

徐工机械 (000425.SZ)

工程机械行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

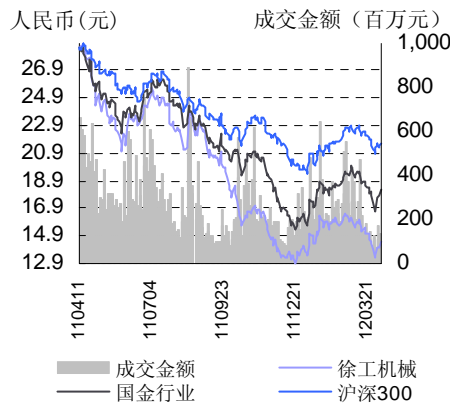
市价(人民币): 14.4444元

收入增速下降快, 经营性现金流欠佳

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)	1,033.86
总市值(百万元)	29,786.23
年内股价最高最低(元)	28.71/12.90
沪深 300 指数	2901.22
深证成指	11568.17



公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	2.837	1.638	1.542	1.749	2.044
每股净资产(元)	11.68	7.34	8.75	10.12	12.03
每股经营性现金流(元)	0.46	-0.98	0.61	1.03	1.01
市盈率(倍)	20.16	8.68	9.36	8.26	7.06
行业优化市盈率(倍)	33.65	25.21	25.21	25.21	25.21
净利润增长率(%)	68.04%	15.47%	-5.84%	13.40%	16.87%
净资产收益率(%)	24.29%	22.31%	17.62%	17.29%	16.99%
总股本(百万股)	1,031.38	2,062.76	2,062.76	2,062.76	2,062.76

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司 11 年实现营业收入 32,971 百万元, 同比增长 28.03%, 超出我们预期 6%; 归属母公司股东的净利润 3,379 百万元, 同比增长 15.12%, EPS 为 1.638 元, 低于我们预期的 1.711 元。11 年公司的利润分配预案为每 10 股派现金红利 2.5 元(含税)。

经营分析

- **起重机产品增速大幅下降:** 11 年受调控和基建投资下降影响, 公司占主营业务收入 50% 以上的起重机械收入增速也明显下降, 全年收入为 15,971 百万元, 较 10 年增长 12.65%, 增速远低于上半年的 43%; 而下半年的收入则较 10 年同期下降了 20%。
- **主要产品市场份额仍保持较好:** 根据协会统计数据, 11 年公司汽车起重机销售 18,400 余台(同比增长 1.6%, 超过行业增速 1.5 个百分点), 销量连续 9 年世界第一, 市场份额达 52%; 随车起重机销售 4,800 余台, 同比增长 55.4%, 市场份额较 10 年扩大 2.5 个百分点, 达 51.2%。
- **其它各项业务进展良好:** 公司的其它产品销售均保持正增长, 尤其混凝土机械(同比增长 91.03%)、铲运机械(同比增长 61.26%)和工程机械备件(同比增长 89.29%)对全年收入增长的贡献明显。
- **4 季度毛利率下滑明显:** 公司 11 年全年综合毛利率为 20.68%, 较 10 年下降了 1 个百分点, 主要是由于公司 4 季度毛利率偏低所致。4 季度公司毛利率为 16.49%, 比 10 年同期降低了 8.34 个百分点, 也低于前 3 季度 21.97% 的综合毛利率。4 季度毛利率的下滑可能与产品结构中毛利率较低备件和其它工程机械销售占比上升有关。
- **费用控制良好:** 11 年公司期间费用总额为 2,665 百万元, 同比增长 32.8%, 期间费用率 8.08%, 基本与 10 年持平, 显示公司整体费用控制良好。但由于短期贷款较 10 年增加了 2,374 百万元, 公司 11 年财务费用达 79 百万元, 增加很快, 是 10 年的 35 倍多。此外公司 11 年底还发行了总额 3,000 百万元的债券, 票面年利率为 5.38%, 因此我们预计 12 年财务费用仍难以减少。

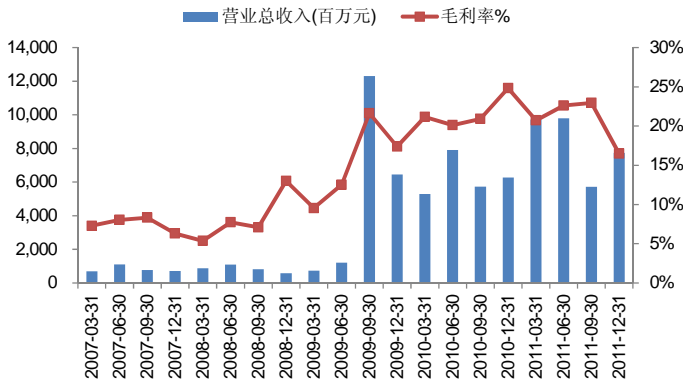
相关报告

1. 《业绩增速放缓》, 2011.10.31
2. 《利润大幅增长, 现金流有待改善》, 2011.8.12
3. 《费用水平有所下降》, 2011.4.28

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

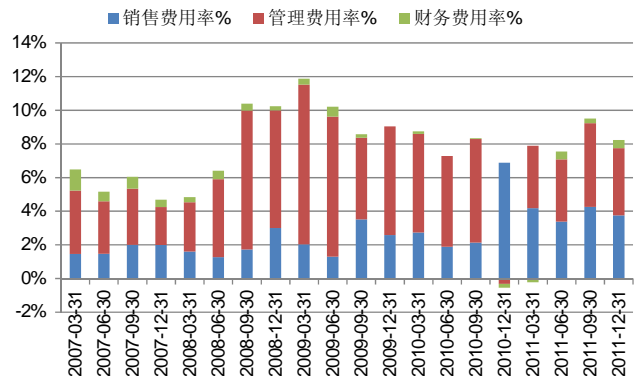
刘芷君 联系人
(8687)21485949
liuzj@gjzq.com.cn

图表1: 各季度销售收入和毛利率

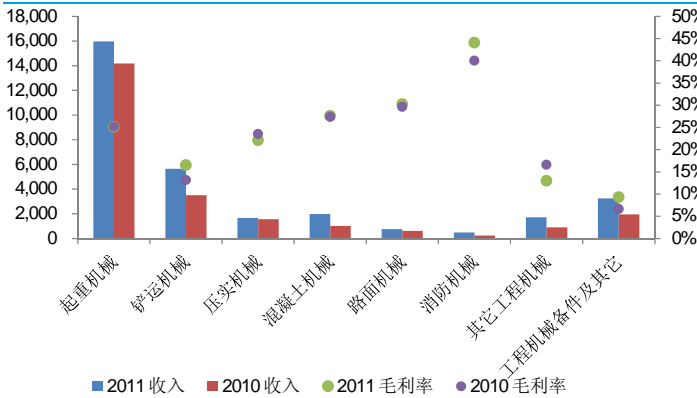


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表2: 各季度三项费用率水平

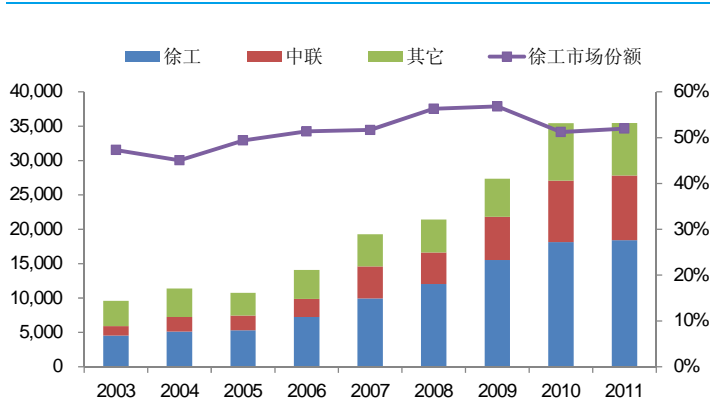


图表3: 公司分项业务销售收入 (百万元)

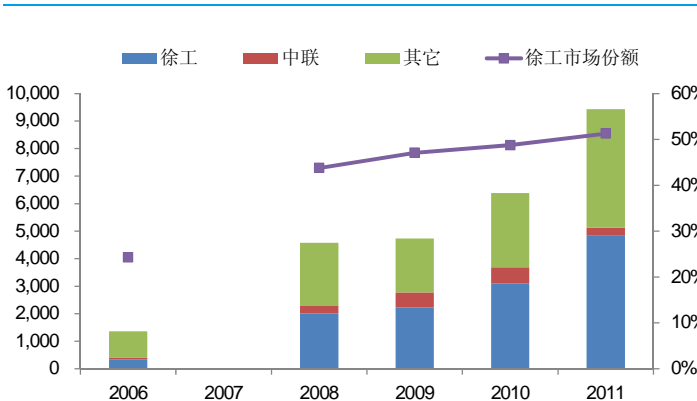


来源: 公司公告, 工程机械协会, 国金证券研究所

图表4: 近年国内汽车起重机销量 (台)

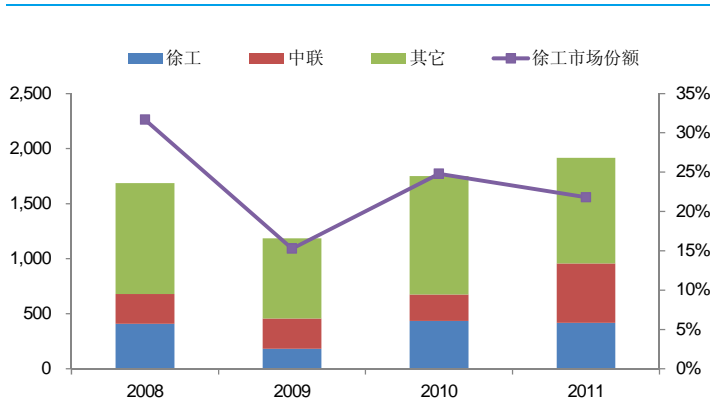


图表5: 近年国内随车起重机销量 (台)



来源: 工程机械协会, 国金证券研究所

图表6: 近年国内履带起重机销量 (台)



- **经营性现金流明显恶化:** 11 年公司经营现金流净流出 2,030 百万元, 较 10 年净流入 682 百万元大幅减少, 也较前 3 季度净流出 579 百万元进一步恶化。这主要是由于随着市场竞争的加剧, 公司收款期限延长以及分期付款业务的增加, 引起应收账款的大幅增加而导致的, 11 年底公司应收账款达 9,772 百万元, 同比增长 148.36%。
- **12 年经营目标:** 2012 年公司计划实现营业总收入 391.7 亿元, 同比增长 20.44%, 期间费用预计 34.5 亿元, 同比增长 29.46%。我们认为公司制定

的经营目标较为积极，但根据目前市场形势，我们谨慎预计 12 年公司收入将略有下降。

盈利预测与投资建议

- 由于公司 11 年报低于我们预期，结合目前需求形势，我们调低了公司 12~13 年盈利预测，预计 12-14 年公司营业收入分别为 31,896、35,587 和 40,636 百万元，净利润分别为 3,181、3,607 和 4,216 百万元，同比分别减少 -5.84% 和增长 13.40%、16.87%；EPS 分别为 1.542、1.749 和 2.004 元。12-13 年净利润分别低于原先预测值约 25% 和 27%。
- 公司当前股价对应 12 年 9.36 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示

- 公司拟发行 H 股，对业绩会有摊薄作用。

图表7: 分项业务预测

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
起重机械						
销售收入(百万元)	12,651.27	14,177.57	15,713.37	14,142.03	15,556.24	17,889.67
增长率(YOY)	26.86%	12.06%	10.83%	-10.00%	10.00%	15.00%
毛利率	22.43%	25.19%	23.92%	23.50%	23.50%	23.50%
销售成本(百万元)	9,813.78	10,605.71	11,955.25	10,819.12	11,901.03	13,686.19
增长率(YOY)	28.27%	8.07%	12.72%	-9.50%	10.00%	15.00%
毛利(百万元)	2,837.49	3,571.85	3,758.12	3,322.91	3,655.20	4,203.48
增长率(YOY)	22.21%	25.88%	5.21%	-11.58%	10.00%	15.00%
占总销售额比重	61.12%	56.23%	47.66%	44.34%	43.71%	44.02%
占主营业务利润比重	70.82%	65.30%	55.11%	51.20%	50.11%	49.81%
铲运机械(装载机)						
销售收入(百万元)	2,129.41	3,506.97	5,655.20	5,089.68	5,344.17	5,878.58
增长率(YOY)	-7.90%	64.69%	61.26%	-10.00%	5.00%	10.00%
毛利率	12.15%	13.16%	16.53%	16.00%	16.00%	16.00%
销售成本(百万元)	1,870.67	3,045.34	4,720.14	4,275.33	4,489.10	4,938.01
增长率(YOY)	-13.50%	62.79%	55.00%	-9.42%	5.00%	10.00%
毛利(百万元)	258.73	461.64	935.06	814.35	855.07	940.57
增长率(YOY)	73.17%	78.42%	102.55%	-12.91%	5.00%	10.00%
占总销售额比重	10.29%	13.91%	17.15%	15.96%	15.02%	14.47%
占主营业务利润比重	6.46%	8.44%	13.71%	12.55%	11.72%	11.15%
压实机械(压路机)						
销售收入(百万元)	1,259.82	1,565.53	1,668.50	1,418.22	1,560.05	1,716.05
增长率(YOY)	92.57%	24.27%	6.58%	-15.00%	10.00%	10.00%
毛利率	12.96%	23.51%	22.10%	22.10%	22.10%	22.10%
销售成本(百万元)	1,096.53	1,197.44	1,299.83	1,104.85	1,215.34	1,336.87
增长率(YOY)	90.80%	9.20%	8.55%	-15.00%	10.00%	10.00%
毛利(百万元)	163.29	368.08	368.67	313.37	344.71	379.18
增长率(YOY)	105.33%	125.41%	0.16%	-15.00%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	6.09%	6.21%	5.06%	4.45%	4.38%	4.22%
占主营业务利润比重	4.08%	6.73%	5.41%	4.83%	4.73%	4.49%
混凝土机械(泵车)						
销售收入(百万元)	393.14	1,033.71	1,974.67	2,468.34	2,962.01	3,554.41
增长率(YOY)	23.13%	162.94%	91.03%	25.00%	20.00%	20.00%
毛利率	23.58%	27.40%	27.61%	27.61%	27.61%	27.61%
销售成本(百万元)	300.42	750.46	1,429.42	1,786.78	2,144.14	2,572.96
增长率(YOY)	20.99%	149.81%	90.47%	25.00%	20.00%	20.00%
毛利(百万元)	92.72	283.25	545.25	681.56	817.87	981.44
增长率(YOY)	30.62%	205.49%	92.50%	25.00%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	1.90%	4.10%	5.99%	7.74%	8.32%	8.75%
占主营业务利润比重	2.31%	5.18%	8.00%	10.50%	11.21%	11.63%

路面机械							
销售收入(百万元)	511.87	613.80	760.23	684.21	752.63	827.89	
增长率(YOY)	8.48%	19.91%	23.86%	-10.00%	10.00%	10.00%	
毛利率	12.57%	29.64%	30.23%	30.23%	30.23%	30.23%	
销售成本(百万元)	447.53	431.89	530.40	477.36	525.10	577.61	
增长率(YOY)	7.41%	-3.49%	22.81%	-10.00%	10.00%	10.00%	
毛利(百万元)	64.34	181.91	229.83	206.85	227.53	250.28	
增长率(YOY)	16.62%	182.72%	26.34%	-10.00%	10.00%	10.00%	
占总销售额比重	2.47%	2.43%	2.31%	2.15%	2.11%	2.04%	
占主营业务利润比重	1.61%	3.33%	3.37%	3.19%	3.12%	2.97%	
土方机械							
销售收入(百万元)	182.89	244.91	486.72	730.08	1,022.11	1,430.96	
增长率(YOY)	25.94%	33.91%	96.74%	50.00%	40.00%	40.00%	
毛利率	51.71%	40.05%	44.07%	44.07%	44.07%	44.07%	
销售成本(百万元)	88.32	146.81	272.24	408.37	571.71	800.40	
增长率(YOY)	4.09%	66.24%	85.43%	50.00%	40.00%	40.00%	
毛利(百万元)	94.58	98.09	214.48	321.71	450.40	630.56	
增长率(YOY)	56.65%	3.72%	118.64%	50.00%	40.00%	40.00%	
占总销售额比重	0.88%	0.97%	1.48%	2.29%	2.87%	3.52%	
占主营业务利润比重	2.36%	1.79%	3.15%	4.96%	6.17%	7.47%	
路面机械(筑路机)							
销售收入(百万元)	511.87	511.87	588.65	618.08	679.89	747.88	
增长率(YOY)	66.61%	0.00%	15.00%	5.00%	10.00%	10.00%	
毛利率	12.57%	12.57%	8.00%	10.00%	10.00%	10.00%	
销售成本(百万元)	447.53	447.53	541.56	556.27	611.90	673.09	
增长率(YOY)	52.01%	0.00%	21.01%	2.72%	10.00%	10.00%	
毛利(百万元)	64.34	64.34	47.09	61.81	67.99	74.79	
增长率(YOY)	401.35%	0.00%	-26.81%	31.25%	10.00%	10.00%	
占总销售额比重	2.47%	2.03%	1.79%	1.94%	1.91%	1.84%	
占主营业务利润比重	1.61%	1.18%	0.69%	0.95%	0.93%	0.89%	
其它工程机械							
销售收入(百万元)	289.82	355.16	1,727.89	1,555.10	1,710.61	1,881.67	
增长率(YOY)	-20.94%	22.54%	386.51%	-10.00%	10.00%	10.00%	
毛利率	13.32%	18.80%	13.01%	13.01%	13.01%	13.01%	
销售成本(百万元)	251.22	288.41	1,503.09	1,352.78	1,488.06	1,636.86	
增长率(YOY)	-14.20%	14.80%	421.17%	-10.00%	10.00%	10.00%	
毛利(百万元)	38.61	66.75	224.80	202.32	222.55	244.81	
增长率(YOY)	-47.68%	72.90%	236.77%	-10.00%	10.00%	10.00%	
占总销售额比重	1.40%	1.41%	5.24%	4.88%	4.81%	4.63%	
占主营业务利润比重	0.96%	1.22%	3.30%	3.12%	3.05%	2.90%	
工程机械配件							
销售收入(百万元)	877.97	1,346.74	3,252.33	3,902.79	4,488.21	4,937.03	
增长率(YOY)	200.82%	53.39%	141.50%	20.00%	15.00%	10.00%	
毛利率	15.45%	7.95%	9.30%	9.30%	9.30%	9.30%	
销售成本(百万元)	742.36	1,239.65	2,949.99	3,539.99	4,070.99	4,478.08	
增长率(YOY)	217.64%	66.99%	137.97%	20.00%	15.00%	10.00%	
毛利(百万元)	135.61	107.09	302.34	362.81	417.23	458.95	
增长率(YOY)	133.23%	-21.03%	182.31%	20.00%	15.00%	10.00%	
占总销售额比重	4.24%	5.34%	9.86%	12.24%	12.61%	12.15%	
占主营业务利润比重	3.38%	1.96%	4.43%	5.59%	5.72%	5.44%	
其它业务收入							
销售收入(百万元)	2,402.90	2,369.52	1,732.16	1,905.38	2,191.18	2,519.86	
增长率(YOY)	77.31%	-1.39%	-26.90%	10.00%	15.00%	15.00%	
毛利率	13.37%	13.99%	13.90%	13.90%	13.90%	13.90%	
销售成本(百万元)	2,081.52	2,038.06	1,491.47	1,640.62	1,886.72	2,169.72	
增长率(YOY)	66.30%	-2.09%	-26.82%	10.00%	15.00%	15.00%	
毛利(百万元)	321.37	331.46	240.69	264.75	304.47	350.14	
增长率(YOY)	210.45%	3.14%	-27.39%	10.00%	15.00%	15.00%	
占总销售额比重	11.61%	9.40%	5.25%	5.97%	6.16%	6.20%	
占主营业务利润比重	8.02%	6.06%	3.53%	4.08%	4.17%	4.15%	
销售总收入(百万元)	20,699.08	25,213.90	32,971.07	31,895.84	35,587.20	40,636.13	
销售总成本(百万元)	16,692.33	19,743.77	26,151.84	25,405.21	28,292.18	32,196.71	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表8: 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	20,699	25,214	32,971	31,896	35,587	40,636
增长率		21.8%	30.8%	-3.3%	11.6%	14.2%
主营业务成本	-16,692	-19,744	-26,152	-25,405	-28,292	-32,197
%销售收入	80.6%	78.3%	79.3%	79.7%	79.5%	79.2%
毛利	4,007	5,470	6,819	6,491	7,295	8,439
%销售收入	19.4%	21.7%	20.7%	20.3%	20.5%	20.8%
营业税金及附加	-81	-88	-121	-117	-130	-149
%销售收入	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-630	-847	-1,271	-1,244	-1,388	-1,585
%销售收入	3.0%	3.4%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
管理费用	-1,184	-1,071	-1,315	-1,276	-1,423	-1,625
%销售收入	5.7%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	2,111	3,464	4,112	3,854	4,353	5,080
%销售收入	10.2%	13.7%	12.5%	12.1%	12.2%	12.5%
财务费用	-31	4	-79	-79	-79	-104
%销售收入	0.2%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
资产减值损失	-83	-185	-136	-109	-110	-101
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	8	32	1	5	5	5
%税前利润	0.4%	0.9%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	2,005	3,315	3,898	3,671	4,169	4,881
营业利润率	9.7%	13.1%	11.8%	11.5%	11.7%	12.0%
营业外收支	70	82	50	50	50	50
税前利润	2,075	3,396	3,948	3,721	4,219	4,931
利润率	10.0%	13.5%	12.0%	11.7%	11.9%	12.1%
所得税	-363	-478	-570	-540	-612	-715
所得税率	17.5%	14.1%	14.4%	14.5%	14.5%	14.5%
净利润	1,712	2,918	3,379	3,181	3,607	4,216
少数股东损益	-29	-8	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,741	2,926	3,379	3,181	3,607	4,216
净利率	8.4%	11.6%	10.2%	10.0%	10.1%	10.4%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	1,712	2,918	3,379	3,181	3,607	4,216
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	295	456	457	432	453	488
非经营收益	24	0	187	358	208	242
营运资金变动	1,149	-2,899	-6,053	-2,709	-2,152	-2,856
经营活动现金净流	3,181	476	-2,030	1,262	2,116	2,091
资本开支	-247	-877	-2,798	-63	41	-260
投资	-3	92	-312	-1	0	0
其他	32	0	0	5	5	5
投资活动现金净流	-217	-785	-3,110	-59	46	-255
股权募资	0	4,930	3	0	-529	0
债权募资	-233	9	5,776	-938	-103	-1,270
其他	-720	-566	-1,437	-264	-531	-566
筹资活动现金净流	-953	4,373	4,342	-1,203	-1,162	-1,836
现金净流量	2,011	4,064	-797	0	1,000	0

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	5,033	9,097	8,368	8,368	9,368	9,368
应收款项	2,203	5,034	11,114	12,191	13,469	15,270
存货	3,499	5,729	6,721	7,308	8,139	9,262
其他流动资产	462	707	1,684	1,780	1,982	2,256
流动资产	11,197	20,568	27,888	29,648	32,958	36,156
%总资产	74.3%	82.9%	80.3%	82.1%	84.3%	85.7%
长期投资	8	6	7	8	7	7
固定资产	2,636	2,920	5,331	5,163	4,871	4,834
%总资产	17.5%	11.8%	15.4%	14.3%	12.5%	11.5%
无形资产	1,106	1,144	1,326	1,283	1,241	1,201
非流动资产	3,875	4,233	6,826	6,456	6,121	6,044
%总资产	25.7%	17.1%	19.7%	17.9%	15.7%	14.3%
资产总计	15,072	24,801	34,714	36,104	39,080	42,200
短期借款	1,469	1,256	4,113	3,208	3,105	1,834
应付款项	7,380	9,810	11,655	10,783	10,986	11,339
其他流动负债	1,718	1,489	554	841	907	996
流动负债	10,568	12,555	16,322	14,832	14,998	14,169
长期贷款	70	190	219	219	219	220
其他长期负债	26	1	3,018	2,984	2,984	2,984
负债	10,664	12,745	19,559	18,036	18,201	17,373
普通股股东权益	4,376	12,046	15,142	18,055	20,866	24,814
少数股东权益	33	10	13	13	13	13
负债股东权益合计	15,072	24,801	34,714	36,104	39,080	42,200

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	2.007	2.837	1.638	1.542	1.749	2.044
每股净资产	5.044	11.680	7.341	8.753	10.115	12.029
每股经营现金净流	3.666	0.461	-0.984	0.612	1.026	1.014
每股股利	0.060	0.000	0.334	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	39.80%	24.29%	22.31%	17.62%	17.29%	16.99%
总资产收益率	11.55%	11.80%	9.73%	8.81%	9.23%	9.99%
投入资本收益率	29.25%	22.05%	15.66%	13.46%	13.69%	14.54%
增长率						
主营业务收入增长率	517.11%	21.81%	30.77%	-3.26%	11.57%	14.19%
EBIT增长率	11203.38%	64.09%	18.72%	-6.28%	12.95%	16.70%
净利润增长率	1476.62%	68.04%	15.47%	-5.84%	13.40%	16.87%
总资产增长率	314.27%	64.55%	39.97%	4.00%	8.24%	7.98%
资产管理能力						
应收账款周转天数	19.8	41.4	75.7	125.0	125.0	125.0
存货周转天数	50.8	85.3	86.9	105.0	105.0	105.0
应付账款周转天数	32.9	53.9	55.4	60.0	55.0	50.0
固定资产周转天数	41.1	34.7	28.4	40.0	41.1	37.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-79.25%	-63.46%	-6.94%	-10.83%	-14.65%	-17.44%
EBIT利息保障倍数	67.7	-898.2	52.3	48.7	55.1	49.1
资产负债率	70.75%	51.39%	56.34%	49.96%	46.57%	41.17%

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	2	2	7
买入	0	0	0	0	2
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.00	1.14

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“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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	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: 518026
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: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B