

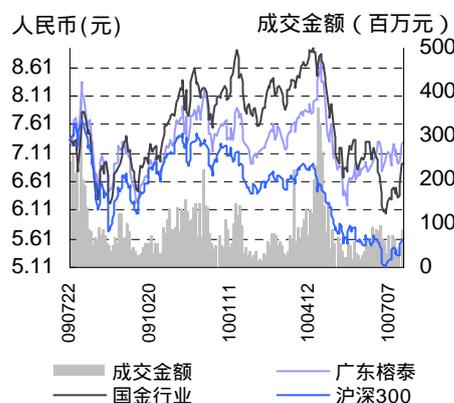
市价(人民币)：7.30元

目标(人民币)：9.24元

长期竞争力评级：等于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	533.25
总市值(百万元)	4,392.63
年内股价最高最低(元)	8.76/6.18
沪深300指数	2747.34
上证指数	2535.39



中石油大炼油项目助力公司纵横发展

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.191	0.181	0.463	0.632	0.747
每股净资产(元)	2.27	2.84	2.88	3.09	3.42
每股经营性现金流(元)	0.27	-0.11	0.68	0.89	0.83
市盈率(倍)	19.04	42.61	15.72	11.52	9.75
行业优化市盈率(倍)	13.92	29.57	29.57	29.57	29.57
净利润增长率(%)	-15.42%	-5.36%	155.96%	36.45%	18.23%
净资产收益率(%)	9.52%	6.38%	16.09%	20.45%	21.86%
总股本(百万股)	533.25	601.73	601.73	601.73	601.73

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **中石油大炼油助力公司深化“纵”发展**：中石油在揭阳 2000 万吨大炼油项目有望年底前获批建设，而公司与中石油的下游产品合作，正在商讨推进；依托一“基”（炼油、产品基地）、两“园”（与中国石油大学合作成立的科技园、充当孵化器的化工物流产业园），有利于公司的快速成长。
- **公司地产业务“横”发展，增长较为确定**：预计年底国内首届“侨博会”在揭阳召开，归侨、当地企业主、公务员及外出打工返回人员，构成公司房地产的主要购买力。根据规划，中石油项目将带动约 10 万人以上的就业，而公司榕江华府房地项目位置尚佳，成为当地中高端市场的主要品牌，项目预计今年结算 0.15-0.18 元，2011 年 0.30-0.35 元，土地开发具有可持续性。
- **传统业务稳步增长**：目前公司主导产品 ML 密胺复合材料产能 13.5 万吨，占约 40% 市场份额，近年应用扩展到瓷砖、马桶盖等市场；苯酐产能将借助大炼油项目，由 2.5 万吨提升至 11 年的 5 万吨，DOP 扩建到 10 万吨；新建 20 万吨甲醛产能，计划 2011 年下半年投产，预计增加利润 0.8 亿元。
- **高新技术产品崭露头角**：公司研发的 IC 塑封料国内技术先进，属战略性进口替代产品，一期 500 吨产能已投产，目标 3000 吨，目前国内市场需求 8 万吨左右，但公司成本比市场仅低约 10%，性价比尚需进一步改进。

投资建议

- 我们预计 2010-2013 年公司营业收入（假设房地产收入并表）分别为 2,078、2,482、3,053 百万元，EPS 分别为 0.46、0.63、0.75 元。对于背靠中石油大炼油项目的积极运作，以及政府的支持，公司今后几年将步入快速发展通道，理应给予一定的估值溢价。

估值

- 给予公司未来 6-12 个月 9.24 元目标价位，相当于 20x10PE；如分拆估值，给予主营业务 25x10PE，则目标价为 7.0 元，而房地产业务 NAV 估值每股增加 2.24 元，则目标价为 9.24 元。

风险

- 中石油项目延期或被取消；出口复苏低于预期，公司无法满产；房地产结算不符合预期。

刘波

分析师 SAC 执业编号：S1130206110211
(8621)61038283
liubo@gjzq.com.cn

内容目录

中石油大炼油项目助力公司深化发展	3
ML 密胺复合材料，受益于下游出口增长及新市场开拓	3
国内龙头，下游出口需求持续增长	3
ML 材料不断开拓新的应用市场	5
国内塑料消费快速增长，增塑剂需求仍有提升空间	5
新业务开始提升公司盈利水平	7
公司房地产业务受宏观调控压力较小，具有可持续性	7
IC 封装塑料短期推广有难度，长期看好	8
估值	8
风险	9
附录：三张报表预测摘要	10

