

华泰股份 (600308.SH)

造纸行业

评级: 买入 上调评级

公司研究

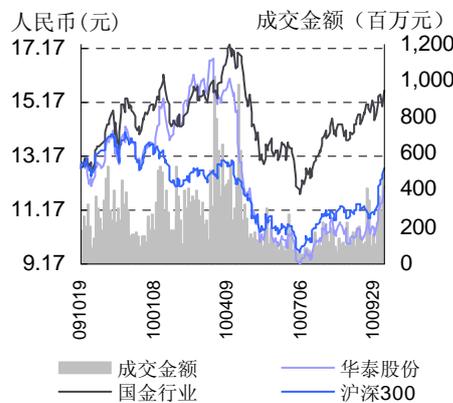
市价(人民币): 12.03元

目标(人民币): 16.00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)	562.67
总市值(百万元)	7,803.20
年内股价最高最低(元)	16.78/9.17
沪深300指数	3327.68
上证指数	2971.16



相关报告

1. 《一次性收益难掩主业萎靡》, 2010.3.24

万友林 分析师 SAC 执业编号: S1130209030266
(8621)61038259
wanyl@gjzq.com.cn

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

公司经营逐渐好转

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.665	1.688	0.334	0.745	1.071
每股净资产(元)	6.82	9.30	9.63	10.38	11.45
每股经营性现金流(元)	1.12	1.54	1.06	2.78	3.05
市盈率(倍)	9.18	8.37	31.25	13.99	9.74
行业优化市盈率(倍)	13.42	26.85	26.85	26.85	26.85
净利润增长率(%)	-26.53%	200.26%	-80.23%	123.36%	43.73%
净资产收益率(%)	9.75%	18.15%	3.46%	7.18%	9.36%
总股本(百万股)	548.65	648.65	648.65	648.65	648.65

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司的盈利能力将逐步从底部走出: 我们预计2011年公司业绩翻番, 2012年继续增长40%以上。
- 看未来1—2年, 一些主要纸种将受到产能释放压力的影响, 而公司新闻纸产能新增很少, 虽然需求的缺乏增长使得行业转好的难度加大, 但是长期新闻纸底部运行我们认为未来略微转好是个大概率事件, 而新闻纸盈利如果好转公司盈利弹性很大。
- 化工也将是公司未来重要的增长点, 根据国金化工研究员刘波的观点: 节能减排将会导致公司化工盈利能力的迅速恢复。
- 公司正处于转型期, 新闻纸的布局转型、纸种的扩大、化工的扩张将会给市场带来超预期。
- 在人民币长期升值的背景下逻辑上公司最受益: 我们认为进口废纸的企业逻辑上更受益于人民币升值, 公司是主要纸业上市公司中进口废纸比重最大的。

投资建议

- 我们预计公司在2010-2012年的EPS分别为0.334、0.745、1.071元。与主要纸业公司比较, 公司未来两年增长较快, 目前公司PB远远低于行业水平(行业平均在2左右, 公司仅为1.2), 我们建议买入, 目标价为16元。

风险

- 项目建设的迟缓。
- 美国经济的下滑会带来公司原料的供应减少, 这会影响到公司新闻纸盈利的恢复。

产能扩张不应忽视

- 华泰是国内的新闻纸龙头，也是全球最大的新闻纸制造商，长期以来公司以新闻纸的制造为主，近年来公司处于转型期。
 - 新闻纸的布局转型。公司原来新闻纸产能全部在山东，对于北方和南方的销售都是通过长途运输占领市场，虽然公司新闻纸成本控制能力最强，但是运输的成本削弱了公司的盈利能力。（尤其在南方市场）
 - 纸种的转型。单一的新闻纸使得公司取得了巨大的成功，单近年来给公司的发展带来了严重的束缚，公司不断增加文化纸以及未来的铜版纸的产能，扩大纸种。
 - 化工的扩张。公司利用当地盐资源的优势以及当地化工下游产业的资源，扩大化工的产能。
- 公司的转型将在未来的 1-2 年内陆续完成，我们不能因为前期单一新闻纸的萎靡看淡公司未来的发展。

