

## 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）：20.74 元

**系统模组 SIP 化开启，穿戴式时代率先受益**

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)	209.83
年内股价最高最低(元)	27.30/14.35
沪深 300 指数	2268.61
上证指数	2131.54



## 公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.640	0.558	0.727	0.922	1.118
每股净资产(元)	3.40	3.76	5.74	6.31	7.24
每股经营性现金流(元)	-0.01	1.31	0.57	0.62	1.26
市盈率(倍)	18.50	37.75	28.53	22.49	18.55
行业优化市盈率(倍)	55.07	52.06	50.70	50.70	50.70
净利润增长率(%)	43.29%	-12.84%	45.09%	26.85%	21.25%
净资产收益率(%)	18.80%	14.84%	12.66%	14.61%	15.45%
总股本(百万股)	1,011.72	1,011.72	1,126.16	1,126.16	1,126.16

来源：公司年报、国金证券研究所

## 相关报告

- 《苹果模组影响 3 季度业绩，看好明年业务拓展》，2013.10.24
- 《品牌提升价值，营销改革体现增长拉》，2013.8.25
- 《廉价 iPhone 与新客户拓展是最大看点》，2013.7.30

## 马鹏清

联系人

(8621)61038324  
mapq@gjzq.com.cn

## 陈平

联系人

(8621)61038285  
chenping@gjzq.com.cn

## 张帅

分析师 SAC 执业编号：S1130511030009

(8621)60230213  
zhangshuai@gjzq.com.cn

## 投资逻辑

- 公司发布公告，以不低于 18.03 元价格非公开发行不超过 11444 万股，募集 20.06 亿人民币，用于微小型化系统模组制造（简称系统模组，属于 SIP 技术）以及高传输高密度模组制造无线通信模块改造（简称模块改造）。
- **穿戴设备时代来临驱动系统模组市场化发展：**公司一直致力于系统级封装（SIP）的推广，无线模组在苹果系列产品中得到广泛的应用；随着穿戴式设备的到来，产品尺寸进一步缩小，对于零部件微小化的要求更高，公司在微小模组方面的技术优势领先全市场，获得先发优势为大概率事件；而系统模组的建造有望使得公司在产业链中的地位进一步前移至系统设计研发阶段；单品价值的提升也有望显著提升公司的营收与获利水平（预计单品 250 元左右，远超过通讯模组 40 元的定价）。
- 提前布局新一代无线标准产品，有望获得更高份额：随着智能化的逐步提升，消费者对于数据交互的需求也进一步增强，商用以及局域网大体量数据传输的需求大幅提升；公司率先布局新一代无线标准（802.11ac）产品的生产，将传输带宽理论值提升到了 6.93Gbps，10 倍于前代标准，正常使用也有望超过 1Gbps，及 128MB 的数据传输能力，也用于高清数据传输等应用，有望成为新一代高阶手机通讯芯片的标配，公司提前布局有望提升所占份额。
- **1 季度低谷已过，业绩逐步企稳回升：**公司公布前三月的收入情况，与去年基本持平，且 3 月收入与去年相比增长 9.3%，超出市场预期；1 季度淡季已经过去，技术改进带来的良率以及产品毛利率的下滑的问题基本得到解决，随着苹果新品备货等刺激因素，公司业绩有望呈现逐步回升的态势。

## 估值与投资建议

- 我们认为随着苹果 iWatch 推出时点的临近，穿戴式设备终于迎来硬件巨头的指引，成熟进程有望大幅加快。公司作为 SIP 技术的领先厂商，有望率先享受新品增长带来的红利。提升公司 14-17 年盈利预测为 0.77 元、0.89 元、1.03 元；若考虑募投项目贡献以及股份摊薄，对应 EPS 分别为 0.727 元、0.922 元、1.118 元，维持“增持”评级，目标价为 28 元，对应 30x15PE。

## 风险

- 公司产品生产销售低于预期。

## 内容目录

公司加快布局 SIP，穿戴式设备时代大有所为 .....	3
系统级封装解决摩尔定律瓶颈重要方案 .....	3
穿戴式设备时代来临，系统模组化大发展 .....	4
单品价值大幅提升，增厚业绩显著 .....	5
新一代 WiFi 标准将成为高阶手机标配 .....	6
802.11.ac 数据传输优势明显 .....	6
逐步替换现有模组产线 .....	6
经营低谷已过，全年业绩有望逐步转好 .....	7
估值与投资建议 .....	8
附录：三张报表预测摘要 .....	10