图表目录

图表 1：公司 ML 新材料生产工艺	3
图表 2：中国塑料餐具月度出口量及增速	4
图表 3：中国氨基塑料产能万吨以上的企业	4
图表 4：ML 密胺材料主要原料价格走势	5
图表 5：中国塑料制品产量	6
图表 6：世界人均塑料消费量预测	6
图表 7：世界增塑剂消费区域比例	6
图表 8：中国增塑剂产能与产量预测	6
图表 9：增塑剂 DOP 价格走势	6
图表 10：2010 年下游行业对苯酐的需求预测	6
图表 11：房地产投资向二三线城市转移	7
图表 12：09 年部分城市平米房价/月收入	7
图表 13：揭阳市经济发展情况	8
图表 14：揭阳市房地产开发与销售情况	8
图表 15：公司榕江华府项目位置	8
图表 16：近年揭阳房地产价格走势	8
图表 17：公司地产业务 NAV 估值（按现有土地假设每年稳步发展）	9
图表 18：公司销售预测表	9

中石油大炼油项目助力公司深化发展

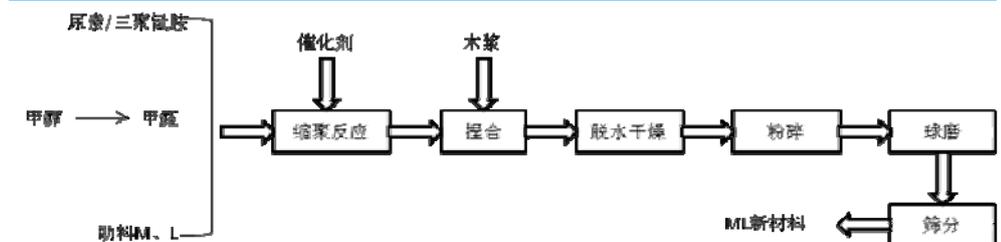
- 中石油与委内瑞拉合作的一期 2000 万吨大炼油项目年底将开工建设，2012 年底建好，目前在土地平整，广东省政府主导将在本地搞大化工园区，公司可能会从四方面受益：
 - 直接利用炼油副产苯，生产苯酐，苯酐产能将由 2.5 万吨提升至 11 年的 5 万吨，DOP 扩至 10 万吨。原料运输成本大幅降低（以往从扬子石化采购，运费就要 400 元/吨以上）；另外，与中石油深度合作的项目正在讨论，一旦达成共识，将对公司未来业务发展促进很大；
 - 房地产项目销售价格提升。根据政府规划，中石油项目将带动 10-20 万人工作岗位，高级技术人员涌入势必带动当地中高档品味房屋的销售；
 - 广东将以此为契机，在当地发展化工园区及物流。化工物流项目配合中石油项目，政府可能给予公司 1000 多亩地在项目周围，并带有有万吨级的深水码头；
 - 建立化工园培育孵化机制。与中国石油大学合作科技园，将转化中国石油大学丰富的科技项目，同时建设揭阳产业园，参股园内企业，并培育上市。

ML 密胺复合材料，受益于下游出口增长及新市场开拓

国内龙头，下游出口需求持续增长

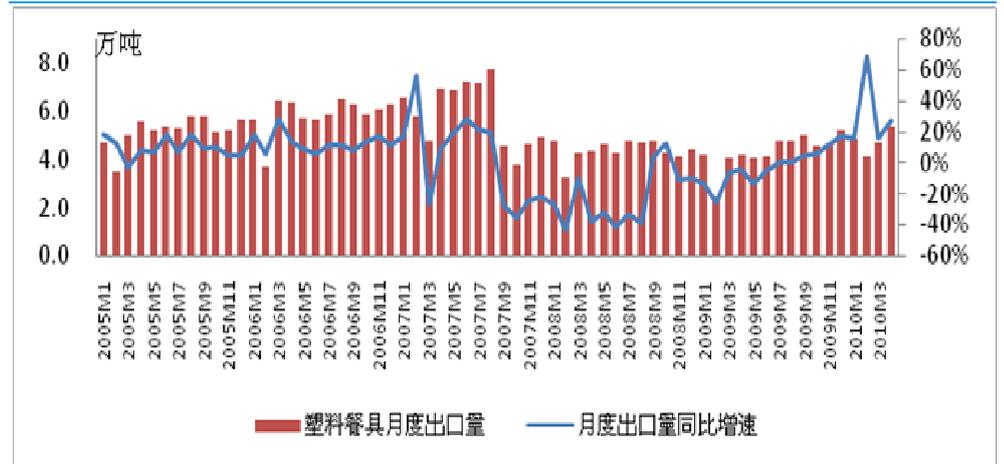
- 公司 ML 密胺复合材料，产能全球第一，目前达 13.5 万吨，年实际生产能力 15 万吨以上，占约国内 40% 的市场份额，其下游主要用于仿瓷餐具、开关、麻将、卫生洁具等。
- 公司竞争优势主要体现在两个方面：
 - 一是技术优势。公司 ML 新材料，是在密胺塑料的基础上，加入独创的价格相对便宜的助剂 M 和 L，降低三聚氰胺的用量，从而降低了成本。但安全性能和机械物理性能，并没有下降，反而远超国内国际标准要求。例如，材料中游离甲醛含量仅为 1mg/L，仅为国家标准的 1/15 及国际标准的 1/10，因此，以公司新材料制成的仿瓷餐具在国外销量较好；
 - 二是地理位置或运输半径优势。氨基塑料保质期一般在半年以内，公司 ML 新材料保质期约 1 年。公司下游客户主要集中在广东福建一带，而这个区域塑料加工业发达，国内仿瓷餐具约 50% 以上产能集中在此。
- 仿瓷餐具出口复苏。09 年 6 月，财政部再次上调仿瓷餐具出口退税率，由 11% 调至 13%。目前仿瓷餐具出口形势较好，2010 年 1-5 月，中国塑料餐具（约 80% 为仿瓷餐具）出口量同比增长 20%，增长态势明显。

图表 1：公司 ML 新材料生产工艺



来源：公司、国金证券研究所

图表 2：中国塑料餐具月度出口量及增速



来源：海关统计

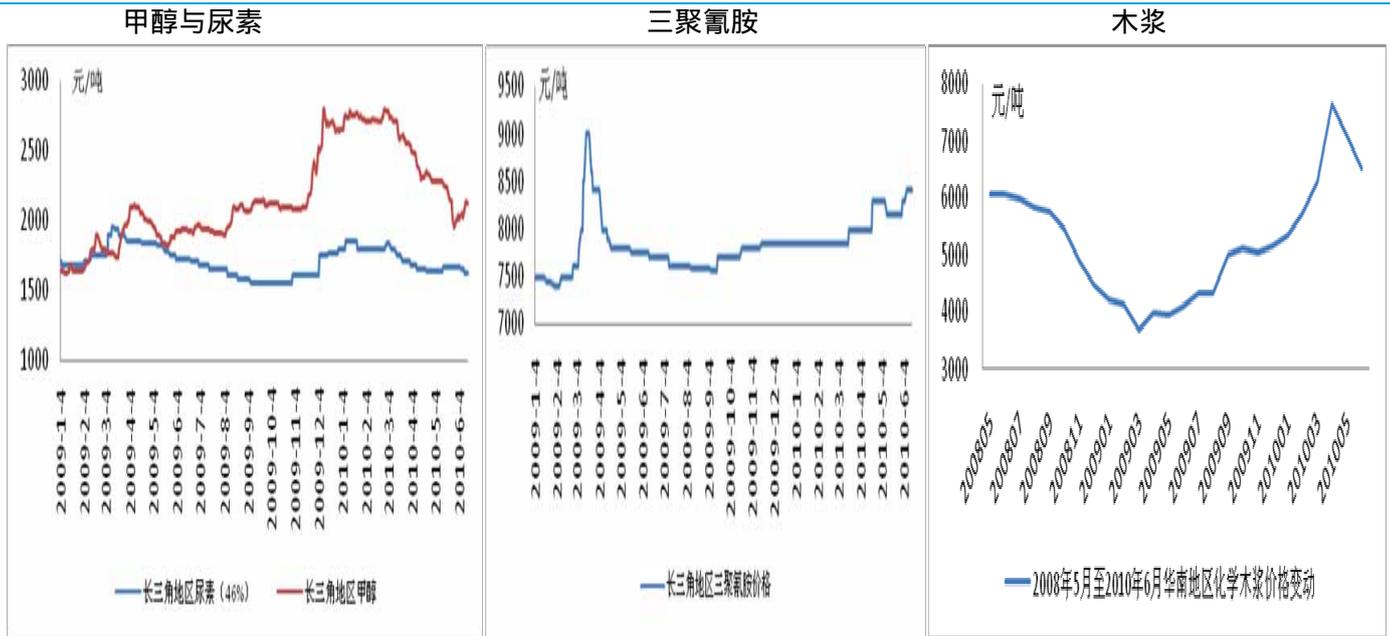
图表 3：中国氨基塑料产能万吨以上的企业

序号	公司名称	产能 (吨/年)
1	广东榕泰实业股份有限公司	135,000
2	山东拓博塑料制品有限公司	100,000
3	余姚市舜吉塑化有限公司	30,000
4	广东顺德恒业合成材料有限公司	25,000
5	东莞维鸿化工有限公司	25,000
6	浙江华奥合成材料有限公司	20,000
7	宜兴市运通化工实业公司	18,000
8	福建省沙县宏光化工有限公司	15,000
9	浙江万安塑料有限公司	12,500
10	浙江省博大塑料有限公司	11,000
11	厦门二化化工有限公司	10,000
12	山西丰喜纯碱有限公司氨基模分厂	10,000
13	江苏力强化工有限公司	10,000
14	溧阳市永安热固性塑料有限公司	10,000
15	三明市兴邦化工有限责任公司	10,000
	合计	441,500

来源：全国氨基塑料协会

- 新国标的实施对公司的影响。2009 年 12 月 1 日起，执行了近十年的 GB18006.1-1999《一次性可降解餐饮具通用技术条件》被新的强制性国标 GB18006.1-2009《塑料一次性餐饮具通用技术要求》替代。2009 年以来，国内氨基塑料产能较小的厂商部分已被淘汰，下游部分厂商转向公司购买 ML 新材料。长期来看，新国标执行力加强将有利于公司新材料的市场份额进一步扩大。

图表 4：ML 密封胶材料主要原料价格走势



来源：化工在线、纸业联讯、国金证券研究所

ML 材料不断开拓新的应用市场

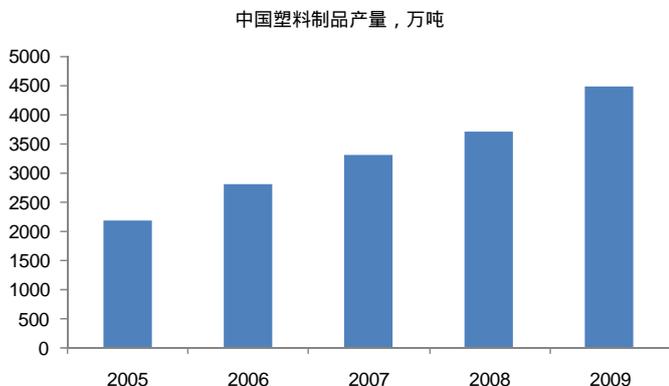
- 08 年以来公司积极调整产品结构，积极开拓电器级 ML 材料新市场，目前公司餐具级 ML 新材料约占 30%，电器级 ML 新材料约占 70%。公司电器级 ML 材料主要应用于娱乐品（麻将、牌九等）、电器机械配件、烟灰缸、宠物碗等领域，09 年公司进军卫生洁具市场，培育新的增长点。
- 卫生洁具主要涉及马桶盖，市场主要生产材料有：亚克力（聚甲基丙烯酸甲酯，PMMA）、PP 与 PE 等，其中前者属于中高端产品。据统计，仅广东潮州地区每年对坐便器原材料的需求量达到 8.5 万吨。
 - 亚克力为原料的马桶盖价格高，而公司通过技术改造，生产出了颗粒状脲醛树脂，价格有明显竞争优势。

国内塑料消费快速增长，增塑剂需求仍有提升空间

- DOP 主要用于塑料，来改善塑料的可加工型。其具有优良的综合性能，增速效率高，挥发性小，耐紫外线，耐水抽出，迁移性小，而且耐寒性、柔软性和电性能等也都良好，是一类比较理想的主增塑剂。广泛应用于聚氯乙烯、氯乙烯共聚物、纤维素树脂的加工，制造薄膜、人造革、电线和电缆包皮、片材、板材、模塑品、增塑糊等。
- 中国是亚洲地区增塑剂生产、消费大国，增塑剂产能约 300 万吨，产量约 170 万吨，一般吨耗苯酐 0.5 吨。预计今年需求苯酐约 90 万吨。尽管欧盟自 2007 年 1 月禁止在玩具和日用品中使用 DBP 和 DOP，且美国和日本等国家也相继出台了食品包装及玩具等消费品中增塑剂的限制法规，但工业塑料对 DOP 需求仍然旺盛。
- 2010 年 7 月 15 日起，伊士曼化工公司对其在北美地区出售的多种增塑剂产品的挂牌价格及非挂牌价格实行 0.05 美元/磅的提价。主要原因是下游需求旺盛。尽管国内产能表现过剩，但受制于成本及运输等因素，实际产量并不能满足国内需求，仍需要部分进口。

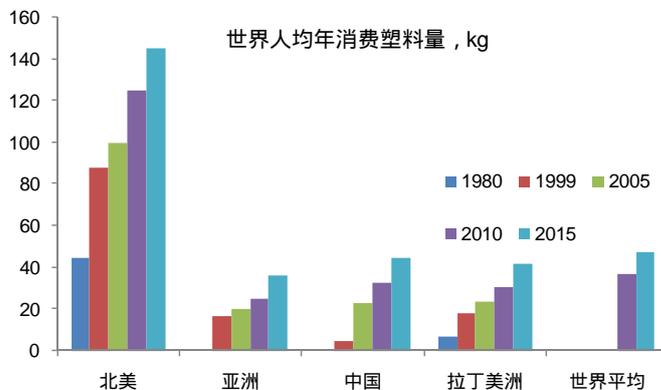
- 潮汕地区是我国最主要的 PVC 塑料制品集中地，揭阳、汕头、潮州三市对增塑剂的年需求量约为 15 万吨，而广东省需求近 50 万吨，公司 DOP 产能 5 万吨，发展空间相对较大。

