

老板电器 (002508.SZ)

白色家电行业

评级: 增持 维持评级

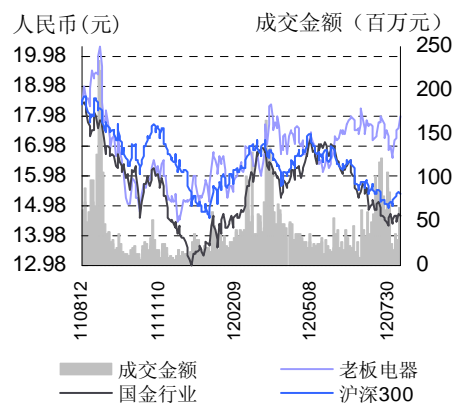
公司研究简报

市价(人民币): 18.00元
目标(人民币): 19.09-22.28元

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)	92.80
总市值(百万元)	46.08
年内股价最高最低(元)	20.32/14.45
沪深300指数	2399.75
中小板指数	5120.53



相关报告

- 《弱市下更显公司优秀,净利润增长33%》, 2012.7.27
- 《1Q收入利润增速均远优于同类公司》, 2012.4.25
- 《业绩快报超预期6%,4Q收入增速逆势提升》, 2012.1.17

蒋毅 联系人
(8636)11937527
jiangyi@gjzq.com.cn

王晓莹 分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

新兴渠道和新品牌助公司逆市增长

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.840	0.731	0.954	1.238	1.548
每股净资产(元)	8.57	5.90	6.72	7.85	9.27
每股经营性现金流(元)	0.73	0.53	1.09	1.11	1.46
市盈率(倍)	44.48	21.94	18.40	14.19	11.34
行业优化市盈率(倍)	53.95	9.39	11.22	11.22	11.22
净利润增长率(%)	64.17%	39.23%	30.62%	29.70%	25.08%
净资产收益率(%)	9.80%	12.39%	14.20%	15.77%	16.71%
总股本(百万股)	160.00	256.00	256.00	256.00	256.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

近期我们调研了公司并与董秘王刚先生就行业和公司的发展情况进行了交流。

- **厨电行业处于成长期, 增速受房地产影响较大。**厨电保有量远未饱和, 城镇的吸油烟机每百户保有量比冰箱小20台, 农村的差距近50台; 2011年油烟机行业出货量不足冰箱的1/3, 成长空间巨大。目前厨电需求以新增为主, 由于消费者多在换房时购买厨电产品, 房地产销售低迷对厨电行业增速有较大影响。
- **综合竞争力不断提升, 新品牌和新兴渠道助公司实现逆市增长。**“名气”品牌进入中低端市场(占行业销量50%以上), 去年收入3800万, 今明年的年增速可达100%, 长期目标10亿收入; “帝泽”已获工程订单。公司在传统渠道优势进一步巩固, 中怡康数据显示, 1H12公司油烟机销量和销售额均排名第一, 成功超越方太; 新兴渠道如电商发展迅猛, 上半年增长150%; 精装修工程渠道尽管低于预期, 上半年亦增长70%。新渠道推动下, 公司实现逆势增长, 上半年净利润增长33%, 预计全年可达30%。
- **公司未来增速或放缓, 但发展空间巨大。**厨电产品毛利率高, 核心部件技术壁垒不高, 因此不能通过延伸产业链降成本并打价格战的方式迅速提高市场份额。2012-2014年公司能靠新渠道新品牌实现30%的利润高增长, 但长期来看, 公司增速或随行业放缓。公司2011年油烟机销量约70万台, 仅占行业出货量的3.7%, 明显低于中怡康口径下的公司销量份额8.8%。说明在非中怡康监测渠道和区域, 公司的份额有很大提升空间。在消费升级大趋势下, 公司具备品牌优势, 管理机制优秀, 发展空间巨大。

盈利预测及投资建议

- 我们维持前期盈利预测: 预计公司2012-2014年收入为19.0、24.5、30.9亿元, 增速为23.9%、28.7%、26.2%; 净利润2.44、3.17、3.96亿元, 净利润增速30.6%、29.7%、25.1%; EPS为0.954、1.238、1.548元。
- 厨卫电器行业需求目前处于新增需求为主的阶段, 因此与地产成交是否景气关联度高, 尽管房地产调控影响行业需求, 公司的“渠道多元化+品牌多元化”战略成功运作带来量升、价涨、利润率提高, 未来三年保持25-30%增速的确定性高, 3-12个月合理估值20x12PE-18x13PE, 即19.09-22.28元, 距离现价还有6-24%空间, 维持“增持”评级。

风险

- 厨卫电器行业需求恢复由于经济、地产等大环境影响而低于预期的风险。

内容目录

厨电行业处于成长期，增速受房地产影响较大	3
厨电保有量远未饱和	3
受宏观经济影响，今年行业增速放缓	4
综合竞争力不断提升，公司实现逆市增长	4
“名气”、“帝泽”进入新的细分市场，提升公司发展空间	4
传统渠道优势巩固，新兴渠道迅速发展	6
市场份额提升，实现逆势增长	6
公司未来增速或有放缓，但发展空间巨大	7
行业需求不振时公司增速也将放缓	7
公司优秀的经营实力可获得广阔发展空间	7
盈利预测及投资建议	8
风险提示	8
附录：三张报表预测摘要	9

图表目录

图表 1: 城镇每百户家庭吸油烟机和冰箱保有量(台)	3
图表 2: 农村每百户家庭吸油烟机和冰箱保有量(台)	3
图表 3: 过去 10 年油烟机产量、冰箱内销量	4
图表 4: 2011 年以来商品房累计销售面积增速和油烟机累计产量增速	4
图表 5: 1H12 吸油烟机各价格段的零售量占比	5
图表 6: 1H12 各品牌吸油烟机均价	5
图表 7: 1H12 燃气灶各价格段的零售量占比	5
图表 8: 1H12 各品牌燃气灶均价	5
图表 9: 油烟机和燃气灶量、额累计增速	6
图表 10: 吸油烟机累计零售量份额	7
图表 11: 吸油烟机累计零售额份额	7
图表 12: 燃气灶累计零售量份额	7
图表 13: 燃气灶累计零售额份额	7

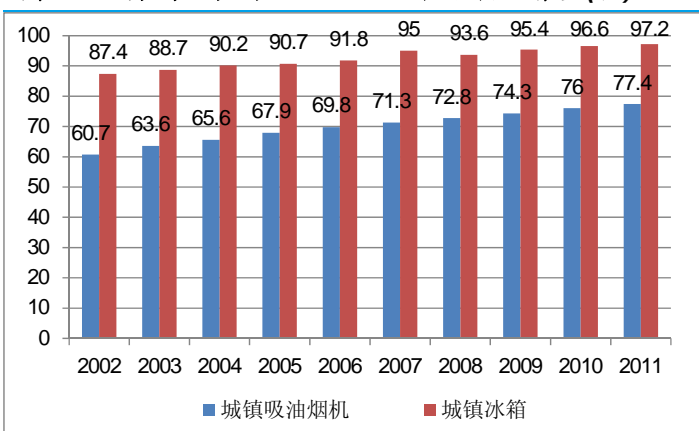
厨电行业处于成长期，增速受房地产影响较大

厨电保有量远未饱和

我们主要以吸油烟机的数据说明厨电行业的情况。燃气灶销量应比吸油烟机高出 10% 左右，两者趋势基本相同。

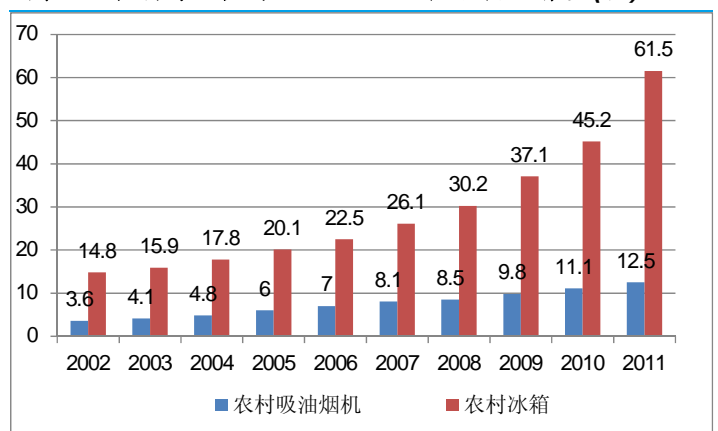
- **家庭保有量相比冰箱还很低。**过去 10 年中，城镇每百户家庭的吸油烟机保有量提升了 16.7，高于冰箱的 9.8（图表 1）；农村每百户家庭的吸油烟机保有量提升了 8.9，远低于冰箱的 46.7（图表 2）。
 - 城镇保有量还有较大提升空间。冰箱等大家电的保有量已趋于饱和，油烟机及燃气灶等厨房电器的必需性仅次于大家电，是下一个全面普及的产品。
 - 受制于厨房环境，农村吸油烟机的保有量提升缓慢。冰箱不受农村和城市的习惯限制，保有量的提升在于价格，家电下乡政策大幅提升冰箱保有量。厨房电器在农村普及受制于两方面：大家电的购买优先级高于厨电，大家电还远未饱和；农村不使用厨房电器对生活影响不大。
 - 精装住宅比例上升使厨电保有量加速提高。我国目前平均精装修比例在 10% 左右，发达国家的精装住宅占比达 80% 以上如日本，因此潜力巨大。精装可使厨电消费提前、提高厨电保有量和品牌集中度。因此，厨电品牌企业纷纷加大在精装修上的投入。在国家房地产调控下，精装住宅增速放缓，但长期趋势不变。

图表1：城镇每百户家庭吸油烟机和冰箱保有量(台)



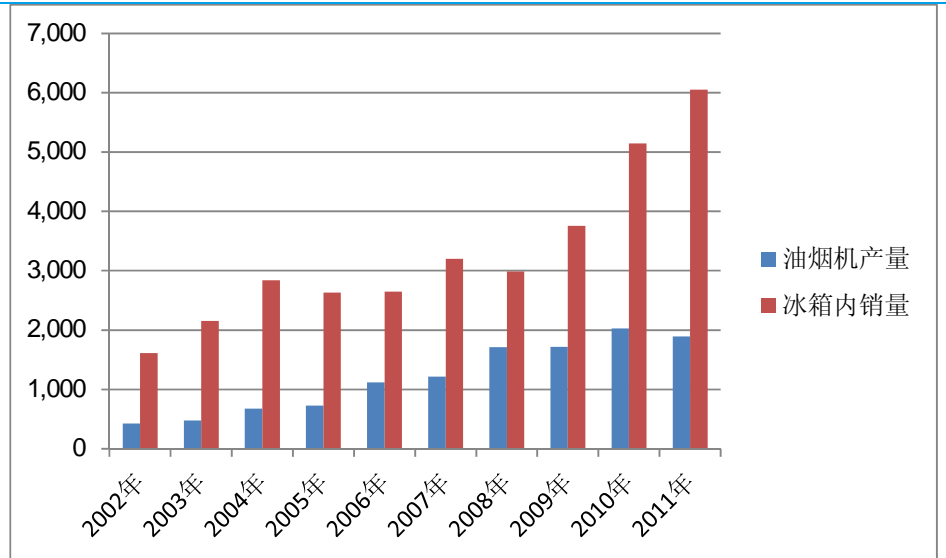
来源：华通人，国金证券研究所

图表2：农村每百户家庭吸油烟机和冰箱保有量(台)



- 行业出货量有上升空间。我国厨房电器主要是内销，因此，吸油烟机的产量和冰箱的内销量具有可比性。油烟机销量明显低于冰箱，2008-2011 年期间由于农村需求的快速爆发即保有量迅速提升（图表 2），使得冰箱内销量快速提升（图表 3）。虽然吸油烟机需求在农村市场较难爆发，但达到 3000 万台/年的销售水平（即 07、08 年的冰箱水平）问题不大。行业还有较大上升空间。

图表3: 过去 10 年油烟机产量、冰箱内销量

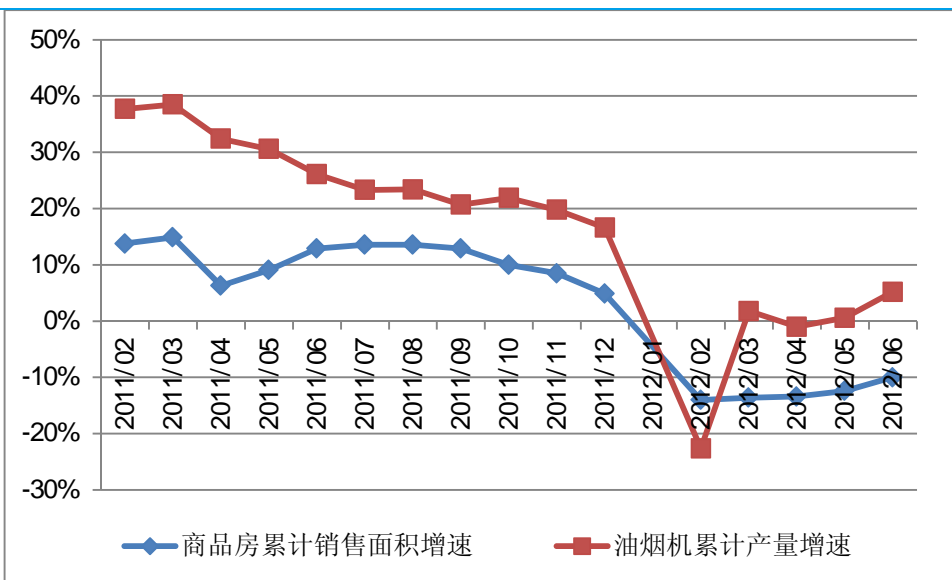


来源：华通人，产业在线，国金证券研究所

受宏观经济影响，今年行业增速放缓

- 厨房电器行业出货量受房地产销售影响较大。消费者多是在换房时更换厨房电器，因此商品房销售不佳导致经销商降低未来预期，减少进货量。今年以来商品房销售不佳，对油烟机出货量产生较大负面影响（图表 4）
- 一二线城市商品房成交量呈回暖趋势，或带来 4 季度厨电需求回升。

图表4: 2011 年以来商品房累计销售面积增速和油烟机累计产量增速



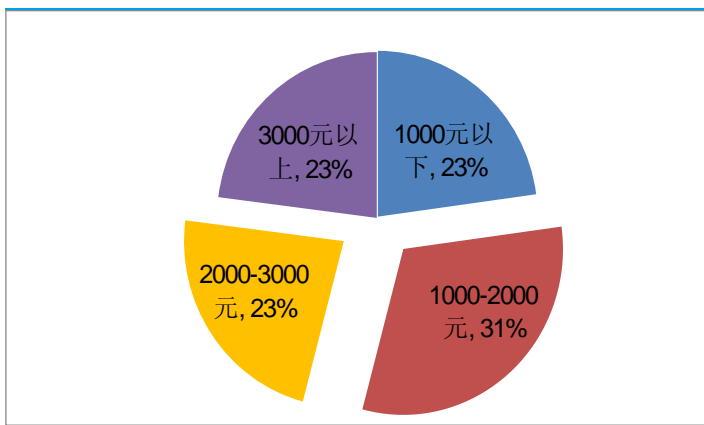
来源：华通人，国金证券研究所

综合竞争力不断提升，公司实现逆市增长

“名气”、“帝泽”进入新的细分市场，提升公司发展空间

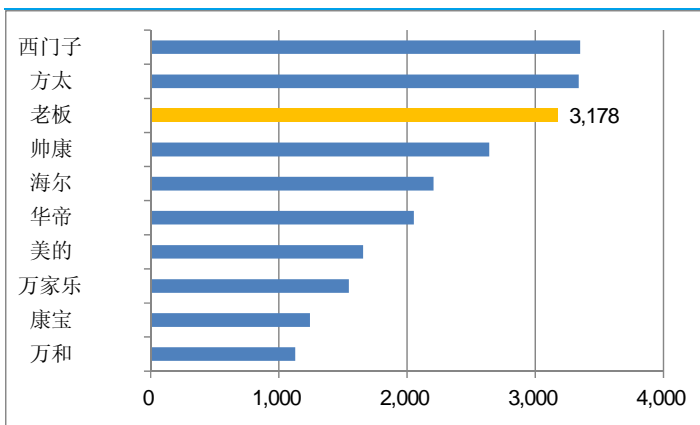
- “老板”品牌定位高端。老板与西门子、方太共同构成第一集团，产品均价明显高于其它品牌（图表 6、8）。
- 中低端市场空间巨大，“名气”品牌提升公司发展空间。中低端产品（吸油烟机 1000-3000 元，燃气灶 650-1700 元）的销量占比达 50%以上（图表 5、7），公司以新品牌进入另一细分市场，能够在不损害“老板”品牌前提下，开辟新的发展空间。
 - 名气去年收入约 3800 万元，今年有望做到 8000 万元以上。未来目标每年收入翻倍，长期目标做到 10 个亿。
 - 名气收入规模突破 1.5 亿后可贡献利润，3 亿收入时净利率可达 6-8%，预计明年可贡献 300-500 万利润，后年贡献 1800-2400 万利润。
 - 名气目前和华帝定位相近，拉长产品线（价格段延伸以及品类延伸，未来可能做热水器）可进一步开拓市场。公司在渠道上的经验能帮助其迅速做大名气。

图表5: 1H12 吸油烟机各价格段的零售量占比

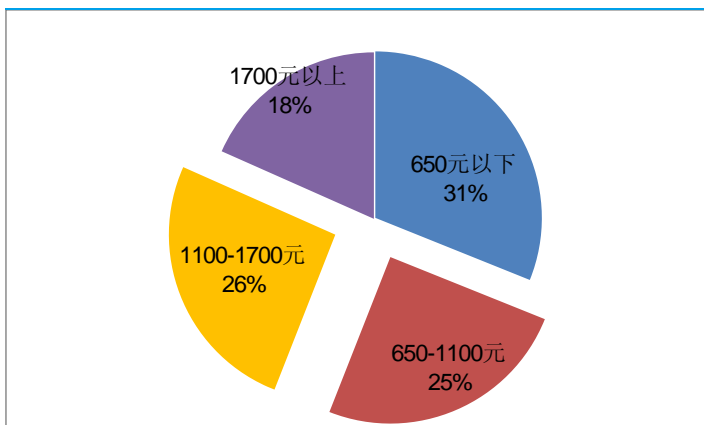


来源: 中怡康, 国金证券研究所

图表6: 1H12 各品牌吸油烟机均价

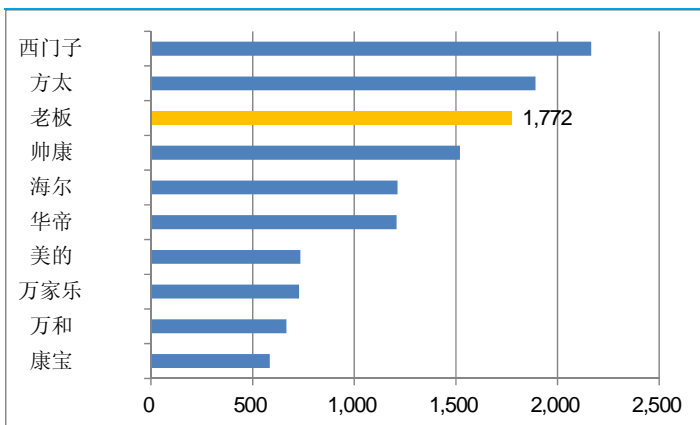


图表7: 1H12 燃气灶各价格段的零售量占比



来源: 中怡康, 国金证券研究所

图表8: 1H12 各品牌燃气灶均价



- “帝泽”品牌布局“奢侈品”市场。帝泽油烟机零售价高达 3 万元，属于奢侈品。在上海新天地的第一家形象店即将开业，公司未对帝泽做销售目标。现已仁恒战略合作，今年有望做 3000 多万。

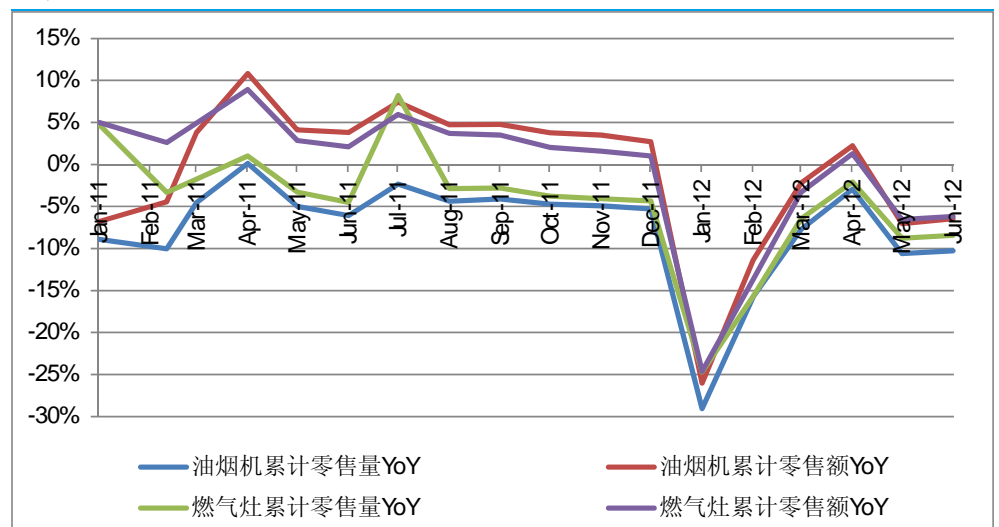
传统渠道优势巩固，新兴渠道迅速发展

- 在连锁渠道里的优势进一步巩固。公司进入约 3000 家连锁渠道门店，1H12 未大量新开门店，1H12 公司连锁渠道业绩增长 10% 左右，主要来自单店增长。未来重点是提升单店产出而非提高进店率。
- 电商渠道是亮点，增速快，利润率高。电商分为网购和电视购物，上半年分别增长 200%、100%，总体增长约 150%。去年全年电商收入约 1.2 亿。
- 精装修渠道高增长，但低于预期。1H12 收入增长 70%，全年实现 50% 增长问题不大，但与 100% 增长的目标有加大差距，主要原因是公司最大客户恒大未有高增长，其它客户增长不达预期。房地产调控下，部分开发商采取精装修变毛坯，降价销售的策略。
- 专卖店在 1H12 新开 200 家，关闭了部分产出不好的店后，目前总数约 1350 家，年底预计达到 1500 家。上半年收入增长 15% 左右，低于预期，未来重点提升单店产出。
- 公司在大连锁渠道的市场份额进一步提升，实现量、额的行业第一名。

市场份额提升，实现逆势增长

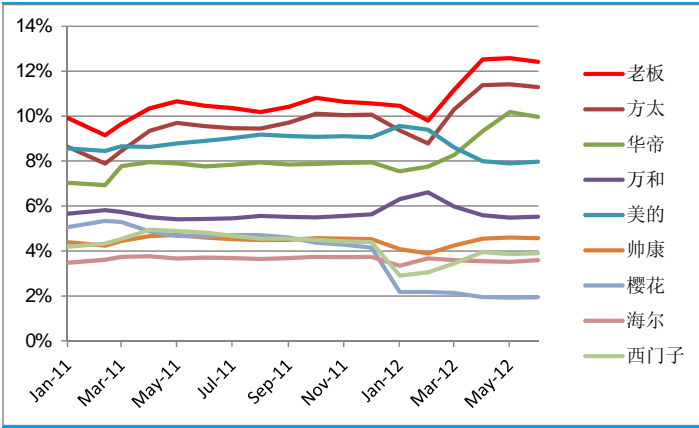
- 今年行业增速下降。从中怡康数据来看，上半年油烟机累计销量下降 10%，累计销售额下降 6%；燃气灶累计销量下降 8%。（图表 9）
- 市场份额提升，实现逆势增长。公司上半年收入增长 21%，净利润增长 33%。尽管市场需求不振，但公司市场份额提升：公司上半年吸油烟机销量的市场份额比去年提升 2 个百分点，销售额份额超越方太成为行业第一；公司燃气灶的销量和销售额市场份额都提升了 3 个百分点，份额与方太十分接近。（图表 10-13）

图表9：油烟机和燃气灶量、额累计增速

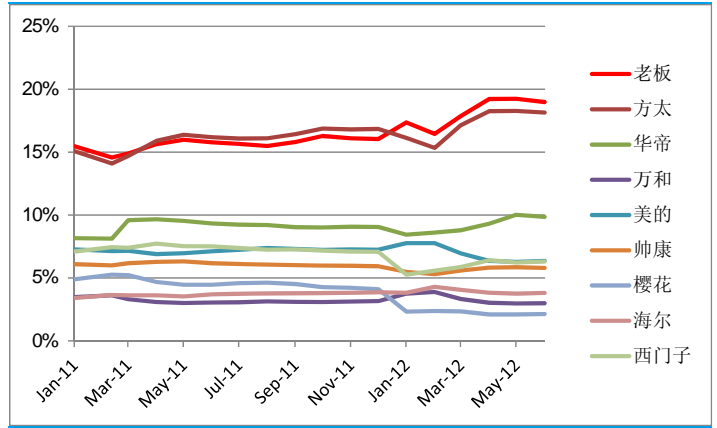


来源：中怡康，国金证券研究所

图表10: 吸油烟机累计零售量份额

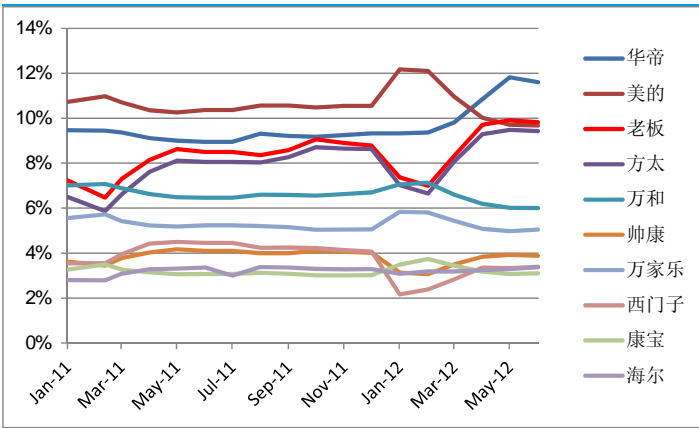


图表11: 吸油烟机累计零售额份额

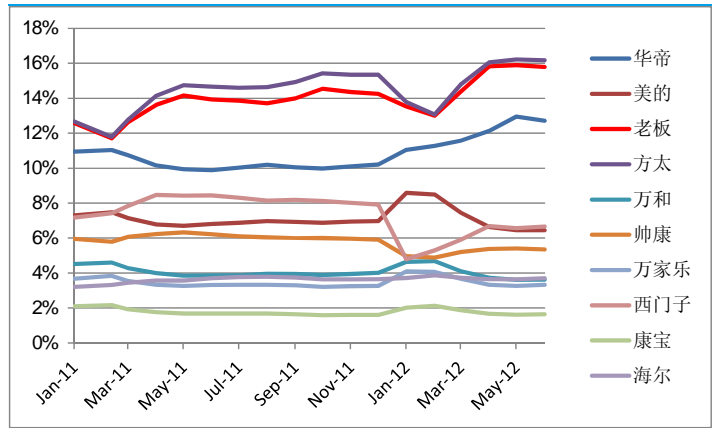


来源: 中怡康, 国金证券研究所

图表12: 燃气灶累计零售量份额



图表13: 燃气灶累计零售额份额



来源: 中怡康, 国金证券研究所

公司未来增速或有放缓, 但发展空间巨大

行业需求不振时公司增速也将放缓

- 行业需求不振时, 如要保持高速增长, 势必要持续快速的提升市场份额。但在厨房电器市场份额的提升是一个循序渐进的过程。
 - 厨房电器毛利率高, 核心部件的技术壁垒也不高。因此不会出现空调行业那样, 通过整合上游降低成本, 以价格打垮竞争对手。这也导致行业集中度提升慢。
 - 公司渠道不断完善, 未来开拓渠道对公司增速的贡献逐渐减弱。以连锁渠道为例, 现在进入 3000 多家店后, 发展重点必然转向单店产出的提升。今年上半年连锁渠道增速低于整体增速, 但电商、精装修渠道的快速增长拉动整体。
 - 渠道完善后, 公司更多是通过提升品牌知名度, 产品满意度, 经营效率来提升。

公司优秀的经营实力可获得广阔发展空间

- **消费升级推动集中度上升，保守估计公司收入规模有 2 倍的上升空间。**中怡康数据来看（图表 10,12），2011 年公司吸油烟机销量份额为 8.8%。2011 年公司油烟机总销量约 70 万台，统计局口径 2011 年行业产量 1895 万台，公司份额仅 3.7%。两者的差距说明在中怡康未检测的区域（主要是农村市场），公司市场份额还有很大提升空间。如上文所述，油烟机行业长期可达 3000 万台的年销量，假设公司市场份额 9%，则公司油烟机销量可达 270 万台，燃气灶亦然；考虑到公司名气品牌均价低于老板品牌，预计未来均价下降 20%，则推算公司收入有 2 倍上升空间。
- **今明两年收入、利润增速确定性强，未来或因争夺市场而使净利率降低。**公司经营实力优秀，有能力持续提升市场份额。公司专注自己所擅长的厨电行业，“老板”品牌高端形象已被广泛认可，新渠道如电商和精装修的发展领先竞争对手。公司发展“名气”品牌不存在大困，未来几年可持续快速增长。随着新产能的释放，公司的产品质量更上一层楼，在消费升级的过程中，获得更多份额。因此，我们认为未来 3 年公司可通过渠道+进入新细分市场的方式使利润保持每年 25%以上的高增速。随后公司凭借自身的品牌优势，提升终端单店产出，时机适当时公司或采取激进措施来激励渠道，使收入持续快速增长，但这会降低净利率。

盈利预测及投资建议

- 我们维持前期盈利预测：预计公司 2012-2014 年收入为 19.0、24.5、30.9 亿元，增速为 23.9%、28.7%、26.2%；净利润 2.44、3.17、3.96 亿元，净利润增速 30.6%、29.7%、25.1%；EPS 为 0.954、1.238、1.548 元。
- 厨卫电器行业需求目前处于新增需求为主的阶段，因此与地产成交是否景气关联度高，尽管房地产调控影响行业需求，公司的“渠道多元化+品牌多元化”战略成功运作带来量升、价涨、利润率提高，未来三年保持 25-30%增速的确定性高，6-12 个月合理估值 20x12PE-18x13PE，即 19.09-22.28 元，距离现价还有 6-24%空间，维持“增持”评级。

风险提示

- 厨卫电器行业需求恢复由于经济、地产等大环境影响而低于预期的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	934	1,232	1,534	1,901	2,447	3,088	货币资金	175	1,075	1,023	1,285	1,523	1,849
增长率		31.8%	24.5%	23.9%	28.7%	26.2%	应收款项	162	214	308	368	471	591
主营业务成本	-420	-559	-729	-896	-1,192	-1,545	存货	195	246	291	353	453	566
%销售收入	44.9%	45.4%	47.5%	47.2%	48.7%	50.0%	其他流动资产	7	13	9	13	16	21
毛利	514	672	805	1,005	1,255	1,543	流动资产	540	1,547	1,631	2,018	2,463	3,026
%销售收入	55.1%	54.6%	52.5%	52.8%	51.3%	50.0%	%总资产	83.2%	91.8%	85.0%	86.9%	88.6%	90.3%
营业税金及附加	-11	-12	-15	-19	-24	-25	长期投资	0	0	1	2	1	1
%销售收入	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	0.8%	固定资产	70	99	248	259	273	278
营业费用	-340	-421	-488	-608	-746	-911	%总资产	10.8%	5.9%	12.9%	11.2%	9.8%	8.3%
%销售收入	36.4%	34.2%	31.8%	32.0%	30.5%	29.5%	无形资产	36	37	38	40	42	44
管理费用	-70	-90	-113	-139	-174	-213	非流动资产	109	137	288	303	318	326
%销售收入	7.5%	7.3%	7.4%	7.3%	7.1%	6.9%	%总资产	16.8%	8.2%	15.0%	13.1%	11.4%	9.7%
息税前利润 (EBIT)	93	149	188	239	310	394	资产总计	648	1,684	1,919	2,321	2,781	3,351
%销售收入	10.0%	12.1%	12.3%	12.5%	12.7%	12.8%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	1	3	24	42	51	61	应付款项	208	289	374	520	678	868
%销售收入	-0.1%	-0.3%	-1.6%	-2.2%	-2.1%	-2.0%	其他流动负债	19	25	35	80	94	111
资产减值损失	0	0	-3	-7	-4	-7	流动负债	227	313	409	600	772	978
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	1	2	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.4%	负债	227	313	409	600	772	979
营业利润	94	152	210	273	358	450	普通股股东权益	422	1,371	1,510	1,721	2,009	2,372
营业利润率	10.1%	12.4%	13.7%	14.3%	14.6%	14.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	4	8	15	15	16	负债股东权益合计	648	1,684	1,919	2,321	2,781	3,351
税前利润	94	156	218	287	373	466	比率分析						
利润率	10.1%	12.7%	14.2%	15.1%	15.2%	15.1%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-12	-22	-31	-43	-56	-70	每股指标						
所得税率	13.1%	14.0%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.682	0.840	0.731	0.954	1.238	1.548
净利润	82	134	187	244	317	396	每股净资产	3.516	8.569	5.899	6.723	7.848	9.266
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.056	0.725	0.535	1.093	1.110	1.464
归属于母公司的净利润	82	134	187	244	317	396	每股股利	0.000	0.300	0.200	0.130	0.130	0.130
净利率	8.8%	10.9%	12.2%	12.9%	13.0%	12.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	19.40%	9.80%	12.39%	14.20%	15.77%	16.71%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	12.62%	7.98%	9.74%	10.53%	11.39%	11.83%
净利润	82	134	187	244	317	396	投入资本收益率	19.22%	9.35%	10.72%	11.78%	13.13%	14.13%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	9	9	14	23	22	34	主营业务收入增长率	7.81%	31.84%	24.54%	23.93%	28.71%	26.22%
非经营收益	1	1	0	-14	-16	-18	EBIT增长率	60.76%	59.70%	26.36%	26.64%	30.11%	27.07%
营运资金变动	34	-23	-64	26	-39	-38	净利润增长率	68.48%	64.17%	39.23%	30.62%	29.70%	25.08%
经营活动现金净流	127	121	137	280	284	375	总资产增长率	31.01%	159.76%	13.95%	20.91%	19.85%	20.50%
资本开支	-15	-37	-141	-17	-18	-19	资产管理能力						
投资	0	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	35.9	27.7	26.0	30.0	30.0	30.0
其他	0	0	0	0	1	2	存货周转天数	167.0	143.9	134.6	145.0	140.0	135.0
投资活动现金净流	-15	-37	-141	-18	-17	-17	应付账款周转天数	74.5	77.5	83.0	89.0	89.0	90.0
股权募资	0	908	0	0	4	0	固定资产周转天数	27.3	21.6	29.3	25.7	22.1	18.1
债权募资	0	0	0	0	0	1	偿债能力						
其他	0	-88	-48	0	-33	-33	净负债/股东权益	-41.56%	-78.39%	-67.74%	-74.65%	-75.81%	-77.89%
筹资活动现金净流	0	820	-48	0	-29	-32	EBIT利息保障倍数	-88.8	-47.4	-7.9	-5.7	-6.1	-6.5
现金净流量	111	904	-52	262	238	325	资产负债率	34.94%	18.60%	21.33%	25.84%	27.76%	29.22%

来源：公司年报、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
买入	0	7	7	8	18
增持	0	15	15	17	38
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.68	1.68	1.68	1.68

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 2010-11-22	减持	14.66	N/A
2 2011-01-17	中性	20.34	27.20 ~ 32.60
3 2011-04-11	增持	20.01	39.10 ~ 43.50
4 2011-12-25	增持	15.29	20.63 ~ 22.43
5 2012-01-17	增持	16.65	19.00 ~ 21.00
6 2012-04-25	增持	17.16	19.09 ~ 22.24
7 2012-07-27	增持	17.55	19.09 ~ 22.24

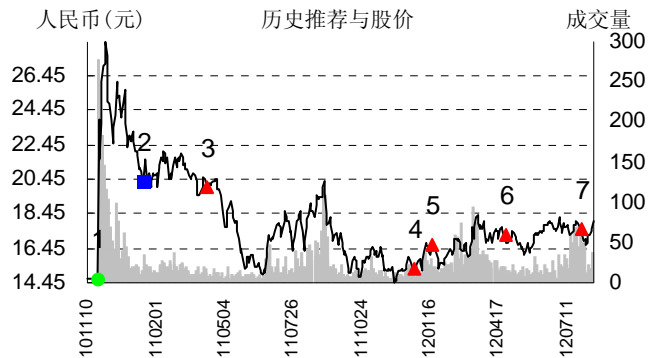
来源：国金证券研究所

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“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



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：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 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%以下。

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