

三一重工 (600031.SH) 工程机械行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

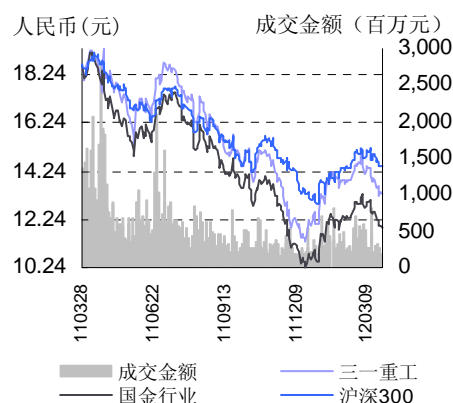
市价(人民币): 12.85 元

收入增速逐季放缓, 毛利率略有下滑

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)	7,030.80
总市值(百万元)	100,844.42
年内股价最高最低(元)	19.32/11.30
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

1. 《收购德国普茨迈斯特公司》, 2012.1.31
2. 《3 季度收入和利润增速放缓》, 2011.10.30
3. 《经营业绩再创辉煌》, 2011.8.16

董亚光 分析师 SAC 执业编号: S1130511030005
(8621)61038289
dongyaguang@gjzq.com.cn

刘芷君 联系人
(8687)21485949
liuzj@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.109	1.139	1.291	1.528	1.802
每股净资产(元)	2.24	2.59	3.74	4.86	6.51
每股经营性现金流(元)	1.33	0.30	0.95	1.67	1.85
市盈率(倍)	19.50	11.01	9.96	8.41	7.13
行业优化市盈率(倍)	33.65	25.21	25.21	25.21	25.21
净利润增长率(%)	186.13%	54.02%	13.31%	18.41%	17.96%
净资产收益率(%)	49.47%	43.99%	34.53%	31.42%	27.70%
总股本(百万股)	5,062.47	7,593.71	7,593.71	7,593.71	7,593.71

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 11 年共实现营业收入 50,776 百万元, 同比增长 49.54%; 归属母公司股东的净利润 8,649 百万元, 同比增长 54.02%, EPS 为 1.139 元。由于 4 季度毛利率下滑使得公司 EPS 低于我们之前预期的 1.23 元。公司 11 年股利分配预案为每 10 股派发现金红利 3 元。

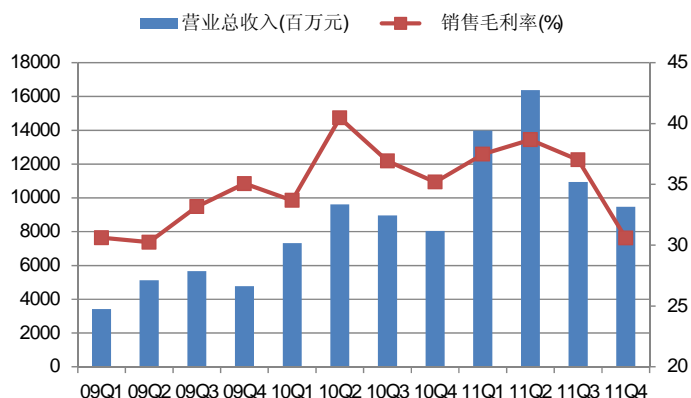
经营分析

- **混凝土机械、挖掘机和汽车起重机业务对业绩增长贡献大:** 11 年工程机械行业受到宏观调控和货币紧缩政策的影响, 增速较 10 年明显放缓, 但公司混凝土机械、挖掘机和汽车起重机业务依然保持了快速增长。公司混凝土机械收入达到 26,046 百万元, 同比增长 46.10%, 高出竞争对手中联重科 22.8%; 挖掘机销量超过 20,000 台, 同比增长 45.6%, 比行业增速高出 40 个百分点, 市场份额从 10 年的 8.48% 提升至 11.72%, 超过小松成为市场第一; 同时公司汽车起重机实现销售 3,500 余台, 增速为 72.7%, 远超 0.11% 的行业增速, 市场份额较 10 年提高 4 个百分点, 达到 9.93%, 仅次于徐工和中联重科。
- **综合毛利率保持稳定:** 11 年公司综合毛利率为 36.48%, 较 10 年略减少 0.37 个百分点; 公司主要产品混凝土机械、挖掘机和汽车起重机的毛利率分别为 41.83%、30.02% 和 28.18%, 基本保持稳定, 但由于挖掘机和汽车起重机的收入占比提高, 导致了综合毛利率略有降低。
- **4 季度毛利率明显下降:** 公司第 4 季度实现营业收入 9,473 百万元, 同比增长 17.66%, 增速继续逐季放缓; 而当季的毛利率仅为 30.59%, 明显低于全年水平和 10 年同期的 35.20%, 导致当季净利润同比下滑 16%, 销售净利率仅为 10.32%。毛利率的降低可能 4 季度挖掘机和汽车起重机等较低毛利率产品收入占比上升有关。
- **费用控制良好但财务费用增加较快:** 11 年公司期间费用为 8,086 百万元, 期间费用率为 15.93%, 与 10 年基本持平。其中销售费用率为 8.03%, 同比下降 1.1 个百分点, 但财务费用大幅增加了 171%, 达 807 百万元; 财务费用的增加主要是因为公司长期借款和短期借款分别增加了 451% 和 90%, 达到 6,680 和 9,502 百万元。

营业外收入大幅增加：公司 11 年营业外收入为 1,022 百万元，同比大幅增长 577%，主要是 4 季度公司收到的政府补助和税收返还，对 11 年业绩贡献较大。

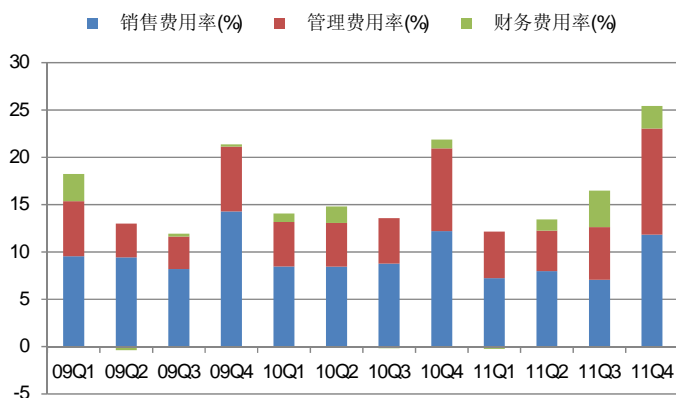
- **经营性现金流大幅下降：**由于存货的采购和储备增加以及销售回款率的降低，11 年公司经营现金流为 2,279 百万元，较去年同期大幅减少了 4,470 百万元，但明显好于前 3 季度的-1,516 百万元。期末公司存货达 8,134 百万元，同比增加 43.03%；应收账款达 11,304 百万元，同比增加 97.36%；存货和应收账款的大幅增加是导致经营性现金流不理想的主要原因。
- **资产投入规模大：**为增加产能应对业务规模的快速增长，公司加大了对基建、技改的投入，11 年公司固定资产、在建工程和工程物资共计 14,834 百万元，同比增长 65.02%，因此为满足资产投入资金需求，公司增加了银行贷款，长期借款和短期借款分别增加了 5,468 百万元和 4,507 百万元。
- **海外扩张步伐加快：**公司加快国际化进程，进一步完善海外布局，11 年公司实现海外销售收入 3,425 百万元，同比增长 60.7%。12 年 1 月，公司发布收购德国普茨迈斯特公司的决议，三一德国出资 3.24 亿欧元（折合人民币 26.54 亿元）收购普茨迈斯特公司 90% 股权；这也是公司首次采用收购方式进行海外扩张。

图表1：公司单季度营业收入和毛利率

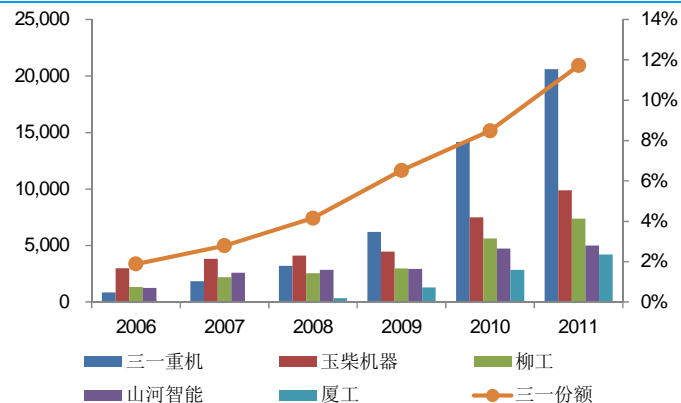


来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：公司单季度三项费用率

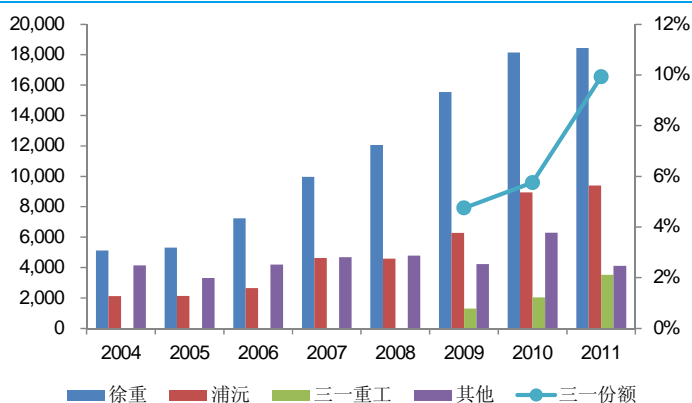


图表3：挖掘机主要国产品牌销量（台）



来源：工程机械工业协会，工程机械商贸网，国金证券研究所

图表4：汽车起重机主要企业销量（台）



盈利预测与投资建议

- 基于目前形势，我们调低了对公司 12~13 年的盈利预测，预计 12-14 年营业收入分别为 60,073，71,414 和 81,641 百万元，归属于母公司股东的净利润分别为 9,800，11,604 和 13,687 百万元，同比分别增长 13.31%，18.41%和 17.96%；EPS 分别为 1.291、1.528 和 1.802 元。12-13 年 EPS 分别较我们原先预测值调低 17%和 22%。
- 公司是工程机械行业龙头企业，具备显著的综合实力优势，当前股价对应 2011 年 10 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示

- 回购风险：2011 年底，公司负有回购义务的累计贷款余额为 21,022 百万元，客户逾期按揭款及回购款余额为 1,161 百万元（2010 年分别为 17,434 和 713 百万元），回购风险在增加。
- 公司拟发行 H 股，发行后对业绩会有摊薄。

图表5：分项业务预测

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
混凝土机械						
销售收入(百万元)	9,474.90	17,827.00	26,045.92	31,255.10	35,943.37	39,537.71
增长率(YOY)	39.53%	88.15%	46.10%	20.00%	15.00%	10.00%
毛利率	38.79%	41.68%	41.83%	41.00%	41.00%	41.00%
销售成本(百万元)	5,799.84	10,395.87	15,151.61	18,440.51	21,206.59	23,327.25
增长率(YOY)	33.72%	79.24%	45.75%	21.71%	15.00%	10.00%
毛利(百万元)	3,675.05	7,431.14	10,894.31	12,814.59	14,736.78	16,210.46
增长率(YOY)	49.79%	102.20%	46.60%	17.63%	15.00%	10.00%
占总销售额比重	57.44%	52.50%	51.30%	52.03%	50.33%	48.43%
占主营业务利润比重	68.89%	59.39%	58.81%	59.12%	57.24%	55.32%
路面机械						
销售收入(百万元)	690.50	1,289.14	1,674.22	2,343.91	2,695.50	3,099.82
增长率(YOY)	-9.71%	86.70%	29.87%	40.00%	15.00%	15.00%
毛利率	28.09%	35.93%	36.70%	36.00%	36.00%	36.00%
销售成本(百万元)	496.54	825.99	1,059.80	1,500.10	1,725.12	1,983.89
增长率(YOY)	-9.68%	66.35%	28.31%	41.55%	15.00%	15.00%
毛利(百万元)	193.96	463.15	614.43	843.81	970.38	1,115.94
增长率(YOY)	-9.77%	138.79%	32.66%	37.33%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	4.19%	3.80%	3.30%	3.90%	3.77%	3.80%
占主营业务利润比重	3.64%	3.70%	3.32%	3.89%	3.77%	3.81%
履带式起重机						
销售收入(百万元)	2,737.77	1,631.51	1,531.95	1,914.94	2,202.18	2,422.39
增长率(YOY)	13.98%	-40.41%	-6.10%	25.00%	15.00%	10.00%
毛利率	22.26%	30.69%	40.61%	40.00%	40.00%	40.00%
销售成本(百万元)	2,128.29	1,130.75	909.84	1,148.96	1,321.31	1,453.44
增长率(YOY)	21.34%	-46.87%	-19.54%	26.28%	15.00%	10.00%
毛利(百万元)	609.48	500.76	622.11	765.97	880.87	968.96
增长率(YOY)	-5.95%	-17.84%	24.23%	23.13%	15.00%	10.00%
占总销售额比重	16.60%	4.80%	3.02%	3.19%	3.08%	2.97%
占主营业务利润比重	11.42%	4.00%	3.36%	3.53%	3.42%	3.31%
桩工机械						
销售收入(百万元)	1,117.10	1,999.10	2,240.82	2,352.86	2,470.51	2,717.56
增长率(YOY)	20.52%	78.95%	12.09%	5.00%	5.00%	10.00%
毛利率	45.44%	46.93%	46.84%	47.00%	47.00%	47.00%
销售成本(百万元)	609.54	1,060.92	1,191.17	1,247.02	1,309.37	1,440.31
增长率(YOY)	38.97%	74.05%	12.28%	4.69%	5.00%	10.00%
毛利(百万元)	507.56	938.17	1,049.66	1,105.85	1,161.14	1,277.25
增长率(YOY)	3.94%	84.84%	11.88%	5.35%	5.00%	10.00%
占总销售额比重	6.77%	5.89%	4.41%	3.92%	3.46%	3.33%
占主营业务利润比重	9.51%	7.50%	5.67%	5.10%	4.51%	4.36%

挖掘机						
平均售价 (千元/台)	566.84	507.99	492.75	507.54	522.76	
增长率 (YOY)		-10.38%	-3.00%	3.00%	3.00%	
销售量 (台)	11,000	20,614	24,000	30,000	35,000	
增长率 (YOY)		87.40%	16.43%	25.00%	16.67%	
销售收入 (百万元)	6,235.20	10,471.77	11,826.08	15,226.08	18,296.67	
增长率 (YOY)		67.95%	12.93%	28.75%	20.17%	
毛利率	30.34%	30.02%	30.00%	31.00%	31.00%	
销售成本 (百万元)	4,343.30	7,327.70	8,278.26	10,505.99	12,624.70	
增长率 (YOY)		68.71%	12.97%	26.91%	20.17%	
毛利 (百万元)	1,891.89	3,144.07	3,547.82	4,720.08	5,671.97	
增长率 (YOY)		66.19%	12.84%	33.04%	20.17%	
占总销售额比重	18.36%	20.62%	19.69%	21.32%	22.41%	
占主营业务利润比重	15.12%	16.97%	16.37%	18.33%	19.35%	
汽车起重机						
平均售价 (千元/台)	851.95	1,198.38	1,198.38	1,198.38	1,198.38	
增长率 (YOY)		40.66%	0.00%	0.00%	0.00%	
销售量 (台)	3,000	3,520	3,800	4,800	6,000	
增长率 (YOY)		17.33%	7.95%	26.32%	25.00%	
销售收入 (百万元)	2,555.86	4,218.29	4,553.84	5,752.22	7,190.27	
增长率 (YOY)		65.04%	7.95%	26.32%	25.00%	
毛利率	28.66%	28.18%	28.00%	28.00%	29.00%	
销售成本 (百万元)	1,823.36	3,029.59	3,278.76	4,141.60	5,105.09	
增长率 (YOY)		66.15%	8.22%	26.32%	23.26%	
毛利 (百万元)	732.50	1,188.70	1,275.07	1,610.62	2,085.18	
增长率 (YOY)		62.28%	7.27%	26.32%	29.46%	
占总销售额比重	7.53%	8.31%	7.58%	8.05%	8.81%	
占主营业务利润比重	5.85%	6.42%	5.88%	6.26%	7.12%	
配件						
销售收入 (百万元)	578.13	942.34	2,095.13	2,828.43	3,676.96	4,412.35
增长率 (YOY)	19.93%	63.00%	122.33%	35.00%	30.00%	20.00%
毛利率	34.27%	35.68%	34.85%	34.00%	34.00%	34.00%
销售成本 (百万元)	379.98	606.10	1,364.92	1,866.76	2,426.79	2,912.15
增长率 (YOY)	15.58%	59.51%	125.20%	36.77%	30.00%	20.00%
毛利 (百万元)	198.15	336.23	730.21	961.67	1,250.16	1,500.20
增长率 (YOY)	29.26%	69.69%	117.17%	31.70%	30.00%	20.00%
占总销售额比重	3.50%	2.78%	4.13%	4.71%	5.15%	5.40%
占主营业务利润比重	3.71%	2.69%	3.94%	4.44%	4.86%	5.12%
其他						
销售收入 (百万元)	1,897.48	1,474.80	2,498.19	2,997.83	3,447.51	3,964.63
增长率 (YOY)	-20.23%	-22.28%	69.39%	20.00%	15.00%	15.00%
毛利率	7.94%	14.87%	11.23%	12.00%	12.00%	12.00%
销售成本 (百万元)	1,746.89	1,255.55	2,217.59	2,638.09	3,033.81	3,488.88
增长率 (YOY)	-21.28%	-28.13%	76.62%	18.96%	15.00%	15.00%
毛利 (百万元)	150.59	219.26	280.60	359.74	413.70	475.76
增长率 (YOY)	-5.60%	45.59%	27.98%	28.20%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	11.50%	4.34%	4.92%	4.99%	4.83%	4.86%
占主营业务利润比重	2.82%	1.75%	1.51%	1.66%	1.61%	1.62%
销售总收入 (百万元)	16,495.88	33,954.94	50,776.30	60,072.99	71,414.31	81,641.40
销售总成本 (百万元)	11,161.08	21,441.84	32,252.23	38,398.47	45,670.57	52,335.70
毛利 (百万元)	5,334.80	12,513.10	18,524.07	21,674.52	25,743.74	29,305.71
平均毛利率	32.34%	36.85%	36.48%	36.08%	36.05%	35.90%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表6：财务报表预测
损益表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	16,496	33,955	50,776	60,073	71,414	81,641
增长率		105.8%	49.5%	18.3%	18.9%	14.3%
主营业务成本	-11,161	-21,442	-32,252	-38,398	-45,671	-52,336
%销售收入	67.7%	63.1%	63.5%	63.9%	64.0%	64.1%
毛利	5,335	12,513	18,524	21,675	25,744	29,306
%销售收入	32.3%	36.9%	36.5%	36.1%	36.0%	35.9%
营业税金及附加	-49	-131	-260	-307	-365	-417
%销售收入	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-1,681	-3,205	-4,216	-4,686	-5,499	-6,041
%销售收入	10.2%	9.4%	8.3%	7.8%	7.7%	7.4%
管理费用	-771	-1,922	-3,063	-3,546	-4,215	-4,819
%销售收入	4.7%	5.7%	6.0%	5.9%	5.9%	5.9%
息税前利润 (EBIT)	2,834	7,256	10,985	13,136	15,665	18,028
%销售收入	17.2%	21.4%	21.6%	21.9%	21.9%	22.1%
财务费用	-89	-298	-807	-806	-789	-603
%销售收入	0.5%	0.9%	1.6%	1.3%	1.1%	0.7%
资产减值损失	-94	-153	-404	-267	-252	-196
公允价值变动收益	45	50	-69	50	0	0
投资收益	-73	42	141	70	60	60
%税前利润	n.a	0.6%	1.3%	0.6%	0.4%	0.3%
营业利润	2,624	6,897	9,847	12,184	14,683	17,290
营业利润率	15.9%	20.3%	19.4%	20.3%	20.6%	21.2%
营业外收支	5	41	945	200	50	50
税前利润	2,629	6,938	10,792	12,384	14,733	17,340
利润率	15.9%	20.4%	21.3%	20.6%	20.6%	21.2%
所得税	-259	-774	-1,431	-1,672	-1,989	-2,341
所得税率	9.8%	11.2%	13.3%	13.5%	13.5%	13.5%
净利润	2,370	6,164	9,362	10,712	12,744	14,999
少数股东损益	407	549	713	912	1,140	1,311
归属于母公司的净利润	1,963	5,615	8,649	9,800	11,604	13,687
净利率	11.9%	16.5%	17.0%	16.3%	16.2%	16.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	2,370	6,164	9,362	10,712	12,744	14,999
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	359	651	1,012	1,265	1,441	1,460
非经营收益	109	242	472	857	959	917
营运资金变动	-373	-156	-8,574	-5,589	-2,453	-3,310
经营活动现金净流	2,465	6,901	2,272	7,245	12,691	14,066
资本开支	-1,005	-4,072	-7,018	147	-549	-450
投资	-116	-2,334	-195	-39	0	0
其他	17	-368	-727	120	60	60
投资活动现金净流	-1,104	-6,774	-7,940	229	-489	-390
股权募资	3	120	3	0	-1,835	0
债权募资	-812	3,423	10,760	-4,719	-5,083	-444
其他	-419	-2,734	-1,758	-1,002	-2,284	-2,242
筹资活动现金净流	-1,228	809	9,005	-5,721	-9,202	-2,686
现金净流量	133	936	3,336	1,753	3,000	10,990

来源：公司公告，国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	3,077	5,970	10,247	12,000	15,000	25,990
应收款项	4,202	7,391	13,140	16,773	18,779	21,354
存货	2,940	5,687	8,134	10,520	11,887	12,905
其他流动资产	514	1,388	2,263	2,344	2,788	3,194
流动资产	10,733	20,437	33,784	41,637	48,454	63,443
%总资产	67.8%	81.1%	82.8%	71.7%	75.4%	80.8%
长期投资	207	198	329	389	388	388
固定资产	4,013	2,841	4,306	13,802	13,246	12,522
%总资产	25.3%	11.3%	10.6%	23.8%	20.6%	15.9%
无形资产	636	1,566	2,177	2,262	2,210	2,159
非流动资产	5,103	4,756	6,994	16,454	15,845	15,071
%总资产	32.2%	18.9%	17.2%	28.3%	24.6%	19.2%
资产总计	15,835	25,192	40,778	58,092	64,299	78,514
短期借款	1,402	6,027	10,964	5,527	444	0
应付款项	3,719	9,917	10,647	11,546	12,880	13,544
其他流动负债	425	1,674	1,626	2,603	2,866	3,077
流动负债	5,545	17,618	23,237	19,676	16,189	16,621
长期贷款	1,336	1,212	6,680	7,540	7,540	7,540
其他长期负债	672	592	636	490	490	490
负债	7,552	19,422	30,553	27,707	24,220	24,652
普通股股东权益	7,527	11,350	19,663	28,382	36,936	49,408
少数股东权益	758	568	1,091	2,003	3,143	4,455
负债股东权益合计	15,837	31,341	51,307	58,092	64,299	78,514

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	1.319	1.109	1.139	1.291	1.528	1.802
每股净资产	5.059	2.242	2.589	3.738	4.864	6.506
每股经营现金净流	1.661	1.333	0.300	0.954	1.671	1.852
每股股利	0.180	0.160	0.190	0.160	0.160	0.160
回报率						
净资产收益率	26.07%	49.47%	43.99%	34.53%	31.42%	27.70%
总资产收益率	12.39%	17.92%	16.86%	16.87%	18.05%	17.43%
投入资本收益率	21.87%	32.75%	24.48%	25.86%	27.91%	25.20%
增长率						
主营业务收入增长率	20.01%	105.84%	49.54%	18.31%	18.88%	14.32%
EBIT增长率	41.95%	155.99%	51.41%	19.58%	19.25%	15.09%
净利润增长率	59.27%	186.13%	54.02%	13.31%	18.41%	17.96%
总资产增长率	13.39%	97.90%	63.71%	42.46%	10.69%	22.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	76.9	51.5	61.2	90.0	85.0	85.0
存货周转天数	97.3	73.4	78.2	100.0	95.0	90.0
应付账款周转天数	40.3	48.1	47.8	45.0	40.0	35.0
固定资产周转天数	65.3	#DIV/0!	#DIV/0!	75.7	64.0	53.7
偿债能力						
净负债/股东权益	1.75%	14.30%	37.91%	5.12%	-16.28%	-33.34%
EBIT利息保障倍数	32.0	24.3	13.6	16.3	19.8	29.9
资产负债率	47.69%	61.97%	59.55%	47.69%	37.67%	31.40%

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
强买	0	1	18	20	39
买入	1	5	9	10	15
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	1	1	1
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.86	1.51	1.47	1.40

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-06-11	买入	6.11	N/A
2 2010-08-24	买入	8.31	N/A
3 2010-10-31	买入	14.13	N/A
4 2011-03-18	买入	18.50	N/A
5 2011-04-29	买入	18.34	N/A
6 2011-08-16	买入	17.13	N/A
7 2011-10-30	买入	15.11	N/A
8 2012-01-31	买入	14.21	N/A

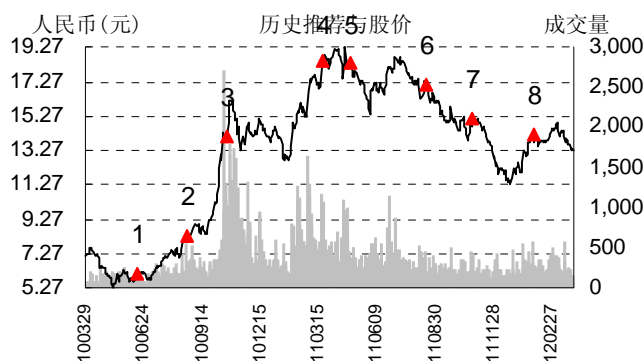
来源：国金证券研究所

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



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：

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为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: (8621)-61038271

传真: (8621)-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: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B