

振华风光 (688439.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
 证券研究报告

业绩高增长，持续高研发拓展新产品

事件

2024年4月19日，公司发布23年年报，实现营收13.0亿（同比+66.5%），归母6.1亿（同比+101.5%）；其中Q4实现营收3.2亿（同比+58.2%），归母2.1亿（同比+180.6%）。

点评

军用模拟芯片需求持续旺盛，公司积极发挥核心产品竞争优势，持续推进技术创新和新品布局，拓展mcu、射频微波、时钟、隔离器、抗辐照等新品，积极开发新客户，全年实现新品订货近60余款，新增用户60余家，产品销量快速增长。公司24年预计营收增长15%，利润总额增长10%，关联销售预计4771万（同比+19.5%），预计稳健增长。

毛利率有所下降，内部控费净利率提升。公司23年毛利率74.5%（同比-2.9pct），主要由于税收政策调整及部分产品降价。23年归母净利润率47.1%（同比+8.2pct），持续优化内部管理效率期间费用率下降显著，23年管理费用率7.1%（同比-3.4pct），销售费用率3.6%（同比-1.9pct）。

持续高研发投入，提升一体化解决能力。公司23年研发费用率11.8%（同比+0.5pct），持续维持高研发投入，建立贵阳、成都、西安、南京四大研发中心，科研技术人员占比提升至40%。公司基于核心芯片和先进封装能力拓展产品谱系和应用场景，目标打造一体化集成电路产业生态，提供系统解决方案。

产能逐步释放，生产效率提升。公司23年固定资产2.3亿（较期初+179.2%），封测一期建设项目完成投产，MES系统建设项目完成验收，产能扩充生产效率提高，支撑长期发展。

盈利预测、估值与评级

公司为国内军用模拟IC领先企业，军用模拟IC赛道坡长雪厚，公司自研芯片产品储备充分、国产化替代下市场份额有望继续提升。预计公司2024-2026年归母净利润分别为7.0/9.1/11.5亿元，同比增长15.5%、28.4%、27.0%，对应PE分别为19/15/12倍，维持“买入”评级。

风险提示

下游装备需求增长不及预期、研发进展及国产替代进度不及预期、募投项目建设及产能释放进度不及预期。

军工组

分析师：杨晨（执业 S1130522060001）

yangchen@gjzq.com.cn

市价（人民币）：68.27元

相关报告：

- 《振华风光公司点评：业绩超预期，品类拓展助力加速成长》，2023.10.27
- 《振华风光23年中报点评：国产化推动业绩高增，高研发加快新品类...》，2023.8.29
- 《振华风光23年半年报预告点评：持续高增长，行业底部拐点将至》，2023.7.21



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	779	1,297	1,528	1,963	2,531
营业收入增长率	55.05%	66.54%	17.81%	28.49%	28.92%
归母净利润(百万元)	303	611	705	905	1,150
归母净利润增长率	71.27%	101.51%	15.46%	28.39%	27.01%
摊薄每股收益(元)	1.515	3.053	3.525	4.526	5.748
每股经营性现金流净额	-1.13	-0.16	4.66	3.20	3.93
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.23%	12.91%	13.05%	14.47%	15.67%
P/E	78.46	29.19	19.37	15.08	11.88
P/B	5.67	3.77	2.53	2.18	1.86

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

事件说明.....	3
发挥核心产品优势，国产替代叠加新品投放业绩加速增长.....	3
税收政策及价格调整毛利率阶段性承压，费用管控净利率提升.....	3
产能扩充逐步到位，在研项目夯实长期发展基础.....	5
投资建议.....	8
风险提示.....	8

图表目录

图表 1： 2023 年营收及同比增速.....	3
图表 2： 2023 年归母净利润及同比增速.....	3
图表 3： 2023Q3 营收及同比、环比增速.....	3
图表 4： 2023Q3 归母净利润及同比、环比增速.....	3
图表 5： 2023 年毛利率及净利率.....	4
图表 6： 2023Q4 毛利率及净利率.....	4
图表 7： 2023 年各项费用率.....	4
图表 8： 2023Q4 各项费用率.....	4
图表 9： 2023Q4 资产减值及信用减值情况.....	4
图表 10： 2023Q4 固定资产和在建工程变化.....	5
图表 11： 2023Q4 资本性支出及同比增速.....	5
图表 12： 2023Q4 合同负债与预付款项变化.....	5
图表 13： 2023Q4 存货及周转天数.....	5
图表 14： 2023 年经营性净现金流.....	5
图表 15： 2023Q4 经营性净现金流.....	5
图表 16： 公司重点在研项目及进展情况.....	6

