

## 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

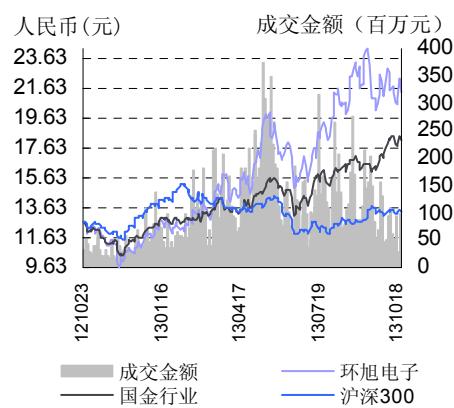
市价 (人民币): 20.30 元

## 苹果模组影响 3 季度业绩, 看好明年业务拓展

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)	216.81
年内股价最高最低(元)	24.35/9.63
沪深 300 指数	2418.49
上证指数	2183.11



## 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	0.671	0.798	0.945
每股净资产(元)	2.28	3.40	4.11	4.75	5.69
每股经营性现金流(元)	1.01	-0.01	1.42	0.74	1.40
市盈率(倍)	N/A	18.83	30.24	25.43	21.48
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%	6.78%	18.90%	18.42%
净资产收益率(%)	21.83%	18.47%	16.34%	16.82%	16.61%
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

## 投资逻辑

- 公司发布 13 年 3 季度报告, 1-9 月实现收入 100.87 亿元, 同比增长 12.42%, 净利润 3.97 亿元, 同比下降 5.36%, 对应 EPS0.39 元; 低于市场预期。
- 苹果出货量下滑影响模组经营是业绩下滑主要原因: 3 季度单季度实现收入 36 亿元, 同比提升 13.13%, 较 2 季度有所回升, 但受到模组新品良率影响, 以及 NFC 低于预期影响, 价格与毛利水平都有不同程度的下滑, 造成单季度毛利下滑超过 3 个百分点, 是业绩下滑的主要原因; 预计 4 季度苹果出货量增速回升以及 Sony PS4 产品的上市, 带动收入规模的提升, 良率回升的情况毛利环比或有所改善;
- 模组新业务拓展或成公司明年业绩关键: 1) 公司无线通讯模组去年进入 Amazon, 今年切入 Sony 的 PS 系列, 未来依然有望在 Sony 其他智能设备; 2) 智能设备轻薄化发展趋势确定, 公司模组小型化的优势有望未来得到进一步体现, 目前模组化相对较低的态势有望改变, 利好公司在新的客户中实现突破 3) 穿戴式智能设备中通讯模组功能确定, 切入 Google Glass 供应链有望持续带来主题性机会; 4) 作为苹果供应商, 切入苹果新品的概率较大。

## 估值与投资建议

- 我们下调公司 13-15 年 EPS 预测到 0.671 元、0.798 元、0.945 元, 净利润率分别同比增长 6.78%、18.90%、18.42%; 目前市场对于电子板块偏于谨慎, 加上公司业绩不达预期, 预计股价将会出现一定的回落。

## 风险

- 苹果出货量低于预期, 业务拓展低于预期。

## 相关报告

1. 《继续看好廉价 iPhone 与新客户拓展》, 2013.8.25
2. 《廉价 iPhone 与新客户拓展是最大看点》, 2013.7.30
3. 《增长与催化剂共存》, 2013.5.17

## 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

## 内容目录

通讯模组影响 3 季度业绩 .....	3
业务拓展是明年增长的关键 .....	4
估值与投资建议 .....	6
附录：三张报表预测摘要 .....	8

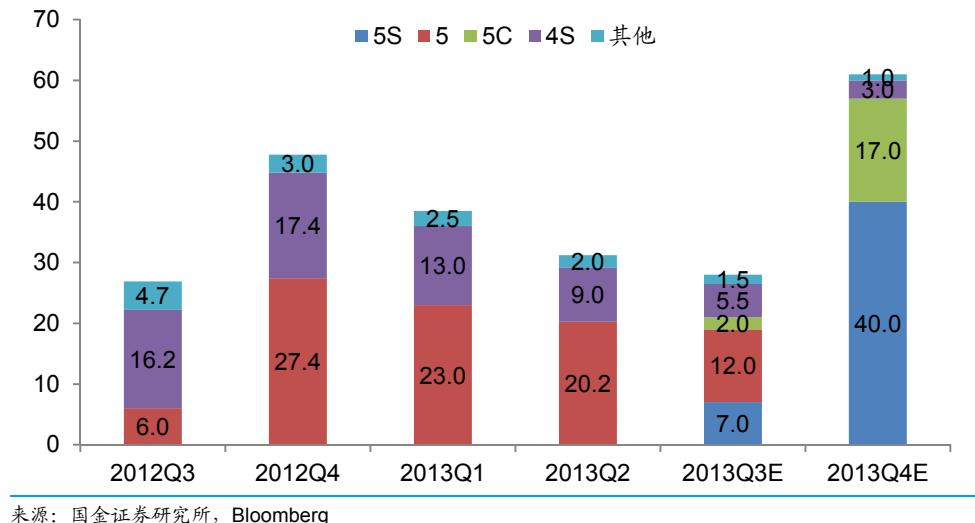
## 图表目录

图表 1: iPhone 销售概况 .....	3
图表 2: iPad 销售情况概览 .....	3
图表 3: 公司经营费用情况 .....	4
图表 4: 公司收入与利润变动情况 .....	4
图表 5: 公司季度经营数据 .....	4
图表 6: 现有业务情况下，模组业务增长情况 .....	5
图表 7: 索尼智能产品 12 年销售情况（百万台） .....	5
图表 8: 部分穿戴式智能设备情况 .....	6
图表 9: 公司未来收入情况 .....	7

### 通讯模组影响 3 季度业绩

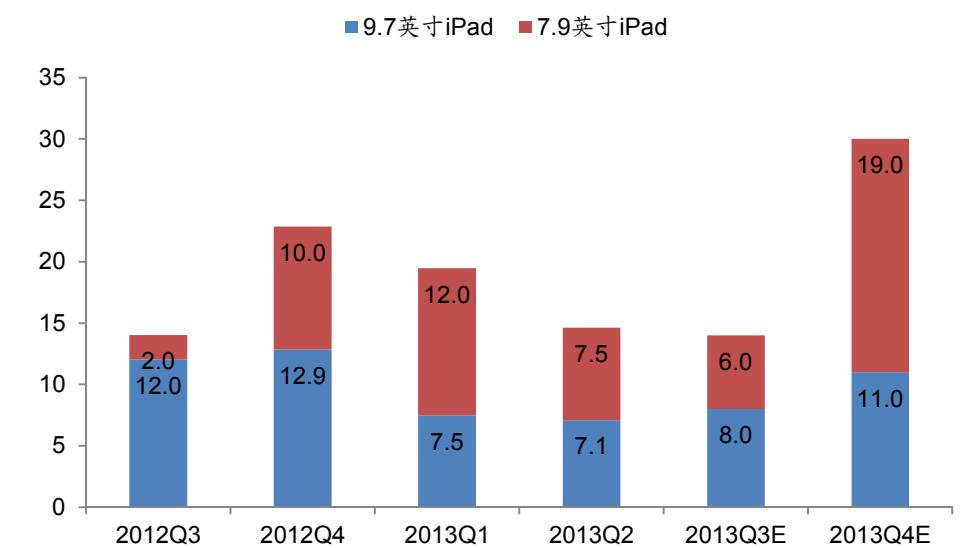
- 受到产品周期影响，消费者暂停消费，3 季度苹果出货量有所放缓，加上 5C 低于预期，加上新品良率有所下滑，对毛利产生了一定的影响；3 季度单季仅实现 36 亿收入规模，同比增长 13.13%，但毛利水平下滑超过 3 个百分点。这是造成业绩下滑的主要原因。

图表1: iPhone 销售概况



来源：国金证券研究所，Bloomberg

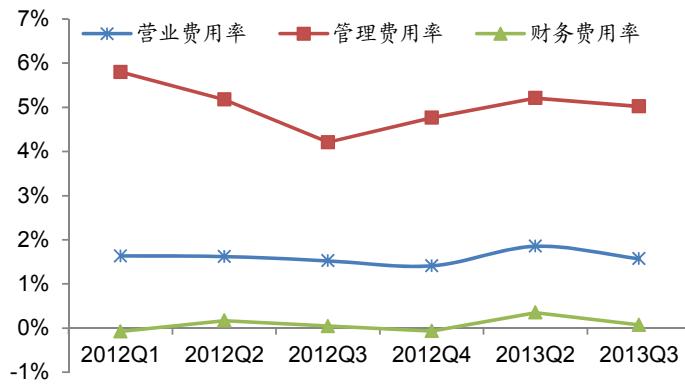
图表2: iPad 销售情况概览



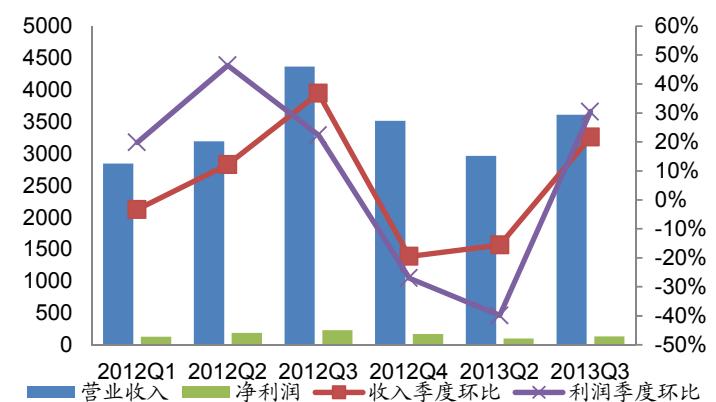
来源：国金证券研究所，Bloomberg

- 从费用的角度来看，公司整体经营稳定，费用率呈现稳步下滑的态势。其中管理费用率为 5.02%，同比下降 0.16 个百分点，环比也有 0.19 个百分点的改善，财务费用与销售费用率也有不同程度的改善；

图表3: 公司经营费用情况



图表4: 公司收入与利润变动情况



来源：国金证券研究所，Wind

图表5: 公司季度经营数据

环旭电子	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
营业收入	2,940.20	2,843.10	3,189.63	4,362.37	3,513.32	2,965.47	3,608.58
季度同比	-14.48%	-8.18%	2.15%	42.98%	19.49%	4.30%	13.13%
季度环比	-3.64%	-3.30%	12.19%	36.77%	-19.46%	-15.59%	21.69%
毛利率	11.79%	12.91%	13.65%	11.82%	11.85%	11.58%	10.19%
营业收入率	1.57%	1.63%	1.62%	1.52%	1.41%	1.85%	1.57%
管理费用率	5.80%	5.80%	5.18%	4.21%	4.76%	5.21%	5.02%
财务费用率	0.21%	-0.08%	0.17%	0.04%	-0.07%	0.35%	0.07%
净利润	106.13	127.18	186.20	227.82	166.41	100.05	130.55
季度同比	-3.34%	63.51%	60.37%	53.87%	56.80%	-21.33%	-29.89%
季度环比	-28.32%	19.83%	46.41%	22.35%	-26.96%	-39.88%	30.48%
净利润率	3.61%	4.47%	5.84%	5.22%	4.74%	3.37%	3.62%

来源：国金证券研究所，Wind

## 业务拓展是明年增长的关键

- 未来两年苹果出货量增速逐步放缓，预计稳定在 15%左右，公司增长的空间主要来自两个方面，其一是业务的拓展，其二则寄希望于苹果在无线通讯模组中加入 NFC 功能。
- 公司去年切入 Kindle Fire HD 产品，今年进入 Sony 的 Game (PS) 系列系列产品，产品拓展有序进行，未来手机轻薄化的趋势已经基本形成，公司小型化的模组产品具有明显的优势，加上目前三星以及国内客户模组化的水平依然较低，未来存在拓展新客户的产能。
- 另外除去 PS 设备，公司依然有望切入索尼其他智能设备，包括手机、智能电视等。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，能够有效缓解苹果产品销量放缓的影响。

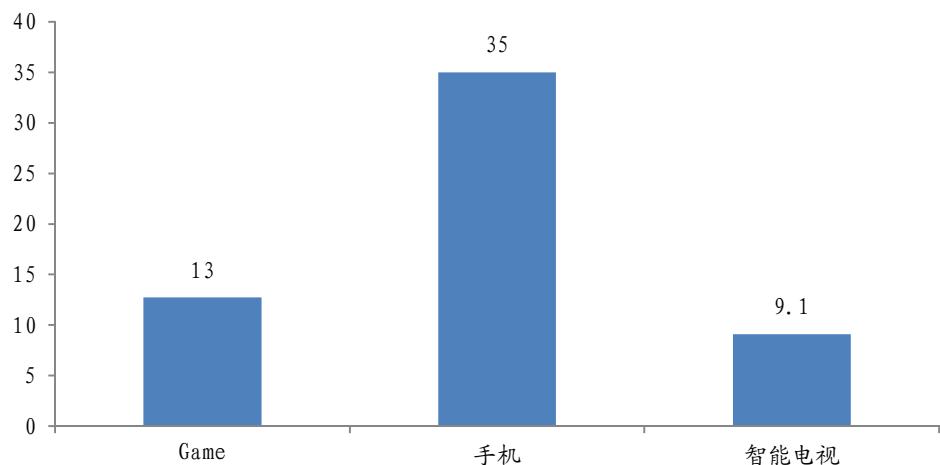
图表6：现有业务情况下，模组业务增长情况

	2012	2013E	2014E	2015E
iPhone	136	154.67	179.59	208
iPad	66	78	92.00	109
苹果	90.7	104.7	122.2	142.7
Kindle Fire HD	5.0	7.0	10.0	12.0
Sony		3.0	10.0	14.0
其他	22.2	24.4	26.9	29.6
合计	117.890	139.2	169.1	198.2
YoY		18.0%	21.5%	17.2%

来源：国金证券研究所

注：公司在 iPhone 与 iPad 中份额占比分别为 45%与 40%

图表7：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

- 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8：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
Ski-Goggle	Smith+Recon	眼镜类	已经发布
其他Glass		眼镜类	LG、索尼、三星等
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
Amiigo		手镯	
Pebble		手表	已经发布
iWatch	苹果	手表	预计14年发布
inWatch	映趣科技	手表	已经发布

来源：国金证券研究所

## 估值与投资建议

- 我们下调公司 13-15 年 EPS 预测到 0.671 元、0.798 元、0.945 元，净利润率分别同比增长 6.78%、18.90%、18.42%；目前市场对于电子板块偏于谨慎，加上公司业绩不达预期，预计股价将会出现一定的回落。

图表9: 公司未来收入情况

	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入 单位: 百万元				
通讯类	4,919.74	5,888.93	8,309.87	9,639.45
增长率	7.43%	19.70%	41.11%	16.00%
电脑及存储类	3,192.53	4,914.62	6,814.50	8,610.89
增长率	36.33%	53.94%	38.66%	26.36%
电脑类	2,123.88	3,568.12	4,924.01	6,228.87
增长率	75.62%	68.00%	38.00%	26.50%
存储类	1,068.65	1,346.50	1,890.49	2,382.02
增长率	-5.63%	26.00%	40.40%	26.00%
消费电子类	1,898.17	2,209.47	2,250.35	2,291.98
增长率	-18.89%	16.40%	1.85%	1.85%
工业类	2,073.89	2,284.59	2,350.85	2,419.02
增长率	22.87%	10.16%	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%
主营收入	13,315.67	16,676.40	21,286.56	24,729.68
其他业务	19.62	21.59	22.66	23.80
营业收入	13,335.29	16,697.99	21,309.23	24,753.48
毛利率				
通讯类	8.38%	7.50%	7.80%	7.70%
电脑及存储类	16.04%	16.00%	15.32%	15.26%
电脑类	14.48%	13.00%	13.95%	13.90%
存储类	19.14%	19.00%	18.90%	18.80%
消费电子类	10.10%	11.00%	10.80%	10.50%
工业类	17.28%	17.20%	17.10%	17.00%
汽车类	11.89%	10.50%	10.30%	10.20%
其他类	31.36%	37.00%	37.00%	37.00%
主营	12.44%	12.43%	12.14%	12.13%
其他业务	52.72%	50.00%	50.00%	50.00%
综合	12.50%	12.48%	12.18%	12.16%
毛利润				
通讯类	412.3	441.7	648.2	742.2
电脑及存储类	512.1	786.3	1044.2	1313.6
电脑类	307.5	463.9	686.9	865.8
存储类	204.5	255.8	357.3	447.8
消费电子类	191.7	243.0	243.0	240.7
工业类	358.4	392.9	402.0	411.2
汽车类	124.9	119.1	127.6	138.1
其他类	56.8	90.5	119.1	153.5
主营	1656.13	2073.61	2584.16	2999.28
其他业务	10.35	10.79	11.33	11.90
综合	1666.48	2084.41	2595.49	3011.18

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
<b>主营业务收入</b>	<b>13,708</b>	<b>12,708</b>	<b>13,335</b>	<b>16,555</b>	<b>19,652</b>	<b>23,367</b>	货币资金	1,749	1,275	1,093	1,114	1,553	2,944
增长率	-7.3%	4.9%	24.1%	18.7%	18.9%		应收款项	3,073	2,532	3,727	3,720	4,317	4,941
<b>主营业务成本</b>	<b>-12,136</b>	<b>-11,244</b>	<b>-11,671</b>	<b>-14,662</b>	<b>-17,406</b>	<b>-20,701</b>	存货	1,578	1,382	1,729	2,009	2,432	2,949
%销售收入	88.5%	88.5%	87.5%	88.6%	88.6%	88.6%	其他流动资产	34	52	396	437	446	60
<b>毛利</b>	<b>1,572</b>	<b>1,464</b>	<b>1,665</b>	<b>1,893</b>	<b>2,246</b>	<b>2,666</b>	流动资产	6,434	5,241	6,945	7,280	8,748	10,894
%销售收入	11.5%	11.5%	12.5%	11.4%	11.4%	11.4%	%总资产	83.2%	84.5%	85.4%	86.3%	89.5%	93.4%
<b>营业税金及附加</b>	<b>0</b>	<b>-9</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	1,201	891	1,114	1,111	986	719
<b>营业费用</b>	<b>-250</b>	<b>-235</b>	<b>-211</b>	<b>-248</b>	<b>-295</b>	<b>-351</b>	%总资产	15.5%	14.4%	13.7%	13.2%	10.1%	6.2%
%销售收入	1.8%	1.8%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	无形资产	46	28	31	37	42	46
<b>管理费用</b>	<b>-698</b>	<b>-672</b>	<b>-684</b>	<b>-828</b>	<b>-983</b>	<b>-1,168</b>	非流动资产	1,297	962	1,191	1,151	1,030	767
%销售收入	5.1%	5.3%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%	%总资产	16.8%	15.5%	14.6%	13.7%	10.5%	6.6%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>624</b>	<b>548</b>	<b>763</b>	<b>810</b>	<b>961</b>	<b>1,139</b>	<b>资产总计</b>	<b>7,730</b>	<b>6,202</b>	<b>8,136</b>	<b>8,431</b>	<b>9,778</b>	<b>11,661</b>
%销售收入	4.6%	4.3%	5.7%	4.9%	4.9%	4.9%	短期借款	1,362	908	1,148	0	0	0
<b>财务费用</b>	<b>-34</b>	<b>-16</b>	<b>-11</b>	<b>-11</b>	<b>-11</b>	<b>-13</b>	应付款项	3,292	2,567	3,247	3,779	4,437	5,277
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动负债	359	197	179	419	462	550
<b>资产减值损失</b>	<b>34</b>	<b>-7</b>	<b>-19</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	5,013	3,673	4,573	4,198	4,899	5,827
<b>公允价值变动收益</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	260	421	76	76	76	76
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	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%	<b>负债</b>	<b>5,338</b>	<b>4,142</b>	<b>4,693</b>	<b>4,274</b>	<b>4,975</b>	<b>5,903</b>
<b>营业利润</b>	<b>625</b>	<b>525</b>	<b>732</b>	<b>799</b>	<b>949</b>	<b>1,125</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,393</b>	<b>2,060</b>	<b>3,443</b>	<b>4,157</b>	<b>4,802</b>	<b>5,759</b>
营业利润率	4.6%	4.1%	5.5%	4.8%	4.8%	4.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>3</b>	<b>17</b>	<b>20</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>7,730</b>	<b>6,202</b>	<b>8,136</b>	<b>8,431</b>	<b>9,778</b>	<b>11,661</b>
<b>税前利润</b>	<b>628</b>	<b>542</b>	<b>752</b>	<b>803</b>	<b>954</b>	<b>1,130</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	4.6%	4.3%	5.6%	4.8%	4.9%	4.8%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>所得税</b>	<b>-89</b>	<b>-92</b>	<b>-116</b>	<b>-124</b>	<b>-147</b>	<b>-174</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.2%	17.0%	15.4%	15.4%	15.4%	15.4%	每股收益	0.596	0.497	0.629	0.671	0.798	0.945
<b>净利润</b>	<b>539</b>	<b>450</b>	<b>636</b>	<b>679</b>	<b>808</b>	<b>956</b>	每股净资产	2.644	2.276	3.403	4.109	4.747	5.692
净利润率	3.9%	3.5%	4.8%	4.1%	4.1%	4.1%	每股经营现金净流	0.733	1.009	-0.007	1.418	0.742	1.404
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>539</b>	<b>450</b>	<b>636</b>	<b>679</b>	<b>808</b>	<b>956</b>	每股股利	0.000	0.000	0.045	0.000	0.000	0.000
净利率	3.9%	3.5%	4.8%	4.1%	4.1%	4.1%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	22.53%	21.83%	18.47%	16.34%	16.82%	16.61%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	6.97%	7.25%	7.82%	8.06%	8.26%	8.20%
<b>净利润</b>	<b>539</b>	<b>452</b>	<b>647</b>	<b>679</b>	<b>808</b>	<b>956</b>	投入资本收益率	13.28%	13.35%	13.78%	16.19%	16.66%	16.51%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	208	220	210	248	270	292	主营业务收入增长率	28.26%	-7.30%	4.94%	24.14%	18.71%	18.90%
非经营收益	27	-33	25	46	0	0	EBIT增长率	67.70%	-12.08%	39.11%	6.16%	18.62%	18.51%
营运资金变动	-124	271	-889	461	-328	172	净利润增长率	71.68%	-16.58%	41.42%	6.78%	18.90%	18.42%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>650</b>	<b>909</b>	<b>-7</b>	<b>1,434</b>	<b>750</b>	<b>1,421</b>	总资产增长率	6.53%	-19.77%	31.18%	3.63%	15.97%	19.26%
资本开支	-242	-133	-414	-246	-144	-25	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	-847	1,574	-1	0	0	应收账款周转天数	80.6	79.5	84.6	80.0	78.0	75.0
其他	-54	0	0	0	0	0	存货周转天数	41.8	48.0	48.7	50.0	51.0	52.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-296</b>	<b>-979</b>	<b>1,160</b>	<b>-247</b>	<b>-144</b>	<b>-25</b>	应付账款周转天数	87.3	88.6	86.1	86.0	85.0	85.0
股权募资	0	0	773	0	-162	0	固定资产周转天数	31.4	25.1	29.7	20.7	14.4	9.2
债权募资	765	451	-111	-1,175	0	0	<b>偿债能力</b>						
其他	-1,063	-856	-83	9	-5	-5	净负债/股东权益	-5.38%	2.62%	3.79%	-24.99%	-30.77%	-49.80%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-297</b>	<b>-404</b>	<b>580</b>	<b>-1,166</b>	<b>-167</b>	<b>-5</b>	EBIT利息保障倍数	18.5	34.6	68.1	72.7	85.4	85.8
现金净流量	57	-474	1,733	22	439	1,390	资产负债率	69.05%	66.79%	57.68%	50.69%	50.88%	50.62%

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	2	3	3
增持	0	0	4	6	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.67	1.67	1.68

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
3	2013-07-30	增持	18.46	22.00 ~ 23.00
4	2013-08-25	增持	23.07	24.00 ~ 25.00

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认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](mailto: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](mailto: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](mailto: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