

海格通信 (002465.SZ)

其他通信设备行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

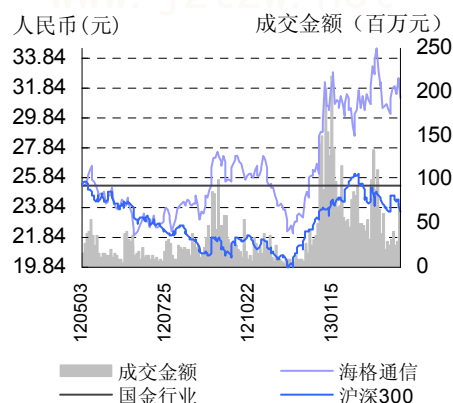
市价(人民币): 31.15元

目标(人民币): 35.00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)	85.00
总市值(百万元)	103.58
年内股价最高最低(元)	34.48/21.95
沪深300指数	2499.30
中小板指数	5212.13



相关报告

- 1.《外延式扩张再下一城 看好做加法的军工巨头》，2013.1.8
- 2.《受益军工大趋势 看好做加法的成长逻辑》，2012.12.19

陈运红 分析师 SAC 执业编号: S1130511030023
(8621)61038242
chenyh@gjzq.com.cn

邢开允 联系人
(8621)61038223
xingky@gjzq.com.cn

和做加法的军工通信巨头一起成长

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.701	0.780	1.139	1.513	1.916
每股净资产(元)	12.86	13.41	14.28	15.49	17.06
每股经营性现金流(元)	-0.00	1.20	0.36	0.76	0.95
市盈率(倍)	44.41	39.92	27.35	20.59	16.25
行业优化市盈率(倍)	N/A	31.87	31.87	31.87	31.87
净利润增长率(%)	-3.29%	11.25%	43.89%	32.79%	26.69%
净资产收益率(%)	5.45%	5.82%	7.98%	9.76%	11.23%
总股本(百万股)	332.51	332.51	332.51	332.51	332.51

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 海格通信公布 2012 年年报, 实现收入 12.11 亿元, 同比增长 21.16%; 净利润实现 2.63 亿元, 同比增长 12.88%; EPS 0.792 元。

经营分析

- **传统通信产品收入回升:** 公司 2012 年通信产品收入 8.48 亿, 同比增长 22.85%。“十一五”期间, 国家将武装力量建设的重点放在战斗机、航母、坦克等主战装备和平台上; 展望“十二五”, 从立项到鉴定到上马, 军工订货有望呈现出前低后高的局面, 公司传统通信产品有望伴随陆军数字化建设和海洋强国建设, 稳步增长到一个新的台阶;
- **北斗导航产品实现爆发式增长是最大亮点:** 公司 2012 年北斗导航业务实现收入 1.41 亿元, 同比增长 247.02%。北斗是国家武装力量建设中长期规划的一部分, 公司在北斗领域布局从芯片到板卡到终端到应用, 形成以军用为主, 兼顾民用的局面。我们认为公司在北斗应用前景最确定的军队和公务使用领域市场地位牢固, 并通过广东省北斗示范项目和南方海岸项目收购进一步加强了下游应用领域的扩展, 持续快速增长可期;
- **外延式扩张今年有望初见成效:** 公司上市以来持续进行收购和投资, 先后拓展了北斗芯片、卫星通信、数字集群、电子对抗、频谱监测、军用模拟器、惯性导航等大量新兴领域。随着“十二五”进入第三年也即见成效的一年, 公司在新产品领域的诸项布局有望陆续进入定型、发货阶段, 外延式扩张到的结果将呈现出逐年上升的势头;

盈利调整

- 我们略微调整公司 2013 年到 2015 年的盈利预测: 预计公司将分别实现净利润 3.79 亿、5.03 亿和 6.37 亿, 同比增长 43.89%、32.79%和 26.69%, 对应 EPS 分别为 1.139 元、1.513 元和 1.916 元。

投资建议

- 我们推荐海格通信的核心逻辑在于: 需求侧, 中国军力崛起加强信息化的体系建设将不断开辟诸多新兴领域, 从而给体制更加灵活的军工企业带来机遇; 供给侧, 军工不存在产能过剩的问题, 需求可预见性强、毛利率稳定。公司 IPO 募集资金达到 30 亿, 如果公司各项产品布局均得到验证, 则按 20%ROE 估计长期来看将至少对应 6 个亿的新增净利润。考虑到中国军费上升而美国下降及出口前景, 中国军工企业的长期估值水平应高于美国, 因此当前公司市值 108 亿对应长期净利润 8.5 亿左右, 估值 12.7 倍, 仍存提升空间。给予公司目标价 35 元, 对应 2013 年 EPS 31 倍估值。

海格通信 2012 年业绩点评

业绩简评

- 海格通信公布 2012 年年报，实现收入 12.11 亿元，同比增长 21.16%；净利润实现 2.63 亿元，同比增长 12.88%；EPS 0.79 元。

图表1：海格通信收入及预测（单位：百万元）



图表2：海格通信净利润及预测（单位：百万元）

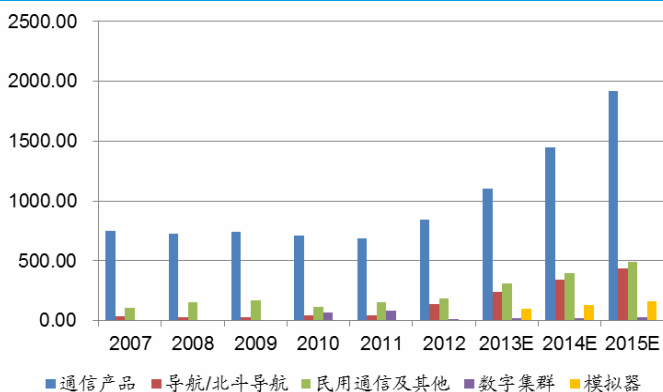


来源：国金证券研究所 公司公告

总体评价

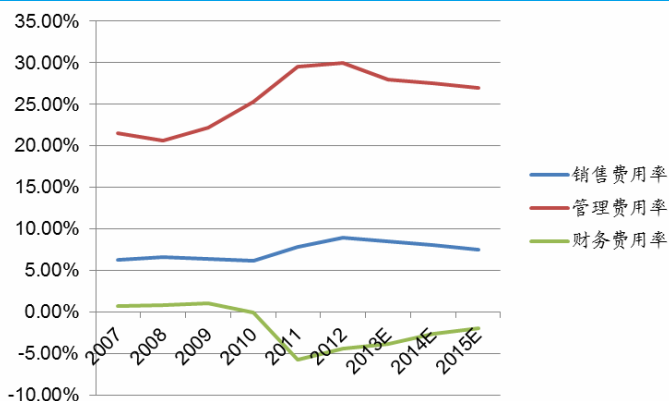
- **传统通信产品收入回升：**公司 2012 年通信产品收入 8.48 亿，同比增长 22.85%。“十一五”期间，国家将武装力量建设的重点放在战斗机、航母、坦克等主战装备和平台上；展望“十二五”，从立项到鉴定到上马，军工订货有望呈现出前低后高的局面，公司传统通信产品有望伴随陆军数字化建设和海洋强国建设，稳步增长到一个新的台阶；
- **北斗导航产品实现爆发式增长是最大亮点：**公司 2012 年北斗导航业务实现收入 1.41 亿元，同比增长 247.02%。北斗是国家武装力量建设中长期规划的一部分，公司在北斗领域布局从芯片到板卡到终端到应用，形成以军用为主，兼顾民用的局面。我们认为公司在北斗应用前景最确定的军队和公务使用领域市场地位牢固，并通过广东省北斗示范项目和南方海岸项目收购进一步加强了下游应用领域的扩展，持续快速增长可期；
- **外延式扩张今年有望初见成效：**公司上市以来持续进行收购和投资，先后拓展了北斗芯片、卫星通信、数字集群、电子对抗、频谱监测、军用模拟器、惯性导航等大量新兴领域。随着“十二五”进入第三年也即见成效的一年，公司在新产品领域的诸项布局有望陆续进入定型、发货阶段，外延式扩张到的结果将呈现出逐年上升的势头；

图表3：海格通信各产品收入及预测（单位：百万元）



来源：国金证券研究所 公司公告

图表4：海格通信三项费用及增长



■ 各项费用分析:

- 销售费用: 2012 年销售费用 1.08 亿, 同比增长 37.22%, 占收比有所上升。公司从老产品向新领域拓展, 客户关系和营销方式均需变革, 应此我们预计销售费用率仍有上升空间;
- 管理费用: 2012 年管理费用 3.64 亿, 同比增长 23.12% 占收比略有上升。其中研发费用 2.19 亿元, 同比增长 38.61%, 主要是研发人员从 2011 年的 700 人上升到 2012 年的 904 人。高昂的研发支出一直是约束公司业绩释放的因素之一。我们提醒投资者关注公司研发人员和相关费用的增长与收入增长趋势的变化拐点, 这是公司发展从前期投入向出成果转化的重要信号;
- 财务费用: 2012 年公司财务净收入 5303 万元, 同比减少 8.39%, 少收入 486 万元。公司近年来不断加大投资力度, 投资性现金流出增长较快, 但需要注意的是公司经营性现金流 2012 年创历史新高, 我们认为公司的在手现金总量仍将保持稳定, 财务净收入下降幅度稳定。

■ 非经营性项目分析:

- 投资收益: 2012 年由于公司参股 30% 的武汉房地产项目开发销售步入尾声, 仅实现投资收益 2338 万元, 较去年同期少收 2013 万元。2013 年该参股公司新的开发项目仍持续销售但难以确认收入, 因此将难以对盈利做出贡献。预计武汉房地产项目将在 2014 年实现一个体量更大的项目的收入确认, 届时将为海格业绩提供更高的支撑。
- 营业外收支: 2012 年公司营业外净收支 5914 万元, 其中营业外收入 6003 万元, 主要来自核销的递延政府补助收益;

业绩预测和投资建议

业绩预测

- 我们预计公司 2013 年到 2015 年将分别实现收入 17.51 亿、22.86 亿和 29.46 亿, 同比增长 44.85%、30.55% 和 28.85%。综合毛利率水平将基本稳定在 52% 左右:
 - 通信产品: 我们预计 2013 年有望实现 10.79 亿的收入。从细分产品看, 我们估计 2012 年中长波、短波、超短波、系统集成和专用配套等传统通信产品收入增长达到 18.38%, 超过我们之前的预测。因此传统通信产品加上卫星通信等新产品有望推动该业务实现 27.36% 的增长;
 - 北斗导航: 我们预计 2013 年有望实现 2.43 亿的收入, 主要推动力来自军用北斗的订货增长和民用北斗等相关的产品和服务拓展。
 - 数字集群: 我们预计 2013 年随着 PDT 的部署和 DMR 的产品商用, 该业务有望逐步走出低谷, 预计实现收入 0.17 亿元;
 - 民用通信产品及其他: 主要增长动力来自北京艾尔达、海通天线, 以及通过收购嵘兴进入的频谱监测业务。2012 年爱尔达收入 5393 万元, 净利润 856 万, 实现增长; 海通天线收入 3183 万元, 也较去年有所增长。
 - 模拟器: 我们预计公司通过收购北京魔诤有望实现近亿元的收入;
- 我们略微调整公司 2013 年到 2015 年的盈利预测: 预计公司将分别实现净利润 3.79 亿、5.03 亿和 6.37 亿, 同比增长 43.89%、32.79% 和 26.69%, 对应 EPS 分别为 1.139 元、1.513 元和 1.916 元。

投资建议

- 我们推荐海格通信的核心逻辑在于两点：需求侧，中国军力崛起加强信息化的体系建设，因此将不断开辟诸多新兴领域，从而给体制更加灵活的军工企业带来机遇；供给侧，军工不存在产能过剩的问题，需求可预见性强、毛利率稳定。公司 IPO 募集资金达到 30 亿，如果公司各项产品布局均得到验证，则按 20%ROE 估计长期来看将至少对应 6 个亿的新增净利润。
- 考虑到中国军费上升而美国下降及中国军用装备出口的广阔前景，中国军工企业的长期估值水平应高于美国等成熟国家，因此当前公司市值 108 亿对应长期净利润 8.5 亿左右的估值 12.7 倍，仍然存在提升空间。给予公司目标价 35 元，对应 2013 年 EPS 31 倍估值。

风险提示

- 项目定型、订货晚于预期，导致收入推迟确认；
- 公司费用控制低于预期，导致费用率过高；
- 投资收益不达预期；

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表5：海格通信收入模型（单位：百万元）

项 目	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
通信产品								
销售收入（百万元）	727.35	740.91	711.18	689.98	847.63	1,079.56	1,395.13	1,824.53
增长率（YOY）	#DIV/0!	1.86%	-4.01%	-2.98%	22.85%	27.36%	29.23%	30.78%
毛利率	56.30%	55.09%	54.77%	55.46%	55.62%	54.45%	53.91%	53.37%
销售成本（百万元）	317.82	332.71	321.66	307.30	376.18	491.74	643.08	850.85
增长率（YOY）	#DIV/0!	4.68%	-3.32%	-4.46%	22.41%	30.72%	30.78%	32.31%
毛利（百万元）	409.53	408.20	389.51	382.67	471.45	587.82	752.05	973.69
增长率（YOY）	#DIV/0!	-0.32%	-4.58%	-1.76%	23.20%	24.68%	27.94%	29.47%
占总销售额比重	80.09%	79.19%	75.45%	71.01%	71.27%	61.65%	61.03%	61.94%
占主营业务利润比重	88.88%	87.56%	85.22%	79.44%	75.41%	64.38%	63.52%	64.43%
导航								
销售收入（百万元）	30.67	27.70	44.93	40.76	141.46	242.56	344.12	436.50
增长率（YOY）	#DIV/0!	-9.67%	62.19%	-9.28%	247.02%	71.47%	41.87%	26.85%
毛利率	60.02%	57.32%	60.64%	61.34%	59.98%	59.50%	59.00%	58.50%
销售成本（百万元）	12.26	11.82	17.69	15.76	56.61	98.24	141.09	181.15
增长率（YOY）	#DIV/0!	-3.59%	49.60%	-10.91%	259.24%	73.53%	43.62%	28.39%
毛利（百万元）	18.41	15.88	27.25	25.00	84.85	144.33	203.03	255.35
增长率（YOY）	#DIV/0!	-13.72%	71.56%	-8.22%	239.32%	70.10%	40.67%	25.77%
占总销售额比重	3.38%	2.96%	4.77%	4.20%	11.89%	13.85%	15.05%	14.82%
占主营业务利润比重	3.99%	3.41%	5.96%	5.19%	13.57%	15.81%	17.15%	16.90%
数字集群								
销售收入（百万元）	0.00	0.00	69.15	86.93	14.56	17.47	22.71	29.53
增长率（YOY）	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	25.72%	-83.25%	20.00%	30.00%	30.00%
毛利率	0.00%	0.00%	11.59%	29.43%	56.20%	55.50%	55.00%	54.00%
销售成本（百万元）	0.00	0.00	61.13	61.35	6.38	7.78	10.22	13.58
增长率（YOY）	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.35%	-89.61%	21.92%	31.46%	32.89%
毛利（百万元）	0.00	0.00	8.01	25.58	8.18	9.70	12.49	15.94
增长率（YOY）	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	219.26%	-68.02%	18.51%	28.83%	27.64%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	7.34%	8.95%	1.22%	1.00%	0.99%	1.00%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	1.75%	5.31%	1.31%	1.06%	1.06%	1.06%
民用产品及其他								
销售收入（百万元）	150.14	167.00	117.33	153.95	185.60	311.47	394.02	495.04
增长率（YOY）	#DIV/0!	11.23%	-29.74%	31.21%	20.56%	67.82%	26.50%	25.64%
毛利率	21.85%	25.20%	27.52%	31.48%	32.69%	32.50%	32.00%	31.50%
销售成本（百万元）	117.33	124.91	85.05	105.49	124.93	210.24	267.94	339.10
增长率（YOY）	#DIV/0!	6.46%	-31.91%	24.04%	18.42%	68.29%	27.44%	26.56%
毛利（百万元）	32.81	42.09	32.29	48.46	60.67	101.23	126.09	155.94
增长率（YOY）	#DIV/0!	28.27%	-23.29%	50.10%	25.20%	66.84%	24.56%	23.67%
占总销售额比重	16.53%	17.85%	12.45%	15.84%	15.61%	17.79%	17.24%	16.81%
占主营业务利润比重	7.12%	9.03%	7.06%	10.06%	9.71%	11.09%	10.65%	10.32%
模拟器								
销售收入（百万元）						100.00	130.00	160.00
增长率（YOY）							30.00%	23.08%
毛利率						70.00%	69.50%	69.00%
销售成本（百万元）						30.00	39.65	49.60
增长率（YOY）							32.17%	65.33%
毛利（百万元）						70.00	90.35	110.40
增长率（YOY）							29.07%	57.71%
占总销售额比重						5.71%	5.69%	5.43%
占主营业务利润比重						7.67%	7.63%	7.30%
销售总收入（百万元）	908.17	935.61	942.59	971.63	1189.25	1751.07	2285.98	2945.60
销售总成本（百万元）	447.42	469.44	485.53	489.90	564.10	838.00	1101.97	1434.27
毛利（百万元）	460.75	466.17	457.06	481.72	625.15	913.07	1184.01	1511.32
平均毛利率	50.73%	49.83%	48.49%	49.58%	52.57%	52.14%	51.79%	51.31%

来源：国金证券研究所

图表6：海格通信报表摘要

损益表（人民币百万元）

	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	966	1,000	1,189	1,751	2,286	2,946
增长率	1.7%	3.5%	19.0%	47.2%	30.5%	28.9%
主营业务成本	-487	-501	-564	-838	-1,102	-1,434
%销售收入	50.4%	50.1%	47.4%	47.9%	48.2%	48.7%
毛利	479	498	625	913	1,184	1,511
%销售收入	49.6%	49.9%	52.6%	52.1%	51.8%	51.3%
营业税金及附加	-4	-3	-4	-5	-7	-9
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-60	-79	-108	-140	-181	-231
%销售收入	6.2%	7.9%	9.1%	8.0%	7.9%	7.8%
管理费用	-244	-295	-364	-482	-616	-778
%销售收入	25.3%	29.5%	30.6%	27.5%	27.0%	26.4%
息税前利润（EBIT）	171	121	150	286	380	494
%销售收入	17.7%	12.1%	12.6%	16.3%	16.6%	16.8%
财务费用	0	58	55	74	68	66
%销售收入	0.0%	-5.8%	-4.6%	-4.2%	-3.0%	-2.3%
资产减值损失	-1	-4	-4	-2	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	46	40	23	12	52	67
%税前利润	17.6%	14.7%	8.2%	2.6%	8.8%	9.0%
营业利润	217	215	225	370	498	625
营业利润率	22.5%	21.5%	18.9%	21.1%	21.8%	21.2%
营业外收支	46	57	59	77	92	120
税前利润	262	272	284	447	590	745
利润率	27.2%	27.2%	23.9%	25.5%	25.8%	25.3%
所得税	-20	-35	-23	-45	-59	-75
所得税率	7.5%	12.9%	8.1%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	243	237	261	402	531	671
少数股东损益	2	3	1	23	28	33
归属于母公司的净利润	241	233	259	379	503	637
净利率	25.0%	23.3%	21.8%	21.6%	22.0%	21.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
净利润	243	237	261	402	531	671
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	32	36	58	73	90	106
非经营收益	-36	-36	-83	-89	-144	-187
营运资金变动	-135	-236	164	-266	-225	-274
经营活动现金净流	104	0	399	120	252	316
资本开支	-32	-38	-644	-278	-258	-225
投资	0	-118	-13	0	0	0
其他	0	6	23	12	52	67
投资活动现金净流	-32	-151	-633	-266	-206	-158
股权募资	3,145	0	0	0	0	0
债权募资	-252	21	-143	-2	0	1
其他	-64	-205	-1	-77	-88	-101
筹资活动现金净流	2,829	-184	-145	-79	-88	-100
现金净流量	2,900	-334	-379	-225	-42	58

资产负债表（人民币百万元）

	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
货币资金	3,221	2,886	2,507	2,282	2,240	2,298
应收款项	325	403	432	634	826	1,070
存货	561	679	618	872	1,090	1,348
其他流动资产	13	63	13	17	20	25
流动资产	4,119	4,031	3,570	3,806	4,175	4,740
%总资产	87.1%	84.1%	71.5%	69.1%	68.0%	68.2%
长期投资	101	141	154	154	154	154
固定资产	471	485	893	1,178	1,442	1,684
%总资产	10.0%	10.1%	17.9%	21.4%	23.5%	24.2%
无形资产	29	133	371	370	369	369
非流动资产	609	762	1,420	1,704	1,967	2,208
%总资产	12.9%	15.9%	28.5%	30.9%	32.0%	31.8%
资产总计	4,728	4,794	4,991	5,510	6,142	6,948
短期借款	25	44	0	0	0	0
应付款项	316	299	394	583	765	992
其他流动负债	16	25	91	110	130	153
流动负债	357	369	486	693	895	1,145
长期贷款	0	0	0	0	1	3
其他长期负债	73	104	0	0	0	0
负债	430	473	486	693	896	1,148
普通股股东权益	4,250	4,275	4,458	4,749	5,151	5,672
少数股东权益	49	46	47	70	98	132
负债股东权益合计	4,728	4,794	4,991	5,512	6,145	6,952

比率分析

	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.725	0.701	0.780	1.139	1.513	1.916
每股净资产	12.780	12.858	13.408	14.283	15.491	17.058
每股经营现金净流	0.312	0.000	1.200	0.361	0.758	0.950
每股股利	0.600	0.600	0.230	0.265	0.304	0.350
回报率						
净资产收益率	5.67%	5.45%	5.82%	7.98%	9.76%	11.23%
总资产收益率	5.10%	4.86%	5.20%	6.87%	8.19%	9.17%
投入资本收益率	3.67%	2.41%	3.06%	5.34%	6.51%	7.65%
增长率						
主营业务收入增长率	1.74%	3.50%	18.97%	44.58%	30.55%	28.85%
EBIT增长率	-14.29%	-29.33%	23.76%	90.96%	32.79%	29.88%
净利润增长率	13.77%	-3.29%	11.25%	43.89%	32.79%	26.69%
总资产增长率	201.84%	1.39%	4.11%	10.41%	11.47%	13.12%
资产管理能力						
应收账款周转天数	97.2	121.1	120.0	120.0	120.0	120.0
存货周转天数	364.6	451.5	400.0	380.0	361.0	343.0
应付账款周转天数	129.7	155.8	150.0	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	155.3	176.3	211.9	182.5	165.8	146.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-74.35%	-65.77%	-55.65%	-47.35%	-42.65%	-39.54%
EBIT利息保障倍数	-445.6	-2.1	-2.7	-3.9	-5.6	-7.4
资产负债率	9.09%	9.86%	9.73%	12.57%	14.57%	16.52%

来源：国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	0	3	7	14
增持	0	0	4	5	12
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.57	1.47	1.47

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 2011-12-08	增持	24.35	N/A
2 2012-07-25	增持	23.84	25.20 ~ 26.19
3 2012-10-30	增持	25.98	30.88
4 2012-12-19	买入	25.82	31.30
5 2013-01-08	买入	32.22	34.50

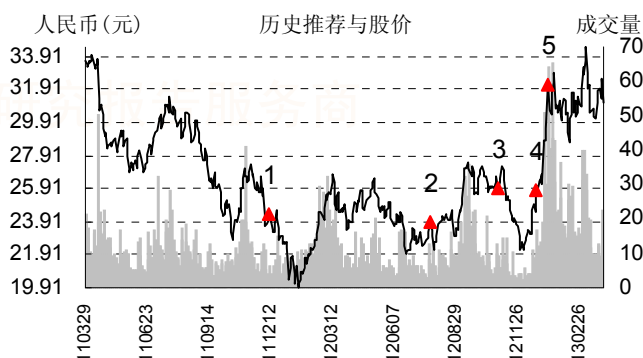
来源：国金证券研究所

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 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

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net