

稳扎稳打 期待重生

——金马集团（000602）调研跟踪报告

要点：

- **全国电荒，山西缺电，现有机组发电量喜人。**山西增速位于全国中上水平，机组利用率较为饱满，供给偏紧张。河曲发电“煤电一体化”，高盈利、稳增长。能将煤价上涨的利好弥补电厂盈利下降的利空，即“利润从左口袋导至右口袋”，愈是在煤价上涨的大环境下，愈发彰显成本优势。电价上调直接提升公司盈利。王曲河曲电厂分别上网电价上调 4.39、3.09 分/千瓦时，提升盈利至少 3.1 亿元。
- **电荒背景下，项目审批进程加快，河曲二期注入指日可待。**河曲二期目前已经并网发电，但是还需核准，我们预计鉴于山西电力缺口较大，二期核准进程有望加快，能源局领导视察时，河曲已被明确指定为今年山西迎峰度夏的主力电厂。并公司公告称一旦核准将以现金方式收购进入上市公司。
- **伴随河曲二期发电，催生配套黄柏矿，成为公司盈利新增长点。**预计煤炭年产能 700 万吨，相比上榆泉煤矿原矿区面积为 30 平方公里，可利用储量约为 9.5 吨，黄柏矿的矿区面积、煤炭品位、盈利能力均优于上榆泉矿。
- **王曲掉期业务受集团承诺保证不影响股权价值。**虽然受美元兑日元远期汇率报价趋势的影响，去年王曲盈利受到拖累，但据历史数据显示，自 1971 年至今，美元兑日元即期汇率从未达到过 69；并且在 1995 年和 2011 年两次不可抗力引发的极端情况之后也均未突破 75，因而未来其达到 69 的可能性很小，即掉期公允价值变动收益约为负的概率较小。今年一季度，王曲发电掉期工具形成公允价值变动收益竟然高达约 1.43 亿元，对王曲盈利形成正面利好。且鲁能集团于 2011 年 1 月 20 日对王曲发电股权的减值风险的补偿事宜出具了承诺：在本次重组的标的资产交割完成后的三年内，如果三年累计结果出现减值，则鲁能集团以现金方式向金马集团进行补偿。
- **过会概率大，未来资产注入空间巨大且确定。**公司作为鲁能集团煤电注入平台的定位及承诺不变。此次增发后，鲁能持股比例高达 81%，根据我们的投行逻辑判断，鲁能集团的下一步棋，必将再次增发以摊薄其持股比例，而下一步所注入资产，我们预计目前较为成熟的有陕西府谷、宁夏鸳鸯湖等，而这两个煤电基地又分别是河曲煤电基地的“double”，而集团的电、煤总资源及储备更是新金马的 10、40 倍。
- **盈利预测与评级。**经测算，公司 2011-13 年，EPS 分别为 0.935、1.578、1.763 元，对应 PE 分别为 32.1、19.0、17.0 倍。我们认为，公司即将过会的利好以及更名，将是股价近期促发点，而中期来看，当鲁能集团启动二次注入的时候，公司将再度迎来的“蜜月期”。鉴于目前市场环境整体系统性风险，给予推荐评级。
- **风险提示：**集团二次启动的时机不确定，项目核准的时机不确定，煤价上涨存在预期。

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

报告日期：2011 年 6 月 22 日

分析师

张 霖 010-88366060-8752
执业证书编号 S1070209040317
徐 超 010-88366060-8711
✉ xuc@cgws.com
执业证书编号 S1070210020009

联系人

熊 杰 从业证书编号 S1070111030013
(86-10) 88366060-8838

投资评级： 推荐（维持）

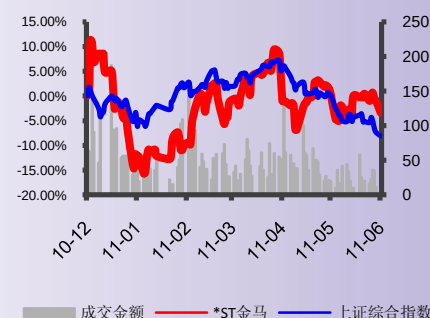
市场数据：

目前股价	31.29
总市值（亿元）	46.7
流通市值（亿元）	46.2
总股本（亿股）	1.5
流通股本（万股）	1.49
12 个月最高/最低	35/16

公司盈利预测

	2011E	2012E	2013E
营业收入	574300	825637	912238
(+/-%)	259.63%	43.76%	10.49%
净利润	47186	79671	89006
(+/-%)	Na	68.84%	11.72%
摊薄 EPS	0.935	1.578	1.763
PE	32.1	19.0	17.0

股价表现图



金马集团（000602）：接近重置成本，未来潜力巨大
2010-09-28

金马集团（000602）：大局为重、放眼长远 2010-03-08

金马集团（000602）：金马奔腾、空间巨大 2010-02-12

1. 需求旺盛, 现有机组发电量喜人

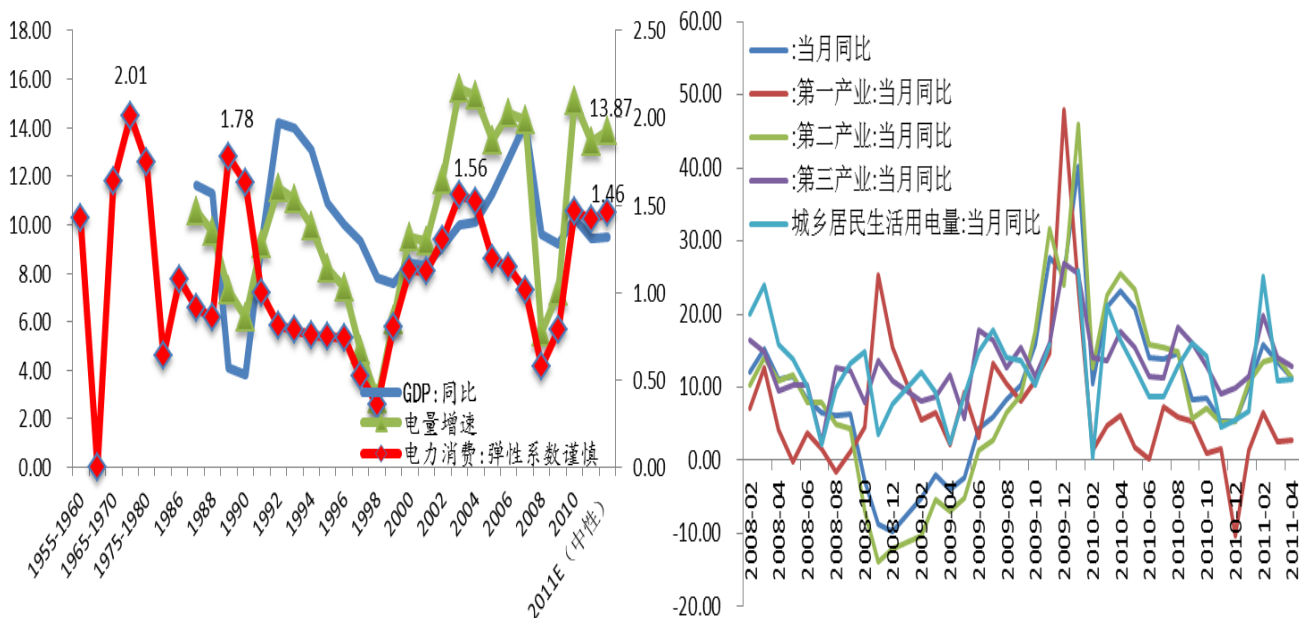
1.1 全国电荒, 山西缺电

1~5 月份, 全国全社会累计用电量达到 18545 亿千瓦时, 同比增长 12%。5 月份当月用电量 3865 亿千瓦时, 同比增长 11%, 增速有所回落。其中: 第一、二、三产业和居民用电累计增速分别为 4%、12%、15%和 12%。其中, 5 月份, 全国用电量同比增长 10.8%, 较 1-4 月 (12%) 回落, 主要源自工业用电增速回落: 有色金属冶炼 (用电增速由 4 月的 9.2%降至 4.5%)、非金属制品 (用电增速由 4 月的 26%降至 19%)、化工制业 (用电增速由 4 月的 13%降至 6%)。我们推断可能是受限电影响制造业电量环比回落, 而随着迎峰度夏到来, 居民空调用电增长、下半年保障房开工逐步迎来开工高峰期, 将带动钢铁、水泥等工业的增长, 预计 7-9 月电量将迎来年内小高峰。按计划, 今年的 1000 万套保障性住房必须在 10 月底前全部开工。我们预计届时保障房加速建设拉动建材、水泥、钢铁等相关产业对电量需求将进一步推高。ARIMA (p, d, q) 模型及电力需求弹性系数法进行预测, 全年电量有望达到 13.1-16.7%。同时我们用电力需求弹性系数法, 预计 2010 年电力消费弹性系数保守、中性、乐观情景下分别为 1.39-1.53, 因此, 我们对全年电力需求预测分别为 13.14-14.69%

其中山西增速位于全国中上水平, 机组利用率较为饱满, 供给偏紧张。国网预测, 社会总用电量在 7 月份将环比增加达 10.7%, 比 4 月份增长 20%。

图 1 全国电量增速预测

图 2 各产业电量增速



资料来源: wind, 长城证券研究所

1.2 河曲发电“煤电一体化”，高盈利、稳增长

河曲发电机组的特点是煤电一体化,这就与单纯的火电机组被动接受煤炭涨价不同,河曲煤电基地将煤价上涨的利好弥补电厂盈利下降的利空,即“利润从左口袋导至右口袋”,愈是在煤价上涨的大环境下,愈发彰显成本优势,所以 08 年秦皇岛动力煤涨至破千元大关的时候,很多省内机组都因亏损停止发电,无形中将发电市场份额让渡给了河曲发电,因而 08 年河曲一期 83 亿千瓦时。今年 1~5 月份全国全部机组平均利用小时为 1937 小时,比上年同期增长 30 小时,增长幅度为 2%。其中,水电受旱情影响,增速大幅放缓,火电设备平均利用小时为 2165 小时,比去年同期增长 35 小时。结合我们对近三年电力需求增速的预测,保守假设,2011-13 年河曲一期发电分别为 71-73 亿千瓦时,每年稳步增长。

电价上调提升公司盈利。山西鲁晋王曲发电公司自 2011 年 4 月 10 日起,上网电价上调 4.39 分/千瓦时,增加 2011 年经营收入约 1.8 亿元;山西鲁能河曲发电公司自 2011 年 4 月 10 日起,上网电价上调 3.09 分/千瓦时,增加 2011 年经营收入约 1.3 亿元。电价上调后,将改善王曲、河曲发电公司的经营业绩,减少煤炭价格上涨带来的经营压力。

图 3 河曲一期电量预测

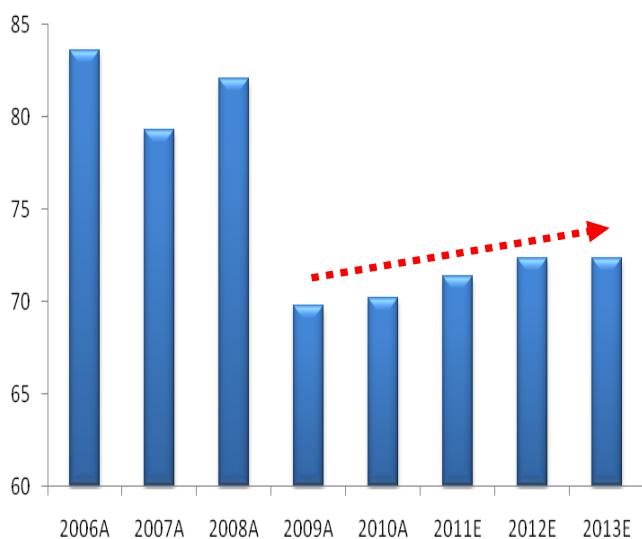
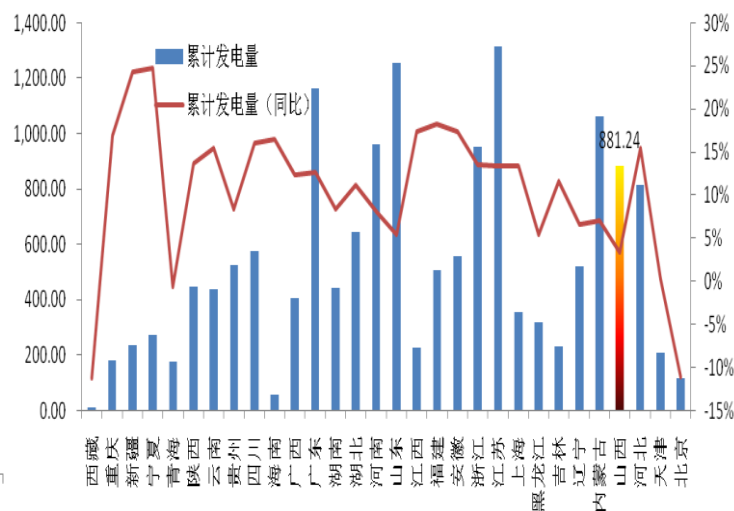


图 4 山西电量增速及总量高于全国平均



资料来源: wind, 长城证券研究所

2. 电荒背景下,项目审批进程加快,河曲二期注入指日可待

河曲二期目前已经并网发电,但是还需核准,我们预计鉴于山西电力缺口较大,(国网预测电力缺口或将达到 3000-4000 万千瓦水平。山西缺口在 300-400 万千瓦左右),因此,二期核准进程有望加快。事实上,鉴于今年电荒的加剧,国家决定加速一批新建电厂,尤其是已经开工的电厂要加快核准进程。日前河曲二期 2*60 万千瓦机组目前已经建成,并网发电。因此,山西能源局刘铁男视察山西时,河曲已被明确指定为今年山西迎峰度夏的主力电厂。我们认为年底之前河曲二期核准概率较大,并公司公告称一旦核准将以现金方式收购进入上市公司。否则构成同业竞争,承诺函对此

已经明确表态。

3. 黄柏矿扩产符合政策需求, 培育新增长点

河曲电煤下有三处煤矿, 上榆泉煤矿的设计年产量为原煤 300 万吨, 现扩建为 360 万吨, 上榆泉煤矿所产燃煤全部供应给河曲一期发电, 目前, 上榆泉煤矿的煤炭产量完全可以满足河曲发电的生产需求。

此外, 两处为尚在勘探阶段的黄柏煤矿和大塔煤矿。其中, 黄柏、大塔煤矿面积为 53.71、17.26 平方公里, 是作为河曲发电后续发展的配套燃煤矿井, 未来投产后主要供河曲二期发电, 为河曲发电日后扩大机组规模提供燃煤保障。预计煤炭年产能 700 万吨, 相比上榆泉煤矿原矿区面积为 30 平方公里, 可利用储量约为 9.5 吨, 黄柏矿的矿区面积、煤炭品位、盈利能力均优于上榆泉矿。预计河曲二期核准之后, 黄柏煤矿将有望加快工期, 分三年逐步建成达产。

4. 王曲掉期业务受集团承诺保证不影响股权价值

王曲是弹性较大的一块资产, 主要原因是其汇率掉期业务影响。2010 年, 其实王曲电厂自身盈利高达 3366 万, 但是由于美元对日元的汇率掉期公允价值发生较大变动。受此影响, 王曲发电 2010 年账面亏损。

表 2010 年盈利情况受掉期业务影响较大

项目	河曲电煤	河曲发电	王曲发电	合计
营业收入	83,387.50	203,092.61	203,144.87	489,624.98
营业利润	15,895.50	50,495.84	-75,481.78	-9,090.44
利润总额	15,754.85	50,152.05	-75,443.22	-9,536.32
净利润	11,705.57	37,990.97	-56,272.35	-6,575.81
非经常性损益	-144.60	138.96	-59,638.64	-59,644.27
扣除非经常性损益后的净利润	11,850.17	37,852.01	3,366.29	53,068.46

资料来源: wind, 长城证券研究所

但可喜的是, 2011 年第一季度包括王曲在内的“新金马”业绩情况良好, 实现净利润约 2.55 亿元, 扣除非经常性损益后净利润约为 1.24 亿元。尤其是, 受美元兑日元远期汇率报价趋势的影响, 2010 年 12 月 31 日至 2011 年 3 月 31 日这一期间, 王曲发电掉期工具形成公允价值变动收益竟然高达约 1.43 亿元。可谓: 成也掉期, 败也掉期。

表 2011 年一季度盈利情况良好

项目	河曲电煤	河曲发电	王曲发电	合计
营业收入	20,818.02	56,332.46	43,888.10	121,038.57
营业成本	14,209.59	37,550.38	43,106.29	94,866.26
利润总额	4,599.93	15,039.26	14,324.72	33,963.91
净利润	3,449.45	11,279.86	10,751.20	25,480.50
扣除非经常损益后的净利润	3,451.96	11,284.15	-2,329.03	12,407.08

资料来源：wind，长城证券研究所

掉期协议核心内容如下图所示，（1）若美元兑日元即期汇率高于 121 王曲发电按照市场价购汇还款，可享受汇率变动带来的还贷成本下降的好处，同时还可以从银行获得利息补贴。（2）若美元兑日元即期汇率在 69 和 121 之间，王曲发电可以在规避汇率变动风险的同时获得一定的利率补偿，即按固定汇率 121 购汇偿还日元贷款，享受本金补贴和利息补贴。（3）若美元兑日元即期汇率低于 69，王曲发电虽然还可以从银行获得利息补贴，但银行对王曲发电的本金补贴取消，王曲发电要自行按市场汇率购汇还款；同时王曲发电向银行支付利息（风险补偿金），计算方式为：

支付利息金额=日元本金余额×MAX[(69-FX)/69, 0]×100%/2（其中，FX 为计息期结束日前 10 个工作日的日元即期汇率）

经分析，①当日元汇率在 69（包括 69）以上时，王曲发电将收到本金补贴，但没有附加利息支出，因此总现金流为正，并且汇率越是接近 69，总现金流越大。②当日元汇率达到 69 以下时，王曲发电仅能收到固定利息（0.5%的年利率），但却不再收到本金补贴，反而还需要支付附加利息（风险补偿金），但是固定利息并不能弥补其附加利息支出所带来的损失，使得总现金流扭转为负，日元汇率越是低于 69，负总现金流就越大，且其变化幅度远超过汇率在 69 以上时正总现金流的变化幅度。

可见，汇率达到 69 是关键所在。根据上述走势分析，2011 年 3 月 17 日，受日本大地震的影响，美元兑日元盘中最高触及 76.51，刷新了 1995 年 4 月阪神大地震后创下的 79.75 的记录，创出历史新高；随后在多国的联合干预下，回升至 80 上方，目前稳定在 81 左右。据历史数据显示，自 1971 年至今，美元兑日元即期汇率从未达到过 69；并且在 1995 年和 2011 年两次不可抗力引发的极端情况之后也均未突破 75，因而未来其达到 69 的可能性很小，即掉期公允价值变动收益约为负的概率较小。

