

中材科技 (002080.SZ)

评级：买入 维持评级

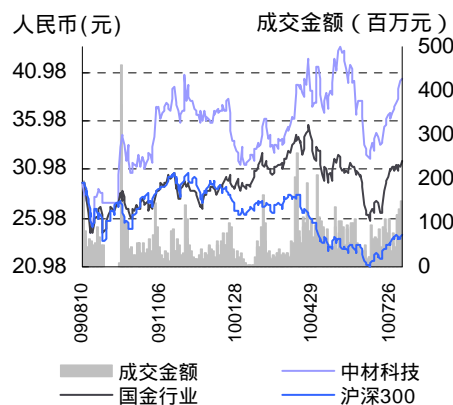
公司研究

市价(人民币)：40.39元
目标(人民币)：55.00-60.00元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	150.00
总市值(百万元)	6,058.50
年内股价最高最低(元)	43.63/24.58
沪深300指数	2897.66
中小板指数	6151.27



验证成长, 继续成长

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.627	0.723	1.692	2.458	3.355
每股净资产(元)	4.68	5.36	7.42	10.50	14.77
每股经营性现金流(元)	0.47	0.26	2.37	2.62	3.85
市盈率(倍)	32.35	49.68	23.88	16.43	12.04
行业优化市盈率(倍)	31.12	46.00	46.00	46.00	46.00
净利润增长率(%)	25.34%	15.19%	212.13%	45.32%	36.48%
净资产收益率(%)	13.41%	13.47%	30.40%	31.23%	30.29%
总股本(百万股)	150.00	150.00	200.00	200.00	200.00

来源：公司年报、国金证券研究所（2010年盈利预测是假定对叶片公司全年100%并表模拟测算，实际增发完成后为对叶片公司控股比例为89.41%）

投资逻辑

- **成长性正在被验证**：上半年净利润增长241%已经在验证公司的成长性，我们强调此点在于说明过去市场对公司科研院所机制能否将良好的技术产业化的担忧目前已经没有必要，而且现在公司的主导产品风电叶片、覆膜滤料、CNGC气瓶都在国内乃至国际上形成有一定影响力，上半年更是叶片促成了公司的高成长。
- **风电叶片我们强调的是公司远远低于行业的成本，以及最强的盈利能力**：目前市场对风电叶片行业增速放缓已经达成一致预期，但我们需要强调的是公司凭借在复合材料领域的几十年的造诣，以及良好的管理水平，盈利能力上半年已经远远甩开对手，而且随着公司叶片产品结构的逐步丰富，以及较快的产能扩张速度，未来仍是业绩的重要贡献点。
- **覆膜滤料上半年已经取得一定突破，未来将受益于日趋严格的减排标准**：覆膜滤料过去两年一直低于市场预期，但上半年取得了较快增长，我们认为随着中材科技在技术上不断稳定、以及水泥、电力等行业的排放标准日趋严格，中材科技将显著受益，而且公司有望成为中国环境治理领域（包括除尘领域）的一只重要新军。
- **CNGC上半年虽然复苏处于缓慢复苏过程中，但随着全球经济的复苏，尤其公司重点区域的业务逐渐开展，该块业务有望摆脱去年亏损的局面，与其他业务一起成为中长期公司的重要增长点。**

盈利预测、投资建议与估值

- 我们预测公司2010~2012年净利润分别为338、492、671百万元，按照此次增发完成后2亿股本计算的话，公司对应的EPS分别为1.692、2.458、3.355元（按照叶片公司权益100%模拟测算）。
- 鉴于公司成长的确定性，公司叶片的竞争力，以及公司产品所在领域符合目前新能源、新经济、且节能减排的特点，未来成长性尚存在超预期的可能性，我们给予公司未来6~12个月目标价格55~60元，相当于2011年22~24倍PE。

风险

- 成长的进度，以及成长的烦恼是我们在未来需要关注的风险。

贺国文 分析师 SAC 执业编号：S1130208120261
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

内容目录

成长正在被验证.....	3
成长还将继续	4
风电叶片业务我们强调的是公司的竞争力	4
覆膜滤料已经在上半年取得一定突破，未来前景广阔；气瓶走在复苏的路上	5
盈利预测、投资建议与估值.....	8
附录：三张报表预测摘要	9

