

## 中材国际 (600970.SH) 买入 (维持评级)

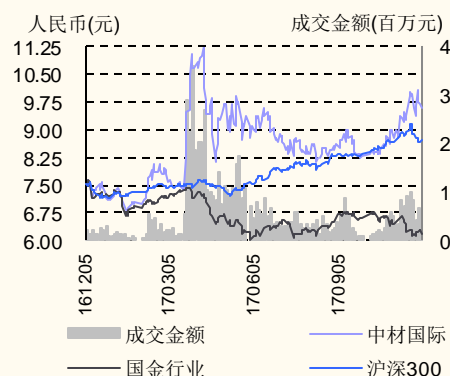
公司研究

市场价格 (人民币): 9.10 元

目标价格 (人民币): 17.00 元

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	1,683.21
总市值 (百万元)	15,963.75
年内股价最高最低 (元)	11.26/6.81
沪深 300 指数	3991.21
上证指数	3275.78



## 相关报告

- 1.《发展拐点研判系列一：生产运营管理业务提供长期稳定增长来源-中...》，2017.12.5
- 2.《正式进入“新时代”，蛰伏 5 年战略转型还看今朝-中材国际公司深...》，2017.11.6

黄俊伟 分析师 SAC 执业编号: S1130517050001  
(8621)60230241  
huangjunwei@gjzq.com.cn

## 发展拐点研判系列二：水泥窑协同处置危废前景广阔

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益 (元)	0.568	0.292	0.570	0.849	1.041
每股净资产 (元)	5.51	3.91	4.44	5.19	6.13
每股经营性现金流 (元)	1.65	1.32	0.92	1.58	1.91
市盈率 (倍)	21.04	24.32	16.79	11.27	9.19
行业优化市盈率 (倍)	24.32	24.32	24.32	24.32	24.32
净利润增长率 (%)	347.82%	-23.02%	95.55%	48.91%	22.61%
净资产收益率 (%)	10.31%	7.46%	12.83%	16.34%	16.97%
总股本 (百万股)	1,169.51	1,754.26	1,754.26	1,754.26	1,754.26

来源：公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **需求端来看，环保政策趋严叠加各省督查方案，过往未严格申报或被偷排的危废处理刚需显现**，按发达国家危废占固废比 (5%-10%)，假设我国危废占比为 3%，**预计实际危废实际产量近 1 亿吨，其中无害化处置量将超 2000 万吨**。危废处置中水泥窑协同处置优势突出，其天然碱性适用性强、处理充分，相较于传统焚烧处理，水泥窑协同处置落地更快、前期投资成本更低，可有效遏制二噁英产生避免二次污染。
- **供给端来看，水泥窑协同处置危废技术成熟对水泥产出品质影响较小，并且协同处置可规避错峰生产 (提高产能利用率增厚利润)、享受危废处置利润，改造意愿强**。现目前我国投产+在建+环评水泥窑协同处置危废产能约 610 万吨/年，相较于 2000 万吨/年的无害化处置量，水泥窑协同处置尚处于供不应求的状态，新增产能天花板在于可供改造水泥线。保守估计新增水泥窑处置危废市场达 200 亿元/年。
- **背靠集团资源，预计成熟期水泥窑协同处置危废贡献毛利达 5.7 亿元：1)** 中材国际水泥窑危废处置技术自上世纪 90 年代开始研究，经验丰富、实力超群。**2) 两材合并，中材国际为集团下实力最强且唯一拥有水泥窑协同处置危废技术的公司，有望独享集团资源**。集团旗下产能 4000t/d 以上新型干法水泥线共计 105 条，假设其中 20%符合水泥窑处置危废改造的规模和选址要求，预计带来水泥窑处置危废改造市场 34 亿元。**3) 对标同类企业水泥窑危废处置业务，以 30%的保守毛利率估算，预计成熟期公司水泥窑协同处置危废可贡献毛利达 5.7 亿元。**

## 估值

- 我们维持预测公司 2017-2019 年净利润为 10/15/18 亿元，EPS 分别为 0.57/0.85/1.04 元/股，考虑到公司存国改预期且环保、投资等多元化业务发展，维持未来 6-12 个月 17 元目标价位不变，对应 2018 年 PE 估值为 20 倍。

## 风险

- 宏观经济波动风险、人民币升值风险、环保监管力度不及预期风险、二股东减持风险。

## 内容目录

一、危废处置供不应求，水泥窑协同处置优势突出 .....	3
二、环保监管力度加强+水泥企业改造意愿增强，供需两端发力促水泥窑协同处置危废大发展 .....	5
三、水泥窑协同处置危废改造+运营市场空间广阔 .....	6
四、背靠集团资源，水泥窑协同处置危废有望增厚毛利达 5.7 亿元 .....	7
五、盈利预测与估值 .....	9
1.四大理由支撑公司 2017 年业绩爆发 .....	9
2.传统业务稳健毛利率提升趋势显著+新业务高增，2018/2019 年业绩稳健增长 .....	10
3.估值低安全边际高，给予 2018 年 20 倍估值，目标价 17 元 .....	11
六、风险提示 .....	12

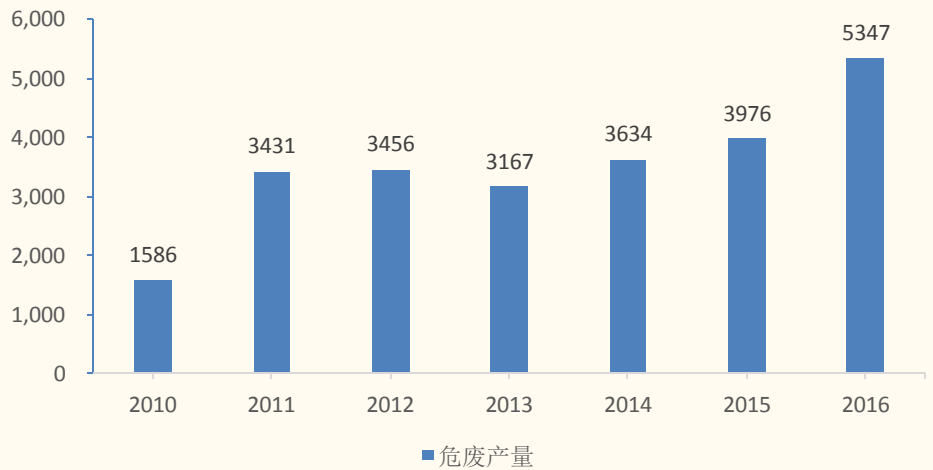
## 图表目录

图表 1：2010-2016 年危废产量总体呈上升趋势（单位：万吨） .....	3
图表 2：未来三年无害化处置规模超 2000 万吨 .....	3
图表 3：无害化处置中水泥窑协同处置优势突出 .....	4
图表 4：近年来危废相关法规政策 .....	5
图表 5：水泥行业年产量增速总体呈下降趋势 .....	6
图表 6：水泥价格指数走势 .....	6
图表 7：实际操作中 4000 吨/天的水泥窑更为合适 .....	7
图表 8：水泥窑协同处置工业和危险废弃物工艺技术 .....	8
图表 9：中国建材集团旗下水泥线产能规模 .....	8
图表 10：成都建筑材料设计研究院营收净利情况（单位：亿元） .....	9
图表 11：若完成对赌协议，安徽节源 2017 年 H2 需完成业绩达 1.58 亿元（单位：亿元） .....	9
图表 12：工程建设业务毛利率提升 .....	10
图表 13：装备制造和生产运营业务将稳步发展 .....	10
图表 14：环保业务高增可期 .....	10
图表 15：2014-2017H1 汇兑损失与企业净利润 .....	11
图表 16：2014 年末-2017 三季度美元/欧元兑人民币汇率走势 .....	11
图表 17：公司未来三年盈利预测 .....	11
图表 18：公司历史最低预期 PE 估值为 8 倍，对应大盘指数不到 1700 点 .....	12
图表 19：根据 PE 估值法给予 2017 年估值 20 倍 .....	12

## 一、危废处置供不应求，水泥窑协同处置优势突出

- **危废实际产量近 1 亿吨，需求端暂存危废+供给端监管加强，加剧供需失衡。**1) 2010-2016 年官方统计的危废产生量总体呈上升趋势，2016 年危废产量达 5347 万吨，其中资源化处置量 2824 万吨，无害化处置量 1606 万吨，综合处置率达 82.8%，考虑部分工业企业未严格申报（或被偷排），处置率数据偏高，供需缺口较官方统计更大。但由于部分工业企业未严格申报，实际需求情况将远高于官方统计额。根据发达国家危废占比 5%-10%，我们假设危废占固废比重为 3%，估计危废实际产量近 1 亿吨，与官方统计差额超过 4000 万吨，实际危废处理需求空间巨大。2) 国内仍有大量危废处于暂存的状态，这部分潜在需求并未进入危废市场，**随着处理技术地成熟与相关政策法规的完善，这部分潜在危废需求将进入合规处理市场创造更大空间。**3) 人大常委会《固体废物污染环境防治法执法检查报告》显示，2016 年全国各省(区、市)持危险废物经营许可证的单位设计处置能力为 6471 万吨（十年 CAGR 25%），但实际经营规模只有 1629 万吨，实际危废企业处理比例仅为 25%。主要由于环评慢、建设慢、试运营阶段长，存在大量有牌照却无实际处置能力的危废企业，**随着对经营许可监管加强，无牌照企业被淘汰后市场缺口将进一步被打开。**

图表 1：2010-2016 年危废产量总体呈上升趋势（单位：万吨）



来源：wind，国金证券研究所

- **预计未来三年无害化处置量超 2000 万吨。**1) 危废处理的方式主要基于资源化处置和无害化处置。资源化利用的模式为危废资源化企业向上游产废企业收取有利用价值的废物，再提纯生产为资源化产品，收入来自于销售产品，盈利受上游废物价格及下游金属价格影响。无害化处置是处置企业向产废企业收取费用，主要包括焚烧、填埋、物化，水泥窑协同处置也可列为无害化处置的方法。无害化毛利较高，焚烧毛利可达 40%以上，填埋毛利 50%以上。水泥窑协同处置与水泥生产共摊成本，边际成本较低。2) **考虑资源化废品可为工业企业带来超额收益，工业企业更有动力处理，而无资源利用价值危废或被偷排，伴随监管收紧，无害化处置作为增量需求占比将持续提升，**预计未来三年无害化处置量将超 2000 万吨。

图表 2：未来三年无害化处置规模超 2000 万吨

(单位：万吨)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
工业固废产量	322772	329044	327701	325620	327079	328714	330358	332010	333670	335338
YOY		1.94%	-0.41%	-0.64%	0.45%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
危废占固废比重	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
估计危废产量	9683	9871	9831	9769	9812	9861	9911	9960	10010	10060
工业危废官方统计量	3431	3465	3157	3634	3976	5347	6149	7072	7779	8557
YOY		1.0%	-8.9%	15.1%	9.4%	34.5%	15.0%	15.0%	10.0%	10.0%

估算与官方量差额	6406	6674	6135	5836	4514	3761	2888	2231	1503	
综合处置率	78.4%	78.0%	76.1%	82.3%	81.1%	82.8%	84.0%	85.0%	86.0%	87.0%
危废综合处理量	2690	2703	2401	2991	3224	4430	5165	6011	6690	7444
无害化处置占比	34.1%	25.8%	29.2%	31.1%	36.4%	36.3%	37.0%	37.5%	38.0%	38.5%
无害化处置量	917	698	701	929	1174	1606	1911	2254	2542	2866

来源：环保部、北极星环保网、wind、公司调研、国金证券研究所

■ 水泥窑协同处置优势显著。

- **水泥窑协同处置焚毁率高处理充分、天然碱性适用性强。**1) 处置温度高，普通危废焚烧炉 800-900 度，水泥窑内物料烧成温度一般在 1450℃ 左右，危险废物中有机物的有害成分焚毁率可达 99.99% 以上。2) 焚烧空间大、时间长，水泥窑的旋转筒体直径一般 3.0-5.0 米、长度在 45-100 米，可以保持均匀、连续、稳定的焚烧环境。3) 水泥窑呈现碱性环境，有效避免酸性物质和重金属挥发，现目前水泥窑协同处置危废涵盖危废处置需求达 40 大类，2016 年新版危废名单品类分为 50 大类，覆盖率达 80% 以上。
- **水泥窑协同处置环境友好：有效遏制二噁英产生，避免二次污染、节约土地资源、实现资源再利用。**1) 停留时间长。水泥窑筒体长、斜度小、旋转速度低，一般危险废物从窑尾到窑头总停留时间大于 30 分，气体停留时间大于 6 秒，**焚烧彻底且有效地遏制了二噁英的产生。**2) **避免一般专业焚烧炉燃烧废气、废渣产生的二次污染问题**，使废物中的重金属在高温下得到固化并稳定留存于熟料矿物中。3) 废渣不需填埋等后续处理，**节约土地资源。**4) 危险废物可替代部分水泥生产所需的原料，实现资源再利用。
- **水泥窑协同处置落地快，前期成本低，盈利水平高。**1) 选址上，只需在水泥窑中选适合的，不需重新选址，节省大量前期时间，整体审批上较新的焚烧项目快一年左右；2) 改造成本低，改造时间短。新建焚烧项目投资在 4000 元/吨左右，水泥窑协同改造成本仅 1500 元/吨，改造周期在 6-8 个月左右，较焚烧项目建设快一年以上；3) 海螺创业 2016/2017 年 H1 固废及危废处置营收达 0.48/0.5 亿元，毛利率达 78%/76%；金隅股份 2016/2017 年 H1 固废处置营收达 5/2.8 亿元，毛利率达 35%/31%，毛利率维持高位，相较于 2016 年 SW 水泥制造企业平均毛利率仅 21%，水泥窑协同处置危废获利能力较强。

图表 3：无害化处置中水泥窑协同处置优势突出

方法	焚烧	填埋	物化	水泥窑
基础解释	焚烧法是高温分解和深度氧化的综合过程，使可燃性的危险废物氧化分解，达到减少容积，去除毒性	对经过前处理(如脱水、中和、堆肥、固化和稳定化)的废物控制、减少和消除危险废物的危害	利用物理、化学方法将危险废物固定或封装在密实的惰性固体基材中，使其达稳定化	将危废投入水泥窑，在进行水泥熟料生产的同时实现对废物的无害化处置
盈利模式	向产废企业收取危废处置费			
毛利率	40%-50%	50%	30%-40%	-
成本构成	填埋处置费、运输费、原料费、折旧费、人工费			与水泥生产分摊成本，可分为采集成本、处置成本、环境治理成本，不同财务核算方法差异较大
优点	大幅减量，节省土地；提供热能	是危废最终处理方式；工艺简单，处理成本低廉，处理量大，且能超负荷运行	工艺、设备相对简单，材料与运行费用较低	燃烧过程充分，可减少二噁英等污染物排放；已建水泥窑改造，投资规模、处置成本低

方法	焚烧	填埋	物化	水泥窑
缺点	投资额大，回收期长，运营费用高；尾气中二噁英等排放，焚烧飞灰还需填埋；项目邻避效应较大	使用大量宝贵土地资源；垃圾渗滤液污染环境	适用种类少，还需二次处置	要满足水泥生产要求、重金属监测指标

来源：中国水网、公司调研、国金证券研究所

- **水泥窑处理危废技术成熟，对水泥产出品质影响较小：**1) 从原理上看，水泥窑危废处置是在煅烧水泥熟料时混入一定比例的危废，利用窑中长期高温强碱环境充分分解危废物质。根据环保部《水泥窑协同处置危险废物经营许可证审查指南（试行）》的公告，对于危废混入比例需要控制在4%-15%之间，视乎废弃物的种类进行界定。危废在煅烧原料当中比例较低，对于水泥质量影响有限。2) 云南《宜良红狮水泥窑协同处置危险工业废物项目环境影响报告书》显示，水泥窑危废处置项目投产前后其水泥熟料主要化学成分差异较小，预期危废处理不会对水泥产出品质造成较大影响。

## 二、环保监管力度加强+水泥企业改造意愿增强，供需两端发力促水泥窑协同处置危废大发展

- **水泥窑协同处置危废优势突出但起步较慢，原因有二：**1) **需求端：**尽管实际危废产量较大，但以往监管力度弱，危废生产企业刚需未充分显现；2) **供给端：**2015年以前，水泥行业盈利不错，并不愿意投入资金、人员改造设备，也不愿意承担风险。
- **现阶段：**1) **需求端：**环保监管力度加强叠加各省督查方案，危废处置刚需显现；2) **供给端：**考虑水泥窑协同处置可不进行错峰生产，水泥企业可通过协同处置享受规避错峰生产及危废处置利润，改造意愿增强，水泥窑协同处置危废有望迎来大发展。
- **需求端：**环保监管趋严，危废处置刚需显现。1) 习总书记执政理念是“绿水青山就是金山银山”，自2012年十八大新增生态文明进入“五位一体”的总体布局（经济/政治/文化/社会/生态建设）之后，从政策的出台到落实，生态建设都上升到了基本国策的层面，2) 2017年环保部出台“十三五”全国危险废物规范化管理督查考核工作方案，各省近期均推出省级危废规范化管理督查方案；3) 《国家危险废物名录》自2016年8月1日起施行；新修订的《固体废物污染环境防治法》取消危险废物省内转移审批手续；4) 2016年最高司法机关就环境污染犯罪出台专门司法解释；5) 2018年起实施《环境保护税法》，危废税额1000元/吨。

图表4：近年来危废相关法规政策

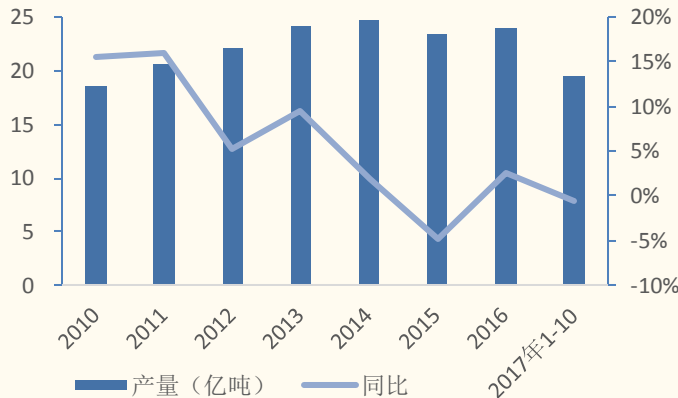
年份	部门	政策
1996	全国人大委员会	《固体废物污染环境防治法》
1996	环保部	《危险废物鉴别标准》
1998	发改委	第一版《国家危险废物名录》
2001	环保部	《危险废物污染防治技术政策》
2002	环保部	《危险废物污染控制标准》
2003	国务院	《医疗废物管理条例》
2004	国务院	《全国危险废物和医疗废物处置设施建设规划》
2004	环保部	《危险废物经营许可证管理办法》
2008	发改委	《国家危险废物名录》（2008年版）
2008	环保部	《危险废物出口核准管理办法》
2012	环保部、发改委	《“十二五”危险废物污染防治规划》
2012	环保部	《危险废物收集、贮存、运输技术规范》
2013	最高人民法院、最高人民检察院	《关于办理环境污染刑事案件适用于若干问题的解释》

年份	部门	政策
2014	人代会	修订《中华人民共和国环境保护法》
2016	发改委	《国家危险废物名录》(2016年版)
2017	环保部	《“十三五”全国危险废物规范化管理督查考核工作方案》

来源：环保部、国务院、发改委、国金证券研究所整理

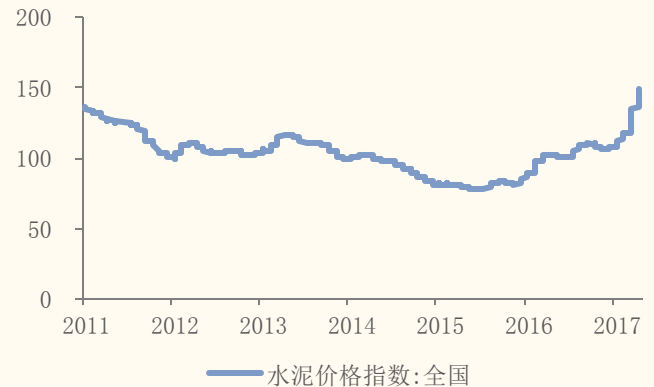
- **供给端：协同处置可不进行错峰生产，增强水泥企业改造生产线进入危废市场意愿。** 1) 2015年国内水泥行业量价齐跌，企业利润水平下降，水泥窑协同处置增厚利润，水泥企业进入危废处置意愿逐步增强；2) ①2016年5月国务院发布的《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》，强调到2020年底前严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目，同时明确指出“错峰生产”，以此控制过剩产能；②2016年10月环保部下发《关于进一步做好水泥错峰生产的通知》，规定北京、天津等15个省701条水泥生产线参与错峰生产，错峰时间约3-4个月，产能利用率大幅下降，同时《通知》规定承担居民供暖、协同处置城市生活垃圾及有毒有害废弃物等任务的生产线原则上可以不进行错峰生产，但要适当降低水泥生产负荷；③尽管在本轮去产能作用下水泥行业盈利能力有所改善，但利用水泥窑协同处置可不进行错峰生产，水泥企业进入危废市场意愿更强。

图表 5：水泥行业年产量增速总体呈下降趋势



来源：统计局、国金证券研究所

图表 6：水泥价格指数走势



来源：Wind、国金证券研究所

- **供给端：政策扶持明显，有望扩宽水泥窑协同处置空间。** 1) 2016年上半年公示8项水泥窑协同处置固体废物试点示范项目名单；环保部16年12月发布《水泥窑协同处置固体废物污染防治技术政策》，引导水泥窑协同处置发展。2) 2017年5月发布《水泥窑协同处置危险废物经营许可证审查指南》，规范水泥窑协同处置许可证的审批，并将最低熟料生产规模从不小于4000吨/天下降至不小于2000吨/天。

### 三、水泥窑协同处置危废改造+运营市场空间广阔

- **水泥窑协同处置供不应求，新增产能天花板在于可供改造水泥线。** 1) 需求端来看，水泥窑协同处理危废需求巨大+水泥企业改造意愿强烈，我们预计将新增大量水泥窑协同处置危废项目。2) 根据水泥网统计，截至2017年10月，全国具有水泥窑协同处置危废经营许可证的水泥企业共有37家，核准处置规模约250万吨/年。3) 现阶段环评+在建水泥窑协同处置危废产能约360万吨/年：①根据中国水泥研究院高级分析师郑建辉2017年11月在第五届水泥节能环保技术交流大会的发言，现阶段环评+在建项目达357万吨；②根据中国循环经济协会副会长李新民2017年5月在长兴危废论坛的发言，获得批文尚未投产水泥窑协同处置项目超60个，我们按平均6万吨/条建设，预计环评+在建水泥窑协同处置危废产能为360万吨/年。4) 水泥窑审批到投产周期为2年，预计现阶段投产后形成产能约610万吨/年，相较于2000万吨/年的无害化处置量，水泥窑协同处置尚处于供不应求的状态。

- 现阶段，我国水泥窑协同处置限制条件较多。包括：1) 协同处置危废需要水泥窑持续开工生产，因此部分区域由于水泥供给过剩经常停窑并不合适。2) 项目建设必须与城市规划相符，且靠近水源地、居民区的不能选择。3) 与危废处置核心市场存在较强的区域重叠性。4) 根据 2017 年 5 月环保部发布《水泥窑协同处置危险废物经营许可证审查指南》，规范水泥窑协同处置许可证的审批，并将最低熟料生产规模从不小于 4000 吨/天下降至不小于 2000 吨/天。但实际操作中危废产能大于 5 万吨/年的较容易过审核，一般处置危废量占水泥产量的 5%，假设水泥窑产能利用率为 75%，按 300 天开工时间计算，**超过 4000 吨/天的水泥窑更为合适。**

图表 7：实际操作中 4000 吨/天的水泥窑更为合适

危废处置量 (万吨/年)	5
水泥窑产量 (万吨/年)	100
水泥窑产能 (万吨/年)	133
水泥窑产能 (万吨/天)	4444

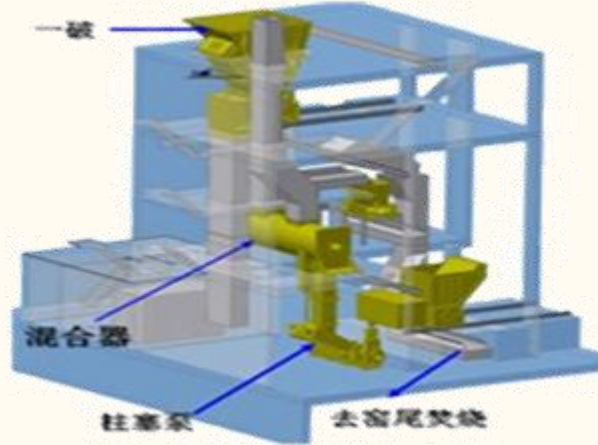
来源：国金证券研究所

- **保守估计新增水泥窑协同处置危废产能 720 万吨/年。**
  - 测算方法一：2016 年，我国水泥熟料生产线共计 1769 条，总产能 18.3 亿吨/年，假设水泥总产量中有 15% 可用作协同处置危废，按危废处置量占水泥产量的 5% 测算，预计水泥窑协同处置危废产能上限约为 1373 万吨/年，扣除现阶段投产后形成产能，**预计将新增产能 763 万吨/年。**
  - 测算方法二：根据水泥研究院统计，截止 2017 年 9 月，我国 4000 吨/天以上的水泥生产线达 740 条，扣除环评+在建项目，预计还有 120 条生产线符合地理位置筛选，我们按平均 6 万吨/条建设，**预计将有新增产能 720 万吨/年。**
- **新增水泥窑处置危废改造市场近 200 亿元：**参考溧阳中材 3 万吨/年水泥窑协同处置危废项目投资金额达 0.8 亿元，则新增产能 720 万吨/年带来水泥窑处置危废改造市场达 192 亿元。
- **新增水泥窑处置危废市场达 200 亿元：**国内水泥窑协同处置危废费用为 2000-4000 元/吨，则新增产能 720 万吨/年带来水泥窑处置危废改造市场达 144-288 亿元。

#### 四、背靠集团资源，水泥窑协同处置危废有望增厚毛利达 5.7 亿元

- **水泥窑协同处置危废技术有保障。**中材国际水泥窑协同处置危废主要由其全资子公司中材国际环境工程有限公司，其自上世纪 90 年代开始对水泥回转处置废物进行研究实践，现拥有多项处理水泥窑协同处置危废技术，已设计、建设多条处置废物的水泥生产线，多家客户利用水泥窑处置各类危废后水泥窑排放的废弃经环保测试完全达到国家标准，水泥产品质量均符合国家标准。

图表 8：水泥窑协同处置工业和危险废弃物工艺技术



来源：中材国际环境工程有限公司官网、国金证券研究所

- **背靠中建材集团水泥资源，协同处置危废空间可观：**2017 年 9 月，公司间接控股股东中国中材集团有限公司划转至中国建材集团有限公司工作完成，重组后的中建材集团是中国最大的综合性建材产业集团，资产总额 5500 亿元，水泥总产能约 5.3 亿吨。
- **溧阳中材项目彰显技术+资源双重优势：**溧阳中材协同处置 2.98 万吨/年危废项目依托中材国际环境工程有限公司全资子公司溧阳中材环保有限公司，该项目在溧阳中材环保现有预处理中心内建设占地 2300 平方米的危废废物预处理中心，废物投加车间和烧成处置系统依托中材国际旗下溧阳天山水泥厂区 5000t/d 的新型干法水泥窑生产线改造而成，彰显中材国际技术+资源双重优势。
- **集团内部水泥窑处置危废改造市场达 34 亿元，中材国际有望独享红利：**1) 中建材集团旗下产能 4000t/d 以上新型干法水泥线共计 105 条，假设其中 20%符合水泥窑处置危废改造的规模和选址要求，按平均 6 万吨/条建设，预计将有新增产能 126 万吨/年。2) 参考溧阳中材 3 万吨/年水泥窑协同处置危废项目投资金额达 0.8 亿元，则新增产能 126 万吨/年带来水泥窑处置危废改造市场约 34 亿元。3) 根据中国建材集团有限公司官网，集团旗下工程服务板块的公司主要有中材国际、中材矿山和中国建材国际工程、中国联合装备集团国际工程，中材国际实力最强且是其中唯一拥有水泥窑协同处置危废技术的公司，中材国际有望独享集团 34 亿水泥窑处置危废改造市场红利。
- **核准政策逐步放宽，水泥窑处置危废改造市场有望扩容：**未来随着水泥窑协同处置危废经营许可证核准政策的逐渐放宽，部分产能 2000-4000t/d 的新型干法水泥线有望陆续获得核准资格，水泥窑处置危废改造市场有望扩大。

图表 9：中国建材集团旗下水泥线产能规模

	产能 2000t/d 以上 新型干法水泥线条数	产能 4000t/d 以上新型 干法水泥线条数
中材水泥（属中材股份）	26	13
祁连山（属中材股份）	19	7
天山股份（属中材股份）	18	6
中联水泥（属中建材股份）	58	35
北方水泥（属中建材股份）	8	4
西南水泥（属中建材股份）	50	8
南方水泥（属中建材股份）	77	32
合计	256	105

来源：中国水泥网、国金证券研究所



- **成熟期水泥窑处置危废贡献营收达 19 亿元。**1) 国内水泥窑协同处置危废费用为 2000-4000 元/吨, 中建材集团内部新增产能 126 万吨/年带来水泥窑处置危废市场达 25-50 亿元。2) 考虑一般水泥窑协同处置项目由环保公司与水泥厂共同出资设立项目公司, 按出资比例计入营收, 假设中材国际出资比例为 50%, 则成熟期集团内新增水泥窑处置危废可贡献营收 19 亿元。
- **危废处置毛利率稳居高位, 成熟期贡献毛利达 5.7 亿元。**1) 考虑水泥窑协同处置危废与水泥生产分摊成本, 不同财务核算方法下毛利率差异较大。2) 海螺创业 2016/2017 年 H1 固废及危废处置营收总额 0.62/0.50 亿元, 毛利率高达 78%/76%; 金隅股份 2016/2017 年 H1 固废及危废处置营收总额 5.3/2.8 亿元, 毛利率 35%/32%, 毛利率维持高位。3) 我们按 30% 的毛利率估算, 预计成熟期危废处置可贡献毛利达 5.7 亿元, 2016 年中材国际毛利为 23 亿元, 计入危废处置毛利可达 29 亿元, 同增 24%。

## 五、盈利预测与估值

### 1. 四大理由支撑公司 2017 年业绩爆发

- 公司前三季度业绩高增, 归母净利润 7.2 亿, 同比增长 48.4% (目前万得一致预期, 2017 全年业绩增长 34% 为 6.85 亿)。根据公司公告, 公司三季报业绩高增原因主要系: ①通过推行精细化管理、优化资源配置等举措, 主营业务成本、质量、进度控制得到加强, 公司整体盈利能力有所提高; ②天津公司、中材建设个别毛利率较高项目进入收尾结算, 成都院重大在建项目进入执行高峰。
- **2017 年 Q4 业绩预计高增原因之一, 子公司大项目 Q4 进入结转高峰期:** 1) 全资子公司成都建筑材料工业设计研究院有限公司于 2016 年 6 月与阿拉伯埃及共和国国防部装备局于开罗签订了《六条日产 6000 吨熟料水泥生产工厂的设计、供货、施工、安装和调试交钥匙工程合同》, 合同金额为 10.53 亿欧元, 按 2017 年 11 月 2 日欧元兑人民币汇率 7.6884 计算, 该合同折合人民币约 81 亿元, 合同工期为新建生产线于 2017 年 12 月开始试生产, 之后 3 个月达到合同规定的产量, 考虑合同包含 GOEARISH 二期 2 条日产 5775 吨水泥生产线以及本次签署的 BeniSuef 6 条水泥生产线的 3 年运营和维护, 假设该合同的运营和维护订单为 10 亿元, 则工程总承包金额约 71 亿元; 2) 根据公司公告, 子公司成都院 2016 年下半年及 2017 年上半年累计完成营收约 36 亿, 即便假设在该期间成都院除上述大订单其他项目总计结转 6 亿营收, 则该合同 2017 年下半年预计结转营收达 41 亿元, 若 Q3 和 Q4 结转金额相同, 则 Q4 仅该项目就可以为公司贡献约 20 亿元的营业收入, 考虑到该项目毛利率较高, 假设该项目净利率 5%, 则仅该项目在 Q4 可为公司贡献净利润约 1 亿元。

图表 10: 成都建筑材料设计研究院营收净利情况 (单位: 亿元)

2015 年 H1		2015 年		2016 年 H1		2016 年		2017 年 H1	
营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润
6.20	0.04	19.54	0.45	3.80	0.25	20.59	0.66	18.76	1.28

来源: 历年年报, 国金证券研究所

- **2017 年 Q4 业绩预计高增原因之二, 安徽节源业绩对赌进入冲刺阶段:** 若安徽节源完成三年业绩对赌共计 3 亿元净利润, 安徽节源 2015、2016 年累计完成业绩约 1.14 亿元, 预计 2017 需完成 1.86 亿元净利润, 安徽节源 2017 年 H1 完成业绩 2787 万元, 即意味着 2017 年 H2 需完成业绩达 1.58 亿元, 预计仅 Q4 单季度安徽节源需完成净利体量或超 1 亿元。

图表 11: 若完成对赌协议, 安徽节源 2017 年 H2 需完成业绩达 1.58 亿元 (单位: 亿元)

2015 年		2016 年 H1		2016 年		2017 年 H1	
营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润
NA	0.39	0.44	0.06	0.89	0.74	1.12	0.28

来源: 历年年报, 国金证券研究所

- **2017年Q4业绩预计高增原因之三，资产减值损失转回0.17亿元：**2017年10月，公司公告将冲回减值损失1676.3万元，这将进一步增厚公司Q4业绩。
- **2017年Q4业绩预计高增原因之四，大额汇兑损失可能性较低：**根据国金宏观观点，人民币Q4存在贬值压力，公司资产及负债表中主要为美元和欧元余额，9月29日美元/欧元兑人民币为6.6369元/7.8233元，12月27日美元兑人民币为6.5421元/7.7580元，公司汇兑损失可简单的按照期初汇率和期末汇率之差乘以公司账上外币现金来计算，我们判断Q4产生大额汇兑损失的可能性较小。
- 由此，根据上述四点分析，叠加公司还存在其他高毛利率大项目Q4进入结转高峰期，我们判断公司Q4单季度净利润将达到近3亿元，全年净利润将有望约10亿元。

## 2.传统业务稳健毛利率提升趋势显著+新业务高增，2018/2019年业绩稳健增长

- **工程业务毛利率提升趋势明显，订单足营收稳步增长：**1)公司“深耕细作”成效显著，建设业务毛利率提升明显，我们认为在管理成功升级之后，高盈利能力有望维持；2)同时公司订单在手充足(2017年三季度新签合同81亿同比+59%，2017前三季度一共新签合同188亿同比-3%，根据中报在手未完工合同额406亿为2016年营收2.1倍)，因中报建设业务营收略减少5%，我们假设未来三年工程业务营收增速分别为0%/6%/5%，毛利率分别为15.3%/15.2%/16%。

图表 12：工程建设业务毛利率提升

	2016	增速	2017H1	增速	2017E	增速	2018E	增速	2019E	增速
营收(亿)	157.1	-19.19%	71.5	-5.24%	157.1	0	166.5	6%	174.9	5%
毛利率	9.73%	+1.95PCT	13.62%	+3.1PCT	15.3%	+3.1PCT	15.2%	-0.1PCT	16%	+0.8PCT

来源：wind、国金证券研究所

- **基数较小，装备和运营业务将稳步发展：**公司装备制造和业务运营业务与主业工程建设相关度高，受益于公司主业的强大实力发展势头良好，今年1-9月装备和运营订单分别为25.8亿和33.9亿，分别同比增长8%和135%，考虑这两项业务基数较小，我们判断装备和运营业务将稳步发展。

图表 13：装备制造和生产运营业务将稳步发展

业务	2016	增速	2017H1	增速	2017E	增速	2018E	增速	2019E	增速	
装备制造	营收(亿)	26.5	-30.28%	14.9	18.50%	28.6	8%	28.6	0%	28.6	0%
	毛利率	19.42%	3.02	20.11%	1.1pct	17%	-2.4pct	17%	0	17%	0
生产运营	营收(亿)	8	180.73%	2.03	-23.87%	8	0%	11	38%	14	27%
	毛利率	16.11%	-16.14	24.17%	6.72	22.9%	+6.79pct	24.17%	+1.27pct	24.17%	0

来源：wind、国金证券研究所

- **公司兼具资金、资源、技术三大优势，环保业务高增可期：**2013-2016年间，安徽节能业绩呈指数型增长，考虑对赌协议，预计2017年安徽节源将完成净利润达1.86亿元，参考2016年安徽节源净利润占比环保业务总营收/毛利的13.3%/74.7%的比例，预计2017年环保业务营收/毛利达14/2.5亿元，预计2018/2019年环保业务营收同比达75%/50%，预计环保业务营收达24/35亿元。

图表 14：环保业务高增可期

	2016	增速	2017H1	增速	2017E	增速	2018E	增速	2019E	增速
营收(亿)	5.6	11.31%	3.5	44.70%	13.98	150%	24.47	75%	34.60	50%
毛利率	17.73%	-3.75PCT	15.56%	2.27PCT	17.80%	+0.07pct	22%	4.2pct	21%	-1pct

来源：wind、国金证券研究所

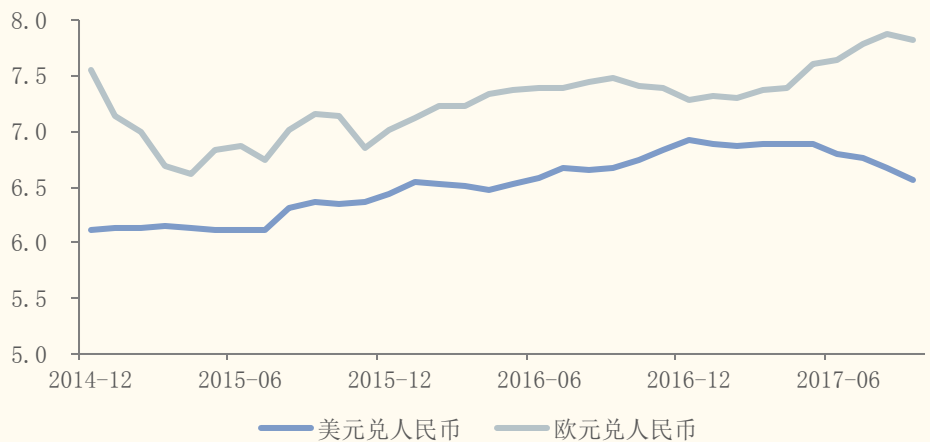
- 人民币贬值通道下，汇兑损失预计将大幅减少，带来财务费用大幅下降：  
1) 公司 2014 和 2017 年上半年存在汇兑损失为 0.41 亿/1.5 亿，占净利润的比重为 27.7%/33.71%，汇兑损失对公司存在一定的影响；2) 根据历史数据显示，公司历年汇兑损失在-1.6 亿到 1.5 亿之间波动，2017 年上半年汇兑损失已达 1.5 亿，对公司 2017 年业绩影响较大；3) 根据国金宏观团队观点，预计 2018 年人民币对美元名义汇率小幅贬值 2%-3%，我们预计公司 2018 年汇兑损失将会大幅下降。

