

长青集团 (002616.SZ) 买入 (首次评级)

公司研究

市场价格 (人民币): 7.09 元

满城项目稳定运行, 业绩恢复高增长

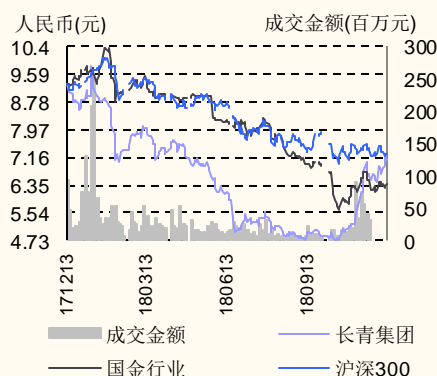
市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	459.41
总市值(百万元)	5,259.95
年内股价最高最低(元)	9.82/4.73
沪深 300 指数	3170.61
中小板综	7842.41

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.438	0.118	0.207	0.398	0.523
每股净资产(元)	5.31	2.83	3.04	3.44	3.96
每股经营性现金流(元)	0.80	0.04	0.21	0.28	0.46
市盈率(倍)	45.52	77.81	34.22	17.83	13.55
净利润增长率(%)	48.80%	-46.31%	75.52%	91.95%	31.55%
净资产收益率(%)	8.24%	4.17%	6.80%	11.54%	13.18%
总股本(百万股)	372.37	743.11	741.88	741.88	741.88

来源: 公司年报、国金证券研究所



投资逻辑

- **收回生物质电厂补贴电费, 业绩恢复正增长:** 公司前三季度实现营业收入 14.78 亿元, 同比增长 6.02%, 归属于母公司所有者的净利润为 9717 万元, 比上期增加 36.75%。其中第三季度单季度归母净利为 6615 万元, 比上年同期增加 215%。公司预计 2018 年归母净利为 13137-15764 万元, 同比增长 50-80%。业绩变动主要原因是满城项目投产增加了公司业绩; 收回鱼台环保补贴电费, 冲回以前年度计提的坏账准备, 增加了公司业绩; 制造业毛利率回升, 利润上升;
- **公司第一个工业园区集中供热项目-满城项目稳定运行, 后续项目充足:** 满城项目机组供热部分于 2018 年 6 月初基本满足长期稳定运行的条件。11 月 8 日, 机组供电部分于近期通过 72+24 小时试运行, 基本满足长期稳定运行的条件。满城项目的稳定运行将为公司其他项目带来示范性作用, 也将对公司 2018 年业绩带来积极影响。除了满城热电项目, 公司还有其他 5 个项目。截至 2018 年 6 月底, 雄县、蠡县项目进展有所突破, 将为雄安新区的基础配套设施建设、为保定地区的大气治理和节能减排作出贡献; 茂名、曲江项目建设已接近尾声, 预计于 2019 年投运;
- **公司基因-源于出口制造业成本控制能力和精细化管理能力, 将复制于生物质热电联产项目:** 公司将制造业积累的精细化管理经验成功运用到环保项目的运营。公司所有发电项目 2016-2017 年连续两年上网发电时间均超过了 8000 小时, 且所有项目均已实现盈利。在全国农林生物质发电装机规模排名前二十名的企业中, 公司项目年平均利用小时数为 8078 小时, 发电效率位列全行业第一。公司每年经营活动现金流净额已基本满足每年新建项目的资金需求, 另外公司资产负债率也在合理范围内, 还有进一步融资的空间。

投资建议

- 我们预计公司 2018-2020 年营收为 21.12、32.43、39.45 亿元, 对应的归母净利润为 1.54、2.95 和 3.88 亿, 对应 PE 为 34X、18X 和 14X, 对应 EPS 分别为 0.21、0.40 和 0.52 元/股。我们认为公司将制造业的成本控制能力和精细化管理能力成功复制于环保项目, 公司单体项目盈利能力强, 发电效率位列行业第一, 且后续项目充足。首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险

- 限售股解禁的风险, 制造业毛利率下滑的风险, 生物质电厂补贴电费拖欠的风险, 项目进度不达预期的风险。

孙春旭 分析师 SAC 执业编号: S1130518090002
sunchunxu@gjzq.com.cn

内容目录

收回生物质电厂补贴电费，业绩恢复正增长.....	3
前三季度营收增长 6.02%，归母净利增长 36.75%.....	3
工业园区集中供热首个项目-满城项目稳定运行，后续项目充足.....	3
公司基因—源于出口制造业成本控制能力和精细化管理能力，复制于生物质热 电联产项目.....	4
生物质发电项目盈利水平高，发电效率行业第一.....	4
环保能源业务渐成规模，部分形成自我造血功能.....	5
盈利预测：制造业务稳定，环保能源业务为主要业绩支持.....	6
风险提示.....	7

图表目录

图表 1：公司环保新能源项目建设情况.....	3
图表 2：工业集中区热电联产项目.....	4
图表 3：2015-2017 年公司发电项目均实现盈利.....	5
图表 4：资产负债率对比.....	6
图表 5：盈利预测（单位：亿元）.....	6

收回生物质电厂补贴电费，业绩恢复正增长

前三季度营收增长 6.02%，归母净利增长 36.75%

- 公司主营业务为环保热能业务和制造业务，环保业务包括生活垃圾发电产业、生物质热电联产产业和工业集中区的热电联产及集中供热产业；制造业务包括燃气具制造业务方面，内销的产品包括燃气热水器、燃气灶具、燃气壁挂炉等；而外销产品主要包括燃气烤炉和燃气取暖器等。

图表 1：公司环保新能源项目建设情况



来源：公司官网，国金证券研究所

- 公司前三季度实现营业收入 14.78 亿元，同比增长 6.02%，归属于母公司所有者的净利润为 9717 万元，比上期增加 36.75%，扣非后归母净利润为 8440 万元，比上期增加 32.26%。第三季度归母净利润为 6615 万元，比上年同期增加 215%。
- 公司的营业收入及归母净利自 2017 年半年报以来，首次实现正增长。主要原因是：（1）收回生物质电厂补贴电费，冲回之前计提的坏账准备；（2）满城热电的供热业务已于 6 月份部分投入运营，项目已产生效益；（3）制造产业产品毛利率有所回升。
- 毛利率维持稳定，期间费用率提高 1.82 个百分点。公司前三季度毛利率为 20.42%，同比提升 0.06 个百分点，维持稳定。期间费用为 2.38 亿，比上年同期增长 20%，期间费用率为 16.10%，同比提高了 1.82 个百分点。其中财务费用增长较多，为 3390 万，同比增长 140%，主要原因是借款增加引起利息支出增加及汇率波动影响引起汇兑损失增加所致。另外报告期内收回生物质电厂补贴电费，冲回之前计提的坏账准备，资产减值准备为 -2120 万，去年同期为 1523 万。其他收益 8180 万，比上期增加 72.09%，主要原因是（1）根据 2017 年 7 月 1 日开始执行的财政部关于简并增值税税率有关政策的通知，部分生物质运营子公司收到的进项税大幅减少，导致应交增值税增加，即征即退增值税增加；（2）本期收到政府补助增加所致。
- 预计 2018 年归母净利增长 50%-80%。公司预计 2018 年归母净利润为 13137-15764 万元，同比增长 50-80%。业绩变动主要原因是满城项目投产增加了公司业绩；收回鱼台环保补贴电费，冲回以前年度计提的坏账准备，增加了公司业绩；制造产业利润上升。

工业园区集中供热首个项目-满城项目稳定运行，后续项目充足

- 2017年11月16日，广东长青(集团)满城热电有限公司投资、建设和运营的河北省保定市满城区纸制品加工区热电联产项目举行了首期工程落成仪式。本项目动态总投资约9.21亿元人民币。本项目首期工程完成3台260吨/小时高温高压循环流化床锅炉，配2台3.5万千瓦背压式发电机组和8公里供热管网建设，投产后可形成360吨/小时的外供汽能力。
- 自本项目首期工程落成并投入试生产以来，通过运行调整和系统技改，机组供热部分于2018年6月初基本满足长期稳定运行的条件。截至2018年11月8日，通过运行调整和系统技改，机组供电部分于近期通过72+24小时试运行，基本满足长期稳定运行的条件。满城项目营收和利润的增加将对公司2018年业绩带来积极影响。
- 工业集中区热电联产业务方面，除了满城热电项目，公司还有其他5个项目。截至2018年6月底，雄县、蠡县项目进展有所突破，将为雄安新区的基础配套设施建设、为保定地区的大气治理和节能减排作出贡献；茂名、曲江项目建设已接近尾声，预计曲江项目于今年年底投运，茂名项目19年初投运。

图表2：工业集中区热电联产项目

项目名称	签订时间	预计投产时间	投资额(亿)	锅炉(t/h)	2018H1进度
满城	2015.2	一期已投产	9.21	5*260T/H(四用一备)(一期3*260T/H)	稳定运营
蠡县	2015.6	2019年后	4.90	3*110T/H(两用一备)	14.57%，预计2020年初投运
雄县	2015.6	2019年后	3.00	3*130T/H(两用一备)	45.52%，预计19年下半年投运
茂名	2015.6	2018年底	6.67	3*260T/H(两用一备)	42.71%，预计19年2月投运
曲江	2015.6	2018年底	1.85	3*60T/H(两用一备)	预计18年底投运
孝南	2016.1	2019年后	5.50	4*150T/H(一期三台)	3.14%
总计			31.13		

来源：公司年报，国金证券研究所

公司基因—源于出口制造业成本控制能力和精细化管理能力，复制于生物质热电联产项目

生物质发电项目盈利水平高，发电效率行业第一

- 由公司建设运营的广东省中山市中心组团垃圾发电项目，以及山东省沂水、鱼台生物质发电项目和黑龙江省宁安、明水生物质发电项目自建成投产至今，一直安全运行，取得了稳定的收益，所有发电项目2016-2017年连续两年上网发电时间均超过了8000小时。根据《2018年中国生物质发电产业排名报告》“农林生物质发电企业排名表”中的数据计算，在全国农林生物质发电装机规模排名前二十名的企业中，公司项目年平均利用小时数为8078小时，发电效率位列全行业第一。
- 公司将制造业积累的精细化管理经验成功运用到环保项目的运营，以及推行扁平化管理机制而实现的快速反应，也是公司环保项目运营成效不断提

升的主要因素。优良的运营数据，证明了长青生物质热电项目运行的精细化管理模式是可以复制和延续，说明公司环保项目的盈利模式能成功复制。

- **单个项目盈利水平高，每个生物质电厂年均净利接近 3000 万。**我们统计了近三年的公司生物质发电厂及中山垃圾发电厂的盈利情况，五个电厂的年均净利达到了 2724 万，其中四个生物质发电厂的年均净利达到了 2896 万元。所有投产项目均已连续盈利，项目的平均收益超出预期。

图表 3：2015-2017 年公司发电项目均实现盈利

电厂	性质	装机规模	投产年份	年度	营业收入 (万元)	净利润 (万元)
中山电厂	垃圾发电	24MW，处理垃圾900T/D	2006	2015	7976	2924
				2016	7859	1763
				2017	8274	1563
沂水电厂	生物质发电	30MW	2011	2015	14809	2680
				2016	16045	3688
				2017	15625	2668
宁安电厂	生物质发电	30MW	2014	2015	12743	1101
				2016	16077	4028
				2017	16039	3295
鱼台电厂	生物质发电	30MW	2015	2015	4805	883
				2016	14541	2585
				2017	15272	2584
明水电厂	生物质发电	36MW	2012	2015	17712	1678
				2016	18586	2332
				2017	17628	2361
总计				2015	58045	9266
				2016	73108	14396
				2017	72838	12471

来源：公司年报，国金证券研究所

- **项目充足，未来业绩有保障。**截至 2018 年 6 月，公司在全国投产、建设和筹建中的环保热能项目达 44 个，累计装机容量达 1755MW。项目分布于 11 个省、直辖市，其中农林生物质热电联产 36 个，工业园区集中供热、热电项目 6 个，生活垃圾焚烧发电（含扩建）项目 2 个。

环保能源业务渐成规模，部分形成自我造血功能

- 目前，公司环保能源业务整体扩大并渐成规模，且已部分形成了自我造血的功能。公司的生物质综合利用业务已由探索阶段进入了整体起阶段，由单个效应跨向整体效应；公司工业园区集中供热项目陆续开工建设并形成规模。生物质项目由单纯发电向生物质热电联产转化，为公司下一步发展奠定坚实基础。
- 我们假设公司每年开工 3-5 个生物质热电联产项目，平均每个项目投资需 3 个亿左右，总的资本性支出约为 9-15 亿元。公司自有资金投入占比 30%，约为 3-4.5 亿，公司 2016 年、2017 年和 2018 年前三季度的经营性活动净额分别为 2.98 亿、0.28 亿和 4.91 亿，2017 年数值异常是因为未收回本年度补贴电费所致。因此公司经营活动现金流净额已能基本满足项目的资金需求，另外公司的资产负债率也在合理的范围内。
- 我们对比 A 股垃圾焚烧及生物质发电的四家上市公司的资产负债率，2017 年报及 2018 年三季报的均值分别为 64.81%和 65.21%，长青集团同期的资产负债率为 58.40%和 49.63%，因此公司还有进一步融资的空间。

图表 4：资产负债率对比

公司	主营业务	2018. 9. 30	2017. 12. 31
绿色动力	垃圾焚烧	64.53%	67.19%
瀚蓝环境	垃圾焚烧	58.45%	57.17%
中国天楹	垃圾焚烧及设备制造	61.66%	62.51%
凯迪生态	生物质发电	76.20%	72.36%
均值		65.21%	64.81%
长青集团	生物质发电及燃气具制造	58.40%	49.63%

来源：wind，国金证券研究所

盈利预测：制造业务稳定，环保能源业务为主要业绩支持

- **制造业务**：本业务是公司传统业务，业绩比较稳定。我们预测公司 2018-2020 年在制造业板块营收分别为 10.79、10.90、11.12 亿元，毛利率将逐渐回升。
- **生物质热电联产业务**：假设各项目平均利用小时达到 8000 小时，燃料成本在 2017 年控制到 300 元/吨水平。我们预计鄞城项目将于 2018 年底投运，铁岭、中山（扩容）项目于 19 年下半年投运，永城项目于 2020 年初投产。预计 18-20 年生物质发电营业收入为 8.28、10.78、13.78 亿元，毛利率维持在 24-25% 之间。
- **工业园区集中供热业务**：满城项目已于 2018 年中稳定运行，今年投运一炉一机，预计明年将新增一炉一机，供汽能力达到 600 吨/小时。预计曲江项目于今年年底投运，茂名项目 19 年初投运。预计雄县项目于 2020 年初投运，蠡县项目于 2020 年中投运。我们测算公司集中供热业务 18-20 年营业收入为 2.05、10.75、14.55 亿元，毛利率将维持在 40% 左右。

图表 5：盈利预测（单位：亿元）

业务板块		2016	2017	2018E	2019E	2020E
制造业	营业收入	11.76	11.73	10.79	10.90	11.12
	YOY	11.75%	-0.28%	-8.00%	1%	2%
	毛利率	24.08%	18.40%	18.50%	18.50%	19.00%
生物质热电联产	营业收入	7.31	7.2	8.28	10.78	13.78
	YOY	21.41%	-1.48%	15.00%	30%	28%
	毛利率	28.19%	24.06%	24.00%	24.00%	25.00%
工业园区集中供热	营业收入	0	0	2.05	10.75	14.55
	YOY			-	424%	35%
	毛利率			42%	41%	41%
总计		19.07	18.93	21.12	32.43	39.45
增速		19.12%	-0.74%	11.58%	53.54%	21.64%

来源：wind，国金证券研究所

- 综上，我们预计公司 2018-2020 年营收为 21.12、32.43、39.45 亿元，对应的归母净利为 1.54、2.95 和 3.88 亿，对应 PE 为 34X、18X 和 14X，对应 EPS 分别为 0.21、0.40 和 0.52 元/股。我们认为公司将制造业的成本控制能力和精细化管理能力成功复制于环保项目，公司单体项目盈利能力强，发电效率位列行业第一，且后续项目充足。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 限售股票解禁的风险：公司 2015 年度非公开发行股票将于 2019 年 4 月 1 日解禁，本次解禁股数为 2353.60 万股，占总股本的 3.17%。2015 年度非公开发行股票价格为 8.88 元/股（除权后），发行对象何启强和麦正辉为公司控股股东和实际控制人，股票上市时间为 2016 年 3 月 31 日，限售期为三年。
- 制造业毛利率下滑的风险：制造业务在 2017 年由于原材料涨价等原因导致毛利率下滑至 20.56%，同比 2016 年下滑了 5.09 个百分点。
- 生物质电厂补贴电费拖欠的风险：2017 年报中显示，子公司鱼台环保售电应收款补贴电价部分尚在等待结算，其中属于 2017 年度未结算的售电应收款补贴电价额为 9006 万元。2018 年三季度中显示，公司收回鱼台环保补贴电费，冲回以前年度计提的坏账准备。
- 项目进度不达预期的风险：由于公司建设的热电联产项目及工业园区集中供热项目需要经过项目审批、环评、安评等多个环节，其中有不可控因素，因此项目有进度不达预期的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,601	1,907	1,893	2,112	3,243	3,945
增长率		19.1%	-0.7%	11.6%	53.6%	21.6%
主营业务成本	-1,191	-1,418	-1,504	-1,628	-2,342	-2,793
%销售收入	74.4%	74.3%	79.4%	77.1%	72.2%	70.8%
毛利	410	489	389	484	901	1,152
%销售收入	25.6%	25.7%	20.6%	22.9%	27.8%	29.2%
营业税金及附加	-10	-19	-26	-25	-42	-53
%销售收入	0.6%	1.0%	1.4%	1.2%	1.3%	1.4%
营业费用	-65	-89	-79	-87	-136	-170
%销售收入	4.1%	4.6%	4.2%	4.1%	4.2%	4.3%
管理费用	-166	-202	-179	-201	-315	-385
%销售收入	10.4%	10.6%	9.5%	9.5%	9.7%	9.8%
息税前利润 (EBIT)	169	180	105	172	408	545
%销售收入	10.6%	9.4%	5.6%	8.1%	12.6%	13.8%
财务费用	-26	-13	-15	-57	-72	-82
%销售收入	1.6%	0.7%	0.8%	2.7%	2.2%	2.1%
资产减值损失	-16	-3	-30	25	-1	-2
公允价值变动收益	-3	5	0	7	5	5
投资收益	-5	-6	1	4	3	4
%税前利润	n.a	n.a	0.4%	2.0%	0.8%	0.8%
营业利润	119	162	123	151	343	470
营业利润率	7.4%	8.5%	6.5%	7.1%	10.6%	11.9%
营业外收支	35	53	1	53	50	48
税前利润	154	216	124	204	393	518
利润率	9.6%	11.3%	6.5%	9.6%	12.1%	13.1%
所得税	-42	-53	-36	-50	-98	-129
所得税率	27.6%	24.4%	29.3%	24.5%	25.0%	25.0%
净利润	111	163	88	154	295	388
少数股东损益	2	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	110	163	88	154	295	388
净利率	6.8%	8.6%	4.6%	7.3%	9.1%	9.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	111	163	88	154	295	388
少数股东损益	2	0	0	0	0	0
非现金支出	112	103	149	75	101	102
非经营收益	25	14	26	-24	-32	10
营运资金变动	-113	18	-234	-48	-156	-160
经营活动现金净流	136	298	28	156	208	341
资本开支	-436	-617	-720	-597	-515	-537
投资	18	202	0	7	5	5
其他	0	0	0	4	3	4
投资活动现金净流	-418	-415	-720	-586	-507	-528
股权募资	68	277	0	0	0	0
债权募资	-107	-32	679	530	440	320
其他	-221	-141	-54	-58	-73	-83
筹资活动现金净流	-259	103	625	472	367	237
现金净流量	-542	-14	-67	42	68	49

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	174	161	103	171	238	285
应收款项	397	421	563	539	832	1,010
存货	249	269	340	370	449	536
其他流动资产	41	105	136	186	287	377
流动资产	861	955	1,142	1,265	1,806	2,207
%总资产	29.6%	29.3%	27.7%	26.2%	30.7%	32.6%
长期投资	3	3	0	13	18	38
固定资产	1,415	1,915	2,508	3,015	3,434	3,859
%总资产	48.7%	58.8%	60.8%	62.5%	58.5%	57.0%
无形资产	615	372	456	494	536	575
非流动资产	2,043	2,300	2,981	3,556	4,068	4,569
%总资产	70.4%	70.7%	72.3%	73.8%	69.3%	67.4%
资产总计	2,904	3,256	4,123	4,821	5,875	6,776
短期借款	484	509	724	804	994	1,164
应付款项	488	513	573	579	844	1,007
其他流动负债	68	63	78	80	134	164
流动负债	1,039	1,085	1,375	1,464	1,972	2,336
长期贷款	234	182	637	1,087	1,337	1,487
其他长期负债	10	10	11	9	9	9
负债	1,283	1,277	2,023	2,559	3,318	3,831
普通股股东权益	1,598	1,979	2,100	2,261	2,557	2,945
少数股东权益	24	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,904	3,256	4,123	4,821	5,875	6,776

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.305	0.438	0.118	0.207	0.398	0.523
每股净资产	4.446	5.315	2.826	3.043	3.440	3.963
每股经营现金净流	0.377	0.801	0.038	0.210	0.280	0.458
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	6.86%	8.24%	4.17%	6.80%	11.54%	13.18%
总资产收益率	3.77%	5.01%	2.12%	3.19%	5.02%	5.73%
投入资本收益率	5.23%	5.09%	2.15%	3.12%	6.26%	7.30%
增长率						
主营业务收入增长率	15.53%	19.12%	-0.74%	11.59%	53.55%	21.65%
EBIT增长率	48.67%	6.47%	-41.56%	63.47%	137.51%	33.47%
净利润增长率	74.60%	48.80%	-46.31%	75.52%	91.95%	31.55%
总资产增长率	1.86%	12.10%	26.63%	16.94%	21.86%	15.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	60.2	61.7	72.5	70.0	70.8	70.6
存货周转天数	74.6	66.6	73.8	83.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	54.6	53.1	64.5	63.0	63.5	63.3
固定资产周转天数	258.7	209.8	205.5	166.4	97.0	71.0
偿债能力						
净负债/股东权益	33.49%	26.76%	59.86%	76.05%	81.87%	80.34%
EBIT利息保障倍数	6.5	13.7	7.0	3.0	5.7	6.6
资产负债率	44.18%	39.21%	49.07%	53.09%	56.48%	56.54%

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

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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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