

中材国际 (600970.SH)

其它专用设备行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

市价(人民币): 38.33元

## 重新重视中材国际的估值优势

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)	604.80
总市值(百万元)	29,101.45
年内股价最高最低(元)	40.23/17.37
沪深300指数	3061.83
上证指数	2751.53



## 相关报告

1. 《中材国际11月30日签署经营合同公告点评》，2010.11.30
2. 《三季报点评》，2010.10.29
3. 《中材国际前三季度业绩预增公告点评》，2010.10.19

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

唐笑 分析师 SAC 执业编号: S1130210090001  
(8621)61038229  
tangx@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	1.855	1.764	1.753	2.452	3.383
每股净资产(元)	6.25	5.00	4.39	6.71	9.96
每股经营性现金流(元)	25.40	1.94	3.90	3.76	2.98
市盈率(倍)	17.25	21.07	21.89	15.65	11.35
行业优化市盈率(倍)	26.31	53.21	53.21	53.21	53.21
净利润增长率(%)	22.57%	138.67%	78.90%	39.85%	37.97%
净资产收益率(%)	29.69%	35.31%	39.96%	36.55%	33.96%
总股本(百万股)	168.00	421.80	759.23	759.23	759.23

来源: 公司年报、国金证券研究所

■ 近日,我们通过实地调研,获悉水泥行业余热利用和固废处理的最新进展,尤其是水泥窑协同处理城市垃圾(生活垃圾、污泥等)有望获得中央政策支持。在该背景下,我们再次向投资者强烈推荐中材国际,一方面,未来公司传统业务经营情况存在不断超预期的可能,这决定了公司的EPS有所保证;另一方面,衍生业务,尤其是资源环保业务的进程有望加快,这可以提升公司的估值。

## 投资观点

- 资源环保项目有望获得中央大力支持: 1、工业和信息化部印发了关于水泥工业节能减排的指导意见,提到了“大城市周边的水泥企业基本形成协同处置城市生活垃圾和城市污泥的能力,使水泥工业转变为兼顾污染物处置的新兴环保产业”;并提出十二五期间要在城市周围形成1200万吨的垃圾处理能力;这是首次将该技术的推广予以量化,表明了中央层面对该技术的认可。2、近期相关政府部门组织讨论、调研、评审水泥窑协同处理城市生活垃圾和污泥的相关工程和技术,未来对相关的财税政策将可能直接促发利用水泥窑协同处理城市生活垃圾进入实质的快速进展阶段。3、中材国际由于诸多固有优势,将显著受益。
- 未来的印度市场订单是公司投资逻辑中锦上添花的因素: 1、预计公司今年新签合同240亿元左右,其中印度的合同只有一个—印度RAJASTHAN的5000t/d水泥生产线工程EP总承包合同,合同额7200万欧元。2、印度市场的开拓不同于沙特、中东,由于一些固有原因,必须选择一种合适的、长久的商业模式,该模式的探索与成熟不是一蹴而就的;模式一旦选定,订单将不用担心。3、公司已经在该方面投入了很多的时间和精力,有望真正打开印度市场。4、除了印度以外,南美国家、非洲国家水泥需求也在快速增长,未来或是订单超预期的因素之一。
- 设备自给率提高促成未来业绩继续超预期: 公司09年设备自给率在25%左右,今年有望达到33%-34%,我们预计,未来设备自给率仍然上升(本文假设2011-2012年设备自给率分别达到39%、45%),将促成公司业绩继续超出市场预期。

## 估值

■ 我们在2010年5月的公司深度报告中大力推荐中材国际,给予公司当年20倍PE的估值水平;在随后的若干篇报告中坚持对公司的推荐、以及上述估值水平。预计公司2010-2012年EPS分别为1.75、2.45、3.38元,很快将进入2011年,我们认为应当以公司2011年盈利水平重新估值,提高公司未来12月的目标价格至50元,即2011年20倍左右的估值水平。考虑到衍生业务对公司估值的提振作用,未来上涨空间非常可观。

## 风险

■ 国外业务由于不可控因素(比如战争等)而产生工期上的延误和损失。

## 资源环保项目有望获得政府大力支持

### 近日水泥窑协同处理固废相关事宜进入快车道

- 近日，工业和信息化部印发了关于水泥工业节能减排的指导意见，提出了水泥工业节能减排方面的指导思想和主要目标。尤其提到了：“大城市周边的水泥企业基本形成协同处置城市生活垃圾和城市污泥的能力，使水泥工业转变为兼顾污染物处置的新兴环保产业”。根据该《意见》后附的《水泥工业节能减排重点专项工程汇总表》，十二五期间要在城市周围形成 1200 万吨的垃圾处理能力；这是首次将该技术的推广予以量化，表明了中央层面对该技术的认可。若按照铜陵海螺年处理 10 万吨的处理能力做近似估计，十二五期间共需建设 120 条这样的处理装置，每条建设成本预计在 6000-7000 万元，总体市场规模达到 72-98 亿元。
- 近期相关政府部门组织讨论、调研、评审水泥窑协同处理城市生活垃圾和污泥的相关工程和技术，未来的相关财税政策将可能直接促发利用水泥窑协同处理城市生活垃圾进入实质的快速发展阶段。
- 上述事件是水泥窑协同处理城市固废已经进入实质推广阶段的标志性事件，对于水泥企业和设备、技术提供方都是重大利好。

### 水泥窑协同处理城市固废的几个关键问题

- 对于以水泥窑消纳固废的效果，各方面已经无异议；目前的分歧和讨论的焦点集中表现于：
  - 谁来投资。相关设备的投资属于沉淀成本，一旦投入，必须收回，这对固废和补贴的持续性提出了很高的要求。
  - 技术路线。目前常见的技术路线有两种：一种是以海螺川崎为代表的“不分拣”路线；另一种是以南京院、红树林为代表的“分拣”路线。对于后者而言，还有更详细的划分，比如红树林是与垃圾场合作的方式，只取垃圾分拣后的筛上物。
  - 补贴标准。各技术路线的投资、消纳成本不一致，而且信息不充分，使得就补贴标准达成一致较为困难。

### 中央大力支持是占优策略

- 预计中央将在行业准入、投资补贴、所得税优惠等方面予以支持，如此一来，可以实现多方面利益的一致性：
  - 对于水泥厂—具有了上马相关设备和技术的信心。
  - 对地方政府—可以以较低成本解决垃圾问题（填埋并不是合适的解决办法）。
  - 对中央政府—可以切实解决垃圾围城问题。

### 中材国际将显著受益于上述支持政策

#### 倡导分拣技术，有望大批量处理城市固废

- 中材国际南京院在处理城市生活垃圾方面，倡导的是分拣技术，我们认为，这更适用于中国城乡二元结构的现实，超大规模城市（北京、上海、广州等）周边水泥厂已经十分有限，如果是不分拣的路线，每条生产线每天最多只能处理 300 吨，对于每天上万吨的生活垃圾而言，实在是杯水车薪。而且，分拣技术可以很好的解决我国垃圾水分含量高的问题。

#### 央企背景

- 中材国际的央企背景，有助于公司承接项目、以及快速铺展业务。

#### 设计了我国大部分的新干生产线

- 我国目前有新干线 1300 多条，其中大部分是由中材国际设计的，公司在推广水泥窑协同处理固废方面有天然的优势。

### 技术完备，已生产出样机

- 公司从 98 年开始该技术的探索，目前技术已经十分成熟，滚筒筛、风选系统、料仓等关键设备已经具备了产业化的条件。

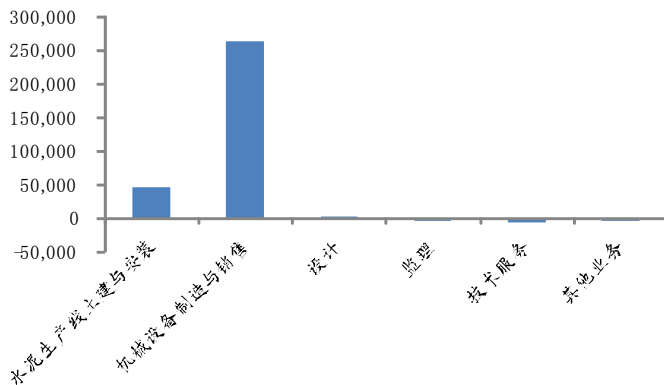
### 印度市场订单的兑现是公司投资逻辑中锦上添花的因素

- 预计公司今年新签合同 240 亿元左右，超过公司年初制定的 200 亿元目标，其中国内 80 亿元，国外 160 亿元；在 240 亿元合同中，印度的合同只有一个——印度 RAJASTHAN 的 5000t/d 水泥生产线工程 EP 总承包合同，合同额 7200 万欧元。
- 印度市场的开拓不同于沙特、中东，由于一些固有原因，必须选择一种合适的、长久的商业模式，该模式的探索与成熟不是一蹴而就的；模式一旦选定，订单将不用担心；公司已经在该方面投入了很长的时间和精力，有望真正打开印度市场。
- 除了印度以外，南美国家、非洲国家水泥需求也在快速增长，未来或是订单超预期的因素之一。

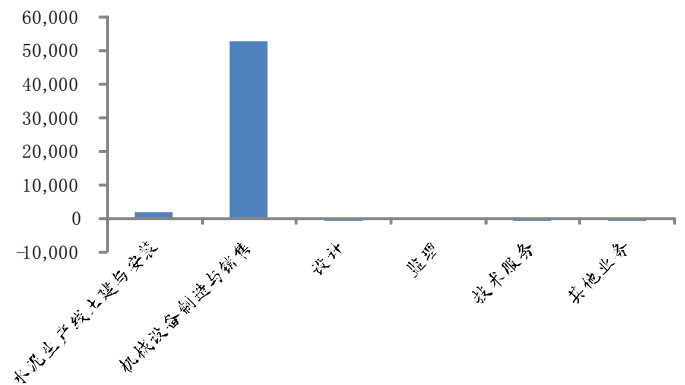
### 设备自给率提高促成未来业绩继续超预期

- 上半年公司实现收入增长 30.82 亿元，其中机械设备制造与销售收入增长 26.37 亿元，占比 85.57%；上半年实现毛利增长 5.39 亿元，其中机械设备制造与销售的毛利增长 5.27 亿元，占比 97.85%；因此公司毛利率改善、业绩增长的主要因素是设备自给率的提高。

图表1：上半年各业务的收入增长情况（万元）



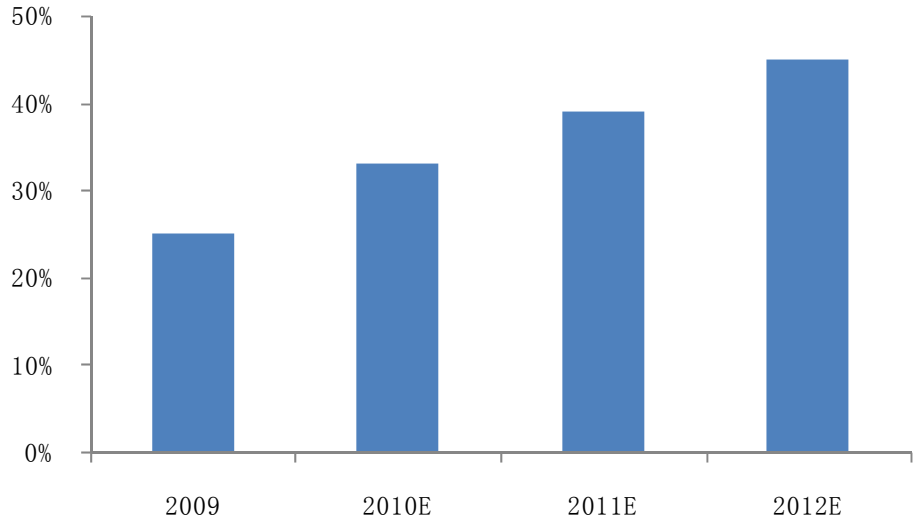
图表2：上半年各业务的毛利增长情况（万元）



来源：公司财务报告 国金证券研究所

- 公司 09 年设备自给率在 25% 左右，今年有望达到 33%-34%，我们预计，未来设备自给率仍然上升（本文假设 2011-2012 年设备自给率分别达到 39%、45%），将促成公司业绩继续超出市场预期。

图表3: 设备自给率提高促成未来业绩继续超预期 (设备自给率)



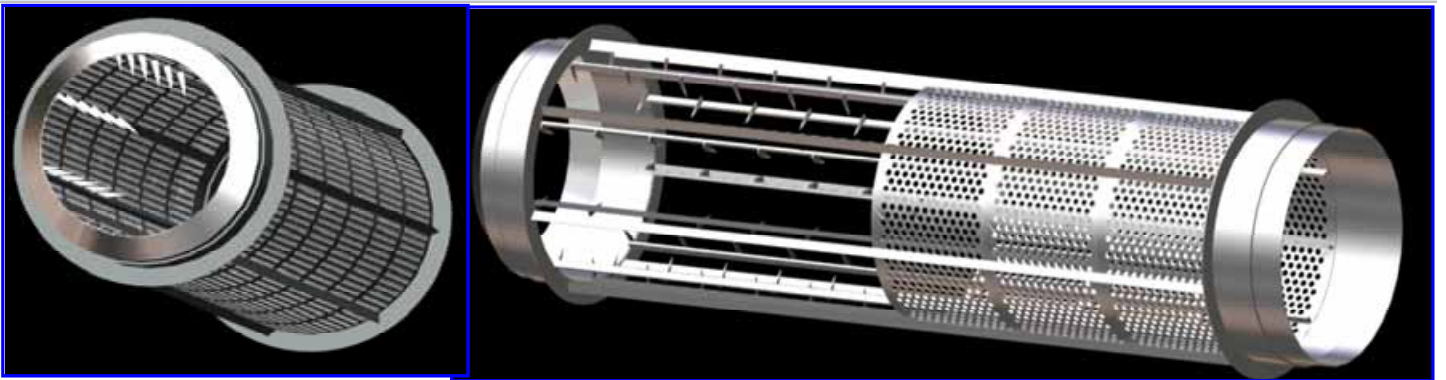
来源: 国金证券研究所

### 投资建议

- 我们在 2010 年 5 月的公司深度报告中大力推荐中材国际，给予公司当年 20 倍 PE 的估值水平；在随后的若干篇报告中坚持对公司的推荐、以及上述估值水平。预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.75、2.45、3.38 元，很快将进入 2011 年，我们认为应当以公司 2011 年盈利水平重新估值，提高公司的目标价格至 50 元，即 2011 年 20 倍左右的估值水平。考虑到衍生业务对公司估值的提振作用，未来上涨空间非常可观。

### 附件—中材国际在水泥窑协同处理废物方面的若干样机

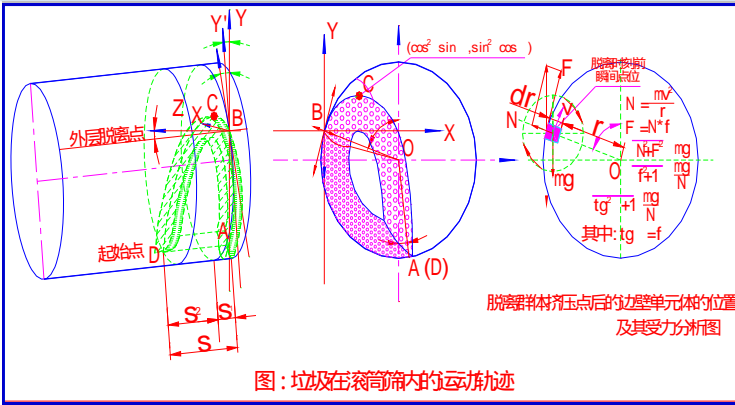
图表4: 垃圾破袋滚筒筛样机



来源: 公司资料 国金证券研究所

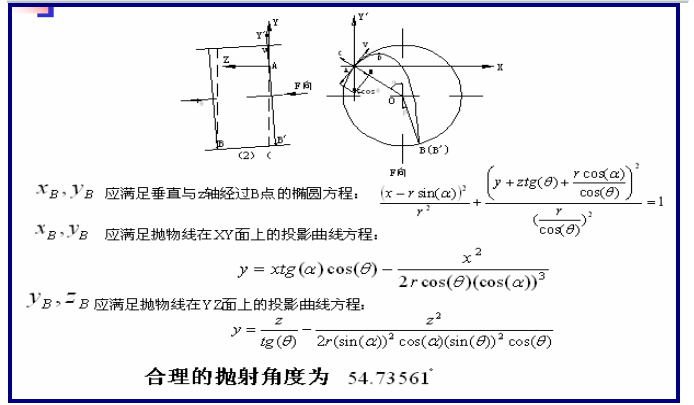


图表5: 滚筒筛理论研究 (1)



来源: 公司资料 国金证券研究所

图表6: 滚筒筛理论研究 (2)



图表7: 大型料仓样机 (1)



来源: 公司资料 国金证券研究所

图表8: 大型料仓样机 (2)



图表9: PSS 型生活垃圾风选系统装置



来源: 公司资料 国金证券研究所

**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
<b>主营业务收入</b>	<b>12,371</b>	<b>14,092</b>	<b>18,005</b>	<b>22,830</b>	<b>26,597</b>	<b>32,679</b>	货币资金	3,877	10,554	7,481	9,489	11,680	12,994
增长率		13.9%	27.8%	26.8%	16.5%	22.9%	应收款项	1,011	1,636	1,706	2,235	2,604	3,113
<b>主营业务成本</b>	<b>-11,070</b>	<b>-12,227</b>	<b>-15,732</b>	<b>-19,555</b>	<b>-22,559</b>	<b>-27,361</b>	存货	1,865	2,084	2,476	2,947	3,708	5,247
%销售收入	89.5%	86.8%	87.4%	85.7%	84.8%	83.7%	其他流动资产	1,982	3,141	3,345	4,122	4,978	6,309
<b>毛利</b>	<b>1,301</b>	<b>1,865</b>	<b>2,273</b>	<b>3,275</b>	<b>4,038</b>	<b>5,317</b>	流动资产	8,735	17,415	15,007	18,792	22,970	27,663
%销售收入	10.5%	13.2%	12.6%	14.3%	15.2%	16.3%	%总资产	89.3%	91.9%	88.7%	90.0%	90.7%	90.8%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-75</b>	<b>-109</b>	<b>-121</b>	<b>-160</b>	<b>-186</b>	<b>-229</b>	长期投资	60	92	101	102	101	101
%销售收入	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	782	1,019	1,324	1,692	1,984	2,472
<b>营业费用</b>	<b>-143</b>	<b>-129</b>	<b>-118</b>	<b>-183</b>	<b>-199</b>	<b>-196</b>	%总资产	8.0%	5.4%	7.8%	8.1%	7.8%	8.1%
%销售收入	1.2%	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%	0.6%	无形资产	169	356	405	294	256	234
<b>管理费用</b>	<b>-495</b>	<b>-614</b>	<b>-981</b>	<b>-1,233</b>	<b>-1,356</b>	<b>-1,634</b>	非流动资产	1,051	1,535	1,911	2,090	2,343	2,809
%销售收入	4.0%	4.4%	5.4%	5.4%	5.1%	5.0%	%总资产	10.7%	8.1%	11.3%	10.0%	9.3%	9.2%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>588</b>	<b>1,013</b>	<b>1,053</b>	<b>1,700</b>	<b>2,296</b>	<b>3,259</b>	<b>资产总计</b>	<b>9,786</b>	<b>18,950</b>	<b>16,919</b>	<b>20,882</b>	<b>25,313</b>	<b>30,471</b>
%销售收入	4.8%	7.2%	5.8%	7.4%	8.6%	10.0%	短期借款	197	2,840	99	0	0	0
<b>财务费用</b>	<b>-2</b>	<b>-134</b>	<b>117</b>	<b>-10</b>	<b>-5</b>	<b>-4</b>	应付款项	7,678	13,859	13,748	17,080	19,697	22,306
%销售收入	0.0%	-1.0%	-0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	392	374	495	294	324	372
<b>资产减值损失</b>	<b>-19</b>	<b>-112</b>	<b>-89</b>	<b>-58</b>	<b>-9</b>	<b>-12</b>	流动负债	8,267	17,073	14,343	17,374	20,021	22,679
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>17</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	0	0	65	65	65	66
<b>投资收益</b>	<b>-5</b>	<b>6</b>	<b>-60</b>	<b>0</b>	<b>42</b>	<b>58</b>	其他长期负债	36	282	307	0	0	0
%税前利润	n.a	0.9%	n.a	0.0%	1.8%	1.7%	<b>负债</b>	<b>8,303</b>	<b>17,355</b>	<b>14,715</b>	<b>17,439</b>	<b>20,086</b>	<b>22,745</b>
<b>营业利润</b>	<b>562</b>	<b>776</b>	<b>1,038</b>	<b>1,632</b>	<b>2,324</b>	<b>3,301</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>982</b>	<b>1,050</b>	<b>2,107</b>	<b>3,330</b>	<b>5,093</b>	<b>7,563</b>
营业利润率	4.5%	5.5%	5.8%	7.1%	8.7%	10.1%	少数股东权益	501	545	97	112	134	164
<b>营业外收支</b>	<b>36</b>	<b>-132</b>	<b>38</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>9,786</b>	<b>18,950</b>	<b>16,919</b>	<b>20,882</b>	<b>25,313</b>	<b>30,471</b>
<b>税前利润</b>	<b>598</b>	<b>644</b>	<b>1,076</b>	<b>1,662</b>	<b>2,354</b>	<b>3,331</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	4.8%	4.6%	6.0%	7.3%	8.9%	10.2%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>所得税</b>	<b>-190</b>	<b>-140</b>	<b>-254</b>	<b>-316</b>	<b>-471</b>	<b>-733</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	31.7%	21.8%	23.6%	19.0%	20.0%	22.0%	每股收益	1.514	1.855	1.764	1.753	2.452	3.383
<b>净利润</b>	<b>408</b>	<b>504</b>	<b>822</b>	<b>1,346</b>	<b>1,883</b>	<b>2,598</b>	每股净资产	5.843	6.250	4.995	4.387	6.708	9.961
<b>少数股东损益</b>	<b>154</b>	<b>192</b>	<b>78</b>	<b>15</b>	<b>22</b>	<b>30</b>	每股经营现金净流	9.871	25.396	1.941	3.895	3.761	2.981
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>254</b>	<b>312</b>	<b>744</b>	<b>1,331</b>	<b>1,861</b>	<b>2,568</b>	每股股利	0.390	0.380	0.400	0.130	0.130	0.130
净利率	2.1%	2.2%	4.1%	5.8%	7.0%	7.9%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	25.91%	29.69%	35.31%	39.96%	36.55%	33.96%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	2.60%	1.64%	4.40%	6.37%	7.35%	8.43%
<b>净利润</b>	<b>408</b>	<b>504</b>	<b>822</b>	<b>1,346</b>	<b>1,883</b>	<b>2,598</b>	投入资本收益率	23.90%	17.86%	33.66%	39.25%	34.70%	32.62%
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>118</b>	<b>332</b>	<b>359</b>	<b>367</b>	<b>385</b>	<b>477</b>	主营业务收入增长率	70.53%	13.92%	27.76%	26.80%	16.50%	22.87%
<b>非经营收益</b>	<b>17</b>	<b>-22</b>	<b>76</b>	<b>41</b>	<b>-63</b>	<b>-79</b>	EBIT增长率	107.14%	72.43%	3.90%	61.43%	35.05%	41.95%
<b>营运资金变动</b>	<b>1,116</b>	<b>3,446</b>	<b>-454</b>	<b>1,203</b>	<b>650</b>	<b>-733</b>	净利润增长率	92.87%	22.57%	138.67%	78.90%	39.85%	37.97%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,658</b>	<b>4,260</b>	<b>803</b>	<b>2,957</b>	<b>2,855</b>	<b>2,263</b>	总资产增长率	22.57%	93.65%	-10.72%	23.43%	21.22%	20.38%
<b>资本开支</b>	<b>-243</b>	<b>-297</b>	<b>-449</b>	<b>-538</b>	<b>-599</b>	<b>-900</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资</b>	<b>-126</b>	<b>-58</b>	<b>-81</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应收账款周转天数	20.7	22.0	22.8	23.0	23.0	22.0
<b>其他</b>	<b>3</b>	<b>22</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>42</b>	<b>58</b>	存货周转天数	58.3	58.9	52.9	55.0	60.0	70.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-366</b>	<b>-333</b>	<b>-520</b>	<b>-539</b>	<b>-557</b>	<b>-842</b>	应付账款周转天数	55.3	68.8	67.4	68.0	66.0	64.0
<b>股权募资</b>	<b>40</b>	<b>29</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	17.9	24.9	25.0	25.1	25.1	25.6
<b>债权募资</b>	<b>-395</b>	<b>2,653</b>	<b>-2,676</b>	<b>-385</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>-204</b>	<b>-2,842</b>	<b>2,115</b>	<b>-26</b>	<b>-108</b>	<b>-108</b>	净负债/股东权益	-248.27%	-484.10%	-332.59%	-274.11%	-222.45%	-167.49%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-559</b>	<b>-160</b>	<b>-561</b>	<b>-411</b>	<b>-108</b>	<b>-107</b>	EBIT利息保障倍数	378.7	7.5	-9.0	169.5	496.1	820.7
<b>现金净流量</b>	<b>733</b>	<b>3,767</b>	<b>-277</b>	<b>2,008</b>	<b>2,191</b>	<b>1,314</b>	资产负债率	84.85%	91.58%	86.97%	83.51%	79.35%	74.64%

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	1	1	4	16
买入	1	2	3	5	15
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.75	1.75	1.65	1.54

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 2010-06-02	买入	19.64	N/A
2 2010-07-08	买入	19.12	26.00 ~ 26.00
3 2010-08-05	买入	25.67	N/A
4 2010-08-13	买入	27.21	N/A
5 2010-08-30	买入	32.38	40.00 ~ 40.00
6 2010-10-19	买入	36.33	N/A
7 2010-10-29	买入	35.07	N/A
8 2010-11-30	买入	34.07	N/A

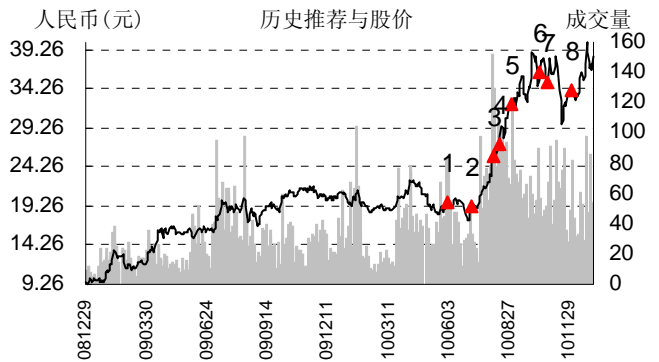
来源：国金证券研究所

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