## 图表目录

图表 1：3D-Sip 示意图 .....	3
图表 2：Sip 下游应用分布 .....	3
图表 3：SIP 技术有助于解决摩尔定律瓶颈问题 .....	4
图表 4：智能手表 PCB 面积显著缩小 .....	4
图表 5：智能手表销售量预计 .....	5
图表 6：智能眼镜销售量预计 .....	5
图表 7：小型化系统模组产品情况预计 .....	5
图表 8：未消化系统可能包括的内容 .....	6
图表 9：全球 WiFi 终端出货量 .....	6
图表 10：WiFi 技术标准演进情况 .....	6
图表 11：新型 WiFi 标准项目相关测算 .....	7
图表 12：公司 3 月份营收超预期 .....	7
图表 13：公司季度营收情况 .....	8
图表 14：2014 年苹果新品推出情况预测 .....	8
图表 15：公司主要经营情况 .....	9

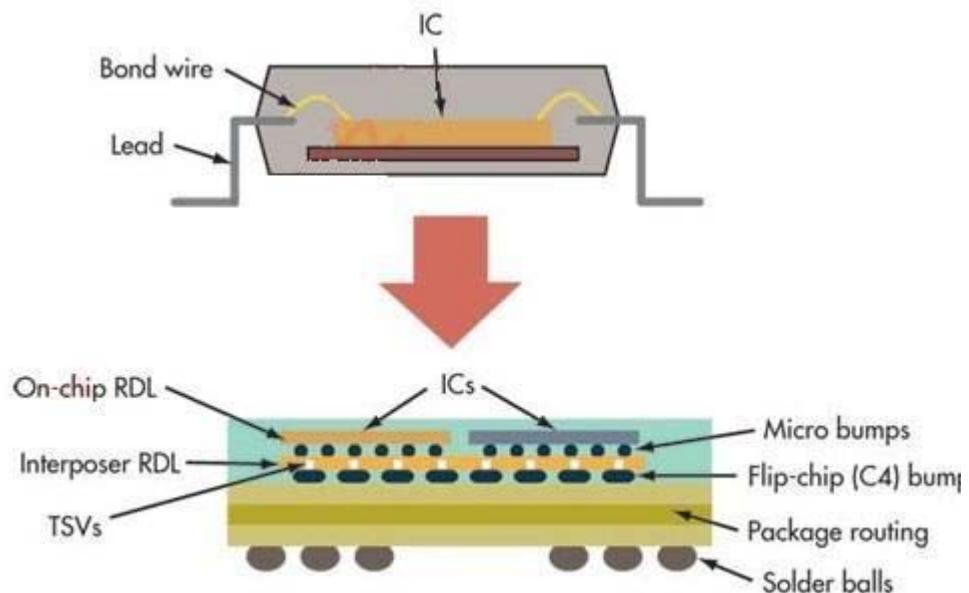
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

## 公司加快布局 SIP，穿戴式设备时代大有所为

### 系统级封装解决摩尔定律瓶颈重要方案

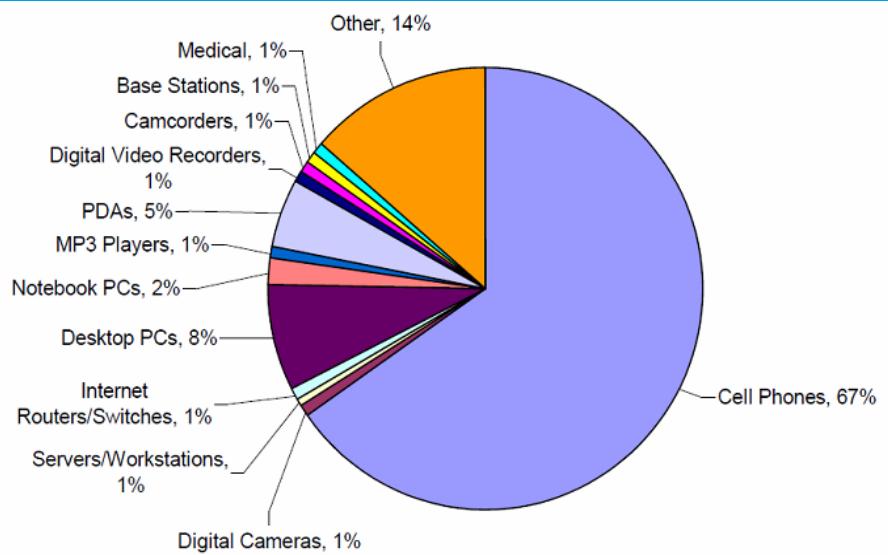
- 系统级封装简单来讲，就是将不同功能芯片、元器件按照一定的排布方式，集成在单一一个封装内，成为具备完整的、不同功能的模块。由于具备不同功能的芯片、元器件集成在一起，该功能模块的所占面积较单独安装在 PCB 板上有了明显的下降。
- 目前系统级封装在电子产品中有了广泛的应用，包括存储、PC 芯片组、手机通讯模组等都是通过 SIP 技术快速实现小型化与多功能化，尤其是智能手机，高端手机轻薄化趋势下，对于功能器件模组化、小型化的需求非常高。

图表1：3D-Sip 示意图



来源：国金证券研究所

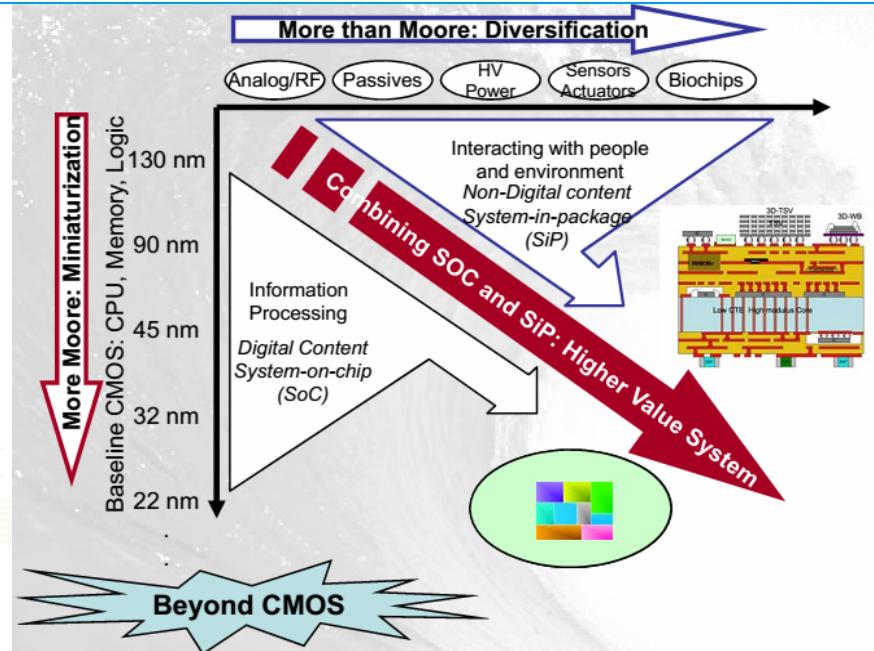
图表2：Sip 下游应用分布



来源：国金证券研究所。ETP、IEK

- 随着硅晶圆制程的进一步提升，线宽已经基本临近极限，摩尔定律面临极大的挑战，研发投入与获益情况比例失衡非常明显。而 SIP 有助于实现功能模块的小型化，提供发挥芯片正常功能的电气化性能支撑。

图表3: SIP 技术有助于解决摩尔定律瓶颈问题



来源：国金证券研究所, ITRS

### 穿戴式设备时代来临，系统模组化大发展

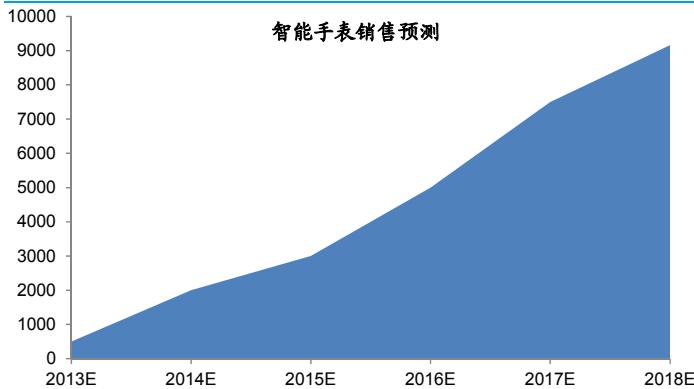
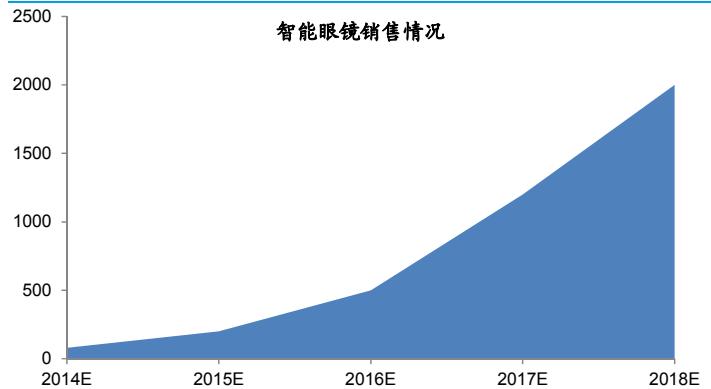
- 公司一直以来致力于 SIP 模组的发展，智能手机尤其是 iPhone 对于轻薄化的要求极高，也推升了公司在智能手机时代无线通讯模组的辉煌。公司曾经就手机系统全部模块化进行了相应的研究，能够减少占 PCB 面积 60%以上。
- 考虑到 iWatch 手表类产品尺寸在 2 英寸左右，穿戴式设备对于小型化的需求更加迫切。而 SIP 也可以满足小型化的需求。

图表4: 智能手表 PCB 面积显著缩小



来源：国金证券研究所, iFixit

- 14 年将是穿戴式设备正式启动的一年，犹如 07 年的 iPhone 初代产品问世，iWatch 有望成为时代的引领者，加上谷歌方面 Google Glass 等产品的日益成熟，巨头的示范作用，将显著加快产品的成熟进程。
- 预计 14 年智能手表销售量在 2000 万台左右，预计一半左右的销售由苹果的 iwatch 贡献。而 Google Glass 类产品也将经历逐步成熟的进程，出货量稳步提升。

**图表5：智能手表销售量预计**

**图表6：智能眼镜销售量预计**


来源：国金证券研究所

### 单品价值大幅提升，增厚业绩显著

- 公司非定向增发项目中，微小型化系统模组制造项目，以 90% 产能利用率计算，预计单品价值在 268.7 元，不考虑产能利用率，单品价值也有 241.8 元，远高于模组产品 40 元的售价水平。
- 预计毛利率情况与现有模组的规模基本相同，甚至会高出 1-2 个百分点。

**图表7：小型化系统模组产品情况预计**

满产产能	3600 万块
内部收益率	26.37%
投资回收期	3.73 年
满产年收入	87.06 亿元
单品价值	268.7 元

	2014	2015	2016	2017
实现产能	31%	80%	90%	100%
预计产能情况	15.5%	56%	85%	95%
产能利用率	100%	80%	70%	90%
产量	558	1598.4	2142	3078
收入	149937	429496	575563	827070
预计毛利情况	8.2%	8.2%	8.50%	8.70%

来源：国金证券研究所

- 根据物料情况，估计未消化系统模组包括存储、AP、无线通讯、部分传感器、以及电源管理构成，合计成本在 36 美金左右

图表8：未消化系统可能包括的内容

	iPhone	微小化系统模组
Memory	20	5
Processor	17.5	17.5
WIAN/BT/FM/GPS	5	5
User Interface& Sensors	6.5	3.25
Power Management	8	6
合计	57	36.8

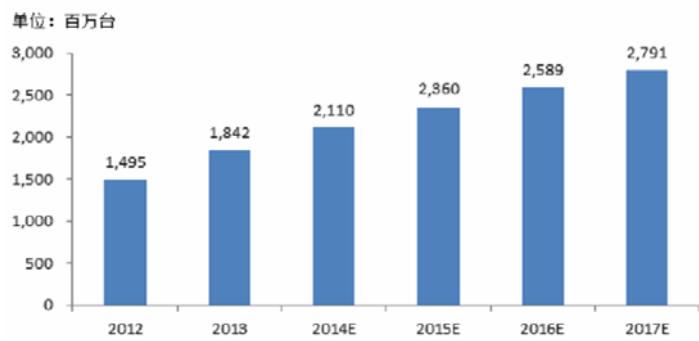
来源：国金证券研究所

## 新一代 WiFi 标准将成为高阶手机标配

### 802.11.ac 数据传输优势明显

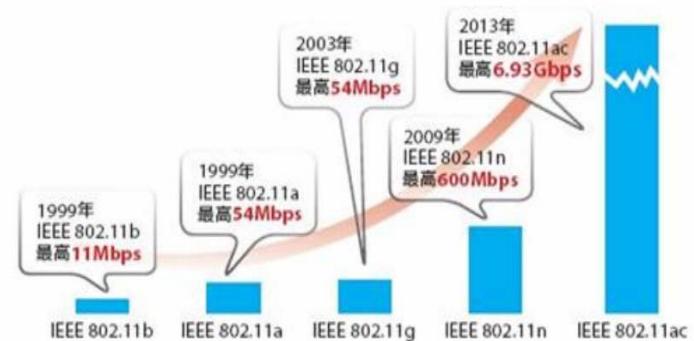
- 与 IEEE 802.11n 标准相比，IEEE 802.11ac 在数据传送方面有重大飞跃。IEEE 802.11ac 专门为 5GHz 频段设计，国内使用 5GHz 频段的设备很少，干扰大为降低，信号质量会有显著提升。此外，IEEE 802.11ac 标准可以改变当前 Wi-Fi 传输速度慢的格局，5GWi-Fi 下载速度可以达到 1Gbps，峰值每秒可传输 128MB 的数据，可以支持超高清视频。
- 低能耗。使用 802.11ac 的设备将拥有更长的电池续航能力。采用 IEEE 802.11ac 模组的移动设备将更快地接入和退出 Wi-Fi 信道，需要更少的电耗。更高效的网络使用意味着更少的“每比特电耗”，以及更好的电池寿命
- 随着商用无线以及局域网数据分享的兴起，消费者对于无线网络数据传输的带宽要求也逐步提升。预计 802.11ac 标准将率先成为高阶智能手机标配，公司率先布局，有助于提升公司在高阶智能手机市场份额的提升。

图表9：全球 WiFi 终端出货量



来源：国金证券研究所,公司公告

图表10：WiFi 技术标准演进情况



### 逐步替换现有模组产线

- 公司率先布局 802.11ac 有助于获得更多的市场份额，公司此项目主要用于现有生产线的技术替换，将在未来 2-3 年内陆续实现对现有产能与产品线的替代，由于 SMT 不同制程之间设备具有很强的通用性，原通讯模组的生产线将逐步向下替换用于公司其他业务的拓展。

**图表11：新型 WiFi 标准项目相关测算**

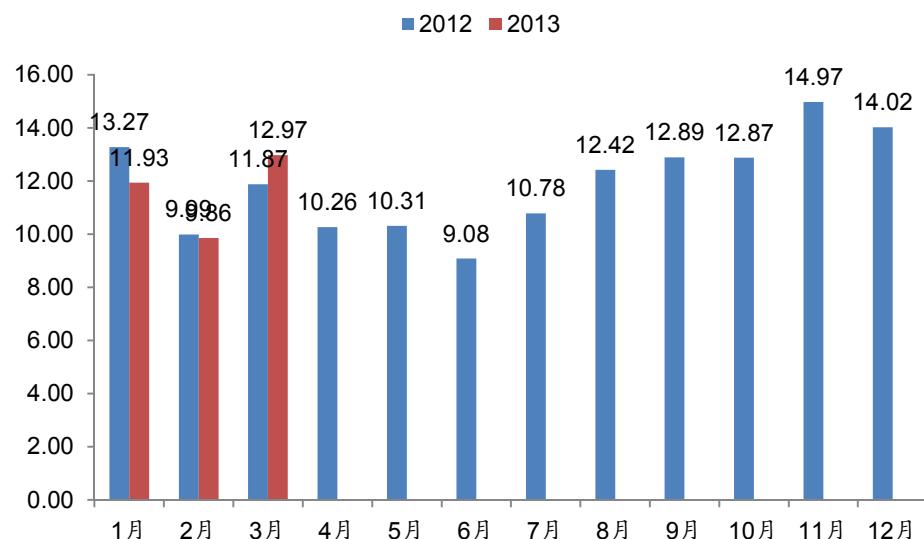
目标产能	9720 万片
内部收益率	28.87%
投资回收期	3.27 年
年收入	34.65 亿元
单品价值	39.6 元

	2014	2015	2016	2017
实现产能	32%	90%	100%	100%
年内产能	16%	61%	95%	100%
产能利用率	100%	80%	70%	90%
产量	1555.2	4743.36	6463.8	8748
收入	61600	187880	256025	346500
预计毛利情况	8.6%	9.1%	9.6%	9.6%

来源：国金证券研究所

### 经营低谷已过，全年业绩有望逐步转好

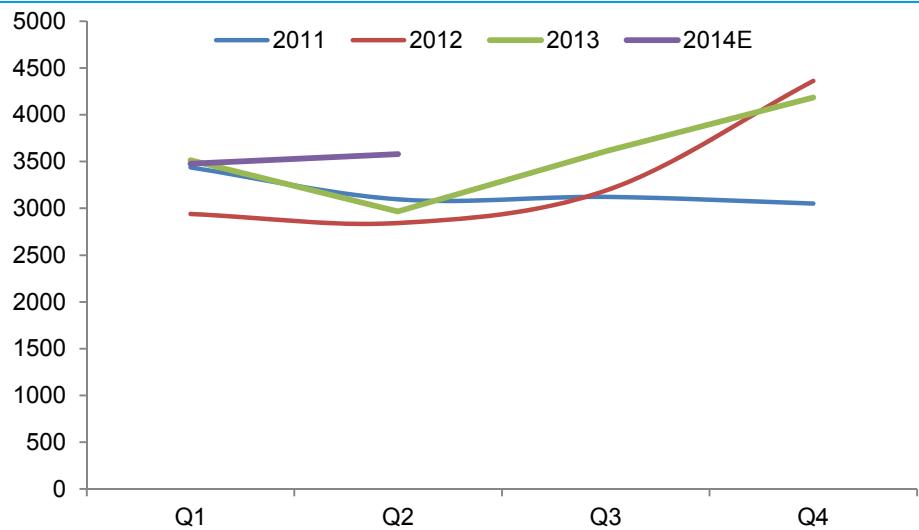
■ 受到智能机增速下降影响，市场对于 1 季度手机产业链公司业绩预期偏负面，14 年 1 季度公司整体经营情况较为平稳，尤其是 3 月份收入同比增长超过 9%，最终 1 季度收入规模与去年同期基本持平。超出市场预期。

**图表12：公司 3 月份营收超预期**


来源：国金证券研究所，公司公告

■ 去年 2 季度因为苹果周期原因，公司营收与业绩出现了明显的下滑，预计今年将好于去年情况，2 季度有望实现与 1 季度营收规模的持平，则同比增幅在 20% 左右。

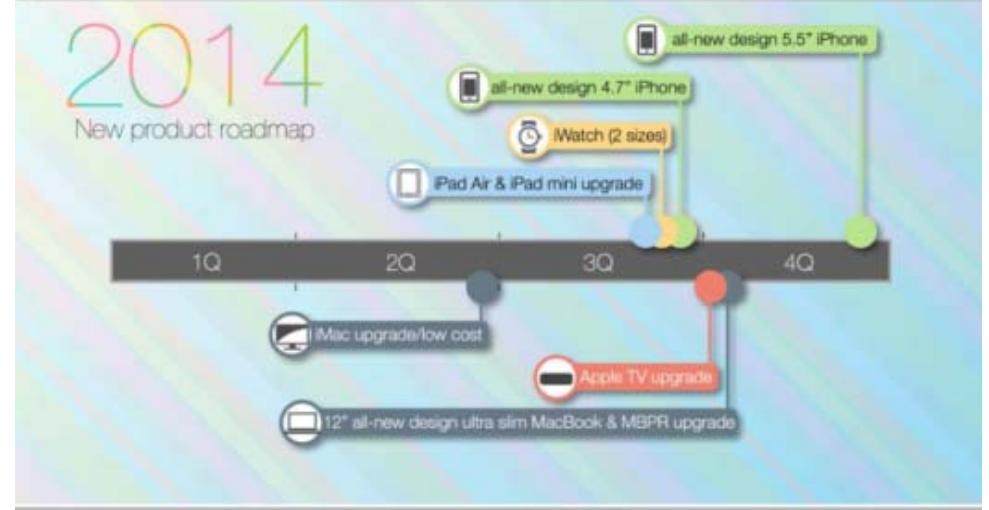
图表13：公司季度营收情况



来源：国金证券研究所，公司公告

■ 另外 Q3 苹果新品将陆续公布，拉动苹果产业链业绩提升。公司业绩也将充分受此利好，而 iWatch 等产品的公布，有望提升公司股价。

图表14：2014年苹果新品推出情况预测



来源：国金证券研究所，凯基证券

## 估值与投资建议

我们认为随着苹果 iWatch 推出时点的临近，穿戴式设备终于迎来硬件巨头的指引，成熟进程有望大幅加快。公司作为 SIP 技术的领先厂商，有望率先享受新品增长带来的红利。提升公司 14-17 年盈利预测为 0.77 元、0.89 元、1.03 元；若考虑募投项目贡献以及股份摊薄，对应 EPS 分别为 0.727 元、0.922 元、1.118 元，维持“增持”评级，目标价为 28，对应 30x15PE。

**图表15：公司主要经营情况**

	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入 单位：百万元				
通讯类	5,251.08	6,038.75	6,944.56	8,145.97
增长率	- 6.73%	15.00%	15.00%	17.30%
电脑及存储类	3,569.55	4,163.90	4,681.55	5,118.29
增长率	- 11.81%	16.65%	12.43%	9.33%
电脑类	2,641.91	3,011.78	3,290.37	3,438.44
增长率	- 24.39%	14.00%	9.25%	4.50%
存储类	927.63	1,152.12	1,391.18	1,679.85
增长率	- -13.20%	24.20%	20.75%	20.75%
消费电子类	1,926.93	1,962.57	1,998.88	2,035.86
增长率	- 1.51%	1.85%	1.85%	1.85%
工业类	2,107.57	2,127.38	2,147.38	2,167.56
增长率	- 1.62%	0.94%	0.94%	0.94%
汽车类	1,209.97	1,530.61	1,672.20	1,795.10
增长率	- 15.22%	26.50%	9.25%	7.35%
其他类	183.47	241.44	310.98	384.06
增长率	- 1.23%	31.60%	28.80%	23.50%
主营收入	14,248.56	16,064.66	17,755.55	19,646.84
其他业务	21.59	22.66	23.80	24.99
营业收入	14,270.15	16,087.32	17,779.35	19,671.83
毛利率	0.070103798			
通讯类	4.65%	5.50%	5.20%	5.100%
电脑及存储类	15.42%	15.49%	15.08%	15.20%
电脑类	13.09%	13.00%	13.00%	12.900%
存储类	22.06%	22.00%	20.00%	19.900%
消费电子类	11.04%	11.00%	10.50%	10.400%
工业类	21.05%	21.00%	20.00%	19.900%
汽车类	13.35%	13.20%	13.00%	12.900%
其他类	35.45%	35.45%	35.45%	35.350%
主营	11.77%	12.00%	11.46%	11.22%
其他业务	99.74%	99.00%	99.00%	99.00%
综合	11.91%	12.12%	11.57%	11.33%

来源：国金证券研究所

**中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商**  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

**附录：三张报表预测摘要**

损益表（人民币百万元）						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	12,708	13,335	14,272	19,103	26,353	31,588
增长率	4.9%	7.0%	33.8%	38.0%	19.9%	
主营业务成本	-11,244	-11,671	-12,571	-16,929	-23,620	-28,389
%销售收入	88.5%	87.5%	88.1%	88.6%	89.6%	89.9%
毛利	1,464	1,665	1,702	2,174	2,733	3,199
%销售收入	11.5%	12.5%	11.9%	11.4%	10.4%	10.1%
营业税金及附加	-9	-7	-12	-17	-24	-28
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-235	-211	-218	-267	-343	-379
%销售收入	1.8%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%
管理费用	-672	-684	-855	-1,051	-1,318	-1,516
%销售收入	5.3%	5.1%	6.0%	5.5%	5.0%	4.8%
息税前利润(EBIT)	548	763	616	839	1,049	1,275
%销售收入	4.3%	5.7%	4.3%	4.4%	4.0%	4.0%
财务费用	-16	-11	-15	28	57	69
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-7	-19	-13	0	0	0
公允价值变动收益	-1	-1	0	0	0	0
投资收益	2	11	28	34	41	49
%税前利润	0.4%	1.5%	4.5%	3.7%	3.5%	3.5%
营业利润	527	743	617	901	1,147	1,393
营业利润率	4.1%	5.6%	4.3%	4.7%	4.4%	4.4%
营业外收支	17	20	15	15	15	15
税前利润	544	763	631	916	1,162	1,408
利润率	4.3%	5.7%	4.4%	4.8%	4.4%	4.5%
所得税	-92	-116	-67	-97	-123	-149
所得税率	17.0%	15.2%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%
净利润	452	647	564	819	1,038	1,259
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	452	647	564	819	1,038	1,259
净利率	3.6%	4.9%	4.0%	4.3%	3.9%	4.0%

现金流量表（人民币百万元）						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	452	647	564	819	1,038	1,259
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	220	210	255	327	466	516
非经营收益	-33	25	-53	23	-53	-61
营运资金变动	271	-889	560	-528	-751	-291
经营活动现金净流	909	-7	1,326	642	701	1,423
资本开支	-133	-414	-414	-809	-351	-15
投资	-847	1,574	5,791	-1	0	0
其他	0	0	0	34	41	49
投资活动现金净流	-979	1,160	5,377	-776	-310	34
股权募资	0	773	0	2,024	-184	0
债权募资	451	-111	61	-1,232	0	0
其他	-856	-83	-225	15	-220	-220
筹资活动现金净流	-404	580	-164	808	-404	-220
现金净流量	-474	1,733	6,539	673	-13	1,238

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,275	1,093	2,225	2,898	2,885	4,123
应收款项	2,532	3,727	3,281	4,306	5,796	6,688
存货	1,382	1,729	1,561	2,319	3,300	4,044
其他流动资产	52	396	66	69	72	13
流动资产	5,241	6,945	7,133	9,592	12,053	14,869
%总资产	84.5%	85.4%	84.1%	84.2%	87.7%	92.5%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	891	1,114	1,190	1,757	1,652	1,160
%总资产	14.4%	13.7%	14.0%	15.4%	12.0%	7.2%
无形资产	28	31	27	34	40	46
非流动资产	962	1,191	1,346	1,794	1,694	1,208
%总资产	15.5%	14.6%	15.9%	15.8%	12.3%	7.5%
<b>资产总计</b>	<b>6,202</b>	<b>8,136</b>	<b>8,478</b>	<b>11,386</b>	<b>13,747</b>	<b>16,077</b>
短期借款	908	1,148	1,199	0	0	0
应付款项	2,567	3,247	3,155	4,171	5,750	6,910
其他流动负债	197	179	243	700	844	970
流动负债	3,673	4,573	4,597	4,870	6,594	7,880
长期贷款	421	76	48	48	48	48
其他长期负债	49	44	33	0	0	0
<b>负债</b>	<b>4,142</b>	<b>4,693</b>	<b>4,677</b>	<b>4,918</b>	<b>6,641</b>	<b>7,928</b>
普通股股东权益	2,060	3,443	3,801	6,468	7,106	8,149
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,202</b>	<b>8,136</b>	<b>8,478</b>	<b>11,386</b>	<b>13,747</b>	<b>16,077</b>

比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.499	0.640	0.558	0.727	0.922	1.118
每股净资产	2.276	3.403	3.757	5.743	6.310	7.236
每股经营现金净流	1.009	-0.007	1.311	0.570	0.623	1.264
每股股利	0.000	0.045	0.192	0.192	0.192	0.192
<b>回报率</b>						
净资产收益率	21.93%	18.80%	14.84%	12.66%	14.61%	15.45%
总资产收益率	7.28%	7.96%	6.65%	7.19%	7.55%	7.83%
投入资本收益率	13.36%	13.82%	10.91%	11.51%	13.11%	13.91%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-7.30%	4.94%	7.03%	33.84%	37.95%	19.86%
EBIT增长率	-12.08%	39.11%	-19.26%	36.18%	25.07%	21.54%
净利润增长率	-16.13%	43.29%	-12.84%	45.09%	26.85%	21.25%
总资产增长率	-19.27%	31.18%	4.21%	34.30%	20.74%	16.94%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	79.5	84.6	87.9	80.0	78.0	75.0
存货周转天数	48.0	48.7	47.8	50.0	51.0	52.0
应付账款周转天数	88.6	86.1	88.7	86.0	85.0	85.0
固定资产周转天数	25.1	29.7	27.7	30.7	21.9	12.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	2.62%	3.79%	-25.72%	-44.06%	-39.93%	-50.01%
EBIT利息保障倍数	34.6	68.1	42.4	-30.2	-18.6	-18.4
资产负债率	66.79%	57.68%	55.17%	43.19%	48.31%	49.31%

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

**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	1	3	4	5
增持	0	2	2	2	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0</b>	<b>1.67</b>	<b>1.50</b>	<b>1.43</b>	<b>1.43</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 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
5 2013-10-24	增持	20.15	23.00 ~ 24.00

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

**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：0755-83831378  
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

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)