

南海发展 (600323.SH)

燃气水务行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

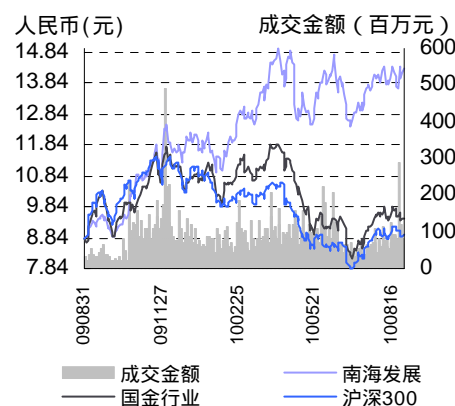
市价(人民币)：14.29 元

面临发展瓶颈，防守仍是价值点

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) | 194.41 |
| 总市值(百万元) | 3,873.57 |
| 年内股价最高最低(元) | 14.94/8.83 |
| 沪深 300 指数 | 2858.57 |
| 上证指数 | 2610.74 |



公司基本情况(人民币)

| 项 目 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|--------|--------|---------|---------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.353 | 0.382 | 1.632 | 0.700 | 0.831 |
| 每股净资产(元) | 3.48 | 3.72 | 5.22 | 5.79 | 6.49 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.68 | 0.80 | 0.60 | 1.24 | 1.51 |
| 市盈率(倍) | 22.59 | 31.75 | 8.76 | 20.43 | 17.20 |
| 行业优化市盈率(倍) | 31.30 | 58.51 | 58.51 | 58.51 | 58.51 |
| 净利润增长率(%) | 3.14% | 8.15% | 327.00% | -57.12% | 18.76% |
| 净资产收益率(%) | 10.16% | 10.28% | 31.26% | 12.08% | 12.80% |
| 总股本(百万股) | 271.07 | 271.07 | 271.07 | 271.07 | 271.07 |

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 南海发展公布中报，上半年营业收入 258.80 百万元，同比增长 24.88%；EPS 为 0.18 元，同比下降 5.01%。

经营分析

- 新项目与水价上调带来收入增长：上半年公司扩大了供水区域、提高了水价，加上部分污水处理项目的投产，带来营业收入同比大幅增长。
 - ◆ 供水量为 16443 万立方米，同比增长 6.83%；实现供水业务收入 204.91 百万元，同比增长 21.36%。
 - ◆ 上半年一批污水处理项目按计划投入运营和试运营，污水处理能力达 45 万立方米/日，比年初的 23 万立方米/日增长 95.65%；污水处理量 3135 万立方米，同比增长 48.37%，实现污水处理业务收入 30.99 百万元，同比增长 49.78%。
- 净利润同比下降为税率变动因素：受收入增长影响，上半年公司利润总额 67.27 百万元，同比增长 6.80%；但实现净利润 50.31 百万元，同比下降 4.79%；利润总额增加而净利润下降的主要原因是 2009 年公司通过了高新技术企业认定而执行 15%所得税率的优惠，今年出让土地后，高新产品收入无法达到企业总收入 60%以上，不能享受高新企业所得税率优惠，而需执行 25%的税率。
- 新建项目提供短期增长，长期发展仍有瓶颈：公司目前在建污水处理项目 10.8 万立方米/日，预计今年底全部投产后，污水处理规模达到 55.8 万立方米/日；这将提供 2011 年业绩增长驱动力；但手头在建污水处理与垃圾发电二期项目投产后，公司缺乏新的业务增长驱动，将面临增长瓶颈。

盈利调整与投资建议

- 根据中报数据，我们更新公司 2010-2012 年盈利预测为 1.632 元（扣除卖地收益为 0.397 元）、0.700 元和 0.831 元，同比增长 327.00%、-57.12% 和 18.76%；目前股价对应 20X11PE，估值具有相对优势，建议买入。
- 作为典型的公用事业企业，公司经营稳定、现金流好，但受制于区域限制，因此公司投资价值更多是作为防御性品种而配置。

赵乾明 分析师 SAC 执业编号：S1130210010309
 (8621)61038263
 zhaoqm@gjzq.com.cn

图表1：自来水业务盈利预测

| 项 目 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|--------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 桂城水厂 | | | | | | | | | | |
| 权益 | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% |
| 售价 (元/立方米) | | | | | | | | 100.00% | 100.00% | 100.00% |
| 理论供水量 (万立方米) | 11930.72 | 13870.00 | 13870.00 | 13870.00 | 13870.00 | 13870.00 | 13870.00 | 13870.00 | 13870.00 | 13870.00 |
| 供水能力 (万立方米/日) | 38.00 | 38.00 | 38.00 | 38.00 | 38.00 | 38.00 | 38.00 | 38.00 | 38.00 | 38.00 |
| 产能利用率 | 86.02% | 78.05% | 85.35% | 84.02% | 93.49% | 96.51% | 90.00% | 80.00% | 85.00% | 95.00% |
| 第二水厂 | | | | | | | | | | |
| 权益 | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% |
| 售价 (元/立方米) | | | | | | | | 100.00% | 100.00% | 100.00% |
| 理论供水量 (万立方米) | 15698.32 | 18250.00 | 18250.00 | 18250.00 | 18250.00 | 18250.00 | 22750.00 | 27375.00 | 27375.00 | 36500.00 |
| 供水能力 (万立方米/日) | 50.00 | 50.00 | 50.00 | 50.00 | 50.00 | 50.00 | 75.00 | 75.00 | 75.00 | 100.00 |
| 产能利用率 | 86.02% | 78.05% | 85.35% | 84.02% | 93.49% | 96.51% | 77.00% | 80.00% | 85.00% | 85.00% |
| 九江水司 | | | | | | | | | | |
| 权益 | | | 60.00% | 60.00% | 90.00% | 90.00% | 90.00% | 90.00% | 90.00% | 90.00% |
| 售价 (元/立方米) | | | 1.03 | 1.03 | 1.60 | 1.60 | 1.60 | 1.70 | 1.70 | 1.70 |
| 供水量 (万立方米) | | | 1743.00 | 1621.00 | 1695.00 | 1646.00 | 1551.00 | 1551.00 | 2016.30 | 2016.30 |
| 供水能力 (万立方米/日) | | | 10.00 | 10.00 | 10.00 | 10.00 | 10.00 | 10.00 | 13.00 | 13.00 |
| 产能利用率 | | | 47.75% | 44.41% | 46.44% | 45.10% | 42.49% | 42.49% | 42.49% | 42.49% |
| 九江水司水损率 | | | | 19.68% | 19.49% | 20.62% | 16.40% | 16.40% | 16.40% | 16.40% |
| 销售收入 (万元) | | | 1788.68 | | | | 2481.60 | 2636.70 | 3427.71 | 3427.71 |
| 供水平均价格 (元/立方米) | 1.07 | 1.09 | 1.13 | 1.14 | 1.12 | 1.10 | 1.11 | 1.40 | 1.40 | 1.40 |
| 直供水平均价格 (元/立方米) | 0.55 | 0.51 | 0.64 | 0.60 | 0.43 | 1.24 | 1.24 | 1.50 | 1.50 | 1.50 |
| 桂城水厂第二水厂供应量 (万立方米) | 23766.00 | 25070.00 | 27413.00 | 26988.00 | 30028.00 | 30999.00 | 32315.00 | 32996.00 | 35058.25 | 44201.50 |
| 自来水销售总量 (万立方米) | 23766.00 | 25070.00 | 27413.00 | 28609.00 | 31723.00 | 32645.00 | 33866.00 | 32877.40 | 35300.60 | 43981.20 |
| 趸售水销量 (万立方米) | 18127.01 | 19852.82 | 22344.93 | 24398.75 | 27302.00 | 24667.70 | 28656.94 | 27811.58 | 29549.80 | 37256.44 |
| 直供水销量 (万立方米) | 5638.99 | 5217.18 | 5068.07 | 4210.25 | 4421.00 | 4015.67 | 2022.92 | 3514.82 | 3734.50 | 4708.46 |
| 趸售水销售比例 | 76.27% | 79.19% | 81.51% | 85.28% | 86.06% | 86.00% | 88.78% | 88.78% | 88.78% | 88.78% |
| 自来水销售收入 (万元) | 25538.84 | 27239.12 | 30864.35 | 32700.92 | 35681.93 | 35971.58 | 37726.39 | 46066.42 | 49571.79 | 61606.24 |
| 自来水销售成本 (万元) | 12350.86 | 12455.86 | 14964.35 | 16059.28 | 17388.12 | 19476.59 | 22970.27 | 26592.30 | 28404.85 | 34897.94 |
| 毛利率 | 51.64% | 54.27% | 50.96% | 50.29% | 51.27% | 45.86% | 39.11% | 42.27% | 42.70% | 43.35% |

来源：国金证券研究所

图表2：污水处理业务预测

| 项 目 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 污水平均处理价格 (元/立方米) | | 1.23 | 1.23 | 1.17 | 1.13 | 0.95 | 0.95 | 0.95 |
| 污水处理总量 (万立方米) | | 2165.00 | 2253.00 | 2832.40 | 4232.00 | 9955.60 | 13764.15 | 16644.00 |
| 污水处理收入 (万元) | 1023.02 | 2656.71 | 2777.55 | 3310.04 | 4794.02 | 9503.29 | 13096.15 | 15796.64 |
| 污水处理成本 (万元) | 797.25 | 1760.14 | 1949.47 | 1738.12 | 2764.17 | 6272.03 | 8671.41 | 10485.72 |
| 毛利率 | 22.07% | 33.75% | 29.81% | 47.49% | 42.34% | 34.00% | 33.79% | 33.62% |

来源：国金证券研究所

图表3：垃圾发电业务预测

| 项 目 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| 南海绿电 | | | | | | |
| 权益 | 70.00% | 70.00% | 70.00% | 70.00% | 70.00% | 70.00% |
| 处理费用（元/吨） | 95.0 | 95.0 | 95.0 | 95.0 | 95.0 | 95.0 |
| 处理能力（吨/日） | 400.0 | 400.0 | 400.0 | 400.0 | 1,900.0 | 1,900.0 |
| 理论处理量（万吨） | 14.6 | 14.6 | 14.6 | 14.6 | 69.4 | 69.4 |
| 实际处理量（万吨） | 9.01 | 9.06 | 9.65 | 9.78 | 69.35 | 69.35 |
| 处理率 | 61.71% | 62.03% | 66.12% | 67.00% | 100.00% | 100.00% |
| 垃圾处理收入（万元） | 883.56 | 922.30 | 917.02 | 929.29 | 6588.25 | 6588.25 |
| 上网电价（元/千瓦时） | 0.550 | 0.580 | 0.580 | 0.603 | 0.627 | 0.627 |
| 垃圾发电能力（千瓦时/吨） | 321.30 | 333.37 | 365.70 | 365.70 | 365.70 | 365.70 |
| 垃圾发电量（万千瓦时/年） | 2895.00 | 3019.00 | 3530.00 | 3577.25 | 25361.09 | 25361.09 |
| 厂用电率 | 32.82% | 32.00% | 30.82% | 30.82% | 30.82% | 30.82% |
| 上网电量（万千瓦时/年） | 1945.00 | 2053.00 | 2442.00 | 2474.69 | 17544.41 | 17544.41 |
| 发电收入（万元） | 896.50 | 975.19 | 1,416.36 | 1,492.85 | 11,000.35 | 11,000.35 |
| 特许经营期（年） | 25.0 | 25.0 | 25.0 | 25.0 | 25.0 | 25.0 |
| 吨投资成本（万元） | | 35.0 | 35.0 | 36.0 | 36.0 | 36.0 |
| 回报率 | | | | | | |
| 垃圾处理总量（万吨） | 9.01 | 9.06 | 9.65 | 9.78 | 69.35 | 69.35 |
| 垃圾处理收入（万元） | 1805.86 | 1871.69 | 2312.51 | 2422.14 | 17588.60 | 17588.60 |
| 垃圾处理成本（万元） | 769.22 | 1103.54 | 1140.53 | 1139.92 | 8705.65 | 8913.70 |
| 毛利率 | 57.40% | 41.04% | 50.68% | 52.94% | 50.50% | 49.32% |

来源：国金证券研究所

图表4：三张报表摘要
损益表（人民币百万元）

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 主营业务收入 | 412 | 424 | 465 | 580 | 803 | 950 |
| 增长率 | | 2.9% | 9.8% | 24.7% | 38.4% | 18.4% |
| 主营业务成本 | -206 | -229 | -278 | -340 | -458 | -543 |
| % 销售收入 | 50.0% | 54.0% | 59.8% | 58.6% | 57.0% | 57.2% |
| 毛利 | 206 | 195 | 187 | 240 | 345 | 407 |
| % 销售收入 | 50.0% | 46.0% | 40.2% | 41.4% | 43.0% | 42.8% |
| 营业税金及附加 | -3 | -3 | -3 | -4 | -5 | -6 |
| % 销售收入 | 0.6% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.7% |
| 营业费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| % 销售收入 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 管理费用 | -35 | -35 | -33 | -38 | -53 | -63 |
| % 销售收入 | 8.4% | 8.3% | 7.2% | 6.6% | 6.6% | 6.6% |
| 息税前利润（EBIT） | 169 | 157 | 151 | 198 | 286 | 338 |
| % 销售收入 | 41.0% | 37.0% | 32.4% | 34.1% | 35.7% | 35.6% |
| 财务费用 | -19 | -27 | -33 | -32 | -50 | -59 |
| % 销售收入 | 4.5% | 6.3% | 7.1% | 5.6% | 6.2% | 6.3% |
| 资产减值损失 | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | -3 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 4 | 0 | 0 | 440 | 0 | 0 |
| % 税前利润 | 2.9% | 0.0% | 0.1% | 72.3% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 151 | 129 | 117 | 605 | 237 | 278 |
| 营业利润率 | 36.7% | 30.5% | 25.2% | 104.4% | 29.5% | 29.3% |
| 营业外收支 | 3 | 2 | 12 | 3 | 3 | 3 |
| 税前利润 | 154 | 131 | 129 | 608 | 240 | 281 |
| 利润率 | 37.3% | 30.9% | 27.8% | 104.9% | 29.8% | 29.6% |
| 所得税 | -59 | -33 | -23 | -152 | -36 | -42 |
| 所得税率 | 38.3% | 25.2% | 17.4% | 25.0% | 15.0% | 15.0% |
| 净利润 | 95 | 98 | 107 | 456 | 204 | 239 |
| 少数股东损益 | 2 | 2 | 3 | 14 | 14 | 14 |
| 归属于母公司的净利润 | 93 | 96 | 104 | 442 | 190 | 225 |
| 净利率 | 22.5% | 22.6% | 22.3% | 76.3% | 23.6% | 23.7% |

现金流量表（人民币百万元）

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 95 | 98 | 107 | 456 | 204 | 239 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 70 | 65 | 79 | 95 | 115 | 133 |
| 非经营收益 | 17 | 27 | 35 | -408 | 50 | 59 |
| 营运资金变动 | 7 | -7 | -4 | 20 | -32 | -23 |
| 经营活动现金净流 | 189 | 183 | 217 | 164 | 337 | 409 |
| 资本开支 | -188 | -307 | -451 | -702 | -606 | -407 |
| 投资 | -28 | -4 | 0 | -1 | 0 | 0 |
| 其他 | 4 | 8 | 10 | 440 | 0 | 0 |
| 投资活动现金净流 | -212 | -302 | -441 | -263 | -606 | -407 |
| 股权募资 | 6 | 9 | 59 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 92 | 263 | 212 | 162 | 357 | 96 |
| 其他 | -61 | -65 | -74 | -35 | -88 | -98 |
| 筹资活动现金净流 | 37 | 208 | 196 | 127 | 269 | -2 |
| 现金净流量 | 14 | 89 | -28 | 27 | 0 | 0 |

