

露天煤业 (002128.SZ) 煤炭行业

评级: 增持 首次评级

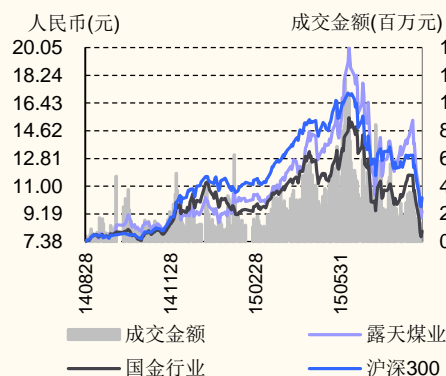
公司研究

市场价格(人民币): 9.37元
 目标价格(人民币): 10.66-11.78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)	1,326.68
总市值(百万元)	15,314.13
年内股价最高最低(元)	20.07/7.38
沪深300指数	3205.64
深证成指	10254.35



稳步推进能源一体化转型的区域褐煤龙头

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.689	0.383	0.387	0.437	0.481
每股净资产(元)	4.74	5.13	5.52	5.93	6.41
每股经营性现金流(元)	1.16	0.86	1.36	1.29	1.39
市盈率(倍)	11.65	24.39	34.02	30.13	27.43
行业优化市盈率(倍)	6.29	8.23	8.55	8.55	8.55
净利润增长率(%)	-41.89%	-31.55%	1.27%	12.88%	9.88%
净资产收益率(%)	14.54%	7.46%	7.02%	7.37%	7.49%
总股本(百万股)	1,326.69	1,634.38	1,634.38	1,634.38	1,634.38

投资逻辑

- 公司煤炭业务盈利良好, 体现出在行业下行周期中的安全边际。2015年中报受益油价下行, 毛利逆势修复。公司体现出在行业下行周期中褐煤的业绩安全边际, 受益于稳定的销售合作关系和蒙东区位优势。
- 公司新能源转型步伐坚定, 火电业务贡献业绩超预期。公司2014年火电业务注入后, 盈利情况良好, 我们预计2015年收入贡献可达20%, 净利润贡献可达48%, 转型步伐超预期。分布式光伏发电业务2015年开始贡献业绩, 公司仍在稳步推进风电及其他新能源业务。
- 大股东资产注入预期仍十分强烈, 且受益实际控制人资产重组, 是煤炭行业国企改革概念股。蒙东能源仍有白音华二号露天矿、白音华三号露天矿和通过第二发电有限责任公司、内蒙古大板发电有限责任公司, 在避免同业竞争规划中满足条件后规划注入。2015年7月15日, 公司实际控制人中国电力投资集团公司与国家核电技术公司重组组建国家电力投资集团公司在北京举行揭牌仪式, 宣布正式成立, 国家电力投资集团资产整合仍在持续推进中。

估值与投资建议

- 公司市值偏小, 向新能源方向转型坚定, 而且公司依然存在集团资产注入和国企改革预期, 我们认为应给予高于行业平均的溢价, 给予公司PB2-2.21X, 目标价10.66-11.78元, 对应2015年PE27-30X。我们仍然看好煤炭板块在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“增持”评级。

风险提示

- A股市场系统风险, 基建和房地产投资低于预期, 煤价走势持续弱于预期, 新能源业务推进低于预期。

孙灿

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

内容目录

1. 公司主营业务简介	3
1.1. 实际控制人近期重组, 受益国企改革推进	3
1.2. 2014 年公司主营业务变更, 发电业务注入股份公司	3
1.3. 集团后续能源资产注入预期强烈	5
2. 转型大能源一体化集团	6
2.1. 煤电业务	6
2.2. 光伏发电业务	6
2.3. 风电业务	7
3. 投资建议	7
3.1. 盈利预测	7
3.2. 估值和投资建议	7

图表目录

图表 1: 公司、控股股东和实际控制人的关系	3
图表 2: 2011 年以来的主营收入结构	4
图表 3: 2011 年以来的主营业务毛利率走势	4
图表 4: 重大投资和资产运作	4
图表 5: 产销数据假设	7

1. 公司主营业务简介

1.1. 实际控制人近期重组，受益国企改革推进

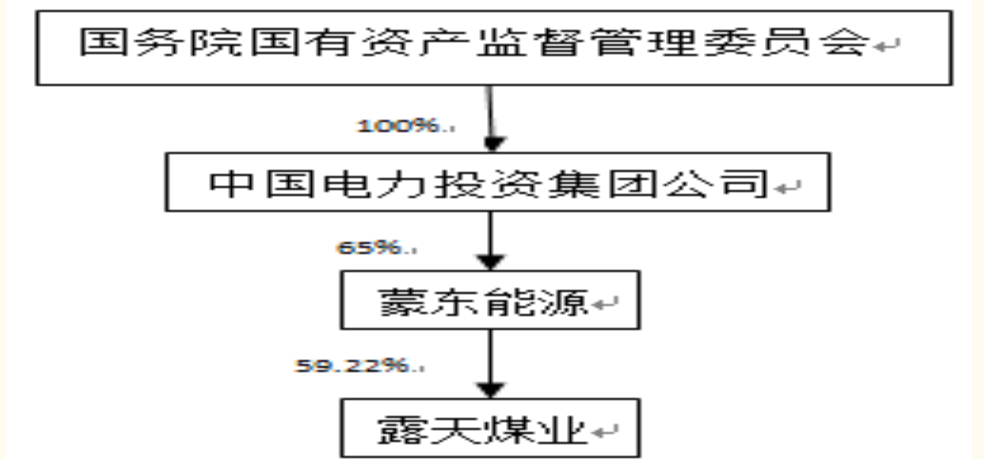
公司成立于2001年12月18日，于2007年4月18日在深圳证券交易所挂牌上市。

公司的第一大股东为中电投蒙东能源集团有限责任公司，持股比例为59.22%。蒙东能源是国务院直属五大发电企业之一中电投集团在内蒙古区域的控股子公司。2004年9月，中电投集团与霍煤集团进行资产重组，组建了中电霍煤集团。2008年1月，中电投集团以中电霍煤集团为基础，成立了蒙东能源。蒙东能源是以煤为核心，电为保障，煤电铝、煤电硅一体化，清洁能源为重点的现代化大型综合能源企业，是国家重点建设的13个大型煤炭基地之一；是全国煤炭工业100强和煤炭产能50强企业之一；

中国电力投资集团（简称中电投）是蒙东能源的控股股东，持有其65%的股权，因而露天煤业的实际控制人为中国电力投资集团。中国电力投资集团公司是在原国家电力公司部分企事业单位基础上组建的国有企业，经国务院同意进行国家授权投资的机构和国家控股公司的试点。集团公司注册资本金人民币120亿元。

2015年5月，中国电力投资集团公司与国家核电技术有限公司重组成立国家电力投资集团公司。

图表 1：公司、控股股东和实际控制人的关系



来源：国金证券研究所

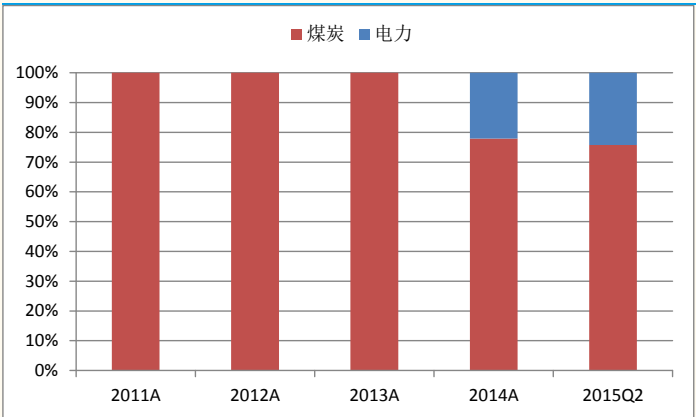
1.2. 2014 年公司主营业务变更，发电业务注入股份公司

2007年上市初期主营业务为煤炭生产、加工与销售；2014年，主营业务变更为煤炭与电力产品的销售。截至2015年中期报告，煤炭产品的销售收入占营业总收入的74.79%，煤炭产品主要销往内蒙古、吉林、辽宁地区。电力产品的销售收入占营业总收入的23.90%，电力产品主要销售给国家电网东北分部。

公司的煤炭产品为优质褐煤，平均发热量为3100大卡，具有低硫、低磷、高挥发分、高灰熔点的特点。公司处于内蒙中东部霍林河煤田，是国内五大露天煤矿之

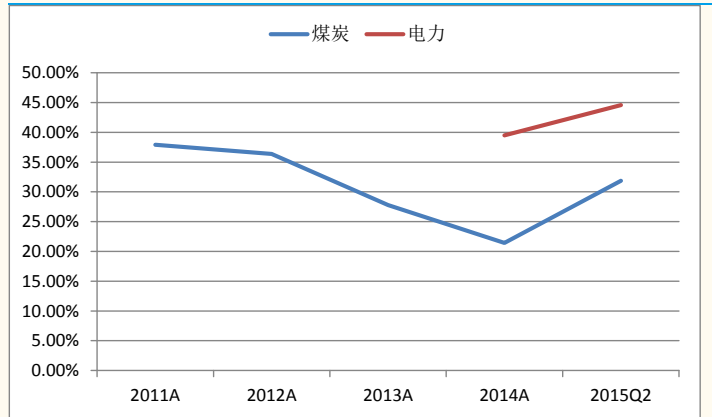
一。该地区资源丰富，已经成为内蒙打造两大煤炭基地所依托的重要产煤区。

图表 2：2011 年以来的主营收入结构



来源：国金证券研究所

图表 3：2011 年以来的主营业务毛利率走势



来源：国金证券研究所

通辽霍林河坑口发电有限责任公司主要经营业务：火力发电，热力产品销售；废弃物综合利用及经营；设施租赁。坑口电厂运营2*600MW国产亚临界空冷机组，两台机组于2008年正式投产发电，机组运行状况良好。坑口电厂建厂较晚、设备较为先进，全部国产化，初期投资成本较低；坑口电厂紧靠露天煤业，煤炭经皮带直接运输至电厂，相比其他电力企业而言极大减少了煤炭运输成本。

图表 4：重大投资和资产运作

时间	事项
2010 年	收购中电投蒙东能源集团有限责任公司扎哈淖尔露天矿采矿权及相关资产和负债
2014 年	在霍林郭勒市境内建设霍林河露天煤业 20MWp 分布式光伏发电项目
2014 年	与中电投电力工程有限公司共同在广西壮族自治区合山市投资设立风电项目公司
2014 年	向特定投资者非公开发行普通股（A 股），筹集资金收购了公司控股股东中电投蒙东能源集团有限责任公司控股的通辽霍林河坑口发电有限责任公司的 100% 股权，涉足了火电业务
2015 年	与 SECMC 就投资事宜签订了《股本投资谅解备忘录》和《技术服务谅解备忘录》，拟向巴基斯坦的信德安格鲁煤矿公司投资 1000 万美元可累计的优先股

来源：国金证券研究所

1.3. 集团后续能源资产注入预期强烈

露天煤业控股股东蒙东能源在公司上市之前承诺的二号露天矿采矿权目前已履行完毕，并已完成通辽霍林河坑口发电有限责任公司100%股权收购。

回避同业竞争规划内容：

中国电力投资集团公司（以下简称：中电投集团）做出如下规划：

1、露天煤业是中电投集团在内蒙古东部煤炭、火力发电资源整合的唯一平台和投资载体。

2、中电投集团已将白音华二号露天矿的煤炭经销权委托给露天煤业；在以下条件全部成就的前提下，应当启动白音华二号露天矿注入露天煤业的工作，具体的条件如下：

(1) 完成生产规模从500万吨到1500万吨扩能工程的相关审批手续，并完成生产移交验收；

(2) 依法合规开展经营活动，近两年不存在违反上市规定的违法违规行为；

(3) 内蒙古锡林郭勒白音华煤电有限责任公司露天矿的加权平均净资产收益率，高于露天煤业当年加权平均净资产收益率。

3、中电投集团在以下条件全部成就的前提下，应当启动通过二发注入露天煤业的工作，具体的条件如下：

(1) 通过二发的土地、厂房、业务等独立于通辽总厂，符合上市公司关于资产独立、业务独立、人员独立、机构独立和财务独立的条件；

(2) 依法合规开展经营活动，近两年不存在违反上市规定的违法违规行为；

(3) 通过二发的加权平均净资产收益率，不低于露天煤业当年加权平均净资产收益率。

4、中电投集团在以下条件全部成就的前提下，应当启动大板电厂注入露天煤业的工作，具体的条件如下：

(1) 依法合规开展经营活动，近两年不存在违反上市规定的违法违规行为；

(2) 大板电厂的加权平均净资产收益率，不低于露天煤业当年加权平均净资产收益率。

中电投蒙东能源集团有限责任公司（以下简称：蒙东能源）做出如下规划：

1、露天煤业是蒙东能源在内蒙古东部煤炭、火力发电资源整合的唯一平台和投资载体。2、蒙东能源已将白音华二号露天矿的煤炭经销权委托给露天煤业；在以下条件全部成就的前提下，应当启动白音华二号露天矿注入露天煤业的工作，具体的条件如下：

(1) 完成生产规模从500万吨到1500万吨扩能工程的相关审批手续，并完成生产移交验收；

(2) 依法合规开展经营活动，近两年不存在违反上市规定的违法违规行为；

(3) 内蒙古锡林郭勒白音华煤电有限责任公司露天矿的加权平均净资产收益率，高于露天煤业当年加权平均净资产收益率。

3、蒙东能源已将白音华三号露天矿的煤炭经销权委托给露天煤业，在以下条件全部成就的前提下，应当启动白音华三号露天矿注入露天煤业的工作，具体的条件如下：

(1) 完成煤炭生产移交验收的相关审批手续；

(2) 依法合规开展经营活动，近两年不存在违反上市规定的违法违规行为；

(3) 内蒙古白音华蒙东露天煤业有限公司的加权平均净资产收益率，高于露天煤业当年加权平均净资产收益率。

4、蒙东能源在以下条件成就的前提下，应当启动通辽第二发电有限责任公司注入露天煤业，具体的条件如下：

(1) 通辽第二发电有限责任公司的土地、厂房、业务等独立于通辽发电总厂，符合上市公司关于资产独立、业务独立、人员独立、机构独立和财务独立的条件；

(2) 依法合规开展经营活动，近两年不存在违反上市规定的违法违规行为；

(3) 通辽第二发电有限责任公司的加权平均净资产收益率，不低于露天煤业当年加权平均净资产收益率。

5、蒙东能源在以下全部条件成就的前提下，应当启动内蒙古大板发电有限责任公司注入露天煤业的工作，具体的条件如下：

(1) 依法合规开展经营活动，近两年不存在违反上市规定的违法违规行为；

(2) 内蒙古大板发电有限责任公司的加权平均净资产收益率，不低于露天煤业当年加权平均净资产收益率。

2. 转型大能源一体化集团

2.1. 煤电业务

火力发电，热力产品销售；废弃物综合利用及经营；设施租赁。坑口电厂运营 2*600MW 国产亚临界空冷机组，两台机组于 2008 年正式投产发电，机组运行状况良好。坑口电厂建厂较晚、设备较为先进，全部国产化，初期投资成本较低；坑口电厂紧靠露天煤业，煤炭经皮带直接运输至电厂，相比其他电力企业而言极大减少了煤炭运输成本；坑口电厂员工团队精简，人力成本较低。鉴于上述因素，坑口电厂具有较强的盈利能力。

2.2. 光伏发电业务

公司拟在霍林郭勒市境内 2014 年投资建立了霍林河露天煤业 20MWp 分布式光伏发电项目。该项目总装机容量 20.46MW(兆瓦)，总投资 17,499.82 万元，

其中自有资本占项目规模总投资的 20%，其余 80%为银行贷款。截至 2015 年 6 月左右，该项目已经全部并网发电。该投资项目运营后，运营期预计将增加公司利润总额，除此之外对公司未来财务状况和经营成果无其他重大影响。

2.3. 风电业务

2014 年为了开发新能源、保护生态环境、促进经济与环境和谐发展，露天煤业与关联方中电投电力工程有限公司共同在广西壮族自治区合山市投资设立风电项目公司。项目公司为露天煤业的控股子公司。初期注册资本为人民币 600 万元，各出资人应当一次性认缴初期的注册资本金，其中露天煤业现金初期出资 420 万元，截止到 2015 年 6 月末尚未出资成立项目公司。

3. 投资建议

3.1. 盈利预测

2015 年一季度，动力煤价快速大幅下挫，秦皇岛 5500 大卡动力煤价格从年初的 515 元跌倒最近的 392 元，累计下跌 23.9%。我们认为当前的煤价已经低于绝大部分煤矿的现金成本，煤炭企业现金周转已经开始恶化了，我们认为发改委对超产监管正在加大力度，行业限产减产的力度可能超预期，我们倾向于给予企业的未来煤炭销售均价上行的假设。

图表 5：产销数据假设

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（万元）	680228	614092	479684	486908	501611	521836
营业成本（万元）	432707	443432	376895	347083	357564	371981
毛利率	36%	28%	21%	29%	29%	29%
原煤产量+外购（万吨）	4500	4650	4601	4509	4599	4691
原煤销量（万吨）	4500	4645	4602	4509	4599	4691
销售均价（元/吨）	151	132	104	108	109	111
吨煤成本（元/吨）	96	95	82	77	78	79
吨煤毛利（元/吨）	55	37	22	31	31	32

来源：国金证券研究所

3.2. 估值和投资建议

我们预计 15-17 年收入分别为 60.96、62.68 和 64.95 亿元，EPS 分别为 0.39 元、0.44 元和 0.48 元。公司煤炭业务盈利良好，2015 年中报受益油价下行，毛利逆势修复。公司体现出在行业下行周期中褐煤的业绩安全边际，受益于稳定的销售合作关系和蒙东区位优势。公司 2014 年火电业务注入后，盈利情况良好，我们预计 2015 年收入贡献可达 20%，净利润贡献可达 48%，转型步伐超预期。

2015 年以来，煤炭板块 PB-TTM 均值为 1.46X，最高为 2.21X。公司市值偏小，向新能源方向转型坚定，而且公司依然存在集团资产注入和国企改革预期，

我们认为应给予高于行业平均的溢价，给予公司 PB2-2.21X，目标价 10.66-11.78 元，对应 2015 年 PE27-30X。我们仍然看好煤炭板块在 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“增持”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)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	6,870	6,221	6,254	6,096	6,268	6,495	货币资金	315	529	697	900	900	972
增长率		-9.4%	0.5%	-2.5%	2.8%	3.6%	应收款项	1,917	2,158	2,328	2,168	2,229	2,310
主营业务成本	-4,357	-4,472	-4,631	-4,228	-4,348	-4,508	存货	325	334	362	317	326	338
%销售收入	63.4%	71.9%	74.1%	69.4%	69.4%	69.4%	其他流动资产	99	54	122	78	80	83
毛利	2,513	1,749	1,622	1,868	1,920	1,987	流动资产	2,657	3,075	3,508	3,463	3,536	3,703
%销售收入	36.6%	28.1%	25.9%	30.6%	30.6%	30.6%	%总资产	29.6%	31.1%	25.2%	26.2%	26.5%	27.5%
营业税金及附加	-232	-224	-254	-335	-345	-357	长期投资	411	539	653	654	653	653
%销售收入	3.4%	3.6%	4.1%	5.5%	5.5%	5.5%	固定资产	4,644	4,893	8,209	8,468	8,574	8,526
营业费用	-69	-51	-24	-43	-44	-45	%总资产	51.7%	49.5%	58.9%	64.1%	64.2%	63.4%
%销售收入	1.0%	0.8%	0.4%	0.7%	0.7%	0.7%	无形资产	999	1,130	1,189	627	598	571
管理费用	-400	-398	-427	-488	-501	-520	非流动资产	6,331	6,801	10,427	9,751	9,827	9,751
%销售收入	5.8%	6.4%	6.8%	8.0%	8.0%	8.0%	%总资产	70.4%	68.9%	74.8%	73.8%	73.5%	72.5%
息税前利润 (EBIT)	1,812	1,076	918	1,002	1,030	1,065	资产总计	8,988	9,876	13,936	13,214	13,362	13,455
%销售收入	26.4%	17.3%	14.7%	16.4%	16.4%	16.4%	短期借款	1,354	1,912	2,411	1,310	741	0
财务费用	-121	-138	-245	-225	-168	-118	应付款项	660	1,334	1,174	1,055	1,085	1,124
%销售收入	1.8%	2.2%	3.9%	3.7%	2.7%	1.8%	其他流动负债	183	104	292	203	209	216
资产减值损失	11	-3	-5	-14	0	-1	流动负债	2,196	3,350	3,876	2,568	2,035	1,341
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	1,023	152	1,582	1,582	1,582	1,583
投资收益	118	138	110	0	0	0	其他长期负债	84	37	46	0	0	0
%税前利润	6.5%	13.0%	14.7%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	3,303	3,540	5,504	4,149	3,616	2,924
营业利润	1,821	1,072	778	763	861	946	普通股股东权益	5,632	6,282	8,381	9,014	9,695	10,481
营业利润率	26.5%	17.2%	12.4%	12.5%	13.7%	14.6%	少数股东权益	53	54	50	50	50	50
营业外收支	0	-10	-29	0	0	0	负债股东权益合计	8,988	9,876	13,936	13,214	13,362	13,455
税前利润	1,821	1,062	750	763	861	946	比率分析						
利润率	26.5%	17.1%	12.0%	12.5%	13.7%	14.6%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-246	-148	-128	-130	-146	-161	每股指标						
所得税率	13.5%	13.9%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	每股收益	1.185	0.689	0.383	0.387	0.437	0.481
净利润	1,575	914	622	633	715	785	每股净资产	4.245	4.735	5.128	5.515	5.932	6.413
少数股东损益	2	0	-3	0	0	0	每股经营现金净流	1.002	1.162	0.860	1.364	1.289	1.388
归属于母公司的净利润	1,572	914	625	633	715	785	每股股利	0.300	0.500	0.500	0.000	0.000	0.000
净利率	22.9%	14.7%	10.0%	10.4%	11.4%	12.1%	回报率						
							净资产收益率	27.92%	14.54%	7.46%	7.02%	7.37%	7.49%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	17.49%	9.25%	4.49%	4.79%	5.35%	5.84%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	19.44%	11.02%	6.12%	6.96%	7.08%	7.30%
净利润	1,575	914	622	633	715	785	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	5.65%	-9.45%	0.53%	-2.52%	2.81%	3.63%
非现金支出	524	563	837	1,104	1,242	1,394	EBIT 增长率	-2.20%	-40.64%	-14.63%	9.15%	2.72%	3.44%
非经营收益	-34	20	154	391	187	137	净利润增长率	-1.76%	-41.89%	-31.55%	1.27%	12.88%	9.88%
营运资金变动	-735	45	-208	102	-37	-49	总资产增长率	11.88%	9.88%	41.11%	-5.18%	1.12%	0.69%
经营活动现金净流	1,330	1,541	1,405	2,229	2,106	2,268	资产管理能力						
资本开支	-625	-631	-735	-586	-1,317	-1,318	应收账款周转天数	61.2	78.6	85.3	85.3	85.3	85.3
投资	-50	0	0	-1	0	0	存货周转天数	25.3	26.9	27.4	27.4	27.4	27.4
其他	93	9	2	0	0	0	应付账款周转天数	40.1	59.0	80.8	80.8	80.8	80.8
投资活动现金净流	-582	-622	-732	-587	-1,317	-1,318	固定资产周转天数	223.1	257.7	468.5	493.9	484.4	462.7
股权募资	0	0	1,965	0	-34	0	偿债能力						
债权募资	241	-312	28	-1,123	-569	-740	净负债/股东权益	36.26%	24.23%	39.08%	21.97%	14.60%	5.80%
其他	-883	-393	-2,547	-316	-187	-137	EBIT 利息保障倍数	15.0	7.8	3.8	4.5	6.1	9.0
筹资活动现金净流	-641	-705	-554	-1,439	-789	-878	资产负债率	36.75%	35.84%	39.50%	31.40%	27.06%	21.73%
现金净流量	107	214	118	203	0	72							

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	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：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