

美都控股 (600175.SH)

房地产开发行业

评级: 买入 首次评级

公司研究

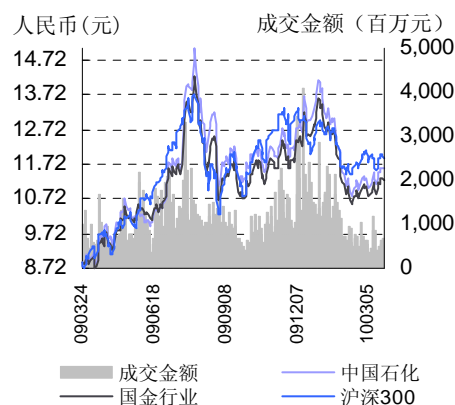
市价(人民币): 6.69元

目标(人民币): 8.70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)	1,439.84
总市值(百万元)	9,728.44
年内股价最高最低(元)	6.88/4.72
沪深300指数	2374.56
上证指数	2239.47



转型油气生产, “内生+外延” 打开成长空间

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.062	0.103	0.291	0.429	0.560
每股净资产(元)	1.48	1.57	0.92	1.09	1.21
每股经营性现金流(元)	-0.08	-0.21	1.78	2.12	1.70
市盈率(倍)	46.64	46.17	21.30	14.43	11.06
行业优化市盈率(倍)	18.78	15.58	17.85	17.85	17.85
净利润增长率(%)	-30.67%	66.03%	385.54%	47.58%	30.54%
净资产收益率(%)	4.20%	6.56%	17.04%	16.85%	11.23%
总股本(百万股)	1,390.78	1,390.78	2,390.78	2,390.78	2,390.78

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 收购区块潜力巨大, 未来3年高速增长。美都收购 Woodbine 油田位于美国核心致密油产区 Eagle Ford, 油藏质地好, 油服配套与运输条件便利, 商业化开采潜力大。随着公司加快在 Woodline 的打井速度, 我们测算 14-16 年产量年复合增速 33%, 推动利润快速提升。
- 增发后现金充裕, “内生+外延” 打开储量空间。公司 13 年 7 月公告了增发方案, 募资 24.6 亿元若增发完成, 公司在手现金将超过 35 亿, 资金实力大幅增强。有望通过加强现有区块的勘探力度与持续的并购提升储量, 进一步打开成长空间。

投资建议

- 假设公司 14-16 年分别打井 54、51、50 口, Woodline 的新井投产 IP30 (投产头 30 天) 的产量按照 Eagle Ford 的平均产量 437 桶/天, 同时其衰减曲线满足 Eagle Ford 典型的致密油井的衰减曲线。公司每桶油实现的销售价格为 90 美元 (扣除运费), 3 年之内地租不发生大的变化。
- 按照增发后摊薄股本, 我们预测公司 2014-15 年 EPS 分别为与 0.29/0.43/0.56 元, 年复合增速超过 40%。考虑目前美国成熟区块资源在 A 股市场的稀缺性及美都出色的成长性, 建议买入美都控股。

估值

- 公司 2014-2016 年增速较快, 考虑目前成长股的估值中枢, 给与 14 年 30 倍 PE, 目标价格 8.7 元, 尚存在 35% 的股价空间。

风险

- 增发不成功, 公司资金链紧张
- 新井的油气衰减速度超公司预期

徐远航 联系人
(8621)60230242
xuyuanhang@gjzq.com.cn

舒亮 分析师 SAC 执业编号: S1130512080007
(8621)60230218
shuliang@gjzq.com.cn

内容目录

收购海外油田，转型油气开发	3
Eagle Ford 为核心产油区，收购区块潜力巨大	3
北美页岩油产业发展迅速，Eagle Ford 产量大增速快.....	3
Woodbine 区块潜力巨大，未来 3 年高速增长.....	5
增发后现金充裕，“内生+外延”打开成长空间	6
持续勘探与二次采油实验有望提升现有区块储量及采收率	7
增发后现金充裕，为持续并购创造了可能	7
盈利预测与投资建议	8
盈利预测与假设.....	8
价值和成长潜力均被低估，即将迎来价值回归	8
风险提示	9
附录：三张报表预测摘要	10

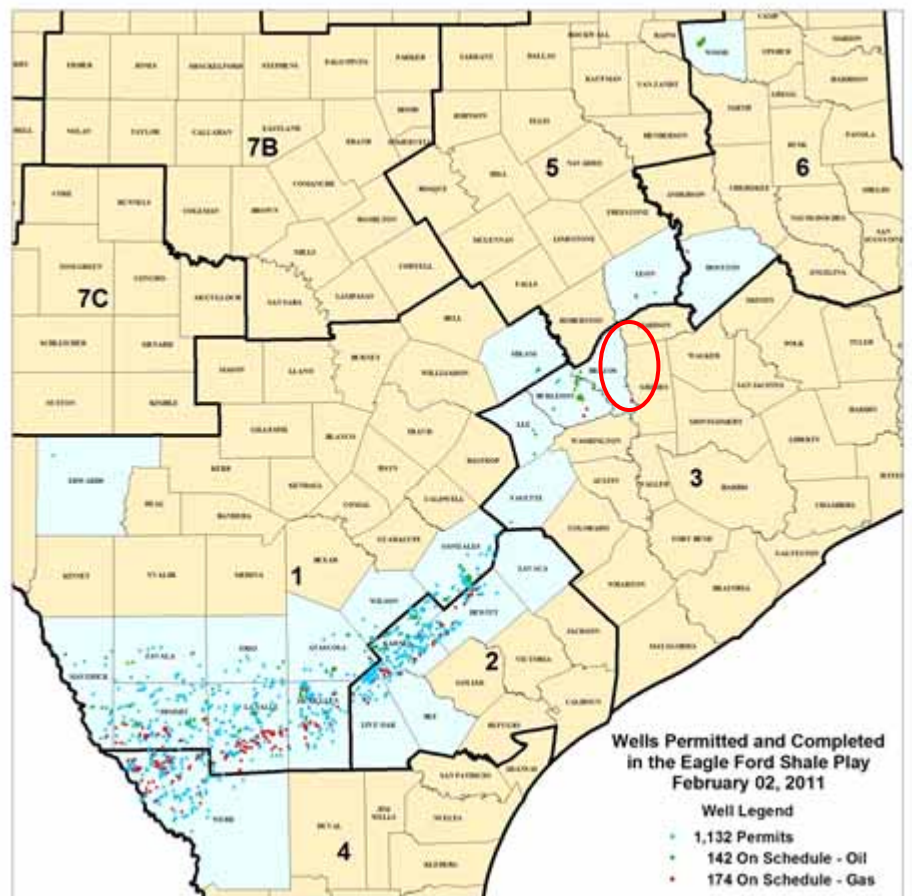
图表目录

图表 1: Woodbine 区块示意图.....	3
图表 2: 北美页岩油产量迅速增长.....	4
图表 3: 北美致密油产量核心区块.....	4
图表 4: Eagle Ford 钻机数量及效率持续提高.....	4
图表 5: Eagle Ford 致密油产量迅速增加.....	4
图表 6: 单钻机产量 Bakken 和 Eagle Ford 最高.....	5
图表 7: 14-16 年 Woodbine 油田盈利能力的简单测算	6
图表 8: 美都非公开发行人对象及股数	7
图表 9: 随着勘探，Woodline 储量有望进一步提升	7
图表 10: 页岩区块的产能成指数衰减	8
图表 11: Eagle Ford 区块致密油井 IP30 产量分布	8
图表 12: Eagle Ford 典型致密油井衰减曲线	8

收购海外油田，转型油气开发

- 公司去年 7 月通过收购美国公司 WAL100%的股权，获得了其位于美国致密油气核心产区 Eagle Ford 的 Woodbine 油田，进军致密油气开采领域，从房地产业务向油田开发转型。
 - 收购美国公司 WAL100%股权，收购对价 5.35 亿美元（现金 1.35 亿+承担 4 亿美元负债）
 - **储量：**WAL 主要的资产为 Woodbine 油田，位于美国德克萨斯州，纵向上拥有四个油层：Woodbine 层 100%矿权，Eagle Ford 层、Buda 层、Georgetown 层约 90%矿权。根据评估报告，油田权益剩余可采储量 5,040 万桶（2P）。其中证明已开发剩余可采储量（PD）810 万桶，占 16%；证明未开发剩余可采储量（PUD）2,020 万桶，占 40%；基本证实未开发储量（2P）2,210 万桶，占 44%。2013 年产量 289 万桶。2013 年 Woodbine 产油 289 万桶。

图表1: Woodbine 区块示意图



来源：互联网、国金证券研究所

Eagle Ford 为核心产油区，收购区块潜力巨大

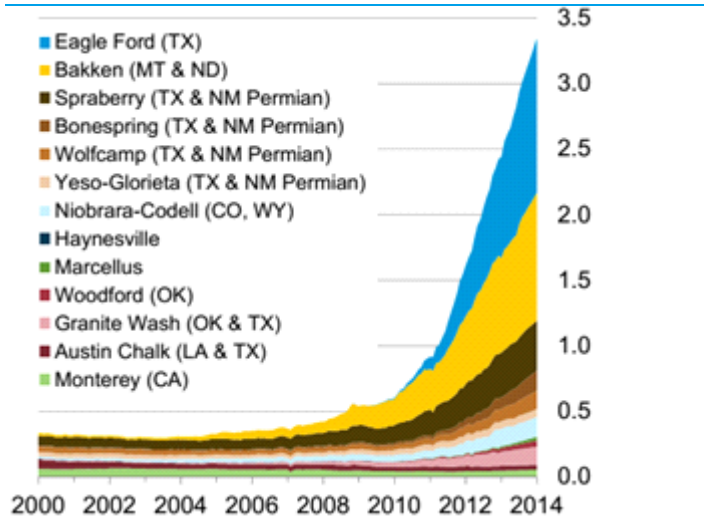
北美页岩油产业发展迅速，Eagle Ford 产量大增速快

- 得益于技术进步与成本降低，北美的页岩油产业发展迅速，产量从 2011 年约 70 万桶/天，迅速增长到 2014 年初接近 350 万桶/天，年复合增速接近 100%，基本贡献了美国全部的原油增量，13 年，美国的致密油产量占全部

原油产量的比例已经达到 36%。根据 EIA 的预测，页岩油有望继续以 30% 的增速增长。

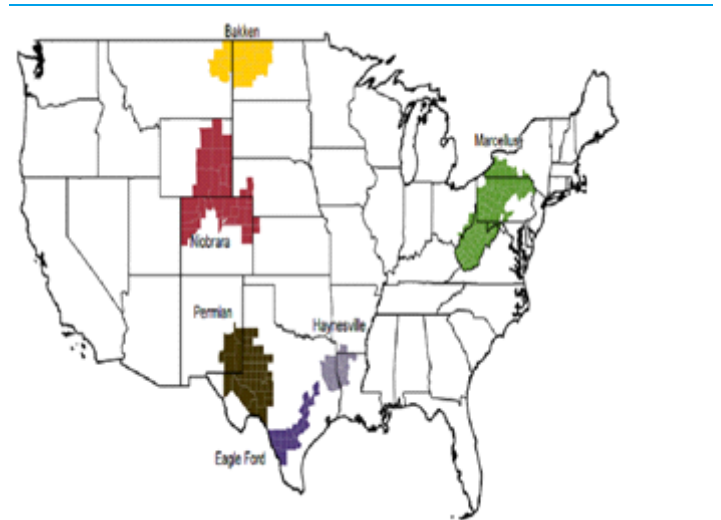
- 美国的致密油生产集中在 Eagle Ford、Bakken、Permian、Niobrara、Haynesville、Marcellus 六大区块，其中 Eagle Ford、Bakken、Permian 三大区块产量占比超过 80%。

图表2：北美页岩油产量快速增长



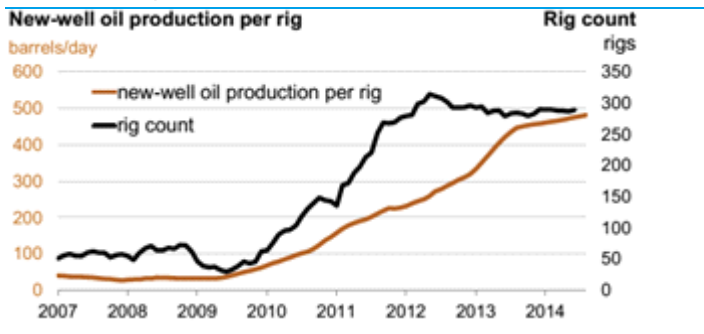
来源：EIA、国金证券研究所

图表3：北美致密油产量核心区块



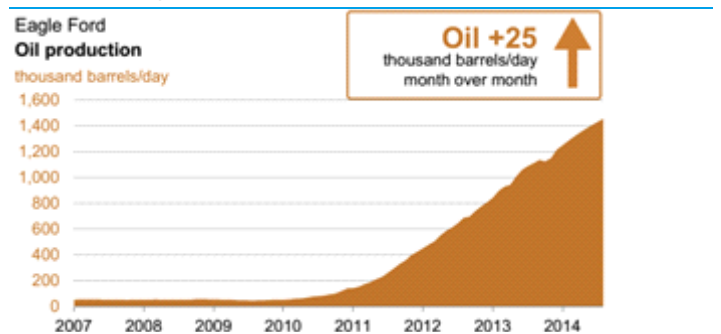
- Eagle Ford 产量增长最快，从 2011 年的不到 20 万桶/日增长到 14 年的 140 万桶/天，3 年翻了 7 倍，13 年超过 Bakken 成为致密油产量最大的区块，占到总产量的 1/3，是核心的产油区之一。Eagle Ford 区块产量迅速增长，得益于两点：1. 地处德州，为美国石油交易最为发达的地区，距离沿海炼厂近，石油运输便利，运费低；2. 油藏条件好，单钻机产量高。