图表 15: 2014-2017H1 汇兑损失与企业净利润

	2014	2015	2016	2017H1
汇兑损失 (单位: 亿人民币)	0.41	-1.03	-1.53	1.5
净利润 (单位: 亿人民币)	1.48	6.64	5.11	4.45
汇兑损失绝对值/净利润	27.70%	15.51%	29.94%	33.71%

来源: 公司中报、年报, 国金证券研究所

图表 16: 2014 年末-2017 三季度美元/欧元兑人民币汇率走势



来源: wind, 国金证券研究所

- 2017 年业绩有望翻倍将达 10 亿，2018/2019 年呈稳步增长：综上，并且考虑到公司其他业务（基数小影响不大），我们预计公司 2017/2018/2019 年营收为 205/229/254 亿，传统主营工程业务毛利率提升，新兴业务环保高速成长，叠加去年因偶然因素基数较低，今年公司业绩有望爆发增长，而明后两年继续稳步成长。

图表 17: 公司未来三年盈利预测

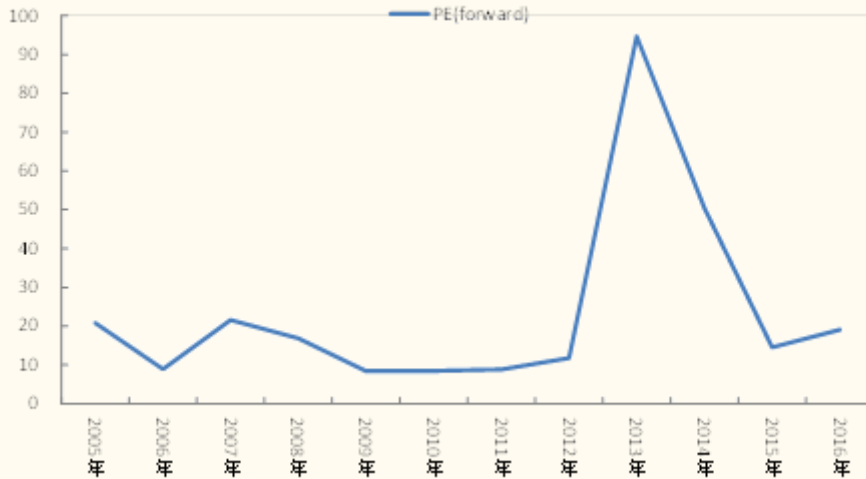
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营收 (亿元)	226	190	205.17	229.03	253.59
毛利率	10.8%	12.2%	16.48%	17.11%	17.78%
营业税金及附加 (万元)	-84	-70	-76	-85	-94
营业费用 (万元)	-282	-280	-308	-344	-380
管理费用 (万元)	-1,331	-1,371	-1,334	-1,489	-1,648
财务费用 (万元)	65	125	-299	-39	-23
资产减值损失 (万元)	-56	-160	-42	-34	-45
所得税 (万元)	-170	-146	-283	-420	-515
归母净利润 (亿元)	6.6	5.1	10	14.89	18.26
EPS	0.57	0.29	0.570	0.849	1.041
业绩增速	347.8%	-23.0%	96%	49%	23%

来源: wind、国金证券研究所

### 3. 估值低安全边际高，给予 2018 年 20 倍估值，目标价 17 元

- **纵向来看公司目前估值处于历史低位，安全边际高：**根据我们的盈利预测，公司今年业绩将达到 10 亿，而当下市值 160 亿，对应 2017PE 仅 16 倍。而公司历史上最低 PE (Forward) 估值为约 8 倍，对应大盘指数不到 1700 点，当前大盘指数约 3274 点，我们认为 16 倍的预期 PE 估值相对偏低，公司股价或具有安全边际。

图表 18：公司历史最低预期 PE 估值为 8 倍，对应大盘指数不到 1700 点



来源：wind，国金证券研究所

- **给予公司 2018 年 PE20 倍，对应目标价 17 元：**公司所属行业为国际工程，选取可比公司为中工国际、中钢国际、北方国际三家公司进行对比，另外三家国际工程公司 2017/2018 年 PE 为 16/13 倍，考虑公司业绩超预期高速增长+国改预期强烈，给予一定估值溢价。根据 PE 估值法给予公司 2018 年 PE 估值 20 倍，对应目标价格为 17 元。

图表 19：根据 PE 估值法给予 2017 年估值 20 倍

证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE	
		2016A	2017E	2018E	2017E	2018E
中钢国际	91	5.12	6.85	8.44	13	11
中工国际	228	12.80	15.31	17.98	15	13
北方国际	116	4.61	6.27	8.22	19	14
			平均		16	13
中材国际	154	5.09	10.02	14.89		20

来源：wind、国金证券研究所

## 六、风险提示

- **宏观经济波动风险：**公司所属的建筑工程行业的发展取决于新增固定资产的投资规模，新增固定资产投资规模与国家宏观经济形式及相关政策具有较强的关联性，如果国内宏观经济形势及相关政策出现较大波动将对公司的市场需求造成一定影响。
- **人民币升值风险：**公司持有大量海外订单、现金、应收账款，若人民币升值可能会导致订单结转营收边际下滑、毛利率下滑及财务费用增加，致使公司业绩不及预期。
- **环保监管力度不及预期：**危废刚需需求暴露不足。
- **公司二股东中天投资于 8 月 10 日公告减持计划，自公告日起 15 个交易日后三个月内计划减持不超过总股本 1% 的股份。截止 2017 年 12 月 1 日，减持计划期限已满，中天投资减持期间累计减持公司总股本 0.89% 的股份。**

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>22,865</b>	<b>22,596</b>	<b>19,007</b>	<b>20,517</b>	<b>22,903</b>	<b>25,359</b>
增长率		-1.2%	-15.9%	7.9%	11.6%	10.7%
主营业务成本	-20,443	-20,158	-16,681	-17,214	-19,064	-20,875
%销售收入	89.4%	89.2%	87.8%	83.9%	83.2%	82.3%
毛利	2,422	2,438	2,326	3,303	3,839	4,483
%销售收入	10.6%	10.8%	12.2%	16.1%	16.8%	17.7%
营业税金及附加	-111	-84	-70	-76	-85	-94
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-202	-282	-280	-308	-344	-380
%销售收入	0.9%	1.2%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-1,294	-1,331	-1,371	-1,334	-1,489	-1,648
%销售收入	5.7%	5.9%	7.2%	6.5%	6.5%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	815	741	606	1,585	1,922	2,361
%销售收入	3.6%	3.3%	3.2%	7.7%	8.4%	9.3%
财务费用	-115	65	125	-299	-39	-23
%销售收入	0.5%	-0.3%	-0.7%	1.5%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-525	-56	-160	-42	-34	-45
公允价值变动收益	-23	0	4	0	0	0
投资收益	6	15	-18	10	10	10
%税前利润	2.4%	1.9%	n.a	0.8%	0.5%	0.4%
营业利润	156	765	557	1,255	1,859	2,303
营业利润率	0.7%	3.4%	2.9%	6.1%	8.1%	9.1%
营业外收支	77	55	99	30	53	40
税前利润	234	819	656	1,285	1,912	2,343
利润率	1.0%	3.6%	3.5%	6.3%	8.3%	9.2%
所得税	-178	-170	-146	-283	-421	-516
所得税率	76.1%	20.7%	22.3%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润	56	649	509	1,002	1,491	1,828
少数股东损益	-93	-15	-2	2	2	2
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>148</b>	<b>664</b>	<b>511</b>	<b>1,000</b>	<b>1,489</b>	<b>1,826</b>
净利率	0.6%	2.9%	2.7%	4.9%	6.5%	7.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	56	649	509	1,002	1,491	1,828
少数股东损益	-93	-15	-2	2	2	2
非现金支出	764	325	500	298	322	365
非经营收益	64	23	49	99	155	190
营运资金变动	480	931	1,263	217	802	960
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,363</b>	<b>1,928</b>	<b>2,321</b>	<b>1,616</b>	<b>2,770</b>	<b>3,342</b>
资本开支	-145	-179	-138	-339	-286	-300
投资	-436	-230	15	-1,391	-100	-100
其他	6	-16	-21	10	10	10
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-576</b>	<b>-425</b>	<b>-144</b>	<b>-1,720</b>	<b>-376</b>	<b>-390</b>
股权募资	0	421	15	0	0	0
债权募资	448	19	-840	1,073	75	500
其他	316	-7	-113	-211	-393	-415
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>764</b>	<b>432</b>	<b>-938</b>	<b>862</b>	<b>-318</b>	<b>85</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,552</b>	<b>1,935</b>	<b>1,239</b>	<b>758</b>	<b>2,076</b>	<b>3,037</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	6,574	8,920	10,122	10,880	12,956	15,993
应收账款	4,431	4,668	4,805	5,055	5,677	6,249
存货	4,939	5,653	4,170	4,617	5,113	5,599
其他流动资产	5,465	4,019	2,906	3,788	4,066	4,338
流动资产	21,409	23,260	22,003	24,341	27,812	32,180
%总资产	85.3%	81.5%	79.1%	76.9%	78.8%	80.9%
长期投资	875	521	1,470	2,861	2,960	3,060
固定资产	1,841	2,254	2,031	2,133	2,202	2,239
%总资产	7.3%	7.9%	7.3%	6.7%	6.2%	5.6%
无形资产	767	2,181	1,953	1,964	1,947	1,930
非流动资产	3,693	5,275	5,797	7,318	7,469	7,589
%总资产	14.7%	18.5%	20.9%	23.1%	21.2%	19.1%
<b>资产总计</b>	<b>25,102</b>	<b>28,535</b>	<b>27,800</b>	<b>31,659</b>	<b>35,282</b>	<b>39,768</b>
短期借款	1,426	1,866	670	510	85	85
应付款项	14,310	16,073	16,917	18,669	20,776	22,904
其他流动负债	3,103	2,072	1,002	519	572	704
流动负债	18,839	20,011	18,589	19,698	21,433	23,693
长期贷款	920	643	976	2,776	3,276	3,776
其他长期负债	846	1,088	1,015	1,021	1,092	1,166
<b>负债</b>	<b>20,605</b>	<b>21,741</b>	<b>20,580</b>	<b>23,494</b>	<b>25,801</b>	<b>28,635</b>
普通股股东权益	4,443	6,446	6,854	7,797	9,111	10,761
少数股东权益	55	348	366	368	370	372
<b>负债股东权益合计</b>	<b>25,102</b>	<b>28,535</b>	<b>27,800</b>	<b>31,659</b>	<b>35,282</b>	<b>39,768</b>

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.136	0.568	0.292	0.570	0.849	1.041
每股净资产	4.063	5.512	3.907	4.445	5.194	6.134
每股经营现金净流	1.247	1.649	1.323	0.921	1.579	1.905
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.100	0.100	0.100
<b>回报率</b>						
净资产收益率	3.34%	10.31%	7.46%	12.83%	16.34%	16.97%
总资产收益率	0.59%	2.33%	1.84%	3.16%	4.22%	4.59%
投入资本收益率	2.82%	6.21%	5.23%	10.68%	11.55%	12.18%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	10.29%	-1.17%	-15.88%	7.94%	11.63%	10.72%
EBIT增长率	-28.33%	-9.00%	-18.24%	161.62%	21.21%	22.85%
净利润增长率	66.02%	347.82%	-23.02%	95.55%	48.91%	22.61%
总资产增长率	6.03%	13.68%	-2.58%	13.88%	11.44%	12.72%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	53.0	55.9	68.5	65.0	66.0	66.0
存货周转天数	87.3	95.9	107.5	98.0	98.0	98.0
应付账款周转天数	98.4	107.6	140.0	130.0	130.0	130.0
固定资产周转天数	28.9	33.3	36.9	35.5	32.4	29.3
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-94.02%	-94.64%	-117.48%	-93.07%	-101.26%	-109.02%
EBIT利息保障倍数	7.1	-11.4	-4.8	5.3	48.9	104.3
资产负债率	82.08%	76.19%	74.03%	74.21%	73.13%	72.00%

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
	2	7	10	10	16
	0	2	4	5	8
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
	<b>1.00</b>	<b>1.22</b>	<b>1.29</b>	<b>1.33</b>	<b>1.33</b>

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-11-06	买入	8.79	17.00~17.00
2	2017-12-05	买入	9.57	17.00~17.00

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



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 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%以上。

**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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用;非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**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 7GH