

## 国电南瑞 (600406.SH) 买入 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 21.39 元

## 单季度毛利率持续上行, 四季度将成为业绩向上分水岭

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	46.22
已上市流通 A 股(亿股)	29.35
总市值(亿元)	988.67
年内股价最高最低(元)	22.50/20.45
沪深 300 指数	3910
上证指数	2954



## 相关报告

- 1.《国电南瑞 2019 中报点评-进一步巩固行业龙头地位, 下半年业绩...》, 2019.09.07
- 2.《国电南瑞年报和一季报点评-信息通信增势喜人, 体制和研发创新驱动...》, 2019.04.29
- 3.《南瑞股权激励点评-股权激励终落地, 业绩长虹始开启》, 2018.12.6
- 4.《国电南瑞三季报点评-单季毛利率有所波动, 业绩增长逻辑清晰》, 2018.10.30

邓伟

分析师 SAC 执业编号: S1130519070002  
(8621)60935389  
dengwei@gjzq.com.cn

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001  
(8621)61357595  
yaoy@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.771	0.908	0.943	1.140	1.434
每股净资产(元)	4.61	6.06	6.56	7.37	8.41
每股经营性现金流(元)	0.79	0.70	0.83	1.04	1.34
市盈率(倍)	23.70	20.41	22.67	18.76	14.91
净利润增长率(%)	123.92%	28.44%	4.78%	20.85%	25.79%
净资产收益率(%)	16.72%	14.98%	14.37%	15.47%	17.05%
总股本(百万股)	4,201.97	4,583.66	4,622.12	4,622.12	4,622.12

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司发布三季度, 实现营收 171.8 亿, 同比增长 0.1%; 归母净利润和扣非归母净利润分别为 21.46 亿、20.13 亿, 同比分别增长-7.32%、4.34%。

## 经营分析

- 整体业绩符合预期, 单季度毛利率提升明显。去年 4 月份公司调整了应收账款坏账准备会计估计变更政策, 应收账款减值一次性调整对去年前三季度和去年 Q3 单季度利润总额的积极影响分别是 3.71 亿、1.08 亿, 剔除影响, 前三季度归母净利润和 Q3 归母净利润同增 6.6%、8.1%。Q3 单季度毛利率达 31.37%, 大幅提升 3.4pct, 我们判断和高毛利率的电网自动化营收占比提升及电力信息产品毛利率同比去年大幅提升所致; 拉动前三季度毛利率同比提升 1.2pct, 但是前三季度三费率达到 14.76%, 同比提升 1.84pct, 提升幅度大于毛利率提升幅度, 使得公司前三季度净利率下浮 1pct 到 12.49%。
- 泛在电力物联网、特高压建设提速将拉动 Q4 和明年电网投资, 公司明年营收将恢复中高增速。受泛在物联网统筹招标启动、特高压、配电网建设进度持续推进, Q3 电网投资同比下滑大幅收窄至 2.1%。公司在雅中到江西特高压直流项目拿下所有换流阀和直流控制保护标段, 总价值 17.6 亿元, 份额达 24.6%, 助力 Q3 新增订单增长约 22%, 环比明显改观, 明后年电网投资有望在今年低基数上平稳增长, 明年公司新增订单增速也有望快于今年, 再考虑今年订单的营收确认节奏相对较慢, 公司明后年营收将明显提速。
- 泛在电力物联网将成为公司中期业绩核心推动因素。9 月份国网启动今年第一次泛在集中挂网招投标, 全年泛在实际招标金额有望达到 130 亿左右, 从我们梳理的三类招标来看, 竞争格局较为稳固, 预计中标份额在 40%以上。全年公司整体信息通信订单(含常规和泛在)有望实现 40%以上增速。未来两年泛在年招标额有望达到 200-300 亿, 将直接刺激公司信息通信类产品订单爆发式增长, 成为公司中期业绩的核心拉动因素。
- 公司正加大新兴产业推进速度。公司已实现了 1200V IGBT 产品流片, 为了加快 IGBT 的产业化进程、降低募投资金投资风险, 公司拟与全球能源互联网研究院有限公司成立合资公司共同推进 1700V 及以上电压等级 IGBT 和 FRD 芯片的快速落地。此外, 公司积极切入无人机、巡检机器人、港口岸电、海上风电、轨交电力电子等新兴领域, 已取得了部分订单。

