

格力电器 (000651.SZ) 白色家电行业

评级：买入 维持评级

公司点评

王晓莹
联系人
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

张斌
分析师 SAC 执业编号：S1130206080208
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

年报及一季报业绩说明电话会议纪要

事件

4月30日我们为格力电器组织了年报及一季报业绩说明的电话会议。

评论

能效标准切换和节能补贴额度即将变化打乱了空调市场规律：6月1日新能效标准执行后，节能推广补贴政策将只补贴新一级和新二级（即老一级）空调，且额度下降；尤其老二级将不再享受补贴，因此空调企业自身和渠道商的老二级存货都急于在6月1日前售出并申领补贴。由此引发了自3月以来空调市场老二级空调的大幅降价促销，并整体拉低了全部品类的空调价格体系。

政策变化影响公司上半年收入和毛利率，但净利率能够维持：公司在电话会议中以负责的态度向投资者坦承行业政策变化确实影响了公司的收入增长，一季度销售均价下降百分之十几（一方面是一部分收入体现为计入营业外收入的节能补贴，另一方面是公司应对市场变化的降价）；并且在二季度公司所用原材料价格将高于一季度（为去年四季度所屯的原材料）的情况下，毛利率的压力大于一季度。不过好的方面是净利率应该能够维持较高水平，因为一季度还有大量已申报但未发放的节能补贴将在二季度体现。

展望下半年，涨价应是大概率事件：行业主要企业一季度毛利率都下降明显，净利润扣除节能补贴后所剩无几；因此公司认为6月1日后，在能效标准提高和原材料价格的压力下，行业必然酝酿涨价，无非是谁先涨、谁能不能涨的问题。对此我们也认为空调行业已形成寡头格局，寡头理应维护合理的利润空间，上半年是被政策变化所打乱，下半年在切换到新政策后，新的平衡也将形成，涨价应是大概率事件。

公司的中央空调、变频、高能效技术进一步强化，新能效标准下竞争优势更突出：经过多年的积累，公司的中央空调09年已开始发力，尤其是大型中央空调的技术优势突出，今年增长更为喜人；我们预计公司中央空调业务的增长今年有望超预期。在变频和高能效定速（新一级）空调上也实现了技术降成本的突破，同等产品下更低的成本必将令公司在新能效标准下的竞争优势更加突出。

投资建议

维持盈利预测：预计2010-2012年收入预测分别为492（今年收入考虑节能补贴将继续计入营业外收入）、605、701亿元，同比增速分别为15.3%、23.0%、15.9%；EPS分别为1.832、2.165、2.585元，同比增速分别为17.6%、18.2%、19.4%。

投资建议：公司的成长性“一直被怀疑，却始终在超越”。经过股价连续因地产业调控担忧和一季报低于预期而下跌后，目前2010年动态PE仅为12倍，已低于09年同期水平。我们认为虽然上半年行业面不利于股价上涨，但相信公司全年依然能够实现我们的盈利预测；因此全年来看以目前股价确定性收益空间反而扩大。我们建议有耐心的投资者现价买入，获取全年甚至更长时期的稳定收益。

风险提示：如果下半年行业涨价不能实现，则公司业绩可能低于我们预期。

业绩说明电话会议纪要整理

关于一季度收入增速

- 问：从第三方数据来看，格力一季度空调销量增长不错，但是季报收入增长仅 12%，原因？
 - 答：和去年一季度对比虽然量增明显但是公司收入没有怎么增长，主要有三方面原因：1) 节能补贴产品有一个限价，不能高于这个限价卖；2) 补贴收入是放入营业外收入的；3) 应对新的政策出，渠道存货需要尽快消化，引发了价格竞争，格力、美的的毛利率都有下降。
- 问：一季度出货均价是怎样水平，和去年四季度相比下降了多少？
 - 答：均价同比下降了十几个百分点（这个均价跌幅是销售收入对应的均价，不同产品的降价空间又不一样）。现在终端价格低得可怕，今年 1000 块的空调都有，甚至还有 700 多的。去年的价格没有这么低，按道理去年原材料价格低的时候应该售价低，但实际上去年价格反而没有这么低。所以价格不是材料成本决定的，而是竞争决定的价格。
- 问：一季度国内和出口增长是怎样的？哪块更高一些？
 - 答：增长是出口增长多，主要是基数低（09 年同期是公司的历史最低点）。内销也是在增长的，但今年一季度的收入只能做成扣掉补贴的价格（例如原来卖 3000 元的空调如果国家补贴 500 元，现在格力只能按 2500 元卖出去做收入，之后拿到补贴了，这 500 元计入营业外收入），这会影响到收入增长。
- 公司的一二级市场和三四级市场分别增长是多少？
 - 答：三四级市场增长比较快，但是一二级市场还是最大的。三四级市场的规模可以看家电下乡的数据。家电下乡这个政策确实把小城镇市场启动了。
- 问：一季度海尔和美的收入增长都比较厉害，而且其实美的的价格也是比较激进的，那么目前格力的市场份额是否有丢？
 - 答：一季度有两方面的原因造成这种情况，一方面是美的的出口确实比格力力量大一点（一季度是出口旺季），其次在其他白电方面增长也比较快。但是从市场份额来看，格力的量也有增长了 20-30% 的规模，所以格力力量的增长和终端零售的增长也都是非常可观的。
- 问：一季度终端销售更好还是出场数据更好？今年的销售策略是怎样的？
 - 答：两方面都是按照公司的预期在增长，渠道的容量始终是有限的。公司最关注的是终端的增长，终端的回笼资金。一季度主要是出口的旺季，内销终端铺货 1、2 月份都不是很明显，3 月份开始到现在整个市场的促销力度还是比较大。不存在和 09 年相比出货比较晚的情况。
- 问：美的反映出口订单特别多生产不过来，格力的情况是怎样的？
 - 答：格力的出口订单也很满，今年压缩机厂的压缩机都生产不过来。大家的出口都是供不应求，都在想怎么才能完成出口订单。目前出口从量和美元计价来讲都恢复到了 08 年的情况，但由于人民币升值，所以从人民币来讲没有达到 08 年的情况。
- 问：出口的盈利状况是否有可能不如国内？
 - 答：出口的盈利情况应该是不如国内的，所以去年的利润增长主要还是来自于国内贡献。

关于能效标准和节能补贴政策切换对公司的影响

- 问：公司目前可以享受补贴的销量占总销量的比例？
 - 答：除了变频和用于下乡的三级产品外，公司生产的都是有能效补贴的产品，占比很大。
- 问：节能补贴是怎么做账的？
 - 答：申领补贴有两个环节，一个环节是国家要求是销售之后必须要安装（光销售到渠道里是不行的），有发票、安装卡等相应的资料才能申请；另一个环节是申请以后国家还有一个审核过程，审核无误才发补贴。因此比如说销售的是 80 万台，这个阶段拿到的安装卡是 50 万台，而申请上去已经拿到补贴的是 30 万台。因此格力已销售、已申请但尚未拿到补贴的量是很多的，都没有反应在一季度的报表中。而美的的入账方式与格力不同，美的是如果当期卖出 100 万台，申请了 50 万台，不管是否已经收到补贴，当期就记 50 万台的补贴收入。
- 问：补贴申请后有多少时间可以收到？

