

环旭电子 (601231.SH)

其它元器件行业

评级：增持 维持评级

公司研究简报

市价(人民币)：18.19元
 目标(人民币)：22.00-23.00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)	106.80
总市值(百万元)	190.20
年内股价最高最低(元)	20.13/9.63
沪深300指数	2175.97
上证指数	1976.31



公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.497	0.629	0.775	0.964	1.151
每股净资产(元)	2.28	3.40	4.21	5.02	6.17
每股经营性现金流(元)	1.01	-0.01	1.51	0.71	1.57
市盈率(倍)	N/A	18.83	20.42	16.43	13.75
行业优化市盈率(倍)	76.67	55.07	77.72	77.72	77.72
净利润增长率(%)	-16.58%	41.42%	23.28%	24.34%	19.48%
净资产收益率(%)	21.83%	18.47%	18.40%	19.21%	18.67%
总股本(百万股)	904.92	1,011.72	1,011.72	1,011.72	1,011.72

来源：公司年报、国金证券研究所

相关报告

- 《增长与催化剂共存》，2013.5.17
- 《智能移动终端高景气带来高业绩》，2013.3.27

马鹏清 联系人
 (8621)61038324
 mapq@gjzq.com.cn

邵洁 联系人
 (8621)61038220
 shaojie@gjzq.com.cn

程兵 分析师 SAC 执业编号：S1130511030015
 (8621)61038265
 chengb@gjzq.com.cn

投资逻辑

- 苹果出货量低谷已过，3季度新品推出在即：**上半年苹果新品断档，销售低于预期，公司经营特别是2季度经营产生了负面影响；随着3季度苹果新品逐步推出，出货量有望得到显著的改善，预计整体通讯模组出货量增长在20%左右，而廉价iPhone推出将显著提升出货量，预计再增加约10-17%的模组出货量的增长；
- 新客户拓展有条不紊，穿戴式设备提升估值水平：**继去年进入亚马逊Kindle Fire HD平板供应链之后，今年基本确认进入索尼Gaming系列产品（12年出货量在千万水平），后续存在进入索尼智能机、智能电视等产品的可能；考虑到公司已经是联想台式机、基站等供应商，未来切入联想智能机的概率也较高；公司进入Google Glass供应链，后续有望持续提升公司估值。
- 下半年SSD有望持续贡献业绩：**1)下半年PC厂商有望采取措施，小幅提振PC市场，利好超级本出货；2)SSD闪存芯片与Haswell芯片价格有望逐步下降；3)公司收取SSD芯片以外的材料费与加工费用，并不会受到价格下降的影响；

估值与投资建议

- 小幅上调公司13-15年EPS预测为0.782元、0.969元、1.156元，分别同比增长24.44%、23.87%、19.25%，持续关注苹果新品铺货情况，目前股价18.8元，对应24x13PE，上半年业绩压力基本释放完毕，8月开始逐步进入苹果新品备货期，业绩呈现逐步改善的态势，维持“增持”评级，如果近期股价出现回调，则建议积极买入。

风险

- 苹果新品销售低于预期，客户拓展低于预期。

内容目录

无线模组是业务拓展的核心	3
苹果出货量低谷已过，3季度新品推出在即	3
新客户拓展有条不紊	3
穿戴式智能设备开启一个时代，等待放量	4
SSD 业务持续增长	5
综合性与增长的确定性依然是投资的主要逻辑	6
估值与投资建议	6
业绩稳定增长，穿戴式智能设备提升估值空间	6
下游产品多元化，稳定增长带来配置价值	7
维持“增持”评级，如股价回调建议积极买入	7
附录：三张报表预测摘要	9

图表目录

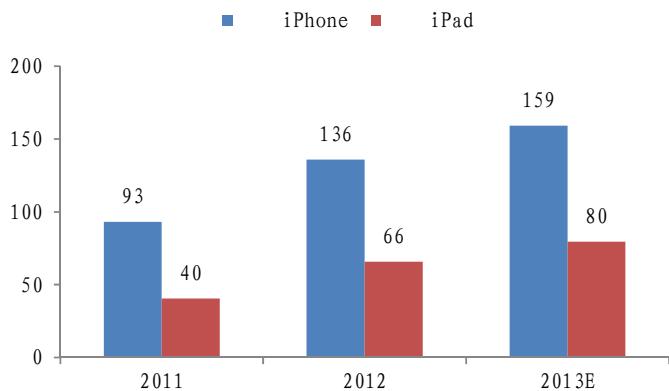
图表 1：苹果 iPhone 与 iPad 产品销售情况	3
图表 2：廉价 iPhone 销量对于苹果产品的影响*	3
图表 3：索尼智能产品 12 年销售情况（百万台）	4
图表 4：部分穿戴式智能设备情况	5
图表 5：超级本物料成本分析	5
图表 6：公司 SSD 出货量弹性测试	6
图表 7：2012 年公司主要业务收入占比	6
图表 8：全球电子制造服务行业分布情况	6
图表 9：国金电子市值 TOP20 数据对比	7
图表 10：公司主要产品经营情况	8

无线模组是业务拓展的核心

苹果出货量低谷已过，3季度新品推出在即

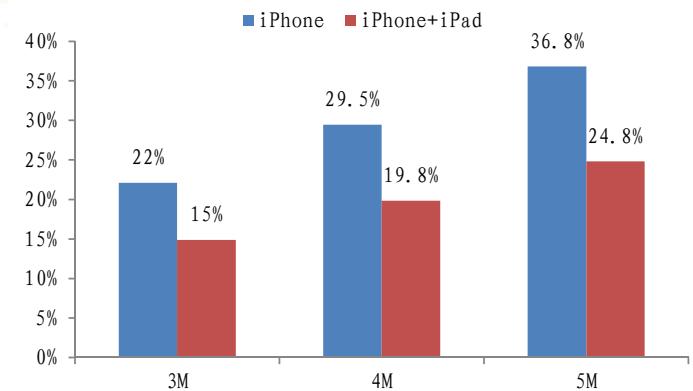
- 公司是苹果 iPhone、iPad 等产品通讯模组的主要供应商，上半年苹果公司并无新品推出，销量受阻，特别是 iPad 系列产品，由于去年 3 月 New iPad 推出，而今年并无新品，产品错期导致 2 季度销量同比下滑 14%，而 iPhone 5 销售同比增长 20%，但苹果推出更多优惠，平均售价下滑，对公司经营也产生了一定的影响。
- 考虑到苹果 3 季度开始陆续公布 iPhone、iPad 等系列的产品，销售有望出现显著的回升，利好公司整体经营情况的好转。预计全年 iPhone 销量依然有望保持 17% 左右的增长，而 iPad 特别是最新的 mini 产品受到市场青睐的概率较高，预计全年销售量同比增长约 21%。
- 廉价 iPhone 销售在即，智能机市场热点逐步由高端机，向中端产品转移，廉价 iPhone 受到市场的青睐的概率较大，特别是在发展中国家。预计 iPhone 5S、iPad 系列以及廉价 iPhone 将采用同一模组，对与公司而言并没有太多区别，有助于提升公司通讯模组产品整体出货量的提升。
- 若增加廉价 iPhone 产品，年内公司通讯模组将显著超出市场预期，但依然还是依赖 iPhone 相关产品的销售情况。

图表1：苹果 iPhone 与 iPad 产品销售情况



来源：国金证券研究所，Bloomberg *相对于苹果 12 年日历年

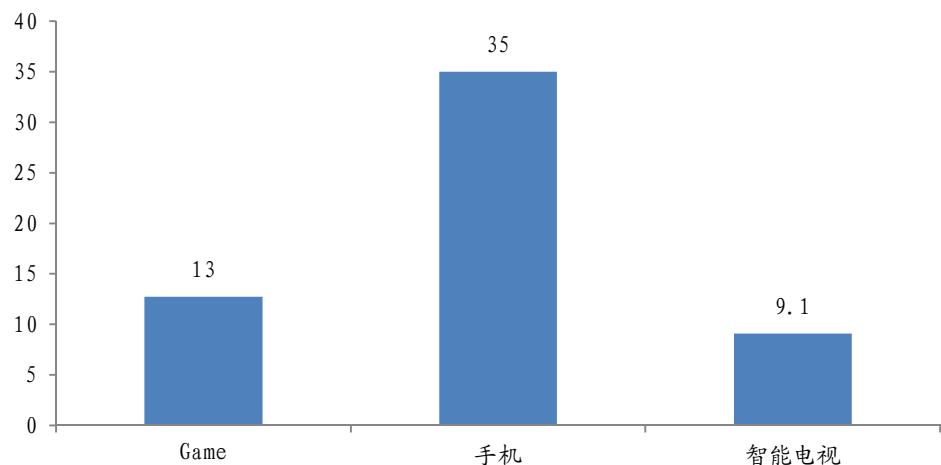
图表2：廉价 iPhone 销量对于苹果产品的影响*



新客户拓展有条不紊

- 目前采用无线模组的产品主要是苹果相应的产品，我们依然十分看好无线模组在智能设备中的渗透率的提升，而随着模组产品价格的下降以及解决方案的日益成熟，公司也不断的拓展新的客户，去年成功切入 Kindle Fire HD 产品，尽管产品规模对于公司业务的增长相对有限，但显示了公司业务拓展的能力，亚马逊将 Kindle 产品推广进入中国，秋季新品的推出有望提振产品销量。
- 根据我们产业链调研了解，公司今年切入索尼游戏相关产品，12 年索尼 Game 系列产品销售量在 1300 万台左右，对于公司业绩影响依然相对有限，但为未来切入索尼其他智能设备奠定的条件。
- 索尼 12 年智能手机销售量约为 3500 万部，公司 13 年计划推出 5000 万部；而智能电视也有接近 1000 万台的出货量，如果能够进一步切入客户产品，能够有效解决苹果产品销量放缓带来的增速放缓。

图表3：索尼智能产品12年销售情况（百万台）



来源：国金证券研究所，VGChartz, NPDDisplaySearch, IDC

- 另外，公司向国内外知名手机厂商提供样品，有望逐步切入相应品牌；而公司本身就是另一国产品牌联想台式机与基站等产品的供应商，因此未来切入联想智能手机、平板的可能性较高。

穿戴式智能设备开启一个时代，等待放量

- 公司已经明确成为 Google Glass 通讯模组的供应商，而作为苹果产品通讯模组的供应商，加上公司在模组尺寸等方面具有优势，因此未来为 iWatch 等苹果穿戴设备提供无线模组的可能性较大。
- 作为新一代的产品，成熟度上仍有待进一步提升，穿戴式设备短期内实现快速放量的难度较高。但其尺寸方面的限制，或将推动智能设备内置结构的进一步整合。公司远期模组包含基带等功能的设想也有望得到实现。
- 除去 Google 与苹果，国际科技巨头以及国内知名科技、电子厂商推出自有的穿戴式智能设备，公司积极参与初识研发推广阶段，有利于在穿戴式设备成长发展过程中，获得长久的增长。

图表4：部分穿戴式智能设备情况

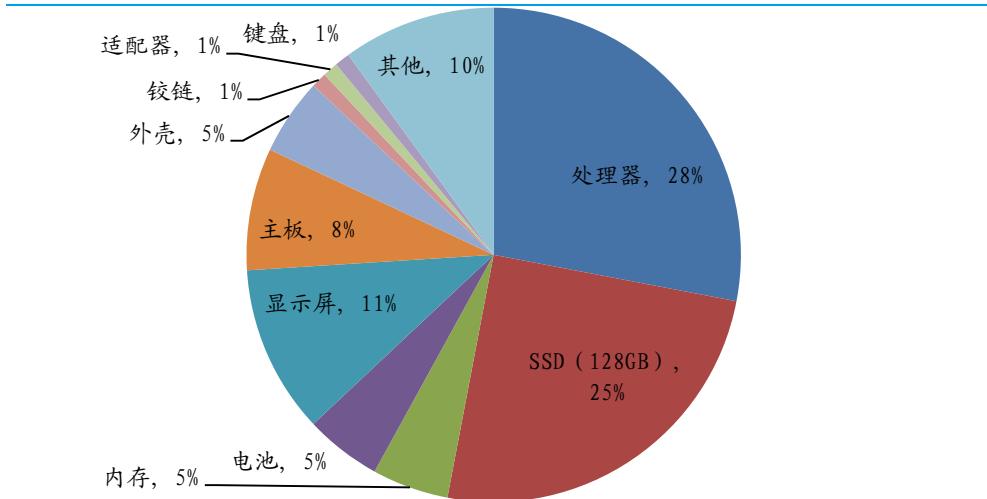
智能设备	公司	类型	说明
Google Glass	Google	眼镜类	已经发布，14年上市
Baidu Eye	Baidu	眼镜类	尚未发布
Monocle	微软	眼镜类	有望明年发布
Nike+	耐克	腕表等	已经上市
Jawbone UP	Jawbone	手环	已经登录市场
咕咚手环	咕咚网	手环	已经发布
MYO	Thalmic Labs	臂环	处于研发阶段
Ski-Goggle	Smith+Recon	眼镜类	已经发布
其他Glass		眼镜类	包括LG、索尼、三星等
Amiigo		手镯	
Pebble		手表	已经发布
iWatch	苹果	手表	预计14年发布

来源：国金证券研究所

SSD 业务持续增长

- 超极本渗透率低于预期，影响 SSD 出货量，预计下半年 PC 厂商将采取相应的措施，提振 PC 特别是超极本出货量情况，SSD 持续增长是大概率事件。
- 上半年新的闪存芯片的推出，一定程度上也影响了 SSD 价格的持续下降，预计随着下半年 PC 厂商推动 PC 出货量反弹，SSD 价格与 Haswell 芯片价格的下降带动超极本出货量持续增长。
- 尽管预期 SSD 价格持续下降，但下降主要与闪存芯片价格的下降驱动，公司 SSD 主要向 Intel 供货，芯片采购也来自与 Intel，收取其他材料以及加工费用，因此 SSD 价格的变动并不会对产品经营产生显著的影响。

图表5：超极本物料成本分析



来源：国金证券研究所，超极本之家

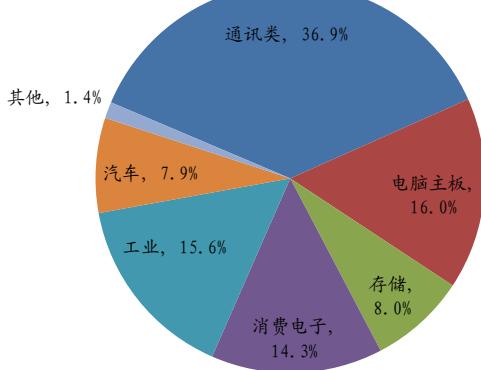
图表6：公司 SSD 出货量弹性测试

主要假设	13年SSD 市值增长 112.8%						主要假设	13年SSD 市值增长 62.8%					
Intel市场占比	17%	12年SSD 产值（亿元）		3.315		Intel市场占比		17%		12年SSD 产值（亿元）		3.315	
环旭份额	50%	13年价格下降		-20%		环旭份额		50%		13年价格下降		-20%	
新引入测算													
新引入者占比	5%	10%	15%	20%	25%	30%	新引入者占比	5%	10%	15%	20%	25%	30%
环旭占比	47.5%	45.0%	42.5%	40.0%	37.5%	35.0%	环旭占比	47.5%	45.0%	42.5%	40.0%	37.5%	35.0%
出货量增长	152.7%	139.4%	126.1%	112.8%	99.5%	86.2%	出货量增长	93.3%	83.2%	73.0%	62.8%	52.6%	42.5%
产值增长	102.2%	91.5%	80.9%	70.3%	59.6%	49.0%	产值增长	54.7%	46.5%	38.4%	30.3%	22.1%	14.0%

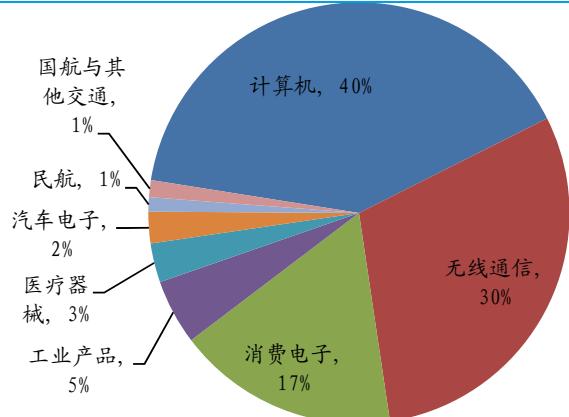
来源：国金证券研究所

综合性与增长的确定性依然是投资的主要逻辑

- 公司产品下游应用多元化，各项业务占比相对均衡，使得公司增长更具稳定性，不容易受到下游单一因素的影响。除去前文中提到的无线通讯 12 年收入占比达到 37% 较大外，其他各项细分业务占比均在 8-15% 左右的水平，形成相对均衡的态势，公司发展更加稳定。
- 除去前述两大类的产品，公司未来在 SHD 以及汽车电子等领域依然会有较好的表现。对应下游相对较为分散，增长确定性更强

图表7：2012 年公司主要业务收入占比


来源：国金证券研究所

图表8：全球电子制造服务行业分布情况


估值与投资建议

业绩稳定增长，穿戴式智能设备提升估值空间

- 公司未来业绩稳定增长，特别是无线模组与 SSD 将成为重要驱动要素。无线模组方面受益于下游移动智能设备高景气业绩非苹果客户的拓展，大量中低端设备无线通讯模块存在模组化的可能，给公司带来巨大的发展空间；SSD 则受到超级本渗透率快速提升驱动，年内出货量存在翻倍的可能，尽管受到一定的负面影响，但依然有望保持高增长。
- 国内人工成本的提升、管理费用增加与管理要求的提升，推升相应行业增加 SHD 采购数量；汽车销量持续增长，以及 LED 成本的下降逐步提升 LED 车灯的渗透情况，未来 LED 车灯市场也有望实现长期稳定增长。公司整体业绩增长确定性较高。

- Google Glass 引爆穿戴式智能设备，作为下一代智能设备，其代表了技术进步的方向，其配置 WiFi 与蓝牙的标准有望成为标配。尽管短期内并不能够直接带来业绩的明显增长，但有助于提升公司估值，且随着 Google Glass 发行时点，给公司股价带来催化剂。

下游产品多元化，稳定增长带来配置价值

- 公司产品多元化，下游包括智能机、平板、汽车、工业产品等，应用跨度较大，且各部分占比相对较为平均，受到单一产品或是市场因素影响的幅度较小；从驱动要素来看，公司主要产品中长期稳定增长的概率较大。
- 随着国内电子上市企业规模进一步扩大，多元化经营的趋势日益明显，电子企业配置价值逐步体现，公司整体市值水平较高，增长确定性较高，ROE 水平也处于行业领先水平，对于指数配置需求的基金等是很好的配置标的。

维持“增持”评级，如股价回调建议积极买入

- 小幅上调公司 13-15 年 EPS 预测为 0.782 元、0.969 元、1.156 元，分别同比增长 24.44%、23.87%、19.25%，持续关注苹果新品铺货情况，目前股价 18.8 元，对应 24x13PE，上半年业绩压力基本释放完毕，8 月开始逐步进入苹果新品备货期，业绩呈现逐步改善的态势，维持增持评级，2 季度业绩下滑可能引起股价回调，则建议积极参与买入。

图表9：国金电子市值 TOP20 数据对比

品种代码	品种名称	最新价	总股本	流通股本	总市值	总市值 排名	流通市值	流通市 值排名	2012 ROE	ROE 排名
002415.SZ	海康威视	21.50	4,017.22	2,941.89	86,370.30	1	63,250.53	1	27.70	4
002241.SZ	歌尔声学	35.80	1,526.43	1,185.03	54,646.20	2	42,424.19	2	21.51	7
002236.SZ	大华股份	42.87	1,146.13	610.54	49,134.73	3	26,173.93	5	38.51	2
600703.SH	三安光电	20.30	1,444.01	1,349.51	29,313.48	4	27,395.02	4	13.93	17
000725.SZ	京东方 A	2.16	13,521.54	12,927.32	29,206.53	5	27,923.01	3	1.00	113
002456.SZ	欧菲光	48.04	465.08	165.38	22,342.44	6	7,944.94	12	28.33	3
601231.SH	环旭电子	18.80	1,011.72	106.80	19,020.41	7	2,007.84	64	21.56	6
002129.SZ	中环股份	17.75	878.84	722.91	15,599.44	8	12,831.57	7	-5.66	118
000970.SZ	中科三环	14.30	1,065.20	1,065.20	15,232.36	9	15,232.36	6	23.07	5
000413.SZ	宝石 A	15.80	903.00	382.82	14,267.40	10	6,048.54	19	46.32	1
002008.SZ	大族激光	12.11	1,044.40	945.24	12,647.64	11	11,446.83	8	20.02	8
002005.SZ	德豪润达	10.12	1,166.40	844.71	11,803.97	12	8,548.43	11	4.17	82
002475.SZ	立讯精密	21.20	547.47	137.97	11,606.36	13	2,924.96	54	13.58	19
002106.SZ	莱宝高科	15.08	705.82	578.88	10,643.71	14	8,729.51	10	5.82	72
002049.SZ	同方国芯	34.69	303.41	92.97	10,525.26	15	3,225.06	48	12.89	22
002635.SZ	安洁科技	54.79	180.00	62.28	9,862.20	16	3,412.31	44	18.30	9
300088.SZ	长信科技	19.42	489.45	380.43	9,505.12	17	7,388.02	14	15.00	15
002273.SZ	水晶光电	23.33	375.35	335.81	8,756.92	18	7,834.42	13	14.88	16
600366.SH	宁波韵升	16.99	514.50	514.50	8,741.32	19	8,741.32	9	17.27	12
600261.SH	阳光照明	12.89	645.38	528.10	8,318.94	20	6,807.16	17	10.24	32
国金电子	合计				792,977.21		542,766.95		5.8102	

来源：国金证券研究所, iFind

图表10：公司主要产品经营情况

	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入 单位: 百万元				
通讯类	4,919.74	6,203.79	9,184.72	10,973.90
增长率	7.43%	26.10%	48.05%	19.48%
电脑及存储类	3,192.53	4,486.65	6,026.87	7,610.36
增长率	36.33%	40.54%	34.33%	26.27%
电脑类	2,123.88	2,803.52	3,481.98	4,136.59
增长率	75.62%	32.00%	24.20%	18.80%
存储类	1,068.65	1,683.13	2,544.89	3,473.77
增长率	-5.63%	57.50%	51.20%	36.50%
消费电子类	1,898.17	1,933.29	1,969.05	2,005.48
增长率	-18.89%	1.85%	1.85%	1.85%
工业类	2,073.89	2,221.13	2,285.54	2,351.83
增长率	22.87%	7.10%	2.90%	2.90%
汽车类	1,050.10	1,134.10	1,239.01	1,353.62
增长率	-10.04%	8.00%	9.25%	9.25%
其他类	181.24	244.68	322.00	414.73
增长率	-89.52%	35.00%	31.60%	28.80%
主营业务收入	13,315.67	16,223.65	21,027.18	24,709.92
其他业务	19.62	21.59	22.66	23.80
营业收入	13,335.29	16,245.23	21,049.85	24,733.71
毛利率				
通讯类	8.38%	8.10%	7.90%	7.80%
电脑及存储类	16.04%	16.00%	16.04%	16.14%
电脑类	14.48%	14.00%	13.95%	13.90%
存储类	19.14%	19.00%	18.90%	18.80%
消费电子类	10.10%	10.00%	9.05%	9.05%
工业类	17.28%	17.20%	17.10%	17.00%
汽车类	11.89%	11.80%	11.70%	11.70%
其他类	31.36%	30.00%	30.00%	30.00%
主营	12.44%	12.35%	11.90%	11.93%
其他业务	52.72%	50.00%	50.00%	50.00%
综合	12.50%	12.40%	11.94%	11.97%

来源：国金证券研究所

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	13,708	12,708	13,335	16,325	21,171	24,899							
增长率	-7.3%	4.9%	22.4%	29.7%	17.6%		货币资金	1,749	1,275	1,093	915	1,376	2,952
主营业务成本	-12,136	-11,244	-11,671	-14,303	-18,638	-21,913	应收款项	3,073	2,532	3,727	3,668	4,651	5,265
%销售收入	88.5%	88.5%	87.5%	87.6%	88.0%	88.0%	存货	1,578	1,382	1,729	1,959	2,604	3,122
毛利	1,572	1,464	1,665	2,022	2,533	2,986	其他流动资产	34	52	396	436	449	64
%销售收入	11.5%	11.5%	12.5%	12.4%	12.0%	12.0%	流动资产	6,434	5,241	6,945	6,979	9,081	11,403
营业税金及附加	0	-9	-7	-7	-8	-9	%总资产	83.2%	84.5%	85.4%	86.2%	90.4%	94.0%
%销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	长期投资	0	0	0	1	0	0
营业费用	-250	-235	-211	-245	-318	-373	固定资产	1,201	891	1,114	1,076	923	674
%销售收入	1.8%	1.8%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	%总资产	15.5%	14.4%	13.7%	13.3%	9.2%	5.6%
管理费用	-698	-672	-684	-833	-1,080	-1,270	无形资产	46	28	31	37	42	46
%销售收入	5.1%	5.3%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	非流动资产	1,297	962	1,191	1,115	967	722
息税前利润 (EBIT)	624	548	763	938	1,127	1,334	%总资产	16.8%	15.5%	14.6%	13.8%	9.6%	6.0%
%销售收入	4.6%	4.3%	5.7%	5.7%	5.3%	5.4%	资产总计	7,730	6,202	8,136	8,094	10,048	12,124
财务费用	-34	-16	-11	2	42	64	短期借款	1,362	908	1,148	0	0	0
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	-0.2%	-0.3%	应付款项	3,292	2,567	3,247	3,687	4,752	5,587
资产减值损失	34	-7	-19	0	0	0	其他流动负债	359	197	179	409	495	582
公允价值变动收益	1	-1	-1	0	0	0	流动负债	5,013	3,673	4,573	4,096	5,247	6,169
投资收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	260	421	76	-264	-274	-284
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他长期负债	66	49	44	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	5,338	4,142	4,693	3,832	4,973	5,885
营业利润	625	525	732	941	1,170	1,398	普通股股东权益	2,393	2,060	3,443	4,262	5,075	6,240
营业利润率	4.6%	4.1%	5.5%	5.8%	5.5%	5.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	3	17	20	4	5	5	负债股东权益合计	7,730	6,202	8,136	8,094	10,048	12,124
税前利润	628	542	752	945	1,175	1,403							
利润率	4.6%	4.3%	5.6%	5.8%	5.5%	5.6%							
所得税	-89	-92	-116	-161	-200	-239							
所得税率	14.2%	17.0%	15.4%	17.0%	17.0%	17.0%							
净利润	539	450	636	784	975	1,165							
净利润率	3.9%	3.5%	4.8%	4.8%	4.6%	4.7%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金净流	650	909	-7	1,528	719	1,591	每股指标						
资本开支	-242	-133	-414	-206	-104	-25	每股收益	0.596	0.497	0.629	0.775	0.964	1.151
投资	0	-847	1,574	-1	0	0	每股净资产	2.644	2.276	3.403	4.213	5.016	6.167
其他	-54	0	0	0	0	0	每股经营现金流	0.733	1.009	-0.007	1.510	0.711	1.573
投资活动现金净流	-296	-979	1,160	-207	-104	-25	每股股利	0.000	0.000	0.045	0.000	0.000	0.000
股权募资	0	0	773	0	-162	0							
债权募资	765	451	-111	-1,515	-10	-10							
其他	-1,063	-856	-83	16	19	19							
筹资活动现金净流	-297	-404	580	-1,499	-153	9							
现金净流量	57	-474	1,733	-178	462	1,576							

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	0	0	0	5
增持	1	1	1	2	13
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.00	2.00	1.83

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 2013-03-27	增持	15.98	N/A
2 2013-05-17	增持	19.66	21.00 ~ 23.00

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形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靠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