## 盈利预测与投资建议

- 泛在电力物联网将给公司带来全新发展机遇, 预计公司 2019-2021 年归母净利润 43.6 亿、52.7、66.3 亿, 给予目标价 28.5 元, 对应 2020 年 25x。

## 风险提示

- 电网自动化投资不达预期; 中美贸易战升级; 新兴产业拓展可能不达预期。

## 1、整体业绩符合预期，单季度毛利率提升明显

整体业绩符合预期，扣除会计准则调整影响前三季度归母净利润增长约**6.6%**。公司发布三季度，实现营收 171.8 亿，同比增长 0.1%；归母净利润和扣非归母净利润分别为 21.46 亿、20.13 亿，同比分别增长-7.32%、4.34%。单三季度来看，公司实现营收 62.46 亿，同比增长-5.41%；归母净利润和扣非归母净利润分别为 9.45 亿、8.99 亿，同比分别增长-1.93%、4.63%。去年 4 月份公司调整了应收账款坏账准备会计估计变更政策，应收账款减值一次性调整对去年前三季度和去年 Q3 单季度利润总额的积极影响分别是 3.71 亿、1.08 亿，且全部记录到非经常性损益，如果剔除这一调整的影响，前三季度归母净利润和 Q3 归母净利润同增 6.6%、8.1%。

公司单季度毛利率提升比较明显，前三季度费用率提升拉低盈利能力。Q3 单季度毛利率达到 31.37%，我们判断和高毛利率的电网自动化营收占比提升以及电力信息产品毛利率同比去年大幅提升所致；前三季度毛利率达到 28.92%，同比去年提升 1.21pct，但是前三季度三费率达到 14.76%，同比提升 1.84pct，提升幅度大于毛利率提升幅度，使得公司前三季度净利率下浮 1pct 到 12.49%。

图表 1：2019 三季报和 Q3 财务摘要

(单位：百万)	2019 三季报	2018 三季报	同比	2019Q3	2018Q3	同比
营业总收入	17,179.71	17,159.95	0.12%	6,245.55	6,602.66	-5.41%
营业成本	12,211.98	12,404.90	-1.56%	5,219.60	4,752.87	9.82%
税金及附加	96.18	119.04	-19.20%	31.60	50.82	-37.83%
营业费用	1,046.60	973.60	7.50%	351.45	347.84	1.04%
管理费用	499.63	426.42	17.17%	173.99	138.13	25.96%
财务费用	-27.34	-120.08	77.23%	-35.84	-70.73	49.33%
投资收益	44.35	26.83	65.30%	10.22	6.85	49.13%
营业利润	2,604.22	2,821.93	-7.71%	1,143.59	1,152.73	-0.79%
营业外收入	22.11	17.20	28.60%	4.80	9.26	-48.19%
营业外支出	1.06	2.87	-62.99%	0.40	1.36	-70.40%
税前利润	2,625.27	2,836.25	-7.44%	1,147.99	1,160.63	-1.09%
净利润	2,284.09	2,452.81	-6.88%	1,002.59	1,024.75	-2.16%
少数股东损益	137.71	136.83	0.64%	57.50	61.07	-5.85%
归母净利润	2,146.38	2,315.98	-7.32%	945.09	963.67	-1.93%
扣非归母净利润	2,012.50	1,928.82	4.34%	898.96	859.21	4.63%
研发费用	1,017.00	936.14	8.64%	386.68	321.80	20.16%
扣除应收账款坏账准备计提对税前利润影响估算	2,625.27	2,464.99	6.50%	1,147.99	1,052.82	9.04%
扣除应收账款坏账准备计提对归母净利润影响估算	2,146.38	2,012.82	6.64%	945.09	874.15	8.11%
毛利率(%)	28.92	27.71	1.21	31.37	28.02	3.35
净利率(%)	12.49	13.50	-1.00	15.13	14.60	0.54
销售费用率(%)	6.09	5.67	0.42	5.63	5.27	0.36
管理费用率(%)	8.83	7.95	0.88	8.98	6.97	2.01
财务费用率(%)	-0.16	-0.70	0.54	-0.57	-1.07	0.50

来源：公司公告、国金证券研究所

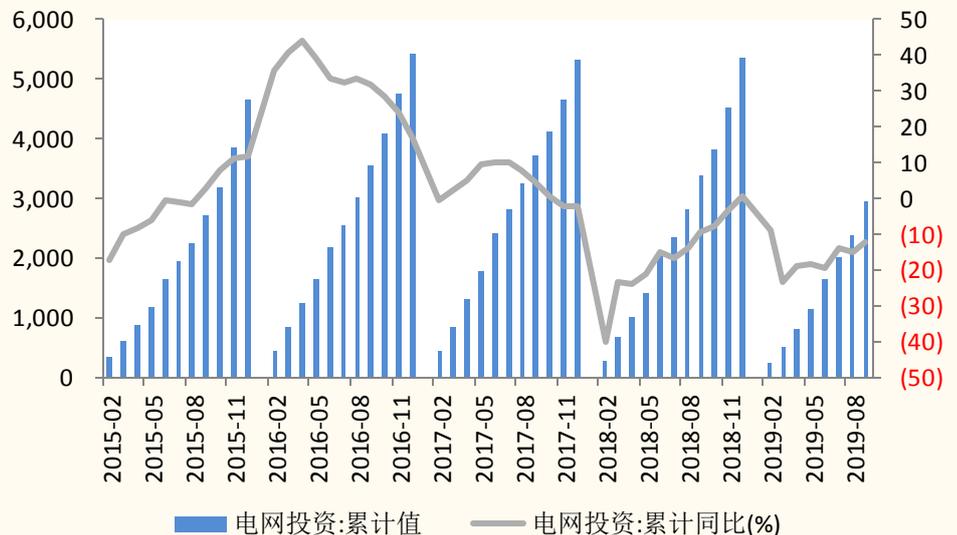
图表 2: 公司单季度三费率变化

单位: %	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2018Q2	2019Q3
销售费用率	7.0	4.0	3.2	5.7	8.8	4.3	5.3	4.7	9.8	4.6	5.6
管理费用率	10.0	4.9	5.3	8.8	11.2	7.0	7.0	7.2	12.7	6.7	9.0
财务费用率	-0.5	-0.2	-0.2	0.7	0.6	-1.1	-1.1	0.3	0.6	-0.18	-0.6
三费率	16.5	8.7	8.3	15.2	20.6	10.2	11.2	12.1	23.1	11.1	14.0

来源: 公司公告、国金证券研究所 注: 管理费用含研发费用。

电网投资三季度回升明显, 公司三季度新增订单同比增速约 22% 回升较为明显, 明年公司营收增长有望换挡提速。电网投资 1-6 月份达到 1644 亿, 同比下滑 19.3%; 三季度电网投资 1309 亿, 同比下滑大幅收窄至 2.1%, 其中 7 月份、9 月份单月同比增长分别为 21.2%、0.9%, 受泛在物联网统筹招标启动、特高压、配电网投资持续推进, 招标三季度电网投资环比回升明显。去年 Q4 电网投资金额 2000 亿元, 处于历史高峰, 我们认为今年 Q4 投资持平或者微跌的概率较大, 则全年电网投资将达到 4950 亿左右, 同比下滑 7.8%。展望明后两年, 是十三五配电网投资收官之年, 新一批特高压建设也逐步进入高潮, 泛在电力物联网年投资额 (招标维度, 非划拨资金额度) 也将达到 200-300 亿, 我们认为 2020-2021 年电网投资额有望回归至 5200-5400 亿之间。公司三季度新增订单增速约 22%, 上半年轻微下滑 1% (明显高于电网投资增速, 因为电网投资侧重信息化、自动化结构化因素以及公司份额提升), 新增订单同比增速环比大幅改善, 但是由于电网订单确认周期大都在半年到一年, 所以订单到营收确认会有一定的滞后。我们判断今年 Q4 和明年新增订单同比增速能够维持在中高速范围, 意味着明年营收增长将明显提速。

图表 3: 电网投资 Q3 跌幅大幅收窄



来源: 中电联、国金证券研究所

## 2、泛在电力物联网大规模招标启动，公司中标份额领先

今年9月份国网第一批泛在电力物联网集中招标开启标志行业正式进入三年高成长期。电力信息通信目前可简单分为常规电力信息通信和电力泛在物联网两类。1) 2019年南瑞在第一批到新增批信息化服务招标中合计中标7.15亿，份额达到39%，9月份国网启动第一次泛在电力物联网挂网集中招标，南瑞合计中标6.33亿，份额达到了44%，相对于信息化服务前几次招标有所提升。2) 信息化设备招标包含信息化软件、信息化硬件、调度类软件、调度类硬件四类产品，2019年第一批到新增批公司中标信息类软硬件2.68亿，份额达到41%，中标调度类软硬件5.83亿，份额达到46%。3) 通信类设备用在非常多环节，以国网公开的输变电工程通信类集中招标为分析着眼点，2019年5批通信类设备招标汇总南瑞合计中标4.9亿，占比23%。不考虑信息化设备招标中的调度类软硬件产品（归属电网自动化版块），南瑞在这三类国网挂网集中招标中合计中标接近15亿，综合市场份额1/3左右，从第一次泛在集中招标来看，南瑞和信产两大投标主体基本平分秋色合计占比超过90%，市场、技术竞争格局较为稳固，两者均属于“发牌员”角色，将会把泛在服务项目的具体子任务和需求外包给其他厂商。（注：国家电网电子商务网站集中招标，仅是招标的一种形式，可用作观察招投标趋势和估测份额的依据，公司实际获得的电力信息通信订单大于挂网集中招标的中标订单额）

图表4：今年国家电网第一次泛在物联网集中中标情况

公司	新增批中标金额(万)	中标份额
信产集团	66975.22	46.5%
南瑞集团	63289.67	43.9%
国网汇通金财	5975.60	4.1%
远光软件	4224.13	2.9%
电科院	1704.60	1.2%
其他	1900.56	1.3%
总计	144069.79	100.0%

来源：国家电网、国金证券研究所

图表5：今年信息化服务第一批到新增批中标情况

公司	信息化服务中标金额(万)	中标份额
信产集团	92475.93	50.5%
南瑞集团	71546.57	39.0%
国网汇通金财	5975.60	3.3%
国网电动汽车	4798.6	2.6%
远光软件	4224.13	2.3%
中国电科院	1704.6	0.9%
其他	2546.07	1.4%
总计	183271.50	100.0%

来源：国家电网、国金证券研究所注：本表格信息化服务含左表

图表6：今年国家电网信息化设备信息化软硬件中标情况

公司	信息化软硬件中标金额(万)	中标份额
信产集团	34369.33	52.1%
南瑞集团	26826.02	40.6%
太极计算机	2267.84	3.4%
金智信息	1022.80	1.5%
国电南自	1359.85	2.1%
北明软件	118.31	0.2%
科大智能	45.01	0.1%
总计	66009.15	100.0%

来源：国家电网、国金证券研究所

图表7：今年国家电网信息化设备调度类软硬件中标情况

公司	调度类软硬件中标金额(万)	中标份额
南瑞集团	58334	46.2%
积成电子	9461	7.5%
国电南自	8636	6.8%
山东鲁能	6040	4.8%
东方电子	7189	5.7%
四方继保	6459	5.1%
许继电气	5508	4.4%
长园深瑞	4246	3.4%
其他	20509	16.2%
总计	126383	100%

来源：国家电网、国金证券研究所

图表 8：今年第 1-5 批输变电工程通信类设备中标情况

公司	输变电工程通信类中标金额 (亿)	中标份额
南瑞集团	48971.70	22.9%
信产集团	140175.50	65.5%
华迪计算机	6473.57	3.0%
特发信息	14597.02	6.8%
其他	3688.77	1.7%
合计	213906.56	100.0%

来源：国家电网、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)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	11,415	24,198	28,540	31,211	37,439	44,248
增长率		112.0%	17.9%	9.4%	20.0%	18.2%
主营业务成本	-8,815	-16,936	-20,337	-21,927	-26,418	-30,892
%销售收入	77.2%	70.0%	71.3%	70.3%	70.6%	69.8%
毛利	2,600	7,262	8,203	9,284	11,021	13,357
%销售收入	22.8%	30.0%	28.7%	29.7%	29.4%	30.2%
营业税金及附加	-68	-295	-260	-312	-374	-442
%销售收入	0.6%	1.2%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-467	-1,277	-1,504	-1,748	-2,059	-2,389
%销售收入	4.1%	5.3%	5.3%	5.6%	5.5%	5.4%
管理费用	-669	-1,934	-639	-780	-880	-1,000
%销售收入	5.9%	8.0%	2.2%	2.5%	2.4%	2.3%
研发费用	0	0	-1,542	-1,779	-2,097	-2,478
%销售收入	0.0%	0.0%	5.4%	5.7%	5.6%	5.6%
息税前利润 (EBIT)	1,395	3,757	4,259	4,665	5,611	7,047
%销售收入	12.2%	15.5%	14.9%	14.9%	15.0%	15.9%
财务费用	22	-93	89	-26	-7	28
%销售收入	-0.2%	0.4%	-0.3%	0.1%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-35	-83	-58	-75	-90	-98
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	33	110	135	160	190
%税前利润	0.0%	0.8%	2.2%	2.6%	2.5%	2.4%
营业利润	1,382	4,201	4,998	5,240	6,313	7,900
营业利润率	12.1%	17.4%	17.5%	16.8%	16.9%	17.9%
营业外收支	268	46	19	20	24	28
税前利润	1,650	4,247	5,017	5,260	6,337	7,928
利润率	14.5%	17.6%	17.6%	16.9%	16.9%	17.9%
所得税	-199	-545	-568	-594	-716	-896
所得税率	12.1%	12.8%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%
净利润	1,451	3,703	4,450	4,665	5,621	7,032
少数股东损益	4	462	288	305	350	403
归属于母公司的净利润	1,447	3,241	4,162	4,361	5,270	6,630
净利率	12.7%	13.4%	14.6%	14.0%	14.1%	15.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,451	3,703	4,450	4,665	5,621	7,032
少数股东损益	4	462	288	305	350	403
非现金支出	147	629	617	674	789	877
非经营收益	-16	122	-275	-103	-158	-206
营运资金变动	243	-1,153	-1,583	-1,407	-1,426	-1,519
经营活动现金净流	1,824	3,301	3,208	3,829	4,826	6,184
资本开支	-93	-1,188	-1,713	-2,344	-1,667	-1,393
投资	0	-418	-5,323	1,485	-298	-398
其他	-230	-274	192	-15	40	90
投资活动现金净流	-323	-1,879	-6,844	-874	-1,925	-1,701
股权募资	0	20	6,020	137	582	733
债权募资	-16	305	-754	-678	292	-1,007
其他	-663	-2,565	-2,686	-2,011	-2,183	-2,575
筹资活动现金净流	-679	-2,240	2,580	-2,553	-1,310	-2,850
现金净流量	822	-819	-1,055	402	1,591	1,634

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,721	8,737	7,561	7,963	9,554	11,187
应收账款	8,289	17,257	19,557	22,053	26,234	30,846
存货	2,047	5,560	5,821	7,173	8,392	9,867
其他流动资产	747	4,116	8,358	7,193	8,015	8,857
流动资产	15,803	35,670	41,296	44,381	52,196	60,757
%总资产	90.1%	77.6%	78.9%	77.4%	78.7%	80.3%
长期投资	54	894	1,117	1,267	1,385	1,483
固定资产	588	6,852	7,930	9,725	10,671	11,268
%总资产	3.4%	14.9%	15.2%	17.0%	16.1%	14.9%
无形资产	420	1,042	1,068	1,126	1,173	1,219
非流动资产	1,730	10,308	11,043	12,978	14,119	14,880
%总资产	9.9%	22.4%	21.1%	22.6%	21.3%	19.7%
资产总计	17,532	45,978	52,340	57,359	66,315	75,637
短期借款	82	68	1,415	735	1,021	9
应付款项	8,073	23,882	20,137	23,045	27,407	32,155
其他流动负债	357	721	993	934	1,160	1,519
流动负债	8,512	24,670	22,545	24,714	29,588	33,683
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	70	164	414	403	408	413
负债	8,582	24,835	22,958	25,117	29,996	34,096
普通股股东权益	8,850	19,380	27,784	30,341	34,067	38,887
其中：股本	2,429	4,202	4,584	4,622	4,622	4,622
未分配利润	4,608	10,369	12,714	15,134	18,278	22,365
少数股东权益	100	1,764	1,597	1,902	2,252	2,655
负债股东权益合计	17,532	45,978	52,340	57,359	66,315	75,637

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.596	0.771	0.908	0.943	1.140	1.434
每股净资产	3.644	4.612	6.062	6.564	7.370	8.413
每股经营现金净流	0.751	0.786	0.700	0.828	1.044	1.338
每股股利	0.300	0.390	0.370	0.420	0.460	0.550
回报率						
净资产收益率	16.35%	16.72%	14.98%	14.37%	15.47%	17.05%
总资产收益率	8.25%	7.05%	7.95%	7.60%	7.95%	8.76%
投入资本收益率	13.58%	15.44%	12.26%	12.54%	13.32%	15.04%
增长率						
主营业务收入增长率	17.95%	111.98%	17.95%	9.36%	19.96%	18.19%
EBIT增长率	4.01%	169.27%	13.34%	9.54%	20.28%	25.59%
净利润增长率	11.39%	123.92%	28.44%	4.78%	20.85%	25.79%
总资产增长率	7.57%	162.25%	13.84%	9.59%	15.61%	14.06%
资产管理能力						
应收账款周转天数	217.4	163.6	207.4	230.0	229.0	228.0
存货周转天数	86.9	82.0	102.1	120.0	117.0	118.0
应付账款周转天数	216.7	188.9	229.0	230.0	232.0	233.0
固定资产周转天数	17.8	78.8	75.9	78.7	69.0	59.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-51.82%	-41.00%	-20.92%	-27.69%	-28.17%	-31.00%
EBIT利息保障倍数	-64.4	40.4	-47.8	180.3	841.8	-255.5
资产负债率	48.95%	54.01%	43.86%	43.79%	45.23%	45.08%

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	3	16	17	35
增持	0	1	9	9	12
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.25	1.36	1.35	1.29

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	2018-04-13	买入	17.00	21.80~21.80
2	2018-04-23	买入	16.92	21.30~25.50
3	2018-05-01	买入	17.30	21.30~21.30
4	2018-09-08	买入	15.91	22.00~22.00
5	2018-10-30	买入	17.35	25.40~25.40
6	2018-12-06	买入	18.23	25.40~25.40
7	2019-04-29	买入	19.87	25.40~25.40
8	2019-09-02	买入	17.30	24.80~24.80

来源：国金证券研究所



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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**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 7GH