图表1: 公司产能扩张情况

原有产能				
	产品	产能(万吨)	地点	备注
纸	新闻纸	125	山东、河北	包括2009年收购的河北30万吨产能
	文化纸	60	山东	包括了两条小新闻纸线转产形成
化工	离子膜烧碱	25	山东	原有的一条小线已关闭
	液氯	烧碱的副产品	山东	
	双氧水	18	山东	
新增项目				
纸	新闻纸	20	广东	预计在2010年底试车
	文化纸	15	安徽	预计2011年10月投产
	铜版纸	45	山东	预计2011年初投产
化工	离子膜烧碱	25	山东	2010年10月底投产
	双氧水	18	山东	预计2011年6月建成，股权50%

来源：国金证券研究所

节能减排导致化工盈利迅速恢复

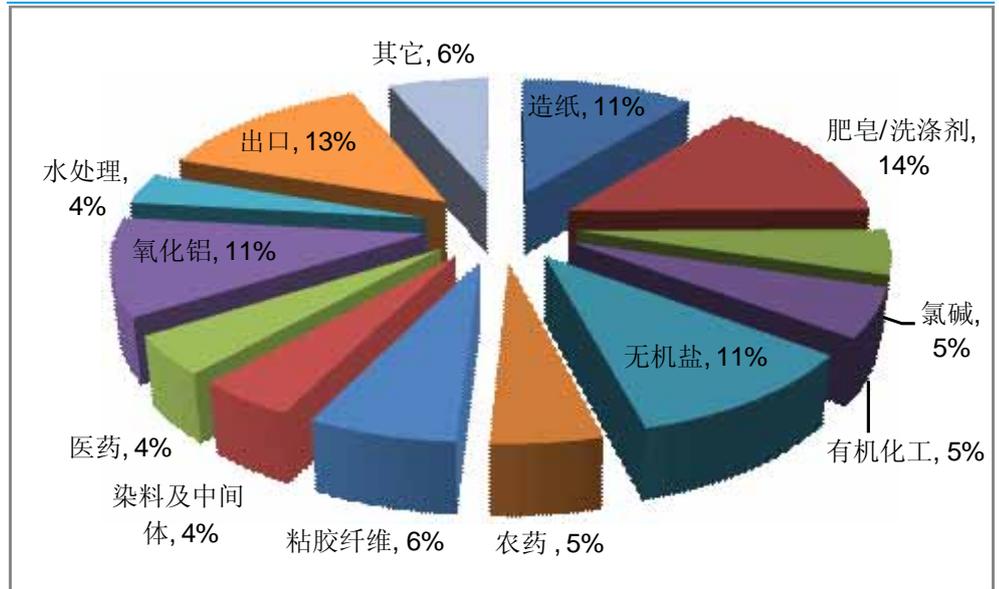
烧碱国内产能过剩，价格难以上行

- 公司化工业务与主营造纸有关，但又独立深化发展。公司化工主要工艺流程为：电解原盐，产生烧碱、液氯及氢气，氢气用于生产双氧水。主要销售产品有：烧碱、液氯、双氧水。控制成本的核心是电，由化工公司热电机组基本自给。
 - 烧碱产能主要由两部分组成，一是隔膜烧碱，04年老厂就形成6万吨产能，目前由于厂区搬迁而停产；二是离子膜烧碱，05年一期25万吨投产，二期25万吨预计今年10月底前投产；目前32%液碱吨除税售价380-410元，成本360元/吨；
 - 液氯35-36万吨产能。下半年液氯价格涨势较好，由上半年最低的900元/吨，涨至最高2,200-2,300元/吨，目前1,900元/吨；液氯成本不到1,200元/吨；
 - 双氧水：08年双氧水10万吨，之后改造，形成产能16万吨，实际18万吨。之前售价1,100元/吨，目前最新数据为1,250元，成本低，利润高。
- 烧碱国内产能过剩。2007-2009年，我国烧碱表现需求量分别为1,615万吨、1,647万吨、1,787万吨，而到2009年，国内烧碱总产能已达2,793

万吨，同比增长 13%。2010 年，国内计划新增烧碱能力 500 万吨以上。国际上，2008 年烧碱产量约 5,480 万吨，中国已居于世界最大的生产国地位。

- 下游需求方面，通过技术升级，目前造纸已经不是第一大耗碱行业。国内烧碱的下游消费行业较为分散，其中合成洗涤剂、造纸、无机盐、氧化铝、出口等对烧碱需求比例超过 10%。

