

方正证券研究中心

交通运输行业分析师：李莹莹

电话：(86731)5832372

邮件：liyingying@foundersec.com

联系人：徐姗姗

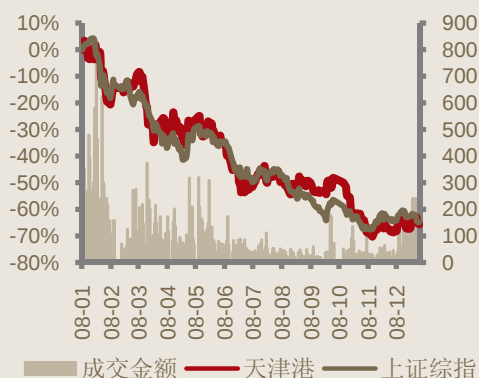
电话：(86731)5832351

邮件：xushanshan@foundersec.com

市场数据

总市值（百万元）	14537.00
总股本（百万股）	1674.77
流通股本（百万股）	868.14
12个月最高/最低（元）	29.23/8.09
主要股东	天津港（集团）有限公司

公司相对上证指数表现



请务必阅读最后特别声明与免责条款

发展前景明朗的北方综合大港

天津港调研报告

公司研究·调研报告
2008.01.05 增持

交通运输-港口行业

投资要点

※资产注入令公司 08 年前 3 季度业绩大幅增加

在受国际经济危机影响，货物吞吐量增速有所下降的情况下，受益于资产注入的增厚效应，天津港 08 年前 3 季度的营业收入和净利润同比增长达 332.17% 和 96.55%。销售业务随之成为公司最大收入来源，但装卸业务仍贡献主要利润。并且公司毛利率受销售业务的拖累大幅下降至 25%。

※散货业务增长点将来自煤炭、原油与汽车

受铁路运力的限制以及曹妃甸未来的竞争压力影响，天津港煤炭未来业务增长将主要来自新注入的神华煤码头。预计 08 年为 7800 万吨左右，2010 年有望达到 1 亿吨。石油业务未来的发展将主要受益于天津地区巨大的石化产业规划。现有的石化码头盈利能力突出，09 年拟注入的 30 万吨级原油码头将使公司原油吞吐量快速增长。滚装业务方面，天津港一直是国内接卸进口汽车的主力，市场份额占 35% 左右。近年来汽车滚装发展迅速，预计 08 年吞吐量在 32 万辆左右。公司目标为 2010 年达到 100 万辆。

※集装箱业务将保持较快发展

在全国及长三角、珠三角地区的港口集装箱吞吐量增速不断下滑的情况下，天津港的集装箱吞吐量仍旧保持着 20% 左右的增长速度。直接经济腹地华北五省市进出口额保持较高增长，集装箱生成系数未来提升空间大，便捷的“无水港”物流网络带来新的货源等因素将使天津港集装箱吞吐量保持一个较快的增长态势。预计 08 年、09 年、10 年为 850 万 TEU、960 万 TEU 和 1100 万 TEU。

※盈利预测与投资评级

预计公司 08-10 年 EPS 分别为 0.72 元、0.75 元和 0.80 元，对应的动态 PE 为 12.1 倍、11.6 倍和 10.8 倍。从估值上看，公司与行业 13.95 倍的 PE 相当，但考虑到公司资产注入持续可期，发展前景明朗，具备明确成长性，我们认为公司有较好的中长期投资价值，给予“增持”的投资评级。

	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	2930.57	11874.00	12706.00	13978.00
营业利润	897.92	1679.90	1801.31	2010.61
归属母公司净利润	600.42	1201.43	1248.55	1346.00
每股收益（元）	0.41	0.72	0.75	0.80
PE	20.9	12.1	11.6	10.8

一、公司业绩大幅增长，但毛利率下降明显

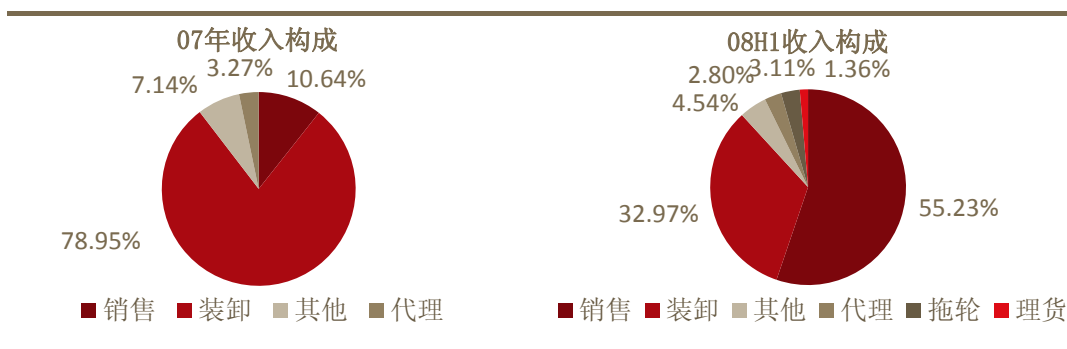
08年1-9月份，天津港实现营业收入和净利润89.79亿元和8.83亿元，同比分别增长332.17%和96.55%。

收入的大幅增长主要系公司从天津港集团收购了41亿元散货码头等资产，并从今年2季度开始并表。至此，所有的散货码头都已从集团转移至股份公司。净利润增长则主要受益于公司货物吞吐量的增长和装卸及堆存费的三项费率提升使得装卸业务收入提高；另外，所得税率由33%下降至25%也有利于公司净利润的提升。

1、销售业务成最大收入来源，装卸业务仍贡献主要利润

公司主营收入主要来自于装卸和销售业务，二者之和占公司收入的90%左右。08年上半年，随着资产收购的完成，新注入的销售及辅助资产贡献了大量的销售收入，从而，公司销售业务实现收入31.78亿元，占主营业务收入的比重达到了55.23%，取代装卸业务成为公司第一大收入来源。由于散货码头的注入，公司装卸业务08年上半年也大幅增长77.07%，实现收入18.97亿元，但对公司主营收入的贡献由07年的78.95%下降至32.97%。

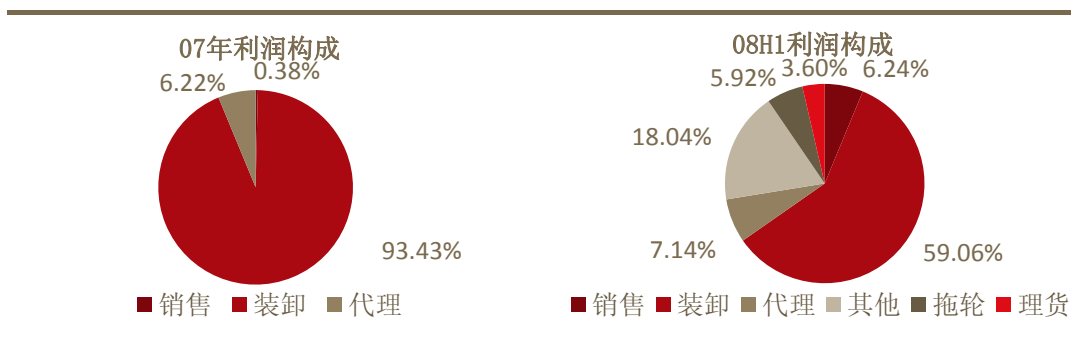
图表1 销售业务成为公司最大收入来源



资料来源：公司公告 方正证券研究中心

对公司利润贡献最大仍然是装卸业务，08年上半年其占公司毛利润的比重为59.06%，虽较07年的93.43%大幅下降，但其为公司第一大利润来源的地位不可动摇。

图表2 装卸业务仍为公司最大利润来源

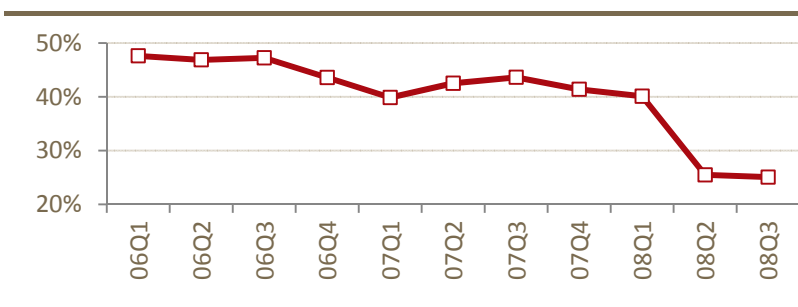


资料来源：公司公告 方正证券研究中心

2、毛利率受销售业务拖累大幅下降

08年上半年，公司销售业务的毛利率为3.55%，装卸业务毛利率为56.28%，因此，随着毛利水平较低的销售业务大幅增加，公司08年前3季度的毛利率下降至25.07%；而在08年1季度之前，公司毛利率水平一直都维持在40%以上。但若剔除销售业务的影响，公司的核心毛利率保持稳定。

图表 3 公司毛利率受销售业务影响大幅下滑

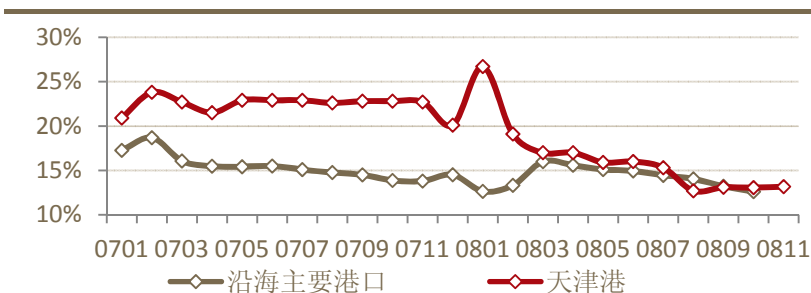


资料来源：公司公告 方正证券研究中心

3、货物吞吐量增速下降，但高于沿海港口总体水平

受国际经济危机影响，08年2月以来，天津港货物吞吐量累计增速呈下降趋势，目前维持在13%左右。1-11月完成货物吞吐量3.3亿吨，同比累计增长13.2%，较去年同期的22.7%下降了9.5个百分点。但除8月、9月受奥运因素影响外，其他月份的累计增速均高于沿海主要港口的总体水平。

图表 4 天津港货物吞吐量累计增速高于沿海主要港口总体增速



资料来源：WIND 方正证券研究中心

与其它沿海主要港口比较而言，天津港1-11月的货物吞吐量累计增速仅次于日照港和营口港，高于全国港口12.6%的平均增长水平。

图表 5 08年1-11月沿海主要港口货物吞吐量增速

港口	11月(万吨)	年初累计(万吨)	累计同比
宁波-舟山港	3961	48158	10.30%
上海	3630	47401	5.60%
天津	2841	32995	13.20%
广州	3060	31506	1.20%

青岛	2502	27530	13.00%
秦皇岛	1512	23624	4.00%
大连	2163	22328	9.90%
深圳	1508	19609	10.00%
日照	1198	13850	14.80%
营口	1240	13796	17.90%
沿海港口	46049	541301	12.60%

资料来源: WIND 方正证券研究中心

二、散货业务增长点将来自煤炭、原油与汽车

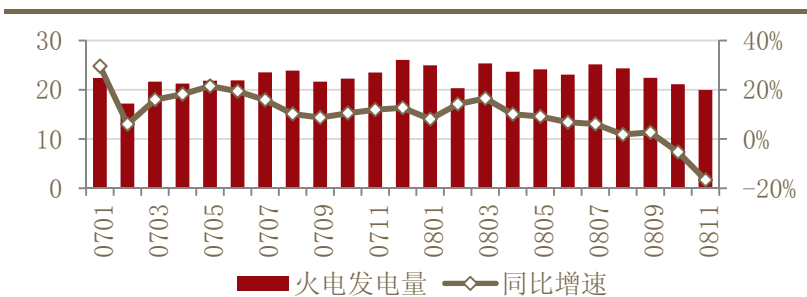
目前,天津港的装卸业务以大宗散杂货为主导,主要包括煤炭、焦炭、铁矿石、原油及制品、汽车等货类,这其中具备较好发展潜力的货种为煤炭、原油和汽车。

1、煤炭业务稳健增长,预计 10 年达到 1 亿吨

(1) 发电量下降,煤炭需求减少

受宏观经济增速下降的影响,中国当前发电需求异常疲弱,火电发电量已从 08 年 3 月开始逐月放缓,10 月首现负增长,11 月同比下降幅度达到 16.6%,已超过历史低点。

图表 6 08 年以来火电发电量下降明显 亿千瓦时



资料来源: WIND 方正证券研究中心

全国火电发电量的降低导致了煤炭需求的日益降温。预计 08 年煤炭消费量在 27.4 亿吨左右,同比增长 4.5%,增幅比 07 年回落 4.6 个百分点。并且,在今后一段时期,受主要耗煤产业增速减慢影响,煤炭需求将继续保持增长减缓的基本态势。另外,受出口配额政策的影响,09 年、10 年煤炭出口将进一步下滑。