图表目录

图表 1：2010 年净利润快速增长（万元）	3
图表 2：三项费用率下降趋势明显（%），其中管理费用率下降最明显	3
图表 3：叶片销量快速增长（套）	5
图表 4：叶片目前公布的产能情况	5
图表 5：国家对高温滤料以及袋除尘的相关政策	6
图表 6：水泥工业大气污染物排放标准趋于严格	6
图表 7：火电厂大气污染物排放标准趋于严格（mg/m ³ ）	7
图表 8：主要除尘方式的对比	7
图表 9：袋式除尘技术在不同国家及行业的应用比例	8
图表 10：EPS 预测分拆（元）	8

成长正在被验证

- 在研究公司发展近四年以来，我们强调的是公司的成长故事，并在 2007 年底的深度报告《与公司一起成长》中将公司定性为“新能源、环保领域中的成长性良好的新材料应用公司”，而从业绩表现来看，公司的成长正在被验证。

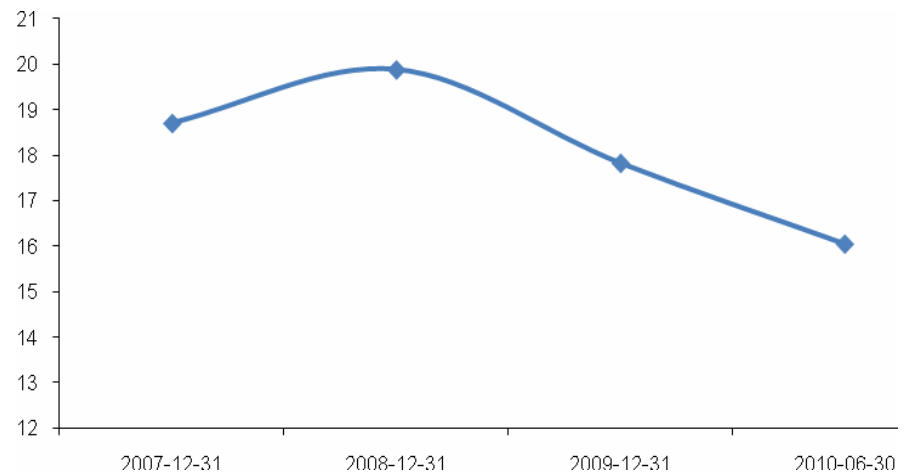
图表1：2010年净利润快速增长（万元）



来源：国金证券研究所

- 为什么重复强调过去的成长在被验证，主要在于过去我们在推荐中材科技的时候，市场最大的忧虑在于“公司良好的技术优势能否产业化？科研院所的机制能否在市场竞争中发挥效能？”，我们在 2008 年~2009 年的时候也曾检讨过，从现在的情况来看，公司也正在走出科研院所的管理窠臼。而这点在公司的投资价值中具有十分重要的意义。
 - 集中优势兵力主攻优势项目，并单独成立子公司，摆脱科研院所的固有管理模式。比如成立苏州有限（主营 C N G C 气瓶）、中材叶片（主营风电叶片）、中材汽车复合材料（主营汽车复合材料）等等。

图表2：三项费用率下降趋势明显（%），其中管理费用率下降最明显



来源：国金证券研究所

- 从产业化的运行效果来看，叶片已经成为国内盈利能力第一品牌（见以下的分析）；C N G C 已经成为亚洲顶级品牌，全球前五大影响力品牌之一（但囿于国外经营环境的限制，该产业目前仍略亏）；事业部运作机制的覆膜滤料这个产品，也已经在规模上成为国内玻纤类高

