

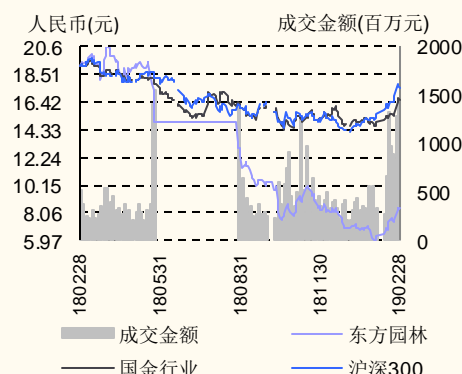
# 东方园林 (002310.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 8.44 元

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,537.69
总市值(百万元)	22,665.30
年内股价最高最低(元)	20.63/5.97
沪深 300 指数	3669.37
中小板综	8932.99



## 相关报告

- 1.《融资修复快速推进, 规范 PPP 料支撑基建反弹-东方园林事件点评》, 2018.12.10
- 2.《民营经济融资修复第一线, 最暗时刻已过-东方园林事件点评》, 2018.11.9
- 3.《紧资金面影响公司业绩, 静待公司融资修复-【国金建筑黄俊伟】三...》, 2018.11.2
- 4.《债转股协议助降杠杆, 超短融发行促增信用-【国金建筑黄俊伟】公...》, 2018.8.24
- 5.《危废处置新贵崛起, 布局江南鹏程万里——东方园林江苏危废处...》, 2018.8.22

刘妍雪 联系人  
liuyanxue@gjzq.com.cn

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

## 融资有所改善, 短期债务压力解除

### 公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.484	0.812	0.659	0.756	0.900
每股净资产(元)	3.43	4.22	4.89	5.58	6.42
每股经营性现金流(元)	0.58	1.08	0.05	0.60	1.02
市盈率(倍)	29.24	24.83	12.61	10.99	9.23
净利润增长率(%)	115.23%	68.10%	-18.81%	14.71%	19.04%
净资产收益率(%)	14.10%	19.25%	13.47%	13.54%	14.02%
总股本(百万股)	2,677.36	2,681.16	2,682.78	2,682.78	2,682.78

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 事件简评

- 公司发布业绩快报, 公司 2018 年度实现营收/业绩 132.18 亿元, 同减 13%/19%, 略低于此前业绩预告中的归母业绩增速中枢 (-12.5%)。

### 经营分析

- 受营收拖累业绩略低于预期, 盈利能力略有回暖, 负债率略有下降。1) 公司 2018 年度实现营收/业绩 132.18 亿元, 同减 13%/19%, 略低于此前业绩预告中的归母业绩增速中枢 (-12.5%)。其中 Q4 营收/业绩分别为 35/8 亿元, 同减 46%/40%。2) 从净利率来看, 公司 2018 年净利率为 13.4%, 同比下滑 0.9pct, Q4 单季度净利率为 22.4%, 同比提升 2.5pct, 盈利能力有所回暖。3) 从负债率来看, 公司 2018 年负债率约为 69.5%, 较去年同期提升 1.7pct, 但环比 Q3 降低 1.3pct。
- 融资有所改善, 短期债务压力解除。1) 5 月公司融资受挫后, 公司股价持续下行目前 PE (TTM) 不足 10 倍, PB 估值仅 1.75 倍, 均处于历史估值最低水平, 市场最关心公司的融资和债务偿付问题, 我们认为公司目前融资有所缓解, 短期偿付压力解除, 估值有望得到一定修复。2) 从融资情况来看, 自去年四季度以来大量着眼于为民企纾困的政策出台, 公司筹资端利好频出, 根据我们统计公司 9 月以来已融资 52 亿元 (包括 11 月农银投资债转股到账资金 10 亿元、12 月大股东借款、1 月发行公司债 5.2 亿元, 2 月发行公司债 7.8 亿元), 同时发布的融资计划约 118 亿元 (包括拟发行 5 亿美元境外债券、15 亿债权融资计划、30 亿非公开发行公司债等), 9 月以来已还款 50 亿元, 且 10 月公司与华夏银行签订银企合作协议获 24 亿元意向性融资服务, 融资有所改善。3) 从融资成本来看, 公司 1 月 18 日公告的 2019 年第一期超短融发行利率为 6.5%, 大幅低于 2018 年第二/三期超短融的发行利率 (7.7%/7.76%), 融资成本有所降低, 伴随更多鼓励民企融资政策落地, 未来融资成本有望进一步下行。4) 从偿付压力来看, 2 月 18 日, 公司按期兑付 2018 年度第二期超短期融资券, 未来半年无还本付息债券, 短期债务压力解除。

### 盈利预测及投资建议

- 考虑到 2018 年公司业绩同比下滑且融资压力仍大, 下调公司盈利预测, 预计公司 2019/2020 年 EPS 为 0.76/0.9 元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 应收账款坏账、PPP 落地不及预期、危废投产及盈利不及预期、融资修复不及预期、限售股解禁风险 (12 月公司解禁 255 万股, 占总股本的 0.09%)。

**图表 1：公司自 2018 年 Q3 以来偿还的债务**

到期日期	相关债项	相关事项	金额(亿元)
2018/10/24	16 东林 03	付息	0.24
2018/11/8	17 东方园林 CP001	偿还本息	10.55
2018/12/7	18 东方园林 SCP001	偿还本息	10.44
2019/1/19	18 东方园林 CP001	偿还本息	10.60
2019/2/12	18 东方园林 CP002	偿还本息	5.30
2019/2/16	18 东林 SCP002	偿还本息	12.45

来源：公司公告，国金证券研究所

**图表 2：公司自 2018 年 Q3 以来采用的融资手段**

日期	融资事项	状态	金额（亿元）	融资成本（%）
2018/10/16	银企合作协议	或有融资	24	/
2018/11/5	超短期融资券	已融资	10	7.76
2018/11/5	债转股	已融资	10	/
2018/11/27	优先股	未融资	40	/
2018/12/27	大股东借款	已融资	9	4.35
2019/1/15	公司债	已融资	5.2	7.5
2019/1/18	超短期融资券	已融资	10	6.5
2019/1/21	债权融资计划	未融资	15	/
2019/1/21	境外债券	未融资	5(美元)	/
2019/1/21	非公开发行公司债券	未融资	30	/
2019/2/1	公司债	已融资	7.8	7.5

来源：公司公告，国金证券研究所

**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
<b>主营业务收入</b>	<b>5,381</b>	<b>8,564</b>	<b>15,226</b>	<b>13,190</b>	<b>17,350</b>	<b>20,785</b>
增长率		59.2%	77.8%	-13.4%	31.5%	19.8%
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,639</b>	<b>-5,752</b>	<b>-10,421</b>	<b>-9,022</b>	<b>-11,972</b>	<b>-14,549</b>
<b>%销售收入</b>	<b>67.6%</b>	<b>67.2%</b>	<b>68.4%</b>	<b>68.4%</b>	<b>69.0%</b>	<b>70.0%</b>
<b>毛利</b>	<b>1,741</b>	<b>2,812</b>	<b>4,805</b>	<b>4,168</b>	<b>5,379</b>	<b>6,235</b>
<b>%销售收入</b>	<b>32.4%</b>	<b>32.8%</b>	<b>31.6%</b>	<b>31.6%</b>	<b>31.0%</b>	<b>30.0%</b>
<b>营业税金及附加</b>	<b>-164</b>	<b>-51</b>	<b>-75</b>	<b>-79</b>	<b>-87</b>	<b>-104</b>
<b>%销售收入</b>	<b>3.1%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>
<b>营业费用</b>	<b>-12</b>	<b>-22</b>	<b>-42</b>	<b>-30</b>	<b>-52</b>	<b>-62</b>
<b>%销售收入</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>
<b>管理费用</b>	<b>-594</b>	<b>-697</b>	<b>-1,233</b>	<b>-1,121</b>	<b>-1,475</b>	<b>-1,684</b>
<b>%销售收入</b>	<b>11.0%</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.5%</b>	<b>8.5%</b>	<b>8.1%</b>
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>971</b>	<b>2,042</b>	<b>3,456</b>	<b>2,937</b>	<b>3,765</b>	<b>4,386</b>
<b>%销售收入</b>	<b>18.0%</b>	<b>23.8%</b>	<b>22.7%</b>	<b>22.3%</b>	<b>21.7%</b>	<b>21.1%</b>
<b>财务费用</b>	<b>-226</b>	<b>-303</b>	<b>-399</b>	<b>-679</b>	<b>-1,017</b>	<b>-1,233</b>
<b>%销售收入</b>	<b>4.2%</b>	<b>3.5%</b>	<b>2.6%</b>	<b>5.1%</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.9%</b>
<b>资产减值损失</b>	<b>-50</b>	<b>-202</b>	<b>-392</b>	<b>-248</b>	<b>-373</b>	<b>-310</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>29</b>	<b>-125</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
<b>%税前利润</b>	<b>n.a</b>	<b>1.8%</b>	<b>n.a</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.7%</b>
<b>营业利润</b>	<b>694</b>	<b>1,567</b>	<b>2,617</b>	<b>2,031</b>	<b>2,396</b>	<b>2,863</b>
<b>营业利润率</b>	<b>12.9%</b>	<b>18.3%</b>	<b>17.2%</b>	<b>15.4%</b>	<b>13.8%</b>	<b>13.8%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>17</b>	<b>71</b>	<b>-2</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
<b>税前利润</b>	<b>711</b>	<b>1,638</b>	<b>2,615</b>	<b>2,036</b>	<b>2,401</b>	<b>2,868</b>
<b>利润率</b>	<b>13.2%</b>	<b>19.1%</b>	<b>17.2%</b>	<b>15.4%</b>	<b>13.8%</b>	<b>13.8%</b>
<b>所得税</b>	<b>-111</b>	<b>-256</b>	<b>-394</b>	<b>-307</b>	<b>-363</b>	<b>-433</b>
<b>所得税率</b>	<b>15.6%</b>	<b>15.7%</b>	<b>15.1%</b>	<b>15.1%</b>	<b>15.1%</b>	<b>15.1%</b>
<b>净利润</b>	<b>600</b>	<b>1,381</b>	<b>2,221</b>	<b>1,728</b>	<b>2,038</b>	<b>2,435</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-2</b>	<b>85</b>	<b>43</b>	<b>-40</b>	<b>10</b>	<b>20</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>602</b>	<b>1,296</b>	<b>2,178</b>	<b>1,768</b>	<b>2,028</b>	<b>2,415</b>
<b>净利率</b>	<b>11.2%</b>	<b>15.1%</b>	<b>14.3%</b>	<b>13.4%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.6%</b>

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>净利润</b>	<b>600</b>	<b>1,381</b>	<b>2,221</b>	<b>1,728</b>	<b>2,038</b>	<b>2,435</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-2</b>	<b>85</b>	<b>43</b>	<b>-40</b>	<b>10</b>	<b>20</b>
<b>非现金支出</b>	<b>76</b>	<b>279</b>	<b>491</b>	<b>369</b>	<b>538</b>	<b>491</b>
<b>非经营收益</b>	<b>289</b>	<b>255</b>	<b>464</b>	<b>393</b>	<b>727</b>	<b>925</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-632</b>	<b>-374</b>	<b>-267</b>	<b>-2,363</b>	<b>-1,681</b>	<b>-1,125</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>333</b>	<b>1,541</b>	<b>2,908</b>	<b>1,27</b>	<b>1,622</b>	<b>2,725</b>
<b>资本开支</b>	<b>-120</b>	<b>-344</b>	<b>-430</b>	<b>-7,735</b>	<b>-4,642</b>	<b>-4,693</b>
<b>投资</b>	<b>-1,284</b>	<b>-2,249</b>	<b>-4,083</b>	<b>-51</b>	<b>-50</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>-232</b>	<b>-51</b>	<b>1</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,637</b>	<b>-2,644</b>	<b>-4,511</b>	<b>-7,766</b>	<b>-4,672</b>	<b>-4,673</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>1,044</b>	<b>50</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>896</b>	<b>485</b>	<b>2,384</b>	<b>6,241</b>	<b>4,176</b>	<b>3,072</b>
<b>其他</b>	<b>-189</b>	<b>-476</b>	<b>-825</b>	<b>-405</b>	<b>-926</b>	<b>-1,125</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>707</b>	<b>1,053</b>	<b>1,609</b>	<b>5,836</b>	<b>3,250</b>	<b>1,948</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-597</b>	<b>-51</b>	<b>6</b>	<b>-1,803</b>	<b>200</b>	<b>0</b>

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
<b>货币资金</b>	<b>2,655</b>	<b>2,789</b>	<b>3,403</b>	<b>1,600</b>	<b>1,800</b>	<b>1,800</b>
<b>应收账款</b>	<b>4,635</b>	<b>5,591</b>	<b>7,945</b>	<b>10,857</b>	<b>12,150</b>	<b>13,229</b>
<b>存货</b>	<b>7,040</b>	<b>8,783</b>	<b>12,433</b>	<b>10,752</b>	<b>13,611</b>	<b>15,945</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>103</b>	<b>140</b>	<b>230</b>	<b>452</b>	<b>321</b>	<b>366</b>
<b>流动资产</b>	<b>14,433</b>	<b>17,303</b>	<b>24,011</b>	<b>23,661</b>	<b>27,882</b>	<b>31,340</b>
<b>%总资产</b>	<b>81.6%</b>	<b>72.1%</b>	<b>68.4%</b>	<b>55.8%</b>	<b>54.5%</b>	<b>53.0%</b>
<b>长期投资</b>	<b>188</b>	<b>333</b>	<b>634</b>	<b>984</b>	<b>1,034</b>	<b>1,334</b>
<b>固定资产</b>	<b>853</b>	<b>924</b>	<b>1,098</b>	<b>2,157</b>	<b>2,279</b>	<b>2,487</b>
<b>%总资产</b>	<b>4.8%</b>	<b>3.9%</b>	<b>3.1%</b>	<b>5.1%</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.2%</b>
<b>无形资产</b>	<b>1,603</b>	<b>2,676</b>	<b>2,282</b>	<b>5,451</b>	<b>5,811</b>	<b>5,821</b>
<b>非流动资产</b>	<b>3,263</b>	<b>6,703</b>	<b>11,104</b>	<b>18,772</b>	<b>23,304</b>	<b>27,821</b>
<b>%总资产</b>	<b>18.4%</b>	<b>27.9%</b>	<b>31.6%</b>	<b>44.2%</b>	<b>45.5%</b>	<b>47.0%</b>
<b>资产总计</b>	<b>17,696</b>	<b>24,006</b>	<b>35,114</b>	<b>42,433</b>	<b>51,186</b>	<b>59,161</b>
<b>短期借款</b>	<b>2,572</b>	<b>2,433</b>	<b>2,820</b>	<b>8,393</b>	<b>12,269</b>	<b>15,241</b>
<b>应付款项</b>	<b>5,403</b>	<b>7,835</b>	<b>14,351</b>	<b>12,366</b>	<b>15,985</b>	<b>19,041</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>1,712</b>	<b>638</b>	<b>4,122</b>	<b>5,444</b>	<b>4,539</b>	<b>4,125</b>
<b>流动负债</b>	<b>9,687</b>	<b>10,906</b>	<b>21,293</b>	<b>26,203</b>	<b>32,792</b>	<b>38,407</b>
<b>长期贷款</b>	<b>68</b>	<b>853</b>	<b>200</b>	<b>900</b>	<b>1,200</b>	<b>1,300</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>1,540</b>	<b>2,809</b>	<b>2,251</b>	<b>2,186</b>	<b>2,186</b>	<b>2,186</b>
<b>负债</b>	<b>11,295</b>	<b>14,568</b>	<b>23,744</b>	<b>29,289</b>	<b>36,178</b>	<b>41,893</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>6,250</b>	<b>9,185</b>	<b>11,315</b>	<b>13,128</b>	<b>14,982</b>	<b>17,222</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>150</b>	<b>253</b>	<b>56</b>	<b>16</b>	<b>26</b>	<b>46</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>17,696</b>	<b>24,006</b>	<b>35,114</b>	<b>42,433</b>	<b>51,186</b>	<b>59,161</b>

