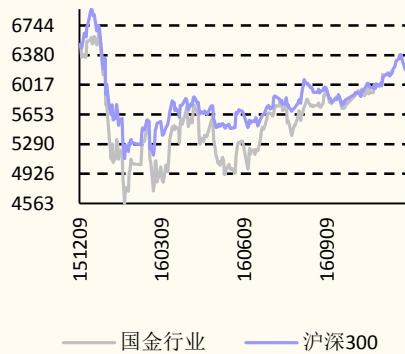


纸包装龙头，募资扩产巩固优势

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	36.77
发行A股数量(百万股)	40.01
总股本(百万股)	400.01
国金包装印刷指数	6192.16
沪深300指数	3459.15
深证成指	10779.77



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	3.75	1.83	2.01	2.55	3.20
每股净资产(元)	11.00	6.03	10.31	11.71	13.85
每股经营性现金流(元)	3.08	1.18	2.79	2.35	2.84
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	99.77%	17.11%	22.08%	27.08%	25.25%
净资产收益率(%)	34.07%	30.34%	19.48%	21.80%	23.08%
总股本(百万股)	150.00	360.00	400.01	400.01	400.01

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司主营业务为彩盒与纸箱的生产与销售：**公司产品覆盖彩盒（含精品盒）、说明书、纸箱、不干胶贴纸等全系列高端纸质包装印刷产品，产品服务对象主要是移动智能终端、笔记本电脑、游戏机、液晶显示器、计算机外围设备、数码电子产品、高档烟酒、化妆品及高端奢侈品等。公司主要产品彩盒毛利率维持在 35%左右，纸箱毛利率维持在 20%左右，处于较高水平。
- **上游原材料价格总体稳定，部分略有上涨。**公司生产所用原材料主要为白板纸、双胶纸、瓦楞纸和铜版纸等。2013-2015 年，上述原材料采购额占公司营业成本比重分别为 38.58%、34.58%和 28.95%。今年 6 月以来，瓦楞纸价格持续上涨，目前涨幅已超过 10%。其他几个纸品种价格相对稳定。
- **行业集中度低，整合并购已成趋势。**行业现状是“规模小、过于分散、实力弱”。我国包装印刷企业约有 30 万家，其中规模以上公司只有大约 2 万家，90%以上都是中小企业。上市公司的年营收规模基本在 20 亿元左右，面对中国 1.2 万亿的包装印刷市场规模，最大的企业市场份额不足 1%，并购整合提升集中度将是行业发展趋势。
- **内销客户助力公司业绩发展。**过去，公司的主要收入来自海外，但随着国内大客户的不断崛起，公司的内销占比也不断的提升。公司出口总额由 2014 年的 26.37 亿元提升至 2015 年的 28.10 亿元，但 2015 年出口收入占比较 2014 年下降 6.46 个百分点，主要原因是 2015 年销售收入的增长更多来自于华为等国内客户的快速发展。

估值和投资建议

- 我们预测公司 2016-2018 年完全摊薄后 EPS 分别为 2.01/2.55/3.20 元/股。公司是彩色包装龙头企业，考虑到项目达产后将大幅扩充公司产能，公司估值应参考上市优秀包装印刷公司。我们给予公司 2017 年 PE 36 倍，对应目标价为 92 元/股。

风险

- 上游原材料价格波动；募投项目建设和达产进度不达预期。

揭力

分析师 SAC 执业编号：S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

邱思佳

联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

内容目录

高端品牌包装龙头	3
主营高端品牌彩盒、纸箱生产业务	3
收入及净利较快增长	3
包装印刷行业整体景气度趋稳	4
纸包装行业景气度小幅回升	4
上游原材料价格总体稳定，部分略有上涨	4
下游客户需求稳定，客户覆盖有望不断扩大	5
行业集中度低，整合并购将是未来趋势	5
客户优质，募资扩产巩固竞争优势	6
内销客户成公司业绩发展新助力	6
IPO募投资金主要用于新增产能和技术研发	6
盈利预测	7
关键假设	7
盈利预设	7

图表目录

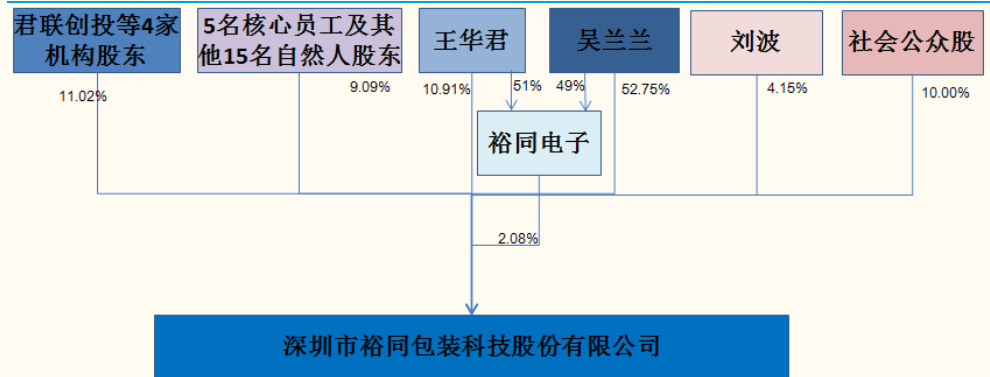
图表 1：公司股权结构	3
图表 2：公司收入增长稳定（百万元）	3
图表 3：公司净利润情况（百万元）	3
图表 4：公司分产品毛利率（%）	4
图表 5：瓦楞纸箱产量（2010-2016Ytd）	4
图表 6：纸制品行业企业景气指数	4
图表 7：白板纸价格走势（2013-2016Ytd）	5
图表 8：铜版纸价格走势（2013-2016Ytd）	5
图表 9：瓦楞纸价格走势（2013-2016Ytd）	5
图表 10：双胶纸价格走势（2013-2016Ytd）	5
图表 11：包装行业上市公司营收规模（亿元）	6
图表 12：各国纸包装行业集中度（%）	6
图表 13：出口及内销占营收比重	6
图表 14：出口及内销收入情况（亿元）	6
图表 15：公司募投项目（万元）	6
图表 16：裕同科技盈利预测	7

高端品牌包装龙头

主营高端品牌彩盒、纸箱生产业务

- 包装整体解决方案服务商，聚焦消费类电子产品。公司主要生产彩盒（含精品盒）、说明书、纸箱、不干胶贴纸等全系列高端纸质包装印刷产品。产品服务对象主要是移动智能终端、笔记本电脑、游戏机、液晶显示器、计算机外围设备、数码电子产品、高档烟酒、化妆品以及高端奢侈品等。
- 公司控股股东和实际控制人均为吴兰女士。本次发行后，吴兰女士持有公司 21,099.87 万股，占发行后公司总股本的 52.75%。

图表 1：公司股权结构

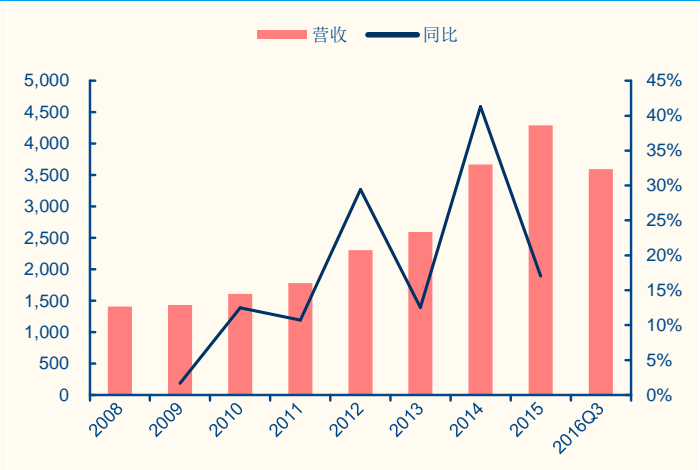


来源：公司公告，国金证券研究所

收入及净利较快增长

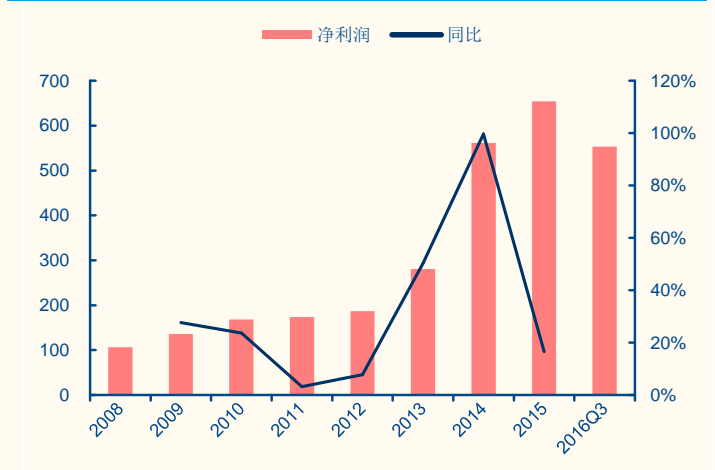
- 高档彩盒印刷业务发展稳定。2008-2015 年，公司营业收入 CAGR 约 17.3%。2014 年，公司彩盒业务大幅放量，营业收入增长近 42%，净利增长近 100%。2015 年，公司继续保持较快增长态势，营收与净利同比增长约 17%。2016 年前三季度，公司营业收入同比增速 31.47%，净利润同比增速 23.22%。

图表 2：公司收入增长稳定（百万元）



来源：wind，国金证券研究所

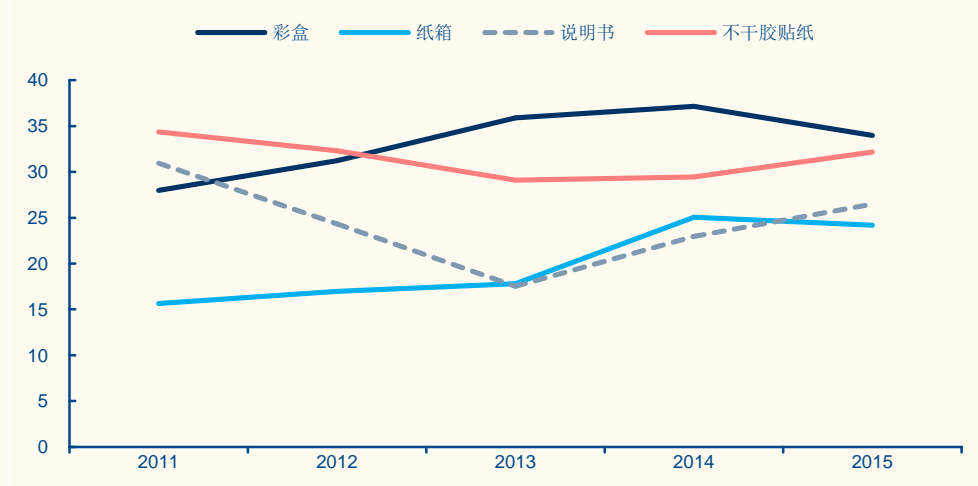
图表 3：公司净利润情况（百万元）



来源：wind，国金证券研究所

- 毛利率保持较高水平。公司最主要的两款产品彩盒及纸箱在营收中占比达到了 90%以上。近五年来，彩盒的毛利率在 35%左右，纸箱毛利率在 20%左右，走势平稳并处于较高水平，为公司业绩增长提供保障。

图表 4: 公司分产品毛利率 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

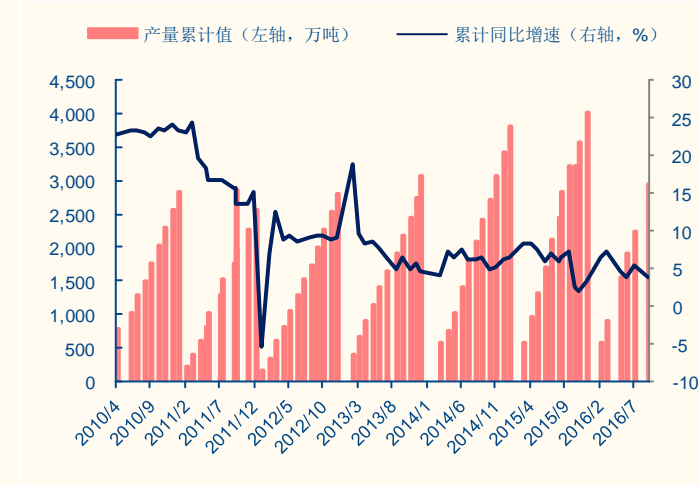
包装印刷行业整体景气度趋稳

纸包装行业景气度小幅回升

- 纸包装行业成长稳健, 2004 年我国纸包装容器行业累计营收 1,500 亿元, 到 2010 年已增加至 3,500 亿元, 6 年间增长近 2.4 倍, CAGR 约 15%。2010 年起增速逐步放缓, 至 2013 年, 产量增速回归个位数并延续至今。近期看, 瓦楞纸箱 2016 年前 9 个月累计生产 2,944 万吨, 同比增长 3.74%。

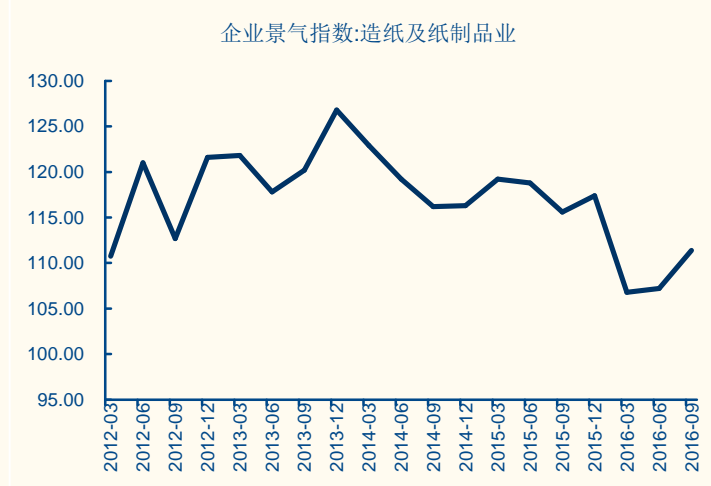
图表 5: 瓦楞纸箱产量 (2010-2016Ytd)

单位: 万吨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 纸制品行业企业景气指数



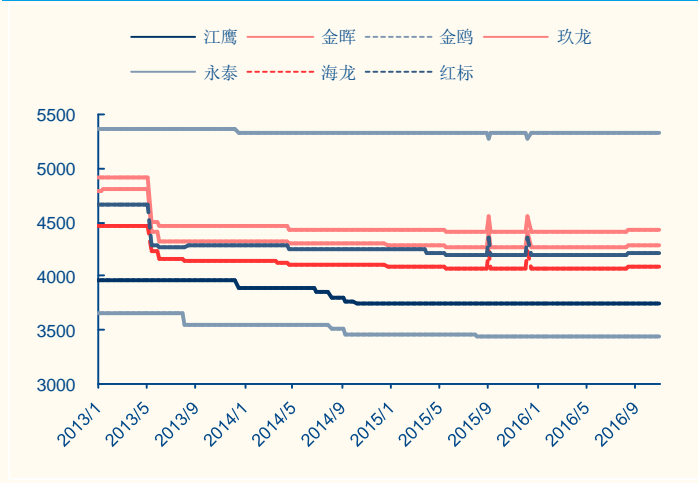
来源: Wind, 国金证券研究所

上游原材料价格总体稳定, 部分略有上涨

- 瓦楞纸涨价, 其他原材料价格稳定。公司原材料主要为白板纸、双胶纸、瓦楞纸和铜版纸等。2013-2015 年, 上述原材料采购额占公司营业成本比重分别为 38.58%、34.58%和 28.95%。今年 6 月以来, 瓦楞纸价格持续上涨, 较年初涨幅已超过 10%。其他几个纸品价格保持稳定。

图表 7：白板纸价格走势 (2013-2016Ytd)

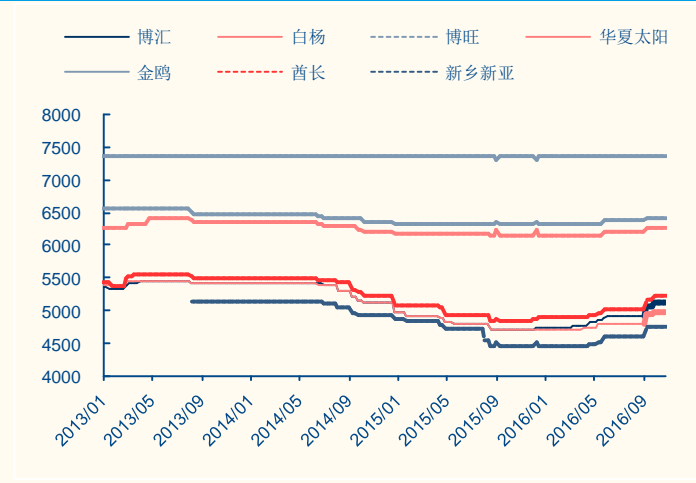
单位：¥/t



来源：纸业联讯，国金证券研究所

图表 8：铜版纸价格走势 (2013-2016Ytd)

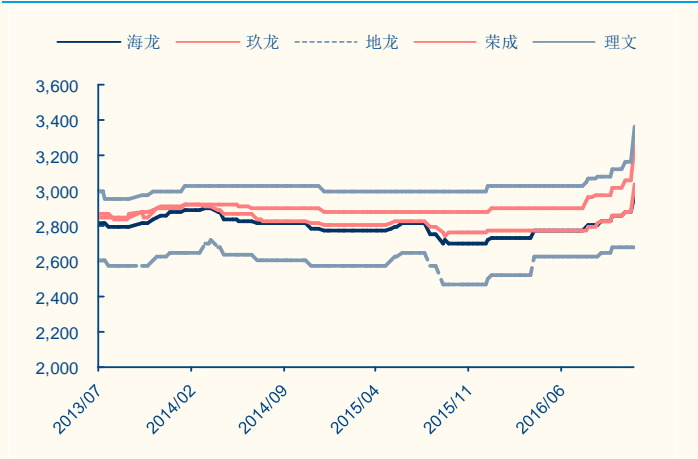
单位：¥/t



来源：纸业联讯，国金证券研究所

图表 9：瓦楞纸价格走势 (2013-2016Ytd)

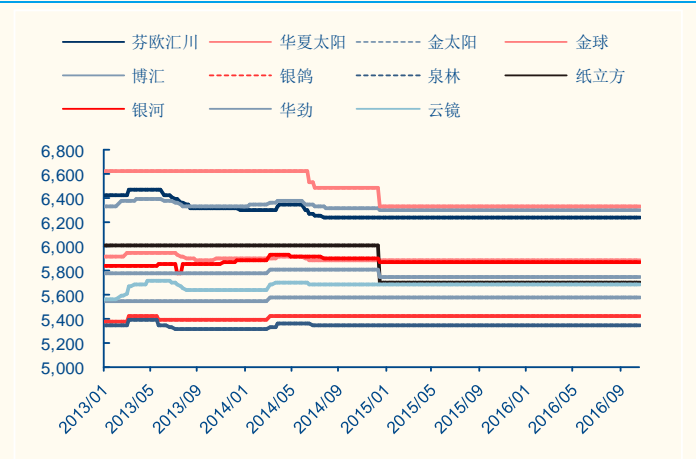
单位：¥/t



来源：纸业联讯，国金证券研究所

图表 10：双胶纸价格走势 (2013-2016Ytd)

单位：¥/t



来源：纸业联讯，国金证券研究所

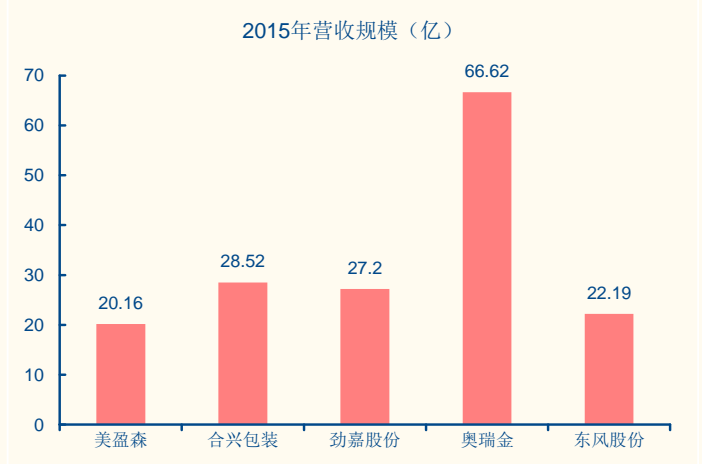
下游客户需求稳定，客户覆盖有望不断扩大

- 消费类电子制造商占公司报告期内营业收入 85%以上，客户包括富士康、三星、华为和联想等。为维护品牌竞争力及保守产品机密，通常这些下游客户会构建相对封闭的供应链条，合作关系长期稳定。随着科技的不断进步、智能终端更新换代率不断提高、公司客户群体有望不断向国际及国内大品牌渗透。

行业集中度低，整合并购将是未来趋势

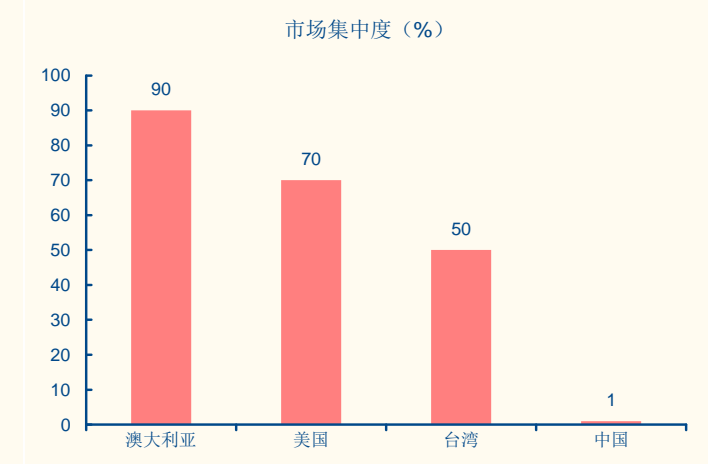
- 行业的主要现状是“规模小、过于分散、实力弱”。我国包装印刷企业约有 30 万家。其中，规模以上公司只有大约 2 万家，90%以上都是中小企业。而上市公司的年营收规模基本处于 20 亿元左右的水平。面对中国 1.2 万亿的包装印刷市场规模，最大的企业市场份额不足 1%。与美国和澳大利亚等国家相比，中国包装行业市场集中度提升空间很大。

图表 11: 包装行业上市公司营收规模 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 12: 各国纸包装行业集中度 (%)



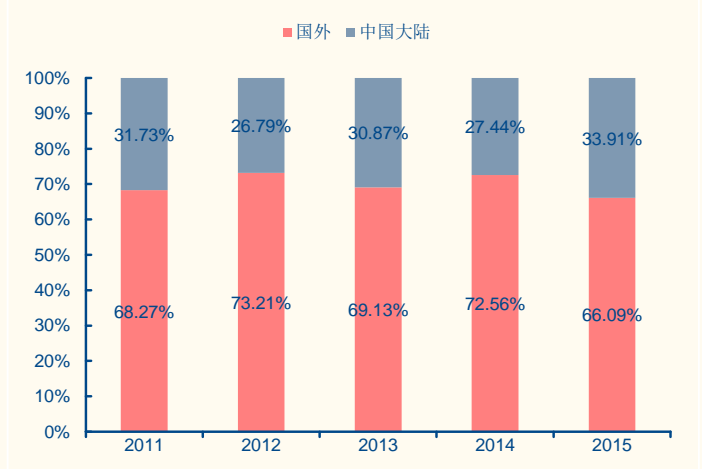
来源: 公司公告, 国金证券研究所

客户优质, 募资扩产巩固竞争优势

内销客户成公司业绩发展新助力

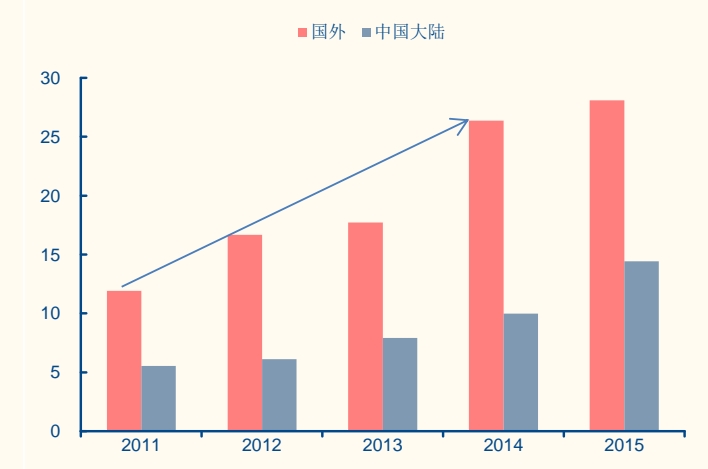
- 近年公司主要收入来自海外, 但随着国内大客户体量不断扩大, 公司的内销占比也不断的提升。出口总额由 2014 年 26.37 亿元提升至 2015 年的 28.10 亿元, 但 2015 年出口收入占比较 2014 年下降 6.46 个百分点, 主要原因便是 2015 年销售收入的增长更多的来源于华为等内销客户。

图表 13: 出口及内销占营收比重



来源: wind, 国金证券研究所

图表 14: 出口及内销收入情况 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

IPO 募投资金主要用于新增产能和技术研发

- 公司 IPO 募集资金将用于产能扩建项目、信息化系统升级改造项目、裕同印刷包装工程技术研发中心以及补充流动资金。

图表 15: 公司募投项目 (万元)

项目名称	项目投资总额	募集资金使用额	项目备案情况
1 高端印刷包装产品生产基地项目	34,082.40	28,128.66	深发改备案【2014】0003号深发改函【2014】758号
2 苏州昆迅包装技术有限公司包装说明书、	18,801.00	18,801.00	昆发改投备案【2014】54号

项目名称	项目投资总额	募集资金使用额	项目备案情况
3 包装箱、包装彩盒生产项目裕同（武汉）高档印刷包装产业园项目	44,651.88	44,651.88	登记备案项目编码 2014011522310030
4 亳州市裕同包装印刷有限公司高档印刷包装项目	19,717.55	19,717.55	毫发改产业【2013】459号毫发改产业【2014】24号
5 信息化系统升级改造项目	4,603.00	4,603.00	深发改备案【2014】0022号
6 裕同印刷包装工程技术研发中心	6,067.25	6,067.25	深发改备案【2014】0021号

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 此次募投扩产主要是为客户提供就近供货和快速、灵活的一体化服务。此次对项目的改建及扩建完工后，将大幅提升公司产能。

盈利预测

关键假设

- IPO 募投项目高端印刷包装产品生产基地项目已于 2014 年 1 月 1 日启动，2015 年 12 月 31 日竣工验收。该项目可增加彩盒产能 18,215 万个/年、说明书产能 17,500 万本/年以及烟标产能 3,240 万套/年。目前已完全投产。
- IPO 募投项目苏州昆迅包装技术有限公司包装说明书、包装箱和包装彩盒生产项目于 2014 年 6 月 1 日启动，预计可为公司新增产能包括彩盒 5,500 万个/年、说明书 3,600 万本/年以及纸箱 4,000 万个/年。预计 2018 年中旬投产。
- IPO 募投项目裕同（武汉）高档印刷包装产业园项目截至 2016 年 12 月 2 日完成进度约为 12%。项目完成后可增加彩盒产能 25,000 万个/年、说明书 10,000 万本/年和纸箱 4,000 万个/年。预计 2018 年 4 月投产。
- IPO 募投项目亳州市裕同包装印刷有限公司高档印刷包装项目 2016 年 12 月 2 日完成进度约为 22%，整体工期 18 个月。项目完成后可增加彩盒产能 2,000 万个/年、酒盒 5,000 万个/年和纸箱 3,000 万个/年。预计 2018 年 2 月投产。

盈利预测

图表 16：裕同科技盈利预测

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（万元）	215,584.0	244,123.0	347,279.0	394,763.0	477,829.0	586,994.7	728,833.8
彩盒	146,544.0	175,906.0	261,754.0	310,803.0	379,179.7	462,599.2	578,249.0
纸箱	32,634.0	37,035.0	54,833.0	53,548.0	68,541.4	94,587.2	121,071.6
说明书	36,406.0	31,182.0	30,692.0	30,412.0	30,107.9	29,808.3	29,513.2
不干胶贴纸	8,518.0	8,140.0	8,981.0	10,848.0	13,126.1	15,866.8	19,163.2
其他	6,449.2	7,073.7	10,133.9	23,351.1	25,686.2	28,241.9	31,038.0
营业成本（万元）	155,412.0	168,945.0	229,253.0	268,153.0	316,277.6	389,564.9	483,759.2
彩盒	100,765.0	112,782.0	164,507.0	205,197.0	242,675.0	296,757.4	371,351.5
纸箱	27,099.0	30,444.0	41,105.0	40,593.0	50,720.7	70,117.5	89,907.0
说明书	27,548.0	25,719.0	23,641.0	22,363.0	22,882.0	22,690.1	22,500.7
不干胶贴纸	5,768.0	5,770.0	6,336.0	7,357.0	8,925.7	10,821.2	13,126.8

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
其他	4,914.8	4,922.4	7,900.7	20,366.5	21,062.7	23,183.8	25,506.9
业务利润 (万元)	60,172.0	75,178.0	118,026.0	126,610.0	161,551.3	197,429.7	245,074.6
彩盒	45,779.0	63,124.0	97,247.0	105,606.0	136,504.7	165,841.8	206,897.5
纸箱	5,535.0	6,591.0	13,728.0	12,955.0	17,820.8	24,469.7	31,164.6
说明书	8,858.0	5,463.0	7,051.0	8,049.0	7,225.9	7,118.2	7,012.5
不干胶贴纸	2,750.0	2,370.0	2,645.0	3,491.0	4,200.3	5,045.6	6,036.4
其他	1,534.4	2,151.3	2,233.2	2,984.6	4,623.5	5,058.1	5,531.1
毛利率 (%)	27.9	30.8	34.0	32.1	33.8	33.6	33.6
彩盒	31.2	35.9	37.2	34.0	36.0	35.9	35.8
纸箱	17.0	17.8	25.0	24.2	26.0	25.9	25.7
说明书	24.3	17.5	23.0	26.5	24.0	23.9	23.8
不干胶贴纸	32.3	29.1	29.5	32.2	32.0	31.8	31.5
其他	23.8	30.4	22.0	12.8	18.0	17.9	17.8
增速 (%)	78.4	13.2	42.3	13.7	21.0	22.8	24.2
彩盒	66.1	20.0	48.8	18.7	22.0	22.0	25.0
纸箱	29.3	13.5	48.1	-2.3	28.0	38.0	28.0
说明书	394.5	-14.3	-1.6	-0.9	-1.0	-1.0	-1.0
不干胶贴纸	-	-4.4	10.3	20.8	21.0	20.9	20.8
其他	-	9.7	43.3	130.4	10.0	9.9	9.9

来源: Wind, 国金证券研究所预测

- 基于以上假设, 经模型测算得出公司 2016-2018 年净利润分别为 8.04/10.21/12.79 亿元, CAGR 为 24.8%, 摊薄后每股收益为 2.01/2.55/3.20 元/股。

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
主营业务收入	2,594	3,665	4,290	5,166	6,311	7,790	货币资金	372	480	644	1,931	2,303	2,917
增长率		41.3%	17.0%	20.4%	22.2%	23.4%	应收款项	1,018	1,457	1,808	1,836	2,243	2,769
主营业务成本	-1,797	-2,436	-2,959	-3,463	-4,236	-5,224	存货	185	234	275	380	465	573
%销售收入	69.3%	66.5%	69.0%	67.0%	67.1%	67.1%	其他流动资产	42	53	59	58	71	87
毛利	797	1,229	1,331	1,704	2,075	2,566	流动资产	1,617	2,223	2,785	4,205	5,081	6,345
%销售收入	30.7%	33.5%	31.0%	33.0%	32.9%	32.9%	%总资产	66.5%	66.9%	63.2%	74.2%	77.4%	80.9%
营业税金及附加	-15	-24	-24	-29	-34	-39	长期投资	23	22	36	37	36	36
%销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	固定资产	660	845	1,216	1,259	1,295	1,324
营业费用	-148	-151	-172	-227	-278	-335	%总资产	27.1%	25.4%	27.6%	22.2%	19.7%	16.9%
%销售收入	5.7%	4.1%	4.0%	4.4%	4.4%	4.3%	无形资产	95	166	193	165	149	137
管理费用	-229	-299	-374	-455	-554	-682	非流动资产	814	1,098	1,622	1,463	1,483	1,500
%销售收入	8.8%	8.2%	8.7%	8.8%	8.8%	8.8%	%总资产	33.5%	33.1%	36.8%	25.8%	22.6%	19.1%
息税前利润 (EBIT)	405	755	760	993	1,210	1,511	资产总计	2,431	3,322	4,408	5,668	6,564	7,845
%销售收入	15.6%	20.6%	17.7%	19.2%	19.2%	19.4%	短期借款	644	800	1,162	0	0	0
财务费用	-65	-40	25	-10	36	46	应付款项	524	708	764	963	1,178	1,453
%销售收入	2.5%	1.1%	-0.6%	0.2%	-0.6%	-0.6%	其他流动负债	95	153	171	465	581	723
资产减值损失	-3	-14	-17	0	0	0	流动负债	1,262	1,661	2,098	1,428	1,759	2,176
公允价值变动收益	15	-18	-6	0	0	0	长期贷款	0	0	102	102	102	103
投资收益	15	6	0	-6	-6	-6	其他长期负债	12	9	31	0	0	0
%税前利润	4.2%	0.8%	n.a	n.a	n.a	n.a	负债	1,274	1,670	2,232	1,530	1,861	2,279
营业利润	368	689	763	977	1,240	1,551	普通股股东权益	1,156	1,649	2,169	4,126	4,685	5,541
营业利润率	14.2%	18.8%	17.8%	18.9%	19.6%	19.9%	少数股东权益	1	2	6	12	18	24
营业外收支	-2	-3	31	8	8	8	负债股东权益合计	2,431	3,322	4,408	5,668	6,564	7,845
税前利润	366	686	794	985	1,248	1,559							
利润率	14.1%	18.7%	18.5%	19.1%	19.8%	20.0%	比率分析						
所得税	-85	-124	-136	-175	-221	-274		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	23.1%	18.1%	17.1%	17.8%	17.7%	17.6%	每股指标						
净利润	281	562	659	810	1,027	1,285	每股收益	1.88	3.75	1.83	2.01	2.55	3.20
少数股东损益	0	0	0	6	6	6	每股净资产	7.71	11.00	6.03	10.31	11.71	13.85
归属于母公司的净利润	281	562	658	804	1,021	1,279	每股经营现金净流	1.78	3.08	1.18	2.79	2.35	2.84
净利率	10.8%	15.3%	15.3%	15.6%	16.2%	16.4%	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.66	0.84	1.06
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	24.33%	34.07%	30.34%	19.48%	21.80%	23.08%
净利润	281	562	659	810	1,027	1,285	总资产收益率	11.57%	16.92%	14.93%	14.18%	15.56%	16.30%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	17.28%	25.22%	18.32%	19.25%	20.72%	21.96%
非现金支出	99	134	144	144	154	166	增长率						
非经营收益	23	55	30	59	5	5	主营业务收入增长率	12.52%	41.29%	17.03%	20.44%	22.16%	23.44%
营运资金变动	-135	-290	-410	103	-245	-318	EBIT 增长率	39.31%	86.37%	0.65%	30.61%	21.83%	24.90%
经营活动现金净流	267	462	423	1,116	942	1,138	净利润增长率	50.50%	99.77%	17.11%	22.08%	27.08%	25.25%
资本开支	-154	-428	-573	-1	-166	-175	总资产增长率	4.63%	36.62%	32.68%	28.60%	15.81%	19.51%
投资	-5	0	-13	-1	0	0	资产管理能力						
其他	9	6	20	-6	-6	-6	应收账款周转天数	125	118	134	124	124	124
投资活动现金净流	-150	-422	-566	-8	-172	-181	存货周转天数	44	31	31	40	40	40
股权募资	1	1	0	1,391	-125	0	应付账款周转天数	80	72	70	76	76	76
债权募资	-109	159	450	-1,203	0	1	固定资产周转天数	80	61	96	82	68	56
其他	-90	-108	-237	-10	-272	-344	偿债能力						
筹资活动现金净流	-198	52	214	179	-397	-343	净负债/股东权益	22.20%	19.42%	28.53%	-44.19%	-46.79%	-50.54%
现金净流量	-81	91	71	1,287	372	613	EBIT 利息保障倍数	6.2	19.0	-29.8	99.5	-33.3	-32.6
							资产负债率	52.40%	50.28%	50.64%	27.00%	28.36%	29.05%

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；
目标价格：预期未来 6—12 个月内该股票目标价格区间；
询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

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