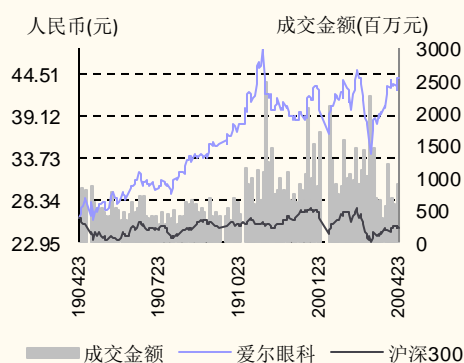


市场价格 (人民币): 44.03 元

## 内生增长突出, 眼科龙头壁垒稳固

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	30.98
已上市流通 A 股(亿股)	25.15
总市值(亿元)	1,363.97
年内股价最高最低(元)	44.03/34.20
沪深 300 指数	3830
创业板指	2030



## 公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,009	9,990	11,664	14,750	18,509
营业收入增长率	34.31%	24.74%	16.75%	26.46%	25.49%
归母净利润(百万元)	1,009	1,379	1,717	2,261	2,930
归母净利润增长率	35.88%	36.67%	24.49%	31.71%	29.61%
摊薄每股收益(元)	0.423	0.445	0.554	0.730	0.946
每股经营性现金流净额	0.59	0.65	0.78	1.05	1.26
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.72%	20.91%	22.59%	24.88%	26.07%
P/E	62.13	88.87	79.46	60.33	46.55
P/B	11.01	18.58	17.95	15.01	12.13

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件:

- 爱尔眼科发布 2019 年年度报告。2019 年实现营业收入 99.90 亿元, 同比增长 24.74%; 实现归母净利润为 13.79 亿元, 同比增长 36.67%; 实现扣非归母净利润 14.29 亿元, 同比增长 32.42%。

## 经营分析:

- 2019 年全年公司业绩维持高速增长, 国内主业增长突出。
- 各业务板块均保持稳健增长, 其中视光业务发展强劲。
- 2019 年公司毛利率维持提升趋势, 视光与屈光业务带来的结构优化与量价驱动显著。
- 公司老医院依然保持优秀的内生增长。同时, 业绩对老院的依赖程度维持降低态势, 公司已进入新医院收入及利润贡献体量占比提升, 老院维持稳健增长的良性循环。
- 分级连锁模式兑现复制, 成长路径继续验证。
- 国际化战略推进, 国内模式创新完善多层次医疗服务需求, 有望成为未来增长基础。
- 启动全球引才引智计划, 完善的中长期激励机制对公司的可持续发展起到重要的支撑作用。

## 盈利预测和投资建议:

- 由于新冠肺炎疫情, 我们预计眼科诊疗量会短期承压, 随疫情控制将逐步恢复。我们持续看好爱尔眼科的异地复制能力, 同时看好未来公司将围绕眼科专科业务打造生态平台、服务于国民眼科健康管理。
- 根据一季报预告及疫情影响, 我们调整 2020-2021 年归母净利润的预测幅度 (-4.2%、-5.4%), 预计 2020-2022 年实现归属母公司净利润分别为 17.17 亿元、22.61 亿元、29.30 亿元, 对应 EPS 分别为 0.55/0.73/0.95 元, 对应当前股价给予估值 P/E79.5 倍、60.3 倍、46.6 倍, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 眼科诊疗需求量短期波动的风险; 医患社会问题风险; 网络下沉进度风险; 医疗事故风险; 并购基金医院延迟注入的风险; 商誉减值风险; 县级医院建设进度低于预期的风险等。

## 相关报告

- 1.《定增草案发布, 商业模式充分验证-爱尔眼科定增草案发布点评》, 2020.1.9
- 2.《国际化战略推进, 成长路径继续验证-爱尔眼科 2019 三季报点评》, 2019.10.28
- 3.《业绩符合预期, 眼科龙头稳步前行-爱尔眼科 2019H 半年报点评》, 2019.8.23
- 4.《半年报预告符合预期, 业绩持续高增长-爱尔眼科 2019 半年报预...》, 2019.7.12
- 5.《业绩持续高增长, 眼科再迎黄金发展期-爱尔眼科 2018 年报 20...》, 2019.4.27

曾秋林 分析师 SAC 执业编号: S1130519100001  
(8621)60230221  
zengqiulin@gjzq.com.cn

事件：

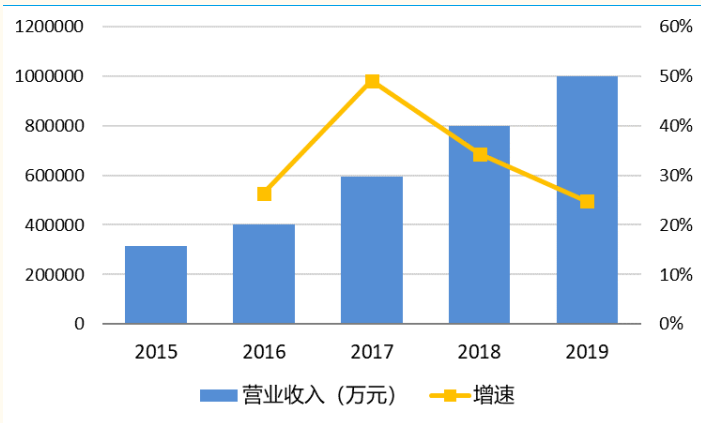
- 公司发布 2019 年年度报告。2019 年实现营业收入 99.90 亿元，同比增长 24.74%；实现归母净利润为 13.79 亿元，同比增长 36.67%；实现扣非归母净利润 14.29 亿元，同比增长 32.42%。

点评：

1. 2019 年全年公司业绩维持高速增长，国内主业增长突出。

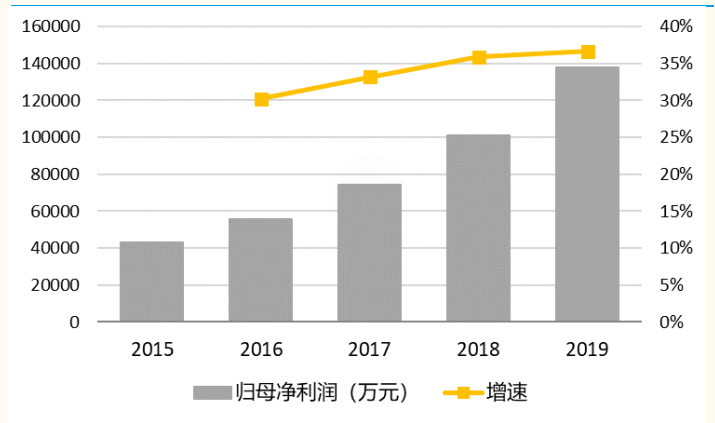
- 2019 年年度报告。2019 年实现营业收入 99.90 亿元，同比增长 24.74%；实现归母净利润为 13.79 亿元，同比增长 36.67%；
- 门诊量、手术量均维持稳健增长。报告期内，公司实现门诊量 662.8 万人次，同比增 15.6%，手术量 60.8 万例，同比增 7.8%。
- 剔除海外并购，国内主业增长依旧强势。我们预计内生收入端同比增长约 27.0%左右，利润端同比增长约为 35%~38%左右。

图表 1：爱尔眼科 2015-2019 营业收入 (万元)



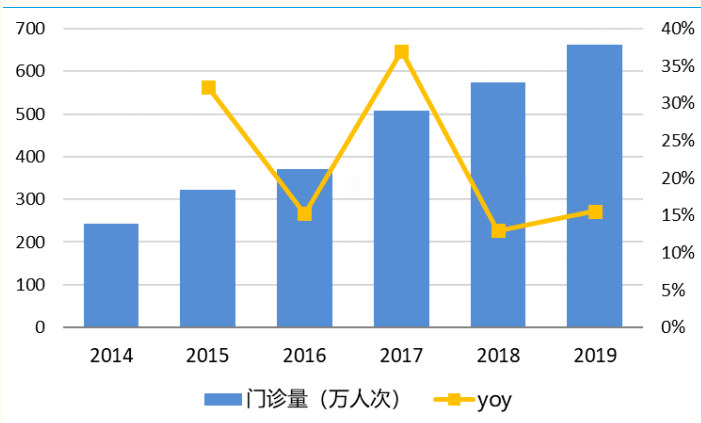
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：爱尔眼科 2015-2019 归母净利润 (万元)



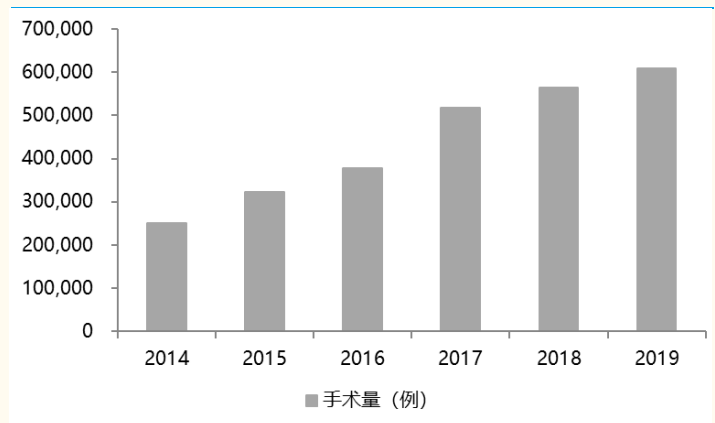
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：爱尔眼科 2014-2019 门诊量 (万人次)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：爱尔眼科 2014-2019 手术量 (例)

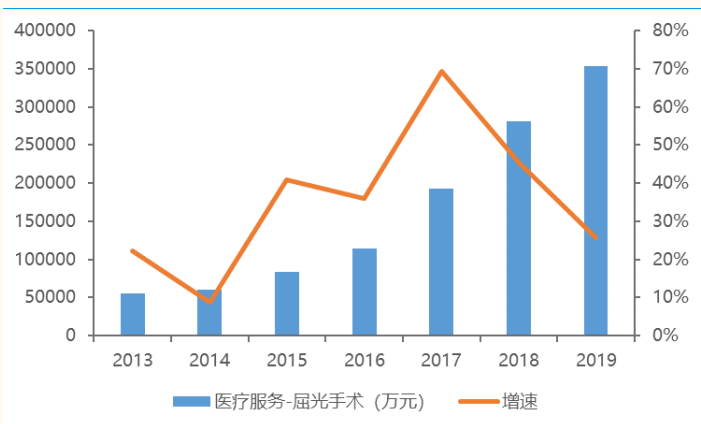


来源：公司公告，国金证券研究所

## 2. 各业务板块均保持稳健增长，其中视光业务发展强劲。

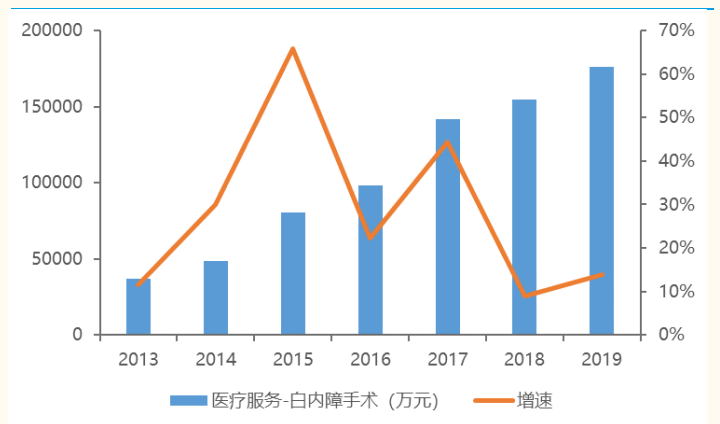
- 视光服务实现 19.3 亿元，同比增长 30.7%，占营业收入的比重提升至 19.32%。我们认为，视光业务增长突出的原因为：受国家近视防控战略的推动赛道迎来扩容机遇，同时随公司在视光品牌与视光服务能力拓展配镜量与配镜平均单价得到稳步提升。
- 屈光手术实现 35.1 亿收入，同比增长 25.6%，占营业收入的比重提升至 35.3%。屈光业务维持增长主要原因为：1) 国内市场因全飞秒、ICL 等高端手术占比提高所形成的量价齐升；2) 随公司在县级医院及基层屈光科室的拓展带来的手术量增加。
- 白内障手术实现 17.6 亿，同比增长 14.0%，占主营业的比重下降至 17.6%（去年同期 19.3%）。白内障业务增速有所恢复，我们认为主要原因为：虽然受国家实施城镇居民与农村合作医疗的医保政策整合调整过渡，以及部分省区医保优化调整支出结构影响，白内障业务手术量增长率仍然处于阶段性放缓阶段。但随着公司在高端多焦晶体、飞秒白内障术式等应用的推广使公司白内障业务升级转型效果初显。
- 眼前段手术实现 11.1 亿，同比增长 12.7%。
- 眼后段手术实现 7.0 亿，同比增长 28.3%。
- 屈光手术、白内障手术、眼前段手术、眼后段手术、视光服务、其他病种，分别占爱尔眼科 2019 年收入的 35.3%、17.6%、11.1%、7.0%、19.3%、9.5%。

图表 5：2013-2019 屈光手术收入（万元）



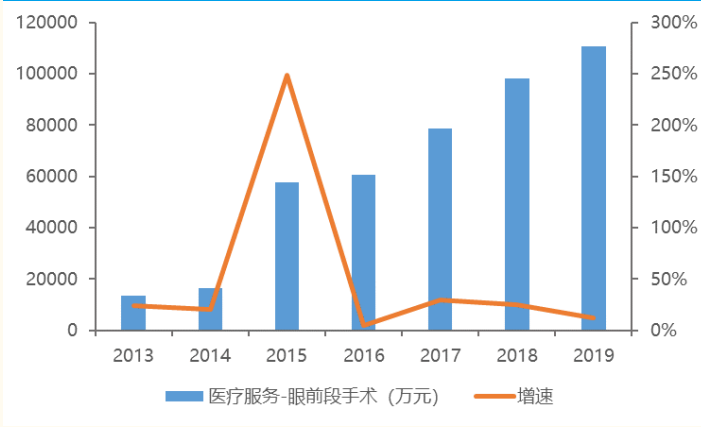
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：2013-2019 白内障手术收入（万元）



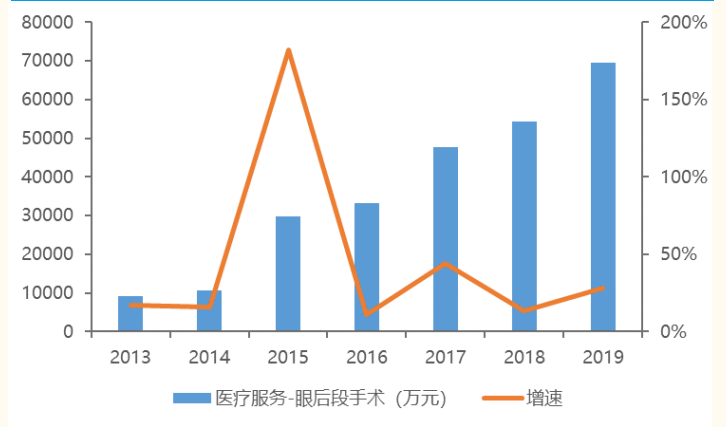
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7: 2013-2019 眼前段手术收入 (万元)



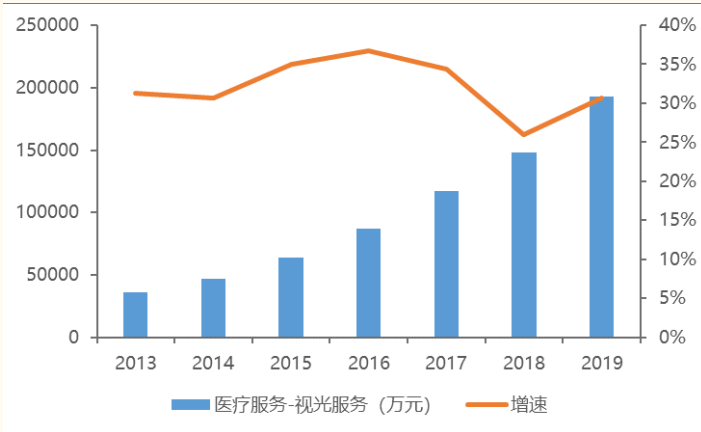
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 8: 2013-2019 眼后段手术收入 (万元)



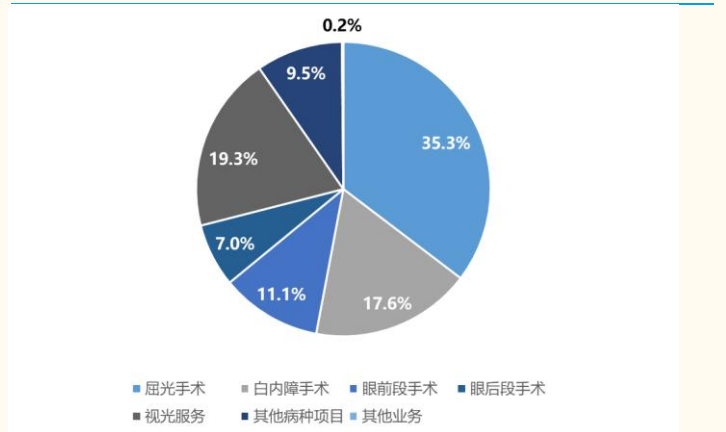
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 9: 2013-2019 视光服务收入 (万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 10: 2019 年收入结构占比 (按业务种类)

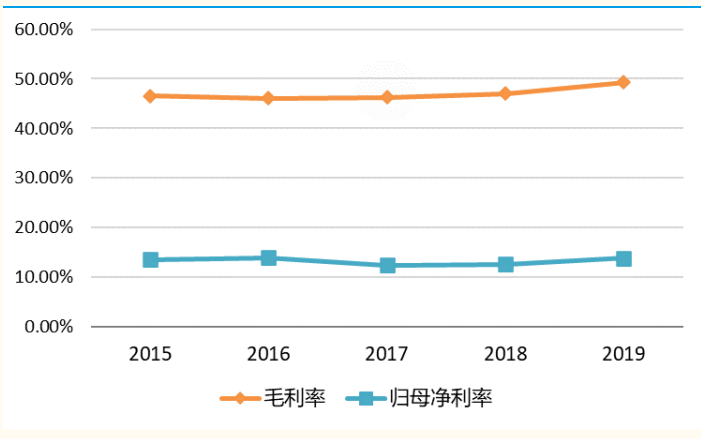


来源: 公司公告, 国金证券研究所

**3. 2019 年公司毛利率维持提升趋势, 视光与屈光业务带来的结构优化与量价驱动显著。**

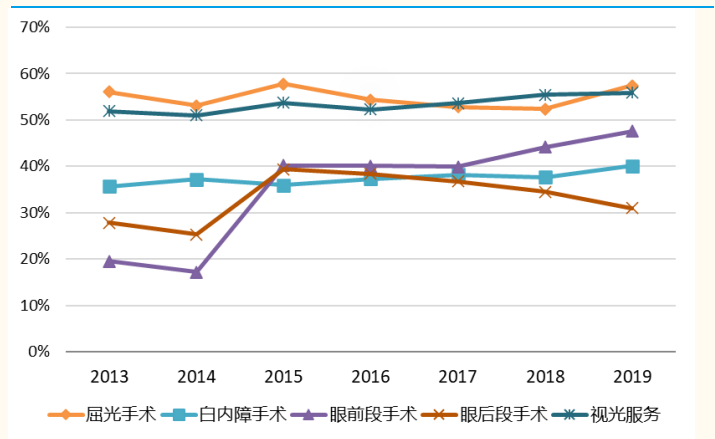
- 公司 2019 年年毛利率达到 49.3%, 同比上升 2.3 个百分点。除眼后段手术业务外, 其余业务板块的毛利率均有不同幅度的提升。我们认为, 公司毛利率持续提升的原因与视光、屈光等消费升级项目带来的结构优化与量价齐升密切相关。
- 2019 年度公司各项期间费用基本稳定, 毛利率提升带动整体盈利上行

图表 11: 爱尔眼科 2015-2019 利润率情况



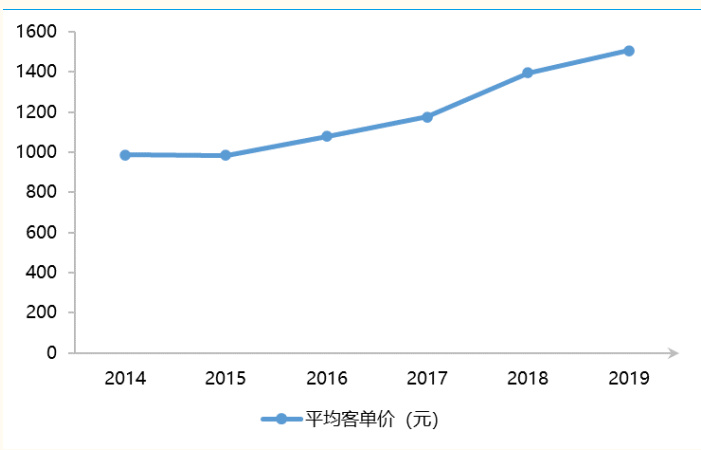
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 12: 2015-2018 各项业务毛利率情况



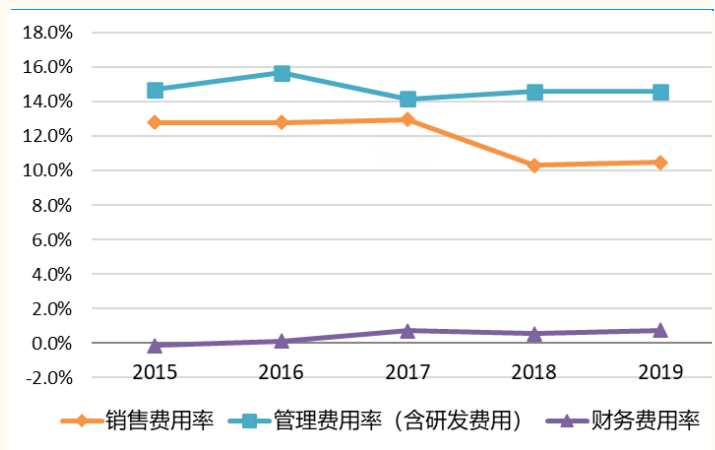
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 13: 爱尔眼科 2014-2019 年平均客单价情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 14: 爱尔眼科 2015-2019 期间费用率情况



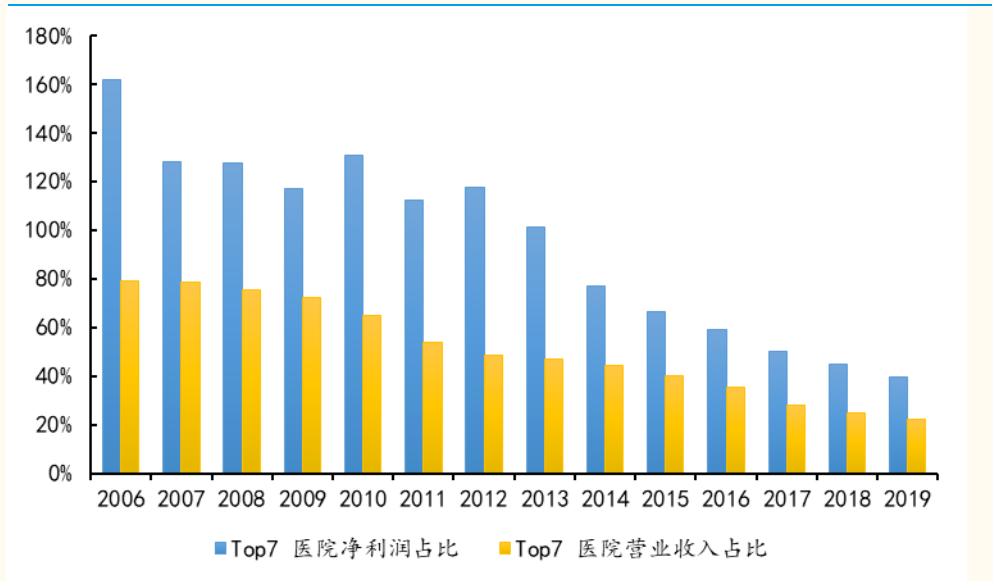
来源: 公司公告, 国金证券研究所

4. 公司老医院依然保持优秀的内生增长。同时, 业绩对老院的依赖程度维持降低态势, 公司已进入新医院收入及利润贡献体量占比提升, 老院维持稳健增长的良性循环。

■ 2018 年公司前 7 大门店合计贡献收入 19.7 亿元 (YOY=17%), 归母净利润 4.77 亿元 (YOY=19.7%)。

从历年数据追踪来看, 公司 7 家核心医院的收入、利润占比在逐年下降, 新医院占比提升, 实现了新老医院发展的良性循环。

图表 15：2006-2019 七大医院收入及利润占比



来源：公司公告，国金医药测算，国金证券研究所

- 2019 年长沙爱尔收入端医院增长 14.7%（成立于 2004 年 12 月）、利润增长 12.9%。
- 武汉爱尔收入端增长 17.2%（成立于 2003 年 7 月），利润端增长 29.4%。
- 成都爱尔收入端增长 20.0%（成立于 2002 年 12 月），利润端增长 31.6%。
- 衡阳爱尔收入端增长 14.1%（成立于 2003 年 9 月）；利润端增长 27.5%。
- 株洲爱尔收入端增长 24.8%（成立于 2004 年 9 月）；利润端增长 15.3%。
- 重庆爱尔收入增长-0.07%（成立于 2006 年 7 月），利润端增长 19.25%。

#### 5. 分级连锁模式兑现复制，成长路径继续验证。

- 公司异地扩张与网络布局延续。随着网络下沉，公司逐步渗透到基层，多层次的服务体系有效提升了整体竞争力。并购基金助力下，公司体系外医院储备丰富，体外项目的有序注入下使得公司成长路径得到充分验证，维持稳定增长。
- 报告期内，公司分别收购或新建了湘潭仁和、普洱爱尔、淄博康明爱尔、武汉洪山爱尔等 18 家医院及 31 个门诊部或诊所，医疗网络布局进一步扩大。
- 同时，公司披露了发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案，拟以发行股份方式购买天津中视信 100% 股权，由此间接收购爱尔产业基金的 26 家眼科医院；拟以发行股份及支付现金方式购买奥理德视光 100% 股权与宣城眼科医院 80% 股权；拟以发行股份方式购买万州爱瑞阳光眼科医院 90% 股权与开州爱瑞阳光眼科医院 90% 股权。同时，公司拟向不超过 35 名特定投资者以发行股份方式募集配套资金。

#### 6. 国际化战略推进，国内模式创新完善多层次医疗服务需求，有望成为未来增长基础。

- 国际化方面，公司于 2019 年 8 月 26 日公告向 ISEC Healthcare Ltd. 股东发起要约收购，目前公司成功收购 ISEC 的 56.53% 股权开启了东南亚市场拓展。国内业务方面，公司持续在屈光、视光、白内障等核心业务进行医疗技术迭代升级带动盈利上行，同时针对视光行业的快速扩容，眼视光门

诊部模式将逐步拓展至全国。在医疗服务深化细分方面，公司分别针对儿童眼科与高端眼科医疗服务做出尝试。

7. 启动全球引才引智计划，完善的中长期激励机制对公司的可持续发展起到重要的支撑作用。
- 公司历来重视科教研平台的建设与人才培养，报告期内，公司创新人才战略，正式启动“全球引才引智”系列人才培养计划，将面向全球引进及培养一批国际领军、行业领先、青年精英等高级眼科医疗及管理人才，助力实现新十年战略目标。
  - 同时，公司 2016 年限制性股票激励计划首次授予第三期和预留授予第二期已完成解锁，合伙人计划稳步实施。

### 盈利预测和投资建议：

- 由于新冠肺炎疫情，我们预计眼科诊疗量会短期承压，随疫情控制将逐步恢复，我们维持对眼科需求长期景气度的判断。我们持续看好爱尔眼科的异地复制能力，同时看好未来公司将继续围绕眼科专科业务打造生态平台、服务于国民眼科健康管理。
- 根据一季报预告以及考虑疫情影响，我们调整 2020-2021 年净利润预测幅度（-4.2%、-5.4%），预计公司 2020-2022 年实现归属母公司净利润分别为 17.17 亿元、22.61 亿元、29.3 亿元，对应 EPS 分别为 0.55/0.73/0.95 元，对应当前股价分别给予估值 P/E79.5 倍、60.3 倍、46.6 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 眼科诊疗需求量短期波动的风险；医患社会问题风险；网络下沉进度风险；医疗事故风险；并购基金医院延迟注入的风险；商誉减值风险；县级医院建设进度低于预期的风险等。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>主营业务收入</b>	<b>5,963</b>	<b>8,009</b>	<b>9,990</b>	<b>11,664</b>	<b>14,750</b>	<b>18,509</b>
增长率		34.3%	24.7%	16.8%	26.5%	25.5%
主营业务成本	-3,203	-4,245	-5,065	-5,899	-7,452	-9,328
%销售收入	53.7%	53.0%	50.7%	50.6%	50.5%	50.4%
毛利	2,760	3,764	4,926	5,764	7,298	9,181
%销售收入	46.3%	47.0%	49.3%	49.4%	49.5%	49.6%
营业税金及附加	-13	-13	-22	-26	-32	-41
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-774	-826	-1,049	-1,271	-1,696	-2,147
%销售收入	13.0%	10.3%	10.5%	10.9%	11.5%	11.6%
管理费用	-846	-1,072	-1,305	-1,575	-2,006	-2,554
%销售收入	14.2%	13.4%	13.1%	13.5%	13.6%	13.8%
研发费用	0	-97	-152	-187	-236	-315
%销售收入	0.0%	1.2%	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%
息税前利润 (EBIT)	1,126	1,756	2,397	2,706	3,327	4,124
%销售收入	18.9%	21.9%	24.0%	23.2%	22.6%	22.3%
财务费用	-43	-45	-76	-128	-142	-131
%销售收入	0.7%	0.6%	0.8%	1.1%	1.0%	0.7%
资产减值损失	-41	-186	-314	-295	-202	-88
公允价值变动收益	0	-38	-56	-86	-94	-124
投资收益	40	46	113	117	124	128
%税前利润	3.9%	3.3%	6.2%	5.0%	4.0%	3.2%
营业利润	1,111	1,558	2,022	2,534	3,311	4,265
营业利润率	18.6%	19.5%	20.2%	21.7%	22.4%	23.0%
营业外收支	-84	-178	-182	-203	-245	-278
税前利润	1,027	1,380	1,840	2,331	3,066	3,987
利润率	17.2%	17.2%	18.4%	20.0%	20.8%	21.5%
所得税	-234	-314	-409	-531	-699	-909
所得税率	22.8%	22.8%	22.2%	22.8%	22.8%	22.8%
净利润	793	1,066	1,431	1,800	2,367	3,078
少数股东损益	50	57	52	83	106	148
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>743</b>	<b>1,009</b>	<b>1,379</b>	<b>1,717</b>	<b>2,261</b>	<b>2,930</b>
净利率	12.5%	12.6%	13.8%	14.7%	15.3%	15.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	793	1,066	1,431	1,800	2,367	3,078
少数股东损益	50	57	52	83	106	148
非现金支出	332	558	818	733	734	609
非经营收益	2	43	5	108	132	125
营运资金变动	204	-268	-242	-232	30	91
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,330</b>	<b>1,400</b>	<b>2,013</b>	<b>2,408</b>	<b>3,264</b>	<b>3,903</b>
资本开支	-603	-809	-740	-976	-1,011	-1,082
投资	-2,087	-1,042	-1,116	-1,023	-1,032	-1,088
其他	-14	46	96	117	124	128
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-2,704</b>	<b>-1,805</b>	<b>-1,759</b>	<b>-1,882</b>	<b>-1,919</b>	<b>-2,042</b>
股权募资	1,785	70	91	63	0	0
债权募资	1,477	-93	798	595	205	-161
其他	-299	-777	-720	-943	-966	-968
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>2,964</b>	<b>-800</b>	<b>169</b>	<b>-285</b>	<b>-761</b>	<b>-1,129</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,590</b>	<b>-1,205</b>	<b>422</b>	<b>242</b>	<b>584</b>	<b>732</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,560	1,290	1,840	2,082	2,666	3,398
应收账款	706	1,037	1,375	1,377	1,707	2,132
存货	274	359	374	416	526	658
其他流动资产	141	540	438	793	836	894
流动资产	3,681	3,226	4,027	4,668	5,734	7,081
%总资产	39.5%	33.5%	33.9%	33.8%	35.3%	37.0%
长期投资	1,161	1,522	1,755	2,685	3,615	4,565
固定资产	1,257	1,668	2,126	2,352	2,540	2,782
%总资产	13.5%	17.3%	17.9%	17.0%	15.6%	14.5%
无形资产	3,054	3,075	3,771	3,846	4,038	4,381
非流动资产	5,632	6,400	7,868	9,150	10,499	12,071
%总资产	60.5%	66.5%	66.1%	66.2%	64.7%	63.0%
<b>资产总计</b>	<b>9,313</b>	<b>9,627</b>	<b>11,895</b>	<b>13,818</b>	<b>16,233</b>	<b>19,152</b>
短期借款	280	396	889	1,273	1,219	858
应付款项	1,516	1,255	1,434	1,596	1,964	2,464
其他流动负债	324	390	555	594	764	971
流动负债	2,120	2,042	2,879	3,463	3,948	4,293
长期贷款	1,467	1,320	1,636	1,816	2,051	2,329
其他长期负债	254	295	358	429	532	523
<b>负债</b>	<b>3,841</b>	<b>3,656</b>	<b>4,872</b>	<b>5,707</b>	<b>6,530</b>	<b>7,145</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>5,216</b>	<b>5,693</b>	<b>6,594</b>	<b>7,599</b>	<b>9,085</b>	<b>11,241</b>
其中：股本	1,586	2,383	3,098	3,098	3,098	3,098
未分配利润	1,349	1,806	2,608	3,550	5,036	7,192
少数股东权益	256	278	429	512	618	766
<b>负债股东权益合计</b>	<b>9,313</b>	<b>9,627</b>	<b>11,895</b>	<b>13,818</b>	<b>16,233</b>	<b>19,152</b>

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.468	0.423	0.445	0.554	0.730	0.946
每股净资产	3.289	2.389	2.129	2.453	2.933	3.629
每股经营现金净流	0.839	0.587	0.650	0.777	1.054	1.260
每股股利	0.200	0.200	0.200	0.250	0.250	0.250
<b>回报率</b>						
净资产收益率	14.24%	17.72%	20.91%	22.59%	24.88%	26.07%
总资产收益率	7.97%	10.48%	11.59%	12.42%	13.93%	15.30%
投入资本收益率	11.97%	17.53%	19.38%	18.51%	19.59%	20.72%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	49.06%	34.31%	24.74%	16.75%	26.46%	25.49%
EBIT 增长率	61.24%	55.89%	36.54%	12.88%	22.95%	23.95%
净利润增长率	33.19%	35.88%	36.67%	24.49%	31.71%	29.61%
总资产增长率	129.05%	3.37%	23.56%	16.17%	17.48%	17.98%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	24.4	31.8	37.7	38.0	38.3	38.5
存货周转天数	27.4	27.2	26.4	26.0	26.0	26.0
应付账款周转天数	64.4	71.1	73.3	73.5	73.6	73.7
固定资产周转天数	69.3	66.8	64.5	56.7	45.5	38.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-14.85%	7.13%	5.48%	8.63%	2.98%	-4.50%
EBIT 利息保障倍数	26.4	39.0	31.7	21.1	23.4	31.6
资产负债率	41.24%	37.98%	40.96%	41.30%	40.23%	37.31%



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	1	34
增持	0	0	0	1	9
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.50	1.25

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。

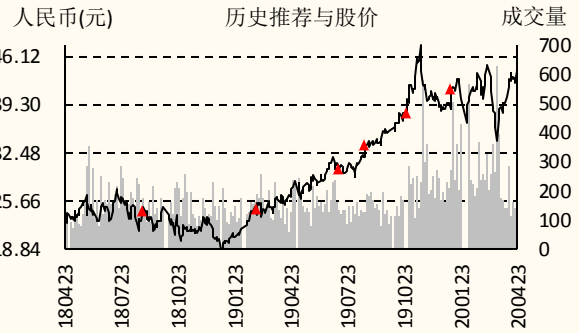
最终评分与平均投资建议对照：

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	2018-08-27	买入	29.88	N/A
2	2018-10-28	买入	27.50	N/A
3	2019-02-28	买入	31.00	N/A
4	2019-04-27	买入	36.07	N/A
5	2019-07-12	买入	30.50	N/A
6	2019-08-23	买入	32.82	N/A
7	2019-10-28	买入	38.18	N/A
8	2020-01-09	买入	38.81	N/A

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