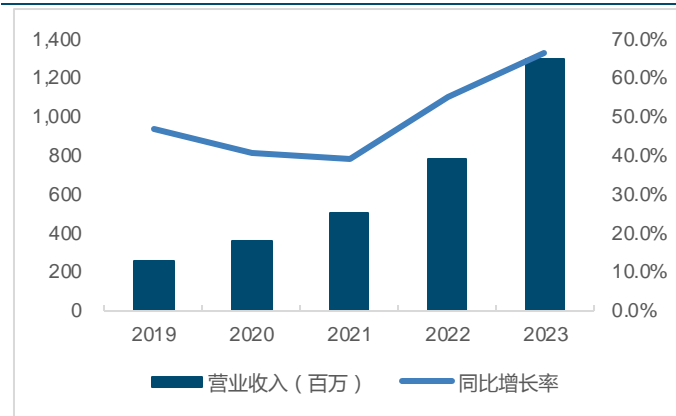
事件说明

2024年4月19日，公司发布23年年报，实现营收13.0亿（同比+66.5%），归母6.1亿（同比+101.5%）；其中Q4实现营收3.2亿（同比+58.2%），归母2.1亿（同比+180.6%）。

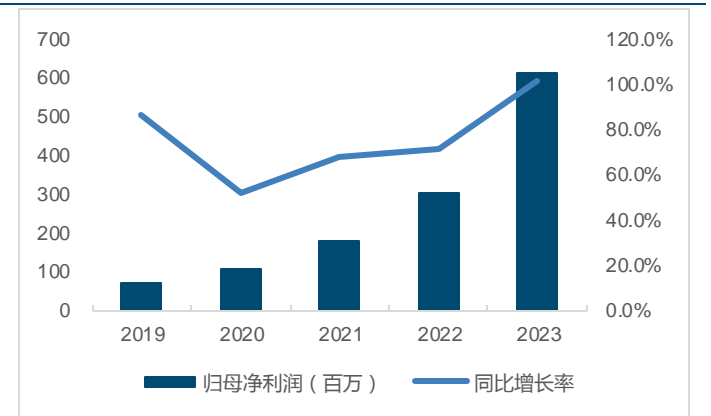
发挥核心产品优势，国产替代叠加新品投放业绩加速增长

公司23年实现营收13.0亿元，同比+66.5%；Q4收入3.2亿元，同比+58.2%、环比-1.7%。公司23年归母净利润6.1亿元，同比+101.5%；Q4归母净利润2.1亿元，同比+180.6%、环比+52.7%。军用模拟IC国产替代缺口大，公司持续拓展mcu、抗辐照等新品类，业绩实现加速增长。

图表1：2023年营收及同比增速



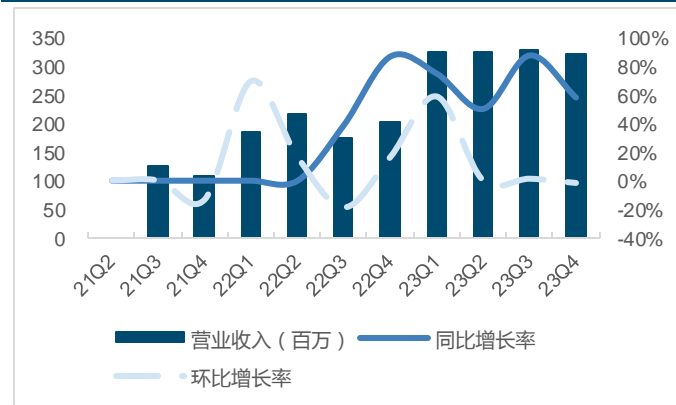
图表2：2023年归母净利润及同比增速



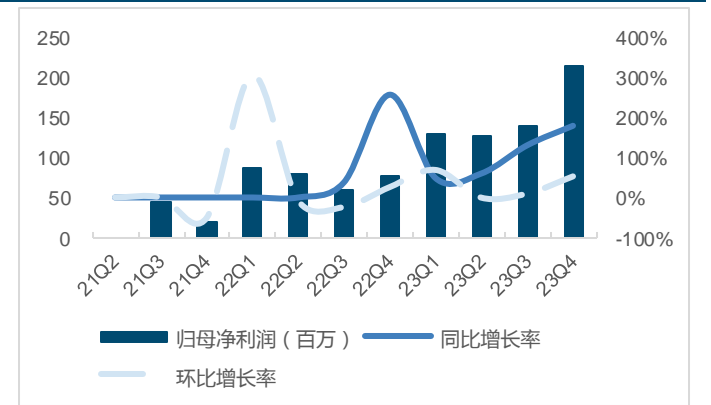
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表3：2023Q3 营收及同比、环比增速



图表4：2023Q3 归母净利润及同比、环比增速



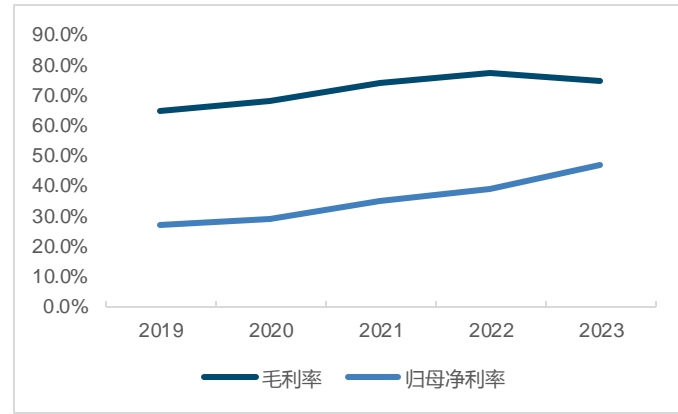
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

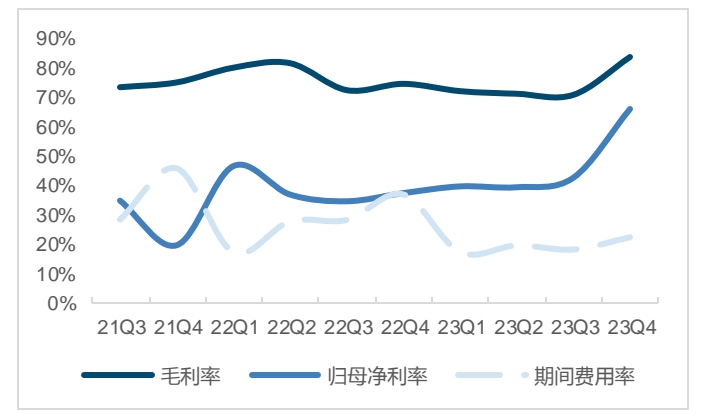
税收政策及价格调整毛利率阶段性承压，费用管控净利率提升

公司23年毛利率74.5%，同比-2.9pct；Q4毛利率83.7%，同比+9.1pct，环比+12.8pct；23年净利率47.1%，同比+8.2pct；Q4净利率66.4%，同比+29.0pct，环比+23.7pct。税收政策有所调整，且公司产品结构有所调整，军用电子元器件价格有一定压力，毛利率阶段性承压。公司持续推进控费，管理及销售费用率下降较为显著，净利率显著提升。

图表5: 2023年毛利率及净利率



图表6: 2023Q4 毛利率及净利率

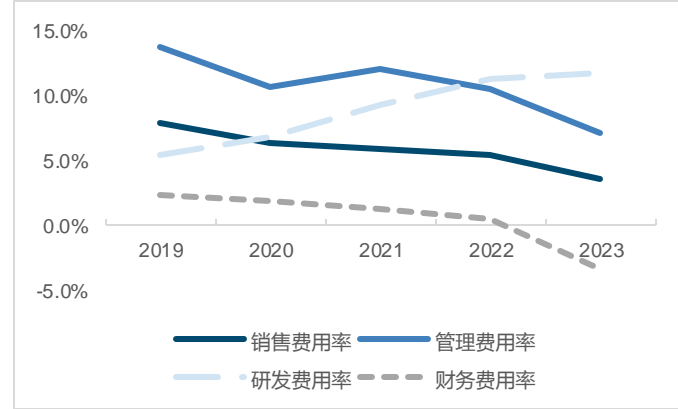


来源: wind, 国金证券研究所

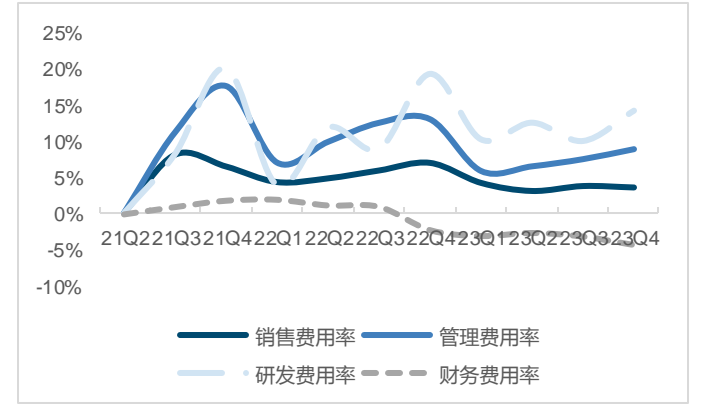
来源: wind, 国金证券研究所

公司作为大型国企,积极响应中央国企改革号召,进行提质增效,23年期间费用率19.3%,同比-8.5pct;其中管理费用率7.1%,同比-3.4pct;销售费用率3.6%,同比-1.9pct;研发费用率11.8%,同比+0.5pct;财务费用率-3.3%,同比-3.8pct。Q4期间费用率22.3%,同比-14.8pct,环比+4.2pct;其中管理费用率8.8%,同比-4.1pct,环比+1.4pct;销售费用率3.5%,同比-3.4pct,环比-0.2pct;研发费用率14.3%,同比-5.1pct,环比+4.2pct;财务费用率-4.3%,同比-2.1pct,环比-1.2pct。23年共计计提资产减值损失1314万元,信用减值损失2090万元,结合军品销售特征,后续有望转回。

图表7: 2023年各项费用率



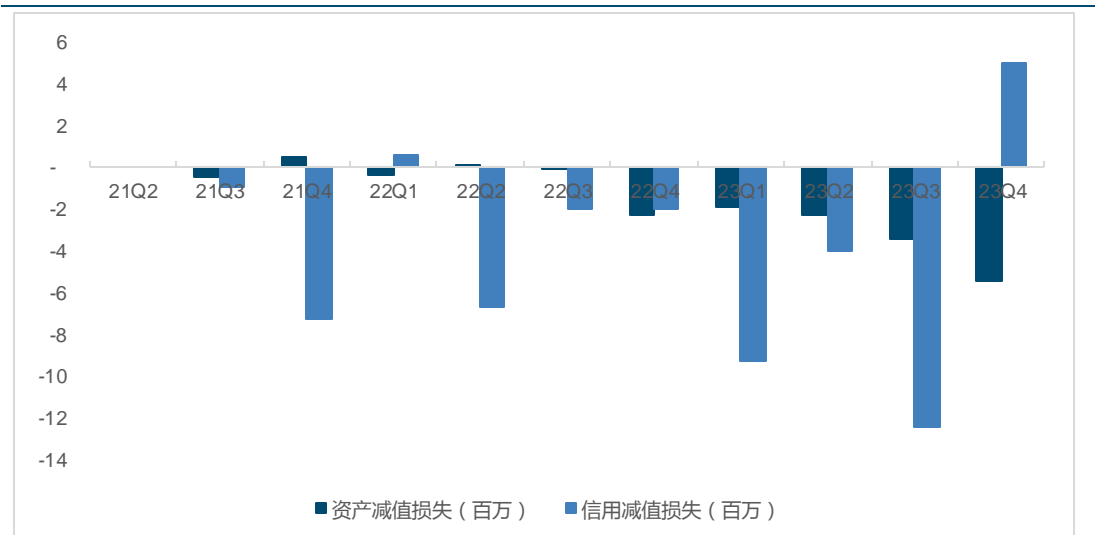
图表8: 2023Q4 各项费用率



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表9: 2023Q4 资产减值及信用减值情况

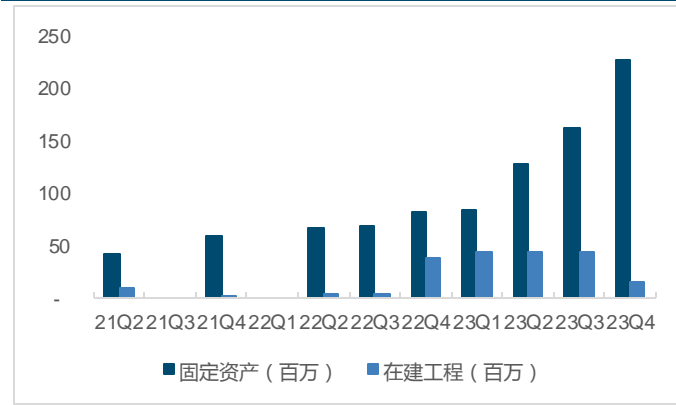


来源: wind, 国金证券研究所

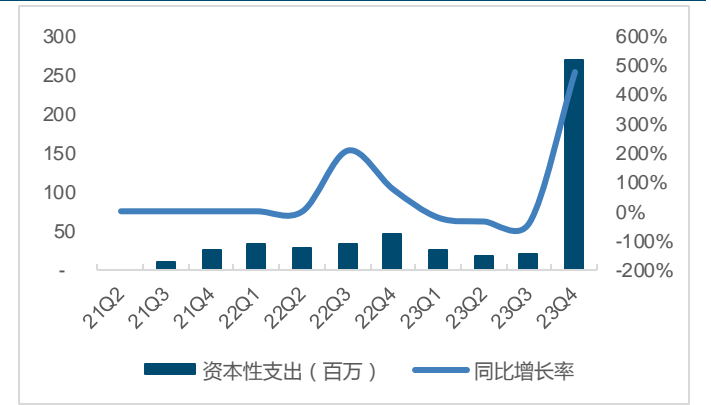
产能扩充逐步到位, 在研项目夯实长期发展基础

公司 23 年固定资产 2.3 亿元, 较期初+179.2%; 在建工程 0.2 亿元, 较期初-59.2%; 资本性支出 3.4 亿元, 同比+131.6%。公司产能扩充逐步到位, 支撑长期成长。

图表 10: 2023Q4 固定资产和在建工程变化



图表 11: 2023Q4 资本性支出及同比增速

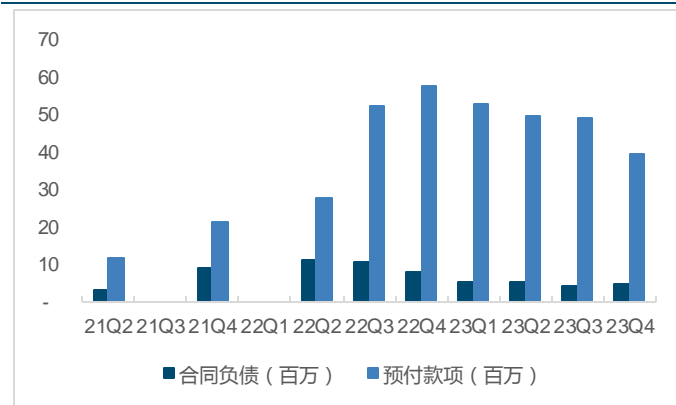


来源: wind, 国金证券研究所

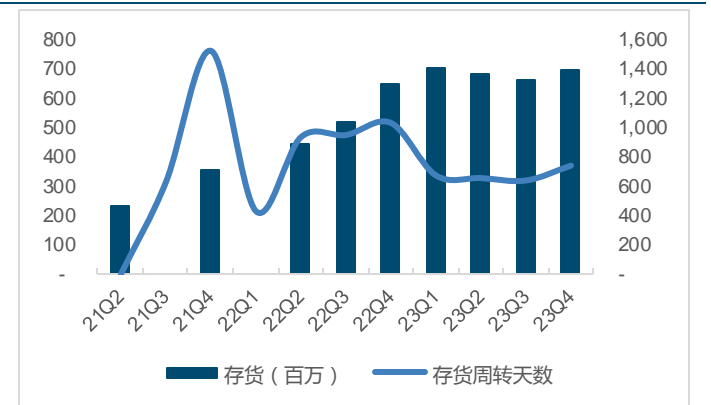
来源: wind, 国金证券研究所

公司 23 年合同负债 0.05 亿元, 较期初-37.6%; 存货 6.96 亿元, 较期初+8.2%, 积极备货备产。

图表 12: 2023Q4 合同负债与预付款项变化



图表 13: 2023Q4 存货及周转天数

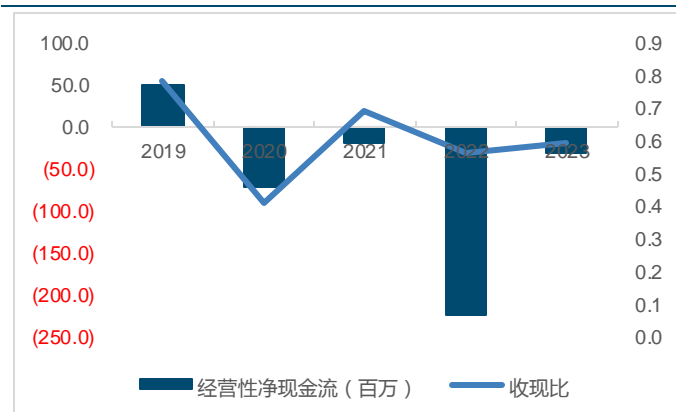


来源: wind, 国金证券研究所

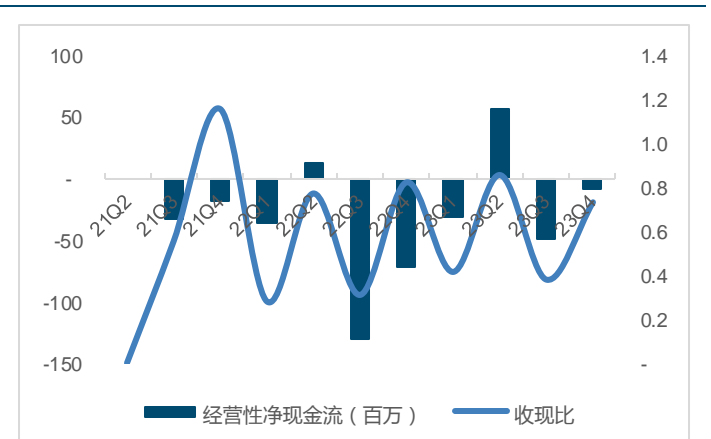
来源: wind, 国金证券研究所

公司 23 年经营性净现金流-0.3 亿元, 较去年同期增加 2.0 亿元; 收现比 0.6, 与去年同期有所改善。

图表 14: 2023 年经营性净现金流



图表 15: 2023Q4 经营性净现金流



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

报告期间公司始终围绕信号链和电源管理器等产品进行设计开发，持续进行产品迭代并不断扩展产品种类，现已形成信号链及电源管理器两大类别共计 200 余款产品，是国内高可靠放大器产品谱系覆盖面最全的厂家之一，放大器和轴角转换器产品在行业内占据重要地位，与同行业公司相比具有一定的竞争优势。2023 年，公司持续加大研发投入，不断扩展产品谱系，推出的高输入阻抗运算放大器、轨到轨运算放大器、电流检测放大器、抗辐照器件等型号产品达到国内领先水平，已在各用户需求场景中推广应用，涉及信号处理、计算、驱动控制、电源等领域，业绩有望持续增长。

图表16：公司重点在研项目及进展情况

项目名称	预计总投资规模 (万元)	本期投入金额 (万元)	累计投入金额 (万元)	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
放大器	7,200.51	2,534.29	4,925.53	进行了关键指标升级，实现了功率运放 100mA~10A 范围谱系化扩展，精密运放失调电压低于 10uV。同时进行门类拓展，推出了隔离运算放大器，实现隔离电压达到 1600V。攻克了大功率元胞晶体管设计技术、低失调电压温度漂移技术、高负载稳定性技术、晶圆激光修调技术等核心技术。设计定型阶段 4 项	国内领先 7 项，国内先进 12 项	广泛应用于计算机系统、工业控制、医疗设备、精密测量设备、远程控制等厂家	
转换器	3,330.99	674.40	1,099.86	开展专用转换器系列产品技术攻关，突破轴角、高压、高精度、低功耗、可编程、小型化等核心关键技术，完善磁编码型、旋变型、SAR 模数转换器型、电阻性数模转换器、信号感应调理、信号处理系统等设计平台，丰富产品体系，完善设计和筛选平台，根据用户迭代需求，逐步拓展至自定义多功能的智能 SOC 超大规模集成电路，达到国际先进、国内领先水平。	国内领先 5 项，国内先进 1 项	广泛应用于电机系统、舵机控制、通信系统、计算机系统等场景；涉及海、陆、空、天、网等多个领域中	
接口驱动	9,658.82	1,923.58	3,550.90	开展接口驱动系列产品技术攻关，突破高压驱动、低导通电阻、超低漏电流、多通道、宽摆幅大摆率、可编程、15KV 高 ESD 等核心关键技术，完善低速 ADC 前端驱动、高压三相 H 桥栅极驱动、达林顿模拟开关、多路复用器、智能驱动等设计平台和筛选平台，根据用户迭代需求，拓展可编程自定义智能 SOC 驱动芯片，国际先进、国内领先水平。	国内领先 8 项，国内先进 11 项	广泛应用于电机系统、舵机控制、通信系统、计算机系统等场景；涉及海、陆、空、天、网等多个领域中	
电源管理器	3,464.00	1,240.46	2,272.46	开展电源管理器系列产品技术攻关，突破 1ppm/°C 高精度、可编程、低功耗、降压/升压/反激/谐振等谐振控制器、驱动 SiC 的 PWM 脉宽调制器、电源管理策略等核	国内领先 9 项	广泛应用于电机系统、舵机控制、通信系统，	

项目名称	预计总投资规模 (万元)	本期投入金额 (万元)	累计投入金额 (万元)	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
系统封装专用集成电路	5,689.92	2,214.92	5,074.72	方案设计阶段2项, 样品阶段5项, 鉴定试验阶段5项, 设计定型阶段2项	开展高密度系统集成技术攻关。建立高压大电流 SiC 设计平台、高密度 SiP 封装设计平台, 形成算法可复用 IP、形成模块复用 IP	国内领先 3 项, 国内先进 17 项	计算机系统等领域; 涉及海、陆、空、天、网等多个领域中 广泛应用于电机系统、舵机控制、通信系统, 计算机系统等领域; 涉及海、陆、空、天、网等多个领域中
射频微波	910.00	362.08	363.38	方案设计阶段1项	采用 GaAs ED 0.15um, GaAs PA 0.15um, GaN 0.15um 工艺完成 24 款微波芯片的研发, 包含功放、低噪放、幅相控制、开关及混频器等无源电路, 基于研发的多功能芯片进行整合, 研发收发功能一体多功能 MMIC	国内领先 15 项, 国内先进 5 项	主要用于通信、导航、地面站等设备 广泛应用于辐射环境下电子系统的信号调理和电源管理, 海、陆、空、天等有抗辐射应用需求的领域
抗辐照技术研究	122.50	11.10	11.10	方案设计阶段1项	开展抗辐照试验技术研究, 突破抗电离总剂量的电路和版图加固技术, 完善抗辐照产品设计、筛选测试和鉴定检验流程, 增加抗辐照产品数量和门类	国内领先 13 项, 国内先进 5 项	广泛应用于电机主控, 伺服控制, 系统健康检测等领域 应用于
MCU 芯片	2,640.00	1,277.79	1,333.64	方案设计阶段1项, 样品阶段1项	开发具有集成浮点运算 FPU+DSP 的计算核心特点的产品, 可用于电机控制、电子系统健康检测、兼容通用 MCU 等场景	国内先进 1 项	ADC、DAC、千兆以太网、XAUI 光纤通道、交换机、计算机、服务器等应用情景
时钟电路	800.00	111.33	123.83	设计定型3项, 鉴定试验阶段1项	拥有超低相噪晶体振荡、超低附加抖动等设计技术, 具有低偏斜、低附加抖动、高频工作、宽电源电压特点, 支持多种信号格式, 突破最高工作频率 2Gz, 推出更低功耗和适应不同情况的多通道时钟产品。	国内先进 1 项	

项目名称	预计总投资规模 (万元)	本期投入金额 (万元)	累计投入金额 (万元)	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
/	33,816.74	10,349.95	18,755.42	/	/	/	的时钟分配和电平转换

来源：公司年报，国金证券研究所

投资建议

公司为国内军用模拟 IC 领先企业，军用模拟 IC 赛道坡长雪厚，公司自研芯片产品储备充分、国产化替代下市场份额有望继续提升。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 7.0/9.1/11.5 亿元，同比增长 15.5%、28.4%、27.0%，对应 PE 分别为 19/15/12 倍，维持“买入”评级。

风险提示

下游装备需求增长不及预期的风险：公司面向下游各大军工集团客户提供配套、客户集中度较高，如下游装备需求增长不及预期，将影响公司整体收入水平。

研发进展及国产替代进度不及预期的风险：模拟 IC 研发难度较高、不确定因素多，公司芯片研发进展可能不及预期；自研芯片产品研制、定型需要跟随装备试验验证，正式批产需要较长的时间周期，国产替代进度可能不及预期。

募投项目建设及产能释放不及预期的风险：如因各种因素影响，公司募投项目晶圆制造及先进封测产业化项目建设进度不及预期，将影响产能释放与公司业绩提升。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	502	779	1,297	1,528	1,963	2,531
增长率		55.1%	66.5%	17.8%	28.5%	28.9%
主营业务成本	-131	-176	-331	-393	-530	-704
%销售收入	26.0%	22.6%	25.5%	25.7%	27.0%	27.8%
毛利	372	603	966	1,135	1,433	1,827
%销售收入	74.0%	77.4%	74.5%	74.3%	73.0%	72.2%
营业税金及附加	-2	-2	-5	-5	-7	-9
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-29	-43	-47	-53	-65	-81
%销售收入	5.9%	5.5%	3.6%	3.5%	3.3%	3.2%
管理费用	-60	-82	-92	-107	-134	-170
%销售收入	12.0%	10.6%	7.1%	7.0%	6.8%	6.7%
研发费用	-47	-88	-153	-176	-220	-278
%销售收入	9.3%	11.3%	11.8%	11.5%	11.2%	11.0%
息税前利润 (EBIT)	233	387	669	794	1,008	1,289
%销售收入	46.5%	49.7%	51.6%	51.9%	51.3%	50.9%
财务费用	-7	-4	42	14	20	25
%销售收入	1.3%	0.5%	-3.3%	-0.9%	-1.0%	-1.0%
资产减值损失	-11	-13	-34	-17	-14	-20
公允价值变动收益	0	0	4	0	0	0
投资收益	0	0	12	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	216	381	711	806	1,034	1,314
营业利润率	43.1%	48.9%	54.8%	52.7%	52.7%	51.9%
营业外收支	0	0	-1	0	0	0
税前利润	216	381	710	806	1,034	1,314
利润率	43.0%	48.9%	54.7%	52.7%	52.7%	51.9%
所得税	-28	-43	-97	-97	-124	-158
所得税率	13.2%	11.2%	13.7%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	188	338	612	709	910	1,156
少数股东损益	11	35	2	4	5	7
归属于母公司的净利润	177	303	611	705	905	1,150
净利率	35.2%	38.9%	47.1%	46.1%	46.1%	45.4%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	237	3,009	1,259	2,136	2,487	3,007
应收款项	539	810	1,450	1,217	1,450	1,795
存货	351	643	696	852	1,073	1,324
其他流动资产	24	87	1,333	1,341	1,357	1,378
流动资产	1,151	4,549	4,738	5,546	6,368	7,505
%总资产	90.7%	94.4%	88.4%	90.9%	89.7%	89.4%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	60	121	244	504	685	841
%总资产	4.7%	2.5%	4.6%	8.3%	9.6%	10.0%
无形资产	8	22	33	31	30	28
非流动资产	119	268	623	553	732	886
%总资产	9.3%	5.6%	11.6%	9.1%	10.3%	10.6%
资产总计	1,269	4,817	5,360	6,099	7,099	8,391
短期借款	263	28	51	50	25	15
应付款项	312	361	364	450	602	789
其他流动负债	35	47	64	69	92	124
流动负债	610	436	479	569	719	927
长期贷款	0	77	33	33	33	33
其他长期负债	27	61	82	51	46	42
负债	637	574	594	654	798	1,002
普通股股东权益	619	4,194	4,729	5,404	6,255	7,335
其中：股本	150	200	200	200	200	200
未分配利润	82	319	728	1,403	2,254	3,334
少数股东权益	14	49	37	41	46	53
负债股东权益合计	1,269	4,817	5,360	6,099	7,099	8,391

比率分析						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.179	1.515	3.053	3.525	4.526	5.748
每股净资产	4.127	20.969	23.645	27.020	31.274	36.677
每股经营现金净流	-0.140	-1.129	-0.162	4.657	3.198	3.931
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.150	0.272	0.345
回报率						
净资产收益率	28.58%	7.23%	12.91%	13.05%	14.47%	15.67%
总资产收益率	13.94%	6.29%	11.39%	11.56%	12.75%	13.70%
投入资本收益率	22.53%	7.90%	11.85%	12.63%	13.95%	15.25%
增长率						
主营业务收入增长率	38.97%	55.05%	66.54%	17.81%	28.49%	28.92%
EBIT 增长率	47.17%	65.96%	72.70%	18.62%	27.00%	27.85%
净利润增长率	67.80%	71.27%	101.51%	15.46%	28.39%	27.01%
总资产增长率	78.03%	279.44%	11.29%	13.78%	16.40%	18.20%
资产管理能力						
应收账款周转天数	183.5	154.9	217.8	200.0	180.0	170.0
存货周转天数	703.6	1,029.8	738.9	800.0	750.0	700.0
应付账款周转天数	463.3	525.0	302.8	300.0	300.0	300.0
固定资产周转天数	42.8	38.2	64.1	73.0	71.9	63.9
偿债能力						
净负债/股东权益	4.03%	-68.43%	-51.68%	-61.38%	-59.00%	-57.49%
EBIT 利息保障倍数	34.7	100.3	-15.8	-56.7	-49.6	-51.9
资产负债率	50.16%	11.91%	11.09%	10.72%	11.24%	11.95%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	188	338	612	709	910	1,156
少数股东损益	11	35	2	4	5	7
非现金支出	27	39	75	43	36	46
非经营收益	6	-3	-24	35	3	3
营运资金变动	-242	-600	-696	144	-310	-419
经营活动现金净流	-21	-226	-32	931	640	786
资本开支	-45	-145	-337	-8	-201	-181
投资	0	0	-1,285	0	0	0
其他	0	0	12	0	0	0
投资活动现金净流	-45	-145	-1,610	-8	-201	-181
股权募资	205	3,266	0	0	0	0
债权募资	62	-67	-22	-9	-28	-12
其他	-40	-56	-86	-33	-57	-72
筹资活动现金净流	227	3,142	-108	-42	-85	-84
现金净流量	161	2,771	-1,750	881	353	521

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	5	19
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.17	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-10-28	买入	136.70	N/A
2	2023-01-20	买入	113.80	N/A
3	2023-02-24	买入	107.37	N/A
4	2023-04-14	买入	106.01	N/A
5	2023-04-26	买入	111.19	N/A
6	2023-07-21	买入	107.08	N/A
7	2023-08-29	买入	92.07	N/A
8	2023-10-27	买入	84.76	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

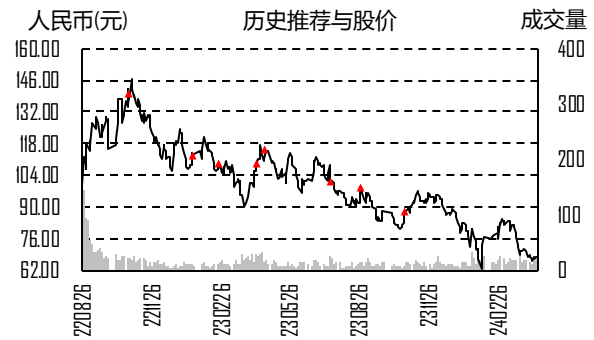
买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806