

# 长电科技 (600584)

## 强烈推荐

行业：集成电路

### 改善资产负债表和提升星科金朋盈利能力是关键

公司公布三季报：1-9月营收 65.5 亿，同比+39.2%；归属上市公司净利润 1.54 亿，同比+21.2%（扣非净利润 1.11 亿，同比+5.2%）。按照去年同期可比口径（相同合并报表范围）：1-9月净利润 2.41 亿元，同比+89.8%。

#### 投资要点：

- ✧ **受合并报表影响：第3季度营收大幅增长，利润大幅下降。**第3季度合并报表范围增加星科金朋8-9月数据，以及设立的三家特殊目的公司。第3季营收 31.4 亿，环比增长 73.7%；归属上市公司净利润 3014 万，环比下滑 57.9%。按照 1-9 月可比口径 2.41 亿元净利润计算，合并报表减少了 8700 万元的净利润（第3季度合并少数股东损益-7244 万元）。
- ✧ **受合并报表影响：整体毛利率降低。**合并报表第3季度毛利率 17.8%，环比第2季度的 22.3%减少 4.5 个百分点。第三季度环比增加 13.3 亿主营收入、11.75 亿主营成本，假设增量全部来自星科金朋8-9月并表，则该部分业务的毛利率为 11.7%（原星科金朋 1Q2015 营收 3.71 亿美元、约 23.5 亿人民币，毛利率 10.5%，净利润亏损约 200 万美元）。
- ✧ **受合并报表影响：有息负债和财务费用大幅增加。**合并短期借款从 22 亿增加到 32.5 亿，一年内到期的非流动负债从 5.4 亿增加到 17.2 亿，长期借款从 6.4 亿增加到 78 亿；有息负债总额达到 127.7 亿元，增加 93.8 亿，财务费用 3.3 亿，同比增加 1.62 亿元（原星科金朋 1Q2015 银行借款 11.7 亿美元；收购方案计划使用国家产业基金和银行 2.6 亿美元贷款）。
- ✧ **长电先进即将成为公司全资子公司。**随着向大股东发行股份购买其持有的少数股权，长电科技将持有长电先进 100% 股权。我们预计全年净利润 2.2-2.5 亿元（上半年营收 8.3 亿、同比+34.2% 净利润 1.14 亿，+68.8%）。
- ✧ **维持“强烈推荐”评级。**合并星科金朋，预测 15-17 年营收 105、164 和 183 亿元，净利润 2.0、4.5 和 7.1 亿元，EPS 0.21、0.45 和 0.72 元。维持“强烈推荐”评级，中期估值中枢 21.6 元，17 年 30 倍 PE。
- ✧ **风险提示：**财务风险、整合风险、技术路线变动、市场需求波动等

#### 主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	6428	10500	16447	18384
收入同比(%)	26%	63%	57%	12%
归属母公司净利润	157	204	446	708
净利润同比(%)	1309%	30%	119%	59%
毛利率(%)	21.1%	18.0%	17.6%	19.1%
ROE(%)	4.2%	5.1%	10.3%	14.4%
每股收益(元)	0.16	0.21	0.45	0.72
P/E	93.14	71.61	32.70	20.61
P/B	3.88	3.69	3.36	2.97
EV/EBITDA	13	7	4	3

资料来源：中国中投证券研究总部

#### 作者

署名：李超

S0960511030016

021-52340812

lichao@china-invs.cn

目标价： 21.6

当前股价： 14.82

评级调整： 维持

#### 基本资料

总股本(百万股)	985
流通股本(百万股)	985
总市值(亿元)	149
流通市值(亿元)	149
成交量(百万股)	19.09
成交额(百万元)	288.64

#### 股价表现



#### 相关报告

- 《长电科技-先进封装保持高速增长，星科金朋收购即将完成》2015-08-26
- 《长电科技-收购长电先进剩余股权、股东增持彰显长期信心》2015-05-21
- 《长电科技-初步完成先进封装战略布局、效果正在逐渐显现》2015-03-27

## 目 录

一、公司业绩季度变动趋势 .....	3
二、星科金朋：交易结构和融资安排.....	4
1. 杠杆收购：长电科技出资 2.6 亿美元，持有星科金朋 50% 权益.....	4
三、星科金朋：历史财务状况 .....	5
1. 资产负债：银行借款余额 11.7 亿美元，有息负债率达到 45.7% .....	5
2. 营收和利润率：营收规模约 15 亿美元、EBITDA 毛利率超过 20% .....	5
3. 营收分部信息：先进封装和美国市场占主要份额.....	7
四、星科金朋：未来盈利能力分析 .....	8
1. EBITDA 视角下，盈利具有回归行业均值的能力 .....	8
2. 星科金朋净利润简单情景分析.....	8
五、向股东发行股份购买长电先进剩余股权并募集配套资金方案.....	9
1. 购买长电先进 16.188% 股权，并配套募资 3.3 亿元.....	9
2. 公司将持有长电先进 100% 股权，集团持股比例提高到 18.38%.....	9

## 图

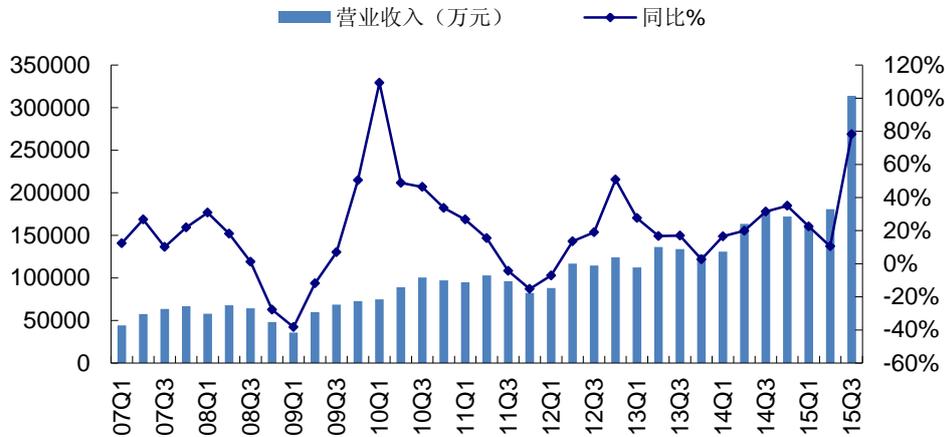
图 1 营业收入季度变动趋势(截至 3Q2015).....	3
图 2 盈利能力季度变动趋势(3Q2015).....	3
图 3 交易结构和融资安排 .....	4
图 4 星科金朋营业收入和毛利率（包含台湾资产） .....	6
图 5 星科金朋 EBITDA 毛利率(包含台湾公司) .....	6
图 6 星科金朋净利润和运营费用率(包含台湾公司).....	6
图 7 星科金朋营收结构-PRODUCT LINE% .....	7
图 8 星科金朋营收结构-区域% .....	7

## 表

表 1 2015 上半年公司主要子公司、参股公司营收和净利润情况 .....	3
表 2 星科金朋资产负债简表（1Q2015，含台湾资产） .....	5
表 3 2014 年全球主要电路封测企业利润率比较 .....	8
表 4 2015-17 年星科金朋净利润简单分析.....	8
表 5 发行股份购买资产并募集配套资金方案 .....	9
表 6 长电先进股权变动情况.....	9
表 7 交易前后长电科技的股本结构变化 .....	10

## 一、公司业绩季度变动趋势

图 1 营业收入季度变动趋势(截至 3Q2015)



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 2 盈利能力季度变动趋势(3Q2015)



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 1 2015 上半年公司主要子公司、参股公司营收和净利润情况

公司名称	公司股份	2015 上半年			
		营收 (万元)	同比%	净利润 (万元)	同比%
长电科技 (滁州)	100%	61052	9.6%	3971	9.6%
长电科技 (宿迁)	100%	16479	1.7%	-3591	1.7%
江阴新顺	75%	12879	-1.1%	1973	-1.1%
长电先进	83.812%	82827	34.2%	11400	34.2%
江阴新晟	70%	17981	19.0%	474	19.0%

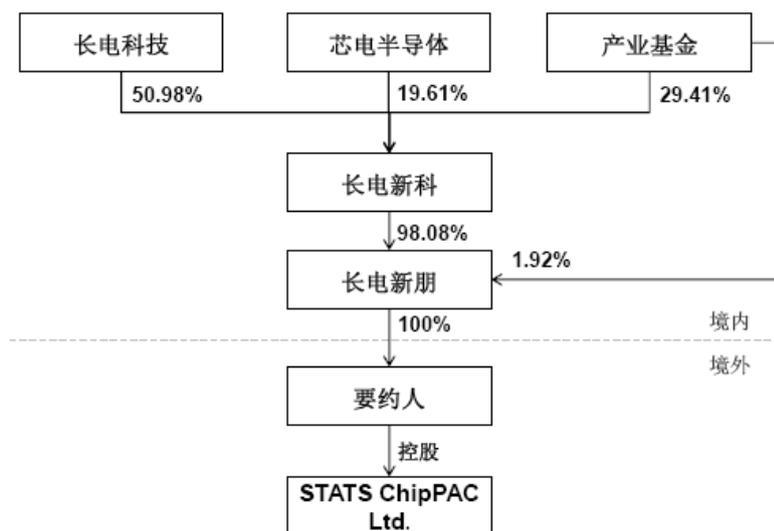
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

## 二、星科金朋：交易结构和融资安排

### 1. 杠杆收购：长电科技出资 2.6 亿美元，持有星科金朋 50%权益

**第一层，长电新科：**在苏州工业园区成立特殊目的公司长电新科，长电科技、国家产业基金和芯电半导体（中芯国际全资子公司）分别以现金出资 2.6 亿、1.5 亿和 1 亿美元等额人民币；分别占比 50.98%、29.41%和 19.61%。

图 3 交易结构和融资安排



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**第二层，长电新朋：**在苏州工业园区设立长电新朋，长电新科和国家产业基金分别拟以现金出资 5.1 亿、和 0.1 亿美元等额人民币；此外，产业基金还将向长电新朋提供股东贷款 1.4 亿美元等额人民币，该部分股东贷款可根据双方约定进行转股。

**第三层，JCET-SC：**长电新朋在新加坡设立 JCET-SC (Singapore) Pte. Ltd. 作为融资平台进行并购贷款融资，并作为本次收购的实施主体。收购完成后 JCET-SC 持有星科金朋 100% 的股权。长电新朋拟将上述 6.6 亿美元等额人民币向 JCET-SC 出资，剩余收购款项将由 JCET-S 通过银行贷款的方式获得。

2015 年 6 月 26 日，公司发出正式收购要约，每股要约价格 0.46577 新元；8 月 5 日正式要约的生效条件获得满足，10 月 15 日完成 100% 股份收购，10 月 19 日星科金朋从新加坡交易所退市。

### 三、星科金朋：历史财务状况

#### 1. 资产负债：银行借款余额 11.7 亿美元，有息负债率达到 45.7%

根据第 1 季度原星科金朋财报，公司资产负债率银行短期借款 2.24 亿美元，长期借款为 9.44 亿美元，合计银行借款 11.7 亿美元，有息负债率达到 45.7%。

**表 2 星科金朋资产负债简表 (1Q2015, 含台湾资产)**

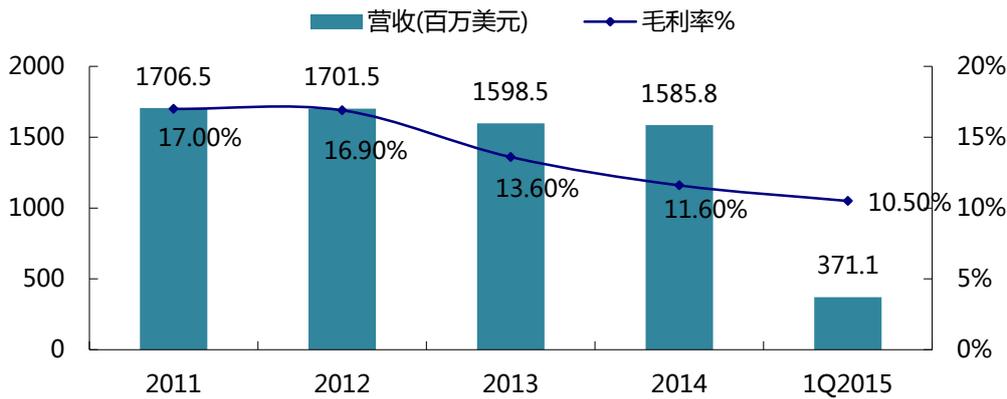
单位：千美元	项目	2015 年 3 月 29 日	
<b>资产：</b>	现金及银行存款	195,422	
	应收账款及其他应收	234,510	
	存货	74,552	
	预付费用等其他资产	30,043	
	<b>流动资产：</b>	<b>534,527</b>	
	固定资产	1,595,659	
	商誉	381,487	
	无形资产等其他	44,165	
	<b>非流动资产：</b>	<b>2,021,311</b>	
	<b>总资产</b>	<b>2,555,838</b>	
	<b>负债：</b>	短期银行借款	224,404
		应付账款	187,969
		应付税款等其他	154,469
<b>流动负债：</b>		<b>566,842</b>	
长期借款		944,501	
其他长期债务		99,065	
<b>非流动负债：</b>		<b>1,043,566</b>	
<b>总债务</b>		<b>1,610,408</b>	
<b>权益：</b>	股本	873,666	
	留存收益	27,618	
	其他	(10,852)	
	归属母公司股东权益	890,432	
	少数股东权益	54,999	
	<b>总权益</b>	<b>945,431</b>	
	<b>负债和权益</b>	<b>2,555,838</b>	

资料来源：STATS ChipPAC、中国中投证券研究总部

#### 2. 营收和利润率：营收规模约 15 亿美元、EBITDA 毛利率超过 20%

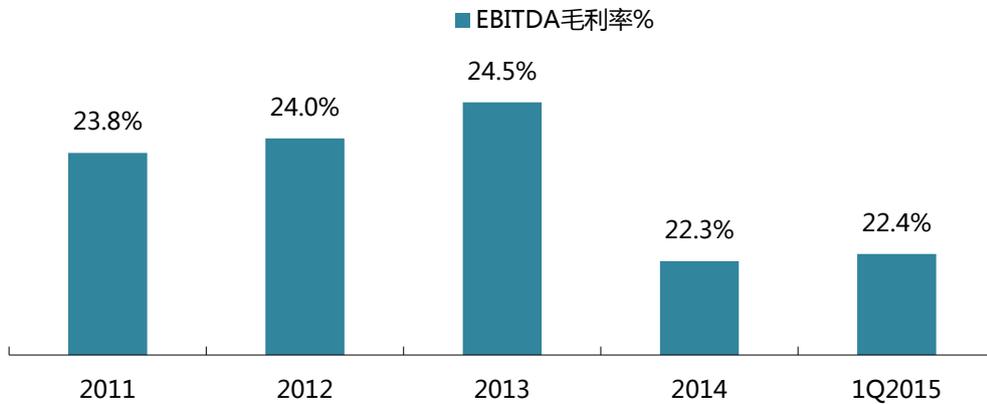
2012-2014, 1Q2015 营收分别为 17.0、16.0、15.9 亿和 3.7 亿美元，毛利率分别为 16.9%、13.6%、11.6%和 10.5%，EBITDA 毛利率分别为 24%、24.5%、22.3%和 22.4%。按照备考数据（剥离台湾子公司后）：2012、2013 和 2014Q1-3 的营业收入为：16.02、14.78 和 10.72 亿美元；可以测算出台湾子公司同期分别贡献了 0.99、1.2 和 1.08 亿美元的营收。

**图 4 星科金朋营业收入和毛利率 (包含台湾资产)**



资料来源：STATS ChipPAC、中国中投证券研究总部

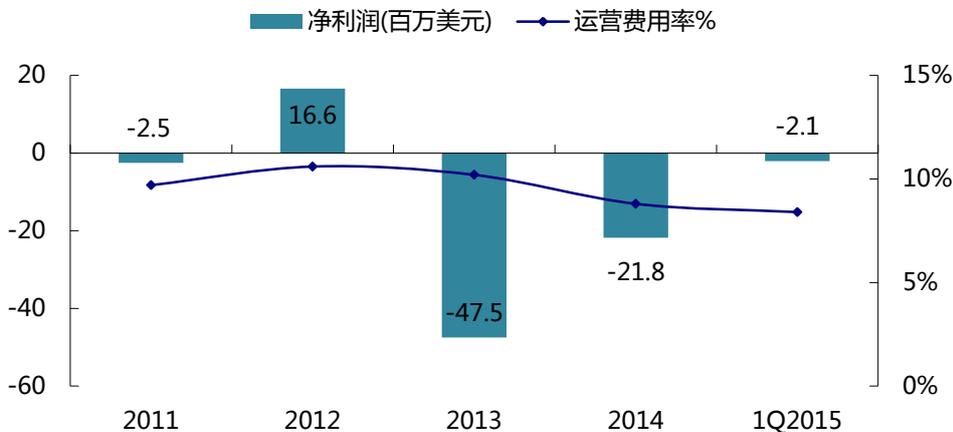
**图 5 星科金朋 EBITDA 毛利率(包含台湾公司)**



资料来源：STATS ChipPAC、中国中投证券研究总部

2012-2014, 1Q2015 净利润分别 1660 万、-4750 万、-2180 万和-200 万美元。按照备考数据 (剥离台湾子公司后) 2012、2013 和 2014Q1-3 的净利润分别为 1328、-5677 和 -3568 万美元；可以测算出台湾子公司同期分别贡献了 332、927 和 1038 万美元的净利润。

**图 6 星科金朋净利润和运营费用率(包含台湾公司)**



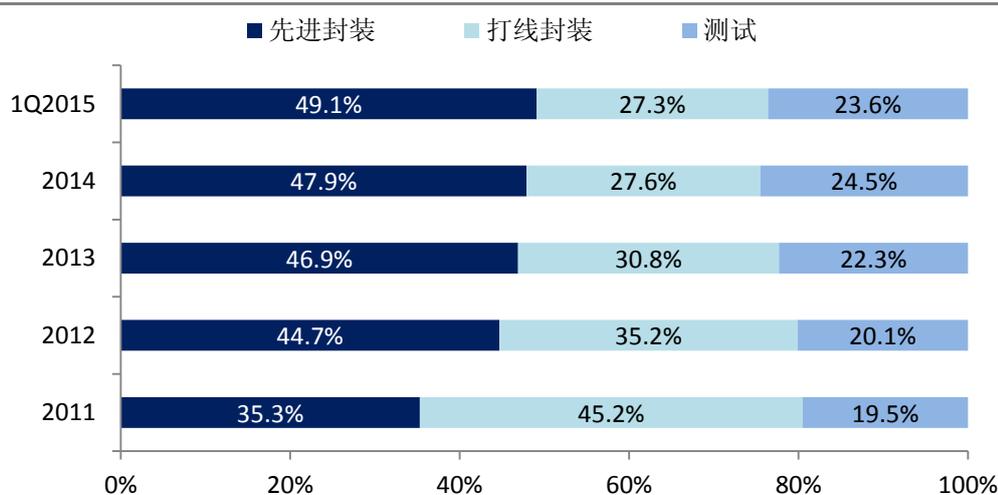
资料来源：STATS ChipPAC、中国中投证券研究总部

### 3. 营收分部信息：先进封装和美国市场占主要份额

星科金朋的先进封装（主要包括 flip-chip 和 wafer level packaging）占比接近 50%，2014 年占比达到 47.9%，2015 年第 1 季度为 49.1%。其次是打线封装（Wirebond Packaging），占比在 27% 左右。没有分立器件等低端封装。这和长电科技的产品结构形成显著互补。

按照 2014 年营收，星科金朋先进封装营收就有 7.6 亿美元（约 47 亿人民币），同期代表长电科技先进封装能力的长电先进营收 14.4 亿元人民币。

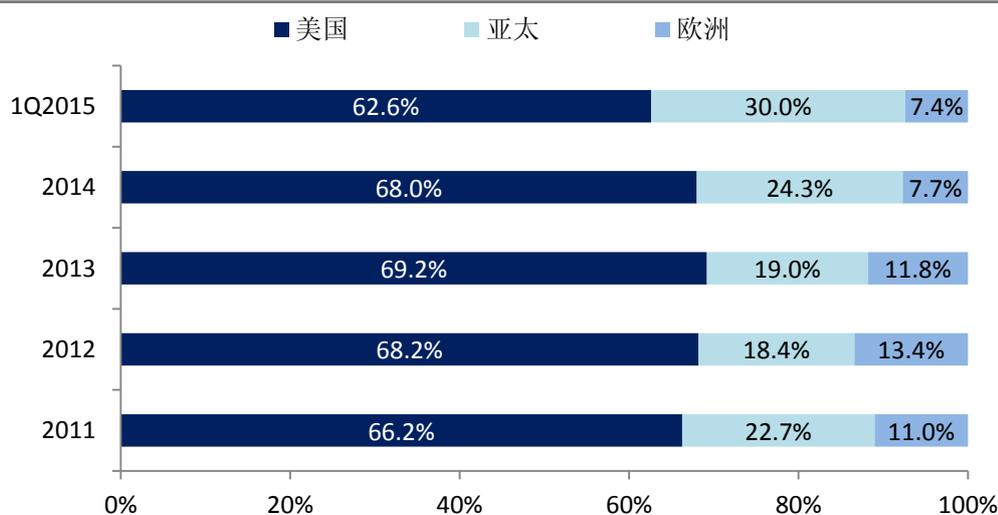
**图 7 星科金朋营收结构-Product Line%**



资料来源：STATS ChipPAC、中国中投证券研究总部

此外双方重要的客户也几乎没有重叠。星科金朋主要市场在美国，2014 年营收占比 68%，随着中国客户的开拓，1Q2015 亚太客户占比提高到 30%。

**图 8 星科金朋营收结构-区域%**



资料来源：STATS ChipPAC、中国中投证券研究总部

## 四、星科金朋：未来盈利能力分析

### 1. EBITDA 视角下，盈利具有回归行业均值的能力

如何评估星科金朋的未来盈利能力。我们分析，与国际同行比较，星科金朋的 EBITDA 利润率还是保持着一个正常水平，随着管理体制变革、韩国和上海工厂搬迁完毕，产能利用率提升，星科金朋的盈利能力将逐渐恢复到 10%左右的行业平均水平。

**表 3 2014 年全球主要电路封测企业利润率比较**

	EBITDA 利润率%	毛利率%	净利率%
ASE ( 日月光 )	21.8%	20.9%	9.4%
Amkor(安靠)	22.0%	17.7%	4.3%
SPIL(夕品)	31.6%	25.3%	14.1%
PowerTECH ( 力成 )	32.9%	16.6%	11.1%
中值	26.8%	19.3%	10.2%
平均值	27.1%	20.1%	9.7%
ChipPac ( 星科金朋 )	22.1%	11.6%	-0.9%
长电科技	18.1%	21.0%	3.3%

资料来源：Bloomberg、中国中投证券研究总部

### 2. 星科金朋净利润简单情景分析

我们首先进行一个简单假设：2015-2017 年星科金朋的营收保持 10%左右的年均增长（扣除台湾资产），净利润率水平逐年提升。

**表 4 2015-17 年星科金朋净利润简单分析**

年份	营收 ( 亿元 )	净利润率及利润假设 ( 亿元 )			
		-2.0%	2.0%	4.0%	6.0%
2015	80	-1.6	1.6	3.2	4.8
2016	90	-1.8	1.8	3.6	5.4
2017	100	-2.0	2.0	4.0	6.0

资料来源：Bloomberg、中国中投证券研究总部

2015 年营收 80 亿元人民币 ( 约 12.5 亿美元 )，仍有亏损；2016 年营收 90 亿元，净利润率恢复到 2-4%，净利润 1.8-3.8 亿元 ( 中值 2.7 亿元 )；2017 年营收成长 10% 到 100 亿元，净利润继续提高到 4-6%，净利润 4.0-6.0 亿元 ( 中值 5.0 亿元 )。

## 五、向股东发行股份购买长电先进剩余股权并募集配套资金方案

### 1. 购买长电先进 16.188%股权，并配套募资 3.3 亿元

公司拟以发行股份方式购买新潮集团持有的长电先进 16.188%股权。同时，拟向新潮集团非公开发行股份募集配套资金不超过 33023.52 万元。

**表 5 发行股份购买资产并募集配套资金方案**

	增发价格（元/股）	增发数量（万股）
购买长电先进 16.188%股权	11.72	2817.71
募集配套资金 33023.52 万元	14.14	2335.47
合计	--	5153.18

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

发行股份购买资产的发行价格为定价基准日前 120 个交易日公司股票交易均价的 90%，即 11.72 元/股。交易标的的预估值为 33023.52 万元，发行的股票数量预计为 2817.71 万股。

募集配套资金发行股份价格为董事会决议公告日前 20 个交易日交易均价的 90%，即 14.14 元/股。向新潮集团非公开发行的股份数量预计不超过 2335.47 万股。募集资金净额将用于长电先进年加工 48 万片中道封装测试项目和补充长电科技流动资金。

2015 年 8 月 26 日，公司收到中国证监会通知，经中国证监会上市公司并购重组委于 2015 年 8 月 26 日召开的 2015 年第 70 次并购重组委工作会议审核，公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易事项获得无条件通过。

### 2. 公司将持有长电先进 100%股权，集团持股比例提高到 18.38%

截至目前，公司持有长电先进 76.923%的股份，并通过全资子公司长电国际(香港)持有 6.889%的股份，合计持有 83.812%的股权。

**表 6 长电先进股权变动情况**

	股东名称	2014 年 12 月	2015 年 4 月	交易完成
1	长电科技	75%	76.923%	93.111%
2	APS	20%	--	--
3	赖志明	1.92%	--	--
4	全资子公司长电国际(香港)	3.08%	6.889%	6.889%
5	新潮集团	--	16.188%	--
	长电科技直接和间接权益合计	78.08%	83.812%	100%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2015 年 4 月，公司向自然人赖志明购买了长电先进 1.92%的股权，公司全资子公司长电国际向 APS（新加坡先进封装技术）购买了长电先进 3.812%的股权，公司直接持有长电先进 76.92%股权，通过全资子公司长电国际（香港）持有 6.892%股权。本次请务必阅读正文之后的免责条款部分

交易完成后，本公司将直接和间接持有长电先进 100% 股权。

交易前，新潮集团持有上市公司 14.11% 的股份；交易完成后，新潮集团持股比例预计将增加到 18.38%，本次交易有利于新潮集团强化控股地位。

**表 7 交易前后长电科技的股本结构变化**

股东	交易前		交易后	
	股份（万股）	比例%	股份（万股）	比例%
新潮集团	13892.74	14.11%	19045.92	18.38%
其他股东	84564.26	85.89%	84564.26	81.62%
合计	98457.00	100%	103610.18	100%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

## 相关报告

报告日期	报告标题
2015-08-26	《长电科技-先进封装保持高速增长，星科金朋收购即将完成》
2015-05-21	《长电科技-收购长电先进剩余股权、股东增持彰显长期信心》
2015-03-27	《长电科技-初步完成先进封装战略布局、效果正在逐渐显现》
2015-01-14	《长电科技 600584-并购打造跨国封测巨头、提升长电股东价值》
2014-11-07	《长电科技 600584-解析星科金朋，7.8 亿美元收购的是什么》
2014-10-29	《长电科技 600584-三季度业绩历史新高、大陆先进封装最值得期待企业》
2014-09-30	《长电科技 600584-增发顺利完成、确定的业绩、技术和产业政策趋势》
2014-08-28	《长电科技 600584-确定的业绩、技术和产业政策趋势》
2014-07-01	《长电科技 600584-中期业绩大幅预增、盈利拐点趋势成立》
2014-04-17	《长电科技 600584-积极打造先进封装全球竞争力、盈利正在恢复增长》
2013-08-22	《长电科技 600584-结构调整初见成效、盈利能力逐步恢复》

## 附：财务预测表

**资产负债表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	5050	7292	6912	8593
现金	2858	3400	3145	4826
应收账款	711	1863	1900	1900
其它应收款	31	369	333	333
预付账款	72	142	140	140
存货	790	1252	1194	1194
其他	588	266	200	200
<b>非流动资产</b>	5852	17395	16810	15930
长期投资	201	191	191	191
固定资产	4085	14038	13599	12864
无形资产	224	526	458	389
其他	1342	2640	2563	2486
<b>资产总计</b>	10902	24687	23722	24523
<b>流动负债</b>	5884	10767	9419	9440
短期借款	2205	4446	3000	3000
应付账款	1053	1981	2000	2000
其他	2626	4340	4419	4440
<b>非流动负债</b>	997	9784	9708	9714
长期借款	640	7640	7640	7640
其他	358	2145	2068	2074
<b>负债合计</b>	6881	20552	19127	19153
少数股东权益	257	177	252	452
股本	985	985	985	985
资本公积	2012	2012	2012	2012
留存收益	772	962	1347	1921
归属母公司股东权益	3764	3958	4343	4917
<b>负债和股东权益</b>	10902	24687	23722	24523

**现金流量表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	1049	3828	4029	4552
净利润	209	124	521	908
折旧摊销	718	1593	2584	2880
财务费用	224	429	720	680
投资损失	-2	-20	-20	-20
营运资金变动	-130	-3	301	98
其它	29	1706	-77	6
<b>投资活动现金流</b>	-1455	-13094	-2057	-2057
资本支出	1190	10304	2000	2000
长期投资	-270	-9	0	0
其他	-534	-2799	-57	-57
<b>筹资活动现金流</b>	2477	9808	-2227	-814
短期借款	181	2241	-1446	0
长期借款	-107	7000	0	0
普通股增加	131	0	0	0
资本公积增加	1057	0	0	0
其他	1215	567	-781	-814
<b>现金净增加额</b>	2076	542	-255	1681

**利润表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	6428	10500	16447	18384
营业成本	5070	8614	13557	14874
营业税金及附加	7	9	11	13
营业费用	87	113	136	163
管理费用	805	1260	1480	1655
财务费用	224	429	720	680
资产减值损失	15	0	0	0
公允价值变动收益	-2	0	0	0
投资净收益	2	20	20	20
<b>营业利润</b>	219	96	563	1018
营业外收入	45	50	50	50
营业外支出	6	0	0	0
<b>利润总额</b>	258	146	613	1068
所得税	49	22	92	160
<b>净利润</b>	209	124	521	908
少数股东损益	52	-80	75	200
<b>归属母公司净利润</b>	157	204	446	708
EBITDA	1161	2117	3867	4578
EPS (元)	0.16	0.21	0.45	0.72

**主要财务比率**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>				
营业收入	26.0%	63.3%	56.6%	11.8%
营业利润	717.7	-56.4%	489.1	80.8%
归属于母公司净利润	1308.6	30.1%	119.0	58.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	21.1%	18.0%	17.6%	19.1%
净利率	2.4%	1.9%	2.7%	3.9%
ROE	4.2%	5.1%	10.3%	14.4%
ROIC	8.8%	3.2%	8.3%	11.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	63.1%	83.2%	80.6%	78.1%
净负债比率				
流动比率	0.86	0.68	0.73	0.91
速动比率	0.72	0.56	0.61	0.78
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.70	0.59	0.68	0.76
应收账款周转率	9	8	8	9
应付账款周转率	5.70	5.68	6.81	7.44
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.21	0.45	0.72
每股经营现金流(最新摊薄)	1.06	3.89	4.09	4.62
每股净资产(最新摊薄)	3.82	4.02	4.41	4.99
<b>估值比率</b>				
P/E	93.14	71.61	32.70	20.61
P/B	3.88	3.69	3.36	2.97
EV/EBITDA	13	7	4	3

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

李超,电子行业分析师。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编：518000  
传真：( 0755 ) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编：100032  
传真：( 010 ) 63222939

### 上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编：200041  
传真：( 021 ) 62171434