

海格通信 (002465.SZ)

其他通信设备行业

评级: 买入 维持评级

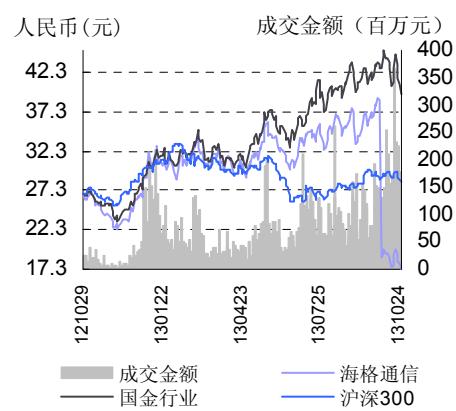
业绩点评

市价 (人民币): 17.30 元  
目标 (人民币): 22.32 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)	580.52
总市值(百万元)	115.05
年内股价最高最低(元)	39.05/17.30
沪深 300 指数	2368.56
中小板指数	5971.78



## 相关报告

- 《大国博弈加剧 看好中短期基本面拐点》, 2013.9.6
- 《业绩符合预期 看好做加法的军工巨头》, 2013.8.29
- 《软件退税如期下发 看好下半年多点启动》, 2013.7.2

邢开允 联系人  
(8621)61038223  
xingky@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009  
(8621)61038279  
zhangshuai@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.35	0.39	0.56	0.77	0.97
每股净资产(元)	12.86	13.41	14.26	15.49	17.08
每股经营性现金流(元)	-0.00	1.20	0.59	0.87	1.11
市盈率(倍)	49.33	44.34	31.02	22.59	17.80
行业优化市盈率(倍)	49.33	44.34	31.02	22.59	17.80
净利润增长率(%)	-3.29%	11.25%	40.91%	37.29%	26.93%
净资产收益率(%)	5.45%	5.82%	7.82%	9.89%	11.38%
总股本(百万股)	332.51	332.51	665.02	665.02	665.02

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 海格通信发布 2013 年三季报, 公司前三季度实现收入 3.21 亿元, 同比增长 15.42%; 实现归属净利润 4473 万元, 同比增长 14.23%。另外, 公司公告终止和北京华源嘉航关于合资成立广州海格嘉航的合作。

## 经营分析

- 收入较快增长同时费用控制较好: 公司前三季度累计收入增长 15.71%, 三季度单季增长 15.42%。考虑到公司军工订单主要在四季度结算、年初并表的摩诘业绩确定性较强, 因此我们认为公司完成全年收入增长目标的确定性较强。同时, 公司自去年四季度以来费用控制较好, 三季度单季管理费用、营业费用同比分别增长 13.73% 和 12.06%, 较往年大幅下降, 显示公司费用控制效果明显;
- 北斗军品多型号中标验证竞争力: 10 月 18 日公司公告中标国家特种设备主管单位卫星导航定位用户设备研制 4 个项目, 其中三个型号排名第一, 一个型号排名第三。海格此次中标再次证明公司在军工信息化领域的布局已经初见成效, 从上市时专注经营 60 年的军用无线电通信设备和无线电导航设备到如今横跨无线电台、卫星通信、卫星导航定位、频谱监测、模拟器材、军民用数字集群等众多产品线, 海格不但在各领域进行了布局, 北斗、卫星通信等新产品也逐步放量结出硕果, 成长逻辑逐步验证, 我们看好公司的长期增长潜力。
- 海格嘉航合作终止影响有限: 海格嘉航投资有限, 注册资金 2000 万元, 公司目前尚未验资及工商登记, 未纳入公司整体业绩预测范围内, 因此对公司当期业绩及未来发展影响有限。

## 盈利调整

- 我们维持公司 2013 年~2015 年的业绩预测, 即 3.71 亿元、5.09 亿元和 6.46 亿元, 同比分增长 40.91%、37.29% 和 26.83%, 对应 EPS 分别为 0.558 元、0.766 元和 0.972 元。

## 投资建议

- 重申公司“买入”评级, 给予公司 2013 年 40 倍估值, 对应目标价 22.32 元。自 2012 年底以来, 我们先后在 12 月 14 日、2013 年 1 月 11 日、9 月 5 日三度推荐海格通信, 基本把握到了关键的节奏点。我们在此重申公司的投资逻辑: 国有民营体制优势、60 年深耕军工领域的技术和市场积累、对市场需求的前瞻性把握、上市后募资 31.4 亿元的资金优势(年初两笔大额收购已经说明问题)等正在逐步验证, 继续看好公司的长期成长逻辑。

## 业绩简评

### 海格通信公告 2013 年三季报

- 海格通信发布 2013 年三季报，公司前三季度实现收入 3.21 亿元，同比增长 15.42%；实现归属净利润 4473 万元，同比增长 14.23%。另外，公司公告终止和北京华源嘉航关于合资成立广州海格嘉航的合作。

图表1：海格通信收入及增长（单位：百万元）



来源：国金证券研究所

图表2：海格通信 EPS 及增长（单位：元）

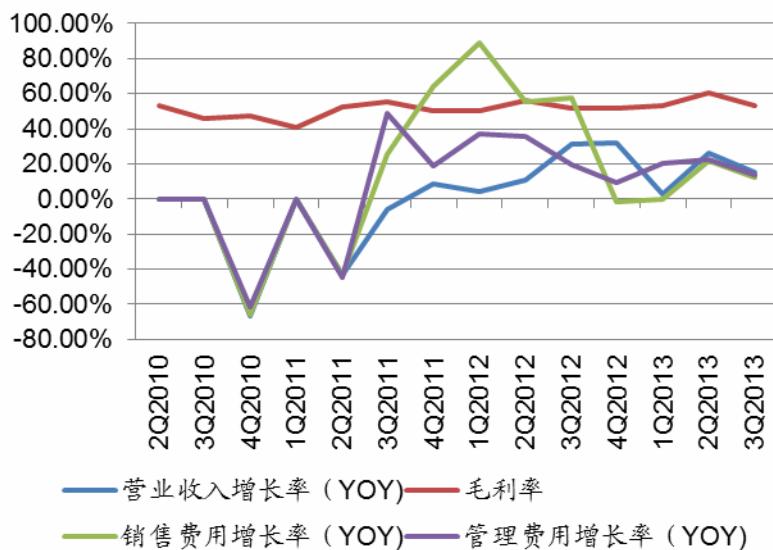


## 经营分析

### 收入较快增长同时费用控制较好

- 公司前三季度累计收入增长 15.71%，三季度单季增长 15.42%。考虑到公司军工订单主要在四季度结算、年初并表的爆发、摩洁业绩确定性较强，因此我们认为公司完成全年收入增长目标的确定性较强；
- 同时，公司自去年四季度以来费用控制较好，三季度单季管理费用、营业费用同比分别增长 13.73% 和 12.06%，较往年大幅下降，显示公司费用控制效果明显；

图表3：公司费用控制情况逐季变好



来源：国金证券研究所

### 北斗军品多型号中标验证竞争力

- 10月18日公司公告中标国家特种设备主管单位卫星导航定位用户设备研制4个项目，其中三个型号排名第一，一个型号排名第三。海格此次中标再次证明公司在军工信息化领域的布局已经初见成效，从上市时专注经营60年的军用无线电通信设备和无线电导航设备到如今横跨无线电台、卫星通信、卫星导航定位、频谱监测、模拟器材、军民用数字集群等众多产品线，海格不但在各领域进行了布局，北斗、卫星通信等新产品也逐步放量结出硕果，成长逻辑逐步验证，我们看好公司的长期增长潜力。

### 海格嘉航合作终止影响有限

- 海格嘉航投资有限，注册资金2000万元，公司目前尚未验资及工商登记，未纳入公司整体业绩预测范围内，因此对公司当期业绩及未来发展前景影响有限。

## 盈利预测和投资建议

### 盈利调整

- 我们维持公司2013年~2015年的业绩预测，即3.71亿元、5.09亿元和6.46亿元，同比分别增长40.91%、37.29%和26.83%，对应EPS分别为0.558元、0.766元和0.972元。

### 投资建议

- 重申公司“买入”评级，给予公司2013年40倍估值，对应目标价22.32元。自2012年底以来，我们先后在12月14日、2013年1月11日、9月5日三度推荐海格通信，基本把握到了关键的节奏点。我们在此重申公司的投资逻辑：国有民营体制优势、60年深耕军工领域的技术和市场积累、对市场需求的前瞻性把握、上市后募资31.4亿元的资金优势（年初两笔大额收购已经说明问题）等正在逐步验证，继续看好公司的长期成长逻辑。

### 风险提示

- 公司为军工企业，订单结算和确认周期普遍存在不确定性，建议投资者关注。

图表4: 海格通信收入预测 (单位: 百万元)

项目	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>通信产品</b>								
销售收入 (百万元)	727.35	740.91	711.18	689.98	847.63	1,079.56	1,395.13	1,824.53
增长率 (YOY)	#DIV/0!	1.86%	-4.01%	-2.98%	22.85%	27.36%	29.23%	30.78%
毛利率	56.30%	55.09%	54.77%	55.46%	55.62%	54.45%	53.91%	53.37%
销售成本 (百万元)	317.82	332.71	321.66	307.30	376.18	491.74	643.08	850.85
增长率 (YOY)	#DIV/0!	4.68%	-3.32%	-4.46%	22.41%	30.72%	30.78%	32.31%
毛利 (百万元)	409.53	408.20	389.51	382.67	471.45	587.82	752.05	973.69
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-0.32%	-4.58%	-1.76%	23.20%	24.68%	27.94%	29.47%
占总销售额比重	80.09%	79.19%	75.45%	71.01%	71.27%	65.82%	65.82%	67.68%
占主营业务利润比重	88.88%	87.56%	85.22%	79.44%	75.41%	67.03%	66.51%	67.96%
<b>导航</b>								
销售收入 (百万元)	30.67	27.70	44.93	40.76	141.46	242.56	344.12	436.50
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-9.67%	62.19%	-9.28%	247.02%	71.47%	41.87%	26.85%
毛利率	60.02%	57.32%	60.64%	61.34%	59.98%	59.50%	59.00%	58.50%
销售成本 (百万元)	12.26	11.82	17.69	15.76	56.61	98.24	141.09	181.15
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-3.59%	49.60%	-10.91%	259.24%	73.53%	43.62%	28.39%
毛利 (百万元)	18.41	15.88	27.25	25.00	84.85	144.33	203.03	255.35
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-13.72%	71.56%	-8.22%	239.32%	70.10%	40.67%	25.77%
占总销售额比重	3.38%	2.96%	4.77%	4.20%	11.89%	14.79%	16.24%	16.19%
占主营业务利润比重	3.99%	3.41%	5.96%	5.19%	13.57%	16.46%	17.96%	17.82%
<b>数字集群</b>								
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	69.15	86.93	14.56	17.47	22.71	29.53
增长率 (YOY)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	25.72%	-83.25%	20.00%	30.00%	30.00%
毛利率	0.00%	0.00%	11.59%	29.43%	56.20%	55.50%	55.00%	54.00%
销售成本 (百万元)	0.00	0.00	61.13	61.35	6.38	7.78	10.22	13.58
增长率 (YOY)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.35%	-89.61%	21.92%	31.46%	32.89%
毛利 (百万元)	0.00	0.00	8.01	25.58	8.18	9.70	12.49	15.94
增长率 (YOY)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	219.26%	-68.02%	18.51%	28.83%	27.64%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	7.34%	8.95%	1.22%	1.07%	1.07%	1.10%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	1.75%	5.31%	1.31%	1.11%	1.10%	1.11%
<b>民用产品及其他</b>								
销售收入 (百万元)	150.14	167.00	117.33	153.95	185.60	200.46	227.50	245.25
增长率 (YOY)	#DIV/0!	11.23%	-29.74%	31.21%	20.56%	8.00%	13.49%	7.80%
毛利率	21.85%	25.20%	27.52%	31.48%	32.69%	32.50%	32.00%	31.50%
销售成本 (百万元)	117.33	124.91	85.05	105.49	124.93	135.31	154.70	168.00
增长率 (YOY)	#DIV/0!	6.46%	-31.91%	24.04%	18.42%	8.31%	14.33%	8.59%
毛利 (百万元)	32.81	42.09	32.29	48.46	60.67	65.15	72.80	77.25
增长率 (YOY)	#DIV/0!	28.27%	-23.29%	50.10%	25.20%	7.38%	11.75%	6.12%
占总销售额比重	16.53%	17.85%	12.45%	15.84%	15.61%	12.22%	10.73%	9.10%
占主营业务利润比重	7.12%	9.03%	7.06%	10.06%	9.71%	7.43%	6.44%	5.39%
<b>模拟器</b>								
销售收入 (百万元)						100.00	130.00	160.00
增长率 (YOY)							30.00%	23.08%
毛利率						70.00%	69.50%	69.00%
销售成本 (百万元)						30.00	39.65	49.60
增长率 (YOY)							32.17%	65.33%
毛利 (百万元)						70.00	90.35	110.40
增长率 (YOY)							29.07%	57.71%
占总销售额比重							6.10%	6.13%
占主营业务利润比重							7.98%	7.99%
								7.71%
销售总收入 (百万元)	908.17	935.61	942.59	971.63	1189.25	1640.05	2119.46	2695.81
销售总成本 (百万元)	447.42	469.44	485.53	489.90	564.10	763.06	988.74	1263.17
毛利 (百万元)	460.75	466.17	457.06	481.72	625.15	876.99	1130.72	1432.64
平均毛利率	50.73%	49.83%	48.49%	49.58%	52.57%	53.47%	53.35%	53.14%

来源: 国金证券研究所

图表5：海格通信财务摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
<b>主营业务收入</b>	<b>966</b>	<b>1,000</b>	<b>1,189</b>	<b>1,640</b>	<b>2,119</b>	<b>2,696</b>							
增长率	1.7%	3.5%	19.0%	37.9%	29.2%	27.2%							
<b>主营业务成本</b>	<b>-487</b>	<b>-501</b>	<b>-564</b>	<b>-763</b>	<b>-989</b>	<b>-1,263</b>							
% 销售收入	50.4%	50.1%	47.4%	46.5%	46.7%	46.9%							
<b>毛利</b>	<b>479</b>	<b>498</b>	<b>625</b>	<b>877</b>	<b>1,131</b>	<b>1,433</b>							
% 销售收入	49.6%	49.9%	52.6%	53.5%	53.3%	53.1%							
<b>营业税金及附加</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>							
% 销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%							
<b>营业费用</b>	<b>-60</b>	<b>-79</b>	<b>-108</b>	<b>-131</b>	<b>-168</b>	<b>-211</b>							
% 销售收入	6.2%	7.9%	9.1%	8.0%	7.9%	7.8%							
<b>管理费用</b>	<b>-244</b>	<b>-295</b>	<b>-364</b>	<b>-451</b>	<b>-571</b>	<b>-712</b>							
% 销售收入	25.3%	29.5%	30.6%	27.5%	27.0%	26.4%							
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>171</b>	<b>121</b>	<b>150</b>	<b>290</b>	<b>385</b>	<b>501</b>							
% 销售收入	17.7%	12.1%	12.6%	17.7%	18.2%	18.6%							
<b>财务费用</b>	<b>0</b>	<b>58</b>	<b>55</b>	<b>75</b>	<b>69</b>	<b>69</b>							
% 销售收入	0.0%	-5.8%	-4.6%	-4.6%	-3.3%	-2.5%							
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>							
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>							
<b>投资收益</b>	<b>46</b>	<b>40</b>	<b>23</b>	<b>-2</b>	<b>52</b>	<b>67</b>							
% 税前利润	17.6%	14.7%	8.2%	n.a	8.7%	8.9%							
<b>营业利润</b>	<b>217</b>	<b>215</b>	<b>225</b>	<b>361</b>	<b>505</b>	<b>635</b>							
<b>营业利润率</b>	<b>22.5%</b>	<b>21.5%</b>	<b>18.9%</b>	<b>22.0%</b>	<b>23.8%</b>	<b>23.6%</b>							
<b>营业外收支</b>	<b>46</b>	<b>57</b>	<b>59</b>	<b>77</b>	<b>92</b>	<b>120</b>							
<b>税前利润</b>	<b>262</b>	<b>272</b>	<b>284</b>	<b>438</b>	<b>597</b>	<b>755</b>							
<b>利润率</b>	27.2%	27.2%	23.9%	26.7%	28.2%	28.0%							
<b>所得税</b>	<b>-20</b>	<b>-35</b>	<b>-23</b>	<b>-44</b>	<b>-60</b>	<b>-76</b>							
<b>所得税率</b>	7.5%	12.9%	8.1%	10.0%	10.0%	10.0%							
<b>净利润</b>	<b>243</b>	<b>237</b>	<b>261</b>	<b>394</b>	<b>538</b>	<b>680</b>							
<b>少数股东损益</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>23</b>	<b>28</b>	<b>33</b>							
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>241</b>	<b>233</b>	<b>259</b>	<b>371</b>	<b>509</b>	<b>646</b>							
<b>净利率</b>	25.0%	23.3%	21.8%	22.6%	24.0%	24.0%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
<b>净利润</b>	<b>243</b>	<b>237</b>	<b>261</b>	<b>394</b>	<b>538</b>	<b>680</b>							
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>							
<b>非现金支出</b>	<b>32</b>	<b>36</b>	<b>58</b>	<b>73</b>	<b>89</b>	<b>106</b>							
<b>非经营收益</b>	<b>-36</b>	<b>-36</b>	<b>-83</b>	<b>-75</b>	<b>-144</b>	<b>-187</b>							
<b>营运资金变动</b>	<b>-135</b>	<b>-236</b>	<b>164</b>	<b>-195</b>	<b>-195</b>	<b>-231</b>							
<b>经营活动现金净流</b>	<b>104</b>	<b>0</b>	<b>399</b>	<b>197</b>	<b>288</b>	<b>368</b>							
<b>资本开支</b>	<b>-32</b>	<b>-38</b>	<b>-644</b>	<b>-278</b>	<b>-258</b>	<b>-225</b>							
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>-118</b>	<b>-13</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>							
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>23</b>	<b>-2</b>	<b>52</b>	<b>67</b>							
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-32</b>	<b>-151</b>	<b>-633</b>	<b>-280</b>	<b>-206</b>	<b>-158</b>							
<b>股权募资</b>	<b>3,145</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>							
<b>债权募资</b>	<b>-252</b>	<b>21</b>	<b>-143</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>1</b>							
<b>其他</b>	<b>-64</b>	<b>-205</b>	<b>-1</b>	<b>-77</b>	<b>-88</b>	<b>-101</b>							
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>2,829</b>	<b>-184</b>	<b>-145</b>	<b>-79</b>	<b>-88</b>	<b>-100</b>							
<b>现金净流量</b>	<b>2,900</b>	<b>-334</b>	<b>-379</b>	<b>-162</b>	<b>-6</b>	<b>110</b>							
每股指标							回报率						
<b>每股收益</b>	<b>0.725</b>	<b>0.701</b>	<b>0.780</b>	<b>1.116</b>	<b>1.531</b>	<b>1.944</b>		<b>净资产收益率</b>	<b>5.67%</b>	<b>5.45%</b>	<b>5.82%</b>	<b>7.82%</b>	<b>9.89%</b>
<b>每股净资产</b>	<b>12.780</b>	<b>12.858</b>	<b>13.408</b>	<b>14.259</b>	<b>15.486</b>	<b>17.081</b>		<b>总资产收益率</b>	<b>5.10%</b>	<b>4.86%</b>	<b>5.20%</b>	<b>6.80%</b>	<b>8.39%</b>
<b>每股经营现金净流</b>	<b>0.312</b>	<b>0.000</b>	<b>1.200</b>	<b>0.591</b>	<b>0.866</b>	<b>1.107</b>		<b>投入资本收益率</b>	<b>3.67%</b>	<b>2.41%</b>	<b>3.06%</b>	<b>5.42%</b>	<b>6.61%</b>
<b>每股股利</b>	<b>0.600</b>	<b>0.600</b>	<b>0.230</b>	<b>0.265</b>	<b>0.304</b>	<b>0.350</b>		<b>增长率</b>					
								<b>主营业务收入增长率</b>	<b>1.74%</b>	<b>3.50%</b>	<b>18.97%</b>	<b>35.41%</b>	<b>29.23%</b>
								<b>EBIT增长率</b>	<b>-14.29%</b>	<b>-29.33%</b>	<b>23.76%</b>	<b>93.40%</b>	<b>32.93%</b>
								<b>净利润增长率</b>	<b>13.77%</b>	<b>-3.29%</b>	<b>11.25%</b>	<b>40.91%</b>	<b>37.29%</b>
								<b>总资产增长率</b>	<b>201.84%</b>	<b>1.39%</b>	<b>4.11%</b>	<b>9.27%</b>	<b>11.24%</b>
资产管理能力							偿债能力						
<b>应收账款周转天数</b>	<b>97.2</b>	<b>121.1</b>	<b>120.0</b>	<b>120.0</b>	<b>120.0</b>	<b>120.0</b>		<b>净负债/股东权益</b>	<b>-74.35%</b>	<b>-65.77%</b>	<b>-55.65%</b>	<b>-48.74%</b>	<b>-44.55%</b>
<b>存货周转天数</b>	<b>364.6</b>	<b>451.5</b>	<b>400.0</b>	<b>380.0</b>	<b>361.0</b>	<b>343.0</b>		<b>EBIT利息保障倍数</b>	<b>-445.6</b>	<b>-2.1</b>	<b>-2.7</b>	<b>-3.9</b>	<b>-5.6</b>
<b>应付账款周转天数</b>	<b>129.7</b>	<b>155.8</b>	<b>150.0</b>	<b>150.0</b>	<b>150.0</b>	<b>150.0</b>		<b>资产负债率</b>	<b>9.09%</b>	<b>9.86%</b>	<b>9.73%</b>	<b>11.81%</b>	<b>13.54%</b>
<b>固定资产周转天数</b>	<b>155.3</b>	<b>176.3</b>	<b>211.9</b>	<b>194.8</b>	<b>178.9</b>	<b>159.8</b>							

来源：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	1	1	5	7	9
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.04</b>

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 2012-07-25	增持	24.08	25.20 ~ 26.19
2 2012-10-30	增持	26.14	30.88
3 2012-12-19	买入	25.99	31.30
4 2013-01-08	买入	32.14	34.50
5 2013-03-31	买入	30.59	35.00 ~ 35.00
6 2013-07-02	买入	31.64	39.87 ~ 39.87
7 2013-08-29	买入	35.83	44.64 ~ 44.64
8 2013-09-06	买入	36.41	44.64 ~ 44.64

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