

## 资源与环境研究中心

**长青集团(002616.SZ)买入(维持评级)**

公司点评

市场价格(人民币): 8.00元

**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)	5,935.07
年内股价最高最低(元)	8.20/4.73
沪深300指数	3669.37
中小板综	8932.99

**相关报告**

- 1.《上调业绩预期，项目进入密集投运期 -长青集团点评报告》，2019.1.27
- 2.《发行8亿可转债预案，未来项目进度有望加速 -长青集团点评报告》，2019.12.24
- 3.《满城项目稳定运行，业绩恢复高增长 -长青集团覆盖报告》，2018.12.13

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

**业绩恢复高增长，充满后劲的热电联产新龙头****公司基本情况(人民币)**

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.118	0.226	0.485	0.713	0.846
每股净资产(元)	2.83	2.85	3.35	4.06	4.91
每股经营性现金流(元)	0.04	0.94	0.96	0.97	0.77
市盈率(倍)	77.81	32.37	16.50	11.21	9.46
净利润增长率(%)	-46.31%	108.87%	96.68%	47.12%	18.59%
净资产收益率(%)	4.17%	8.65%	14.49%	17.57%	17.25%
总股本(百万股)	743.11	741.88	741.88	741.88	741.88

来源：公司年报、国金证券研究所

**业绩简评**

- 公司2月28日发布2018年报，报告期内实现营业收入200,716.64万元，同比增长6.05%；归母净利为16,681.27万元，同比增长90.47%。

**经营分析**

- **满城项目投产增厚业绩、收回补贴电费冲回坏账准备：**报告期内公司实现营业收入20.07亿元，同比增长6.05%；归母净利为1.67亿元，同比增长90.47%。业绩增加的主要原因是集中供热项目的投产增加了公司业绩、收回大额生物质补贴电费、冲回以前年度坏账准备以及收到政府补贴。广东长青（集团）满城热电有限公司2018年营业收入为2.00亿，净利润为4191万。公司项目盈利能力强，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，发电效率全行业第一。
- **现金流状况好转，已部分形成自我造血的功能：**公司18年经营活动产生的现金流量净额为7.00亿元，比上年增加6.72亿元，主要是烟台环保收回当年及以前年度应收补贴电费的售电款所致。现金及现金等价物净增加额比上年增加金额2.65亿元，主要原因是经营活动产生的现金流量净额增加。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。生物质综合利用业务已由探索阶段进入了整体起动阶段，由单个效应跨向整体效应；工业园区集中供热项目陆续开工建设并形成规模。
- **项目进入密集投运期，业绩高增长有保障：**公司处于框架协议阶段、投资协议阶段、前期工作阶段、核准或建设阶段及已投产的环保热能项目共计44个，经过严谨而慎重的调研论证，其中多个优质的生物质热电联产项目已被列入公司2019年的开工计划。目前，在建的茂名、曲江、雄县和鄄城等四个燃煤、生物质热电联产项目已临近竣工；中心组团垃圾焚烧扩容项目一号炉已成功点火；铁岭项目工程过半；永城项目、蠡县项目已成功开建。

**投资建议**

- 我们预计公司2019-2021年营收为31.06亿、40.48亿和46.35亿元，对应的归母净利为3.60亿、5.29亿和6.28亿元，对应PE为17X、11X和9X，对应EPS分别为0.49、0.71和0.85元/股。公司单体项目盈利能力强，发电效率行业第一，且后续项目充足。给予“买入”评级。

**风险提示**

- 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。

## 目录

利润表分析：满城项目投产增厚业绩、收回补贴电费冲回坏账准备 .....	3
归母净利增加 90.47%，满城项目贡献利润 4191 万 .....	3
环保项目盈利性强，发电效率行业第一 .....	3
现金流状况好转，已部分形成自我造血的功能 .....	4
项目进入密集投运期，业绩高增长有保障 .....	5
风险提示 .....	6

## 图表目录

图表 1：主要控股参股公司 2018 年经营情况（单位：元） .....	3
图表 2：2017、2018 年对比（单位：亿元） .....	4
图表 3：资产负债率对比 .....	4
图表 4：公司环保新能源项目建设情况 .....	5
图表 5：公司盈利预测（单位：亿元） .....	6

## 利润表分析：满城项目投产增厚业绩、收回补贴电费冲回坏账准备

### 归母净利增加 90.47%，满城项目贡献利润 4191 万

- 报告期内公司实现营业收入 20.07 亿元，同比增长 6.05%；营业利润 2.15 亿元，同比增长 74.28%；归属于上市公司股东的净利润 1.67 亿元，同比增长 90.47%，扣非后归母净利为 1.38 亿元，同比增长 52.71%。业绩增加的主要原因是集中供热项目的投产增加了公司业绩、收回大额生物质补贴电费、冲回以前年度坏账准备以及收到政府补贴。
- **环保产业：**环保产业的营业收入为 9.26 亿元，对比去年同期增长 28.61%，毛利率为 23.79%，同比下降 0.27 个百分点。环保产业营收增长的主要原因是满城集中供热项目投产，广东长青（集团）满城热电有限公司 2018 年营业收入为 2.00 亿，净利润为 4191 万。
- **制造业务：**报告期内，因制造业务尤其是外销业务受市场因素及贸易摩擦等因素影响，公司制造产业的营业收入为 10.81 亿元，比上年同期减少 7.80%，毛利率为 20.31%，同比提升 1.91 个百分点。分产品来看，户外及取暖用品营收为 8.10 亿元，同比下滑 6.55%；厨电&阀门产品营收为 2.71 亿元，同比下滑 11.35%。

### 环保项目盈利性强，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 2016-2018 年连续三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 2016-2017 年年平均利用小时数为 8078 小时，发电效率位列全行业第一。
- 单个项目盈利水平高，每个生物质电厂年均净利接近 3000 万。2018 年公司四个生物质发电厂明水、沂水、鱼台和宁安的净利润分别为 2232 万、3163 万、5405 万和 2643 万元。所有投产项目平均收益超出预期。
- 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。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。

**图表 1：主要控股参股公司 2018 年经营情况（单位：元）**

公司名称	公司类型	主要业务	注册资本	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润
明水长青环保能源有限公司	子公司	生物质发电	100,000,000.00	585,601,006.64	379,652,428.98	184,332,090.03	24,214,628.72	22,323,592.09
长青环保能源(中山)有限公司	子公司	生活垃圾处理 &发电	116,600,000.00	257,143,623.17	239,065,638.09	91,632,611.90	26,411,213.55	19,653,588.94
沂水长青环保能源有限公司	子公司	生物质发电	70,000,000.00	207,938,124.48	114,834,464.60	151,765,784.05	42,243,582.47	31,628,224.40
鱼台长青环保能源有限公司	子公司	生物质发电	70,000,000.00	364,392,998.46	341,445,699.51	148,797,756.39	70,701,605.33	54,052,506.69
广东长青（集团）满城热电有限公司	子公司	热电联产	65,000,000.00	998,143,693.98	311,876,049.85	200,259,542.27	43,690,767.89	41,907,288.75
黑龙江省牡丹江农垦宁安长青环保能源有限公司	子公司	生物质发电、供热	60,000,000.00	276,857,823.69	95,412,544.67	161,741,268.58	31,938,774.26	26,427,251.41

来源：公司年报，国金证券研究所

## 现金流状况好转，已部分形成自我造血的功能

- 公司 2018 年经营活动产生的现金流量净额为 7.00 亿元，比上年增加金额 6.72 亿元，主要原因是报告期内子公司鱼台环保收回当年及以前年度应收补贴电费的售电款所致。
- 公司 2018 年投资活动产生的现金流量净额-9.55 亿元，比上年多流出 2.35 亿元，主要原因是报告期内支付环保项目工程设备款增加所致。
- 公司 2018 年筹资活动产生的现金流量净额为 4.53 亿元，比上年减少金额 1.72 亿元，主要原因是报告期内分红所致。
- 综上，现金及现金等价物净增加额比上年增加金额 2.65 亿元，主要原因是报告期内经营活动产生的现金流量净额增加所致。
- 2018 年公司现金回流状况维持较好状态，公司销售商品、提供劳务收到的现金 24.40 亿元，占营收比重 121.57%，同比上升 21.25 个百分点。应收账款从 2017 年的 4.25 亿元下降到了 2018 年的 2.06 亿元，占营收比重大幅下降了 12.19 个百分点。存货从 2017 年的 3.40 亿元下降到了 2018 年的 3.10 亿元。

**图表 2：2017、2018 年对比 (单位：亿元)**

年份	营业收入	销售商品、提供劳务收到的现金	占营收比重	应收账款	占营收比重	应收账款周转率	存货
2017	18.93	18.99	100.32%	4.25	22.45%	5.03	3.40
2018	20.07	24.40	121.57%	2.06	10.26%	6.36	3.10

来源：wind，国金证券研究所

- 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动阶段，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 年的经营性活动净额分别为 2.98 亿、0.28 亿和 7.00 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 3：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%
<b>均值</b>		<b>65.21%</b>	<b>64.81%</b>
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

## 项目进入密集投运期，业绩高增长有保障

- 目前，在建的茂名、曲江、雄县和鄄城等四个燃煤、生物质热电联产项目已临近竣工；中心组团垃圾焚烧扩容项目一号炉已成功点火；铁岭项目工程过半；永城项目、蠡县项目已成功开建。
- 公司处于框架协议阶段、投资协议阶段、前期工作阶段、核准或建设阶段及已投产的环保热能项目共计 44 个，经过严谨而慎重的调研论证，其中多个优质的生物质热电联产项目已被列入公司 2019 年的开工计划，这意味着公司的环保业务将充满发展后劲。

图表 4：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

- **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 2019-2021 年在制造业板块营收分别为 11.30、12.12、12.89 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。我们预计鄄城项目将于 2019 年上半年投运，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 19-21 年生物质发电营业收入为 9.76 亿、14.06 亿、17.76 亿元，随着热电联产生物质电厂的投产，毛利率将逐步提升。
- **工业园区集中供热业务：**满城项目已于 2018 年中稳定运行，投运一炉一机，预计今年将新增一炉一机，供汽能力达到 600 吨/小时。预计茂名项目 19 年上半年投运，雄县项目、曲江项目于 19 年下半年投运，蠡县项目于 2020 年中投运。我们测算公司集中供热业务 19-21 年营业收入为 10 亿、14.30 亿和 15.70 亿元，毛利率将维持在 40%以上。

图表 5：公司盈利预测（单位：亿元）

业务板块		2017	2018	2019E	2020E	2021E
制造业	营业收入	11.73	10.81	11.30	12.12	12.89
	YOY	-0.28%	-7.84%	4.53%	7.26%	6.35%
	毛利率	18.40%	20.31%	21.00%	21%	21%
生物质热电 联产	营业收入	7.2	7.26	9.76	14.06	17.76
	YOY	-1.48%	0.83%	34.44%	44.06%	26.32%
	毛利率	24.06%	25%	27%	29%	30%
工业园区集 中供热	营业收入	0	2	10.00	14.30	15.70
	YOY	-	-	400%	43%	10%
	毛利率	-	42%	45%	44%	43%
总计		18.93	20.07	31.06	40.48	46.35
增速		-0.74%	6.02%	54.76%	30.33%	14.50%

来源：公司官网，国金证券研究所

- 综上，我们预计公司 2019-2021 年营收为 31.06 亿、40.48 亿和 46.35 亿元，对应的归母净利为 3.60 亿、5.29 亿和 6.28 亿元，对应 PE 为 17X、11X 和 9X，对应 EPS 分别为 0.49、0.71 和 0.85 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。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，子公司烟台环保售电应收账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账款补贴电价额为 9006 万元。2018 年三季度中显示，公司收回烟台环保补贴电费，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**

<b>损益表 (人民币百万元)</b>							<b>资产负债表 (人民币百万元)</b>						
<b>主营业务收入</b>	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	<b>货币资金</b>	2016	2017	2018	2019E	2020E	
1,907	1,893	2,007	3,106	4,048	4,635	161	103	340	171	238	285		
增长率	-0.7%	6.0%	54.7%	30.3%	14.5%	应收款项	421	563	224	722	765	875	
<b>主营业务成本</b>	-1,418	-1,504	-1,567	-2,155	-2,757	-3,156	存货	269	340	310	490	529	605
%销售收入	74.3%	79.4%	78.1%	69.4%	68.1%	68.1%	其他流动资产	105	136	176	115	159	366
<b>毛利</b>	489	389	440	951	1,291	1,479	<b>流动资产</b>	955	1,142	1,050	1,498	1,690	2,131
%销售收入	25.7%	20.6%	21.9%	30.6%	31.9%	%总资产	29.3%	27.7%	21.4%	24.9%	25.1%	27.2%	
<b>营业税金及附加</b>	-19	-26	-30	-37	-49	-56	长期投资	3	0	0	8	8	28
%销售收入	1.0%	1.4%	1.5%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	1,915	2,508	3,344	3,809	4,173	4,637
<b>营业费用</b>	-89	-79	-68	-127	-162	-176	%总资产	58.8%	60.8%	68.3%	63.4%	62.0%	59.2%
%销售收入	4.6%	4.2%	3.4%	4.1%	4.0%	3.8%	无形资产	372	456	480	672	831	954
<b>管理费用</b>	-202	-179	-190	-298	-381	-429	非流动资产	2,300	2,981	3,848	4,509	5,046	5,699
%销售收入	10.6%	9.5%	9.5%	9.6%	9.4%	9.3%	%总资产	70.7%	72.3%	78.6%	75.1%	74.9%	72.8%
<b>息税前利润(EBIT)</b>	180	105	151	488	700	818	<b>资产总计</b>	3,256	4,123	4,898	6,007	6,735	7,830
%销售收入	9.4%	5.6%	7.5%	15.7%	17.3%	17.7%	<b>短期借款</b>	509	724	946	1,131	944	1,094
<b>财务费用</b>	-13	-15	-48	-69	-85	-96	应付款项	513	573	12	757	844	989
%销售收入	0.7%	0.8%	2.4%	2.2%	2.1%	2.1%	其他流动负债	63	78	98	138	184	205
<b>资产减值损失</b>	-3	-30	22	-8	-5	-4	流动负债	1,085	1,375	1,056	2,025	1,972	2,288
<b>公允价值变动收益</b>	5	0	-1	7	4	9	长期贷款	182	637	1,038	1,488	1,738	1,888
<b>投资收益</b>	-6	1	-19	3	14	19	其他长期负债	10	11	118	12	14	14
%销售收入	n.a	0.4%	n.a	0.6%	2.1%	2.4%	<b>负债</b>	1,277	2,023	2,212	3,524	3,723	4,190
<b>所得税前利润</b>	162	123	215	421	629	746	<b>普通股股东权益</b>	1,979	2,100	2,115	2,483	3,012	3,640
<b>营业利润</b>	8.5%	6.5%	10.7%	13.6%	15.5%	16.1%	<b>少数股东权益</b>	0	0	0	0	0	0
<b>营业利润率</b>	53	1	-1	45	50	54	<b>负债股东权益合计</b>	3,256	4,123	4,327	6,007	6,735	7,830
<b>税前利润</b>	216	124	214	466	679	800							
<b>利润率</b>	11.3%	6.5%	10.7%	15.0%	16.8%	17.3%							
<b>所得税</b>	-53	-36	-49	-106	-149	-172							
<b>所得税率</b>	24.4%	29.3%	22.9%	22.8%	22.0%	21.5%							
<b>净利润</b>	163	88	165	360	529	628							
<b>少数股东损益</b>	0	0	-2	0	0	0							
<b>归属于母公司的净利润</b>	163	88	167	360	529	628							
<b>净利率</b>	8.6%	4.6%	8.3%	11.6%	13.1%	13.5%							
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							<b>比率分析</b>						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	
<b>净利润</b>	163	88	165	360	529	628	<b>每股指标</b>						
<b>少数股东损益</b>	0	0	-2	0	0	0	每股收益	0.438	0.118	0.226	0.485	0.713	0.846
<b>非现金支出</b>	103	149	132	170	179	186	每股净资产	5.315	2.826	2.851	3.347	4.060	4.906
<b>非经营收益</b>	14	26	44	18	2	-36	每股经营现金流	0.801	0.038	0.944	0.963	0.970	0.774
<b>营运资金变动</b>	18	-234	359	167	9	-203	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
<b>经营活动现金净流</b>	298	28	700	715	719	574	<b>回报率</b>						
<b>资本开支</b>	-617	-720	-958	-774	-647	-734	净资产收益率	8.24%	4.17%	8.65%	14.49%	17.57%	17.25%
<b>投资</b>	202	0	3	7	4	-15	总资产收益率	5.01%	2.12%	4.23%	5.99%	7.86%	8.02%
<b>其他</b>	0	0	0	3	14	19	投入资本收益率	5.09%	2.15%	2.90%	7.38%	9.59%	9.69%
<b>投资活动现金净流</b>	-415	-720	-955	-764	-629	-730	<b>增长率</b>						
<b>股权筹资</b>	277	0	2	0	0	0	主营业务收入增长率	19.12%	-0.74%	6.05%	54.75%	30.33%	14.50%
<b>债权筹资</b>	-32	679	712	527	64	300	EBIT增长率	6.47%	-41.56%	43.74%	222.94%	43.53%	16.80%
<b>其他</b>	-141	-54	-260	-67	-82	-92	净利润增长率	48.80%	-46.31%	108.87%	96.68%	47.12%	18.59%
<b>筹资活动现金净流</b>	103	625	453	460	-18	207	总资产增长率	12.10%	26.63%	4.95%	22.64%	12.12%	16.24%
<b>现金净流量</b>	-14	-67	198	411	72	51	<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	61.7	72.5	57.4	65.0	50.0	50.0
							存货周转天数	66.6	73.8	75.7	83.0	70.0	70.0
							应付账款周转天数	53.1	64.5	35.3	60.0	55.0	54.0
							固定资产周转天数	209.8	205.5	320.9	191.5	134.7	106.9
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	26.76%	59.86%	77.73%	98.58%	81.14%	74.09%
							EBIT利息保障倍数	13.7	7.0	3.2	7.1	8.3	8.5
							资产负债率	39.21%	49.07%	51.12%	58.67%	55.28%	53.51%

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	4	7	7
增持	0	0	0	1	1
中性	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>3.00</b>	<b>1.40</b>	<b>1.33</b>	<b>1.33</b>

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

### 历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-12-13	买入	7.09	10.00~10.00
2	2018-12-24	买入	6.95	10.00~10.00
3	2019-01-27	买入	6.94	10.00~10.00

来源：国金证券研究所

### 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形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