

徐工机械 (000425.SZ)

工程机械行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

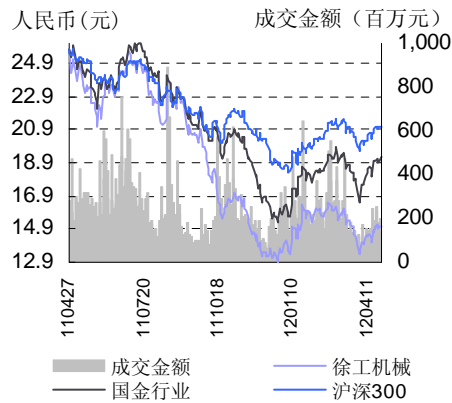
市价(人民币): 15.10元

## 收入明显下滑, 财务压力加大

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)	31,147.65
年内股价最高最低(元)	25.58/12.90
沪深 300 指数	2901.22
深证成指	11568.17



## 相关报告

1. 《收入增速下降快, 经营性现金流欠佳》, 2012.4.11
2. 《业绩增速放缓》, 2011.10.31
3. 《利润大幅增长, 现金流有待改善》, 2011.8.12

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)	2.837	1.638	1.541	1.750	2.048
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	0.02	1.01	0.97
市盈率(倍)	20.16	8.68	9.37	8.25	7.05
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%	-5.92%	13.56%	17.02%
净资产收益率(%)	24.29%	22.31%	17.61%	17.30%	17.02%
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

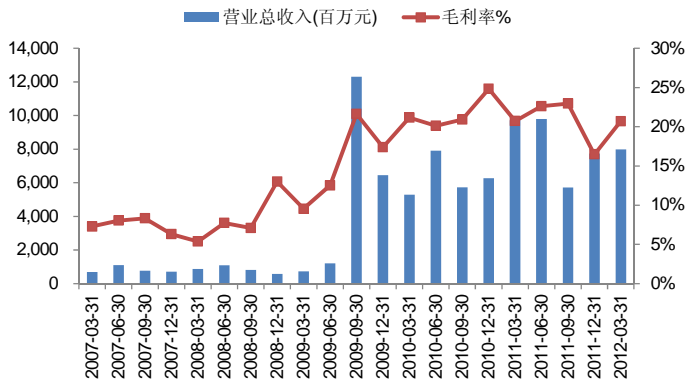
## 业绩简评

- 公司 12 年 1 季度实现营业收入 7,988 百万元, 同比下滑 17.83%; 归属母公司的净利润 741 百万元, 同比下滑 27.27%, EPS 为 0.36 元, 符合我们预期。

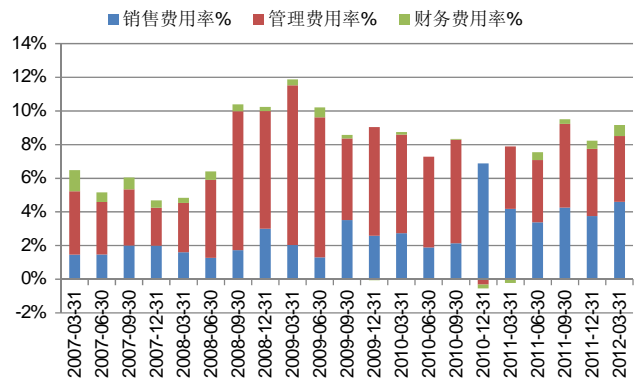
## 经营分析

- **产品销量下滑、市场份额总体稳定:** 1 季度由于投资下滑, 导致工程机械销量普遍低于 11 年同期水平, 公司的主要工程机械产品销量也不可避免地出现下降, 但市场份额大多得以保持:
  - 起重机械: 根据协会统计, 1~3 月份, 公司汽车起重机实现销售 3,500 余台, 同比下降 41.70%, 市占率为 53.11%, 较 11 年提高 1.1 个百分点; 公司履带起重机销量达 80 余台, 增速为 -26.89%, 市占率提高 2 个百分点至 23.97%; 随车起重机销售 1,400 余台, 同比增长 41.01%, 市场份额提高 3.5 个百分点, 达 54.74%。
  - 装载机: 1 季度实现销售 3,700 余台, 同比下滑 26.24%, 市占率为 7.27%, 与 11 年持平。
  - 压路机: 1 季度销量为 540 多台, 同比下降 67.92%, 市占率为 16.25%, 较去年同期大幅下降了 10 个百分点。
- **毛利率保持稳定:** 虽然由于销量下滑导致当季收入同比减少, 但公司综合毛利率与 11 年同期持平, 为 20.70%, 但较 11 年 4 季度环比上升了 4 个百分点。
- **销售和管理费用双降, 财务费用显著增加:** 公司的期间费用总额为 732 百万元, 期间费用率为 9.16%, 较 11 年同期增加了 1.5 个百分点, 主要是因为财务费用增加较快。由于期末公司短期借款和长期借款分别较去年同期增加了 3,330 和 199 百万元, 利息支出增加导致公司当期财务费用为 52 百万元, 较 11 年同期增加了 73 百万元。而销售和管理费用均较 11 年同期分别下降约 10% 和 14%, 显示公司在需求不振时对费用进行了严格控制。
- **应收账款快速增加:** 因为行业竞争加剧、下游客户资金偏紧, 公司收款期限有所延长, 分期收款业务也有所增加, 期末公司应收账款达 13,229 百万元, 同比增加 85.49%, 较年初增长 35.38%, 回款压力进一步加剧。

图表1: 各季度销售收入和毛利率



图表2: 各季度三项费用水平



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **现金流仍需改善:** 由于应收帐款的增加, 12年1季度公司经营现金流净流出 1,442 百万元, 与 11 年同期持平, 但较 11 年净流出 2,030 百万元已有所好转, 这主要是因为公司应付账款和应付票据分别较年初增加 953 和 283 百万元。

### 盈利预测与投资建议

- 由于宏观调控政策正在微调, 铁路、公路等基建投资可能有所回升, 有利于公司的起重机等产品需求, 我们基本维持对公司的盈利预测。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 3,179、3,610 和 4,224 百万元, 同比分别减少-5.92%和增长 13.56%、17.02%; EPS 分别为 1.541、1.750 和 2.048 元。
- 公司当前股价对应 2012 年 9.8 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3: 分项业务预测

项目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>起重机械</b>						
销售收入(百万)	12651.27	14,177.57	15,713.37	14,142.03	15,556.24	17,889.67
增长率(10P)	26.88%	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)	9813.78	10,605.71	11,955.25	10,819.12	11,901.03	13,686.19
增长率(10P)	28.27%	8.07%	12.72%	-9.50%	10.00%	15.00%
毛利(百万)	2,837.49	3,571.85	3,758.12	3,322.91	3,655.20	4,203.48
增长率(10P)	22.21%	25.88%	5.21%	-11.58%	10.00%	15.00%
占总销售额比重	61.12%	56.23%	47.68%	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%
<b>铲运机械(装载机)</b>						
销售收入(百万)	2,129.41	3,506.97	5,655.20	5,089.68	5,344.17	5,878.58
增长率(10P)	-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)	1,870.67	3,045.34	4,720.14	4,275.33	4,489.10	4,938.01
增长率(10P)	-13.50%	62.79%	55.00%	-9.42%	5.00%	10.00%
毛利(百万)	258.73	461.64	935.06	814.35	855.07	940.57
增长率(10P)	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%
<b>压实机械(压路机)</b>						
销售收入(百万)	1,259.82	1,565.53	1,668.50	1,418.22	1,560.05	1,716.05
增长率(10P)	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)	1,096.53	1,197.44	1,299.83	1,104.85	1,215.34	1,336.87
增长率(10P)	90.80%	92.0%	8.55%	-15.00%	10.00%	10.00%
毛利(百万)	163.29	368.08	368.67	313.37	344.71	379.18
增长率(10P)	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%
<b>混凝土机械(泵车)</b>						
销售收入(百万)	393.14	1,033.71	1,974.67	2,468.34	2,962.01	3,554.41
增长率(10P)	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)	300.42	750.46	1,429.42	1,786.78	2,144.14	2,572.96
增长率(10P)	20.99%	149.81%	90.47%	25.00%	20.00%	20.00%
毛利(百万)	92.72	283.25	545.25	681.56	817.87	981.44
增长率(10P)	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%	
消防机械							
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%	98.74%	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%	
<b>销售总收入 (百万元)</b>	<b>20,699.08</b>	<b>25,213.90</b>	<b>32,971.07</b>	<b>31,895.84</b>	<b>35,587.20</b>	<b>40,636.13</b>	
<b>销售总成本 (百万元)</b>	<b>16,692.33</b>	<b>19,743.77</b>	<b>26,151.84</b>	<b>25,405.21</b>	<b>28,292.18</b>	<b>32,196.71</b>	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表4: 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	-94	-105	-120
%销售收入	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-630	-847	-1,271	-1,180	-1,317	-1,544
%销售收入	3.0%	3.4%	3.9%	3.7%	3.7%	3.8%
管理费用	-1,184	-1,071	-1,315	-1,244	-1,388	-1,585
%销售收入	5.7%	4.2%	4.0%	3.9%	3.9%	3.9%
息税前利润 (EBIT)	2,111	3,464	4,112	3,972	4,485	5,190
%销售收入	10.2%	13.7%	12.5%	12.5%	12.6%	12.8%
财务费用	-31	4	-79	-183	-191	-188
%销售收入	0.2%	0.0%	0.2%	0.6%	0.5%	0.5%
资产减值损失	-83	-185	-136	-127	-128	-117
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	3,668	4,172	4,890
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	3,718	4,222	4,940
利润率	10.0%	13.5%	12.0%	11.7%	11.9%	12.2%
所得税	-363	-478	-570	-539	-612	-716
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	3,179	3,610	4,224
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	3,179	3,610	4,224
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	3,179	3,610	4,224
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	295	456	457	449	471	504
非经营收益	24	0	187	461	319	338
营运资金变动	1,149	-2,899	-6,053	-4,050	-2,308	-3,067
经营活动现金净流	3,181	476	-2,030	40	2,092	1,998
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	387	33	-82
其他	-720	-566	-1,437	-368	-642	-661
筹资活动现金净流	-953	4,373	4,342	19	-1,138	-743
现金净流量	2,011	4,064	-797	0	1,000	1,000

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	10,368
应收款项	2,203	5,034	11,114	13,858	15,313	17,364
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	31,314	34,802	39,250
%总资产	74.3%	82.9%	80.3%	82.9%	85.0%	86.7%
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%	13.7%	11.9%	10.7%
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%	17.1%	15.0%	13.3%
资产总计	15,072	24,801	34,714	37,770	40,923	45,294
短期借款	1,469	1,256	4,113	4,534	4,567	4,484
应付款项	7,380	9,810	11,655	11,127	11,368	11,776
其他流动负债	1,718	1,489	554	841	907	996
流动负债	10,568	12,555	16,322	16,501	16,842	17,256
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	19,705	20,045	20,460
普通股股东权益	4,376	12,046	15,142	18,053	20,865	24,821
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	37,770	40,923	45,294

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	2.007	2.837	1.638	1.541	1.750	2.048
每股净资产	5.044	11.680	7.341	8.752	10.115	12.033
每股经营现金净流	3.666	0.461	-0.984	0.019	1.014	0.969
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%	17.61%	17.30%	17.02%
总资产收益率	11.55%	11.80%	9.73%	8.42%	8.82%	9.33%
投入资本收益率	29.25%	22.05%	15.66%	13.16%	13.39%	13.64%
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%	-3.41%	12.91%	15.72%
净利润增长率	1476.62%	68.04%	15.47%	-5.92%	13.56%	17.02%
总资产增长率	314.27%	64.55%	39.97%	8.81%	8.35%	10.68%
资产管理能力						
应收账款周转天数	19.8	41.4	75.7	145.0	145.0	145.0
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	65.0	60.0	55.0
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%	-3.49%	-7.65%	-10.79%
EBIT利息保障倍数	67.7	-898.2	52.3	21.7	23.5	27.6
资产负债率	70.75%	51.39%	56.34%	52.17%	48.98%	45.17%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

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	2	4	4	9
买入	0	4	4	4	6
持有	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.86	1.75	1.72	1.63

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 2010-10-12	买入	20.95	N/A
2 2010-10-25	买入	23.48	N/A
3 2011-01-05	买入	29.73	N/A
4 2011-03-11	买入	30.29	N/A
5 2011-04-28	买入	24.35	N/A
6 2011-08-12	买入	21.59	N/A
7 2011-10-31	买入	16.63	N/A
8 2012-04-11	买入	14.42	N/A

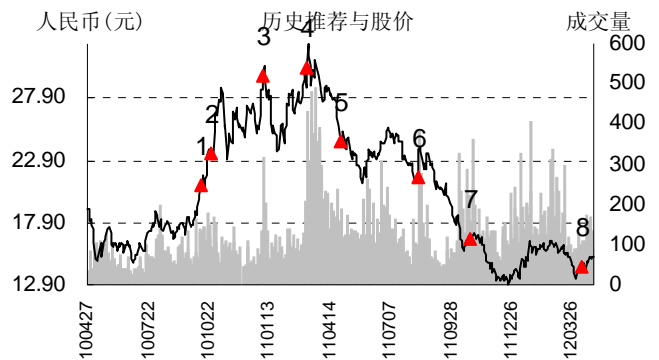
来源：国金证券研究所

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	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