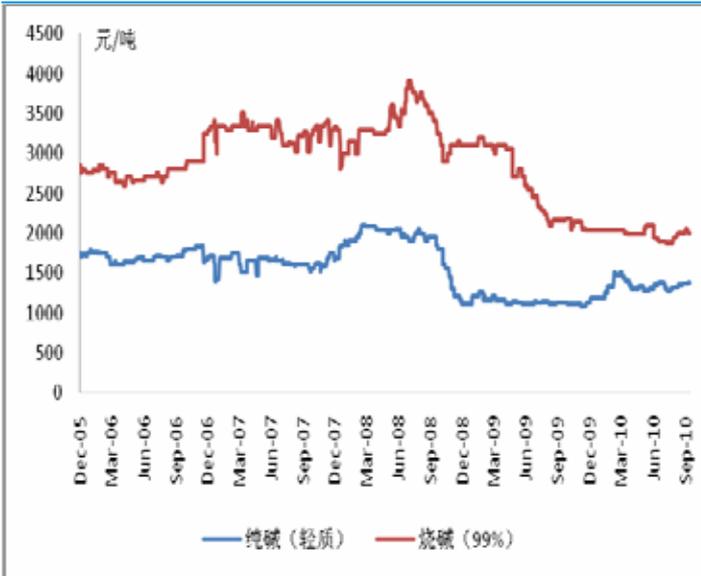
图表2: 2008 年烧碱下游消费结构



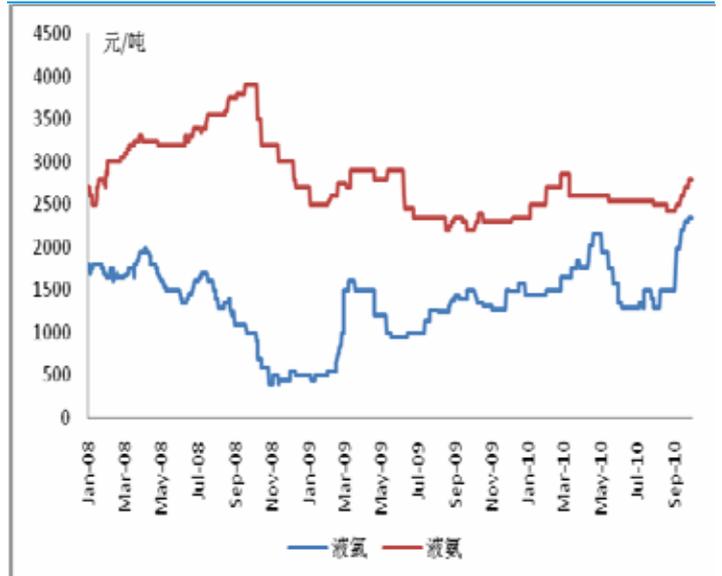
来源：国金证券研究所

- 中国工业和信息化部 8 月公告 18 个工业行业淘汰落后产能企业名单，这些企业的落后产能必须在今年 9 月底前关闭。与烧碱相关的有造纸 279 家，印染 201 家，炼铁 175 家等。如果下游需求市场对烧碱产品的需求放缓或者负增长，则会影响国内烧碱价格上涨。
- 利好的方面，近期的节能减排，也使得西部部分氯碱企业停车，作为 PVC 的副产装置，烧碱产能也受到影响，这使得液氯供应出现偏紧，价格上涨较快，从年初的 1000 元/吨左右上涨至目前 1900 多元/吨。
- 公司烧碱成本有降低潜力。公司单吨烧碱耗电控制在 2300 千瓦小时内，盐耗约 1.5 吨。由于有 5 万千瓦的自备电厂（未来 20 万千瓦，10 万千瓦就可支撑 50 万吨烧碱电耗），目前发电成本 0.46-0.47 元/千瓦时，而市场价 0.62-0.63 元。原盐采购自潍坊，目前到厂含税价格约 260 元/吨。考虑到东营地区的油井多，且常常钻遇盐层，如果未来能够获得在当地的卤水，则原盐成本能控制在 100 元/吨以内，相应烧碱成本大幅降低。

图表3: 烧碱价格走势



图表4: 液氯价格走势



来源: 化工在线

图表5: 原盐价格走势



来源: 化工在线

双氧水前景较好

- 2009 年公司全资子公司东营协发化工有限公司与比利时苏威集团（上海浦东）和公司合作，50%股权比例成立山东华泰英特罗斯化工有限公司，建设年产能为 5 万吨双氧水项目，针对食品、液态奶纸盒消毒等高端市场，规划投资 2.5 亿元，预计明年 6 月份建成。
 - 合资项目分两个阶段完成，第一阶段将基于黎明技术建设初始年产能为 18 万吨 27.5%过氧化氢生产线，第二阶段将利用苏威集团先进的管理经验和专有技术对生产线进行优化提升，以提高产能和运行效率。
- 据统计，2009 年全球双氧水产能为 370 万吨左右，中国超过 110 万吨，消费量 90 万吨以上，是全球最大的双氧水生产国，消费并呈现持续快速

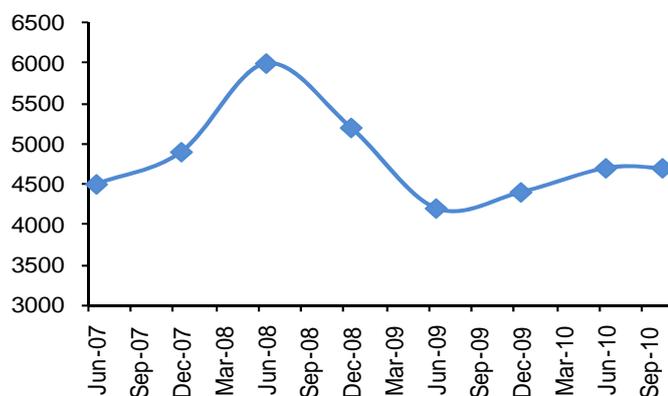
增长的趋势。近年来，外企看好国内双氧水市场，纷纷在华建双氧水项目。

- 国内主要的双氧水生产厂家主要有广东中成化工（含湖南智成）、上海阿科玛双氧水有限公司、柳州盛强化工（柳化股份子公司）、河北新化股份有限公司、建滔化工有限公司、山东恒通化工等公司。目前，国内外企业主要采用蒽醌法生产双氧水技术，蒽醌法技术先进，自动化控制程度高，产品成本和能耗较低，适合大规模生产，不足之处是生产工艺比较复杂。
- 2008年，法国阿科玛公司与上海华谊集团的合资公司上海阿科玛双氧水公司在吴泾的第二条4万吨/年双氧水生产线建成，使阿科玛公司在中国的产能达8万吨/年；苏威与华泰公司合作前，还和中国苏州晶瑞化学有限公司组建了双氧水合资公司；三菱瓦斯化学公司在江苏张家港新建一套产能为3万吨/年的双氧水装置也于今年投产。
- 对国内而言，2009年太阳纸业新建年产2.75万吨项目投产；2010年4月山东恒通化工从2.75万吨/年扩建到5.5万吨/年；2011年，预计福建屏南榕屏化工2.75万吨/年项目投产。
- 双氧水主要用于造纸、纺织、化工合成三大应用领域。国内双氧水三大消费领域的消费量都占总量的20%以上，总量占80%以上。进入90年代，迫于环境保护方面的压力，欧洲和北美都已通过立法来禁止造纸工业使用“氯漂”。世界造纸工业用氯漂白的现象正在逐渐减少，在废纸再生循环利用中，双氧水的氧化作用可使废纸脱去油墨后达到原始纸浆同样的白度。近年来，由于双氧水应用市场领域不断扩展，除三大主要应用领域外，还可作氧化剂、漂白剂、消毒剂、脱氧剂等，前景看好。

新闻纸盈利究竟如何？

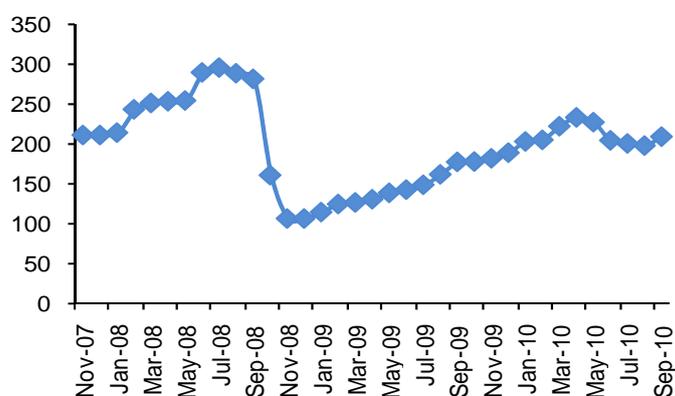
- 我们判断当前新闻纸毛利率与上半年相比有上升，吨纸净利在150元左右，这个水平还是处于一个较低的位置。
- 我们对于新闻纸并不认为未来行业会好转，主要因为需求我们认为增长很难。但是新闻纸长期处于盈利的低谷，与其他主要纸种相比未来产能增长很少，同时新闻纸的集中很高，或许未来行业内主要企业的协作会带来新闻纸盈利能力的反转。

图表6：新闻纸价格走势



来源：国金证券研究所

图表7：美废8#价格走势



图表11: 销售预测表

项 目	2009	2010E	2011E	2012E
新闻纸				
平均售价 (元/吨)	3,280.21	3,930.00	3,980.00	3,980.00
增长率 (YOY)	-26.26%	19.81%	1.27%	0.00%
销售数量 (千吨)	927.69	930.00	1,200.00	1,300.00
增长率 (YOY)	11.77%	0.25%	29.03%	8.33%
销售收入 (百万元)	3,043.02	3,654.90	4,776.00	5,174.00
增长率 (YOY)	-17.58%	20.11%	30.67%	8.33%
毛利率	13.83%	15.00%	16.00%	15.71%
销售成本 (百万元)	2,622.17	3,106.67	4,011.84	4,361.16
增长率 (YOY)	-14.52%	18.48%	29.14%	8.71%
毛利 (百万元)	420.85	548.24	764.16	812.84
增长率 (YOY)	-32.59%	30.27%	39.39%	6.37%
占总销售额比重	52.22%	49.14%	43.94%	40.67%
占主营业务利润比重	48.87%	50.21%	40.52%	35.13%
文化纸				
平均售价 (元/吨)	5,030.05	4,950.00	5,050.00	5,000.00
增长率 (YOY)	-19.90%	-1.59%	2.02%	-0.99%
销售数量 (千吨)	362.40	490.00	500.00	600.00
增长率 (YOY)	51.00%	35.21%	2.04%	20.00%
销售收入 (百万元)	1,822.89	2,425.50	2,525.00	3,000.00
增长率 (YOY)	20.95%	33.06%	4.10%	18.81%
毛利率	9.70%	11.00%	13.00%	13.00%
销售成本 (百万元)	1,646.07	2,158.70	2,196.75	2,610.00
增长率 (YOY)	28.35%	31.14%	1.76%	18.81%
毛利 (百万元)	176.82	266.81	328.25	390.00
增长率 (YOY)	-21.31%	50.89%	23.03%	18.81%
占总销售额比重	31.28%	32.61%	23.23%	23.58%
占主营业务利润比重	20.53%	24.44%	17.40%	16.85%
化工产品				
销售收入 (百万元)	646.24	1,053.00	1,443.00	1,904.00
增长率 (YOY)	33.55%	62.94%	37.04%	31.95%
毛利率	23.36%	17.04%	20.50%	24.98%
销售成本 (百万元)	495.28	873.57	1,147.19	1,428.38
增长率 (YOY)	39.20%	76.38%	31.32%	24.51%
毛利 (百万元)	150.96	179.43	295.82	475.62
增长率 (YOY)	17.86%	18.86%	64.86%	60.78%
占总销售额比重	11.09%	14.16%	13.28%	14.97%
占主营业务利润比重	17.53%	16.43%	15.68%	20.55%
铜版纸				
平均售价 (元/件)			5,200.00	5,200.00
增长率 (YOY)			#DIV/0!	0.00%
销售数量 (千件)			350.00	450.00
增长率 (YOY)			#DIV/0!	28.57%
销售收入 (百万元)			1,820.00	2,340.00
增长率 (YOY)			#DIV/0!	28.57%
毛利率			22.00%	23.00%
销售成本 (百万元)			1,419.60	1,801.80
增长率 (YOY)			#DIV/0!	26.92%
毛利 (百万元)			400.40	538.20
增长率 (YOY)			#DIV/0!	34.42%
占总销售额比重			16.74%	18.39%
占主营业务利润比重			21.23%	23.26%
其他业务				
销售收入 (百万元)	297.23	290.00	290.00	290.00
增长率 (YOY)	-0.82%	-2.43%	0.00%	0.00%
毛利率	37.13%	33.00%	33.00%	33.00%
销售成本 (百万元)	186.87	194.30	194.30	194.30
增长率 (YOY)	24.48%	3.98%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)	110.36	95.70	95.70	95.70
增长率 (YOY)	-26.22%	-13.28%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	5.10%	3.90%	2.67%	2.28%
占主营业务利润比重	12.82%	8.77%	5.07%	4.14%
销售总收入 (百万元)	5827.55	7438.40	10869.00	12723.00
销售总成本 (百万元)	4966.47	6346.58	8983.03	10409.00
毛利 (百万元)	861.08	1091.82	1885.98	2314.00
平均毛利率	14.78%	14.68%	17.35%	18.19%

来源: 国金证券研究所

- 我们预计公司在 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.334、0.745、1.071 元。与主要纸业公司比较，公司未来两年增长较快，目前公司 PB 远远低于行业水平（行业平均在 2 左右，公司仅为 1.2），我们建议买入，目标价为 16 元，相当于 2010 年 1.7 倍市净率，2011 年 21 倍 PE。

附录：人民币升值

- 人民币升值对行业及公司的影响详见我们在 2009 年 9 月 26 日的四季度策略《关注行业周期，关注事件推动》。
- 我们的观点：认为人民币升值实际影响不会像我们静态测算的那么大，尤其对于进口木浆的企业，我们认为很可能没有实质影响，而对于进口美废的企业则可能影响比较大。
- 对于华泰，我们静态测算人民币升值 1 个点，提高公司的 EPS 为 0.018 元。

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	6,032	6,006	5,828	7,438	10,869	12,723	货币资金	898	798	1,451	900	967	1,300
增长率		-0.4%	-3.0%	27.6%	46.1%	17.1%	应收款项	1,157	1,094	1,330	1,768	2,355	2,757
主营业务成本	-4,781	-4,875	-4,966	-6,347	-8,983	-10,409	存货	586	1,099	665	956	1,354	1,568
%销售收入	79.3%	81.2%	85.2%	85.3%	82.6%	81.8%	其他流动资产	152	80	260	256	92	106
毛利	1,251	1,131	861	1,092	1,886	2,314	流动资产	2,793	3,071	3,706	3,880	4,768	5,732
%销售收入	20.7%	18.8%	14.8%	14.7%	17.4%	18.2%	%总资产	30.5%	31.3%	28.8%	24.8%	28.8%	34.4%
营业税金及附加	-31	-24	-21	-26	-38	-45	长期投资	176	136	127	128	127	127
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	6,102	6,318	8,469	11,085	11,113	10,282
营业费用	-212	-195	-208	-275	-380	-445	%总资产	66.6%	64.3%	65.8%	70.9%	67.2%	61.7%
%销售收入	3.5%	3.3%	3.6%	3.7%	3.5%	3.5%	无形资产	70	267	550	540	532	524
管理费用	-166	-261	-255	-327	-467	-547	非流动资产	6,375	6,752	9,165	11,755	11,774	10,936
%销售收入	2.8%	4.3%	4.4%	4.4%	4.3%	4.3%	%总资产	69.5%	68.7%	71.2%	75.2%	71.2%	65.6%
息税前利润 (EBIT)	842	651	377	463	1,000	1,277	资产总计	9,168	9,822	12,870	15,635	16,542	16,668
%销售收入	14.0%	10.8%	6.5%	6.2%	9.2%	10.0%	短期借款	1,962	2,925	3,908	6,327	6,004	5,028
财务费用	-181	-239	-195	-253	-453	-406	应付款项	1,328	1,458	1,500	1,627	2,311	2,681
%销售收入	3.0%	4.0%	3.3%	3.4%	4.2%	3.2%	其他流动负债	141	7	91	138	199	231
资产减值损失	5	-43	2	0	0	0	流动负债	3,431	4,391	5,499	8,092	8,514	7,941
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	1,730	1,268	975	975	975	975
投资收益	-6	-43	-12	6	10	10	其他长期负债	219	148	47	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	n.a	2.3%	1.6%	1.1%	负债	5,380	5,806	6,520	9,067	9,488	8,915
营业利润	660	326	173	216	557	881	普通股股东权益	3,527	3,741	6,033	6,249	6,733	7,428
营业利润率	10.9%	5.4%	3.0%	2.9%	5.1%	6.9%	少数股东权益	261	276	317	319	321	324
营业外收支	19	51	914	50	50	50	负债股东权益合计	9,168	9,822	12,870	15,635	16,542	16,668
税前利润	679	377	1,087	266	607	931	比率分析						
利润率	11.3%	6.3%	18.7%	3.6%	5.6%	7.3%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-167	2	5	-48	-121	-233	每股指标						
所得税率	24.6%	-0.4%	-0.5%	18.0%	20.0%	25.0%	每股收益	0.905	0.665	1.688	0.334	0.745	1.071
净利润	512	378	1,092	218	485	698	每股净资产	6.429	6.818	9.301	9.634	10.380	11.451
少数股东损益	16	14	-3	2	2	3	每股经营现金净流	1.835	1.122	1.537	1.059	2.778	3.050
归属于母公司的净利润	496	365	1,095	216	483	695	每股股利	0.344	0.250	0.280	0.000	0.000	0.000
净利率	8.2%	6.1%	18.8%	2.9%	4.4%	5.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	14.07%	9.75%	18.15%	3.46%	7.18%	9.36%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	5.41%	3.71%	8.51%	1.38%	2.92%	4.17%
净利润	512	378	1,092	218	485	698	投入资本收益率	8.28%	7.84%	3.37%	2.74%	5.70%	6.96%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	589	635	595	794	980	1,139	主营业务收入增长率	61.30%	-0.43%	-2.98%	27.64%	46.12%	17.06%
非经营收益	204	123	-729	221	413	370	EBIT增长率	46.18%	-22.74%	-42.05%	22.84%	115.89%	27.69%
营运资金变动	-298	-521	38	-546	-76	-228	净利润增长率	24.45%	-26.53%	200.26%	-80.23%	123.36%	43.73%
经营活动现金净流	1,007	616	997	687	1,802	1,978	总资产增长率	15.83%	7.14%	31.03%	21.48%	5.80%	0.76%
资本开支	-245	-954	-1,495	-3,351	-949	-250	资产管理能力						
投资	-94	-4	-3	-1	0	0	应收账款周转天数	34.8	48.2	59.4	67.0	63.0	63.0
其他	-162	53	543	6	10	10	存货周转天数	44.4	63.1	64.8	55.0	55.0	55.0
投资活动现金净流	-501	-905	-956	-3,346	-939	-240	应付账款周转天数	62.3	59.3	69.3	67.0	67.0	67.0
股权募资	40	24	1,280	0	0	0	固定资产周转天数	362.9	332.7	459.2	365.4	368.5	285.3
债权募资	49	501	-579	2,390	-323	-975	偿债能力						
其他	-346	-409	-266	-281	-473	-430	净负债/股东权益	73.76%	84.52%	54.04%	97.46%	85.22%	60.67%
筹资活动现金净流	-257	116	435	2,108	-796	-1,405	EBIT利息保障倍数	4.7	2.7	1.9	1.8	2.2	3.1
现金净流量	249	-173	476	-551	67	333	资产负债率	58.68%	59.11%	50.66%	57.99%	57.36%	53.49%

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
强买	0	0	1	1	1
买入	0	0	0	0	0
持有	0	0	3	3	4
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.50	2.50	2.54

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 2009-04-20	买入	10.88	N/A
2 2009-07-28	买入	13.65	N/A
3 2010-03-24	持有	15.36	N/A

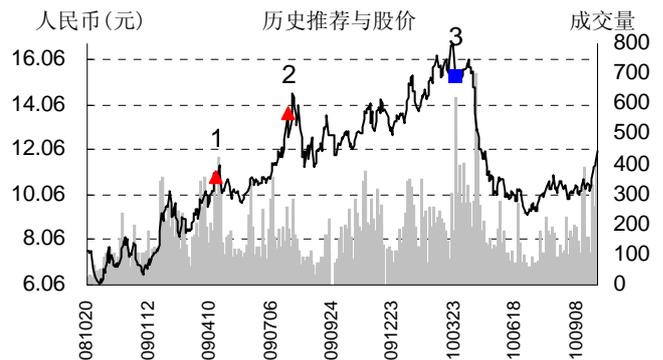
来源：国金证券研究所

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