(2) 天津港煤炭业务增长将主要来自新注入的神华煤码头

受煤炭需求下降影响,天津港煤炭吞吐量增速放缓明显。在 07 年完成 7485 万吨,同比增长 25.06% 的基础上,08 年 1-9 月仅完成 5990 万吨,同比增速大幅下降至 2.8%,低于全国港口煤炭发送量 15% 的同比增速。当然,这其中不乏奥运因素的影响,08 年 9

月当月的吞吐量为 478 万吨，同比下降 27.3%。10 月、11 月开始恢复性增长。

图表 7 08 年 1-9 月主要港口煤炭吞吐量（单位：万吨）

港口	2007 年	2008 年 9 月	1-9 月累计	当月增长	累计增长
秦皇岛	21400	1838	17457	-3.50%	9.30%
天津港	7485	478	5990	-27.30%	2.80%
青岛港	1256	129	1136	12.80%	17.20%
日照港	1500	119	1264	19.00%	12.00%
连云港	1333	89	1181	-25.90%	8.20%
上海港	8687	671	6591	-5.90%	0.50%
宁波港	4387	410	3691	13.60%	13.60%
广州港	8721	638	5851	-18.70%	-10.30%

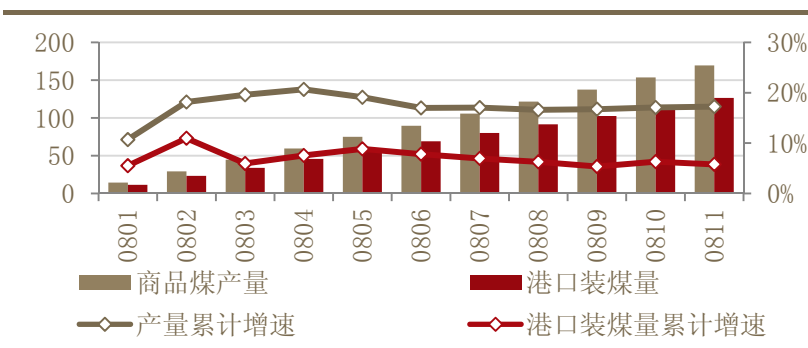
资料来源：中贸物流资讯 方正证券研究中心

除受煤炭需求影响外，鉴于煤炭运力仍偏紧的背景，港口煤炭吞吐量很大程度上取决于铁路运力的分配，是铁道部、电厂、港口等多方博弈的结果。天津港日后的竞争对手将是曹妃甸港。快速发展的曹妃甸港目前的设计能力已达到 5000 万吨，预计明年初开始试运营，其未来规划是 2 亿吨，其中 1 亿吨来自从大秦线分流的迁曹铁路。因此，未来大秦线 4 亿吨的运量分流到天津港约 5000 万吨，远不能满足天津港目前接近 1 亿吨的接卸能力。曹妃甸港将对天津港造成分流压力。

在这种情况下，天津港与大货主之间的资本层面合作关系将显现其煤炭业务的优势。新注入的神华天津煤炭码头公司便是由天津港持股 45%、中国神华集团控股 55% 的联营公司。鉴于竞争对手黄骅港吞吐量已基本饱和，且不适合大吨位船舶停靠，神华的增量将主要通过黄万线由天津港神华煤码头来完成。因此，天津港未来的煤炭货源增量将主要来自中国神华。

08 年 1-11 月中国神华商品煤产量为 1.69 亿吨，同比增长 17.23%；同期，公司港口装煤量 1.26 亿吨，同比增长 5.77%。增速均保持稳定。

图表 8 中国神华煤炭产量及港口装煤量稳定增长 百万吨



资料来源：WIND 方正证券研究中心

参考目前神华包括哈拉沟、布尔台以及哈尔乌素等矿区的扩能情况，并按照 75% 的下水量，预计 08-10 年给天津港神华煤码头带

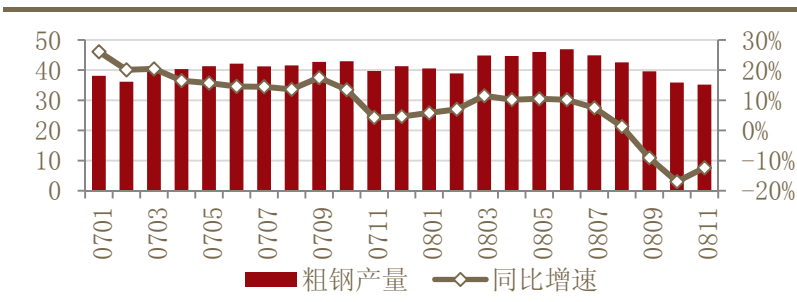
来的增量分别是 1170 万吨、2860 万吨和 2860 万吨。总的来看，天津港煤炭业务依然会有稳健的增长，预计 08 年为 7800 万吨左右，2010 年有望达到 1 亿吨。

2、铁矿石吞吐量未来或有下降

(1) 经济腹地钢铁需求放缓，铁矿石港存高企

中国经济的放缓必然会影响对钢铁的需求，国内粗钢产量同比增速已从 08 年 6 月开始放缓，并于 9 月开始已连续 3 个月出现负增长，增速分别为-9.1%、-17%、-12.4%。

图表 9 国内粗钢产量自 08 年 9 月连续 3 个月负增长 百万吨



资料来源: WIND 方正证券研究中心

港口铁矿石吞吐量与其经济腹地的钢铁需求密切相关。天津港的经济腹地主要是天津、北京、河北、山西、陕西、内蒙古、甘肃、青海、宁夏和新疆，其中，和天津港铁矿石吞吐量相关性较大是北京、天津和河北的铁矿石需求。08 年 1-11 月份北京、天津、河北的粗钢产量增速和去年同期相比都出现了下滑，北京更是同比下降 40.8%。三地合计粗钢产量增速大幅回落至 3.3%。

图表 10 天津港主要经济腹地铁矿石需求增速下降明显 万吨

	2005	2006	2007	08 年 1-11 月	07 年同比	08 年 1-11 月同比
北京	827.56	816.99	810.86	437.66	-0.75%	-40.78%
天津	955.27	1287.16	1530.49	1577.66	18.90%	14.24%
河北	7424.99	9388.97	10848.27	10557.20	15.54%	5.04%
合计	9207.82	11493.12	13189.62	12572.52	14.76%	3.30%
铁矿石需求	13811.73	17239.68	19784.43	18858.78	14.76%	3.30%

资料来源: WIND 方正证券研究中心

腹地铁矿石需求的下降必然会影响天津港的铁矿石吞吐量增速。另外，铁矿石港存量的高企也不容忽视。截止 08 年 10 月 17 日，我国 19 个主要港口库存铁矿石总量高达 7098 万吨，比年初增加 50%，足够钢铁企业接近 2 个月的用量。其中，天津港铁矿石港存 702 万吨，占全国的 10%左右。

(2) 更大威胁来自曹妃甸分流

在钢铁需求放缓和港存铁矿石高企的双重压力下，港口铁矿石吞吐量增速下降不可避免。08 年 1-9 月，天津港完成铁矿石吞吐量

5043 万吨，同比增长 27.7%，远高于 07 年的 14.63%，主要是由于集团资产的注入。如剔除该部分因素，天津港存量资产截止 12 月 9 日的铁矿石吞吐量还不到 5000 万吨，比增 7% 左右。

图表 11 08 年 1-9 月主要港口铁矿石吞吐量（单位：万吨）

港口	2007 年	2008 年 9 月	1-9 月累计	当月增长	累计增长
大连港	1171	148	1051	10.10%	20.90%
天津港	4700	484	5043	17.10%	27.70%
青岛港	8151	786	7178	14.40%	18.40%
日照港	6300	646	6698	6.00%	17.00%
烟台港	1270	126	1542	42.00%	73.70%
上海港	6068	541	4980	-1.00%	12.10%
宁波港	7075	532	5480	-15.60%	1.50%

资料来源：中贸物流资讯 方正证券研究中心

未来，天津港铁矿石业务除受钢铁需求下降影响外，更大的威胁是来自曹妃甸的分流。曹妃甸矿石码头为国家第一层次码头，适合发展大型深水港，国务院正致力于将曹妃甸打造成华北地区能源及铁矿石等的主要散货运输港。其 25 万吨级矿石码头已与 06 年投入运营，前沿水深 30 米以上，靠岸最大的船为 27 万吨级，堆存能力 800 万吨。08 年 12 月已实现吞吐量 3000 多万吨，09 年力争实现 4000 万吨。矿石二期工程业已通过审批，设计能力 3000 万吨，预期 2010 年建成投产，届时曹妃甸矿石码头能力将达到 7750 万吨，取代天津港成为渤海湾的主要铁矿石装卸港。

（3）天津港铁矿石业务未来或有下降

国内钢铁需求的低迷，港存矿石的高企，邻近曹妃甸码头的分流，种种不利因素使得 2000 年以来天津港铁矿石业务快速增长的势头将受到抑制。08 年由于资产注入影响铁矿石吞吐量将有大幅增长，但 08 年以后将不容乐观，甚至有所下降，预计维持在 5000-6000 万吨左右。

3、石油业务具备良好增长潜力

（1）受益于地区石化产业规划

天津港石油业务未来的发展将主要受益于天津地区巨大的石化产业规划：世界最大的单线乙烯联合装置天津 100 万吨/年乙烯炼化一体化项目（此项工程 09 年建成后将新增炼油能力 700 万吨即达到 1250 万吨），远景规划 2010 年乙烯能力 1700 万吨、2020 年 2500 万吨；1000 万吨原油和 800 万吨成品油战略储备库项目等，随着这些项目及其配套产业链的逐渐建成投产，届时整个港区石化产品吞吐量将达到 6000 万吨以上。

（2）现有石化码头盈利能力突出

公司现在有的石化码头为我国北方最大的石化产品中转基地，年吞吐能力达 2000 万吨，04-06 年的货物吞吐量分别为 1032.62 万吨、1350.26 万吨和 1800.17 万吨。从公司增发时披露的数据来看，

其盈利能力十分突出，06 年实现营业收入 2.22 亿元，实现净利润 1.23 亿元，净利率为 55.43%。截至 08 年 12 月 12 日，石化码头完成液体石油化工产品接卸 2156.3 万吨。我们预计 09-10 年该石化码头吞吐量的年复合增速将达到 6%。

(3) 30 万吨级原油码头值得期待

集团与中石化合资建设的 30 万吨原油码头现已完工并进行试运行，该码头可停靠 10-30 万吨级大型原油船舶，年设计吞吐能力 2000 万吨，服务对象包括中石化天津 100 万吨乙烯项目、华北各大炼油企业等。该码头完全达产后，参考目前石油化工码头的 ROA，预计可贡献利润 1.6 亿元左右。出于集团的控股战略以及公司之前的承诺，预计该原油码头将于 09 年上半年注入公司，届时，公司的原油吞吐量将有一个快速的增长。

4、汽车滚装业务发展迅速，2010 年目标 100 万辆

公司发展汽车滚装业务的地理条件得天独厚。天津港经济腹地内有众多的汽车制造商，如哈飞、沈阳金杯、天津一汽、海马等，目前一汽、丰田、长城汽车均在天津滨海新区有生产基地。并且，天津港一直是国内接卸进口汽车的主力，市场份额占 35% 左右。

由中日挪 3 方合资（天津港控股 51%、日本邮船株式会社 34%、华轮威尔森码头 15%）的天津港环球滚装码头有限公司出资新建的年设计吞吐能力为滚装汽车 50 万辆的天津港滚装码头工程已顺利竣工投产，天津港的汽车吞吐能力达到了 60 万辆。根据海关统计，08 年 1-10 月，天津港的滚装码头吞吐量累计为 26.82 万辆，平均每月 2.7 万辆左右，预计全年在 32 万辆左右。公司目标为 2010 年汽车吞吐量达到 100 万辆，增长非常迅猛。

图表 12 08 年 10 月主要滚装码头汽车吞吐量(单位: 万辆)

单位	内进	内出	外进	外出	当月合计	累计
大连汽车码头有限公司	0	0	730	45	775	14122
天津港滚装码头有限公司	4833	9864	6994	4905	26596	268197
上海海通国际汽车码头有限公司	6746	512	4811	10062	22131	270371
广州港南沙汽车码头有限公司	4925	6805	0	0	11730	119095
广州港集团南沙港务有限公司	0	0	4762	4676	9438	85210
合计	16504	17181	17297	19688	70670	685275

资料来源：中贸物流资讯 方正证券研究中心

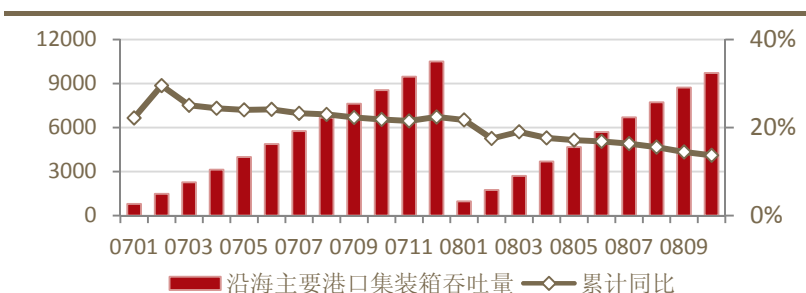
三、集装箱业务将保持较快发展

1、全国集装箱吞吐量受全球经济危机影响明显

08 年以来，我国集装箱吞吐量出现明显下降，1-10 月份沿海主要港口集装箱吞吐量累计实现 9718.13 万 TEU，同比增长 13.69%，较去年同期的 21.84% 大幅降低了 8 个百分点。月度吞吐量 9 月以

来进入了个位数的增长，9 月份同比增速仅为 5.69%，10 月小幅回升至 8%。受全球经济危机影响明显。

图表 13 沿海主要港口集装箱吞吐量增速下滑明显 万 TEU

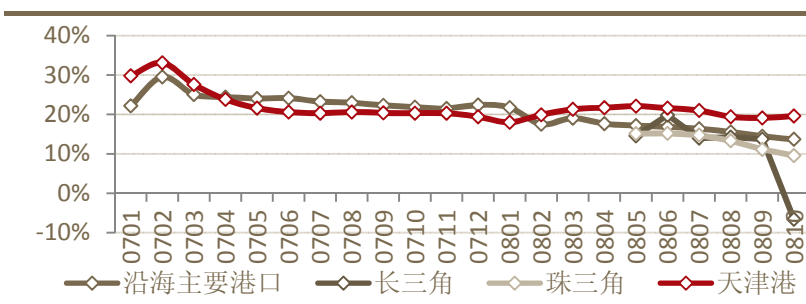


资料来源：中贸物流资讯 方正证券研究中心

2、天津港集装箱吞吐量增速依旧

在全国及长三角、珠三角地区的港口集装箱吞吐量增速不断下滑的情况下，天津港的集装箱吞吐量仍旧保持着 20% 左右的增长速度。08 年 1-10 月，天津港完成集装箱吞吐量 776.06 万 TEU，同比增长 19.67%；同期，长三角港口、珠三角港口的增速则分别降至 -6.60% 和 9.55%，显示出天津港集装箱业务强劲的增长潜力。

图表 14 天津港集装箱吞吐量增速稳定



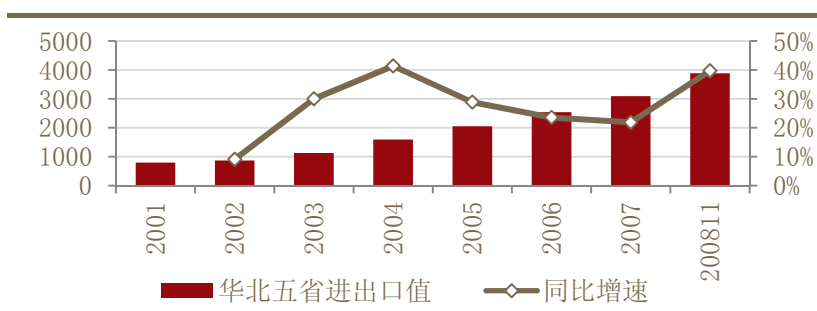
资料来源：中贸物流资讯 方正证券研究中心

我们认为天津港集装箱吞吐量受经济危机影响较其他港口小的原因主要有以下几点：一是滨海新区开发开放两年，政策和区域经济效应开始显现；二是腹地经济的产业结构使得天津港的集装箱货源主要面对内贸，欧美航线偏少，对出口的依赖较南方港口小；三是港口的规模效应，港口吞吐量达到 600 万 TEU 以后，便会产生聚集效应，效率不断提高。

3、几大因素助力天津港集装箱业务的快速发展

进出口是影响集装箱吞吐量的重要因素之一，03 年以来，天津港的直接经济腹地华北五省市（北京、天津、河北、山西、内蒙）进出口额一直保持着较高的增长，同比增速始终维持在 21% 以上，08 年 1-11 月更是达到了 39.69%，远高于全国 20.90% 的平均水平。这将为天津港带来充沛的适箱货源。

图表 15 直接经济腹地华北五省市进出口增长迅速 亿美元



资料来源: WIND 方正证券研究中心

第二, 集装箱生成系数也是影响吞吐量的重要因素。07 年华北五省市的集装箱生成系数仅为 0.32, 明显低于全国 0.55 的平均水平, 有很大上升空间。而环渤海地区作为承接沿海产业专业的主要地区之一, 集装箱生成系数将会有显著提高。

第三, 近年来天津港大力拓展内陆和布局“无水港”, 发展物流网络。“无水港”有助于企业进一步降低物流成本, 提高通关效率, 从而有利于天津港争取外省市的适箱货源。目前天津港 70%以上的货物吞吐量和 50%以上的口岸进出口货值来自天津以外各省区。08 年已建成 10 个内陆“无水港”, 公司计划 09 年再建 6 个, 覆盖大部分经济腹地的重要城市, 便捷的物流网络将给天津港带来新的货源。

另外, 在需求增长的同时, 天津港的集装箱吞吐能力随着太平洋国际 6 个泊位的竣工投产已达到 850-1000 万 TEU, 09 年、10 年还将有所增长, 2010 年可达 1000-1200 万 TEU, 完全能满足港口发展需要。

鉴于以上因素, 我们预计天津港 08 年、09 年、10 年的集装箱吞吐量将分别达到 850 万 TEU、960 万 TEU 和 1100 万 TEU, 增速为 19.7%、12.9%和 14.6%, 整体将保持一个较快的增长态势

六、盈利预测与投资评级

1、盈利预测假设

根据以上的分析, 假设各业务增长情况如下表所示, 且未来几年装卸费率保持不变。同时, 暂不考虑资产注入情况。

图表 16 2008-2010 年公司各货种吞吐量预测 万吨/万辆

	2008E	2009E	2010E
煤炭	7800	8500	10000
焦炭	1200	1000	1000
铁矿石	6500	6000	5500
原油	2250	2385	2528

汽车	32	50	100
集装箱	420	480	550

资料来源：方正证券研究中心

图表 17 2008-2010 年公司主营收入构成 百万元

	2008E	2009E	2010E
装卸收入	4158	4414	5064
销售收入	6356	6864	7414
其他收入	1360	1428	1500
主营收入	11874	12706	13978

资料来源：方正证券研究中心

2、盈利预测与投资评级

预计公司 08-10 年 EPS 分别为 0.72 元、0.75 元和 0.80 元，对应的动态 PE 为 12.1 倍、11.6 倍和 10.8 倍。虽然从估值上看，公司与行业 13.95 倍的 PE 相当，但考虑到公司资产注入持续可期，发展前景明朗，具备明确的成长性，我们认为公司有较好的中长期投资价值，给予“增持”的投资评级。

图表 18 天津港盈利预测 百万元

	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	2930.57	11874.00	12706.00	13978.00
减：营业成本	1717.28	8891.09	9535.38	10481.96
营业税金及附加	93.26	356.22	381.18	419.34
管理费用	227.52	985.54	1054.60	1160.17
财务费用	53.84	71.24	63.53	55.91
加：投资收益	57.45	110.00	130.00	150.00
营业利润	897.92	1679.90	1801.31	2010.61
加：营业外收支	84.38	84.38	84.38	84.38
利润总额	982.30	1764.28	1885.69	2094.99
减：所得税	239.22	352.86	377.14	419.00
净利润	743.08	1411.43	1508.55	1676.00
减：少数股东损益	142.66	210.00	260.00	330.00
归属母公司净利润	600.42	1201.43	1248.55	1346.00
每股收益（元）	0.41	0.72	0.75	0.80

资料来源：方正证券研究中心

（注：未考虑资产注入情况）

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%；
 中性：预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上；
 中性：预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款：

本报告版权归“方正证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“方正证券”，且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。在法律允许的情况下，我公司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多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

	长沙	杭州
地址：	湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼 (410015)	浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦 4 楼 (310006)
电话：	(86731) 5832351	(86571) 87782600
传真：	(86731) 5832380	(86571) 87782600
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com