来源：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 | 62 | 151 | 123 | 150 | 150 | 150 |
| 应收款项 | 10 | 19 | 25 | 25 | 35 | 42 |
| 存货 | 13 | 15 | 15 | 19 | 25 | 30 |
| 其他流动资产 | 70 | 144 | 263 | 274 | 368 | 436 |
| 流动资产 | 155 | 328 | 426 | 468 | 579 | 658 |
| % 总资产 | 11.1% | 18.9% | 20.0% | 16.8% | 17.1% | 17.6% |
| 长期投资 | 40 | 31 | 30 | 31 | 30 | 30 |
| 固定资产 | 1,036 | 1,151 | 1,359 | 1,979 | 2,476 | 2,756 |
| % 总资产 | 74.0% | 66.4% | 63.8% | 71.1% | 73.1% | 73.6% |
| 无形资产 | 167 | 221 | 314 | 303 | 300 | 297 |
| 非流动资产 | 1,245 | 1,405 | 1,705 | 2,315 | 2,809 | 3,085 |
| % 总资产 | 88.9% | 81.1% | 80.0% | 83.2% | 82.9% | 82.4% |
| 资产总计 | 1,400 | 1,733 | 2,130 | 2,783 | 3,387 | 3,743 |
| 短期借款 | 202 | 400 | 218 | 382 | 739 | 834 |
| 应付款项 | 97 | 115 | 181 | 193 | 261 | 309 |
| 其他流动负债 | 34 | 16 | 7 | 65 | 75 | 83 |
| 流动负债 | 332 | 531 | 406 | 639 | 1,075 | 1,226 |
| 长期贷款 | 154 | 218 | 612 | 612 | 612 | 613 |
| 其他长期负债 | 2 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 负债 | 488 | 749 | 1,019 | 1,251 | 1,687 | 1,839 |
| 普通股股东权益 | 884 | 942 | 1,008 | 1,415 | 1,569 | 1,759 |
| 少数股东权益 | 27 | 42 | 103 | 117 | 131 | 145 |
| 负债股东权益合计 | 1,400 | 1,733 | 2,130 | 2,783 | 3,387 | 3,743 |

比率分析

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.445 | 0.353 | 0.382 | 1.632 | 0.700 | 0.831 |
| 每股净资产 | 4.240 | 3.476 | 3.719 | 5.220 | 5.790 | 6.490 |
| 每股经营现金净流 | 0.903 | 0.677 | 0.800 | 0.604 | 1.244 | 1.507 |
| 每股股利 | 0.250 | 0.200 | 0.180 | 0.130 | 0.130 | 0.130 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 10.50% | 10.16% | 10.28% | 31.26% | 12.08% | 12.80% |
| 总资产收益率 | 6.63% | 5.53% | 4.86% | 15.89% | 5.60% | 6.02% |
| 投入资本收益率 | 8.21% | 7.32% | 6.41% | 5.87% | 7.98% | 8.57% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 14.65% | 2.90% | 9.75% | 24.65% | 38.39% | 18.36% |
| EBIT增长率 | 13.34% | -7.12% | -3.88% | 31.24% | 44.86% | 17.98% |
| 净利润增长率 | 9.04% | 3.14% | 8.15% | 327.00% | -57.12% | 18.76% |
| 总资产增长率 | 2.51% | 23.79% | 22.92% | 30.65% | 21.70% | 10.51% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 5.1 | 9.8 | 12.7 | 10.0 | 10.0 | 10.0 |
| 存货周转天数 | 22.4 | 22.0 | 19.8 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| 应付账款周转天数 | 91.0 | 51.8 | 76.9 | 80.0 | 80.0 | 80.0 |
| 固定资产周转天数 | 793.8 | 727.0 | 905.1 | 926.8 | 759.6 | 710.9 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | 32.25% | 47.52% | 63.61% | 55.06% | 70.59% | 68.08% |
| EBIT利息保障倍数 | 9.1 | 5.8 | 4.5 | 6.1 | 5.8 | 5.7 |
| 资产负债率 | 34.89% | 43.22% | 47.84% | 44.95% | 49.79% | 49.12% |

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 | 1 | 4 | 6 | 11 |
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 4 |
| 持有 | 0 | 0 | 0 | 0 | 3 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 卖出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.34 |

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