

评级：买入 首次评级

公司研究简报

市场价格（人民币）：6.59元
目标价格（人民币）：9.10-12.10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)	989.96
总市值(百万元)	6,523.84
年内股价最高最低(元)	14.46/4.76
沪深300指数	3831.85
上证指数	3661.54
人民币(元)	成交金额(百万元)



公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.251	0.096	0.026	0.071	0.096
每股净资产(元)	3.83	3.42	3.45	3.52	3.62
每股经营性现金流(元)	0.05	0.53	0.82	0.51	0.63
市盈率(倍)	16.95	56.02	250.47	92.21	68.30
行业优化市盈率(倍)	6.29	8.23	8.52	8.52	8.52
净利润增长率(%)	-27.09%	-61.57%	-72.83%	171.63%	35.01%
净资产收益率(%)	6.56%	2.82%	0.76%	2.02%	2.66%
总股本(百万股)	989.96	989.96	989.96	989.96	989.96

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 煤炭业务主业经营困难，公司积极向新能源业务方向拓展，计划成为江西省的大能源整合平台，国企整合和改革预期强烈。
- 公司转型战略明确：以江西煤炭交易中心为平台，发展现代物流服务。全力推进交易中介、物权交割、代办运输、代理结算、融资信贷和期货贸易综合配套服务。公司向大宗商品供应链服务平台转型，是以九江储备中心为核心，加速布局物流基础设施和交易中心的电商平台。2015年下半年，通用码头和储配煤场工程计划开始试运行，专用铁路则计划年底建成，2016年物流配送体系将正式投产协作运行。电商平台盈利模式先进，通过交易免费吸引客户线上交易；通过设计较先进的风控模式而引入PvP网络金融模式和银行授信协作，一定程度上较好地解决了供应链风险融资问题，交易中心电商平台有望2015年开始贡献收益。

估值与投资建议

- 公司稳步推进煤炭供应链平台，中期给予平台市值50亿，公司未来1年合理市值90.01-120.01亿元，对应股价9.09-12.12元。公司市值偏小，有市值管理的动力，涉及互联网+概念，而且公司依然存在集团资产注入、大能源转型和国企改革预期，以及我们看好煤炭板块在3季度的阶段性机会，我们仍然建议投资者重点关注，我们给予公司“买入”评级。

风险

- A股市场牛市逻辑无法持续。基建和房地产投资低于预期，煤价走势持续弱于预期，供应链业务布局低于预期，供应链金融发展低于预期。

孙灿

分析师 SAC 执业编号：S1130515050001
(8621)60753921
suncan@gjzq.com.cn

内容目录

1. 煤炭开采主业	3
1.1. 控股股东变更情况：控股股东改名，提升国企改革预期	3
1.2. 上市以来，公司主营业务变化：积极向新能源方向拓展	3
1.3. 集团后续资产注入仍值得期待	5
2. 积极寻求业务转型	6
2.1. 能源业务拓展	6
2.2. 大宗商品供应链平台转型	6
3. 投资建议	8
3.1. 盈利预测	8
3.2. 估值和投资建议	9

图表目录

图表 1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系	3
图表 2：2012 年资产注入前煤炭业务	4
图表 3：公司现有生产矿井基本情况	5
图表 4：集团承诺变更后资产质量较好资产	5
图表 6：生产数据假设	8
图表 7：产销数据假设	8

