

# 奥马电器 (002668.SZ) 白色家电行业

评级: 增持 维持评级

公司研究简报

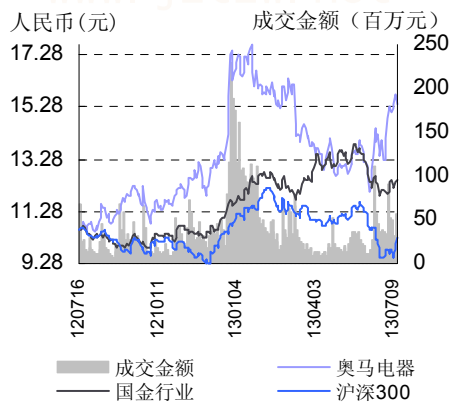
市价(人民币): 16.05元  
目标(人民币): 17.19-18.62元

## 电商驱动内销成长, 出口保有增长动力

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)	72.35
总市值(百万元)	26.17
年内股价最高最低(元)	17.68/10.48
沪深300指数	2307.30
中小板指数	5483.30



### 相关报告

1. 《外销拖累 3Q 收入增速, 净利润增速符合预期》, 2012.10.29

### 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	1.175	1.319	1.192	1.432	1.696
每股净资产(元)	4.78	7.09	8.28	9.71	11.41
每股经营性现金流(元)	0.00	-0.92	3.13	2.12	2.51
市盈率(倍)	N/A	N/A	13.46	11.21	9.46
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	10.80%	12.24%	20.55%	20.14%	18.43%
净资产收益率(%)	24.57%	13.95%	14.40%	14.75%	14.87%
总股本(百万股)	124.00	124.00	165.35	165.35	165.35

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **自主品牌内销业务的增长将更多来自电子商务:** 公司自主品牌占总收入的比例约为 30%, 渠道主要有传统经销商、KA 和电子商务, 占比分别为 55%、35%和 10%。预计未来经销商和 KA 渠道的增速较慢, 而电商增长迅猛。公司在电商领域的优势在于: 1) 高性价比, 2) 在电商发达的一二线城市没有强大的实体网络, 从而不存在线上线下利益博弈的问题, 可以自由发挥价格优势。
- **公司的冰箱出口业务仍具有增长的空间和动力:** 我国冰箱产量占全球产量的一半, 而空调产量则占全球产量的 7 成以上, 原因主要是我国冰箱集中度低于空调, 出口的成本优势不如空调明显。从这个角度看, 我国冰箱出口仍有成长空间。同时, 公司目前是我国最大的冰箱出口企业, 出口量份额约为 15%左右, 在规模、资金方面具有优势, 有望继续提升份额。
- **公司经营思路稳健, 资产减值准备有望恢复正常:** 公司在经营上强调顺势而为, 把握市场机遇, 同时在财务处理上较谨慎。2012 年由于改变了过去不给下游客户账期的传统, 导致现金流减少, 且应收账款减值准备大幅增加, 吞噬经营利润。随着经营周期滚动、应收账款趋于正常, 预计公司的现金流将得到改善, 减值准备冲回也有助于提高公司的利润率。

### 投资建议

- 预计公司 2013-2015 年收入为 38.8、43.8 和 49.4 亿元, 同比增长 12.1%、12.9%和 12.9%, EPS 为 1.19、1.43 和 1.70 元, 净利润同比增速为 20.5%、20.1%和 18.5%。
- 公司现价 16.05 元对应于 13.5 × 13EPS, 参考冰箱二线龙头海信科龙、美菱的估值后, 考虑到公司的电子商务业务存在较高增长潜力, 6-12 个月给予 12-13 × 14EPS, 对应目标价 17.19-18.62 元, 存在 7-16%上涨空间, 给予“增持”评级。

### 风险

- 新兴市场开拓低于预期的风险, 自主品牌建设投入高于预期的风险。

蔡益润 联系人  
(8621)61356501  
caiyr@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028  
(8621)61038218  
huangting@gjzq.com.cn

## 内容目录

公司的自主品牌内销增长更多来自电子商务驱动.....	3
自主品牌的渠道布局：未来增长以电子商务为主 .....	3
公司在产品、生产、品牌建设方面也加强了投入 .....	4
公司的冰箱出口仍存在增长的空间和动力 .....	5
公司的经营思路稳健，资产减值准备有望恢复正常 .....	6
盈利预测及投资建议 .....	6
附录：三张报表预测摘要 .....	8

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

## 图表目录

图表 1：2013 年 1-4 月整体市场分渠道零售量份额比较——奥马在商超渠道优势明显 .....	3
图表 2：2013 年 1-4 月奥马冰箱分市场级别分渠道零售量份额——奥马在三四级市场表现优于一二级市场 .....	3
图表 3：中国网购规模及同比增速 .....	4
图表 4：天猫电器城的交易额快速增长 .....	4
图表 5：天猫电器城冰箱销售结构提升明显 .....	4
图表 6：天猫电器城空调销售结构提升明显 .....	4
图表 7：2012 年我国白电内销量和出口量比较——冰箱出口占比最低 .....	5
图表 8：奥马冰箱单月出口零售量份额保持为行业第一 .....	5
图表 9：公司收入分拆 .....	7

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

## 公司的自主品牌内销增长更多来自电子商务驱动

奥马电器以生产冰箱为主，业务可分为出口 ODM、内销 ODM 和自主品牌三部分，其中 2012 年出口收入占公司总收入的 60%，内销 ODM 占比 10% 左右，自主品牌占比 30% 左右。未来公司的发展重点将是出口 ODM 和自主品牌内销两部分，预计内销 ODM 业务占比将继续降低。

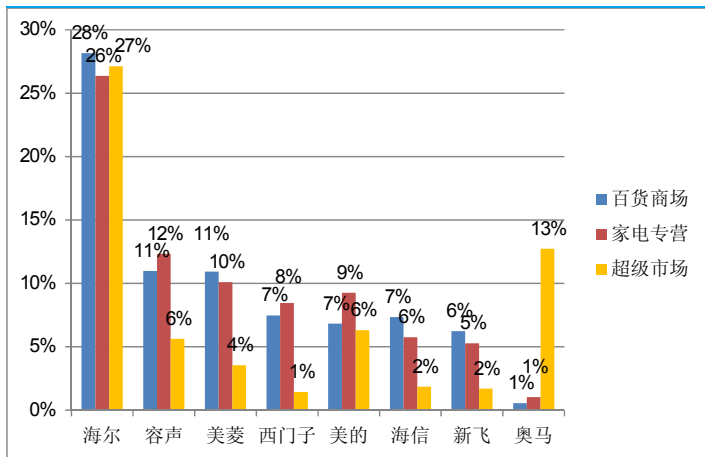
为了发展自主品牌内销，公司在产品研发、生产、品牌建设、渠道方面均已做布局。

### 自主品牌的渠道布局：未来增长以电子商务为主

- 公司的自主品牌内销渠道分为传统经销商、KA（主要指苏宁国美之外的超市等渠道）、电子商务，三者占比分别为 55%、35% 和 10%。
- 考察公司在线下各渠道的表现，我们发现有两个特点：1）公司在商超渠道的表现明显优于百货渠道和家电专营连锁；2）公司在三四级市场的表现优于在一二级市场的表现。特别，奥马冰箱在四级市场商超渠道的零售量份额已经接近海尔的份额。

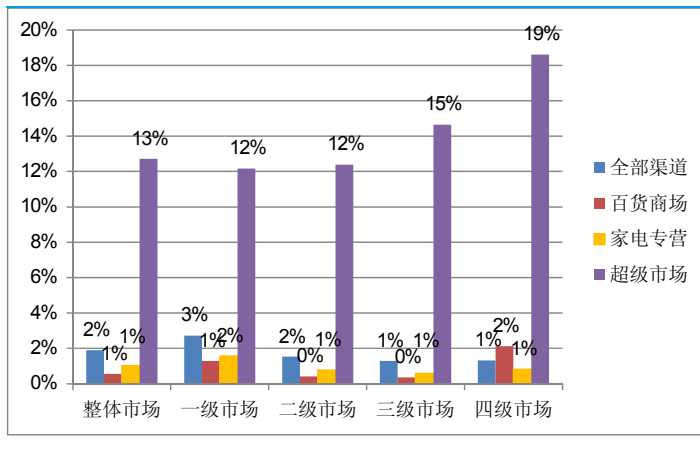
中国价值投资网 最多  
www.jztzw.net

图表1：2013 年 1-4 月整体市场分渠道零售量份额比较——奥马在商超渠道优势明显



来源：国金证券研究所

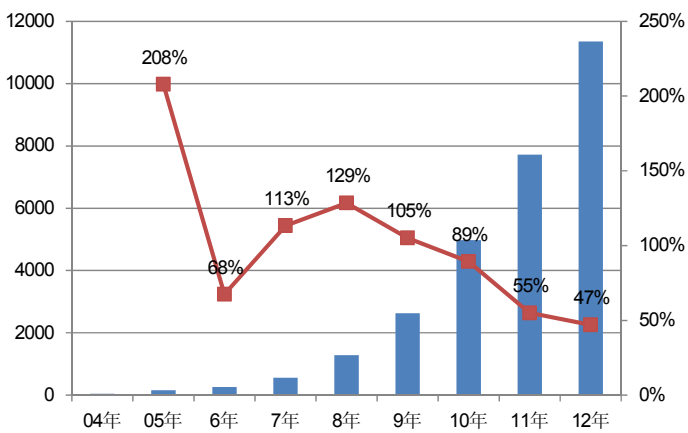
图表2：2013 年 1-4 月奥马冰箱分市场级别分渠道零售量份额——奥马在三四级市场表现优于一二级市场



- 对于公司的线下渠道规划来说，由于品牌的定位偏低、品牌影响力尚弱，进入百货渠道和全国性大连锁的难度较高，公司将一方面注重继续加强开拓商超渠道，另一方面通过“农村包围城市”的战略逐步提高品牌竞争力，有望提升在三四级城市区域性家电连锁的份额。尽管公司在商超渠道的表现优秀，但是由于商超渠道占我国家电销售的比例仅为 5% 左右（按中怡康口径），因此该渠道对未来的成长空间贡献较为有限。而传统经销商渠道的增长受到政策退出的影响，预计增速较低。
- 考虑到线下渠道的拓展难度，公司的重点将是拓展电子商务渠道。电子商务近年来发展迅猛，2012 年中国网购规模已经突破 1 万亿规模，增速 47%；从天猫电器城的交易额来看，2012 年增速高达 150%。

中国价值投资网 最多  
www.jztzw.net

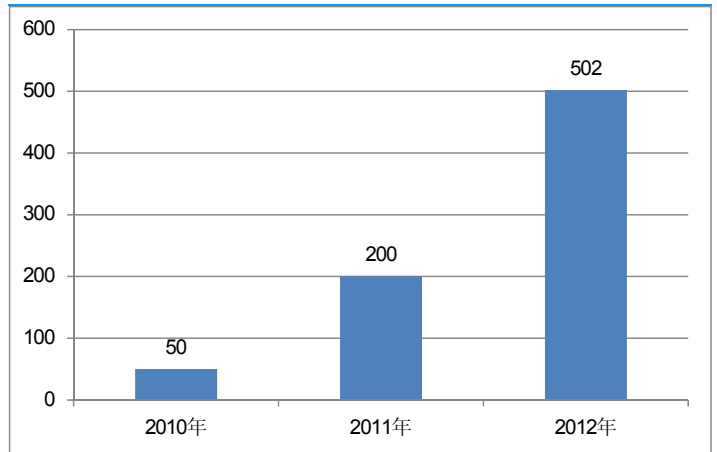
图表3: 中国网购规模及同比增速



单位: 亿元

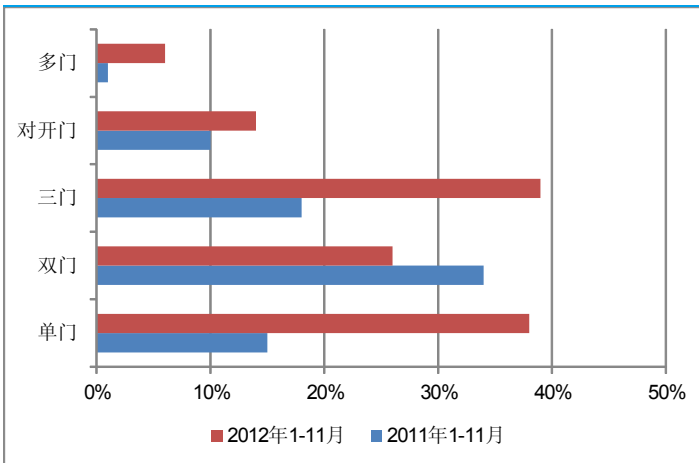
来源: 奥维咨询, 天猫, 国金证券研究所

图表4: 天猫电器城的交易额快速增长



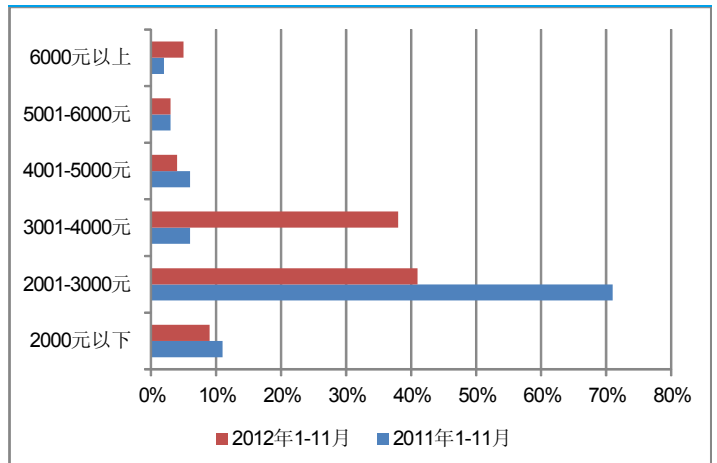
- 同时, 电商在各种消费渠道中的地位也在上升, 从天猫电器城的冰箱、空调的销售结构变化来看, 产品结构提升的趋势明显, 与线下的消费结构逐渐趋于一致。

图表5: 天猫电器城冰箱销售结构提升明显



来源: 天猫, 国金证券研究所

图表6: 天猫电器城空调销售结构提升明显



- 2012 年公司电子商务渠道贡献收入约 1.5 亿元, 占公司收入比重约为 4.3%。1Q13 公司在电子商务渠道的增速几乎达到翻倍。公司在电子商务渠道的合作者主要为京东、苏宁易购和天猫, 其中京东是公司最大的电商客户。在京东, 公司和海尔是冰箱销售量份额最高的两个品牌。
- 公司运营电子商务的优势有两点: 1) 产品性价比高, 吸引网上追求高性价比的目标客户群; 2) 电子商务发达的一二线城市恰为公司线下渠道的薄弱之处, 因此公司不必顾及线上线下的利益博弈的问题。而其他内销品牌企业多有庞大的实体渠道, 必须维护线上线下的价格体系, 因此不能充分发挥网络的价格优势。所以, 公司在电商渠道有望乘上行业快速发展的顺风车, 实现较快增长。

公司在产品、生产、品牌建设方面也加强了投入

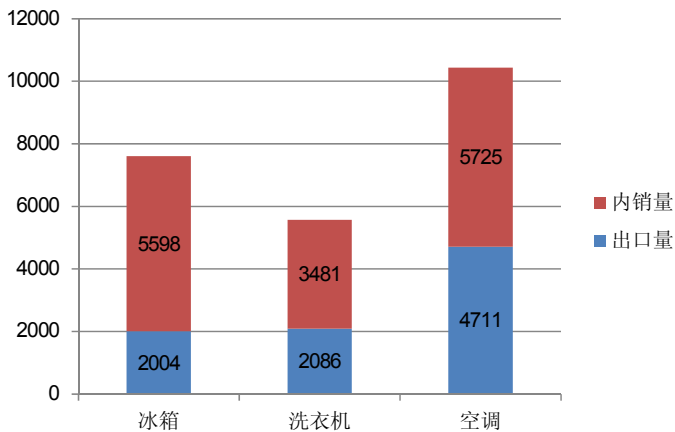
为了加强内销品牌建设，公司在研发设计、生产制造、市场营销等方面也加大了投入。

- 研发设计：公司新开发了较高端的风冷产品，以丰富产品型号；邀请意大利公司进行工业设计，改进品质。
- 生产制造：公司着手提高内部效率，改善品质、降低成本。
- 市场营销：公司新成立了市场部，配置了相关人员，目前仍处在品牌规划阶段，尚未开始投入资源。按照公司的发展规划和发展阶段，我们估计公司在 1-2 年内尚不需要进行大规模电视广告投入，而是以成本较低的营销手段为主；但 2-3 年后如果需要加强广告投入，则可能在短期影响业绩表现。

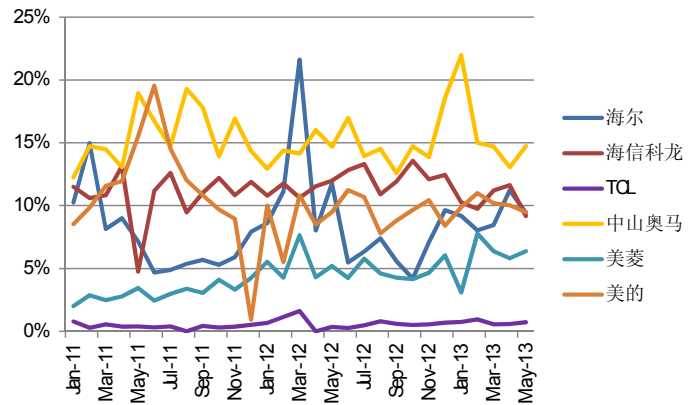
### 公司的冰箱出口仍存在增长的空间和动力

- 目前我国冰箱产量约占全球冰箱产量的一半左右，而我国空调产量约占全球的 70-80%。2012 年我国冰箱出口量为 2004 万台，占我国冰箱总销量的 26%，而同期我国空调出口量为 4711 万台，占我国空调总销量的 45%。我国冰箱出口占比较低的原因主要是冰箱的毛利率较高，国外厂商的生存空间较大；同时国内冰箱集中度低，中小厂商的成本优势不如空调明显。从这个角度来看，我国冰箱出口仍存在增长的空间。
- 与全球其它地区比较，中国冰箱制造业的优势在于成熟的产业链及天然的产销一体化优势。根据公司的了解，全球的冰箱产能也在继续向国内转移。尽管这种转移并不是爆发式的，但仍可为冰箱出口业提供稳定增长的动力。

图表7：2012 年我国白电内销量和出口量比较——冰箱出口占比最低



图表8：奥马冰箱单月出口零售量份额保持为行业第一



来源：产业在线，国金证券研究所

- 奥马是我国冰箱出口的龙头企业，由于公司创始人来自科龙，具有较好欧洲客户资源，因此目前出口以欧洲为主，占出口收入的 70-80%。目前公司一方面通过开发中高端新品巩固欧洲市场不下滑，另一方面通过开发适应新市场要求的产品、提高产能来开发欧洲以外的出口市场，包括美国、澳洲、亚洲等。
- 目前公司的出口量份额为行业第一（按照产业在线监测口径），超过行业龙头海尔、美的、科龙。公司的出口优势在于：1) 专注出口业务，产品型号相对集中，从而可以节约开发和制造成本；2) 具备规模优势。因此，我们认为公司的出口业务具备持续提升市场份额的能力。同时，新开发的中高端产品也有助于提高公司出口业务的利润率。



### 公司的经营思路稳健，资产减值准备有望恢复正常

- 公司强调在经营上顺势而为，把握市场机会，发挥成本控制、性价比高的优势，同时在财务处理上较为谨慎。
- 去年公司的经营性现金流大幅减少为负的原因是公司在上市后资金较为充裕，因此改变了过去不对下游客户给予账期的传统。一方面这是行业的惯例，有助于增加销售；另一方面公司对于所给予的账期将收取利息，反应在价格以及毛利率中，因此我们认为这不会伤害公司的财务稳健性。随着时间延长，公司的现金流将逐步恢复正常，1Q13 的经营性现金流指标已经比去年同期有所好转。
- 同时，公司对所有应收账款均提取了坏账准备，2012 年平均计提比例为 5.04%，吞噬了部分经营利润。随着应收账款的回收及运转趋于正常，该部分利润将回吐，有助于提升公司的短期利润率水平。

### 盈利预测及投资建议

- 预计公司 2013-2015 年收入为 38.8、43.8 和 49.4 亿元，同比增长 12.1%、12.9%和 12.9%，净利润为 1.97、2.37 和 2.80 亿元，同比增长 20.6%、20.1%和 18.4%。EPS 为 1.19、1.43 和 1.70 元。
- 公司现价 16.05 元对应于  $13.5 \times 13\text{EPS}$ ，参考冰箱二线龙头海信科龙、美菱的估值后，考虑到公司的电子商务业务存在较高增长潜力，6-12 个月给予  $12-13 \times 14\text{EPS}$ ，对应目标价 17.19-18.62 元，存在 7-16%上涨空间，给予“增持”评级。

图表9: 公司收入分拆

项 目	2012	2013E	2014E	2015E
<b>I 冰箱、酒柜</b>				
销售收入 (百万元)	3,454.91	3,874.50	4,374.89	4,939.61
增长率 (YOY)	8.22%	12.14%	12.92%	12.91%
毛利率	20.85%	21.04%	21.54%	21.97%
毛利 (百万元)	720.40	815.18	942.24	1,085.30
占总销售额比重	99.95%	99.96%	99.97%	99.97%
占主营业务利润比重	99.76%	99.82%	99.95%	99.96%
<b>I-I 冰箱国外ODM</b>				
销售收入 (百万元)	2,094.58	2,243.29	2,402.57	2,573.15
增长率 (YOY)	2.39%	7.10%	7.10%	7.10%
毛利率	19.62%	19.60%	19.80%	20.00%
毛利 (百万元)	411.02	439.69	475.71	514.63
占总销售额比重	60.60%	57.88%	54.90%	52.08%
占主营业务利润比重	56.92%	53.84%	50.46%	47.40%
<b>I-II 冰箱国内</b>				
销售收入 (百万元)	1,360.33	1,631.20	1,972.32	2,366.46
增长率 (YOY)	18.62%	19.91%	20.91%	19.98%
毛利率	22.74%	23.02%	23.65%	24.11%
毛利 (百万元)	309.38	375.50	466.53	570.67
占总销售额比重	39.35%	42.08%	45.07%	47.89%
占主营业务利润比重	42.84%	45.98%	49.49%	52.56%
<b>II 其他业务</b>				
销售收入 (百万元)	1.71	1.50	1.50	1.50
增长率 (YOY)	12.56%	-12.18%	0.00%	0.00%
毛利率	31.00%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利 (百万元)	1.71	1.50	0.45	0.45
占总销售额比重	0.05%	0.04%	0.03%	0.03%
占主营业务利润比重	0.24%	0.18%	0.05%	0.04%
销售总收入 (百万元)	3456.62	3876.00	4376.39	4941.11
销售总成本 (百万元)	2734.51	3059.31	3433.70	3855.36
毛利 (百万元)	722.11	816.68	942.69	1085.75
平均毛利率	20.89%	21.07%	21.54%	21.97%

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

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	2,829	3,194	3,457	3,876	4,376	4,941	货币资金	313	512	377	511	513	630
增长率		12.9%	8.2%	12.1%	12.9%	12.9%	应收款项	270	362	695	702	763	857
主营业务成本	-2,422	-2,591	-2,735	-3,059	-3,434	-3,855	存货	324	409	476	436	480	528
%销售收入	85.6%	81.1%	79.1%	78.9%	78.5%	78.0%	其他流动资产	176	163	195	193	216	241
毛利	407	603	722	817	943	1,086	流动资产	1,083	1,447	1,742	1,843	1,971	2,256
%销售收入	14.4%	18.9%	20.9%	21.1%	21.5%	22.0%	%总资产	79.6%	75.6%	75.0%	68.8%	64.7%	64.3%
营业税金及附加	-1	-7	-9	-8	-9	-10	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	229	385	490	762	1,005	1,181
营业费用	-141	-196	-277	-318	-368	-420	%总资产	16.9%	20.1%	21.1%	28.4%	33.0%	33.7%
%销售收入	5.0%	6.1%	8.0%	8.2%	8.4%	8.5%	无形资产	46	76	80	72	69	68
管理费用	-145	-188	-247	-264	-293	-331	非流动资产	278	466	580	837	1,077	1,251
%销售收入	5.1%	5.9%	7.2%	6.8%	6.7%	6.7%	%总资产	20.4%	24.4%	25.0%	31.2%	35.3%	35.7%
息税前利润 (EBIT)	120	212	189	228	273	325	<b>资产总计</b>	<b>1,361</b>	<b>1,913</b>	<b>2,323</b>	<b>2,679</b>	<b>3,048</b>	<b>3,507</b>
%销售收入	4.3%	6.6%	5.5%	5.9%	6.2%	6.6%	短期借款	174	190	35	0	0	0
财务费用	-17	-41	9	4	2	1	应付款项	761	1,051	1,062	1,272	1,398	1,571
%销售收入	0.6%	1.3%	-0.3%	-0.1%	-0.1%	0.0%	其他流动负债	-26	-2	53	39	44	49
资产减值损失	1	-5	-26	-10	-8	-6	流动负债	910	1,239	1,150	1,310	1,442	1,620
公允价值变动收益	23	-22	2	0	0	0	长期贷款	0	80	0	0	0	1
投资收益	22	21	4	5	5	5	其他长期负债	4	1	1	0	0	0
%税前利润	14.2%	12.5%	2.0%	2.2%	1.8%	1.5%	<b>负债</b>	<b>914</b>	<b>1,320</b>	<b>1,151</b>	<b>1,310</b>	<b>1,442</b>	<b>1,621</b>
营业利润	149	165	179	226	273	324	<b>普通股股东权益</b>	<b>447</b>	<b>593</b>	<b>1,172</b>	<b>1,369</b>	<b>1,606</b>	<b>1,886</b>
营业利润率	5.3%	5.2%	5.2%	5.8%	6.2%	6.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	6	7	7	6	6	6	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,361</b>	<b>1,913</b>	<b>2,323</b>	<b>2,679</b>	<b>3,048</b>	<b>3,507</b>
税前利润	156	172	186	232	279	330	<b>比率分析</b>						
利润率	5.5%	5.4%	5.4%	6.0%	6.4%	6.7%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-24	-26	-22	-35	-42	-49	<b>每股指标</b>						
所得税率	15.5%	15.4%	11.9%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.060	1.175	1.319	1.192	1.432	1.696
净利润	131	146	164	197	237	280	每股净资产	3.608	4.783	7.087	8.279	9.712	11.408
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	2.095	0.000	-0.919	3.128	2.116	2.512
归属于母公司的净利润	131	146	164	197	237	280	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	4.6%	4.6%	4.7%	5.1%	5.4%	5.7%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	29.39%	24.57%	13.95%	14.40%	14.75%	14.87%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	9.66%	7.62%	7.04%	7.36%	7.77%	8.00%
净利润	131	146	164	197	237	280	投入资本收益率	16.25%	20.74%	13.80%	14.13%	14.46%	14.63%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	0	0	66	102	127	142	主营业务收入增长率	28.88%	12.91%	8.22%	12.13%	12.91%	12.90%
非经营收益	-23	0	2	-2	-11	-11	EBIT增长率	31.53%	76.05%	-10.72%	20.36%	20.03%	18.94%
营运资金变动	0	0	-384	220	-3	3	净利润增长率	86.39%	10.80%	12.24%	20.55%	20.14%	18.43%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>109</b>	<b>146</b>	<b>-152</b>	<b>517</b>	<b>350</b>	<b>415</b>	总资产增长率	26.46%	40.55%	21.42%	15.36%	13.76%	15.07%
资本开支	-148	0	-165	-351	-353	-304	<b>资产管理能力</b>						
投资	-5	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	29.2	30.4	49.1	32.0	30.0	30.0
其他	0	0	0	5	5	5	存货周转天数	41.2	51.6	59.1	52.0	51.0	50.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-153</b>	<b>0</b>	<b>-165</b>	<b>-347</b>	<b>-348</b>	<b>-299</b>	应付账款周转天数	48.5	47.2	49.5	46.0	47.0	47.0
股权募资	0	0	415	0	0	0	固定资产周转天数	18.6	31.2	46.1	57.3	54.3	46.3
债权募资	-71	0	-236	-35	0	1	<b>偿债能力</b>						
其他	18	0	60	-1	0	0	净负债/股东权益	-37.24%	-41.74%	-29.85%	-37.89%	-32.42%	-33.77%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-53</b>	<b>0</b>	<b>240</b>	<b>-35</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	EBIT利息保障倍数	7.1	5.2	-20.0	-63.7	-118.6	-611.1
<b>现金净流量</b>	<b>-97</b>	<b>146</b>	<b>-78</b>	<b>134</b>	<b>2</b>	<b>117</b>	资产负债率	67.13%	69.00%	49.55%	48.91%	47.32%	46.22%

来源：公司年报、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	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	1
增持	0	0	1	3	9
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	2.00	2.06

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 2012-10-29	增持	11.86	13.20 ~ 14.52

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](http://www.jztzw.net)