- 答：补贴的滞后期大概有 1 个多月。
- 问：申请补贴到收到钱的时间时滞是 1 个多月，那么计营业外收入和正常营业收入之间的时滞有多久？
- 答：从出货-经销商-消费者-安装-申请-拿钱，这个时间就比较久，没办法做一个比较量化的测算，所以大家都是赶在 6 月 1 日之前，把这一块解决。公司也在每天比较应拿的和未拿的。
- 问：新的政策切换后，补贴是否会下降？
- 答：6 月 1 日以后补贴额度确实要下降，新一级补 200 元，新二级补 100-150。补贴总是不能持续的，公司希望补贴越少越好，甚至不补贴最好，这样企业就可以完全按照市场化来运作。
- 问：能效补贴额下降的话，公司售价方面有什么调整，对利润率会有什么影响？
- 答：从竞争格局和企业承受力来说，价格必须要上涨，只不过是先涨、谁能不能涨的问题。一季度可以看到主要空调企业的毛利率下降得很厉害，如果美的和格力都把国家补贴扣掉，实际上一季度的利润率都非常低了，如果把这块拿掉，市场竞争的格局又会重新发生变化，因此大家实际上都是有涨价动机的。
- 问：现在二级能效比空调在库存中的比例，需要多久才能出去？
- 答：对于老二级的库存比例没有办法回答。反正现在已经没有生产二级，只生产一级；现在销售的二级主要是历史的库存。
- 问：老二级有什么处理方式？
- 答：老二级的处理方式就是加大了终端的销售费用，促进经销商赶紧把老二级卖出去。
- 问：6 月 1 日开始执行新的政策，会不会有经销商把下半年要卖的提前到上半年来卖？
- 答：提前消费应该是消费者，市场上确实有一些“下半年要涨价，现在提前买”的讲法，有些企业也在做这样的宣传，但是公司认为这个是一个普遍现象还是个别现象确实很难说。
- 问：今年老二级空调降价可以理解，但为什么变频和老一级空调也一起降价？
- 答：因为价格的高和低都是相对的，用买车打比方，广本和奥迪虽然档次是差很多的，但是如果广本大幅降价，那么奥迪就卖不动了，大家宁愿买广本也不买奥迪了。现在的价格就是被清库存的动力集体拖低的。

关于利润率的变化

- 问：一季度的增长高、收入的增长比较低，说明公司均价是降低的；而一季度把补贴考虑进去的话公司的毛利率和去年相比没有降低；想问原材料价格在上涨价格在降低而毛利率在升高的原因？
- 答：从毛利率来讲的话肯定是下降了，其他企业也是，美的的毛利率也下降较多，格力的毛利率也在下降。把补贴考虑进去的话公司的毛利率和去年相比没有降低的原因是一季度还有一部分是用了去年的原材料（去年年报库存有 60 多亿，其中原材料的比重比较大的）。
- 问：原材料低成本消耗得差不多了吧，目前的原材料的成本是多少？
- 答：目前的原材料基本上是 7000 多的铜、6000 多的钢材了。
- 问：一季度的降价和原材料走势相反的逻辑？
- 答：一季度的降价和原材料走势是相反的，降价的逻辑是市场竞争，终端价格降得非常低，在这种情况下公司出货给经销商的价格下降了，同时因为渠道里还有老价格政策的库存要清，所以还要加大给经销商的补贴力度。
- 问：如果一季度格力应该收到的补贴是 6、7 亿的话，实际的毛利率和去年相差还不是很大；但二季度原材料的情况会发生改变，而且格力是行业的领导者，在行业发生转变的过程中，应该还是有比较大的调节空间，公司是怎么考虑毛利率和市场份额的平衡？
- 答：二季度，关口在逼近，大家都是在对渠道补贴，因为如果让渠道商亏损了，今后他就会对品牌没信心。所以现在大家都在加大对渠道的补贴。申领补贴，一定要终端的发票才能拿到。老一二级都要加大力度赶紧销售，每个厂商都会遇到这个问题。但是过了这个之后又会形成一个新的平衡，公司的能效补贴还只是反应了一小部分，所以二季度格力的净利率维持的空间是比较大的。
- 问：对今年接下来的毛利率变化的展望？
- 答：今年的毛利率肯定比去年要低，因为去年的毛利率处在高位。今年的毛利率一个是到 6 月份之前大家终端出货的压力很大（大家的产品定价都是按照有能效补贴的情况制定的，所以产品出去之后补贴没有收回来

之前不能随意调整价格)；另一个是原材料价格也在涨，对于毛利率显然是有影响的。特别是在二季度毛利率的压力非常大，涉及到国家能效标准的转换，终端的一些老二级库存如何实现销售，终端的价格下来之后不可能批零倒挂，不能让经销商亏损，一定会对经销商有一些政策上的安慰。

- **问：一季度销售费用率上升幅度比较大，正常来说出口占比高应该销售费用率低，所以相悖的原因是什么？**
 - 答：销售费用率高主要是多给经销商返利了。因为现在终端空调价格非常低，可能都低于出厂价了，但又不能让经销商亏损，所以加大了返利的力度，销售费用率也因此而提高。另外也加大推广力度，这些都是导致销售费用上升的原因。展望二季度，6月1日是一个分水岭，之后新的能效政策出台了，对新的一级和二级进行补贴，新的一级是能效比更高3.6的，新的二级是老一级；新能效政策后对销售政策会有新的影响。
- **问：二季度是销售旺季，会不会大家互相压价力度增加，致使全行业利润率比一季度更低？**
 - 答：二季度压力应该说是非常大，面临着能效标准转换、能效补贴政策也会转换。在5.1期间有些厂家拿出的价格很低，甚至有600块钱的空调，那压缩机都300多了，所以是不可持续的竞争。
- **问：除了清库存的因素之外，会不会竞争对手在今年有一个抢夺市场份额争地位的因素在里面，如果下半年竞争对手为了上位，不率先调价，格力会采取什么对策？**
 - 答：格力的净利润空间比竞争对手大，格力也是关注份额的，量增可能比收入增长更看重。
- **问：公司对于中长期毛利率的看法（未来两年）？**
 - 答：现在不确定因素太多，国家时不时地搞个政策，把价格格局打乱了，比如家电下乡的定价是不超过多少价格，这样技术和品牌的差异没办法体现出来，现在一律限价2500，但原来没这个政策的时候可能格力能卖到2700，别人只能卖到2300。所以国家的政策对格力的影响非常大。决定毛利率的因素一方面是成本，但成本因素只是一个转化性的影响，在格局和环境没有变化情况下，竞争力越明显毛利率就会提升得越快，当然也不会无限提高，这样会有新的竞争者加入进来，又会形成新的格局。去年是个非常特殊的年份，整个原材料价格波动非常大，今年价格又在回归，但在目前格局下原材料价格上涨空间还有多大也不一定，因为上涨过快的话会影响到整个全球经济的复苏；所以原材料价格是个双刃剑，太低企业受影响，太高企业也受影响。但是大家应该看到从02年到现在原材料价格一直在涨，但格力的毛利率一直在提升，主要是竞争格局在发生变化。再往后净利率能达到6%点几在家电行业来说，应该是一个比较满足的数据。

关于未来的内外销增长

- **问：公司后续的内销策略和目标？**
 - 答：内销有两个发展趋势：1)变频，2)新的一极能效。
 - 变频方面公司已经在4月27日做了鉴定，公司自己开发的变频技术获得国际技术领先。在这样的条件下，新的能效标准提高了、资源有限的情况下大家可能就会专注变频，公司在这方面也做了很多工作。
 - 新的一级能效标准定在3.6，实现的话对于技术和成本会有一个比较大的影响：压缩机、电机的能效要降低，两器的成本要加大；而且国内压缩机能不能满足需求，也是一个问题。因此新能效出来后面面临的是技术和资源的竞争，要么企业要有能力通过技术实现成本更低，要么就是要有能力抢占更多的资源（压缩机）。格力在技术方面有很多储备和大量的突破性工作，可能在下个月就会宣布一个重大技术突破，第二在资源方面，公司本身压缩机的产能会形成一个支撑，把竞争门槛由原来的成本竞争转换为技术和资源的竞争，格力还有优势。
- **问：房地产调控对空调销售的影响？**
 - 答：房地产的调控是影响投资性的购房，为什么去年国家一收一放以后有一个爆发性的增长呢，主要是刚性需求。但是空调不可能是投资性的，是需求来决定的，所以房地产的投资者反而很大比重是没有装空调的。从公司经历了这么多周期来看能，影响不大。今后的趋势国家在不断推精装房，抑制房地产投资，反过来对空调需求有影响，但目前空调的需求还是比较刚性的需求导致的。
- **问：农村增长的情况怎样？**
 - 答：农村市场实际指的是小城镇市场，增长是很快，但是基数小，总体看依然是一线城市的量一股独大，尤其中部地区还是城市的消费量突出。
- **问：未来2-3年，国内空调需求的增速大概是在什么范围？过去交流是15-20%，现在是否还是这样的判断？**
 - 答：未来几年增长的趋势还是会延续，不排除局部年份的调整，但总的来说主要是与中国经济整体增长的步调一致，因为整个城镇化比率在提高，个人持看好态度。另外低收入人群的需求也会上来。未来更新换代的

量会逐步增加，空调 10 年寿命很多都快结束了，也会成为一个新的增量。觉得市场至少应有百分之十几的增长率。

- **问：今年出口增长比较快，是不是主要是新兴市场出口快？这一块的占比是多少？这些地方的产能会不会也有起来，产能布局？**
 - 答：印度中东南美今年增长比较大，产能布局以信息披露为准。很多国内空调都想到巴西越南印度方面都想去开厂，说明中国的用工成本的人民币升值对制造业起到了抑制作用，但是对中国有信心，因为其他国家的投资环境没有中国这么好。新兴市场尤其是中东市场、印度、非洲在出口中的占比比较大，但是从本质来讲，欧美的市场规模还是最大的。
- **问：公司是不是目标要用十年做到全球 40%的占比？**
 - 答：做到全球 40%的份额用不了十年时间，现在很多出口订单在小企业那里，今后人民币和用工成本可能把小企业挤掉，品牌集中度进一步提高，大企业有空间。现在全球市场份额是 20%多（全球 8000 多万台，格力 2000 多万台）。

关于格力的变频技术及定速高能效比技术

- **问：公司的变频技术和国内外相比技术地位怎样？**
 - 答：4 月 27 日国家给格力做了一个技术鉴定，鉴定格力的变频技术达到国际领先。已与日本变频技术处于同一水平线。变频技术包括变频压缩机的技术和控制器、电源模块方面的技术，格力现在所有的技术都可以掌握了，公司认为目前技术还是站在国际比较高的水平。国内其他企业都是只能买了模块以后做组装。变频技术最终核心的是能够实现低频运转，这次鉴定的就是格力具有这样的技术，国内格力是唯一能够达到目前这个技术。
- **问：变频空调有没有零部件还是要从国外进口？**
 - 答：芯片还是要从国外进口，但进口以后程序格力自己写；还有一些东西是自己设计别人做的。
- **问：目前公司变频的占比如何？**
 - 答：变频大致是十几个百分点的结构占比。
- **问：公司在变频空调和新一级成本方面会不会有比较明显的优势？**
 - 答：格力在 5 月会推出一个新的非常有影响的技术，能够有效地降低成本且能提高空调的能效比。不同公司虽然都能做变频空调和新一级空调，但是实现的成本差距很大。新一级空调只要加大两器就都能实现，另外压缩机和电机的耗电量是最大的，如果要实现 3.6，必须要用直流电机，这样耗电量就大很多。但是如果技术突破后，还可以用交流电机也能实现 3.6，那成本就低很多了，比如两器不变的情况下，如果就换个电机就能实现新的能效要求，那就成本优势很明显了。
- **问：通过技术进步的成本会比别人低多少？**
 - 答：打个比方，直流电机比交流电机的成本要贵了一倍（几十块钱），对于空调几千万台的销售来讲是非常大的数字。有些厂家是通过加大两器来实现的，而公司可以通过技术进步实现。通过技术进步的成本降幅保密，但是降低力度比较可观。
- **问：5 月份可以推新品，会不会赶上销售的旺季？**
 - 答：5 月份会做重大成果的发布，是否能赶上今年旺季难说，因为高端产品不一定要赶旺季的。

关于格力的中央空调业务

- **问：中央空调今年的具体占比？**
 - 答：中央空调最近格力势头很好，产业在线显示的数据时格力在国内排在第四，最近增长情况非常可观。
- **问：中央空调目前的规模是什么数量级的水平？南非世界杯公司有不少订单，是否有宣传作用？**
 - 格力目前在大型中央空调中的影响力在增强，最早的时候大型螺杆机一个月一台订单，现在已经变成是一天一个订单了。
- **问：格力有一个离心式冷水机组，出水温度是 16-18 度，但请教其他专家后认为这样的出水温度到达室内可能就是 30 度，所以这个技术是不是有效？是否已有实际应用？**

- 答：格力这个技术是基于温湿度独立控制的。目前的中央空调制冷和抽湿是合一的，这种技术出水温度就需要低到 7-11 度，一边制冷一边抽湿，而抽湿是需要能量的。格力的理念是 17-18 度的所谓高温出水只负责制冷，抽湿用其他方式实现，就非常节能，没有必要把水冷却到 7-11 度。而且这样运转会降低压缩机的能效比，所以还必须对压缩机进行重新设计，格力在压缩机上也取得了突破，取得了 5 项国际领先的技术。现在已经有订单了，这个在北方很有推广意义，北方不需要除湿，气候本来就很干燥，所以格力的这个技术在北方更节能。而且从人体的舒适性来讲，17-18 度的制冷管路温度可以让环境温度降到 21-23 度，这个是最舒适的。

关于天气对于空调消费的影响

■ 问：今年天气特别凉爽，全球气候好像都这样，这对空调需求的影响如何？

- 答：天气的影响目前对空调还没有显现，只有到旺季的时候才能显现出来。因为旺季的时候天气的因素容易把一些人的刚性需求激发出来。去年欧洲的天气很热，就把刚性需求给激发出来了，库存卖空，反过来对今年欧洲的市场是有拉动作用的。

■ 问：如果旺季天气很冷，是否大家就不会买空调？是否还会有更坏的情况出现？

- 答：3、4 月份的渠道囤货，主要是应对 5、6 月份的旺季；实际上大家很多人买空调是 7、8 月份，但为什么对于厂家来说旺季是 4、5、6 月份呢，实际上也是一个经销商备库存准备的过程。如果 4 月份的囤货在 5、6 月份热的时候没有卖出去，必将影响到经销商 5、6 月份的囤货。所以目前还没显现。

其他问题

■ 问：年报中营业总收入是 420 亿，主营业务收入是 390 多亿，其他业务收入具体是什么？

- 答：其他业务收入是材料的外售，包括废品销售收入和材料让渡，材料让渡的比例相对大一些。这是自从 06 年新的会计制度出台之后都是这样的。

■ 问：公司去年现金流情况特别好，主要来自于票据，是否是因为去年上半年票据方面有一个利率倒挂，是否是公司做了一个利差赚取？

- 答：票据上去年倒挂，确实做了很多票据贴现的安排，今年一季度财务收益非常好，一季度利润上财务收益贡献了很大的比重。

■ 问：一季报现金支出保证金高达 50.71 亿，解释？

- 答：一季报现金支出是做了很多押汇，是需要保证金的。

■ 问：贷款有新增 11 亿贷款，走向？

- 答：贷款是内部贷款和对集团的贷款。

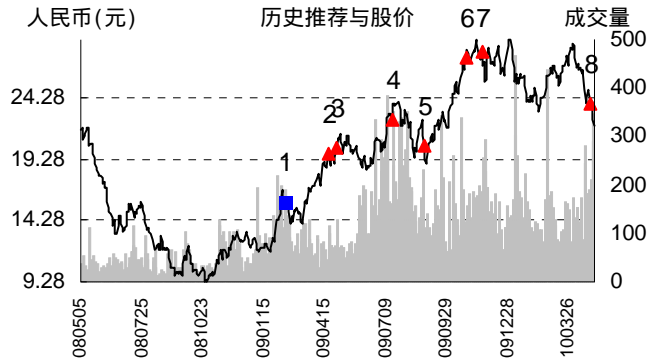
■ 问：应付账款 09 年底增长比较大，是可持续还是暂时性？

- 答：应付每年都比较大，因为去年 4Q 量比较大，应付主要是供应商采购，因此应付大也是正常情况。

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2009-02-19	持有	15.85	20.79 ~ 23.62
2	2009-04-21	买入	19.66	31.50 ~ 33.90
3	2009-04-30	买入	20.13	N/A
4	2009-07-17	买入	22.47	N/A
5	2009-08-28	买入	20.34	27.60 ~ 29.20
6	2009-11-02	买入	27.53	29.80 ~ 32.80
7	2009-11-23	买入	27.92	33.00 ~ 36.00
8	2010-04-27	买入	23.70	32.50 ~ 32.90

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
- 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
- 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

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方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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，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惟一因素。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或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话：(8621)-61038311	电话：(8610)-66215599-8832	电话：(86755)-82805115
传真：(8621)-61038200	传真：(8610)-61038200	传真：(86755)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：200011	邮编：100032	邮编：518000
地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号 谷泰滨江大厦 15A 层	地址：中国北京西城区金融街 27 号 投资广场 B 座 4 层	地址：中国深圳福田区金田路 3037 号 金中环商务大厦 2805 室