1. 煤炭开采主业

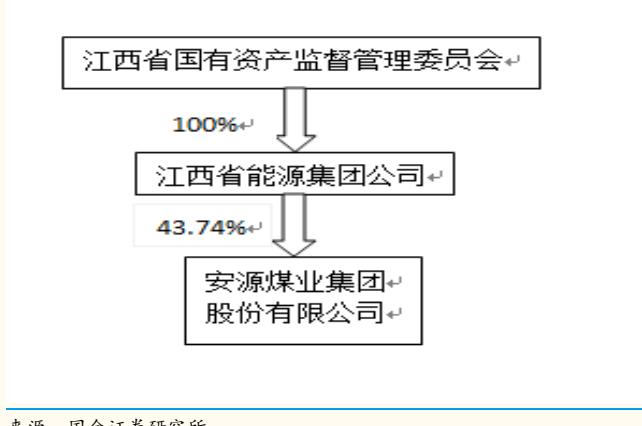
1.1. 控股股东变更情况：控股股东改名，提升国企改革预期

2002年7月2日，本公司在上海证券交易所挂牌上市，控股股东为萍乡矿业集团有限责任公司，持有公司61.39%股份；2005年9月1日，新锦源投资有限公司在履行要约收购义务后，成为本公司控股股东，持有公司61.39%股份；2006年12月19日，经丰城矿务局受让新锦源投资有限公司持有的本公司26.15%股权，成为本公司控股股东；2010年12月24日，经国务院国有资产监督管理委员会国资产权江西省煤炭集团公司通过国有股权划转持有公司50.56%股权，成为本公司控股股东。

2011年12月26日，中国证监会证监核准公司向江煤集团、中弘矿业、中国华融和中国信达发行股份购买相关资产；2012年2月2日，本次非公开发行购买资产涉及的新增股份在中国登记结算有限责任公司上海分公司登记完成。控股股东江煤集团持公司43.74%的股权。

2014年12月24日，经江西省人民政府批准，控股股东名称由“江西省煤炭集团公司”变更为“江西省能源集团公司”。并在江西省工商行政管理局办理完毕工商登记名称变更手续。

图表 1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系



来源：国金证券研究所

集团积极争取成为江西省内能源资产整合平台，将燃气、电力等能源相关资产都整合在集团平台下。

1.2. 上市以来，公司主营业务变化：积极向新能源方向拓展

■ 主营业务变化

2002年上市初期的主营业务为煤炭生产及煤矸石发电、客车及客车空调制造，后逐步增加焊接材料、重工机械、钢骨架塑料复合管生产等；2005年，主营业务变更为玻璃及玻璃深加工、客车制造、水泥生产等；2006年，主营业务变更为煤炭开采、客车制造和玻璃及玻璃深加工；2012年，主营业务变更为煤炭开采、煤炭精选

加工、煤炭经营等。

■ 现有煤炭业务矿井基本情况

2011年重组前，公司开采煤矿的主力矿井只有一个——曲江煤矿，保有储量8772万吨，核定产能90万吨。

图表 2：2012 年资产注入前煤炭业务

矿井名称	权益比例	保有储量	煤种	核定产能
		(万吨)		
曲江煤矿	90%	8772.00	主焦煤	90.00

来源：国金证券研究所

■ 2012 年剥离原有汽车和剥离业务，注入江西煤业

2012年重组，江煤集团将江西煤业的19个成熟煤矿的经营资产和采矿权注入上市公司，公司煤炭资源的保有储量增加 2.59亿吨，产能增加 658万吨，对比原有储量 0.88亿吨及产能 90万吨，分别增长 294%和 731%。

截至2014年年报，公司拥有21个生产煤矿，其中全资子公司江西煤业集团有限公司责任公司拥有20个煤矿，控股子公司丰城曲江煤炭开发有限责任公司拥有1个煤矿，主要煤炭生产基地位于江西省萍乡、丰城、高安、景德镇等地市，矿区总面积153.7998平方千米。2014年底保有资源储量31,390万吨，其中萍乡矿区9,281万吨、丰城矿区15,420万吨、高安矿区935万吨、景德镇矿区5,754万吨，可采储量14372万吨，其中萍乡矿区2550万吨、丰城矿区9011万吨、高安矿区 426万吨、景德镇矿区2385万吨。

公司地处江西省，煤炭资源禀赋差、地质条件复杂，矿井均为井工开采，开采工艺为综采放顶煤或综采。核定年原煤生产能力为744万吨。主要煤种为主焦煤、1/3焦煤、无烟煤、瘦煤、贫瘦煤。煤炭产品品种主要为洗精煤、动力煤。

图表3：公司现有生产矿井基本情况

	矿井名称	权益比例	煤种	产品名称	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨)
江西煤业萍乡分公司	萍乡巨源煤业	80%	贫瘦煤	筛混煤	9281	2550	21
	江西煤业高坑煤矿	100%	1/3焦煤	精煤、洗动			21
	江西煤业安源煤矿	100%	1/3焦煤	精煤、洗动			30
	江西煤业青山煤矿	100%	无烟煤	混煤			78
	江西煤业黄冲煤矿	100%	无烟煤	混煤			39
	江西煤业杨桥煤矿	100%	主焦煤	混煤、块煤			10
	江西煤业白源煤矿	100%	无烟煤	精煤、洗动			25
江西煤业丰城分公司	江西煤业建新煤矿	100%	主焦煤	精煤、洗末	15420	9011	33
	江西煤业坪湖煤矿	100%	主焦煤	精煤、洗末			18
	江西煤业尚庄煤矿	100%	贫瘦煤	筛混煤			12
	江西煤业流舍煤矿	100%	贫瘦煤	洗混煤			6
	江西煤业山西煤矿	100%	贫瘦煤	洗混煤			45
江西煤业新余分公司	江西煤业东村煤矿	100%	无烟煤	混煤	935	426	81
	江西煤业桥二煤矿	100%	无烟煤	混煤			51
	江西煤业伍家煤矿	100%	贫瘦煤	混煤			45
	江西煤业天河煤矿	100%	烟煤	洗煤、混煤			21
江西煤业景德镇分公司	江西煤业沿沟煤矿	100%	瘦煤	筛混煤	5754	2385	33
	江西煤业东方红煤矿	100%	瘦煤	筛混煤			60
	江西煤业涌山煤矿	100%	无烟煤	筛混煤			20
	江西仙槎煤业	53%	瘦煤	筛混煤			9
总计					31390	14372	658

来源：国金证券研究所

1.3. 集团后续资产注入仍值得期待

1. 2014年10月25日，控股股东对于同业竞争承诺做了调整，调整后：对于资产质量较好，盈利能力较强的煤矿资产，继续以江西煤业收购的方式解决同业竞争问题。具体包括：

- 1) 江煤集团直接或间接持有的丰龙矿业、新鸣煤业、小牛煤业、贵新煤业、云庄矿业及宜萍煤业的股权，在其矿井基建（技改）竣工达产并连续2年盈利后的一年内转让给江西煤业。
- 2) 江西省煤炭集团（贵州）矿业有限责任公司，已获得贵州省煤炭整合主体预留资格，目前正在按照整合方案申报，在相关资产符合条件后，整体或单项转让给江西煤业。
- 3) 江煤集团持有的八景煤业、大光山煤业、棠浦煤业和花鼓山煤业改制完成并连续2年盈利后的一年内转让给江西煤业。

图表4：集团承诺变更后资产质量较好资产

	矿井名称	权益比例	煤种	保有储量 (万吨)	定产能 (万吨)
丰城矿务局	丰龙矿业	40%	主焦煤	9020	90
乐平矿务局	新鸣煤业	51%	气煤、气肥煤	1546	30
新余矿业	小牛煤业	80%	优质主焦煤		60
新余矿业	贵新煤业	52%	优质主焦煤	1604	45
萍矿集团	宜萍煤业	51%	无烟煤		21
丰城矿务局	云庄矿业	51%	焦煤	390	15
总计					261

来源：国金证券研究所

2. 上述资产注入在2017年12月31日以前完成。
3. 江煤集团在完成上述处置之前，实际控制的上述与煤炭生产经营相关的资产和业务继续交由江西煤业托管，原托管协议有效期延续至2017年12月31日。业务转型：大能源一体化和大宗商品供应链平台转型。

2. 积极寻求业务转型

2.1. 能源业务拓展

■ 煤电业务拓展

与大唐电力“煤电一体化”合作进展顺利，目标公司已设立，正在办理简家煤田采矿权转让手续；

■ 煤层气

结合煤矿瓦斯治理的煤层气开发利用已经纳入转型发展计划：2014 年煤层气业务，包括集团下属子公司的焦炉煤气发电，全年共计 1.9 亿立方米，；主要包括三个公司：江西景能煤层气发电有限公司（乐平），100%权益，可转售利用；江西丰城源洲煤层气发电有限责任公司，景德镇和丰城，40%权益，矿区自发自用。丰城港华燃气，45%权益，香港合资公司。

■ 新能源方向拓展

大股东前期减持，主要是用于新的能源利用储备项目的开发。储备项目的前期调研已经做完了，但项目收益敏感性分析，都是基于当前煤价下的分析和评估，集团处于谨慎的角度还在多种情景分析下项目风险评估。目前储备的项目主要有光伏、低热值（煤矸石、坑口电厂）方向，计划都是自己利用现有闲置资源建设。

2.2. 大宗商品供应链平台转型

■ 转型目标和定位

集团明确提出：以江西煤炭交易中心为平台，发展现代物流服务。全力推进交易中介、物权交割、代办运输、代理结算、融资信贷和期货贸易综合配套服务。统一规则，降低成本，透明竞争，辐射周边，努力建设江南煤炭能源信息中心、区域定价中心、水铁运物流中心和加工配制贸易中心，做出煤炭市场的“江煤指数”。

集团规划立足江西省内煤炭市场，以九江基地为中心，赣中、赣东、赣南三个加工储运基地与各煤矿洗煤加工点为支撑，辐射周边省份和长江沿岸，建

立江西煤炭交易中心。将其打造成“两湖一江”地区乃至华中地区最具影响力的信息中心、定价中心、物流中心和贸易中心，能够有效帮助煤炭消费者节约煤炭采购成本、节约采购时间和确保煤炭安全供应。

■ 转型进展和经营情况

■ 物流布局和建设：

九江储备中心，下设有江西省煤炭交易中心有限公司（权益 100%）和江西赣中煤炭储运有限责任公司（权益 50%）两家子公司。储备中心工程项目位于九江市庐山区新港工业园，整个项目分为三个工程，九江城东通用码头工程、储配煤场工程和铁路专用线工程。码头工程规模为：建设 3 个 5000 吨级泊位级相应配套设施。储配煤场工程规模为：静态储煤能力 80 万吨。铁路专用线规模：全场 2.87 公里。

目前九江城东通用码头工程和储配煤场工程已完工，与省内客户合作干散货运输，积累码头运营经验，计划 2015 年 6 月开始运营。九江煤炭储配基地（水路）铁路专用线因为纳入梦华铁路规划重新调整和设计，工程一定程度延迟，目前工程已优化方案并开工建设，计划 2015 年底，铁路专线基本完工。

■ 交易中心和电商平台：

江西省煤炭交易中心成功引进战略合作伙伴天津泛亚电子商务技术服务有限公司，搭建“二湖一江”区域煤炭电子交易平台，创建互联网金融商业模式，并获得江西省商务厅运营批准，已达到上线运营条件；

盈利模式设计：交易中心对线上交易采取持续免费策略，吸引风险融资客户在线上交易，通过线上 P2P 模式引入资金，匹配风险和收益，盈利模式是向 P 端收取管理费。目前 P2P 端融资 2 个亿，完成 1.7 个亿融资款发放，预计年底融资目标 5 亿左右。近期与南昌城市商业银行的合作基本敲定，可以引入银行资金以扩大可授信融资规模。

交易中心主要的业务来源：目前业务内容主要是交易质押融资项目，客户主要以中小贸易商为主，通过线上交易可实现跨区域的业务扩张，目前业务来源主要是泛亚长期合作的天津港的业务，前不久才到扬子江港务局做了业务推介，未来计划将安源煤销公司的线下销售量全部搬到线上：

风险控制：目前主要通过会员准入，引入银行授信评估体系。抵押和保证金融资，无抵押不融资，抵押融资比例一般 50%-65%。计划在线上实现交易和

结算功能，引入期货每日结算功能，通过每日基准评估，控制抵押品风险。

3. 投资建议

3.1. 盈利预测

图表 5：生产数据假设

分 公 司	矿 井	产 量					
		2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
	曲江煤矿	79	83	81	82	83	84
江西仙槎煤	江西仙槎煤业	18	19	19	19	19	20
	萍乡巨源煤业	18	19	7	19	19	20
	江西煤业高坑煤矿	26	28	27	27	28	28
江西煤业	江西煤业安源煤矿	69	72	71	71	72	73
萍乡分公	江西煤业青山煤矿	34	36	35	35	36	36
司	江西煤业黄冲煤矿	9	9	9	9	9	9
	江西煤业杨桥煤矿	22	23	23	23	23	23
	江西煤业白源煤矿	29	31	30	30	30	31
	江西煤业东村煤矿	16	17	16	16	17	17
江西煤业	江西煤业桥二煤矿	11	11	11	11	11	11
新余分公	江西煤业伍家煤矿	5	6	5	5	6	6
司	江西煤业天河煤矿	40	42	41	41	41	42
	江西煤业建新煤矿	71	75	73	74	75	75
江西煤业	江西煤业坪湖煤矿	45	47	46	46	47	47
丰城分公	江西煤业尚庄煤矿	40	42	41	41	41	42
司	江西煤业流舍煤矿	18	19	19	19	19	20
	江西煤业山西煤矿	29	31	30	30	30	31
江西煤业	江西煤业沿沟煤矿	53	56	54	55	55	56
景德镇分	江西煤业涌山煤矿	18	19	18	18	18	19
公 司	江西煤业东方红煤矿	8	8	8	8	8	8
	总计	658	693	665	681	688	696

来源：国金证券研究所

图表 6：产销数据假设

(万吨) / (元/吨)		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
原料煤	小计	780	738	681	688	696
	原煤	693	665	681	688	696
	外购	87	73	73	73	73
商品煤产量	小计	722	707	652	659	666
	合计	1,836	1511	1498	1548	1600
商品煤销量	自产销售小计	586	695	641	648	655
	煤炭贸易	1249	816	857	900	945
	合计	517	476	429	450	473
销售单价	自产销售小计	521	468	421	442	464
	煤炭贸易	514	483	435	456	479
	合计	491	417	393	406	425
吨煤成本	小计	456	349	348	358	374
	生产-原煤	355	326	293	302	316
	外购-原煤	245	357	321	331	346
	煤炭贸易	507	475	427	440	460

来源：国金证券研究所

3.2. 估值和投资建议

预计 15-17 年收入分别为 99.67、105.69 和 112.21 亿元，EPS 分别为-0.44 元、0.031 元和 0.057 元。公司煤炭业务盈利一般，主要亮点在煤炭交易中心和其他新能源业务。

2015 年以来，煤炭板块 PB-TTM 均值为 1.53X，相对沪深 300 折价 23.12%，安源煤炭业务煤炭业务按照的行业平均值修复的目标 2.00X 计算，公司原有煤炭业务可支撑市值 $3.54 \times 9.9 \times 2.00 = 70.01$ 亿元。公司转型大宗商品供应链平台，涉及互联网+概念。我们预计公司 2016 年供应链金融业务贡献约 1 个亿净利润，给予 20 倍 PE，可支撑市值 20 亿；公司稳步推进煤炭供应链平台，中期给予平台市值 50 亿，公司未来 1 年合理市值 90.01-120.01 亿元，对应股价 9.09-12.12 元。公司公司市值偏小，有市值管理的动力，涉及互联网+概念，而且公司依然存在集团资产注入、大能源转型和国企改革预期，以及我们看好煤炭板块在 3 季度的阶段性机会，我们仍然建议投资者重点关注，我们给予公司“买入”评级。

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）					
主营业务收入	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	货币资金	2012	2013	2014	2015E	2016E
增长率	16,776	17,435	10,652	10,027	10,577	11,229	应收账款	1,406	1,261	1,302	900	967
主营业务成本	-15,488	-16,361	-9,845	-9,498	-9,952	-10,532	存货	2,102	2,473	2,000	1,412	1,665
%销售收入	92.3%	93.8%	92.4%	94.7%	94.1%	93.8%	其他流动资产	274	200	262	164	183
毛利	1,288	1,075	806	529	626	697	流动资产	968	688	499	439	434
%销售收入	7.7%	6.2%	7.6%	5.3%	5.9%	6.2%	%总资产	4,750	4,622	4,064	2,915	3,249
营业税金及附加	-72	-64	-53	-50	-53	-56	长期投资	54.9%	49.8%	44.1%	34.2%	35.3%
%销售收入	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	11	11	11	12	11
营业费用	-150	-147	-116	-95	-100	-106	%总资产	2,965	3,665	4,191	4,863	5,312
%销售收入	0.9%	0.8%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	无形资产	34.3%	39.5%	45.4%	57.0%	57.7%
管理费用	-401	-359	-315	-248	-261	-277	非流动资产	856	912	880	738	629
%销售收入	2.4%	2.1%	3.0%	2.5%	2.5%	2.5%	%总资产	3,903	4,654	5,157	5,614	5,954
息税前利润（EBIT）	665	505	322	136	212	258	负债总计	45.1%	50.2%	55.9%	65.8%	64.4%
%销售收入	4.0%	2.9%	3.0%	1.4%	2.0%	2.3%	短期借款	8,653	9,276	9,221	8,529	9,203
财务费用	-162	-166	-203	-203	-228	-252	应付款项	2,509	2,924	3,132	3,323	3,775
%销售收入	1.0%	1.0%	1.9%	2.0%	2.2%	其他流动负债	1,702	1,657	1,677	1,149	1,307	
资产减值损失	2	28	-33	-7	-1	-1	长期投资	292	294	254	188	203
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	流动负债	4,503	4,876	5,063	4,659	5,285
投资收益	1	0	0	80	100	120	长期贷款	81	24	210	210	211
%税前利润	0.1%	0.0%	0.0%	1267.7%	118.1%	93.7%	其他长期负债	378	439	292	0	0
营业利润	505	367	87	6	82	125	负债总计	4,962	5,339	5,565	4,870	5,495
营业利润率	3.0%	2.1%	0.8%	0.1%	0.8%	1.1%	普通股股东权益	9,221	9,203	9,755	8,529	9,203
营业外收支	6	21	54	0	3	3	少数股东权益	3,539	3,787	3,388	3,414	3,484
税前利润	511	388	140	6	85	128	负债股东权益合计	76	46	23	1	-21
利润率	3.0%	2.2%	1.3%	0.1%	0.8%	1.1%	负债股东权益合计	8,577	9,172	8,976	8,284	8,958
所得税	-178	-174	-70	-3	-37	-55	负债股东权益合计	9,510				
所得税率	34.9%	44.8%	49.9%	43.2%	43.2%	43.2%						
净利润	333	214	70	4	48	73						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0						
非现金支出	296	211	262	444	403	419						
非经营收益	174	188	193	220	145	149						
营运资金变动	-148	-563	4	148	-96	-17						
经营活动现金净流	654	49	529	816	500	623						
资本开支	-483	-436	-329	-968	-738	-749						
投资	83	-4	0	-1	0	0						
其他	1	1	0	80	100	120						
投资活动现金净流	-399	-439	-329	-889	-638	-629						
股权募资	8	0	3	0	0	0						
债权募资	517	334	375	-101	452	277						
其他	-381	-125	-654	-228	-248	-272						
筹资活动现金净流	143	210	-276	-329	205	6						
现金净流量	398	-180	-76	-402	67	0						

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	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	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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：021-60753903
传真：021-61038200
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：010-66216979
传真：010-66216793
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：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD