

2013年10月24日



振华科技 (000733.SZ)

元件行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

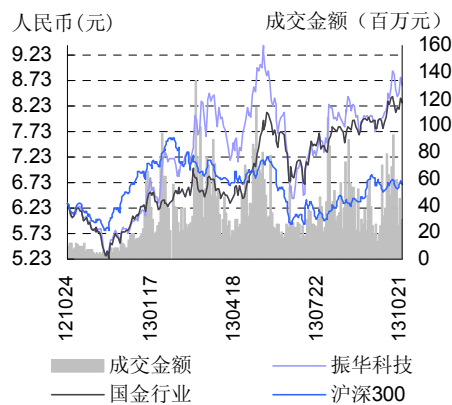
市价(人民币): 8.28元

增盈减亏效益显现, 四季度为营收确认期

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)	358.12
总市值(百万元)	30.91
年内股价最高最低(元)	9.42/5.30
沪深300指数	2418.49
深证成指	8512.96



相关报告

- 《成为军工元器件平台, 新能源业务受益》, 2013.8.30
- 《转型之路, 新能源与军工护航》, 2013.4.24

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

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

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

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.118	0.237	0.315	0.381	0.438
每股净资产(元)	5.81	5.99	6.29	4.63	5.05
每股经营性现金流(元)	-0.01	0.06	1.38	-0.21	-0.15
市盈率(倍)	53.23	25.86	24.84	20.56	17.88
行业优化市盈率(倍)	22.72	29.73	40.15	40.15	40.15
净利润增长率(%)	13.21%	101.25%	32.78%	78.12%	14.99%
净资产收益率(%)	2.03%	3.96%	5.01%	8.22%	8.67%
总股本(百万股)	358.12	358.12	358.12	528.12	528.12

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩情况

- 公司前三季度实现营业收入 21.24 亿, 同比下降 3.12%, 净利润为 6415.53 万元, 同比增长 46.17%, 前三季度实现 EPS 为 0.18 元。

投资逻辑

- 三季度盈利规模缩窄, 四季度将是盈利确认集中期:** 1) 受到业务季节性影响和验收产品回款确认收入集中在年末的影响, 公司三季度营收净利略有下滑。2) 公司的费用和计提大都在前三季度发生, 其中费用所产生的营收效益需要再四季度进行确认, 2012 年的净利润 47% 都是在四季度确认, 公司今年也将在四季度确认大部分净利。3) 公司减亏效益已经有所体现, 高新电子占比依旧是业务重头, 维持公司高于 20% 的毛利率。
- 增盈减亏, 资产调整实现战略目标:** 1) 一方面, 公司挂牌转让中甸公司股权, 产生投资收益为 3641 万元。2) 另一方面, 公司受让振华富公司 25% 的股东权益, 使振华富成为公司的全资子公司, 进一步提升振华富公司军工电子配套能力, 另外全资控股将解除振华富公司申报国家重点项目的障碍。
- 未来继续看好新能源电池多方向成长, 受益公司军工平台:** 公司在原有军工业务外拓展新的市场领域, 旗下子公司振华新能源在经历前几年的技术沉淀和市场开拓以后, 从去年开始贡献净利。以目前产能规划和动力电池市场的表现来看, 未来在公司营收中占比将逐年上升。

投资建议

- 我们认为公司业务转型具有可期待性, 长期来看募投项目和企业定位有利于公司管理改善, 盈利能力提高。鉴于公司目前的低估值水平, 我们继续维持公司“买入”评级。
- 我们预测公司 13-15 年 EPS 为 0.315 元, 0.381 元和 0.438 元(考虑 2014 为非公开定增摊薄股本) 净利润增速为 32.78%, 78.12% 和 14.99%, 目前公司股价对应 26.09x13PE, 我们给予公司 13 年 30 倍估值, 目标价 10.11, 维持“买入”。

风险

- 新能源业务进展不顺利, 元器件需求变缓

内容目录

三季度净利维持同比增加，毛利率提升效果明显.....	3
受营收确认影响净利环比下滑，预计收入确认发生在四季度	3
提高军工和新能源比例，产业结构调整带来内生增长	4
增盈减亏，资产调整实现战略目标.....	4
未来看好新能源电池多方向成长，受益公司军工平台	5
消费电子电池保证稳定增长，短期看动力电池爆发.....	5
盈利预测和投资评级	6
附录：三张报表预测摘要	错误！未定义书签。

图表目录

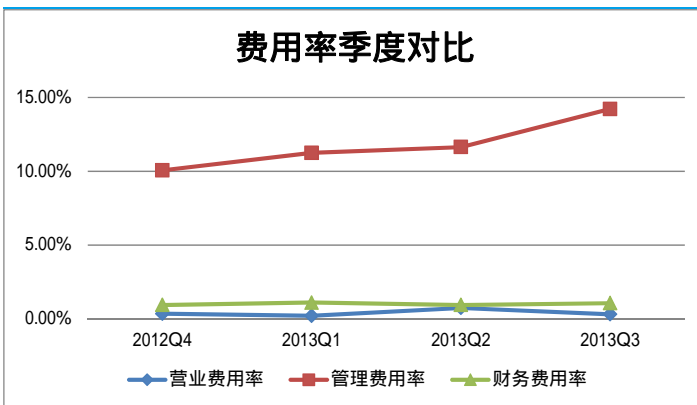
图表 1: 费用率季度对比	3
图表 2: 营收净利对比.....	3
图表 3: 公司单季度营业情况一览.....	4
图表 4: 高新电子营业收入占比占比不断提升	4
图表 5: 专用整体等非核心业务利润占比不到 10%.....	4
图表 6: 公司已有军工资质子公司，振华富为主要军工企业之一	5
图表 7: 公司产品已面向和潜在的下游领域.....	6
图表 8: 新能源业务未来占公司总体业务比例逐年提升.....	6
图表 9: 新能源未来营收规划	6
图表 10: 销售预测	7

三季度净利维持同比增加，毛利率提升效果明显

受营收确认影响净利环比下滑，预计收入确认发生在四季度

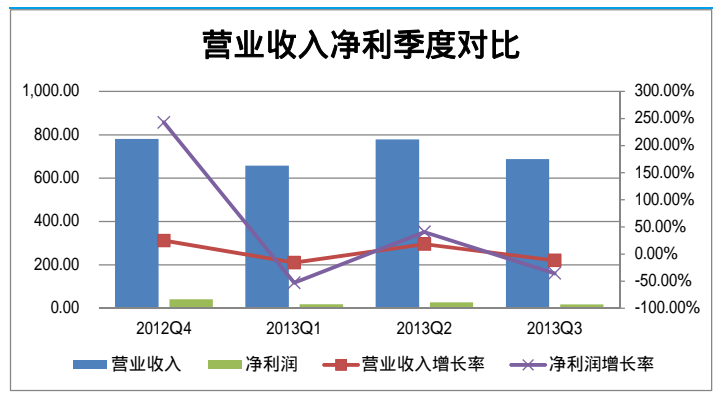
- 公司前三季度实现营业收入 21.24 亿，同比下降 3.12%，净利润为 6415.53 万元，同比增长 46.17%，前三季度实现 EPS 为 0.18 元。
 - 相对于前两季度来讲，公司三季度盈利规模略有收缩，第三季单季度营业收入和净利润环比下降 11.68% 和 35.63%，单季度扣非净利润为 1615.67 万元。这是受到业务季节性影响和验收产品回款确认收入集中在年末的影响。2012 年 47.56% 的净利润确认发生在第四季度，我们认为今年第 4 季度的净利将环比大幅提升，较去年同比也会有所增长。
 - 公司的费用和计提基本已在前三季度发生，四季度将减少费用。第三季度销售费用和管理费用作为经营持续支出略有上升，其收益在第四季度才能真正显现出来。而资产减值损失前三季较去年增加 3420 万元，体现了公司剥离非核心业务（手机）的决心和动作。
 - 公司减亏行动已经初步实现效益。三季度因为公司挂牌中甸公司股权确认投资收益为 3,641 万元，增厚了净利润。未来公司将持续进行内部亏损企业的整合或者资产出售，进一步提升产业结构调整带来的内生增长。
 - 公司毛利率继续维持较高水平，业务结构调整效果明显公司前三季度毛利率都在 20% 以上，证明公司的高新电子业务已经成为公司主要业务，进一步验证了公司打造军工元器件平台的管理理念。

图表1：费用率季度对比



来源：国金证券研究所

图表2：营收净利对比



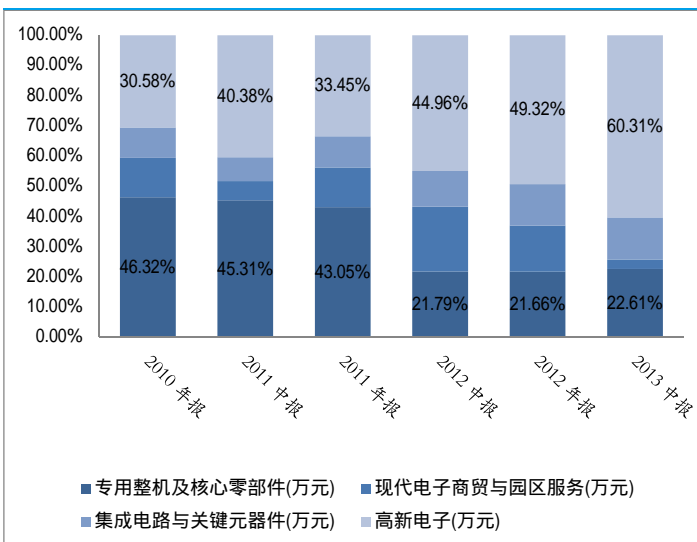
图表3: 公司单季度营业情况一览

振华科技	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
营业收入	841.95	724.42	626.19	781.33	657.97	778.56	687.64
季度同比	3.40%	-31.36%	-25.29%	23.72%	-21.85%	7.47%	9.81%
季度环比	33.32%	-13.96%	-13.56%	24.78%	-15.79%	18.33%	-11.68%
毛利率	17.54%	23.17%	21.82%	17.69%	21.98%	24.85%	21.23%
营业费用率	0.13%	0.25%	0.23%	0.36%	0.21%	0.75%	0.32%
管理费用率	9.07%	12.22%	13.50%	10.06%	11.25%	11.64%	14.23%
财务费用率	0.81%	0.84%	0.76%	0.95%	1.11%	0.95%	1.07%
净利润	14.54	17.36	12.00	41.14	19.36	27.25	17.54
季度同比	26.43%	26.44%	30.43%	426.09%	33.15%	56.97%	46.17%
季度环比	85.93%	19.39%	-30.88%	242.83%	-52.94%	40.75%	-35.63%
净利润率	1.94%	2.63%	2.27%	5.50%	3.17%	3.26%	2.22%

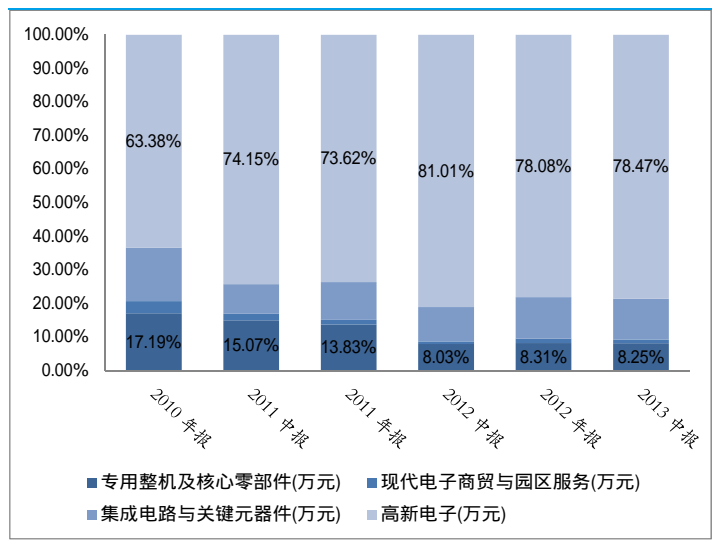
来源: iFinD 国金证券研究所

提高军工和新能源比例, 产业结构调整带来内生增长

- 公司在 2013 年的业绩体现不断证明了自己增盈减亏的经营策略, 在减少盈利不佳通信整体业务的基础上, 集中力量发展军工元器件业务和新能源业务, 总体来说盈利不断提升。这表明了管理层对于企业战略结构调整的决心, 并为公司之后的盈利质量提供保证。
- 公司今年盈利质量不断提高。上半年在营收减少 8.29%的情况下获得了盈利 46.14%的大幅增长, 资产收益率同比从 1.52%上升到 2.14%, 前三季度毛利率也稳定在 20%以上。
- 公司已经确立了军工电子为绝对主营的战略目标, 业务结构比例调整在上半年已经非常明显。上半年高新电子营收占比达到 60.31%, 利润占比达到 78.47%, 而非核心业务占比已经压缩到 10%以下。

图表4: 高新电子营业收入占比占比不断提升

来源: 国金证券研究所 整理

图表5: 专用整体等非核心业务利润占比不到 10%**增盈减亏, 资产调整实现战略目标**

- 公司在上半年实现了对中匀公司的出售和对振华富电子的全资控股, 从两方面印证了公司减亏增盈的逻辑。
- 一方面, 公司挂牌转让中匀公司股权, 原本中匀公司股权在北京产权交易所挂牌转让价为 3,800 万元。经过竞购方竞价, 深圳市万商投资

集团有限公司以 5,200 万元竞得中匀公司 100% 股权。按照公司享有中匀公司 88.31% 的权益计算，公司转让所得为 4,592.12 万元，扣除投资成本和交易税费，产生投资收益为 3641 万元。

- 另一方面，公司受让振华富公司 25% 的股东权益，使振华富成为公司的全资子公司，进一步提升振华富公司军工电子配套能力，另外全资控股将解除振华富公司申报国家重点项目并获取国家专项资金支持的障碍。

图表6: 公司已有军工资质子公司，振华富为主要军工企业之一

子公司或控股公司	军工资质和公司简介
振华新云（国营第四三二六厂）	高可靠片式钽电容器生产线已通过欧洲航天局宇航级产品A级供应商资格认证，成为国内唯一一家能够为欧洲航天局提供宇航级电子元器件的中国企业
振华云科	通过军/民质量体系认证、军工生产线审查、二级保密资格审查、武器装备许可审查、军工资质审查
振华群英（国营八九一厂）	兵器军用电子元器件配套定点单位、军工产品质量体系认证、军用电子元器件制造厂生产线认证
振华永光（国营第八七三厂）	集研制、生产和销售为一体的半导体器件专业企业属于国家二级企业，贵州省首批重点高新技术企业，我国重要的半导体研制生产骨干企业
振华富电子	实施新型元器件基地战略投资组建的片式电感器科研生产的专业厂家
振华红云（国营第四三二五厂）	目前国内国有企业中唯一从事从瓷料研发、瓷料制备到产品装配出厂的企业，有《军工电子元器件合格供应商证书》、获得上级科研生产单位保密资格审查认证委员会颁发的《三级保密资格证书》、获得《武器装备科研生产许可证证书》是国家定点以生产压电陶瓷为主的综合电子元器件厂，属军工配套企业

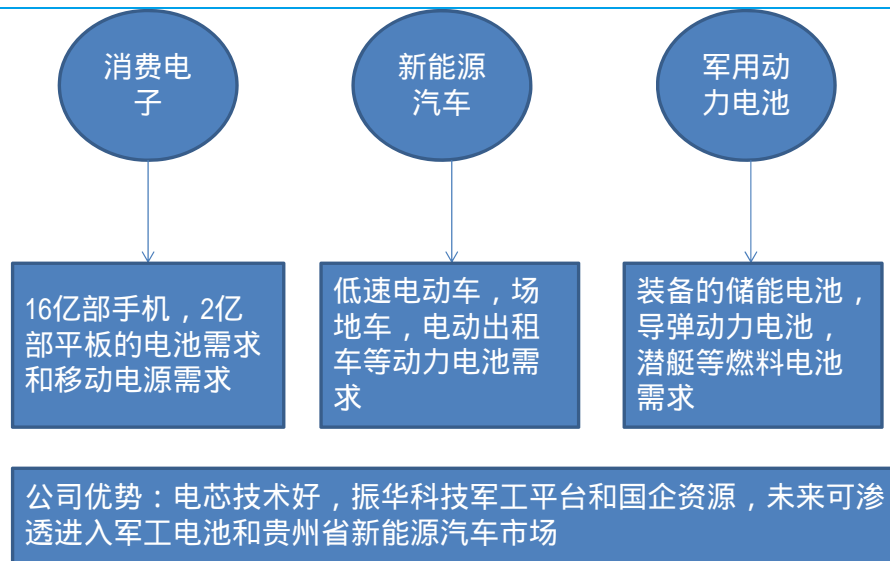
来源：国金证券研究所

未来看好新能源电池多方向成长，受益公司军工平台

消费电子电池保证稳定增长，短期看动力电池爆发

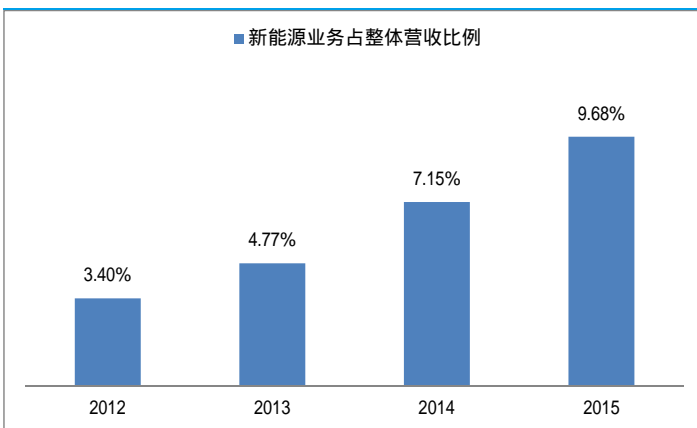
- 公司在原有军工业务外拓展新的市场领域，旗下子公司振华新能源在经历前几年的技术沉淀和市场开拓以后，从去年开始贡献净利。以目前产能规划和动力电池市场的表现来看，未来在公司营收中占比将逐年上升。
 - 考虑到未来动力电池的渗透率提高和消费电子电池技术的不断升级，公司业务发展更有保障。公司产品电芯是电池上游材料，因此下游应用领域广泛，涵盖消费，动力和军工市场。公司拥有消费电子电池电芯和动力电池电芯生产线，在技术研发方面也多向布局。
 - 新能源公司管理层思路清晰，对未来产能和技术方向进行详细规划和布局，未来将在总体营收中占比提升。按照现有项目正常实施，新能源业务的产能和营收规模都将在今明两年实现翻倍增长。

图表7: 公司产品已面向和潜在的下游领域



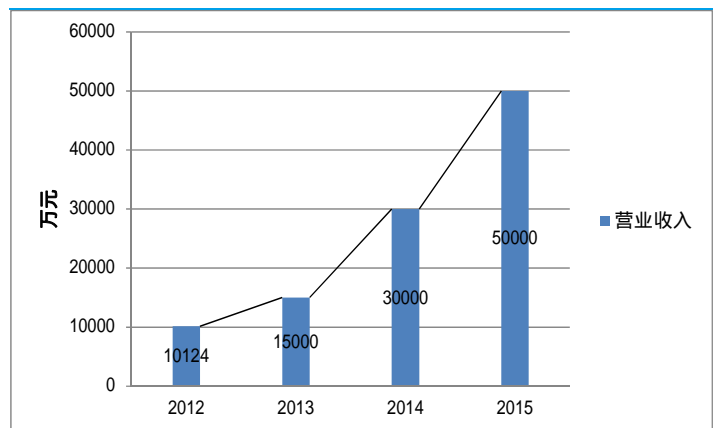
来源: 国金证券研究所

图表8: 新能源业务未来占公司总体业务比例逐年提升



来源: 国金证券研究所预测整理

图表9: 新能源未来营收规划



盈利预测和投资评级

- 我们认为公司业务转型具有可期待性, 长期来看募投项目和企业定位有利于公司管理改善, 盈利能力提高。鉴于公司目前的低估值水平, 我们继续维持公司“买入”评级。
 - 军工企业整体估值高于一般电子企业, 公司相较于整体军工行业 40 倍以上的估值偏低。公司的市净率估值目前在 1.28 倍, 远低于同行业竞争者, 资产注入后, 协同效率提高, 有望提升估值。
- 我们预测公司 13-15 年 EPS 为 0.315 元, 0.381 元和 0.438 元 (考虑 2014 为非公开定增摊薄股本) 净利润增速为 32.78%, 78.12% 和 14.99%, 目前公司股价对应 26.09x13PE, 我们给予公司 13 年 30 倍估值, 目标价 10.11, 推荐“买入”。

图表10: 销售预测

项 目	2012	2013E	2014E	2015E
高新电子				
销售收入 (百万元)	1,314.63	1,590.70	2,391.72	2,950.71
增长率 (YOY)	47.80%	21.00%	50.36%	23.37%
毛利率	32.45%	31.50%	30.50%	31.20%
毛利 (百万元)	426.60	501.07	729.47	920.62
增长率 (YOY)	45.43%	17.46%	45.58%	26.20%
占总销售额比重	45.83%	50.60%	57.03%	57.15%
占主营业务利润比重	73.79%	77.84%	81.37%	81.66%
集成电路				
销售收入 (百万元)	393.27	462.09	537.87	625.55
增长率 (YOY)	35.14%	17.50%	16.40%	16.30%
毛利率	18.12%	17.50%	15.50%	14.50%
毛利 (百万元)	71.26	80.87	83.37	90.70
增长率 (YOY)	-2.79%	13.48%	3.10%	8.80%
占总销售额比重	13.71%	14.70%	12.82%	12.12%
占主营业务利润比重	12.33%	12.56%	9.30%	8.05%
通信整机				
销售收入 (百万元)	621.40	372.84	260.99	208.79
增长率 (YOY)	-53.89%	-40.00%	-30.00%	-20.00%
毛利率	7.72%	5.00%	4.80%	4.70%
毛利 (百万元)	47.97	18.64	12.53	9.81
增长率 (YOY)	-39.69%	-61.14%	-32.80%	-21.67%
占总销售额比重	21.66%	11.86%	6.22%	4.04%
占主营业务利润比重	8.30%	2.90%	1.40%	0.87%
新能源电芯业务				
销售收入 (百万元)	100.00	153.00	296.40	509.91
增长率 (YOY)	#DIV/0!	52.99%	93.73%	72.04%
毛利率	25.00%	22.00%	20.00%	18.00%
毛利 (百万元)	25.00	33.66	59.28	91.78
增长率 (YOY)	#DIV/0!	34.63%	76.11%	54.83%
占总销售额比重	3.49%	4.87%	7.07%	9.88%
占主营业务利润比重	4.32%	5.23%	6.61%	8.14%
现代电子商贸与园区服务				
销售收入 (百万元)	438.97	565.25	707.14	868.31
增长率 (YOY)	15.19%	28.77%	25.10%	22.79%
毛利率	1.67%	1.67%	1.67%	1.67%
毛利 (百万元)	7.33	9.44	11.81	14.50
增长率 (YOY)	-55.94%	28.77%	25.10%	22.79%
占总销售额比重	15.30%	17.98%	16.86%	16.82%
占主营业务利润比重	1.27%	1.47%	1.32%	1.29%
销售总收入 (百万元)	2868.27	3143.88	4194.12	5163.27
销售总成本 (百万元)	2290.11	2500.20	3297.66	4035.85
毛利 (百万元)	578.16	643.68	896.46	1127.42
平均毛利率	20.16%	20.47%	21.37%	21.84%

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)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	2,909	3,339	2,974	3,144	4,194	5,163
增长率		14.8%	-10.9%	5.7%	33.4%	23.1%
主营业务成本	-2,446	-2,810	-2,383	-2,500	-3,298	-4,036
% 销售收入	84.1%	84.1%	80.1%	79.5%	78.6%	78.2%
毛利	463	530	590	644	896	1,127
% 销售收入	15.9%	15.9%	19.9%	20.5%	21.4%	21.8%
营业税金及附加	-6	-7	-7	-7	-9	-12
% 销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-113	-127	-142	-153	-188	-243
% 销售收入	3.9%	3.8%	4.8%	4.9%	4.5%	4.7%
管理费用	-243	-300	-328	-362	-441	-569
% 销售收入	8.4%	9.0%	11.0%	11.5%	10.5%	11.0%
息税前利润 (EBIT)	101	95	114	122	258	304
% 销售收入	3.5%	2.8%	3.8%	3.9%	6.2%	5.9%
财务费用	-17	-19	-25	-17	-23	-37
% 销售收入	0.6%	0.6%	0.8%	0.5%	0.5%	0.7%
资产减值损失	-55	-41	-36	-5	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	11	12	30	18	20	22
% 税前利润	18.1%	17.1%	26.3%	11.9%	7.3%	7.4%
营业利润	40	47	82	118	254	287
营业利润率	1.4%	1.4%	2.8%	3.7%	6.1%	5.6%
营业外收支	21	24	31	31	18	15
税前利润	61	71	113	148	272	302
利润率	2.1%	2.1%	3.8%	4.7%	6.5%	5.9%
所得税	-14	-21	-21	-35	-66	-67
所得税率	23.0%	30.4%	18.3%	23.9%	24.2%	22.2%
净利润	47	49	93	113	206	235
少数股东损益	9	7	8	0	5	4
归属于母公司的净:	37	42	85	113	201	231
净利率	1.3%	1.3%	2.9%	3.6%	4.8%	4.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	47	49	93	113	206	235
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	157	154	149	121	123	127
非经营收益	9	10	-4	1	1	17
营运资金变动	-153	-216	-215	258	-440	-457
经营活动现金净流	61	-3	22	493	-110	-78
资本开支	-148	-124	-130	-25	-44	-40
投资	0	1	13	-1	0	0
其他	12	6	5	18	20	22
投资活动现金净流	-136	-116	-112	-8	-25	-18
股权募资	2	10	0	0	3	0
债权募资	145	143	-39	-367	555	-64
其他	-98	-57	98	-35	-43	-64
筹资活动现金净流	48	96	60	-402	515	-128
现金净流量	-27	-23	-30	82	381	-224

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	596	630	489	572	953	729
应收款项	659	795	1,129	829	1,164	1,517
存货	692	792	747	714	959	1,210
其他流动资产	210	194	140	177	216	260
流动资产	2,157	2,410	2,505	2,292	3,292	3,716
% 总资产	62.9%	65.7%	67.6%	67.2%	75.7%	79.0%
长期投资	422	420	340	341	340	340
固定资产	817	803	810	752	690	618
% 总资产	23.9%	21.9%	21.9%	22.1%	15.9%	13.1%
无形资产	14	18	28	23	27	31
非流动资产	1,270	1,260	1,199	1,118	1,059	990
% 总资产	37.1%	34.3%	32.4%	32.8%	24.3%	21.0%
资产总计	3,427	3,670	3,705	3,410	4,351	4,706
短期借款	396	619	408	160	715	650
应付款项	552	589	585	559	737	922
其他流动负债	16	10	25	15	24	34
流动负债	963	1,218	1,017	733	1,475	1,605
长期贷款	85	5	140	140	140	141
其他长期负债	99	73	119	0	0	0
负债	1,148	1,296	1,276	873	1,615	1,746
普通股股东权益	2,032	2,081	2,144	2,253	2,448	2,666
少数股东权益	247	293	284	284	289	293
负债股东权益合计	3,427	3,670	3,705	3,410	4,351	4,706

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.104	0.118	0.237	0.315	0.381	0.438
每股净资产	5.673	5.812	5.988	6.290	4.635	5.049
每股经营现金净流	0.169	-0.009	0.063	1.376	-0.208	-0.147
每股股利	0.000	0.000	0.040	0.013	0.018	0.024
回报率						
净资产收益率	1.84%	2.03%	3.96%	5.01%	8.22%	8.67%
总资产收益率	1.09%	1.15%	2.30%	3.31%	4.62%	4.91%
投入资本收益率	2.82%	2.21%	3.12%	3.28%	5.45%	6.32%
增长率						
主营业务收入增长率	31.80%	14.79%	-10.95%	5.72%	33.41%	23.11%
EBIT 增长率	9.83%	-6.05%	19.47%	7.69%	111.32%	17.70%
净利润增长率	70.17%	13.21%	101.25%	32.78%	78.12%	14.99%
总资产增长率	8.03%	7.10%	0.93%	-7.96%	27.62%	8.14%
资产管理能力						
应收账款周转天数	53.0	49.9	72.9	58.6	60.5	64.0
存货周转天数	98.6	96.4	117.8	104.3	106.1	109.4
应付账款周转天数	39.6	37.9	49.8	42.4	43.4	45.2
固定资产周转天数	89.7	83.9	94.8	80.0	52.4	35.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-5.07%	-0.25%	2.41%	-10.73%	-3.57%	2.09%
EBIT 利息保障倍数	5.9	4.9	4.5	7.1	11.4	8.2
资产负债率	33.50%	35.32%	34.45%	25.61%	37.12%	37.11%

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	1	1	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	3.00	2.33	2.20	2.14

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 2013-04-24	买入	7.40	9.48 ~ 10.11
2 2013-08-30	买入	7.70	10.11 ~ 10.11

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

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: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD