

创维数字 (000810.SZ)

视听器材行业

评级: 买入 维持评级

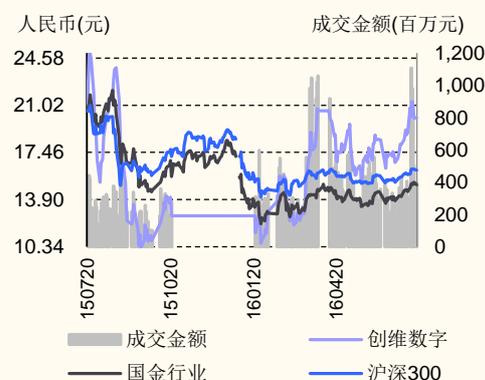
公司点评

市场价格 (人民币): 20.08 元  
目标价格 (人民币): 22.51-23.04 元

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)	259.33
总市值 (百万元)	20,049.95
年内股价最高最低 (元)	24.95/10.34
沪深 300 指数	3262.02
深证成指	10762.00



## 相关报告

- 《纵向横向发展得利，关注下周 miniStation 发布-创维数...》，2016.7.11
- 《合纵连横，“软”“硬”兼施-创维数字公司研究》，2016.7.5

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002  
(8621)60230230  
zhangbin@gjzq.com.cn

孙静佳 联系人  
(862160230218  
sunjj@gjzq.com.cn

## 创维腾讯强强联合，miniStation 预约超 10 万台

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益 (元)	0.775	0.416	0.526	0.637	0.722
每股净资产 (元)	3.98	2.31	3.07	3.54	4.11
每股经营性现金流 (元)	0.43	0.44	0.27	0.15	0.38
市盈率 (倍)	21.04	30.45	38.16	31.53	27.80
行业优化市盈率 (倍)	30.25	49.44	42.52	42.52	42.52
净利润增长率 (%)	10297.15%	7.40%	31.00%	21.03%	13.41%
净资产收益率 (%)	19.46%	18.05%	17.15%	17.97%	17.59%
总股本 (百万股)	499.25	998.50	1,034.25	1,034.25	1,034.25

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 创维版 miniStation 于今日正式发布。自 7 月 11 日开放预售以来，一周内订单突破 10 万台 (其中 16G 标准版约 3.7 万台、16G 尊享版约 6.4 万台)，预计全年订单量可达 50 万台。

## 点评

- 微游戏主机+视频盒子，打造一站式客厅娱乐体验。** miniStation 是腾讯主推的一款微游戏主机，通过 HDMI 连接显示屏、腾讯账号同步登录实现手机游戏大屏化、移动游戏连贯化，为用户带来易于上手、兼具内容与社交的一站式客厅娱乐体验。在硬件配置方面，miniStation 通过双 wifi 双天线动态选择优加信号通道，确保手机与电视控制 0 延时；搭载内容方面，miniStation 不仅含有腾讯+gameloft+505 等国内外优质游戏资源，更内置互联八方+腾讯视频+企鹅 TV 超 600 万小时正版视频内容，功能体验超越传统游戏、电视盒子。
- 强强联合实现用户导流，进军客厅移动游戏广阔空间。** 我国移动游戏自 2013 年起步入快速增长，到 2015 年市场规模超 500 亿元，三年增长 10 倍，并在所有网游类别中渗透率持续攀升。根据易观智库数据，预计 2016 年起移动游戏将超越页游和端游成为网络游戏最大细分市场，引领游戏行业增长。与之相对的是我国客厅游戏的低渗透率。根据 NewZoo 游戏调研报告，客厅游戏在我国游戏总量占比仅为 1%，远低于 31% 的全球水平。miniStation 微游戏机将成为一个导流窗口，有效打通移动娱乐与客厅娱乐。2015 年，腾讯以 213 亿元收入和 77.9% 渠道覆盖率保持移动游戏领域的绝对领先，预计随着市场趋成熟，腾讯的研发运营优势还将持续扩大。作为首要战略合作伙伴，创维数字将在硬件技术方面与腾讯优势互补，进军目前几乎空白的客厅移动游戏蓝海。
- 线上线下全面铺开，虚拟现实将为下一目标。** 创维版是 miniStation 的高配版本，较之前乐檬版的差异主要体现在支持扩大存储容量、增加接口种类数量、扩充操控设备等方面。创维 miniStation 分三个版本，分别为 16G 标准版、16G 黑色尊享版、和 32G 白色尊享版，售价依次为人民币 499 元、599 元、和 699 元，预计上市后将以高于乐檬版的性价比产生替代效应。创维 miniStation 通过线上线下渠道同步发售，其中线下渠道首先通过创维+乐语共 6000 多家直营店进行终端销售，后期将进一步开放创维盒子代理商渠

道。另据发布会透露信息，miniStation 的移动 VR 方案也将于近期推出。2016 是 VR 产业元年，根据高盛、IDC 数据预测，VR 行业产值本年度可达 67 亿美元，至 2020 年将达 700 亿美元。今年 4 月，创维集团宣布正式进军虚拟现实领域，作为 A 股市场为数不多有能力独立研发制作 VR 硬件的厂商，创维数字将受益国内 VR 产业发展。

### 盈利调整

- 创维数字将通过负责 miniStation 的研发、生产、营销和用户平台维护，与腾讯进行运营分成，分成比例依游戏成分而定。根据发布会披露的订单数量及行业发展前景，我们合理预计创维版 miniStation 今年订单将在 50 万台以上，2017/2018 年订单量可达 100/150 万台，对应 2.87/5.73/8.60 亿元硬件销售收入和 0.13/0.25/0.39 亿元营运分成（按人均 125-130 元\*20%抽成率计算）。
- 将 miniStation 业务考虑在内，我们调整 2016-2018 年公司营收预测至 61/80/95 亿元，同比增速 48%/31%/20%，归母净利 5.44/6.59/7.47 亿元，同比增速 31.0%/21.0%/13.4%，摊薄 EPS0.53/0.64/0.72 元/股。

### 投资建议

- 公司股票现价 20.08 元，对应 2016 年 PE38.16 倍。
- 公司以传统机顶盒业务为本，近年来大力拓展新兴领域的转型业务，安全边际高且不乏成长性。我们看好公司在客厅娱乐和 VR 方面的布局实力和增长空间，适当上调 16 年估值至 42.8-43.8 倍，对应目标价 22.5-23.0 元/股，重申“买入”评级。

图表 1: 乐檬、创维版 miniStation 对比

miniStation	乐檬版	创维版
外观		
售价	¥ 699	¥ 499 (标准版) - ¥ 599/699 (尊享版)
配件	电源适配器+HDMI 接线	电源适配器+HDMI 接线 (尊享版+手柄)
外形	110mm*110mm*110mm	137mm*108mm*27mm
颜色	红、黄、蓝等多种	邃空黑/极光白
CPU	瑞芯微 RK3288, ARM Cortex-A17 1.8GHz 4 核, 每秒 3.24 亿指令	
GPU	ARM MALI-T764	
传输	双 wifi 天线+蓝牙无线	双 wifi 双天线
存储	2GB DDR3+16GB EMMC 5.0	2GB DDR3+16GB/32GB EMMC 5.0 支持 TF 卡扩展至 128GB
接口	LAN 网口*1+HDMI 接口*1+USB 接口*1+DC 电源*1	LAN 网口*1+HDMI 接口*1+USB 接口*2+TF 卡槽*1+DC 电源*1
操控设备	手机、手柄	手机、手柄、遥控器
视频内容来源	百事通	互联八方+腾讯视频+企鹅 TV

来源: 国金证券研究所

图表 2: miniStation 与 Xbox/PS4 对比

	miniStation	Xbox	PS4
外观			
推出公司	腾讯&创维、联想	微软	索尼
大陆发售日期	2016. 7. 18	2014. 09. 23	2015. 03. 20
价格	¥ 499-699	¥ 3299-3699 (One)	¥ 2440-2800
搭载系统	Android	Xbox OS+Windows 8	Orbis OS
CPU	4 核 ARM Cortex-A17 芯片, 1.8GHz	8 核 AMD Jaguar 美洲虎架构芯片, 1.6Hz	8 核 AMD X86-64 “美洲虎”, 1.6Hz
GPU	ARM MALI-T764	定制版 HD780	1.84TFLOPS, AMD 新一代 Radeon 图形引擎
存储	2GB DDR3+16GB/32GB EMMC 5.0 支持 TF 卡扩展至 128GB	8GB DDR3+32MB ESRAM+500GB 微软定制硬盘, 支持 USB 3.0 外接硬盘	8GB GDDR5+500GB*1
产品定位	娱乐级, 学习成本近乎为 0	娱乐+专业结合	专业级
游戏类别	轻度、中度游戏	中度、重度游戏	重度游戏
游戏内容提供方	腾讯、gameloft、505 等海内外游戏商	微软 xbox 官方、Harmonix 工作室、完美世界等	索尼 SCE、BNEI、Idea Factory 等
代表游戏	全民超神、N.O.V.A. 3、无尽之剑、聚爆、穿越火线、地狱猎手、天天酷跑、拳皇 97、功夫熊猫 3 等	光环 (HALO)、极限竞速、战争机器、失落的奥德赛、使命召唤、求生之路、实况足球、忍者龙剑传等	杀戮地带、神秘海域、战神、抵抗、GT 赛车、勇者斗恶龙、小小大星球、恶魔之魂、海豹突击队等

玩家定位	重度手游玩家、家庭休闲娱乐玩家	大屏游戏、多媒体并重玩家	正版游戏核心玩家
用户基础	腾讯1.7亿手游用户	独占大作发烧友	独占大作发烧友
视频内容来源	互联八方+腾讯视频+企鹅TV	百事通	无
主要盈利模式	硬件、免费游戏+付费道具、视频等	硬件、付费游戏(xbox points)、周边外设、视频等	硬件、正版游戏、周边外设等

来源：国金证券研究所

**图表 3：业务分拆——收入**

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
单位：人民币百万元					
销售收入	3,502	4,108	6,069	7,962	9,547
产品	3,488	4,090	6,051	7,942	9,527
机顶盒	3,444	3,954	4,925	6,134	7,269
miniStation			287	573	860
16G标准版			90	180	269
单价（元/台）			499	499	499
销量（万台）			18	36	54
16G尊享版			162	323	485
单价（元/台）			599	599	599
销量（万台）			27	54	81
32G标准版			35	70	105
单价（元/台）			699	699	699
销量（万台）			5	10	15
运营、技术服务	5	50	116	187	268
技术服务费	5	50	101	151	196
运营服务费			16	36	72
miniStation运营分成			13	25	39
其他运营服务			3	11	33
汽车电子		41	99	114	125
网络接入设备	27	40	52	57	60
液晶器件			567	872	939
其他产品	11	5	5	5	6
其他	13	18	19	19	20
销售收入增速		17%	48%	31%	20%
产品		17%	48%	31%	20%
机顶盒		15%	25%	25%	19%
运营、技术服务		858%	131%	61%	44%
技术服务费			100%	50%	30%
运营服务费				133%	100%
miniStation运营分成				100%	56%
其他运营服务				268%	200%
汽车电子			10%	15%	10%
网络接入设备	1917%	45%	30%	10%	5%
液晶器件				54%	8%
其他产品		-57%	5%	5%	5%
其他		31%	5%	5%	5%

来源：公司公告，国金证券研究所

**图表 4：业务分拆——毛利**

单位：人民币百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>销售毛利率</b>	<b>22.24%</b>	<b>22.33%</b>	<b>21.87%</b>	<b>21.36%</b>	<b>20.92%</b>
<b>产品</b>	<b>22.20%</b>	<b>22.27%</b>	<b>21.83%</b>	<b>21.33%</b>	<b>20.89%</b>
<b>机顶盒</b>	<b>22.22%</b>	<b>21.55%</b>	<b>21.12%</b>	<b>20.41%</b>	<b>19.67%</b>
有线机顶盒	25.01%	26.87%	27.10%	27.10%	27.16%
智能网络机顶盒(含OTT)	15.86%	14.47%	15.50%	15.60%	15.00%
卫星机顶盒	16.73%	21.11%	21.00%	21.00%	21.00%
地面机顶盒	26.30%	16.77%	16.80%	16.80%	16.80%
IPTV机顶盒	22.99%	23.79%	23.00%	23.00%	23.00%
<b>miniStation</b>			<b>25.00%</b>	<b>25.00%</b>	<b>25.00%</b>
<b>运营、技术服务</b>	<b>-3.62%</b>	<b>80.31%</b>	<b>68.66%</b>	<b>63.25%</b>	<b>56.94%</b>
技术服务费	-3.62%	80.31%	80.00%	70.00%	65.00%
运营服务费			-5.00%	35.00%	35.00%
<b>汽车电子</b>		<b>30.85%</b>	<b>30.50%</b>	<b>30.00%</b>	<b>30.00%</b>
<b>网络接入设备</b>	<b>20.87%</b>	<b>16.10%</b>	<b>16.00%</b>	<b>16.00%</b>	<b>16.00%</b>
<b>液晶器件</b>			<b>15.89%</b>	<b>15.67%</b>	<b>15.38%</b>
手机及其他产品代工			20.79%	20.69%	20.39%
液晶模组			13.45%	13.12%	12.78%
<b>其他产品</b>	<b>31.01%</b>	<b>-8.33%</b>	<b>15.00%</b>	<b>15.00%</b>	<b>15.00%</b>
<b>其他</b>	<b>35.04%</b>	<b>36.15%</b>	<b>35.00%</b>	<b>35.00%</b>	<b>35.00%</b>

来源：公司公告，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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,122</b>	<b>3,502</b>	<b>4,108</b>	<b>6,069</b>	<b>7,962</b>	<b>9,547</b>	货币资金	41	1,009	614	737	738	975
增长率		212.2%	17.3%	47.7%	31.2%	19.9%	应收款项	170	2,374	2,576	3,457	4,644	5,569
<b>主营业务成本</b>	<b>-993</b>	<b>-2,723</b>	<b>-3,190</b>	<b>-4,742</b>	<b>-6,261</b>	<b>-7,550</b>	存货	192	253	729	740	961	1,158
%销售收入	88.5%	77.8%	77.7%	78.1%	78.6%	79.1%	其他流动资产	28	60	809	728	748	765
<b>毛利</b>	<b>128</b>	<b>779</b>	<b>917</b>	<b>1,328</b>	<b>1,701</b>	<b>1,997</b>	流动资产	431	3,696	4,728	5,663	7,090	8,468
%销售收入	11.5%	22.2%	22.3%	21.9%	21.4%	20.9%	%总资产	39.5%	94.5%	89.7%	83.9%	86.9%	89.0%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-4</b>	<b>-17</b>	<b>-17</b>	<b>-24</b>	<b>-32</b>	<b>-39</b>	长期投资	1	0	5	15	25	35
%销售收入	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	596	112	240	710	671	622
<b>营业费用</b>	<b>-25</b>	<b>-224</b>	<b>-306</b>	<b>-447</b>	<b>-588</b>	<b>-707</b>	%总资产	54.6%	2.9%	4.6%	10.5%	8.2%	6.5%
%销售收入	2.2%	6.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	无形资产	56	52	242	274	284	295
<b>管理费用</b>	<b>-46</b>	<b>-177</b>	<b>-253</b>	<b>-334</b>	<b>-438</b>	<b>-516</b>	非流动资产	661	213	541	1,084	1,070	1,051
%销售收入	4.1%	5.1%	6.2%	5.5%	5.5%	5.4%	%总资产	60.5%	5.5%	10.3%	16.1%	13.1%	11.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>54</b>	<b>361</b>	<b>342</b>	<b>523</b>	<b>643</b>	<b>737</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,092</b>	<b>3,910</b>	<b>5,269</b>	<b>6,747</b>	<b>8,160</b>	<b>9,519</b>
%销售收入	4.8%	10.3%	8.3%	8.6%	8.1%	7.7%	短期借款	8	0	306	190	180	170
<b>财务费用</b>	<b>-21</b>	<b>16</b>	<b>38</b>	<b>6</b>	<b>10</b>	<b>13</b>	应付款项	350	1,543	2,205	2,707	3,578	4,318
%销售收入	1.8%	-0.5%	-0.9%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	其他流动负债	71	92	135	310	424	476
<b>资产减值损失</b>	<b>-10</b>	<b>-20</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	428	1,635	2,646	3,208	4,181	4,963
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	0	150	69	69	69	69
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	其他长期负债	15	111	201	250	200	200
%税前利润	0.1%	1.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	<b>负债</b>	<b>443</b>	<b>1,896</b>	<b>2,915</b>	<b>3,527</b>	<b>4,451</b>	<b>5,233</b>
<b>营业利润</b>	<b>23</b>	<b>362</b>	<b>387</b>	<b>529</b>	<b>655</b>	<b>751</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>494</b>	<b>1,988</b>	<b>2,302</b>	<b>3,173</b>	<b>3,666</b>	<b>4,248</b>
%营业利润率	2.1%	10.3%	9.4%	8.7%	8.2%	7.9%	少数股东权益	155	25	52	48	43	39
<b>营业外收支</b>	<b>2</b>	<b>71</b>	<b>87</b>	<b>90</b>	<b>95</b>	<b>100</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,092</b>	<b>3,910</b>	<b>5,269</b>	<b>6,747</b>	<b>8,160</b>	<b>9,519</b>
<b>税前利润</b>	<b>25</b>	<b>433</b>	<b>473</b>	<b>619</b>	<b>750</b>	<b>851</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	2.2%	12.4%	11.5%	10.2%	9.4%	8.9%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>所得税</b>	<b>-8</b>	<b>-48</b>	<b>-60</b>	<b>-79</b>	<b>-96</b>	<b>-109</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	34.2%	11.0%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	每股收益	0.029	0.775	0.416	0.526	0.637	0.722
<b>净利润</b>	<b>16</b>	<b>385</b>	<b>413</b>	<b>540</b>	<b>654</b>	<b>743</b>	每股净资产	3.812	3.983	2.305	3.067	3.544	4.106
少数股东损益	13	-2	-3	-4	-5	-5	每股经营现金净流	0.886	0.429	0.444	0.269	0.154	0.381
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>4</b>	<b>387</b>	<b>415</b>	<b>544</b>	<b>659</b>	<b>747</b>	每股股利	0.020	0.200	0.105	0.110	0.160	0.160
净利率	0.3%	11.0%	10.1%	9.0%	8.3%	7.8%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	0.75%	19.46%	18.05%	17.15%	17.97%	17.59%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	0.34%	9.89%	7.89%	8.07%	8.07%	7.85%
<b>净利润</b>	<b>16</b>	<b>385</b>	<b>413</b>	<b>540</b>	<b>654</b>	<b>743</b>	投入资本收益率	5.43%	14.85%	10.92%	13.10%	14.17%	14.20%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>76</b>	<b>49</b>	<b>57</b>	<b>74</b>	<b>96</b>	<b>107</b>	主营业务收入增长率	-0.82%	212.16%	17.31%	47.74%	31.18%	19.92%
<b>非经营收益</b>	<b>13</b>	<b>5</b>	<b>-4</b>	<b>-88</b>	<b>-97</b>	<b>-107</b>	EBIT 增长率	19.59%	567.07%	-5.36%	52.95%	23.08%	14.53%
<b>营运资金变动</b>	<b>10</b>	<b>-225</b>	<b>-23</b>	<b>-247</b>	<b>-494</b>	<b>-348</b>	净利润增长率	5.52%	10297.15%	7.40%	31.00%	21.03%	13.41%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>115</b>	<b>214</b>	<b>443</b>	<b>279</b>	<b>160</b>	<b>394</b>	总资产增长率	-3.39%	258.06%	34.76%	28.06%	20.93%	16.66%
<b>资本开支</b>	<b>-23</b>	<b>-79</b>	<b>-161</b>	<b>-512</b>	<b>28</b>	<b>32</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>90</b>	<b>-731</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>	应收账款周转天数	25.1	111.7	196.9	190.0	195.0	195.0
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	存货周转天数	69.0	29.8	56.2	57.0	56.0	56.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-23</b>	<b>17</b>	<b>-891</b>	<b>-521</b>	<b>19</b>	<b>24</b>	应付账款周转天数	9.5	52.1	124.7	124.0	124.0	124.0
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>441</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	193.8	3.8	4.6	19.4	17.6	16.6
<b>债权募资</b>	<b>-285</b>	<b>150</b>	<b>94</b>	<b>-66</b>	<b>-60</b>	<b>-10</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>185</b>	<b>46</b>	<b>-59</b>	<b>-8</b>	<b>-119</b>	<b>-170</b>	净负债/股东权益	-5.20%	-42.67%	-10.15%	-14.85%	-13.17%	-17.17%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-100</b>	<b>196</b>	<b>37</b>	<b>366</b>	<b>-179</b>	<b>-180</b>	EBIT 利息保障倍数	2.6	-22.8	-9.1	-92.1	-61.4	-57.0
<b>现金净流量</b>	<b>-8</b>	<b>427</b>	<b>-410</b>	<b>124</b>	<b>0</b>	<b>237</b>	资产负债率	40.58%	48.49%	55.33%	52.27%	54.54%	54.97%

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
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-07-05	买入	18.40	20.80~21.80
2	2016-07-11	买入	18.94	20.85~21.85

来源：国金证券研究所



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：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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，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唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

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：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD