

安居宝 (300155.SZ)

通讯终端设备行业

评级: 买入 维持评级

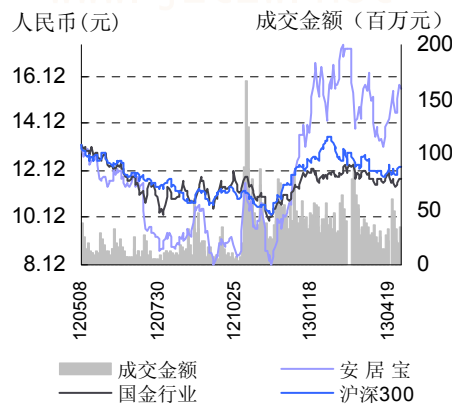
公司研究简报

市价(人民币): 15.59元
目标(人民币): 21.35-22.81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) 57.76
总市值(百万元) 28.48
年内股价最高最低(元) 17.47/8.12
沪深300指数 2529.94



相关报告

1. 《刚开始加杠杆的社区安防龙头》, 2013.4.25

赵旭翔 联系人
(8621)61038323
zhaoux@gjzq.com.cn

郑宏达 联系人
(8621)60753908
zhenghd@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

深挖销售网络价值, 产品策略更加激进;

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.329	0.421	0.607	0.931	1.241
每股净资产(元)	5.65	5.66	6.17	6.97	8.08
每股经营性现金流(元)	0.26	0.37	0.01	0.54	0.77
市盈率(倍)	39.84	29.84	25.69	16.74	12.57
行业优化市盈率(倍)	28.21	78.49	79.76	79.76	79.76
净利润增长率(%)	-6.43%	28.00%	46.34%	53.41%	33.24%
净资产收益率(%)	5.82%	7.44%	9.84%	13.36%	15.35%
总股本(百万股)	180.00	180.00	182.66	182.66	182.66

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本观点

- 5月7日下午,我们在安居宝科技园与公司管理层进行了调研交谈:调研结论基本符合我们在上篇报告《刚开始加杠杆的社区安防龙头》的观点。即公司目前处于明显的加杠杆周期的开端,未来公司将在份额提升、产品扩张以及安防城市方面采用更加激进的经营策略。**如果对比主业产品和安防 BT 项目,公司更加重视产品;小区安防产品是公司的核心战略,安防 BT 项目是机遇型的机会。我们重新评估公司各类小区产品的销售潜力,上调未来3年的业绩和6-12月的目标价。重申“买入”评级。**
- 小区安防产品的门槛是产品和销售网络协同带来的综合门槛,销售网点的盈亏平衡点越来越高将导致二线品牌雪崩式溃败:目前楼宇对讲几乎每年消失一个二线品牌,销售研发体系规模效应客观要求领先品牌的份额大幅提升。公司在此势头上加杠杆发力,有望在3年内将份额提升一倍以上。
- 深挖销售网络价值,有望将公司近期的目标市场空间提升一倍:公司深挖销售网络价值,有望在边际销售网络投入近乎为0的基础上,通过停车场、线缆、小区监控系统等产品实现原有楼宇对讲市场80%以上的配套率,近期的目标市场空间提升一倍左右。
- 小区是公司产品的天然屏障,保护公司团队逐渐成熟壮大,在安防产品市场站稳脚跟:建议投资者站在大安防产业链的角度来理解,目前公司在小区内通过现有销售网络扩展安防产品的路线,能够使得公司避免与安防监控硬件巨头的竞争,实现差异化的成长路径。
- 公司为达到产品扩张目标,激进态度超预期;安防 BT 项目肯定要接,但激进程度小于产品扩张。

估值和投资建议

- 我们重新评估公司各类小区产品的销售潜力,在考虑安防 BT 项目温和进取的前提下,上调未来三年的盈利预测。预计 2013-2015 年,按照最新限制性股票授予后最新股本摊薄 EPS 分别 0.61 元、0.93 元和 1.24 元。我们给予公司未来 6-12 月目标价 21.35 元-22.81 元,对于 2014 和 2015 年的复合增速来说,PEG 在 0.8-0.9 之间,重申“买入”评级。若部分感兴趣的投资者希望等待安防 BT 项目落实,也建议此价位做一定的底仓配置。