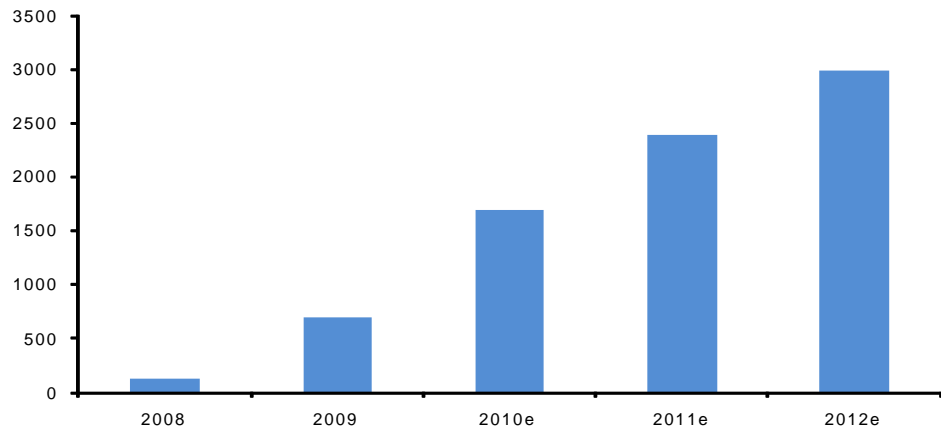
温滤料产能规模最大的企业（注意：仅指玻纤类高温滤料）之一，并在上半年取得一定突破。

成长还将继续

风电叶片业务我们强调的是公司的竞争力

- 受中材科技叶片的产业化效果凸现，资本市场已经将中材科技定义成风电叶片公司，我们认为该定义正确的理解了公司在叶片领域的成功，但该定义一方面忽视了公司其他业务同样具备爆发的潜力，而更重要的是叶片行业发展趋势影响了公司的估值水平。
- 对于风电叶片行业的发展，市场基本已经达成一致预期：风电叶片行业未来增速趋缓，叶片面临降价的趋势。这不是我们论证的重点，这的确是行业发展的趋势。
- 我们需要强调的是公司叶片的核心竞争力。
 - 之前强调比较多的核心竞争力，这里只是复述：1.5MW40.25 米的长度叶片低风速就能启动，更加适合中国二三类风场特点；公司产品带来的发电效率比同行要高 10% 左右等等。
 - **我们现在需要强调的是，叶片降价虽然在所难免，但叶片降价是显著不同于水泥、钢铁、玻璃等大宗类商品的，其不一定带来毛利率大幅下降。**
 - 其一，中材科技的成本在国内最低，盈利能力国内最强。中材科技是国内玻璃钢的鼻祖，对玻纤与树脂的复理解最深，从玻纤的使用效率来看，遥遥领先竞争对手（我们判断 10 个百分点以上）；自主研发的模具，以及一个模具单片叶片的生产时间也要远远短于竞争对手（我们判断 10% 以上）。我们只是列举部分例子来说明公司的成本优势。根据叶片整体行业上半年的经营情况，我们判断公司上半年每套利润还在 20 万以上。而这是在行业叶片不断降价的情况下取得，而据我们了解同行的情况，目前的价格水平，很多中小型叶片已经处于盈亏平衡或者略有盈利的状态。**强调这些只是为了强调公司成本优势！！而且这些成本优势随着规模的扩大能进一步加强且维持！！**
 - 其二，叶片价格的下降通过以上说明，并不会明显带来毛利率的直线下降，但将给竞争对手带来致命打击，也就是将来可能出现的情况——竞争对手接近亏损的时候，中材科技还很盈利，很显然这是一个整合的良机，当然还要取决于公司管理层对整合战略的考虑，我们拭目以待。
 - 其三，叶片价格下降，风电成本下降，能带来更多的量，这也是我们未来要考虑的一个积极因素。
 - 最后，我们还需要指出的是**公司产品结构的优化**：虽然中材科技在 3 MW 的叶片上开发时机上并未占上先机（落后于中复联众），我们认为公司仍能在产品性能质量象 1.5 MW 级一样取的优势。对明年上半年投产的 3 MW 产品我们拭目以待。未来我们认为将进一步凭借公司优势，进一步丰富叶片的产品结构。
- 强调以上这么多，以及结合公司的风电叶片产能扩展速度，我们认为公司叶片这块仍保持较快增长，至少从上半年这块的经营情况是超预期的。另外，还需提及的是关于收购叶片少数股东权益的定增方案有望在今年之内完成，权益产能将显著增加。

图表3：叶片销量快速增长（套）



来源：国金证券研究所

图表4：叶片目前公布的产能情况

		规模 (套)	MW级别	备注
存量	北京	800	1.5	上述产能仅仅是设计产能，根据中材科技目前的模具配套能力以及生产叶片效率，实际产能可能超过设计产能30%，比如2009年底的设计产能是1300套，但实际产能几乎达到了1700套。
	甘肃酒泉	500	1.5	
目前在建	北京	200	3	
	吉林白城	100	3	
	吉林白城	300	1.5	
	甘肃酒泉	300	3	