图表 5：中国塑料制品产量

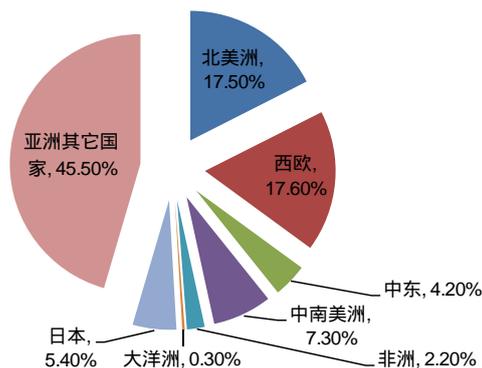


来源：国金证券研究所

图表 6：世界人均塑料消费量预测

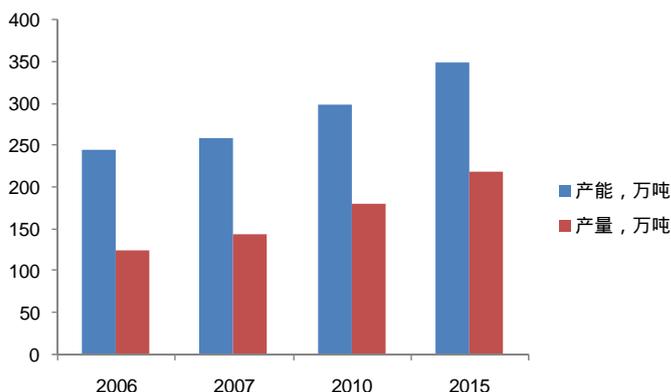


图表 7：世界增塑剂消费区域比例



来源：国金证券研究所

图表 8：中国增塑剂产能与产量预测

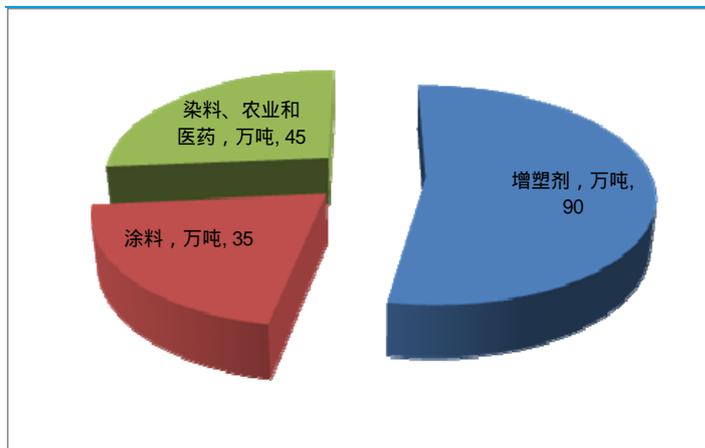


图表 9：增塑剂 DOP 价格走势



来源：国金证券研究所

图表 10：2010 年下游行业对苯酐的需求预测

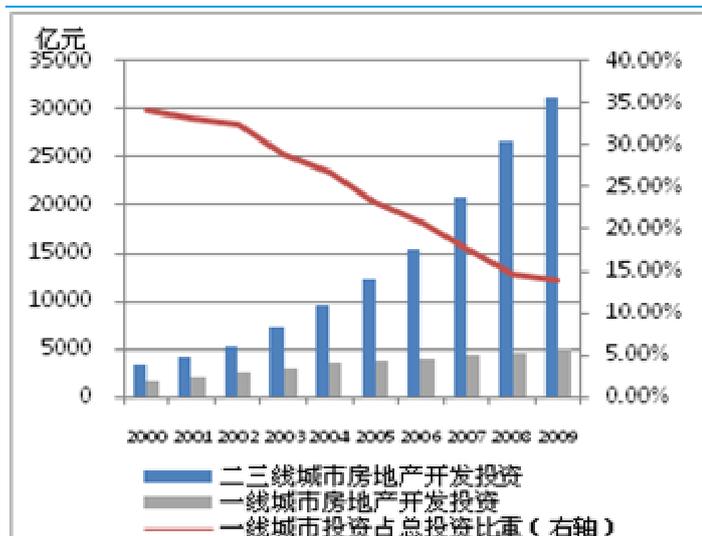


新业务开始提升公司盈利水平

公司房地产业务受宏观调控压力较小，具有可持续性

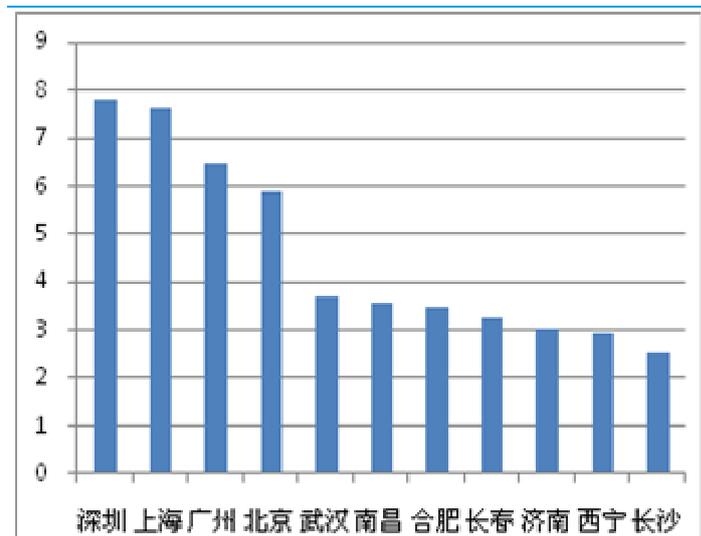
- 需要注意的是，公司房地产业务主要由“中国建筑”在运作，而公司仅仅提供地块，对公司资金的压力很小。
- 房价今年一直上涨，主要原因是前期国内二、三线城市房价涨幅较小，绝对价格偏低。揭阳市位于广东省东南部潮汕平原，榕江华府坐落于揭阳市政府所在地。楼盘地风水上佳。楼盘项目用地 570.5 亩（38.03 万平方米），规划总建筑面积 106.5 万平方米。一期建筑面积 23.64 万平方米，住宅 1462 套，年底建好。截至 6 月，约 7 成以上的楼盘完成销售预定。年底将开工二期，约 8 万平米的建筑面积。该项目目前销售均价约为 4100 元/平方米，土地成本仅为 450 元/平方米左右。
- 公司具有较强的土地获得能力及较丰富的土地储备。除去榕江华府一期占地，揭阳中建（公司占 45% 股权，与中国建筑并列）竞得的土地还剩余 29.14 万平方米土地用于开发后续楼盘开发，预计今年再开发 8-9 万平米。此外，其次，公司靠近潮汕国际机场（2011 年 6 月启用）的化工园区要搬迁，公司的苯酐、增塑剂项目原址 880 亩土地获得升值，为后续房地产业务提供了充足的土地储备，其中一期 300 亩将很快变更为商业用地，为公司发展房地产业务提供了充足的土地储备。后续可能不断获得土地资源，按目前开发规划，未来 10 年的土地开发要求都已具备。
- 分析当地房地产购买者也很重要。购买公司项目的对象主要分三类：一是当地民企老板，二是外出打工人员返回，三是侨民。揭阳市是著名的侨乡，全市旅居海外侨胞 320 多万人，归侨侨眷 180 多万人。年底前，国内首届“侨博会”将在揭阳召开，巨大的房价心理落差、极好的位置（榕江环抱、背靠青山），使得房价从 3200 元/平米涨至 4100 元/平米。
- 我们预计 2010-2012 年房地产业务贡献公司 EPS 分别为 0.15-0.18、0.30-0.35 元。

图表 11：房地产投资向二三线城市转移

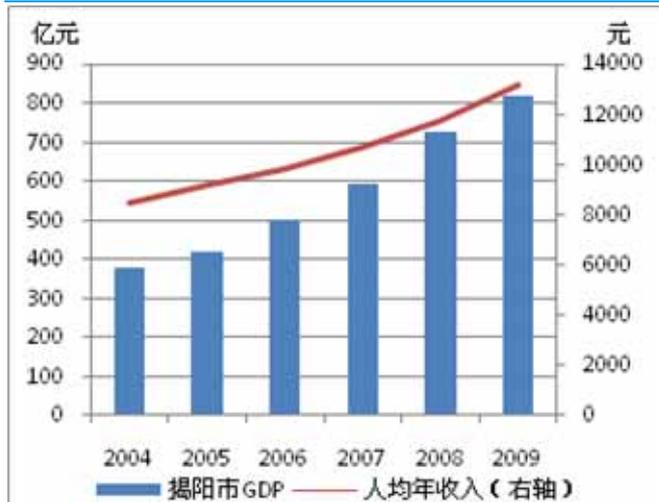


来源：国金证券研究所

图表 12：09 年部分城市平米房价/月收入

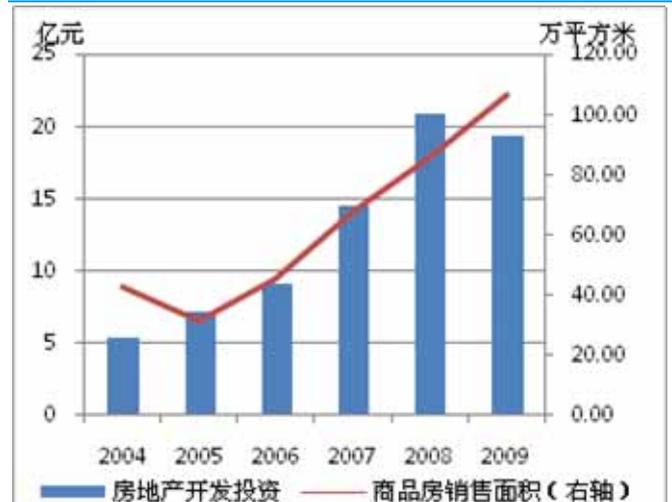


图表 13：揭阳市经济发展情况

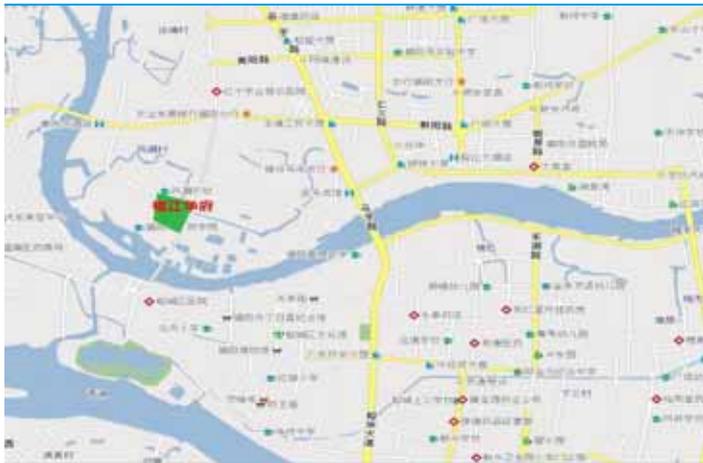


来源：国金证券研究所

图表 14：揭阳市房地产开发与销售情况

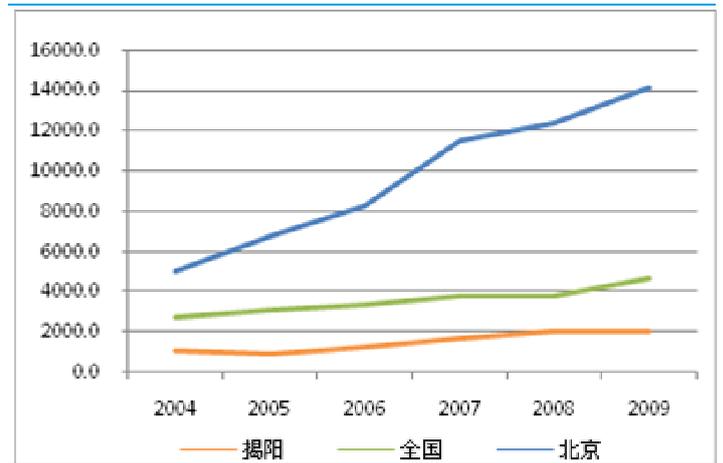


图表 15：公司榕江华府项目位置



来源：国金证券研究所

图表 16：近年揭阳房地产价格走势



IC 封装塑料短期推广有难度，长期看好

- 公司 IC 封装用环氧塑封料项目，一期建成 500 吨/年装置，目标 3000 吨/年。该项目国内技术先进，属于国家战略性进口替代产品，目前国内年需求量 8 万吨以上，国内主要依赖于合资及外资独资企业生产，主要依赖从日本、韩国、台湾等地进口。不过，尽管公司产品已达小规模，但 IC 塑封料成本比进口低约 10%，性价比并不突出，推广尚需时日。未来可能进一步降低成本，从而提升公司竞争力。

估值

- 我们预计 2010-2013 年公司营业收入分别为 2,078、2,482、3,053 百万元，EPS 分别为 0.46、0.63、0.75 元，结合于中石油合作的大背景，以及政府的支持，给予公司 20x10PE，目标价 9.24 元。
- 分拆估值。预计 2010-2013 年公司主营实现 EPS 分别为 0.28、0.32、0.45 元，不考虑地产贡献，给予公司 25x10PE，目标价为 7.0 元，根据房地产业务（由中国建筑实现）稳健发展的 NAV 估值，每股增值 2.24 元，则公司目标价为 9.24 元，与 PE 估值相同。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,039	1,137	1,313	2,078	2,482	3,053
增长率	9.5%	15.4%	58.3%	19.4%	23.0%	
主营业务成本	-838	-921	-1,092	-1,472	-1,688	-2,096
% 销售收入	80.7%	81.0%	83.2%	70.8%	68.0%	68.7%
毛利	200	216	221	606	794	957
% 销售收入	19.3%	19.0%	16.8%	29.2%	32.0%	31.3%
营业税金及附加	-4	-4	-5	-42	-50	-61
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	2.0%	2.0%	2.0%
营业费用	-11	-10	-11	-31	-32	-43
% 销售收入	1.1%	0.9%	0.9%	1.5%	1.3%	1.4%
管理费用	-21	-27	-28	-54	-62	-76
% 销售收入	2.0%	2.4%	2.1%	2.6%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	165	175	177	479	650	776
% 销售收入	15.9%	15.4%	13.5%	23.1%	26.2%	25.4%
财务费用	-27	-46	-43	-19	-6	1
% 销售收入	2.6%	4.0%	3.3%	0.9%	0.2%	0.0%
资产减值损失	-4	-14	-10	-4	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	-2	0	0	0
% 税前利润	0.0%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	133	115	123	457	643	777
营业利润率	12.8%	10.1%	9.3%	22.0%	25.9%	25.4%
营业外收支	11	8	-2	0	0	0
税前利润	145	123	120	457	643	777
利润率	13.9%	10.8%	9.2%	22.0%	25.9%	25.4%
所得税	-9	-8	-12	-46	-64	-116
所得税率	6.0%	6.6%	9.7%	10.0%	10.0%	15.0%
净利润	136	115	109	411	579	660
少数股东损益	0	0	0	132	199	211
归属于母公司的净利润	136	115	109	279	380	450
净利率	13.1%	10.1%	8.3%	13.4%	15.3%	14.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	136	115	109	411	579	660
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	45	61	60	66	74	85
非经营收益	26	41	50	29	9	2
营运资金变动	-144	-71	-284	-96	-128	-245
经营活动现金净流	63	146	-66	410	534	502
资本开支	-126	-107	-205	-112	-120	-70
投资	0	-213	-36	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-126	-319	-241	-112	-120	-70
股权募资	6	0	402	0	0	0
债权募资	36	181	155	-417	-252	-77
其他	-29	-60	-109	-24	-262	-254
筹资活动现金净流	12	122	448	-441	-514	-331
现金净流量	-50	-51	141	-144	-100	100

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	198	146	344	200	100	200
应收款项	221	244	341	422	495	617
存货	221	242	280	371	416	528
其他流动资产	143	175	341	320	365	434
流动资产	783	807	1,306	1,313	1,376	1,780
% 总资产	43.8%	39.4%	48.9%	48.2%	48.6%	55.2%
长期投资	0	212	210	210	210	210
固定资产	895	918	1,038	1,078	1,106	1,074
% 总资产	50.0%	44.8%	38.9%	39.6%	39.0%	33.3%
无形资产	109	107	112	123	141	160
非流动资产	1,006	1,241	1,365	1,411	1,458	1,444
% 总资产	56.2%	60.6%	51.1%	51.8%	51.4%	44.8%
资产总计	1,789	2,048	2,671	2,724	2,834	3,224
短期借款	440	645	744	329	77	0
应付款项	201	175	137	189	221	273
其他流动负债	7	13	17	278	283	290
流动负债	647	833	898	796	580	563
长期贷款	24	0	56	56	56	56
其他长期负债	0	0	3	0	0	0
负债	671	833	957	852	636	619
普通股股东权益	1,111	1,208	1,706	1,732	1,859	2,056
少数股东权益	7	7	7	140	338	549
负债股东权益合计	1,789	2,048	2,671	2,724	2,834	3,224

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.226	0.191	0.181	0.463	0.632	0.747
每股净资产	3.124	2.265	2.835	2.878	3.090	3.417
每股经营现金净流	0.178	0.273	-0.109	0.681	0.888	0.834
每股股利	0.050	0.050	0.020	0.420	0.420	0.420
回报率						
净资产收益率	12.25%	9.52%	6.38%	16.09%	20.45%	21.86%
总资产收益率	7.60%	5.62%	4.08%	10.23%	13.42%	13.94%
投入资本收益率	9.79%	8.81%	6.36%	19.12%	25.10%	24.80%
增长率						
主营业务收入增长率	30.27%	9.50%	15.44%	58.28%	19.44%	23.00%
EBIT增长率	44.08%	6.56%	0.82%	171.05%	35.55%	19.48%
净利润增长率	50.69%	-15.42%	-5.36%	155.96%	36.45%	18.23%
总资产增长率	11.92%	14.52%	30.38%	1.99%	4.04%	13.74%
资产管理能力						
应收账款周转天数	65.4	73.6	80.4	74.0	73.0	74.0
存货周转天数	89.3	91.7	87.2	92.0	90.0	92.0
应付账款周转天数	22.8	18.2	13.3	13.0	13.0	13.0
固定资产周转天数	192.3	251.2	222.3	154.1	147.9	122.4
偿债能力						
净负债/股东权益	23.78%	41.02%	24.51%	8.00%	-0.13%	-6.92%
EBIT利息保障倍数	6.1	3.8	4.1	25.9	107.6	-564.1
资产负债率	37.51%	40.67%	35.85%	31.29%	22.46%	19.19%

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
强买	0	0	0	0	1
买入	0	0	0	0	0
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	1.00

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

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：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

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、复印件或复制品，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惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

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：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室