

聚光科技 (300203.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

现金流超预期，资产负债及毛利改善

业绩简评

4月22日晚间，公司发布2023年年报。报告期内，公司实现营业收入31.8亿元(yoy -7.8%)，归母净利润-3.23亿元(yoy 13.92%)，扣非归母3.88亿元(yoy 7.27%)，经营性活动净现金流2.73亿元，去年同期为-0.12亿元。

经营分析

经营性现金流增长超预期，透过三表勾稽看公司经营改善。报告期内，公司经营性净现金流2.73亿元，去年同期为-0.12亿元。其中，Q4经营性净现金流实现6.02亿元，仅次于2018年四季度6.26亿元的历史最高水平。此外，合同负债规模8.8亿元(yoy +37%)，应收账款9.05亿元(yoy -18.5%)。预计CF和BS的改善将持续体现在IS端。

人员调整落实费用端优化，预计24年利润表将初显成果。报告期末，公司员工数量同比下降15%至5986人。其中，30岁以上研发人员几乎未调整，仅同比下降3.17%至520人。

三项减值影响利润端，皆为短期因素。PPP“长期应收款”坏账准备0.77亿元，同比增加0.66亿元；“其他非流动资产”坏账准备1.05亿元，同比增加0.19亿元。信用减值0.7亿元，同比增加0.55亿元。商誉减值0.68亿元，同比减少0.07亿元，剩余账面商誉2.26亿元。预计商誉对公司利润表的影响将逐渐减弱。

毛利率提升，产品和业务结构升级初显成效。报告期内，公司实现毛利率41.26%，同比提升3.94pct。其中，高毛利率业务“仪器、相关软件及耗材”毛利率提升4.76pct至45.73%，收入占比提升1.57pct至69.75%；低毛利率业务“环境治理装备及工程”占比下降3.02pct至12.51%，毛利率提升6.42pct至22.74%。

研发驱动增长，产品矩阵持续丰富。报告期内，公司牵头申请了2023年度国家重点研发计划超高分辨静电离子阱傅里叶变换质谱仪、完成了国内首台四极杆飞行时间高分辨质谱的研制工作、CRDS高精度温室气体分析仪中标中国气象局“揭榜挂帅”科技项目(2023年)。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2024/2025/2026年EPS为0.49/0.78/1.05元，公司股票现价对应PE估值为22/14/10倍，维持“买入”评级。

风险提示

产业化进度不及预期，市场竞争加剧，核心零部件进口风险，下游应用需求低于预期，商誉减值，PPP减值风险等。

医药组

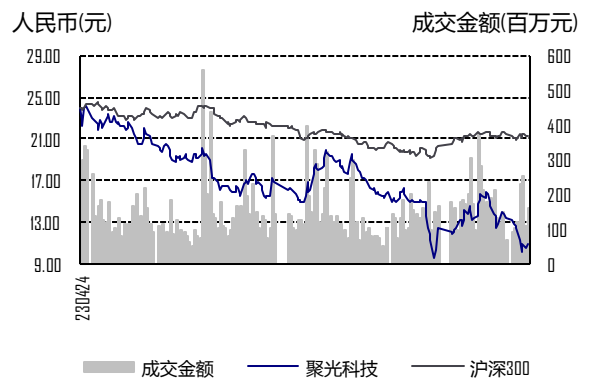
分析师：袁维 (执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：10.80元

相关报告：

- 《聚光科技公司点评：业务结构优化，谱育科技高速增长》，2023.8.29
- 《聚光科技公司点评：谱育订单高增长，23年收入有望加速确认》，2023.4.27



公司基本情况 (人民币)

项目	12/22	12/23	12/24E	12/25E	12/26E
营业收入(百万元)	3,451	3,182	3,449	4,132	5,028
营业收入增长率	-8.00%	-7.80%	8.40%	19.80%	21.70%
归母净利润(百万元)	-375	-323	218	350	472
归母净利润增长率	61.25%	-13.92%	N/A	60.36%	34.77%
摊薄每股收益(元)	-0.828	-0.719	0.487	0.781	1.052
每股经营性现金流净额	-0.03	0.61	0.49	0.86	1.29
ROE(归属母公司)(摊薄)	-11.6%	-11.09%	7.18%	10.78%	13.36%
P/E	-40.93	-22.04	22.19	13.84	10.27
P/B	4.75	2.45	1.59	1.49	1.37

来源：公司年报、国金证券研究所

4月22日晚间，公司发布2023年年报。报告期内，公司实现营业收入31.8亿元（yoy-7.8%），归母净利润-3.23亿元（yoy 13.92%），扣非归母3.88亿元（yoy 7.27%），经营性活动净现金流2.73亿元，去年同期为-0.12亿元。

迈入高质量发展

资产负债表：合同负债增长订单改善、应收款减少健康发展

合同负债增长，订单端改善：报告期内，公司合并报表合同负债规模8.8亿元（yoy +37%），母公司报表合同负债规模3.66亿元（yoy +53%）。合同负债增加主要系公司预收货款增加所致，一般主要受益于“新签订单”或“订单中已收款但未确认收入部分的订单”增加所致。由此预计，报告期内公司订单质量改善显著。

应收账款显著减少，发展更加健康：报告期内，公司合并报表应收账款9.05亿元（yoy -18.5%），母公司报表应收账款6亿元（yoy -22.3%）。改善主要系1年以内部分的大幅降低。账龄组合方面，合并报表“1年以内”账面价值为3.48亿元（yoy -30%），“1年以上”账面价值为2.8亿元（yoy +5%）；母公司报表“1年以内”账面价值为1.4亿元（yoy -45%），“1年以上”账面价值为1.5亿元（yoy +5%）。政府端应收款改善显著。政府款项组合方面，合并报表期末账面价值2.74亿元（yoy -21%）；母公司报表方面期末账面价值1.64亿元（yoy -22%），政府端应收款改善显著。

经营性现金流增长超预期，公司关注回款健康

2023年全年，公司合并报表下的经营性净现金流为2.73亿元，去年同期为-0.12亿元，母公司经营性净现金流为1.25亿元（yoy +939.6%）。23年四季度，合并报表下公司产生经营性净现金流实现6.02亿元，仅次于2018年四季度6.26亿元的历史最高水平。

从三表勾稽关系看公司经营现状和业绩释放潜力

根据现金流量表补充资料，经营性活动净现金流同比增加的2.85亿中，有1.95亿来自于经营性应收账款的减少。考虑到1年期以上的应收账款改善尚不显著，预计现金流的显著增加并非用来对冲长期应收款，主要系近期业务带来的现金流增加所致，同时该部分现金流入并未体现近期收入增长。考虑到合同负债的持续增加，我们认为当前公司经营现状为：业务增长或现金流改善带动合同负债增加，由于收入增长滞后于合同负债增加，导致23年公司收入下滑并未反应合同负债和现金流改善下公司经营的边际变化，我们预计现金流量表和资产负债表体现的经营改善将陆续传导到利润表端。

人员调整落实费用端优化，预计24年利润表将初显成果

人员减少、控制投入，关注股东回报；但对利润端影响滞后，预计24年将有所体现：报告期末，公司员工数量同比下降15%至5986人。其中，研发方面保留核心骨干，优化研发队伍。报告期内，研发人员同比下降24.39%至1305人。其中，30岁以下研发人员同比下降36.95%至720人，30岁以上研发人员几乎未调整，仅同比下降3.17%至520人。学历方面，本科人员同比下降34.21%至527人，硕士人员同比下降18.48%至710人。与此同时，费用端尚未充分体现人员优化成效，销售费用和研发费用仅同比下降0.87%和1.85%，管理费用同比提升14.55%。我们预计主要归因于：①人员优化主要在年末落地，对全年费用节约影响有限；②战略调整人员带动员工遣散费用支出增长显著，进而导致管理费用同比增加14.55%至3.6亿元。

三项减值影响利润端，皆为短期因素

PPP出于审慎考虑计提资产减值约0.85亿元。回款期合同资产在“长期应收款”项目列示，根据项目推进进展，回款期项目总体回款顺利，出于审慎考虑，对于该部分资产进行了约5%的坏账准备计提，报告期内该科目资产总额约14.4亿元，对应坏账准备0.77亿元，同比增加0.66亿元；建设期的合同资产在“其他非流动资产”项目列示，报告期内该科目资产总额约10.5亿元，对应坏账准备1.05亿元，同比增加0.19亿元；合营PPP企业的会计核算记为长期股权投资，该部分尚未计提新的减值损失。

信用减值0.7亿元，同比增加0.55亿元。

商誉减值0.68亿元，同比减少0.07亿元，剩余账面商誉2.26亿元。预计商誉对公司利润表的影响将逐渐减弱。

毛利率提升，产品和业务结构升级初显成效

报告期内，公司实现毛利率 41.26%，同比提升 3.94pct。其中，高毛利业务占比及其毛利率双双提升。高毛利率业务“仪器、相关软件及耗材”毛利率提升 4.76pct 至 45.73%，收入占比提升 1.57pct 至 69.75%；低毛利率业务“环境治理装备及工程”占比下降 3.02pct 至 12.51%，毛利率提升 6.42pct 至 22.74%。公司持续推动产品和业务结构升级初显成效。

PPP 持续推进，风险总体可控

在公司的 14 个 PPP 子公司中，5 个已经实现政府付费，3 个开始支付或者部分支付运营费用，2 个处于建设收尾阶段，2 个因融资问题暂停，1 个与政府协商拟由 PPP 转为 EPC，1 个已经与地方政府达成一致实现退出。项目持续推进下，资金回报收益持续增加，报告期内，公司实现“PPP 项目资金回报收益”0.89 亿元 (yoy +42%)。PPP 建设接近尾声，报告期内“项目建设支出”0.54 亿元，同比下降 70.9%。

研发驱动增长，产品矩阵持续丰富

高端质谱序列再下一城。报告期内，联合中科院化学所、中科院大连化物所、中科院生态中心、南开大学、北京蛋白质中心、中科院生物物理所等单位，牵头申请了 2023 年度国家重点研发计划“基础科研条件与重大科学仪器设备开发”重点专项并顺利获批，项目计划研制出具有自主知识产权、质量稳定可靠、核心部件国产化的超高分辨静电离子阱傅里叶变换质谱仪，并开展工程化研究、应用示范和产业化推广，实现在蛋白质组学、代谢组学和脂质组学等领域的应用。

产业化推进顺利。报告期内，实现了第 1000 台 ICP-MS 的与第 500 台 LC-MSMS 的下线交付，重点完成了国内首台四极杆飞行时间高分辨质谱的研制工作。

临床质谱成为新增长点。报告期内，公司临床质谱、细胞分析、分子免疫、核酸分析等应用进展顺利，上述业务签订合同额超过亿元，其中仪器销售占 80% 左右，试剂和服务约占 20%。旗下公司谱康医学的 SFLO CL 系列全光谱流式细胞仪成功拿到二类医疗器械注册证，并于 2023 年 12 月发布了国内首台 POCT 版本的 EasyFlo 型全光谱流式细胞仪和基于流式成像技术的藻类流式细胞仪。

碳监测成果显著：报告期内公司 CRDS 高精度温室气体分析仪已中标中国气象局“揭榜挂帅”科技项目（2023 年），打破了国外同类产品对国内碳监测市场的垄断。

工业过程分析领域，基于公司核心技术之一激光气体分析技术平台，公司入选工信部第八批制造业单项冠军企业遴选认定名单，成为本批浙江省仅有的 23 家入选企业之一。

半导体领域，EXPEC 7350 三重四极杆电感耦合等离子体质谱（ICP-MS）已在中电化合物半导体等上游供应商产生销售，在硅基和化合物半导体领域实现了销售和产品交付，并已陆续在国内主要芯片制造企业开展前期验证工作，逐步进入集成电路制造主要领域。

公司的 AI 人工智能实验室系统已在长江委汉江局、杭州市生态环境监测中心等安装运行，实现了实验室检测“采样-运输-仓储-检测-分析”全流程自动化，提高了检测效率。

设备更新下，国产仪器有望迎来发展机遇期

2024 年 3 月 13 日，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》（以下简称《方案》），明确提出要实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升“四大行动”。本次设备更新与以往不同之处在于不仅促进消费、扩大内需，同时注重科技创新、培育新质生产力、优化产业链和产业结构升级，提升供给体系质量和效率。

实验室有关仪器设备更新需求较大

根据仪器信息网发布的数据，国家重大平台的仪器设备平均使用年份为 10.1 年，且有 40% 的设备已经超过 10 年使用期限，导致设备老化、性能下降、维修成本增加，更新需求凸显。从服役 10 年以上的仪器设备数量来看，化学分析仪器数量遥遥领先，达到 14879 台，其次是生命科学仪器 3719 台、光学仪器 3773 台、物性测试仪器 3637 台等。从服役 10 年以上的化学分析仪器设备看，质谱类仪器数量最多，达到了 5212 台次；其次为光谱类仪器，数量达到 3508 台次；紧接着为色谱类仪器，数量为 3079 台次。

本次《方案》中明确提到提升教育文旅医疗设备水平是本次实施设备更新行动的重要举措之一，强调更新置换先进教学、科研技术设备以及推动医疗设备更新改造，升级医疗卫生机构的设备和信息化设施，改善医疗机构的病房环境和设施。根据 4 月 21 日财经杂志报道“行业预测此次行动给实验室仪器和设备相关行业带来的市场空间可能有 2000 亿元左

右的规模。”

此外，2024年4月9日，工业和信息化部、国家发展改革委、财政部、中国人民银行、税务总局、市场监管总局、金融监管总局等七部门于近日联合印发《推动工业领域设备更新实施方案》，该方案提到在医药、电子等重点行业，围绕中试验证和检验检测环节更新一批先进设备，重点推动设计验证环节更新模型制造设备、实验分析仪器等先进设备，进一步扩大实验仪器设备更新需求。

国产仪器可持续发展有望得到支持

人民日报于2023年4月17日在第19版刊登：名为“打好科技仪器设备攻坚战(创新谈)”的文章。要打好科技仪器设备、操作系统和基础软件国产化攻坚战，争取早日实现用我国自主的研究平台、仪器设备来解决重大基础研究问题。”

《方案》提出建立国际标准与国内标准的衔接机制，促进国际标准在国内的转化，并支持国内机构参与国际标准的修订，为国产仪器的制造和应用提供更好的依据和参考，利于提升国产仪器在国际市场上的竞争力和认可度。

《方案》还提出了强化创新支撑，聚焦长期困扰传统产业转型升级的产业基础、重大技术装备“卡脖子”难题，积极开展重大技术装备科技攻关，完善“揭榜挂帅”、“赛马”和创新产品迭代等机制，利于国产仪器创新完善提升质量解决难题。

此外，各省市也相应推出配套方案促进国产仪器发展。2024年4月7日，北京发改委《进一步加大对重点领域设备购置与更新改造贷款贴息实施方案(征求意见稿)》发布，明确提出鼓励企业更多采购首台(套)重大技术装备、国产自主品牌设备。

预计，公司作为实验室理化分析仪器领域国内的领先企业，有望持续受益于本次设备更新需求。

图表1: 设备更新下, 国产仪器有望迎来发展机遇期

- 此次“更新换新”行动着眼供需两侧发力，不仅促进消费、扩大内需，还注重**科技创新、培育新质生产力**、优化产业链和产业结构升级。
- 此次行动着眼于**长远产业优化和绿色发展**，旨在从存量中挖掘增量，结合数字化、智能化技术，强调全产业链的系统性升级。

仪器设备更新需求较大

- 设备老化、性能下降、维修成本增加
- 行业标准的不断更新也推动了设备更新的需求
- 科研需求的推动下对更新设备有着较高的需求

2024年3月13日

国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》



- 提出更新置换**先进教学、科研技术设备**以及推动**医疗设备**更新改造，升级医疗卫生机构的设备和信息化设施

2024年4月9日

工信部等七部门联合印发的《推动工业领域设备更新实施方案》



- 强调在医药等关键行业，重点更新**设计验证和检验检测环节**的先进设备，进一步推动**实验仪器设备更新需求**

国产仪器可持续发展得到支持

促进国产仪器设备发展、提升质量、掌握关键核心技术，解决瓶颈问题，推动进口替代，是国产科学仪器发展的关键方向，也是新质生产力的主要推动力。

2024年3月13日

国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》



- 建立**国际标准与国内标准的衔接机制**，提升国产仪器在国际市场上的竞争力和认可度
- 着重强调**创新支持**，通过**重大技术装备科技攻关**等举措促进国产仪器提升质量和解决难题

2024年4月7日

北京发改委《进一步加大对重点领域设备购置与更新改造贷款贴息的实施方案(征求意见稿)》



- 明确提出鼓励企业更多采购**首台(套)重大技术装备、国产自主品牌设备**

来源: 各政府部门官网, 仪器信息网, 财经杂志, 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	3,751	3,451	3,182	3,449	4,132	5,028	货币资金	1,421	1,459	1,256	960	1,064	1,287	
增长率	-8.0%	-7.8%	-7.8%	8.4%	19.8%	21.7%	应收款项	1,623	1,373	1,149	1,292	1,420	1,577	
主营业务成本	-2,390	-2,163	-1,869	-1,921	-2,277	-2,750	存货	1,358	1,350	1,374	1,042	1,194	1,396	
%销售收入	63.7%	62.7%	58.7%	55.7%	55.1%	54.7%	其他流动资产	314	393	407	409	447	521	
毛利	1,361	1,288	1,313	1,528	1,855	2,278	流动资产	4,717	4,575	4,185	3,703	4,126	4,781	
%销售收入	36.3%	37.3%	41.3%	44.3%	44.9%	45.3%	%总资产	45.8%	44.5%	43.1%	39.8%	41.4%	44.0%	
营业税金及附加	-32	-29	-33	-29	-35	-43	长期投资	1,943	2,946	3,152	3,502	3,852	4,202	
%销售收入	0.9%	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	737	696	772	816	861	897	
营业费用	-665	-677	-671	-552	-545	-654	%总资产	7.2%	6.8%	8.0%	8.8%	8.6%	8.3%	
%销售收入	17.7%	19.6%	21.1%	16.0%	13.2%	13.0%	无形资产	464	370	292	298	253	208	
管理费用	-308	-315	-360	-259	-227	-267	非流动资产	5,583	5,712	5,530	5,591	5,841	6,081	
%销售收入	8.2%	9.1%	11.3%	7.5%	5.5%	5.3%	%总资产	54.2%	55.5%	56.9%	60.2%	58.6%	56.0%	
研发费用	-562	-566	-556	-483	-496	-603	资产总计	10,300	10,287	9,715	9,295	9,967	10,862	
%销售收入	15.0%	16.4%	17.5%	14.0%	12.0%	12.0%	短期借款	1,385	1,516	1,211	1,134	1,709	2,225	
息税前利润 (EBIT)	-207	-299	-307	205	552	712	应付款项	1,437	1,458	1,328	964	1,012	1,148	
%销售收入	n.a	n.a	n.a	6.0%	13.4%	14.2%	其他流动负债	1,072	1,085	1,197	960	1,056	1,225	
财务费用	-174	-192	-174	-147	-159	-170	流动负债	3,894	4,059	3,736	3,058	3,777	4,597	
%销售收入	4.6%	5.6%	5.5%	4.3%	3.9%	3.4%	长期贷款	2,361	2,264	2,407	2,757	2,497	2,297	
资产减值损失	-210	-103	-100	-81	-80	-86	其他长期负债	137	416	411	188	191	182	
公允价值变动收益	-8	-3	1	0	0	0	负债	6,393	6,739	6,554	6,003	6,465	7,077	
投资收益	103	26	79	100	100	100	普通股股东权益	3,515	3,229	2,909	3,040	3,250	3,533	
%税前利润	-35.8%	-5.1%	-21.2%	38.9%	24.3%	18.0%	其中：股本	453	453	449	449	449	449	
营业利润	-274	-487	-377	257	412	555	未分配利润	2,065	1,690	1,368	1,499	1,709	1,992	
营业利润率	n.a	n.a	n.a	7.5%	10.0%	11.0%	少数股东权益	392	320	252	252	252	252	
营业外收支	-13	-17	4	0	0	0	负债股东权益合计	10,300	10,287	9,715	9,295	9,967	10,862	
税前利润	-287	-504	-374	257	412	555	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	n.a	n.a	n.a	7.5%	10.0%	11.0%	每股指标							
所得税	65	61	-11	-39	-62	-83	每股收益	-0.514	-0.828	-0.719	0.487	0.781	1.052	
所得税率	n.a	n.a	n.a	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	7.768	7.135	6.483	6.775	7.243	7.874	
净利润	-222	-443	-385	218	350	472	每股经营现金净流	-0.809	-0.027	0.608	0.494	0.855	1.292	
少数股东损益	10	-68	-62	0	0	0	每股股利	0.500	0.000	0.020	0.195	0.312	0.421	
归属于母公司的净利润	-232	-375	-323	218	350	472	回报率							
净利率	n.a	n.a	n.a	6.3%	8.5%	9.4%	净资产收益率	-6.61%	-11.61%	-11.09%	7.18%	10.78%	13.36%	
							总资产收益率	-2.26%	-3.64%	-3.32%	2.35%	3.51%	4.35%	
							投入资本收益率	-2.10%	-3.59%	-4.66%	2.43%	6.08%	7.28%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	-8.55%	-8.00%	-7.80%	8.40%	19.80%	21.70%	
							EBIT增长率	N/A	44.42%	2.58%	-166.86%	168.8%	28.99%	
							净利润增长率	-147.5%	61.25%	-13.9%	N/A	60.36%	34.77%	
							总资产增长率	9.91%	-0.12%	-5.56%	-4.33%	7.24%	8.98%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	132.4	128.0	115.6	110.0	100.0	90.0	
							存货周转天数	193.5	228.5	266.0	200.0	195.0	190.0	
							应付账款周转天数	170.6	210.3	230.6	160.0	140.0	130.0	
							固定资产周转天数	67.9	63.2	62.6	60.8	53.8	46.4	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	59.50%	65.40%	74.72%	89.03%	89.71%	85.45%	
							EBIT利息保障倍数	-1.2	-1.6	-1.8	1.4	3.5	4.2	
							资产负债率	62.07%	65.50%	67.47%	64.58%	64.86%	65.15%	

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	1	5	10	12	28
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	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	2022-04-29	买入	16.50	N/A
2	2022-06-25	买入	26.43	N/A
3	2022-07-20	买入	27.27	N/A
4	2022-08-30	买入	29.35	N/A
5	2022-10-28	买入	36.76	N/A
6	2023-04-27	买入	22.30	N/A
7	2023-08-29	买入	15.79	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