来源：国金证券研究所，公司资料

覆膜滤料已经在上半年取得一定突破，未来前景广阔；气瓶走在复苏的路上

- 覆膜滤料是公司进军减排领域的重要产品，但自投产以来由于连续生产不稳定，产品成品率低，尽管2009年实现了63万元的利润总额，但总体是低于预期的。
- 而自进入2010年以来，公司进一步完善了技术应用，并加大在中材集团体系内水泥生产线的袋除尘供货合作力度，取得了初步成效，上半年收入规模同比大幅扩大。
- 而且，近期我们调研了另外一家高温滤料生产企业，我们认为随着节能减排力度越来越大，高温工业企业的减排标准也将越来越严格，除尘方式由电除尘改成袋除尘成为大势所趋——这是我们认为中材科技在覆膜滤料上未来成长性也将得到加速体现的重要原因，而且公司一直在摸索各种运营模式，未来随着中材体系内水泥生产线减排效果的逐渐体现，公司将拓宽其产品的应用面，而且公司有望成为中国环境治理领域的（包括除尘领域）的一只重要新军。以下分析主要用来说明袋除尘是未来除尘领域的方向，公司产品面临较好的市场空间。
- 其一，政策是推动袋除尘未来快速发展的重要推动力量。

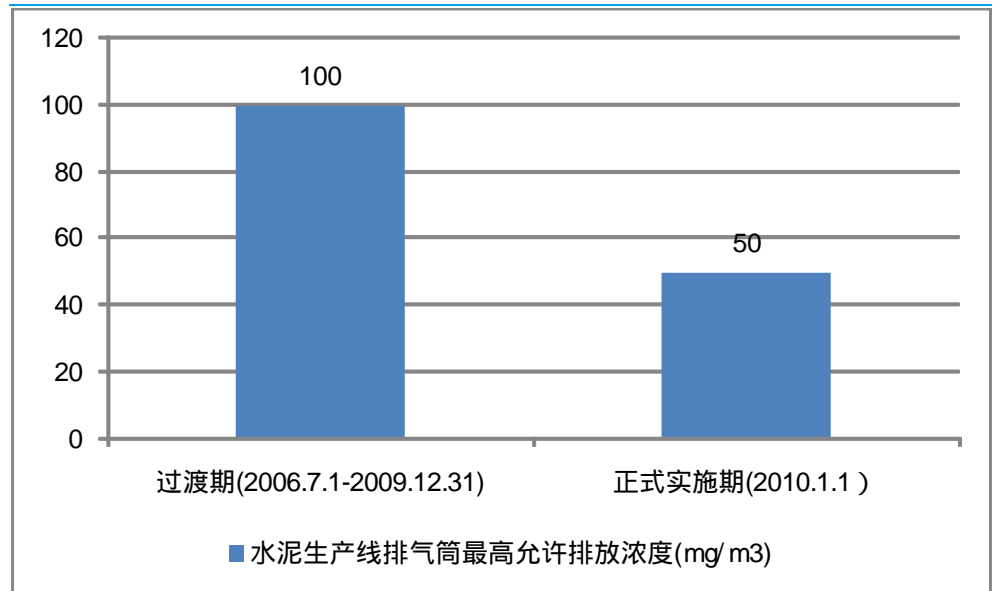
图表5：国家对高温滤料以及袋除尘的相关政策

时间	国家相关扶持政策	具体要求
	《国家环境保护“十一五”规划》	工业炉窑需严格控制烟（粉）尘和二氧化硫的排放；开展新一轮的除尘改造，推广使用高效的袋式除尘设施；在环境科技创新领域，要优先发展大气污染防治、城市大气环境污染与控制、工业废气治理技术等；在环保产业领域，要优先发展大气污染防治技术与装备、大型燃煤电厂锅炉袋式除尘技术
2008年	《国家重点支持的高新技术领域》	将高性能除尘滤料列入国家重点支持的高新技术领域
2009.4.1	《关于提高轻纺、电子信息等商品出口退税率的通知》	明确从2009年4月1日起提高除尘滤料的出口退税率
2009.4.24	《纺织工业调整和振兴规划》	加快推进针刺、水刺、纺粘等先进工艺和高性能纤维在环保过滤用纺织材料生产上的应用
2010.5.11	《关于推进大气污染联防联控工作改善区域空气质量的指导意见》	明确提出使用工业锅炉的企业以及水泥厂、火电厂应采用袋式等高效除尘技术。