图表4：Eagle Ford 钻机数量及效率持续提高

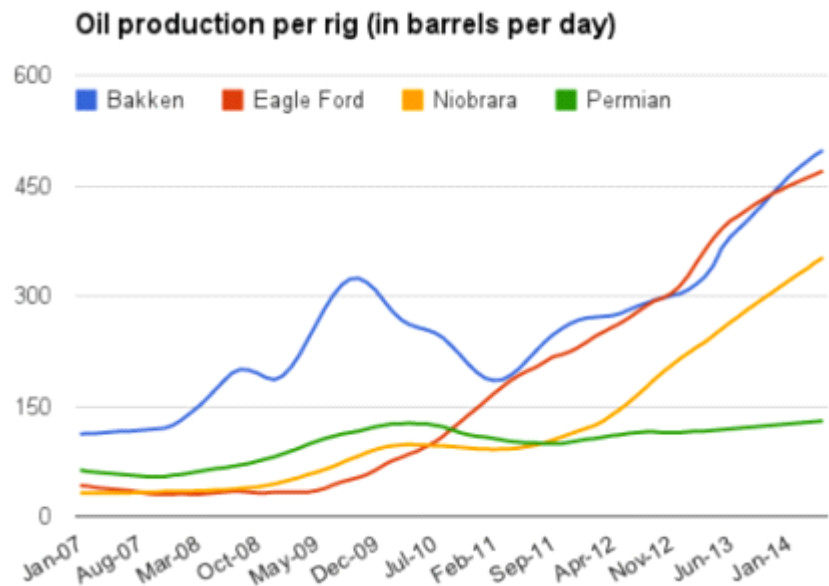


来源：EIA、国金证券研究所

图表5：Eagle Ford 致密油产量迅速增加



图表6: 单钻机产量 Bakken 和 Eagle Ford 最高



来源: Berry Petroleum Company、国金证券研究所

- 受益于 Eagle Ford 区块的开发力度加大，区块地质数据的积累、油气输送条件的便利、油服的配套均非常成熟，钻井成本、钻井周期持续下降，有利于降低新进入者的门槛，加快油田开发速度。

Woodbine 区块潜力巨大，未来 3 年高速增长

- Woodbine 油田位于的 Eagle Ford 区块，具有含油面积大，储层条件好等特点，且受益于 Eagle Ford 成熟的油服及外输设施配套，开采潜力巨大。
 - **含油面积大、储层条件好：**Woodbine 拥有矿权的总占地面积约为 69.86 平方公里，平面上工作权益面积约 61.08 平方公里，占总面积的 87.43%，矿权面积基本上就是含油面积。平均油层中部深度 2,599 米，平均油层有效厚度 13.07 米，平均有效孔隙度 13%，平均有效渗透率 0.3~0.46 毫达西，原油密度 0.8348 克/立方厘米，属于原油性质好、高温、常压、低孔、特低渗透率连续型致密砂岩油藏。二级编号。
 - **开采成本低、开采条件好：**位于 Eagle Ford 区块，油服配套完善，开采成本低。同时该油气区块处于美国的南方，气候好，常年温度高，使得油井钻井时间短，其中直井段长 2,700 米、水平段长 1,800 米的一口水平井只需要 25 天就可完井投产；生产时率高，不存在因自然因素关井的情况；开发管理难度小，地面设施易于维护，地面设备基本上都是露天放置。
 - **外销便利, 原油销售价格高：**铁路、高速公路横穿油田。原油销售在井口完成（由专业的原油销售公司进行操作），更减少了交通条件可能对 Woodbine 项目所产原油销售的风险；同时 woodbine 公司拥有共计 32 英里输气管道及 2 个加压站，从而保障了未来 Woodbine 项目天然气的销售。油田离沿海炼厂距离较短，运费低，实现的原油销售价格较高。
 - **储量有提升潜力：**Woodbine 油田纵向上拥有四个油层 Woodbine 层、Eagle Ford 层、Buda 层、Georgetown 层。由于 Woodline 层为公司主要开采目的层，因此储量评估仅考虑了其开采潜力，而其余三层的勘探为储量进一步提升打开了空间。

- 根据公司增发方案，募资将用于 Woodline 油田的产能建设，2013 年原有油井 56 口，计划 2014-2016 年新打 155 口井，总投资 7.63 亿美元，相当于未来 3 年井数翻 3 倍。由于致密油井在最初的 1 年中产量最高，随着打井数量的增长，按照我们的测算，14-16 年公司产量年复合增速 33%。推动利润快速提升
 - 由于致密油的衰减较快，投产的前 3 年是其产量高峰，产量占到最终采出量（EUR）的 80%，尤其第一年产量最高，整体产量占到最终采出量的 50% 左右。因此，通过连续打井，提高开采井数，Woodbine 油田的产量将迅速提高。
 - WAL 管理层的绩效考核与激励与生产量挂钩，推动管理层加快打井速度。公司 2014 年计划打井 54 口，截止到 7 月 22 号，共投产 22 口，9 口等待压裂，7 口正在钻井。根据公司可研，一口井的钻完井时间为 25 天，公司采用井工厂方式作业，可同时进行 7 口井的钻井工作，预计年底完成 54 口钻井的难度不大，若持续作业，新井数可能超出此前计划。
 - 假设公司 14-16 年分别打井 54、51、50 口，根据我们的测算，Woodbine 油田 14-16 的产量分别为 335 万桶、458 万桶和 592 万桶，产量年复合增速 33%。可以实现净利润 1.1 亿美元、1.7 亿美元、2.2 亿美元，利润复合增速超过 40%。

图表7: 14-16 年 Woodbine 油田盈利能力的简单测算

	2014E	2015E	2016E
总产量（万桶）	335	458	592
平均销售价格（美元/桶）	90	90	90
运营成本（美元/桶）	4	3.9	3.8
生产&从价税（美元/桶）	6.3	6.5	6.7
管理费用（美元/桶）	8.0	8.1	8.1
折旧摊销（美元/桶）	22.9	25.9	27.4
利息费用（美元/桶）	15.3	8.6	6.6
税前利润（美元/桶）	33.4	37.0	37.4
所得税（美元/桶）	0.0	0.0	0.0
净利润（美元/桶）	33.4	37.0	37.4
净利润总额（百万美元）	112.0	169.4	221.2
折旧摊销费用（百万美元）	77.0	118.5	162.1
投产井数（口）	54	51	50
单井成本（万美元/口）	533.0	570.3	610.2
现金流			
经营性现金流（百万美元）	303.5	399.8	75.0
投资性现金流（百万美元）	333.8	428.3	80.0

来源：国金证券研究所

增发后现金充裕，“内生+外延”打开成长空间

- 公司 7 月公告了增发方案，以 2.46 元/股的价格增发不超过 10 亿股，募资 24.6 亿元用于 Woodbine 产能建设与补充流动资金，增发方案 14 年 6 月获得了证监会的核准，若增发完成，公司在手现金将超过 35 亿，同时资产负债率大幅降低，净资产从 25 亿提高到接近 50 亿，可以通过中票再融资 20 亿，资金实力大幅增强，为持续的勘探与并购提供了可能。

图表8: 美都非公开发行对象及股数

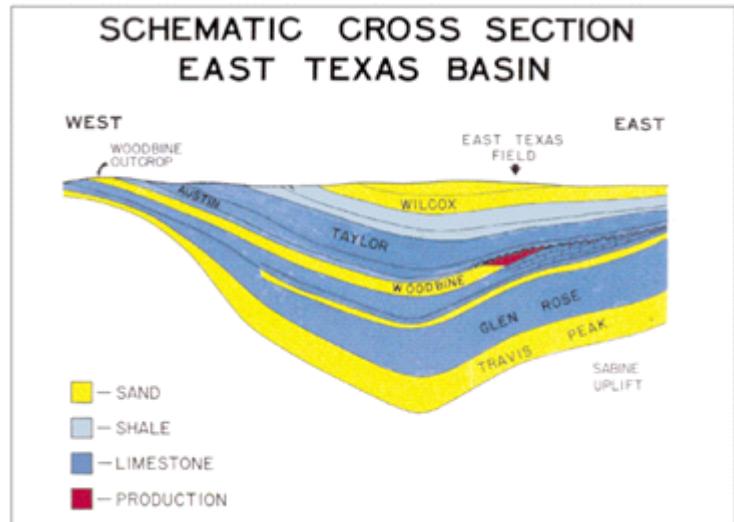
认购对象	认购股数 (亿股)
闻章华 (实际控制人)	3.2
嘉实资本管理有限公司	1.5
深圳阜财股权投资合伙企业	1.3
珠海横琴新区长实股权投	1.0
长沙树德创业投资合伙企业	0.7
青岛海汇河东投资合伙企业	0.7
泰达宏利基金管理有限公司	0.7
宁波联潼股权投资合伙企业	0.4
合计	9.5

来源: 公司公告、国金证券研究所

持续勘探与二次采油实验有望提升现有区块储量及采收率

- Woodline 油田纵向上有 4 层, 从上到下分别是 Woodbine 层、Eagle Ford 层、Buda 层、Georgetown 层。目前主要开采层为 Woodbine 层, 产能扩张计划也位于 Woodline 层。随着增发资金的到位, 有望加大其他油层的勘探, 目前 Eagle Ford 层已有一口采油井 (COLt1 井), 压裂长 852 英尺, 自喷期日产油 125 桶。Buda 层和 Georgetown 层在周边井区也已经取得较好的开发效果。随着勘探的进行, Woodline 储量有望进一步提升。
- 另一方面, 可以进行注水开发试验。目前该地区主要采用稀疏井网开发油层厚度大的地区, 并且全部采用利用油层天然能量进行枯竭式开采方式, 没有进行过二采采油 (注水开发), 在相邻地区的同层位注水开发试验已经成功; 注水开发成功后, 预计可以进一步提高采收率。

图表9: 随着勘探, Woodline 储量有望进一步提升

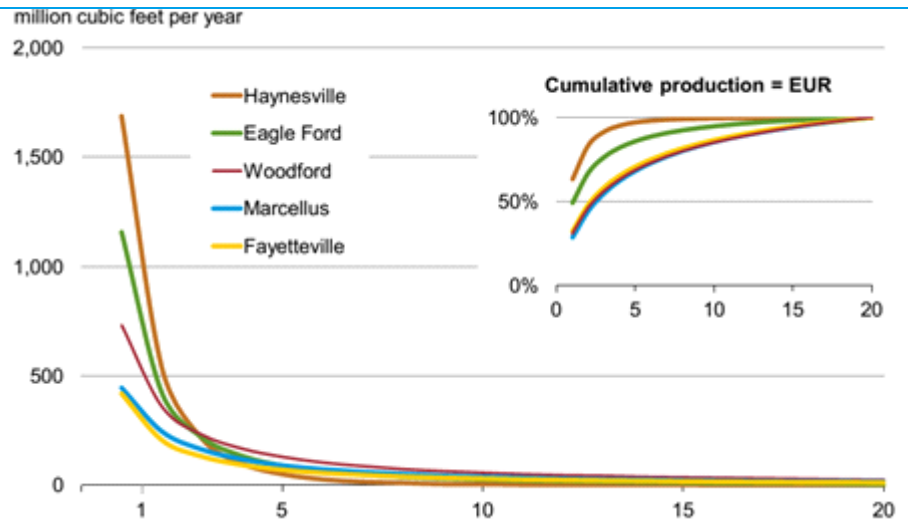


来源: 互联网、国金证券研究所

增发后现金充裕, 为持续并购创造了可能

- 由于页岩区块的特性, 产量的快速衰减不可避免, 致密油的产量集中释放在最初几年。产量的衰减一方面需要通过在现有区块高强度的钻井活动来弥补, 一方面需要外延式的区块扩张来扩大储量, 意味着美都需要进行持续的区块并购。Eagle Ford 区块经过这几年大规模的开发, 地质数据的储备、相应的油服配套与运输条件均较为成熟, 可供选择的标的较多。

图表10: 页岩区块的产能成指数衰减



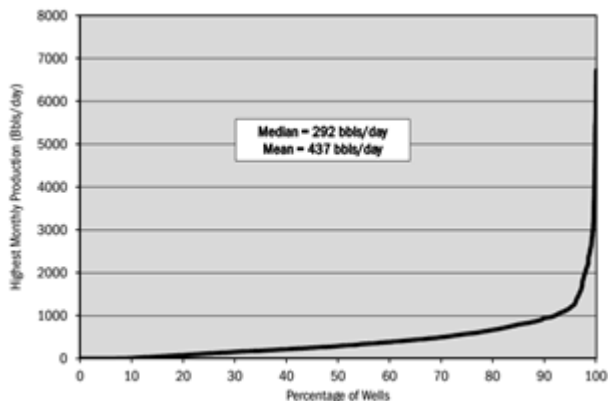
来源: EIA、国金证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测与假设

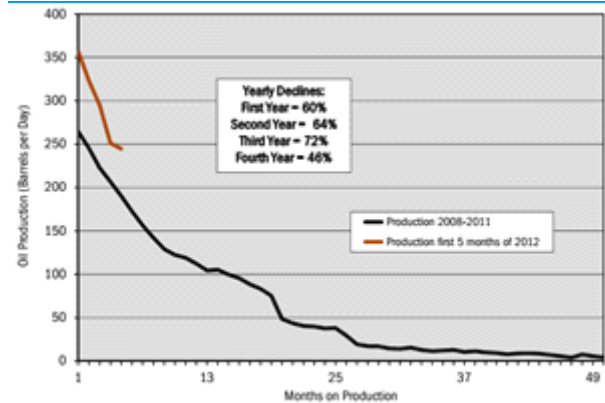
- 假设公司 14-16 年分别打井 54、51、50 口，单口井的成本分别为 533、570 和 610 万。
- Woodline 的新井投产 IP30（投产头 30 天）的产量按照 Eagle Ford 的平均产量 437 桶/天，同时其衰减曲线满足 Eagle Ford 典型的致密油井的衰减曲线。
- 公司每桶油实现的销售价格为 90 美元（扣除运费），3 年之内地租不发生大的变化。
- 考虑到增发后摊薄股本，我们预测公司 2014-15 年 EPS 分别为与 0.29/0.43/0.56 元，年复合增速超过 40%。

图表11: Eagle Ford 区块致密油井 IP30 产量分布



来源: 国金证券研究所

图表12: Eagle Ford 典型致密油井衰减曲线



价值和成长潜力均被低估，即将迎来价值回归

- 按照盈利预测，目前公司股价对应 2014-15 年 PE 估值分别为 21x14PE、14x15PE，我们认为这个估值水平远远没有反映公司 14-16 年的成长性，公司的成长价值被严重低估。
- 美都的油田位于成熟区域 Eagle Ford 区块，油田的质地较好，配套成熟，商业化开采潜力更大。同时公司增发完成后现金充裕，“内生+外延”有望进一步打开成长空间。
- 公司 2014-16 年增速较快，考虑目前成长股的估值中枢，给与 14 年 30 倍 PE，目标价格 8.7 元，尚存在 45% 的股价空间，建议买入美都控股。

风险提示

- 增发不成功，公司现金吃紧。
- 新井的油气衰减速度超公司预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	2,805	2,967	5,140	1,887	2,575	3,329	货币资金	539	686	1,463	900	967	967
增长率		5.8%	73.3%	-63.3%	36.5%	29.3%	应收款项	82	89	195	584	797	1,031
主营业务成本	-2,613	-2,815	-4,450	-691	-1,030	-1,390	存货	1,943	2,786	3,477	208	310	419
%销售收入	93.1%	94.9%	86.6%	36.6%	40.0%	41.8%	其他流动资产	498	419	678	202	235	272
毛利	192	152	690	1,195	1,545	1,939	流动资产	3,063	3,980	5,814	1,894	2,310	2,688
%销售收入	6.9%	5.1%	13.4%	63.4%	60.0%	58.2%	%总资产	74.0%	77.6%	56.2%	27.0%	31.9%	33.6%
营业税金及附加	-42	-37	-156	-9	-13	-17	长期投资	832	892	975	976	975	975
%销售收入	1.5%	1.3%	3.0%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	211	212	3,479	4,111	3,916	4,308
营业费用	-27	-24	-26	-283	-232	-246	%总资产	5.1%	4.1%	33.6%	58.7%	54.2%	53.8%
%销售收入	1.0%	0.8%	0.5%	15.0%	9.0%	7.4%	无形资产	16	16	16	21	27	32
管理费用	-70	-75	-164	-170	-232	-300	非流动资产	1,078	1,146	4,535	5,110	4,920	5,317
%销售收入	2.5%	2.5%	3.2%	9.0%	9.0%	9.0%	%总资产	26.0%	22.4%	43.8%	73.0%	68.1%	66.4%
息税前利润 (EBIT)	53	16	343	733	1,068	1,376	资产总计	4,140	5,126	10,349	7,004	7,230	8,005
%销售收入	1.9%	0.5%	6.7%	38.9%	41.5%	41.3%	短期借款	906	745	1,603	962	561	818
财务费用	-33	-36	-169	-23	-31	-25	应付款项	1,032	1,661	2,328	571	819	1,091
%销售收入	1.2%	1.2%	3.3%	1.2%	1.2%	0.8%	其他流动负债	-97	208	475	333	342	351
资产减值损失	-8	-1	-15	-4	-1	-2	流动负债	1,841	2,614	4,406	1,866	1,722	2,259
公允价值变动收益	0	0	-9	0	0	0	长期贷款	244	364	924	924	924	925
投资收益	130	129	91	0	0	0	其他长期负债	0	0	2,744	2,741	2,741	2,741
%税前利润	95.0%	122.6%	37.7%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	2,084	2,977	8,074	5,531	5,386	5,925
营业利润	142	107	242	706	1,036	1,349	普通股股东权益	1,970	2,054	2,182	2,201	2,599	2,882
营业利润率	5.1%	3.6%	4.7%	37.4%	40.3%	40.5%	少数股东权益	86	95	94	108	122	136
营业外收支	-5	-2	-1	3	3	3	负债股东权益合计	4,140	5,126	10,349	7,840	8,107	8,943
税前利润	137	105	241	709	1,039	1,352							
利润率	4.9%	3.5%	4.7%	37.6%	40.4%	40.6%	比率分析						
所得税	-10	-16	-69	0	0	0		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税率	7.3%	15.0%	28.8%	0.0%	0.0%	0.0%	每股指标						
净利润	127	89	172	709	1,039	1,352	每股收益	0.100	0.062	0.103	0.291	0.429	0.560
少数股东损益	2	3	29	14	14	14	每股净资产	1.580	1.477	1.569	0.921	1.087	1.205
归属于母公司的净利润	124	86	143	695	1,025	1,338	每股经营现金净流	0.006	-0.077	-0.211	1.776	2.121	1.703
净利率	4.4%	2.9%	2.8%	36.8%	39.8%	40.2%	每股股利	0.012	0.008	0.013	0.130	0.130	0.130
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	6.31%	4.20%	6.56%	17.04%	16.85%	11.23%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	3.00%	1.68%	1.38%	5.18%	6.37%	4.10%
净利润	127	89	172	389	452	338	投入资本收益率	1.52%	0.41%	3.24%	12.67%	14.45%	9.27%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	28	22	49	277	300	315	主营业务收入增长率	-0.80%	5.76%	73.26%	-63.30%	36.48%	29.31%
非经营收益	-102	-65	53	40	42	37	EBIT增长率	-59.65%	-70.24%	#####	113.49%	45.77%	28.81%
营运资金变动	-45	-154	-567	1,154	-93	-99	净利润增长率	-17.76%	-30.67%	66.03%	385.54%	47.58%	30.54%
经营活动现金净流	7	-108	-293	1,860	700	591	总资产增长率	13.98%	23.81%	101.91%	179.75%	-5.05%	14.80%
资本开支	-18	-6	-15	-901	-106	-707	资产管理能力						
投资	9	-22	-1,501	-1	0	0	应收账款周转天数	3.6	3.7	4.5	75.0	75.0	75.0
其他	-165	48	-107	0	0	0	存货周转天数	253.1	306.6	256.9	110.0	110.0	110.0
投资活动现金净流	-173	21	-1,623	-902	-106	-707	应付账款周转天数	14.8	13.1	14.7	102.0	102.0	102.0
股权募资	0	26	0	2,460	0	0	固定资产周转天数	25.9	23.5	245.2	770.8	508.9	414.6
债权募资	30	309	2,523	441	-402	258	偿债能力						
其他	-84	-118	-156	-38	-90	-86	净负债/股东权益	29.67%	19.65%	161.47%	2.75%	-15.17%	-4.99%
筹资活动现金净流	-55	216	2,367	2,863	-492	172	EBIT利息保障倍数	1.6	0.4	2.0	26.2	20.3	18.5
现金净流量	-221	129	451	3,821	102	56	资产负债率	50.34%	58.08%	78.01%	68.71%	61.06%	62.32%

来源：公司年报、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	2	3	7	11	25
增持	0	1	2	5	12
中性	0	1	2	3	5
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.43	1.50	1.54	1.53

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 2008-04-07	买入	12.59	N/A
2 2008-04-28	买入	11.06	N/A
3 2008-08-25	买入	10.04	N/A
4 2008-10-29	买入	7.00	N/A
5 2009-03-29	买入	9.10	N/A
6 2009-08-20	买入	12.81	N/A
7 2009-10-30	买入	11.59	N/A
8 2009-12-14	买入	13.70	N/A

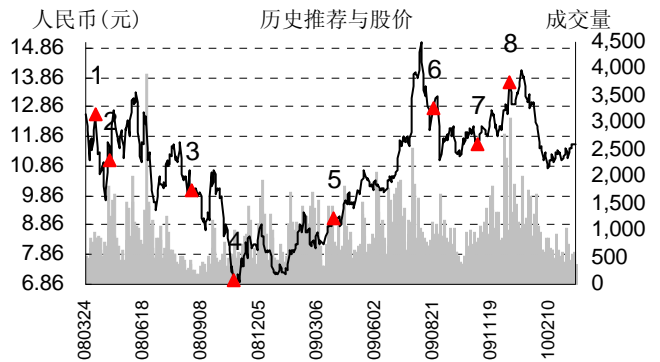
来源：国金证券研究所

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。

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

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

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)-82805115

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 2805 室