图 5 掉期协议示意图

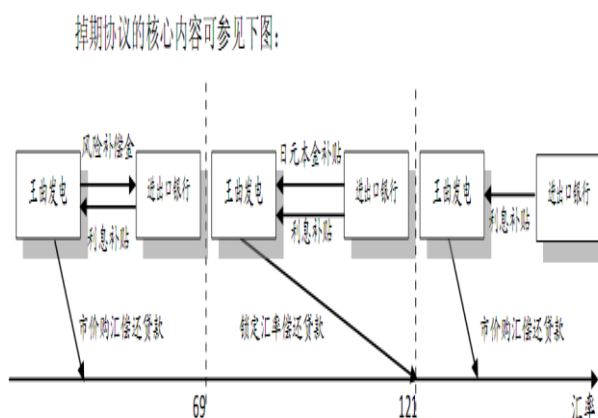


图 6 美日汇率图



资料来源：wind，长城证券研究所

鲁能集团于 2011 年 1 月 20 日对王曲发电股权的减值风险的补偿事宜出具了承诺：在本次重组的标的资产交割完成后的三年内，每年度末对所持的王曲发电 75%的股权进行减值测试，如果三年的累计结果出现减值，则鲁能集团以现金方式向金马集团进

行补偿。具体补偿数额的计算公式如下：

$$\text{补偿数额} = \text{三年测试结果之和} / 3 - \text{本次交易作价金额}$$

5. 过会概率大，未来资产注入空间巨大且确定

日前，公司收到中国证监会下发的上市部函[2011]11号《关于广东金马旅游集团股份有限公司发行股份购买资产及重大资产出售暨关联交易方案反馈意见的函》（以下简称“反馈意见”）已经做出相关回复，预计一个月内过会概率较大。

公司作为鲁能集团煤电注入平台的定位及承诺不变。此次增发后，鲁能持股比例高达81%，根据我们的投行逻辑判断，鲁能集团的下一步棋，必将再次增发以摊薄其持股比例，而下一步所注入资产，我们预计目前较为成熟的有陕西府谷、宁夏鸳鸯湖等，而这两个煤电基地又分别是河曲煤电基地的“double”，甚至资产质量更好，具体见下文图释

鲁能集团运营发电装机容量722万千瓦，在建600万千瓦；运营煤矿年产能1650万吨，在建煤矿年产能3780万吨。合计约年产能力达到5430万吨。

表 鲁能集团现有资产表

企业名称	注册资本	持股比例	运行机组(万千瓦)	在建机组(万千瓦)	拟建机组(万千瓦)	规划机组(万千瓦)	配套煤炭	煤炭规划
陕西德源府谷能源公司	88132	70%	120			360	300	900
忻州广宇煤电有限公司	30000	100%	16			86	180	400
新疆阜康能源开发公司	35600	100%	30	60		690		
内蒙古蒙东能源公司	84000	100%		120		520	300	1800
宁夏鲁能能源开发公司	50000	100%		120		520		
鲁能宝清煤电化开发公司	13800	90%		120		520	1100	2000
和丰鲁能煤电化开发公司	16000	100%			60	324		1500
哈密鲁能煤电化开发公司	14700	100%		60	264	1124		7000
准东项目					132	932		7000
鲁能菏泽煤电		83.59%					350	350
合计			166	480	456	5077		20950

资料来源：wind，长城证券研究所

图 7 金马集团大股东重点全国大型煤电一体化基地分布图



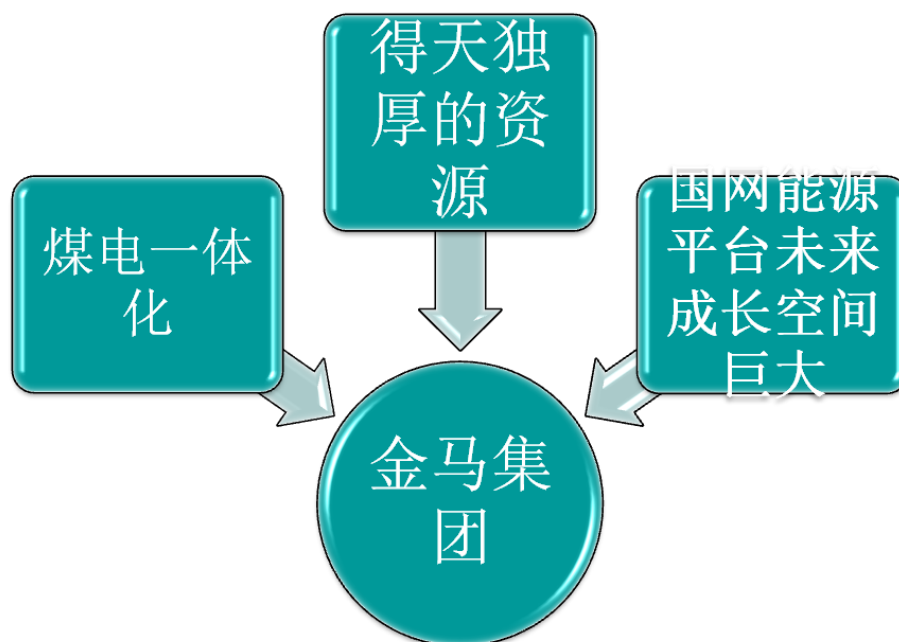
资料来源：长城证券研究所

表 鲁能集团未来有望注入的现有、在建、拟建资产一览

		电源规划	储备煤矿	状态	备注
山东	菏泽煤电基地		储量 1.47 亿吨菏泽煤田彭庄矿井 储量 7.83 亿吨的菏泽煤田郭屯矿井	06.8	煤电基地开发战略在巨野煤田取得了重大进展
宁夏	鸳鸯湖煤电	总装机容量 3600MW	配套年产 600 万吨石槽村煤矿	在建	2*60 年底投产
新疆	哈密煤电基地	电厂装机 10000MW	大南湖煤田煤炭资源储量 102 亿吨，规划年产 7000 万吨煤矿	拟建	先期启动 2 × 300MW 发电机组和配套年产 300 万吨煤矿
黑龙江	宝清煤电基地	4 × 600 + 4 × 600MW (一期 2 × 600MW)	朝阳矿区煤矿达产规模 1400 万吨/年	拟建	配套煤化工项目
陕西	府谷煤电基地	2*600MW 一期	煤电一体，年产 300 万吨	08.11	空冷机组
山西	鲁能晋北铝项目		一期 100 万吨氧化铝	06.6 投产	
内蒙	蒙东能源	2*60 一期	煤电一体 300 万吨年产	在建	

资料来源：wind，长城证券研究所

图 8 金马投资核心价值示意图



资料来源：wind，长城证券研究所

6. 盈利预测与估值

基本假设：

- 1) 与之前我们报告中的盈利预测不同在于，虽然河曲二期发电 2011 年核准概率较大，但我们鉴于中国电源项目核准程序的复杂性，调整为，保守预计 2012 年并表；
- 2) 河曲电厂煤价 2011 年下半年上涨 40 元每吨；
- 3) 王曲电厂煤价 2011、12 年煤价年均分别上涨 12%；
- 4) 黄柏矿于 2012 年核准建设，分三年达产；

经测算，公司 2011-13 年，EPS 分别为 0.935、1.578、1.763 元，对应 PE 分别为 32.1、19.0、17.0 倍。我们认为，公司即将过会的利好以及更名，将是股价近期促发点，而中期来看，当鲁能集团启动二次注入的时候，公司将再度迎来的“蜜月期”。鉴于目前市场环境整体系统性风险，给予推荐评级。

风险提示：集团二次启动的时机不确定，项目核准的时机不确定，煤价上涨超预期

利润表（万元）	2010	2011E	2012E	2013E	主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	159692	574300	825637	912238	成长性				
营业成本	155054	462455	634877	699838	营业收入增长	233.6%	259.6%	43.8%	10.5%
销售费用	1459	1258	1610	1368	营业成本增长	376.7%	198.3%	37.3%	10.2%
管理费用	7232	7133	8521	10217	营业利润增长	109.8%	-1187.6%	76.6%	5.8%
财务费用	4090	5292	8734	14345	利润总额增长	129.5%	-1247.7%	76.3%	5.7%
投资净收益	592	604	616	628	净利润增长	170.1%	-1857.9%	68.8%	11.7%
营业利润	-8004	87058	153770	162619	盈利能力				
营业外收支	385	389	393	397	毛利率	2.9%	19.5%	23.1%	23.3%
利润总额	-7619	87447	154163	163016	销售净利率	-1.7%	8.2%	9.6%	9.8%
所得税	3870	20987	36999	35863	ROE	-5.3%	7.6%	10.8%	10.3%
少数股东损益	-8805	19273	37492	38146	ROIC	-7.8%	31.6%	26.6%	21.4%
净利润	-2684	47186	79671	89006	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	0.9%	0.2%	0.2%	0.2%
流动资产	106721	693611	800297	880842	管理费用/营业收入	4.5%	1.2%	1.0%	1.1%
货币资金	77162	413719	403141	442763	财务费用/营业收入	2.6%	0.9%	1.1%	1.6%
应收帐款	5292	63173	99076	109469	投资收益/营业利润	-7.4%	0.7%	0.4%	0.4%
应收票据	5099	2871	4128	4561	所得税/利润总额	-50.8%	24.0%	24.0%	22.0%
存货	15266	138737	190463	209951	应收帐款周转率	4.66	7.08	7.92	8.90
非流动资产	95268	117497	219619	378143	存货周转率	2.01	2.81	3.17	3.26
固定资产	91935	116321	218489	377060	流动资产周转率	0.40	0.77	0.98	1.00
资产总计	201989	811108	1019915	1258985	总资产周转率	0.32	0.63	0.72	0.67
流动负债	150912	185183	226826	251244	偿债能力				
短期借款	97991	105991	118071	131359	资产负债率	74.7%	23.4%	27.6%	31.3%
应付款项	41748	32372	44441	48989	流动比率	0.71	3.75	3.53	3.51
非流动负债	0	5000	55000	142500	速动比率	0.61	3.00	2.69	2.67
长期借款	0	0	50000	137500	每股指标（元）				
负债合计	150912	190183	281826	393744	EPS	-0.178	0.935	1.578	1.763
股东权益	51078	620925	738089	865241	每股净资产	3.39	12.30	14.62	17.14
股本	15075	50475	50475	50475	每股经营现金流	0.71	-2.87	0.84	2.39
留存收益	22366	537540	617212	706218	每股经营现金/EPS	-4.0	-3.1	0.5	1.4
少数股东权益	13637	32910	70402	108548	估值				
负债和权益总计	201989	811108	1019915	1258985	PE	-168.5	32.1	19.0	17.0
现金流量表（万元）					PEG	0.40	0.86	1.62	-
经营活动现金流	10661	-145002	42202	120474	PB	8.9	2.4	2.1	1.8
其中营运资本减少	14837	-224062	-87700	-29794	EV/EBITDA	237.38	15.24	9.04	8.23
投资活动现金流	-179	-29829	-114860	-181640	EV/SALES	3.45	2.83	2.04	1.96
其中资本支出	-1033	-31938	-114860	-181640	EV/IC	6.19	4.20	2.78	2.22
融资活动现金流	-666	511388	62080	100788	ROIC/WACC	-0.82	3.33	2.80	2.26
净现金总变化	9816	336557	-10578	39622	REP	-7.53	1.26	0.99	0.98

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

资料来源：长城证券盈利预测模型

研究员介绍:

张 霖: 金融学博士生, 2007 年加入长城证券, 任电力新能源行业分析师。

徐 超: 清华大学工学硕士, 注册国际投资分析师 (CIIA), 2007 年加入长城证券, 任电力设备新能源行业分析师。

熊 杰: 中科院管理学硕士, 2010年加入长城证券, 任新能源行业分析师。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>