来源：国金证券研究所

- **水泥行业**：根据《水泥工业大气污染物排放标准》，自2010年1月1日起，现有生产线各生产设备（设施）排气筒中的颗粒物和气态污染物最高允许排放浓度及单位产品排放量不得超过 50mg/m³ 的排放标准。

图表6：水泥工业大气污染物排放标准趋于严格



来源：国金证券研究所

- **电力行业**：目前火电厂执行的《火电厂大气污染物排放标准》规定，除属于1996年12月31日前通过建设项目环境影响报告书审批的新建、扩建、改建的火电厂建设项目，从2010年1月1日开始执行50mg/m³的排放浓度标准。

图表7：火电厂大气污染物排放标准趋于严格 (mg/m³)

火电厂建设项目完工时段	标准	《火电厂大气污染物排放标准》执行时点		
		2005.1.1起	2010.1.1起	2015.1.1起
1996.12.31之前	现行标准	300	200	200
	新标准		200	100
1997.1.1-2003.12.31	现行标准	200	50	50
	新标准		50	50
2004.1.1-2009.12.31	现行标准	50	50	50
	新标准		50	50
2010.1.1之后	现行标准		50	50
	新标准		50	50

来源：国金证券研究所

- 其二，袋除尘未来的市场空间主要来自于对于静电除尘的取代，而从性价比来看，袋除尘也具备一定优势。

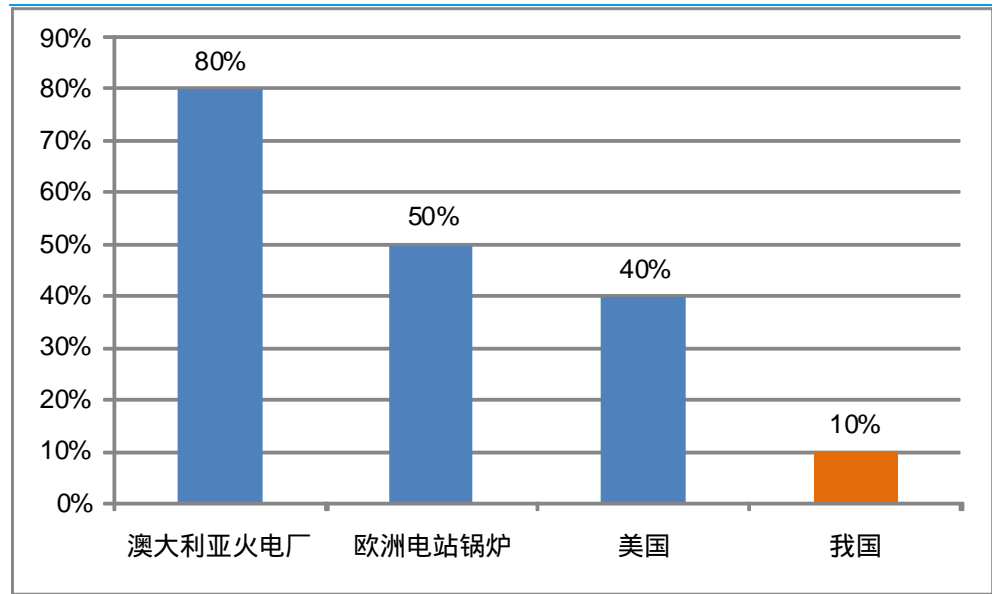
图表8：主要除尘方式的对比

		袋除尘	电除尘	电袋复合式
性能	除尘效率	99.99%，烟尘排放浓度小于50mg/m ³	99.99%，烟尘排放浓度较难稳定小于50mg/m ³	同袋式除尘器
	分级效率	对PM10以下的粉尘具有很好的过滤效果	对PM10以下的粉尘过滤效果差	同袋式除尘器
	设备阻力	一般在1500Pa左右	200~300Pa	600~1200Pa
成本	设备投资	稍高于电除尘器	略低	原电除尘改为电袋复合式成本较低
	土地投资	占地面积较小，土地投入小	占地面积较大，土地投入大	介于前两者之间
	设备电耗	风机与空压机的电耗较低	高压电场电耗较高	介于前两者之间
	设备维护费用	滤料更换费用	电极维修费用	滤料更换费用、电极维修费用
日常运行管理		在线维修	维修时须要停机	袋式除尘部分维修时可不停机

来源：国金证券研究所

- 其三，从不同国家横向比较来看，中国袋除尘比例还不到10%，远远低于欧美等发达国家，我国袋除尘市场空间巨大。

图表9：袋式除尘技术在不同国家及行业的应用比例



来源：国金证券研究所

- 通过以上分析，袋除尘在中国有着良好发展前景，而高位滤料作为袋除尘的关键部件，同样面临较好发展，而且目前公司所在的玻纤类高温滤料占高温滤料的比例达到 80% 以上，公司将是这个市场的率先受益者。
- C N G C 上半年虽然复苏处于缓慢复苏过程中，但随着全球经济的复苏，尤其公司重点区域业务的逐渐开展，该块业务有望摆脱去年亏损的局面，与其他业务一起成为中长期公司的重要增长点。我们将在后续的跟踪报告中重点研究这块业务。

盈利预测、投资建议与估值

- 我们对公司的盈利预测如下：
 - 我们预测公司 2010 ~ 2012 年营业收入分别为 24.74、34.65、44.80 亿元，同比增长 53.4%、40.1%、29.3%。
 - 我们预测公司 2010 ~ 2012 年净利润分别为 338、492、671 百万元，按照此次增发完成后 2 亿股本计算的话，公司对应的 E P S 分别为 1.692、2.458、3.355 元。（盈利预测是假设 2010 年全年并表 100% 做的模拟匡算，实际并不可能，而且增发完成后为 89.41%）

图表10：E P S 预测分拆（元）

	2010e	2011e	2012e
E P S（总）	1.69	2.46	3.35
其中：E P S（叶片）	1.60	2.07	2.70
E P S（气瓶）	0.00	0.15	0.25
E P S（覆膜滤料）	0.04	0.15	0.25
E P S（其他板块，包括北玻有限、中材汽车复合材料、苏非、本部等等）	0.06	0.09	0.15

来源：国金证券研究所（以上是按照叶片公司权益 100% 模拟测算而得）

- 鉴于公司成长的确定性，公司叶片的竞争力，以及公司产品所在领域符合目前新能源、新经济、且节能减排的特点，未来成长性尚存在超预期的可能性，我们给予公司未来 6~12 个月目标价格 55~60 元，相当于 2011 年 22~24 倍 P E。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	887	1,077	1,613	2,474	3,465	4,480	货币资金	311	212	323	500	500	500
增长率		21.4%	49.8%	53.4%	40.1%	29.3%	应收款项	226	283	530	647	907	1,172
主营业务成本	-665	-767	-1,111	-1,707	-2,387	-3,078	存货	128	230	486	514	719	928
% 销售收入	75.0%	71.3%	68.9%	69.0%	68.9%	68.7%	其他流动资产	61	139	76	121	169	217
毛利	222	310	502	767	1,079	1,402	流动资产	726	863	1,415	1,783	2,295	2,817
% 销售收入	25.0%	28.7%	31.1%	31.0%	31.1%	31.3%	% 总资产	52.4%	48.1%	54.5%	52.8%	55.2%	56.5%
营业税金及附加	-7	-8	-10	-12	-17	-22	长期投资	56	22	22	23	22	22
% 销售收入	0.8%	0.8%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	514	718	935	1,363	1,626	1,925
营业费用	-27	-33	-44	-87	-121	-157	% 总资产	37.1%	40.0%	36.0%	40.3%	39.1%	38.6%
% 销售收入	3.0%	3.1%	2.7%	3.5%	3.5%	3.5%	无形资产	86	186	212	209	212	216
管理费用	-125	-151	-212	-247	-329	-403	非流动资产	660	930	1,182	1,597	1,862	2,165
% 销售收入	14.1%	14.0%	13.1%	10.0%	9.5%	9.0%	% 总资产	47.6%	51.9%	45.5%	47.2%	44.8%	43.5%
息税前利润 (EBIT)	63	117	236	421	611	819	资产总计	1,386	1,793	2,597	3,380	4,157	4,982
% 销售收入	7.1%	10.9%	14.7%	17.0%	17.6%	18.3%	短期借款	315	370	406	815	847	740
财务费用	-14	-30	-32	-63	-75	-73	应付款项	184	286	563	642	898	1,159
% 销售收入	1.5%	2.8%	2.0%	2.5%	2.2%	1.6%	其他流动负债	20	28	43	89	112	136
资产减值损失	-8	-9	-15	-5	-2	-2	流动负债	518	684	1,012	1,546	1,857	2,035
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	80	150	450	450	450	451
投资收益	3	2	2	1	1	1	其他长期负债	99	81	64	0	0	0
% 税前利润	3.2%	1.5%	0.9%	0.2%	0.2%	0.1%	负债	697	915	1,527	1,996	2,307	2,486
营业利润	45	80	192	354	534	745	普通股股东权益	657	702	804	1,113	1,574	2,215
营业利润率	5.0%	7.4%	11.9%	14.3%	15.4%	16.6%	少数股东权益	32	176	266	271	276	281
营业外收支	46	56	51	50	50	50	负债股东权益合计	1,386	1,793	2,597	3,380	4,157	4,982
税前利润	90	136	242	404	584	795	比率分析						
利润率	10.2%	12.6%	15.0%	16.3%	16.9%	17.8%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-8	-14	-39	-61	-88	-119	每股指标						
所得税率	8.6%	10.4%	16.2%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.500	0.627	0.723	1.692	2.458	3.355
净利润	82	122	203	343	497	676	每股净资产	4.379	4.677	5.363	7.418	10.495	14.768
少数股东损益	7	28	95	5	5	5	每股经营现金净流	0.017	0.471	0.264	2.370	2.616	3.853
归属于母公司的净利润	75	94	108	338	492	671	每股股利	0.000	0.200	0.200	0.200	0.200	0.200
净利率	8.5%	8.7%	6.7%	13.7%	14.2%	15.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	11.43%	13.41%	13.47%	30.40%	31.23%	30.29%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	5.42%	5.25%	4.17%	10.01%	11.83%	13.47%
净利润	82	122	203	343	497	676	总资本收益率	5.33%	7.51%	10.28%	13.50%	16.50%	18.89%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	39	63	100	81	95	110	主营业务收入增长率	42.33%	21.43%	49.77%	53.39%	40.06%	29.29%
非经营收益	4	30	24	32	35	32	EBIT增长率	11.77%	85.28%	101.97%	78.02%	45.15%	34.16%
营运资金变动	-123	-143	-287	-101	-234	-240	净利润增长率	32.08%	25.34%	15.19%	212.13%	45.32%	36.48%
经营活动现金净流	2	71	40	355	392	578	总资产增长率	21.50%	29.37%	44.85%	30.15%	23.00%	19.84%
资本开支	-145	-304	-218	-452	-309	-360	资产管理能力						
投资	-34	-6	0	-1	0	0	应收账款周转天数	56.9	64.5	75.1	75.0	75.0	75.0
其他	7	-2	2	1	1	1	存货周转天数	68.6	85.1	117.5	110.0	110.0	110.0
投资活动现金净流	-172	-312	-216	-452	-308	-359	应付账款周转天数	50.5	69.6	86.5	70.0	70.0	70.0
股权募资	0	86	0	0	0	0	固定资产周转天数	173.2	202.0	202.5	151.3	130.4	100.8
债权募资	173	125	336	345	31	-106	偿债能力						
其他	-51	-77	-48	-71	-116	-113	净负债/股东权益	12.26%	35.09%	49.79%	55.32%	43.07%	27.69%
筹资活动现金净流	122	134	289	274	-84	-219	EBIT利息保障倍数	4.6	3.9	7.4	6.7	8.1	11.2
现金净流量	-47	-108	112	177	0	0	资产负债率	50.31%	51.05%	58.79%	59.07%	55.50%	49.90%

来源：公司年报、国金证券研究所 (以上是按照叶片公司权益 100%测算而得)

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	1	4
买入	0	0	0	0	4
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	1.00	1.60

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-10-28	买入	14.39	N/A
2 2008-12-19	买入	19.93	N/A
3 2009-03-20	买入	26.69	N/A

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“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