**比率分析**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>						
<b>每股收益</b>	<b>0.597</b>	<b>0.484</b>	<b>0.812</b>	<b>0.659</b>	<b>0.756</b>	<b>0.900</b>
<b>每股净资产</b>	<b>6.196</b>	<b>3.431</b>	<b>4.217</b>	<b>4.894</b>	<b>5.585</b>	<b>6.420</b>
<b>每股经营现金净流</b>	<b>0.331</b>	<b>0.576</b>	<b>1.084</b>	<b>0.047</b>	<b>0.605</b>	<b>1.016</b>
<b>每股股利</b>	<b>0.065</b>	<b>0.060</b>	<b>0.030</b>	<b>0.065</b>	<b>0.065</b>	<b>0.065</b>
<b>回报率</b>						
<b>净资产收益率</b>	<b>9.63%</b>	<b>14.10%</b>	<b>19.25%</b>	<b>13.47%</b>	<b>13.54%</b>	<b>14.02%</b>
<b>总资产收益率</b>	<b>3.40%</b>	<b>5.40%</b>	<b>6.20%</b>	<b>4.17%</b>	<b>3.96%</b>	<b>4.08%</b>
<b>投入资本收益率</b>	<b>7.75%</b>	<b>11.10%</b>	<b>17.67%</b>	<b>10.13%</b>	<b>10.42%</b>	<b>10.34%</b>
<b>增长率</b>						
<b>主营业务收入增长率</b>	<b>14.98%</b>	<b>59.16%</b>	<b>77.79%</b>	<b>-13.37%</b>	<b>31.54%</b>	<b>19.80%</b>
<b>EBIT增长率</b>	<b>-6.48%</b>	<b>110.32%</b>	<b>69.20%</b>	<b>-15.00%</b>	<b>28.17%</b>	<b>16.48%</b>
<b>净利润增长率</b>	<b>-7.07%</b>	<b>115.23%</b>	<b>68.10%</b>	<b>-18.81%</b>	<b>14.71%</b>	<b>19.04%</b>
<b>总资产增长率</b>	<b>35.43%</b>	<b>35.66%</b>	<b>46.27%</b>	<b>20.84%</b>	<b>20.63%</b>	<b>15.58%</b>
<b>资产管理能力</b>						
<b>应收账款周转天数</b>	<b>242.8</b>	<b>189.9</b>	<b>151.0</b>	<b>250.0</b>	<b>225.0</b>	<b>215.0</b>
<b>存货周转天数</b>	<b>630.6</b>	<b>502.0</b>	<b>371.5</b>	<b>435.0</b>	<b>415.0</b>	<b>400.0</b>
<b>应付账款周转天数</b>	<b>295.6</b>	<b>265.7</b>	<b>236.8</b>	<b>230.0</b>	<b>225.0</b>	<b>220.0</b>
<b>固定资产周转天数</b>	<b>57.8</b>	<b>37.6</b>	<b>22.3</b>	<b>45.3</b>	<b>35.9</b>	<b>31.0</b>
<b>偿债能力</b>						
<b>净负债/股东权益</b>	<b>23.11%</b>	<b>34.26%</b>	<b>15.86%</b>	<b>75.16%</b>	<b>92.32%</b>	<b>98.03%</b>
<b>EBIT利息保障倍数</b>	<b>4.3</b>	<b>6.7</b>	<b>8.7</b>	<b>4.3</b>	<b>3.7</b>	<b>3.6</b>
<b>资产负债率</b>	<b>63.83%</b>	<b>60.68%</b>	<b>67.62%</b>	<b>69.02%</b>	<b>70.68%</b>	<b>70.81%</b>

### 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	2	2	4	9
增持	1	1	1	1	6
中性	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.33	1.33	1.50	1.59

来源：贝格数据

### 历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-07-11	买入	18.19	23.00~23.00
2	2017-08-03	买入	16.59	23.00~23.00
3	2017-08-11	买入	16.93	23.00~23.00
4	2017-10-23	买入	21.64	23.00~23.00
5	2018-04-20	买入	19.03	23.00~23.00
6	2018-04-27	买入	18.83	23.00~23.00
7	2018-08-07	买入	14.97	23.00~23.00
8	2018-08-22	买入	14.97	23.00~23.00

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。

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，而不应视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