

得润电子 (002055.SZ) 元件行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

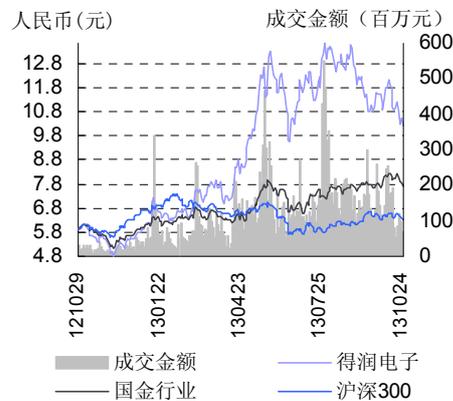
市价(人民币): 10.21元

汽车电子 + 可穿戴式, 子公司营收增长加速

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)	402.97
总市值(百万元)	42.32
年内股价最高最低(元)	13.64/4.80
沪深 300 指数	2368.56
中小板指数	5971.78



相关报告

1. 《全面进军汽车电子领域》, 2013.9.22
2. 《新业务拓展出现效益,未来看汽车连接器》, 2013.8.18
3. 《股权激励业绩改善,汽车连接器是新增长点》, 2013.4.18

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)	0.568	0.246	0.371	0.600	0.752
每股净资产(元)	5.27	2.83	3.05	3.55	4.20
每股经营性现金流(元)	-0.19	0.27	0.74	0.04	0.19
市盈率(倍)	34.88	23.31	27.51	17.01	13.59
行业优化市盈率(倍)	22.72	29.73	32.08	32.08	32.08
净利润增长率(%)	92.50%	-12.36%	50.71%	61.67%	25.24%
净资产收益率(%)	10.78%	8.69%	12.16%	16.89%	17.88%
总股本(百万股)	205.22	414.51	414.51	414.51	414.51

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 1389.95 百万元, 同比上涨 28.68%, 净利润为 95.09 百万元, 同比上涨 19.79%。前三季实现 EPS 0.229 元。

投资逻辑

- **盈利能力和费用管控进入正循环, 收购效益显现:** 1) 新并表子公司营收进入上行通道, 子公司整体营业收入前三季同比增长 46%。2) 子公司总体 Q3 单季净利润同比增长 35%, 新并表子公司运营初期净利润贡献较少, 投入收益将在明后两年实现。母公司 Q3 投资收益 1850 万来自于子公司上缴的分红, 加上上缴分红子公司 Q3 单季同比增长 35%, 前三季同比增长 18%, 呈现加速增长态势。3) 公司产品结构调整, 进入汽车和 FPC 领域, 毛利率稳定至 20% 左右。4) 费用管控较稳定, 高峰投入期已经过去。
- **汽车连接器+照明, 明后年将是业绩释放期:** 1) 在汽车产业方面, 公司完成了高端汽车市场的布局, 在国内汽车力求新的发展, 同时通过布局欧洲市场进入高端汽车电子配套市场。2) 得润电子以不超过 1.6 亿低价收购飞乐照明, 未来将整合飞乐照明的客户基础和汽车照明产品。
- **从电脑到消费电子连接器, 收购华麟技术进入 FPC 领域:** 公司不光深入研发 CPU 连接器, 还针对市场进入消费电子领域, 收购 FPC 公司切入未来可穿戴式设备或者消费电子的柔性连接器领域。华麟技术具有 COF 技术积累。

投资建议

- 我们预测公司 2013-2015 年分别可以实现 EPS 0.371 元, 0.600 元和 0.752 元, 增长速度分别为 50.71%, 61.67% 和 25.24%。鉴于公司在连接器行业的技术领先, 未来汽车连接器增长可期, 13-14 年 PE 为 27 和 17 倍, 仍然给予“买入”评级, 等待年底估值切换。

风险

- 汽车业务进展不顺利

内容目录

盈利能力和费用管控进入正循环，收购效益显现.....	3
前期费用投入开始实现回报，子公司盈利能力上升进入正循环.....	3
汽车连接器+照明，明后年将是业绩释放期.....	4
收购股权成立合资公司，切入国内外高端汽车市场.....	4
国内汽车照明增长速度高于40%，未来是百亿级市场.....	5
从电脑到消费电子连接器，收购华麟技术进入FPC领域.....	7
收购华麟技术进入FPC领域，从电脑转入消费电子连接器.....	7
盈利预测.....	7
附录：三张报表预测摘要.....	9

图表目录

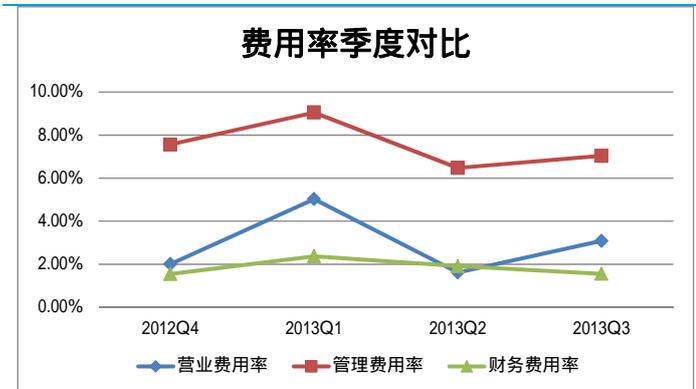
图表 1: 费用率变化情况.....	3
图表 2: 季度营收净利变化情况.....	3
图表 3: 单季度经营情况一览.....	3
图表 4: 汽车基本功能线束分布情况.....	5
图表 5: 汽车销售增速预测.....	5
图表 6: 丰田 LS400 轿车空气悬架电子控制系统.....	5
图表 7: LED 车灯渗透率.....	6
图表 8: 飞乐照明产品一览.....	7

盈利能力和费用管控进入正循环，收购效益显现

前期费用投入开始实现回报，子公司盈利能力上升进入正循环

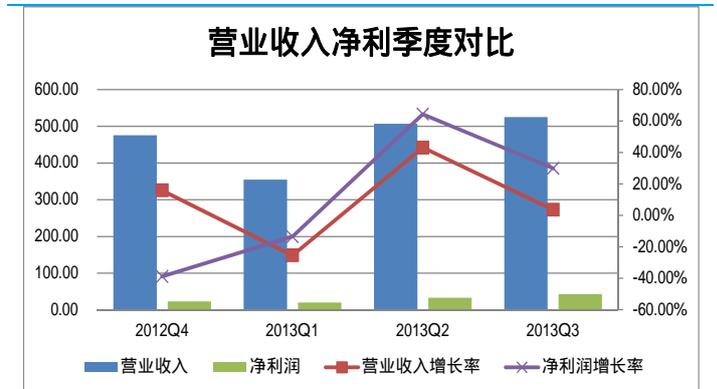
- 公司前三季度实现营业收入 1389.95 百万元，同比上涨 28.68%，净利润为 95.09 百万元，同比上涨 19.79%。前三季实现 EPS 0.229 元。
- 新并表子公司营收进入上行通道，子公司整体营业收入前三季同比增长 46%。公司前三季度实现营业收入近 14 亿元，子公司整体营业收入达到 8.4 亿元。今年新并表公司意大利 Plati 贡献收入超过 1 个亿，华麟技术仅 8, 9 月份并表收入 2000 多万，其他子公司营业收入也同比增长。
- 子公司总体 Q3 单季净利润同比增长 35%，新并表子公司营运初期净利润贡献较少，投入收益将在明后两年实现。母公司 Q3 投资收益 1850 万来自于子公司上缴的分红，加上上缴分红，子公司 Q3 单季同比增长 35%，前三季同比增长 18%，呈现加速增长态势。虽然 Plati 公司还略有亏损，华麟技术净利贡献有限，但是从经营管理来看，前期费用投入在营收上行通道启动后，明后年将贡献净利。
- 公司产品结构调整，毛利率稳定至 20%左右。公司原有业务家电连接器毛利率较低，随着公司今年对汽车领域，电脑领域和 FPC 等较高毛利率领域的拓展，整体业务的毛利率水平获得提升，更有助于公司今后毛利率水平的稳定。
- 费用管控较稳定，高峰投入期已经过去。公司费用率高峰在今年 1 季度，随着收购的子公司走向正轨，费用投入将逐渐减少，前期投入效益也将逐渐显现。

图表1: 费用率变化情况



来源: 国金证券研究所

图表2: 季度营收净利变化情况



图表3: 单季度经营情况一览

得润电子	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
营业收入	385.62	409.51	405.49	297.79	370.72	410.07	475.36	354.61	507.55	525.78
季度同比	75.05%	73.48%	25.41%	-3.70%	-3.86%	0.14%	17.23%	19.08%	36.91%	28.22%
季度环比	24.70%	6.20%	-0.98%	-26.56%	24.49%	10.61%	15.92%	-25.40%	43.13%	3.59%
毛利率	16.94%	20.86%	20.91%	20.25%	16.50%	20.06%	17.18%	21.95%	17.14%	21.27%
营业费用率	1.95%	1.85%	1.95%	2.94%	1.86%	2.16%	2.01%	5.03%	1.62%	3.08%
管理费用率	6.28%	4.97%	6.60%	8.22%	6.78%	5.67%	7.56%	9.05%	6.48%	7.04%
财务费用率	1.36%	1.45%	1.44%	1.14%	1.28%	0.95%	1.55%	2.37%	1.91%	1.56%
净利润	21.62	40.60	37.80	20.77	23.83	37.77	23.13	20.02	32.92	42.79
季度同比	360.83%	104.36%	31.83%	0.98%	10.21%	-6.97%	-38.82%	-3.61%	38.13%	13.29%
季度环比	5.13%	87.74%	-6.88%	-45.06%	14.74%	58.48%	-38.76%	-13.45%	64.44%	29.98%
净利润率	5.61%	9.91%	9.32%	6.97%	6.43%	9.21%	4.87%	5.65%	6.49%	8.14%

来源: iFinD 国金证券研究所 整理

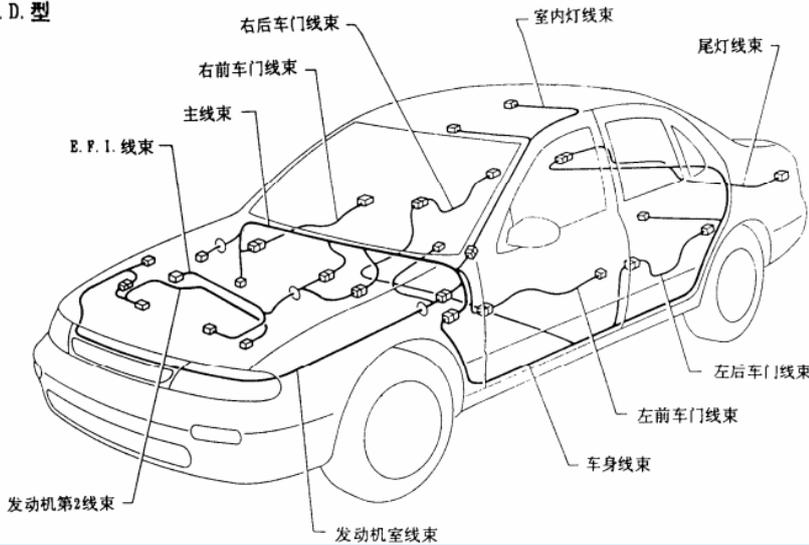
汽车连接器+照明，明后年将是业绩释放期

收购股权成立合资公司，切入国内外高端汽车市场

- 在汽车产业方面，公司完成了高端汽车市场的布局，在国内汽车力求新的发展，同时通过布局欧洲市场进入高端汽车电子配套市场。虽然天海收购失败，但是公司收购意大利柏拉蒂电子公司股权开拓欧洲市场，同时和德国 Kroschu 公司合资成立子公司切入一汽-大众的供应链，在高端汽车电子配套市场布局取得了开拓式的进展。
 - 公司注资柏拉蒂电子，布局欧美汽车市场。公司受让和注资柏拉蒂电子（深圳）和意大利柏拉蒂电子公司股权，分别掌握 75%和 51%的股权。柏拉蒂电子分别在中国，波兰和乌克兰设有子公司，涵盖消费电子、汽车行业、工业和电脑通信应用四大领域连接器，产品全部销往欧美地区。
 - 公司与德国 Kroschu 公司设立合资公司，切入一汽-大众国内高端汽车供应链。公司与 Kromberg & Schubert Eastern Asia AG 共同投资设立合资公司，被正式确定为即奥迪 A3 项目汽车线束批量供应商。合资公司已完成一汽-大众供应商资格认证，正式成为其战略供应商，并可为一汽-大众提供产品开发和配套。
 - 德国 Kroschu 公司是德国最大的专业汽车电子连接器及线束制造企业之一。公司是 Audi A3 发动机线束的原配供应商，长期为世界知名汽车品牌宝马、奔驰、一汽大众、奥迪、斯柯达、保时捷等提供优质服务，形成了稳定的长期合作关系，拥有行业领先的开发设计能力和先进的高端制造能力。
 - 公司还投资 1.55 亿元在合肥的汽车线束募投项目，该募投项目将在 2013 年底正式投产，有望在 2014 年正式贡献业绩。合肥得润公司一直致力于家电和汽车连接器的研究，已经成为江汽集团重要供应商。
- 汽车领域是连接器最大的市场，大约占 21.4%。平均每辆汽车需要约 102 美元的连接器。汽车行业对于连接器的需求量大，不考虑其他附加功能，仅具备电子锁车灯基本功能的情况下，单车对于连接器的需求量在 400 个左右，且随着功能的增多逐步增多；汽车连接件需求的增长也主要受到的两个因素驱动，其一是汽车销量持续增长，其二科技进步推动汽车电子设备增多，增大单车需求量的提升。
 - 根据国际汽车制造协会（OICA）预测，13 年全球汽车销量同比增长 3%，依然保持增长，我国汽车增速将达到 7%，较 12 年增速有了明显的提升，对中国增速做出相对高增长预测的主要原因有两个方面：其一国内千人汽车保有量仅在 80 辆左右，居民消费升级驱动消费量持续增长；其二国产汽车凭借性价比，销量持续增长。
 - 随着科技的进步，成本的下降，汽车附加功能逐步增加，包括传统意义上的随车音响、车载电视等娱乐设备，还有电子导航、电子悬挂、车身电子稳定系统（ESP）等功能的增加，另外电子防盗等安全性功能也逐步增多；该类电子设备（特别是后两种）需要较多传感器，以及执行装置，并需要设备处理系统与车载电脑配合，在加上电力供应，对于连接器的需求量较大，将明显提升单车对于连接器的需求量。

图表4: 汽车基本功能线束分布情况

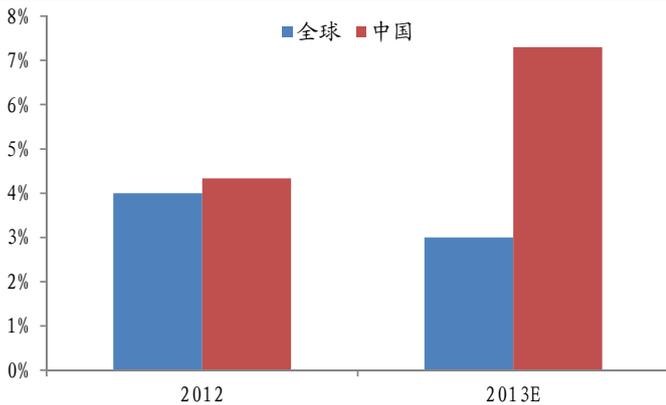
L. H. D. 型



	线束	连接器
主线束	59	109
发动机室线束	39	72
车身线束	20	36
左前车门线束	10	18
左后车门线束	5	9
右前车门线束	14	26
右后车门线束	5	9
室内灯线束	6	11
尾灯线束	9	17
E.F.I. 线束	16	29
发动机第2线束	23	40
合计	206	376

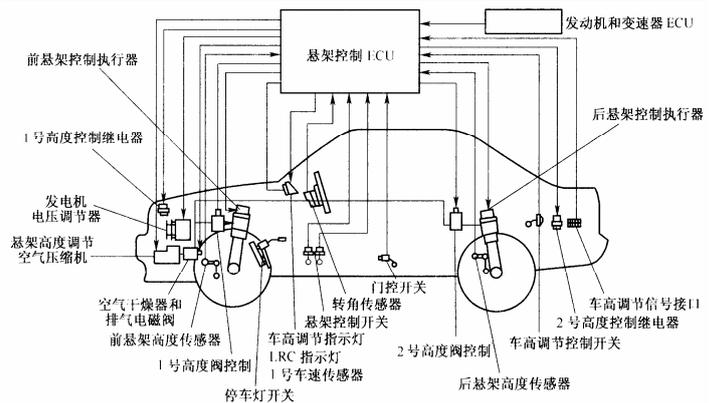
来源: 公开资料, 国金证券研究所

图表5: 汽车销售增速预测



来源: 国金证券研究所, OICA, 互联网,

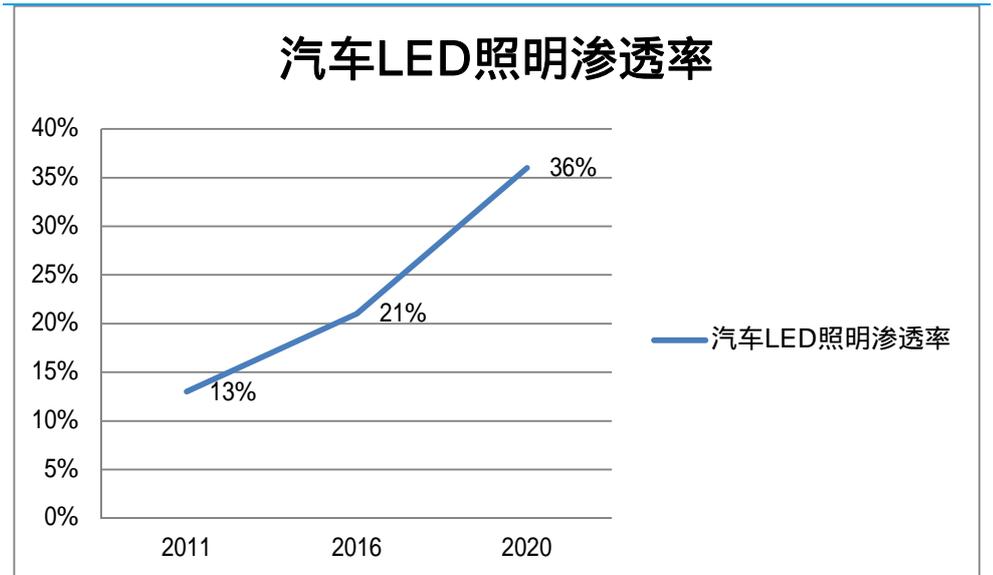
图表6: 丰田LS400轿车空气悬架电子控制系统



国内汽车照明增长速度高于 40%，未来是百亿级市场

- 随着国产汽车销量的增长，相关汽车配件如 LED 汽车照明市场也随之蓬勃发展，并且随着 LED 照明市场渗透率的提高，近两年 LED 车灯市场增速高达 40% 以上，成为百亿级市场。
- 2012 年我国汽车产销分别为 1927.18 万辆和 1930.64 万辆，同比分别增长 4.6% 和 4.3%，带动着相关汽车配件行业蓬勃发展，其中 LED 汽车照明的增长幅度是产销量总和的近 10 倍。2010 年以前国内 LED 汽车照明市场平均增长率为 13%，而近两年 LED 车灯市场增速高达 40% 以上，去年国内汽车照明市场更是突破 200 亿元人民币。

图表7: LED 车灯渗透率



来源: 麦肯锡 国金证券研究所 整理

低估值收购飞乐照明，未来整合提升价值

- 飞乐照明具有良好客户基础和 LED 汽车照明的产能基础。得润电子以不超过 1.6 亿收购飞乐照明，未来将整合飞乐照明的客户基础和汽车照明产品，以现有收购价来说，飞乐照明以低估值收购。
 - 飞乐照明在汽车照明系统方面经过多年的运营，形成了一定规模，具备与一流整车厂同步开发的技术能力，发展并稳固了一汽夏利、一汽解放、一汽轿车、广汽本田、东风本田等国内知名汽车品牌客户，将成为得润电子进军汽车电子与连接器的重要基础。
 - 飞乐照明价值被低估，对于得润电子来说是低价收购。飞乐照明具备 100 万辆/年的生产能力，以单车 LED 照明 2000-3000 元/台来测算，明年预估净利润可以达到 2000-3000 万。以不超过 1.6 亿元收购价格来算，相当于 8 倍 PE 收购。
- 飞乐照明产品线涵盖多种汽车照明领域：车内照明，车外照明，甚至包括难度最高的车前灯。通过飞乐汽车照明的实力，公司有望进一步提升其在乘用车供应链中单车的产值，原先得润仅供应总线控制，实现收入 3000 元/台，若加上汽车照明收入，则可提高至 6000 元/台，协同效益未来将会体现。

图表8: 飞乐照明产品一览

			
092F 三厢后组合灯	广州本田侧转向灯	广州本田牌照灯	广州本田项目前雾灯
			
天津一汽夏利 VELA 前灯	天津一汽夏利 N5 尾灯	091 三厢高位制动灯	092F 两厢后组合灯

来源: 飞乐照明官网 国金证券研究所

从电脑到消费电子连接器，收购华麟技术进入 FPC 领域

收购华麟技术进入 FPC 领域，从电脑转入消费电子连接器

- 公司不光深入研发 CPU 连接器，还针对市场进入消费电子领域，收购 FPC 公司切入未来可穿戴式设备或者消费电子的柔性连接器领域。公司收购华麟技术，获得从事 FPC 生产经营的全部机器设备、实物资产、专有技术和相关资质、客户及供应商关系等。
 - 深圳市得润电子股份有限公司以人民币 7,200 万元价格收购深圳市华大电路科技有限公司所持有的深圳华麟电路技术有限公司 45% 的股权、公司全资子公司得润电子有限公司以折合人民币 4,000 万元的价格收购陈新兰所持有的华麟技术 25% 的股权。公司共计投入 11,200 万元，持有华麟技术 70% 的股权。
 - 华麟技术具有 COF 技术积累。COF 柔性封装基板作为 PCB 行业的重要高端分支产品，主要起承载 IC 芯片、电路连通、绝缘支撑的作用 COF 产品是用 COF 柔性封装基板作为载体，将半导体芯片直接封装在柔性基板上形成的封装产品。
 - 由于可穿戴式设备需要在非常有限的空间内实现 Wifi、显示、蓝牙甚至照相等多种功能，对封装可靠性、轻薄性的要求非常高。此外，未来手机也有可能向柔性显示方向发展。由于 COF 具有轻薄短小，可挠曲以及卷对卷生产的特性（也是其它传统的封装方式所无法达成的），COF 产品在这些领域的渗透率有较大的提升空间。

盈利预测

- 我们依旧维持 2013-2014EPS 粉笔为 0.37,0.60 元。虽然 2013 年报表 EPS 为 0.37 元，但其收购公司仅贡献几个月净利润，若全年并表，则 2013 年 EPS 将为 0.40 元。我们短期给予 15 元目标价，相当于 2014 年 25 倍估值，继续维持“买入”评级。

- 我们预测公司 2013-2015 年分别可以实现 EPS 0.371 元，0.600 元和 0.752 元，增长速度分别为 50.71%，61.67%和 25.24%。鉴于公司在连接器行业的技术领先，未来汽车连接器增长可期，虽然目前估值略高，我们认为长期仍然给予“买入”评级，等待年底估值切换。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	1,554	1,831	2,618	3,513
增长率	2.9%	17.8%	43.0%	34.2%
主营业务成本	-1,269	-1,479	-2,075	-2,778
% 销售收入	81.6%	80.8%	79.3%	79.1%
毛利	285	352	542	734
% 销售收入	18.4%	19.2%	20.7%	20.9%
营业税金及附加	-8	-8	-12	-15
% 销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-34	-38	-54	-79
% 销售收入	2.2%	2.1%	2.1%	2.3%
管理费用	-109	-118	-168	-243
% 销售收入	7.0%	6.4%	6.4%	6.9%
息税前利润 (EBIT)	135	188	309	397
% 销售收入	8.7%	10.3%	11.8%	11.3%
财务费用	-19	-4	-4	-4
% 销售收入	1.2%	0.2%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-4	-4	-8	-13
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	111	180	296	379
营业利润率	7.1%	9.8%	11.3%	10.8%
营业外收支	12	8	8	7
税前利润	123	188	304	386
利润率	7.9%	10.3%	11.6%	11.0%
所得税	-17	-29	-46	-63
所得税率	14.0%	15.2%	15.2%	16.4%
净利润	105	159	258	323
少数股东损益	3	6	9	11
归属于母公司的净：	102	154	249	312
净利率	6.6%	8.4%	9.5%	8.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	105	159	258	323
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	67	82	105	120
非经营收益	14	0	-4	-3
营运资金变动	-75	64	-340	-360
经营活动现金净流	112	305	18	80
资本开支	-98	-178	-116	-80
投资	-36	-1	0	0
其他	7	0	0	0
投资活动现金净流	-127	-179	-116	-80
股权募资	15	-24	0	0
债权募资	-11	214	144	46
其他	-39	-2	-46	-46
筹资活动现金净流	-36	187	98	0
现金净流量	-51	314	0	0

资产负债表 (人民币百万元)

	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	267	581	581	581
应收款项	1,062	1,115	1,598	2,159
存货	368	317	445	617
其他流动资产	15	27	32	42
流动资产	1,711	2,041	2,657	3,399
% 总资产	72.3%	72.9%	77.2%	81.6%
长期投资	4	5	4	4
固定资产	580	689	713	689
% 总资产	24.5%	24.6%	20.7%	16.5%
无形资产	66	62	67	72
非流动资产	654	758	786	767
% 总资产	27.7%	27.1%	22.8%	18.4%
资产总计	2,366	2,799	3,443	4,166
短期借款	362	580	724	769
应付款项	675	755	1,022	1,392
其他流动负债	43	86	104	129
流动负债	1,080	1,422	1,850	2,290
长期贷款	59	59	59	60
其他长期负债	4	0	0	0
负债	1,143	1,480	1,909	2,350
普通股股东权益	1,175	1,265	1,472	1,743
少数股东权益	48	53	62	74
负债股东权益合计	2,366	2,799	3,443	4,166

比率分析

	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标				
每股收益	0.246	0.371	0.600	0.752
每股净资产	2.835	3.052	3.552	4.204
每股经营现金净流	0.269	0.736	0.044	0.193
每股股利	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率				
净资产收益率	8.69%	12.16%	16.89%	17.88%
总资产收益率	4.32%	5.50%	7.22%	7.48%
投入资本收益率	7.04%	8.15%	11.29%	12.55%
增长率				
主营业务收入增长率	2.92%	17.81%	42.98%	34.19%
EBIT增长率	-19.22%	39.82%	64.04%	28.59%
净利润增长率	-12.36%	50.71%	61.67%	25.24%
总资产增长率	14.04%	18.31%	23.03%	20.99%
资产管理能力				
应收账款周转天数	121.1	107.0	107.4	111.8
存货周转天数	89.0	78.5	79.1	82.2
应付账款周转天数	102.5	99.7	97.0	99.7
固定资产周转天数	129.4	130.1	92.8	65.9
偿债能力				
净负债/股东权益	12.55%	4.38%	13.12%	13.61%
EBIT利息保障倍数	6.9	46.2	75.8	96.7
资产负债率	48.31%	52.89%	55.43%	56.41%

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	1	6	12
增持	0	0	3	6	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.75	1.56	1.44

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 2012-03-20	增持	9.08	21.38 ~ 21.38
2 2012-04-05	增持	8.57	20.00 ~ 20.00
3 2013-04-18	买入	8.48	10.68 ~ 10.68
4 2013-08-18	买入	12.70	N/A
5 2013-09-22	买入	11.00	15.00 ~ 15.00

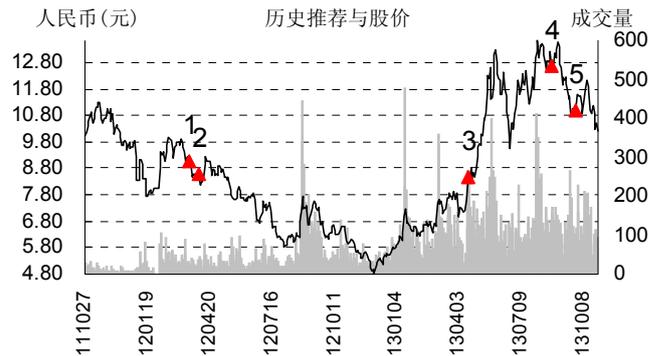
来源：国金证券研究所

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