.87%	-41.27%	-85.65%	N/A	N/A	399.60%
总资产增长率	824.24%	61.95%	22.33%	0.63%	16.25%	-1.64%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.6	52.7	91.3	130.0	110.0	100.0
存货周转天数	9.5	23.1	27.2	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	21.6	44.3	113.6	250.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	727.4	1,300.4	883.2	756.5	980.0	704.6
偿债能力						
净负债/股东权益	115.64%	139.89%	85.60%	73.74%	70.02%	22.79%
EBIT利息保障倍数	2.0	1.1	0.2	0.3	2.0	5.3
资产负债率	73.84%	80.04%	83.19%	85.51%	86.07%	82.00%

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	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	0

来源：朝阳永续

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。

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为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

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: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD