

# 海信电器 (600060.SH) 视听器材行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

王晓莹

分析师 SAC 执业编号: S1130511030019

(8621)61038318

wangxiaoying@gjzq.com.cn

## 三季度销量提速, 智能和 3D 电视巩固利润率

### 事件

近日我们陪同海信电器董秘江海旺先生与部分机构进行了一对一交流。交流纪要后附。

### 评论

**短期看点一: 三季度电视机行业及公司的销量均提速。**结合统计局与第三方数据【统计局 7、8 月电视机产量增速均在 20% (图表 1); 产业在线电视机出货量监测 7 月行业增速 1%、海信增速 38%; 中怡康城市零售量监测 7 月行业增速 21%、海信增速 45% (图表 2、3)】, 以及公司跟踪, 我们估计海信 7、8 月整体出货量增长幅度在 20-30%, 收入增速也有望超过 20%, 这比上半年 3.3% 的收入增速明显提升。由于上半年几乎无增长, 市场对电视机的增速预期一直很低, 因此 7、8 月这一增长水平应属超预期。

**短期看点二: 今年至今面板价格降幅超预期, 下半年智能与 3D 电视占比提升将巩固海信前四个季度的毛利率水平:** 如图表 5, 今年至今各主要尺寸的面板价格降幅一直大于整机价格降幅 (近期整机同尺寸同比降幅在 10-17%; 而面板价格降幅在 20-24%); 原本业界预期 9 月旺季到来面板价格会上涨, 但 DisplaySearch 的 9 月上旬面板价格继续环比 8 月下降。三季度以来业界迎接电视机旺季的普遍策略是一方面大尺寸电视降价, 另一方面加大智能电视与 3D 电视的占比 (产品结构提升对毛利率推升作用明显: LED 与普通液晶成本差别已不大, 但售价相差 10-15%; 3D 和智能电视比普通平板成本高几百块钱, 但售价相差 20-30%。海信到年底 LED、3D、智能电视占比预计分别能够达到 70% 以上、30% 和 7-8%)。海信在产品结构提升上始终引领行业、费用率稳定, 相信下半年能够巩固过去四个季度的较高毛利率和净利率水平 (图表 4, 过去四个季度毛利率较高的原因与行业大背景和海信竞争优势的共同结果, 详见后附纪要)。因此尽管去年下半年公司净利润已经同比大幅增长, 今年下半年因为净利率有望接近上半年的水平、全年业绩超预期可能性依然很大, 我们本次也再上调 2011 年盈利预测近 5% 至 1.37 元。

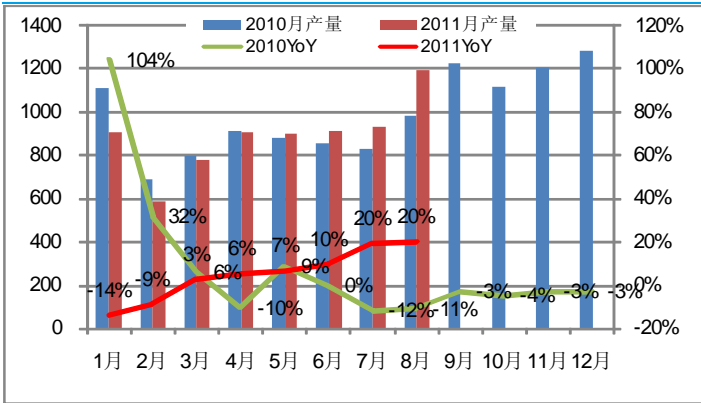
**中长期看点: 行业小幅增长, 产品结构提升; 海信优势保持, 利润率有望稳步提升还可提高。**总体判断需求小幅增长 (未来 5 年平板保持 10% 的复合增速。电视机行业的竞争规律: 业者对需求增速的一致预期较高时 (正如 09 年、去年上半年), 便会打价格战冲量抢份额; 当一致预期较低时 (正如今年), 便会保价保利润, 重心是提升产品结构 (比如去年下半年推 LED、今年推 3D 和智能电视)。因此当缓慢增长、平衡市下, 电视机企业的竞争已经不是看单因素的资源优势, 而是比拼综合实力。海信具备综合实力 (平板技术领先+推新品快半拍), 在运行效率顺畅下利润率提升到 7 个百分点左右并不是没可能。

### 投资建议

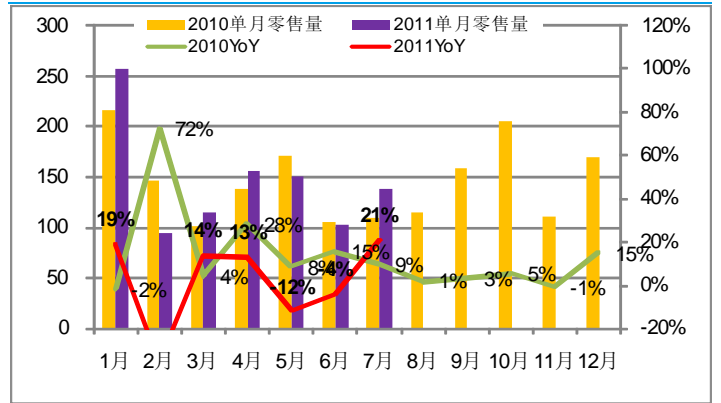
**我们上调明年两年盈利预测近 5%:** 预计 2011-2013 年公司收入分别为 244、277、312 亿元, 同比分别增长 14.7%、13.6%、12.7%; 每股收益分别为 1.371、1.588、1.807 元, 净利润增速分别为 42.6%、15.6%、13.8%。

**投资建议:** 今年我们早在年报发布后便将公司盈利预测上调到 1.30 元, 而市场一致预期直到中报后才上调到这一水平。可以说对于公司基本面的判断并没有问题, 但是公司股价依然因为估值的下行而从高点回落, 目前仅为 9.6X11PE。我们认为这样的低估值水平已经充分反映了市场对电视机行业的悲观预期, 而海信业绩确定性高, 未来行业小幅增长并非坏事, 海信凭借高盈利能力能够通过进一步提升市场份额和利润率获得持续增长, 因此当前价格是目前市场环境下非常好的防御性品种, 接下来几个月的销量如果继续像 7、8 月一样超预期, 应该还能够带来公司估值向上的弹性。我们维持买入建议, 目标价 18 元。

图表1: 今年以来统计局彩电产量增速逐月提升

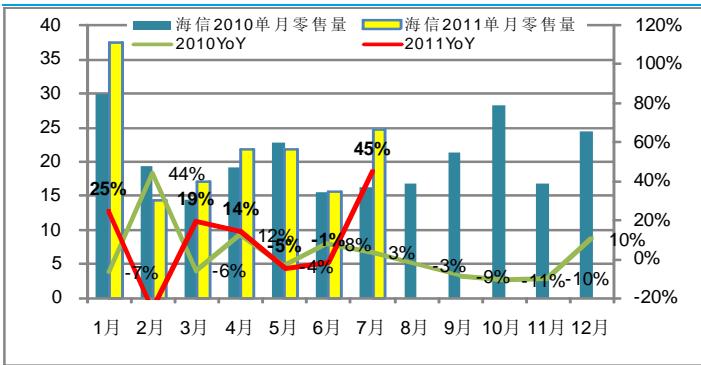


图表2: 6月以来中怡康口径彩电城市零售增速提升



来源: 华通人, 中怡康国金证券研究所

图表3: 海信今年以来增速基本每个月都高于行业



来源: 中怡康, 国金证券研究所

图表4: 海信过去四个季度毛利率、净利率均较高

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09
毛利率	20.9%	19.1%	20.3%	16.4%
净利率	2.5%	2.0%	2.5%	3.5%

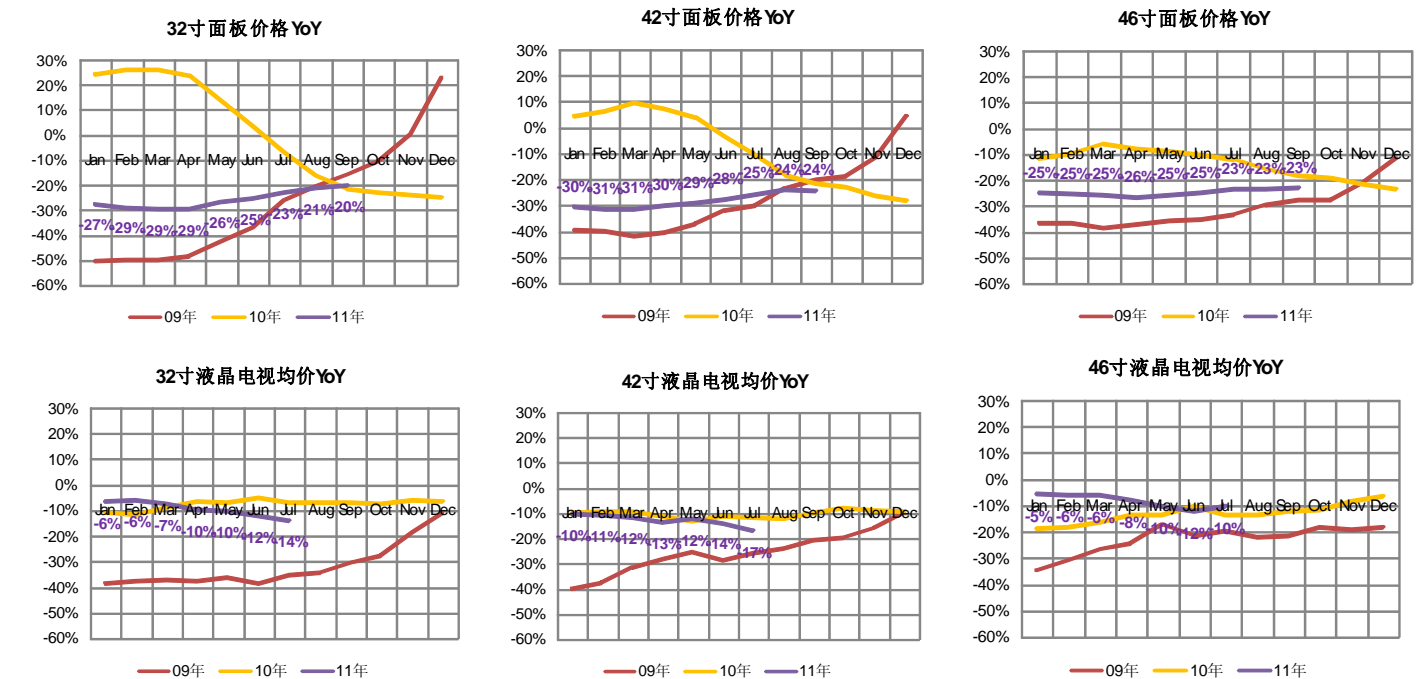
  

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
毛利率	16.8%	13.6%	17.1%	20.8%
净利率	2.6%	2.6%	3.6%	6.4%

	1Q11	2Q11
毛利率	21.4%	19.4%
净利率	5.3%	5.3%

图表5: 今年至今各主要尺寸的面板价格降幅一直大于整机价格降幅



来源: DisplaySearch, 中怡康, 国金证券研究所

## 机构交流纪要

### 1、关于智能电视:

- 智能化就是电视+软件平台。智能电视相当于“家庭大型 pad”+“加载应用”；有预装系统、能够加载程序。
  - 智能电视的解决方案有两种，内嵌软件平台或者通过机顶盒实现。目前电视机企业的智能电视都是通过内嵌软件平台直接上网，类似于手机的双卡：通过机顶盒提供有线电视功能，通过软件平台内嵌直接上网提供互联网视频观看及应用程序下载安装。
  - 智能电视能同时运行几个应用程序。
  - 软件平台相同的条件下，内容从手机转到电视上比较容易。
- 广电并不直接管到电视机终端，广电是通过给互联网视频公司（内容提供商）发牌照实现对内容的管制；智能电视企业只要有和牌照的互联网视频公司合作即可。在应用程序下载安装上广电是管不到的。
- 家庭电视的发展方向：大的图像显示平台，高清画质+丰富的内容。因此智能电视的关键是内容，智能电视机企业未来和内容提供商谈分成的可能性不大，但凭借用户数在广告收入上分成的可能性大。
  - 当智能电视有规模后，通过用户信息收集可以提供更好的服务。向用户收费难，向广告主收费的模式更好一点。
  - 海信透过智能电视可以收集到用户信息，可以进行用户分群，有机会从广告商那里收费，跟现在的 iptv 差不多。
- 目前智能出货比例并不高，刚上市，海信 5 月推出 4 款，目前出货量占比是 1-2 个点。接下来增长会很快，年底智能电视预计 7-8%。明年会非常快。
- 智能电视的生产是原有生产线共享的，只是要增加软件协助的工序。
- Android 平台现在使用 2.0 版，是免费的；将来升级到 3.0 版电视机厂家可能要付专利授权费，但是只要有量，专利费是有谈判余地的，CRT 时代也有要付专利费的部件。
- 智能电视并非完全替代功能，与 LCD 替代 CRT 不同；但厂家会像高清电视一样主动推广成为标配。
- 为什么外资还不推广智能电视？因为外资还在主推 3D。
- 未来智能电视产品混合带来厂商的混合竞争，关键看用户粘性。

### 2、关于海信推出的 I'TV 新品:

- I'TV 是在平板电脑基础上增加电视功能，在家庭中只要大电视开启 wifi，I'TV 就可以与大电视互动，非海信品牌的也可以（加接收端）。
- 推出 I'TV 的目的是开辟新的市场，有清晰的产品规划，首先推出的是 7 寸，接下来十一以后还将有 8 寸、10 寸陆续推出。
- 十一期间会在连锁渠道做专门的演示区。价格预计在一千多元，而且高端电视机可能会搭送。

### 3、对电视机需求增长的展望：行业小幅增长，产品结构提升

- 认为平板电视机的自然增长（人口因素）未来 5 年能够保证年增长率还在 10% 左右。
  - 房地产影响从上半年内销量没什么增长可以看出。
- 另外，产品线丰富后，产品结构变化还能给行业增长增添刺激动力。
  - 2009 年电视机的内销量是下降的，但是 LCD 替代 CRT 大幅提高了单价和收入水平。
  - 智能电视在革命性上尽管不如平板替代 CRT，但是明年渗透度会大大加强。
- 电视机的清晰度已经没有必要提高了，能够满足消费需求。
- 接下来行业的重点是推 3D、推智能电视。更看好智能电视的普及前景；认为 3D 普及到一定程度可能会止步，因为片源和观看习惯的问题。

- 3D 电视目前出货量占比 10%，年初还仅有 2%；到年底预计能够达到 30%。不过 3D 有片源影响，另外展示和实际使用有差距，未来占比进一步提升的潜力不如智能电视。三星似乎就觉得 3D 推广低于预期。
- 智能电视今年年初开始有个别概念产品，五一以后开始有少量销售，海信是先行者，目前销量占比 1-2 个点，预计到年底能到 7-8 个点。相比 3D 电视，海信更看好智能电视的普及前景。

#### 4、对行业竞争格局的展望：

- 认为未来行业总量保持小幅增长，因此市场竞争趋于理性（今年就是这样），大家都不愿挑起恶性价战（因为价格战是在需求快速增长的情况下冲市场份额的手段，如果需求增长不快，打价格战只会先打死自己）。
- 目前的行业大背景考验的是各公司的综合竞争力，而非单纯适时备货。

#### 5、对于海信电器的优势、自身增长的展望：

- 海信目前的产品结构：
  - 已不做 CRT。平板电视中 LED 接近 60%，PDP 约 5%，普通 LCD 约 35%。
  - 到年底预计 LED 占比将达到 70%；明年预计达到 80%。
  - 海信智能电视 5 月推出 4 款（系列不全），目前出货量占比是 1-2 个点。接下来增长会很快。
- 目前的行业大背景考验的是公司的综合竞争力。海信在综合竞争力上优势明显：平板技术领先；推新品快半拍。
  - 公司系统比较开放，产品研发盯住三星（只比三星慢 2-3 个月），制造端学习富士康等标杆企业。研发团队定期与面板、open cell 等厂商研讨未来方向，不固步自封。
  - 和创维比：公司产品线布局更全，速度快 1-2 个月；而对方产品线比较简单，营销效率较高。供应链效率差不多。
  - 海信推出智能电视比 TCL 早 3-4 个月。
  - 同是模组自制，海信模组产线工序覆盖的长度和深度是比竞争对手更好的：海信 07 年 9 月开始做模组，08 年 5 月 17000 片达到盈亏平衡点。这样海信就从一个电视机组装企业上升到光学技术、导光板精密印刷技术、贴附技术都要掌握。逐渐出现效益。目前公司模组规模和工序明显强于其它竞争对手。除了 open cell 大家都要买以外，公司背光已可以一定比例自制，导光（2010 年初上小尺寸的产品线，1Q 基本没有量，2Q 才开始有小尺寸，而今年现在已经大尺寸也可以做）、背板也大部分自制，工序深度加深。2010 年年报因为做模组贡献了 2.4 亿的净利。目前模组自制率从广度上讲 40%，年底可达 50%；但并不是越高越好，关键要看中间工序在深度上覆盖多少。未来模组发展空间是整机一体化，因此成本降低仍有潜力。
  - 从财务数据可见海信这几年的营业周期持续缩短，中报已变为负值。
- 海信目前还是专注于模组周边配套，还是轻资产运营。
- 海信的利润率展望：效率都很顺后，净利到 7 个点左右是有可能的。
  - 利润率趋势建议看过去 4 个季度：这四个季度液晶屏总体供过于求，销售端竞争策略由于大家都预期需求小幅增长所以很理性；在这样的情况下海信实现了 5 个点以上的净利率；因此这种态势维持下去就可以保持目前的利润率。
  - 产品结构的提升推升毛利率水平：
    - ◆ LED 和普通 LCD 的成本差别已不大（LCD 厚度 5-6cm、LED 厚度 2-3cm；LED 灯珠及配套和 LCD 价格会不会倒挂要看供应链），但价格相差 10-15%；
    - ◆ 3D 电视和普通电视的成本相差 300-600 元，目前终端价格相差 20-30%。
    - ◆ 智能电视硬件略有变化，软件成本如果量做到百万台就可以摊销。和普通相差几百块的成本；而零售价可以相差 20-30%。
    - ◆ 智能电视推出时的毛利率起点比 3D 电视还高。目前智能电视的毛利率有 40-50%，不过量少，这样的毛利率没有意义。
    - ◆ 当 3D 电视、智能电视的占比提升到 30%渗透率，则盈利能力上升明显。
    - ◆ 另外再看小平板电视在收入和利润上的增量贡献。

■ 未来还会争取盈利模式的变化。

- 公司 7、8 月出货量增速达到 20-30%（外销也差不多），原因是大尺寸液晶电视降价推动销量。目前来看 9 月面板报价也超预期的低。

**6、关于 OLED 的发展：**

- OLED 方向：国外品牌有样机计划，但量产要观察。重要 3 个问题：1) OLED 大尺寸的观看效果如何；2) 能否做到大小尺寸全都覆盖；3) 成本差别，当三星去做 OLED 时，LCD 的资产如何妥善处理？
- OLED 起来后的影响：研发进程三星和 LG 有优势。然后看 LCD 淘汰进度（对海信来讲是一个缓冲期）。

**7、其他**

- 苏宁国美占海信销售收入的 30%。

图表6: 公司三张报表及预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	0.048	2009	2010	2011E	2012E	2013E		0.048	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>主营业务收入</b>	<b>13,407</b>	<b>18,407</b>	<b>21,264</b>	<b>24,386</b>	<b>27,694</b>	<b>31,216</b>	货币资金	676	2,198	2,437	532	5,658	6,387
增长率		37.3%	15.5%	14.7%	13.6%	12.7%	应收款项	2,858	4,262	5,897	5,879	6,677	8,474
<b>主营业务成本</b>	<b>-11,026</b>	<b>-14,905</b>	<b>-17,576</b>	<b>-19,596</b>	<b>-22,286</b>	<b>-25,100</b>	存货	1,193	2,396	2,544	2,625	2,986	3,228
%销售收入	<b>82.2%</b>	<b>81.0%</b>	<b>82.7%</b>	<b>80.4%</b>	<b>80.5%</b>	<b>80.4%</b>	其他流动资产	36	29	26	20	0	27
<b>毛利</b>	<b>2,381</b>	<b>3,502</b>	<b>3,688</b>	<b>4,790</b>	<b>5,408</b>	<b>6,116</b>	流动资产	4,763	8,885	10,904	9,056	15,320	18,116
%销售收入	<b>17.8%</b>	<b>19.0%</b>	<b>17.3%</b>	<b>19.6%</b>	<b>19.5%</b>	<b>19.6%</b>	%总资产	<b>80.5%</b>	<b>86.0%</b>	<b>87.4%</b>	<b>88.5%</b>	<b>92.9%</b>	<b>94.5%</b>
<b>营业税金及附加</b>	<b>-54</b>	<b>-51</b>	<b>-66</b>	<b>-49</b>	<b>-55</b>	<b>-62</b>	长期投资	41	153	167	0	0	0
%销售收入	<b>0.4%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	固定资产	955	1,017	1,088	1,101	1,108	995
<b>营业费用</b>	<b>-1,711</b>	<b>-2,511</b>	<b>-2,260</b>	<b>-2,877</b>	<b>-3,157</b>	<b>-3,527</b>	%总资产	<b>16.2%</b>	<b>9.8%</b>	<b>8.7%</b>	<b>10.8%</b>	<b>21.0%</b>	<b>20.9%</b>
%销售收入	<b>12.8%</b>	<b>13.6%</b>	<b>10.6%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.4%</b>	<b>11.3%</b>	无形资产	119	104	101	73	65	59
<b>管理费用</b>	<b>-314</b>	<b>-366</b>	<b>-370</b>	<b>-646</b>	<b>-687</b>	<b>-749</b>	非流动资产	1,151	1,445	1,573	1,173	1,176	1,056
%销售收入	<b>2.3%</b>	<b>2.0%</b>	<b>1.7%</b>	<b>2.7%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.4%</b>	%总资产	<b>19.5%</b>	<b>14.0%</b>	<b>12.6%</b>	<b>11.5%</b>	<b>7.1%</b>	<b>5.5%</b>
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>303</b>	<b>574</b>	<b>992</b>	<b>1,217</b>	<b>1,509</b>	<b>1,777</b>	<b>资产总计</b>	<b>5,914</b>	<b>10,330</b>	<b>12,477</b>	<b>10,229</b>	<b>16,496</b>	<b>19,172</b>
%销售收入	<b>2.3%</b>	<b>3.1%</b>	<b>4.7%</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.4%</b>	<b>5.7%</b>	短期借款	0	0	0	0	0	0
<b>财务费用</b>	<b>-68</b>	<b>-34</b>	<b>-52</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应付款项	2,730	5,044	6,397	3,758	7,781	8,791
%销售收入	<b>0.5%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	其他流动负债	10	203	268	0	339	407
<b>资产减值损失</b>	<b>-30</b>	<b>-75</b>	<b>-53</b>	<b>67</b>	<b>-18</b>	<b>-76</b>	流动负债	2,741	5,247	6,666	3,758	8,120	9,198
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	7	7	7	7	7	8
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>18</b>	<b>20</b>	<b>25</b>	<b>30</b>	其他长期负债	90	59	19	0	0	0
%税前利润	<b>0.2%</b>	<b>0.7%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.6%</b>	<b>负债</b>	<b>2,837</b>	<b>5,312</b>	<b>6,692</b>	<b>3,765</b>	<b>8,126</b>	<b>9,206</b>
<b>营业利润</b>	<b>205</b>	<b>469</b>	<b>906</b>	<b>1,304</b>	<b>1,515</b>	<b>1,730</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,959</b>	<b>4,907</b>	<b>5,673</b>	<b>6,331</b>	<b>8,254</b>	<b>9,820</b>
营业利润率	<b>1.5%</b>	<b>2.5%</b>	<b>4.3%</b>	<b>5.3%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.5%</b>	少数股东权益	117	124	129	134	139	146
<b>营业外收支</b>	<b>64</b>	<b>145</b>	<b>74</b>	<b>100</b>	<b>110</b>	<b>120</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,914</b>	<b>10,343</b>	<b>12,494</b>	<b>10,229</b>	<b>16,520</b>	<b>19,172</b>
<b>税前利润</b>	<b>269</b>	<b>614</b>	<b>979</b>	<b>1,404</b>	<b>1,625</b>	<b>1,850</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	<b>2.0%</b>	<b>3.3%</b>	<b>4.6%</b>	<b>5.8%</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.9%</b>		0.048	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>所得税</b>	<b>-58</b>	<b>-112</b>	<b>-140</b>	<b>-211</b>	<b>-244</b>	<b>-278</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	<b>21.4%</b>	<b>18.3%</b>	<b>14.3%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>	每股收益	0.456	1.009	1.445	1.371	1.588	1.807
<b>净利润</b>	<b>211</b>	<b>502</b>	<b>839</b>	<b>1,194</b>	<b>1,381</b>	<b>1,573</b>	每股净资产	5.993	8.493	6.546	7.305	9.524	11.331
少数股东损益	-14	4	4	5	5	7	每股经营现金净流	0.440	0.632	0.645	-1.664	5.408	0.824
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>225</b>	<b>498</b>	<b>835</b>	<b>1,189</b>	<b>1,376</b>	<b>1,566</b>	每股股利	0.000	0.100	0.120	0.000	0.000	0.000
净利率	<b>1.7%</b>	<b>2.7%</b>	<b>3.9%</b>	<b>4.9%</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	7.60%	10.15%	14.72%	18.77%	16.68%	15.95%
	0.048	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	3.80%	4.82%	6.68%	11.62%	8.33%	8.17%
<b>净利润</b>	<b>211</b>	<b>502</b>	<b>819</b>	<b>1,194</b>	<b>1,381</b>	<b>1,573</b>	投入资本收益率	7.71%	9.31%	14.64%	15.99%	15.27%	15.14%
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>215</b>	<b>253</b>	<b>135</b>	<b>153</b>	<b>249</b>	<b>321</b>	主营业务收入增长率	-9.65%	37.29%	15.52%	14.68%	13.57%	12.72%
非经营收益	7	-165	-62	98	-136	-150	EBIT增长率	-3.86%	89.64%	72.89%	22.69%	23.97%	17.77%
<b>营运资金变动</b>	<b>-215</b>	<b>-225</b>	<b>-351</b>	<b>-2,887</b>	<b>3,192</b>	<b>-1,030</b>	净利润增长率	10.37%	121.47%	67.57%	42.36%	15.81%	13.76%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>218</b>	<b>365</b>	<b>541</b>	<b>-1,442</b>	<b>4,686</b>	<b>714</b>	总资产增长率	-5.84%	74.90%	20.80%	-18.01%	61.49%	16.05%
资本开支	-94	-174	-238	-98	-132	-15	<b>资产管理能力</b>						
投资	-4	-109	0	167	-1	0	应收账款周转天数	17.2	11.8	13.3	0.2	0.2	12.0
其他	0	0	2	20	25	30	存货周转天数	53.7	45.5	53.5	50.0	50.0	48.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-98</b>	<b>-284</b>	<b>-235</b>	<b>89</b>	<b>-108</b>	<b>15</b>	应付账款周转天数	60.6	54.5	68.6	70.0	70.0	70.0
股权募资	0	1,504	0	-547	547	0	固定资产周转天数	24.8	20.0	18.7	16.8	14.8	11.8
债权募资	0	0	0	-19	0	1	<b>偿债能力</b>						
其他	-65	-63	-82	16	0	0	净负债/股东权益	-21.76%	-43.57%	-41.89%	-8.13%	-67.33%	-64.01%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-65</b>	<b>1,441</b>	<b>-82</b>	<b>-551</b>	<b>547</b>	<b>1</b>	EBIT利息保障倍数	4.4	16.8	19.2	2,702.1	3,349.7	3,663.1
<b>现金净流量</b>	<b>54</b>	<b>1,523</b>	<b>224</b>	<b>-1,905</b>	<b>5,125</b>	<b>729</b>	资产负债率	47.98%	51.36%	53.56%	36.80%	49.19%	48.02%

来源: 国金证券研究所

**投资评级的说明:**

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;

持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;

卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

**特别声明:**

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	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B