风险

- 房地产竣工面积增长的周期性,给公司业务带来一定的周期性。
- 公司在平安城市 BT 项目上的进取程度难以把握。

站在大安防产业链视角，审视小区安防产品厂商的差异化成长路径

公司产品布局没有离开小区

- 楼宇对讲、停车场系统、弱电配线、小区监控，公司重点发力的这些产品线，都没有离开小区。因为小区安防有区别于城市安防的独特需求，也需要扁平的销售网络，并且没有很强大的竞争对手。
- 因此，小区是安居宝发展产品的立足之本。

小区是公司的天然壁垒，保护公司团队逐渐壮大，在安防市场站稳脚跟

- 正是在小区安防这样的细分中，公司才有可能避开海康、大华等巨头，实现差异化的成长路径。
- 团队壮大站稳脚跟后，公司若能够实现小区外的销售是锦上添花；即使不能，也在未来智能家居以及深度安保需求成熟时占得先机。

深挖销售网络价值本质上是提高销售单元的盈亏平衡点，加快行业洗牌

- 楼宇对讲市场中，销售单元要实现对客户售前、售中、售后的良好支持，年销售额在 400 万元以内无法实现盈亏平衡，份额处于第二集团的品牌面临雪崩式淘汰。
- 在这样的趋势下，已成型的扁平销售网络价值会日益凸显。随着产品体系和销售网络的协同，销售单元的盈亏平衡点会加速提升，强者恒强的局面形成。一线厂商之间的差距也会逐步拉大，厂商份额出现自然的加速集中趋势。
- 此时，用几乎为 0 的网络建设边际成本叠加停车场、配线、小区安防等产品，一方面深度挖掘了销售网络价值，另一方面也提高了竞争对手销售单元的盈亏平衡点，可进一步加速行业的洗牌。

公司可采用的加速整合手段

- 推动整体解决方案
- 工程商资金资助计划
- 低端产品降价，各产品交叉补贴
- 主动调整账期管理政策

虽然壁垒不算太高，但是在当前的细分中、当前的竞争环境下，公司成长逻辑很清晰

- 虽然公司的业务壁垒及竞争优势不算太高，很难说有什么护城河。但是我们认为公司在当前的小区安防细分中，面对现有的竞争对手，成长逻辑很清晰。
- 选成长股是不避草根的，越草根越便宜，未来的收益越大。

产品积累是核心战略，安防项目是重大机遇型机会，前者重

- 公司的核心价值观是产品优先，寻找规模效应。如果对比社区安防产品和平安城市 BT 项目，哪一个对公司更重要，毫无疑问是前者。
- 对于安居宝来说，产品积累是核心战略；而注资奥迪安发力 BT 项目是公司面临安防行业整体爆发的机遇，公司在现有的资金条件下，顺其自然的选择。

- 我们预计未来公司不会将所有的闲置资金用于 BT 项目，3 亿元左右的资金占用（约撬动 6-9 亿元的项目）是目前公司管理状态下，比较舒服的规模。

盈利预测和估值

销售收入预测表

- 以下为详细的销售预测数据

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1: 销售预测明细

产品销售收入 (单位: 人民币百万元)

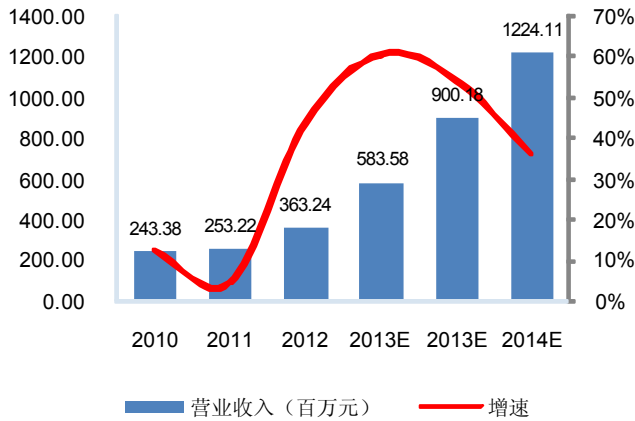
项 目	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
楼宇对讲系统							
销售收入 (百万元)	324.83	448.27	582.75	670.16	770.68	847.75	932.52
增长率 (YOY)	39.95%	38.00%	30.00%	15.00%	15.00%	10.00%	10.00%
毛利率	48.08%	47.00%	46.00%	45.00%	44.55%	44.10%	43.66%
销售成本 (百万元)	168.65	237.58	314.68	368.59	427.34	473.85	525.35
增长率 (YOY)	35.64%	40.87%	32.45%	17.13%	15.94%	10.88%	10.87%
毛利 (百万元)	156.18	210.68	268.06	301.57	343.34	373.90	407.17
增长率 (YOY)	44.93%	34.90%	27.23%	12.50%	13.85%	8.90%	8.90%
占总销售额比重	89.44%	76.81%	64.74%	54.75%	52.38%	48.76%	46.76%
占主营业务利润比重	89.65%	78.94%	68.92%	60.42%	57.84%	53.97%	51.52%
智能家居系统							
销售收入 (百万元)	18.08	25.31	35.44	53.16	79.73	119.60	179.40
增长率 (YOY)	40.26%	40.00%	40.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
毛利率	51.42%	51.00%	50.00%	49.50%	49.01%	48.51%	48.03%
销售成本 (百万元)	8.78	12.40	17.72	26.84	40.66	61.58	93.23
增长率 (YOY)	64.35%	41.21%	42.86%	51.50%	51.47%	51.44%	51.41%
毛利 (百万元)	9.30	12.91	17.72	26.31	39.07	58.02	86.16
增长率 (YOY)	23.20%	38.86%	37.25%	48.50%	48.50%	48.50%	48.50%
占总销售额比重	4.98%	4.34%	3.94%	4.34%	5.42%	6.88%	9.00%
占主营业务利润比重	5.34%	4.84%	4.56%	5.27%	6.58%	8.37%	10.90%
停车场系统							
销售收入 (百万元)	11.18	40.00	72.00	100.80	131.04	170.35	204.42
增长率 (YOY)		257.78%	80.00%	40.00%	30.00%	30.00%	20.00%
毛利率	39.45%	38.00%	37.00%	35.00%	34.65%	34.30%	33.96%
销售成本 (百万元)	6.77	24.80	45.36	65.52	85.63	111.92	135.00
增长率 (YOY)		266.35%	82.90%	44.44%	30.70%	30.69%	20.63%
毛利 (百万元)	4.41	15.20	26.64	35.28	45.41	58.44	69.42
增长率 (YOY)		244.63%	75.26%	32.43%	28.70%	28.70%	18.80%
占总销售额比重	3.08%	6.85%	8.00%	8.23%	8.91%	9.80%	10.25%
占主营业务利润比重	2.53%	5.70%	6.85%	7.07%	7.65%	8.43%	8.78%
其他 (未来以配线为主)							
销售收入 (百万元)	9.09	30.00	60.00	100.00	130.00	169.00	202.80
增长率 (YOY)	12.22%	230.03%	100.00%	66.67%	30.00%	30.00%	20.00%
毛利率	47.49%	47.00%	45.00%	43.00%	42.57%	42.14%	41.72%
销售成本 (百万元)	4.77	15.90	33.00	57.00	74.66	97.78	118.19
增长率 (YOY)	72.00%	233.11%	107.55%	72.73%	30.98%	30.96%	20.87%
毛利 (百万元)	4.32	14.10	27.00	43.00	55.34	71.22	84.61
增长率 (YOY)	-18.93%	226.63%	91.49%	59.26%	28.70%	28.70%	18.80%
占总销售额比重	2.50%	5.14%	6.67%	8.17%	8.83%	9.72%	10.17%
占主营业务利润比重	2.48%	5.28%	6.94%	8.61%	9.32%	10.28%	10.71%
平安城市							
销售收入 (百万元)	0.00	40.00	150.00	300.00	360.00	432.00	475.20
增长率 (YOY)			275.00%	100.00%	20.00%	20.00%	10.00%
毛利率	0.00%	35.00%	33.00%	31.00%	30.69%	30.38%	30.08%
销售成本 (百万元)	0.00	26.00	100.50	207.00	249.52	300.75	332.26
增长率 (YOY)			286.54%	105.97%	20.54%	20.53%	10.48%
毛利 (百万元)	0.00	14.00	49.50	93.00	110.48	131.25	142.94
增长率 (YOY)			253.57%	87.88%	18.80%	18.80%	8.90%
占总销售额比重	0.00%	6.85%	16.66%	24.51%	24.47%	24.85%	23.83%
占主营业务利润比重	0.00%	4.42%	9.68%	12.83%	12.59%	12.55%	11.87%
销售总收入 (百万元)	363.18	583.58	900.18	1224.11	1471.45	1738.70	1994.34
销售总成本 (百万元)	188.98	316.68	511.26	724.95	877.81	1045.87	1204.03
毛利 (百万元)	174.20	266.89	388.92	499.16	593.64	692.83	790.31
平均毛利率	47.97%	45.73%	43.20%	40.78%	40.34%	39.85%	39.63%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

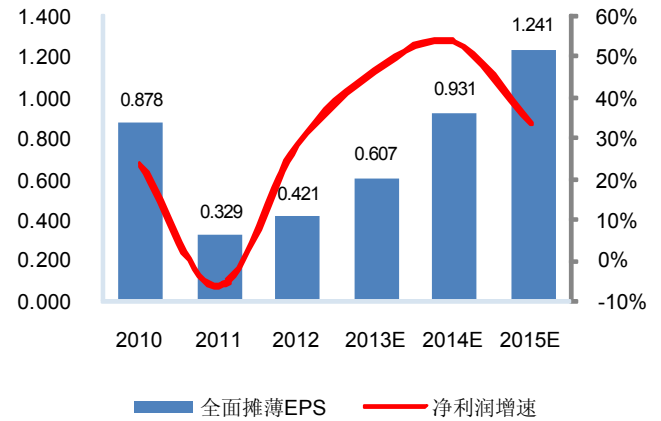
业绩预测

- 我们预计 2013-2015 年，公司将实现销售收入 5.84 亿元、9.00 亿元和 12.24 亿元，销售收入分别增长 60.66%、54.25%和 35.98%。
- 预计 2013-2015 年，公司实现净利润 1.11 亿元、1.70 亿元和 2.27 亿元，增速分别为 46.34%、53.41%和 33.24%，按照限制性股票授予后的股本摊薄后，对应 EPS 分别为 0.61 元、0.93 元和 1.24 元。

图表2: 未来三年销售收入预测



图表3: 未来三年 EPS 预测



来源: 公司公告, 国金证券研究所

估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 21.35 元目标价位，相当于 35x13PE，若考虑 13、14 年复合增长，该目标价 PEG 为 0.81。
- 另，取 $K_a=10\%$ 、TV 增长率为 3%，公司的 APV 估值为 22.81 元。

图表4: 取 $K_a=10\%$ 、TV 增长率为 3%，公司的 APV 估值为 22.81 元

I、APV												
每股价值	22.81	TV 增长率		3.0%								
企业值	4,168.73	K _a		10.00%								
股票价值	4,166.06	债务		0.00								
		投资		0.00								
		少数股东权益		2.67								
会计年度截止日: 12/31	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	TV	合计
FCF	-59.59	59.83	101.60	219.15	279.51	346.75	371.88	423.47	442.47	495.21	7,286.72	9,967.00
ITS	0.00	0.00	0.00	0.02	0.04	0.07	0.11	0.16	0.22	0.29	4.24	5.16
PV(FCF)	-54.18	49.45	76.34	149.68	173.55	195.73	190.83	197.55	187.65	190.93	2,809.35	4,166.88
PV(ITS)	0.00	0.00	0.00	0.01	0.03	0.04	0.06	0.08	0.00	0.00	1.64	1.85

来源: 国金证券研究所

- 分别取 $K_a=9.5\%$ 、 10% 、 10.5% ；TV 增长率为 2.5%、3%、3.5%，敏感性测试如下表

图表5: $Ka=9.5\%$ 、 10% 、 10.5% ; TV 增长率为 2.5% 、 3% 、 3.5% , 敏感性测试如下

敏感性--APV

Ka	TV计算方法						1. TV增长率 (%)			
	1. TV增长率 (%)						2. FCF/ITS 倍数 (x)			
低	10.50%						低	40.00		
中	10.00%						中	30.00		
高	9.50%						高	20.00		
TV增长率 (%)	2.5%			3.0%			3.5%			
Ka	9.50%	10.00%	10.50%	9.50%	10.00%	10.50%	9.50%	10.00%	10.50%	
PV(FCF)	1,401.23	1,357.53	1,315.49	1,401.23	1,357.53	1,315.49	1,401.23	1,357.53	1,315.49	
PV(ITS)	0.44	0.42	0.40	0.44	0.42	0.40	0.44	0.42	0.40	
小计	1,401.67	1,357.95	1,315.90	1,401.67	1,357.95	1,315.90	1,401.67	1,357.95	1,315.90	
TV的计算										
TV(FCF)	7,251.35	6,767.93	6,344.93	7,847.24	7,286.72	6,800.94	8,542.44	7,885.33	7,322.09	
TV(ITS)	4.22	3.94	3.69	4.57	4.24	3.96	4.97	4.59	4.26	
PV(TV(FCF))	2,926.02	2,609.33	2,337.78	3,166.47	2,809.35	2,505.80	3,447.00	3,040.14	2,697.82	
PV(TV(ITS))	1.70	1.52	1.36	1.84	1.64	1.46	2.01	1.77	1.57	
小计	2,927.73	2,610.85	2,339.14	3,168.32	2,810.98	2,507.26	3,449.00	3,041.91	2,699.39	
非经营性资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
企业值	4,329.39	3,968.80	3,655.04	4,569.98	4,168.93	3,823.15	4,850.67	4,399.86	4,015.28	
债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
少数股东权益	2.67	2.67	2.67	2.67	2.67	2.67	2.67	2.67	2.67	
股票价值	4,326.72	3,966.13	3,652.37	4,567.31	4,166.26	3,820.48	4,848.00	4,397.19	4,012.61	
发行在外股数	182.66	182.66	182.66	182.66	182.66	182.66	182.66	182.66	182.66	
每股股票价值	23.69	21.71	20.00	25.00	22.81	20.92	26.54	24.07	21.97	

来源: 国金证券研究所

投资建议

- 上调 6-12 个月目标价 **21.35 元-22.81 元**, 重申对公司的“买入”评级。
- 本次调研印证了我们在上篇报告《刚开始加杠杆的社区安防龙头》的观点, 但公司对份额提升及产品扩张的激进程度远超预期。我们预计公司小区内各类安防产品的放量时间点将提前, 销售网络和研发体系的规模效应将逐渐体现。
- 若一部分感兴趣的投资者希望等待平安城市 BT 订单落实再买入, 我们建议可在此价位做底仓配置。

风险

- 房地产竣工面积增长的周期性, 给公司业务带来一定的周期性。
- 公司在平安城市 BT 项目上的进取程度难以把握。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	243	253	363	584	900	1,224	货币资金	917	858	824	830	903	1,024
增长率		4.0%	43.5%	60.7%	54.3%	36.0%	应收款项	43	56	77	125	204	295
主营业务成本	-122	-132	-189	-317	-511	-725	存货	46	58	84	121	196	278
%销售收入	50.3%	52.3%	52.1%	54.3%	56.8%	59.2%	其他流动资产	7	22	28	8	12	16
毛利	121	121	174	267	389	499	流动资产	1,013	995	1,013	1,084	1,316	1,613
%销售收入	49.7%	47.7%	47.9%	45.7%	43.2%	40.8%	%总资产	92.8%	90.8%	81.8%	82.0%	83.9%	85.8%
营业税金及附加	-2	-3	-4	-6	-9	-12	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	63	84	190	207	222	236
营业费用	-37	-49	-64	-87	-114	-136	%总资产	5.7%	7.7%	15.4%	15.7%	14.2%	12.5%
%销售收入	15.3%	19.4%	17.5%	14.9%	12.7%	11.1%	无形资产	14	14	31	28	28	29
管理费用	-30	-38	-57	-78	-105	-129	非流动资产	78	101	226	238	253	267
%销售收入	12.5%	14.9%	15.8%	13.4%	11.7%	10.6%	%总资产	7.2%	9.2%	18.2%	18.0%	16.1%	14.2%
息税前利润 (EBIT)	51	31	49	96	161	221	资产总计	1,092	1,096	1,239	1,323	1,568	1,880
%销售收入	20.9%	12.4%	13.6%	16.4%	17.9%	18.1%	短期借款	20	0	0	0	0	0
财务费用	0	22	23	17	18	20	应付款项	38	56	186	149	233	324
%销售收入	0.2%	-8.7%	-6.4%	-2.9%	-2.0%	-1.6%	其他流动负债	15	15	22	40	49	58
资产减值损失	-1	-4	-3	-1	-1	-1	流动负债	73	71	208	189	282	382
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	0	0	其他长期负债	4	5	10	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	76	76	218	189	282	383
营业利润	50	49	70	112	178	241	普通股股东权益	1,015	1,017	1,019	1,127	1,273	1,476
营业利润率	20.5%	19.4%	19.2%	19.2%	19.8%	19.7%	少数股东权益	0	3	3	7	13	21
营业外收支	20	16	17	20	24	29	负债股东权益合计	1,092	1,096	1,239	1,323	1,568	1,880
税前利润	70	65	87	132	202	270	比率分析						
利润率	28.8%	25.8%	23.9%	22.6%	22.5%	22.0%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-7	-6	-11	-17	-26	-35	每股指标						
所得税率	9.8%	9.3%	13.2%	13.0%	13.0%	13.0%	每股收益	0.878	0.329	0.421	0.607	0.931	1.241
净利润	63	59	75	115	176	235	每股净资产	14.101	5.649	5.659	6.171	6.972	8.082
少数股东损益	0	0	0	4	6	8	每股经营现金净流	0.537	0.264	0.366	0.011	0.540	0.774
归属于母公司的净利润	63	59	76	111	170	227	每股股利	0.800	0.280	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	26.0%	23.4%	20.9%	19.0%	18.9%	18.5%	回报率						
							净资产收益率	6.23%	5.82%	7.44%	9.84%	13.36%	15.35%
							总资产收益率	5.79%	5.40%	6.11%	8.38%	10.84%	12.05%
							投入资本收益率	4.43%	2.79%	4.19%	7.35%	10.89%	12.86%
							增长率						
							主营业务收入增长率	12.24%	4.04%	43.45%	60.66%	54.25%	35.98%
							EBIT增长率	11.12%	-38.44%	57.30%	94.35%	67.95%	37.63%
							净利润增长率	23.20%	-6.43%	28.00%	46.34%	53.41%	33.24%
							总资产增长率	435.28%	0.35%	13.10%	6.73%	18.59%	19.85%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	44.6	65.3	60.1	70.0	75.0	80.0
							存货周转天数	134.2	143.4	137.7	140.0	140.0	140.0
							应付账款周转天数	72.0	98.2	89.4	80.0	80.0	80.0
							固定资产周转天数	39.2	50.1	140.0	94.1	65.0	50.4
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-88.38%	-84.14%	-80.65%	-73.19%	-70.21%	-68.32%
							EBIT利息保障倍数	119.6	-1.4	-2.1	-5.6	-9.0	-11.1
							资产负债率	7.00%	6.90%	17.57%	14.27%	18.00%	20.36%

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	1	1	2	7
增持	0	3	5	5	8
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.75	1.80	1.76	1.66

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 2013-04-25	买入	15.05	18.56 ~ 18.56

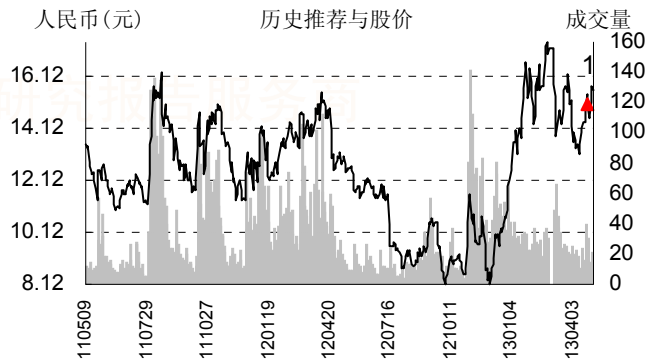
来源：国金证券研究所

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	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 6793	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: 100053	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: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	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