

美的电器 (000527.SZ)

白色家电行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

市价(人民币)：15.05 元
 目标(人民币)：17.50-19.15 元

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)	3,120.27
总市值(百万元)	46,959.99
年内股价最高最低(元)	15.39/9.98
沪深 300 指数	2915.01
深证成指	11303.33



相关报告

1. 《收购股权谋求海外业务由滚动向跨越式发展》，2010.5.4
2. 《向小天鹅出售洗衣机资产换股权的预案出台》，2009.10.21

王晓莹 分析师 SAC 执业编号：S1130210040006
 (8621)61038318
 wangxiaoying@gjzq.com.cn

中报靓丽，十二五再造一个美的需扩产助力

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.546	0.909	0.958	1.216	1.470
每股净资产(元)	2.52	4.54	3.62	4.47	5.50
每股经营性现金流(元)	1.98	0.99	0.90	2.00	2.49
市盈率(倍)	15.16	25.51	15.71	12.38	10.24
行业优化市盈率(倍)	19.59	45.80	45.80	45.80	45.80
净利润增长率(%)	-13.44%	83.14%	58.03%	26.86%	20.91%
净资产收益率(%)	21.72%	20.02%	26.45%	27.18%	26.71%
总股本(百万股)	1,891.07	2,080.18	3,120.27	3,120.27	3,120.27

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 美的电器上半年实现收入 390 亿元、同比增长 56.7%；净利润 17.9 亿、同比增长 56%；EPS0.57 元，与公司前期预增公告一致。
- 公司同时公告定增预案：不超过 3.5 亿股、价格不低于 12.51、募资 43.6 亿元用于扩大中央空调、压缩机、冰箱、家用空调产能。

经营分析

- **发挥渠道的动力和协同，上半年空调增长不俗、冰洗翻番**：在冰洗销售纳入“中国营销总部——区域销售公司”体系之后，公司采取了主动降低产品出厂毛利、给予区域销售公司更大运作空间的策略，表现在财报上便是毛利率与销售费用率的同步降低（还有一部分毛利率的降低是因为 2Q 公司对节能补贴的记账方式也从 1Q 的权责发生制调整为收付实现制）。其效果是上半年空调收入增长 40%、表观收入首次超过格力同期；冰洗收入均翻番，而且洗衣机收入也首次超过海尔同期；表现出竞争力的继续向上。
- **“十二五再造一个美的”**：在美的集团 09 年总结计划大会上集团董事局主席何享健提出了这一目标，力争成为全球白色家电前三强。如今目标已经落实成为上市公司的中长期规划，除上述国内市场营销变革持续进行外，海外营销和生产布局也开始加速，包括今年 5 月收购埃及空调上市公司 30% 股权等。
- **定增扩产规模可观**：也正是在上述中长期规划下，公司本次提出了定增预案，单看空调领域的扩产规模比前不久的格力公增预案还大一些；冰箱扩产后的规模也将超过海尔在国内的产能。由于美的采取的是内外销并重的策略，募投项目应该在两年左右的时间达产，届时有望与需求匹配。

盈利调整

- 基于白电行业增长的超预期、公司竞争力继续向上、以及节能补贴估计尚有约 10 亿已申报未获领，上调公司盈利预测：2010-2012 年收入分别为 638、781、924 亿元，EPS0.958、1.216、1.470 元，净利润增速 58%、26.8%、20.9%。

投资建议

- 我们认为公司 3-6 个月合理估值为 20X10PE-16X11PE（11 年为摊薄后 EPS），即 17.50-19.15 元，距离目前还有 16-27% 的空间，维持买入。

图表1：08-10 年公司分季度收入及盈利比较分析

(百万元)	1Q	2Q	3Q	4Q
08收入	12,334	15,146	9,862	7,972
09收入	8,824	16,077	10,756	11,621
10收入	15,541	23,484	点评：上半年的增长主要来自于冰洗两业务在渠道协同、产能释放后的翻番表现；分季度看，1Q的收入增长还有部分恢复性增长的因素，2Q则大幅高于08和09年同期。	
10/08 YOY	26%	55%		
10/09 YOY	76%	46%		
	1Q	2Q	3Q	4Q
08净利润	274	714	248	-202
09净利润	187	959	405	341
10净利润	632	1,157	点评：2Q净利润同比增速较低一方面为09年同期净利率高达6%的基数原因，另一方面是2Q公司对空调节能补贴的入账方式由权责发生制变为收付实现制，大约有10亿可视同税前利润的已申报补贴将延迟到下半年获领。	
10//09 YOY	237%	21%		
	1Q	2Q	3Q	4Q
08净利率	2.2%	4.7%	2.5%	-2.5%
09净利率	2.1%	6.0%	3.8%	2.9%
10净利率	4.1%	4.9%	点评：同上	

来源：公司财报，国金证券研究所

图表2：08-10 年公司分产品收入及毛利率与竞争对手的比较分析（单位：百万元）

美的空调及配件	1H	2H	格力空调及配件	1H	2H	点评
08 收入	21,639	11,462	08 收入	23,638	14,906	从财报看 1H10 美的第一次空调业务收入超过格力；原因应该有节能补贴下两企业尤其在 1Q 销售政策和记账方式不同、格力去年四季度渠道压货量较大以及今年产能瓶颈更大等；且格力一般在下半年的淡季销售大于美的。但对美的而言还是相当有意义。
09 收入	18,487	13,552	09 收入	18,966	19,568	
10 收入	25,855	—	10 收入	23,113	—	
10/09 YOY	40%	—	10/09 YOY	22%	—	
08 毛利率	19.5%	—	08 毛利率	18.3%	—	
09 毛利率	23.0%	—	09 毛利率	25.9%	—	
10 毛利率	18.3%	—	10 毛利率	16.3%	—	
美的冰箱及配件	1H	2H	海尔冰箱	1H	2H	点评
08 收入	2,103	2,911	08 收入	8,745	6,793	美的系冰箱主要还是以美的的品牌内销为主，上半年收入规模是海尔的 2/5，但增速明显更高
09 收入	2,813	3,500	09 收入	9,526	9,376	
10 收入	5,602	—	10 收入	13,132	—	
10/09 YOY	99%	—	10/09 YOY	38%	—	
08 毛利率	27.7%	—	08 毛利率	28.3%	—	
09 毛利率	25.1%	—	09 毛利率	31.0%	—	
10 毛利率	17.1%	—	10 毛利率	30.0%	—	
美的洗衣机及配件	1H	2H	海尔洗衣机	1H	2H	点评
08 收入	1,850	2,367	08 收入	3,751	4,259	上半年美的系洗衣机的收入规模已经略超海尔。
09 收入	2,413	3,553	09 收入	3,679	4,404	
10 收入	4,834	—	10 收入	4,712	—	
10/09 YOY	100%	—	10/09 YOY	28%	—	
08 毛利率	21.2%	—	08 毛利率	3.8%	—	
09 毛利率	23.1%	—	09 毛利率	31.1%	—	
10 毛利率	17.7%	—	10 毛利率	26.8%	—	

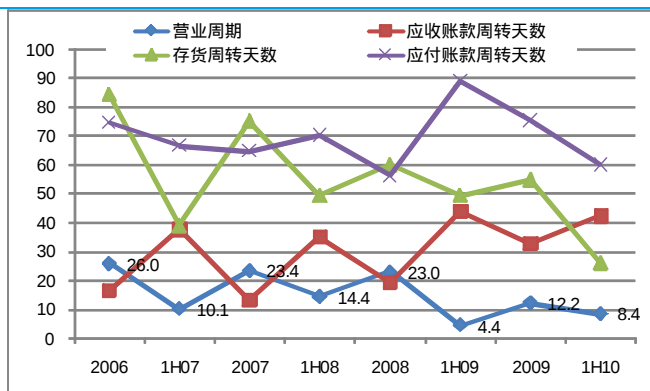
来源：公司财报，国金证券研究所

图表3：利润表的分项变化及点评

	1H09	1H10	同比变化 (百分点)	1Q10	2Q10	环比变化 (百分点)	点评
营业收入(百万元)	24901	39025	57%	15541	23484	51%	1) 毛利率的下降主要由销售费用率的下降和营业外收入的增加(节能补贴)来弥补;从而令 1H 净利率同比持平。从经营角度我们解读为:一部分毛利率的下降是公司将权责下放到渠道(区域销售公司),因此毛利率降低伴随销售费用率降低;另一部分毛利率的下降是公司对于经销商的价格政策也由原来的节能补贴事后通过返利调整为以直接降价为主的方式。 2) 2Q 毛利率环比上升可能有旺季规模效应以及 6 月起节能补贴额度大幅降低的缘故。营业外收支环比大幅减少是因为公司对节能补贴的记账方式从 1Q 的权责发生制调整为行业通用的收付实现制,因此 2Q 申报的补贴要到下半年获领后才会入账。
毛利	22.6%	17.2%	-5.3	15.4%	18.5%	3.1	
-营业税金及附加	0.1%	0.1%	0.0	0.1%	0.1%	0.0	
-销售费用	11.8%	9.1%	-2.7	9.6%	8.8%	-0.8	
-管理费用	3.0%	2.5%	-0.5	2.7%	2.3%	-0.4	
-财务费用	0.5%	0.4%	0.0	0.2%	0.6%	0.4	
-资产减值损失	0.6%	0.5%	-0.1	0.8%	0.3%	-0.5	
+公允价值变动损益	0.0%	0.1%	0.1	-0.1%	0.2%	0.3	
+投资收益	0.1%	0.1%	0.1	0.0%	0.2%	0.2	
+营业外收支	0.0%	1.6%	1.6	4.1%	0.0%	-4.1	
=利润总额	6.8%	6.6%	-0.2	6.0%	6.9%	0.9	
-所得税费用	0.9%	0.9%	0.0	0.9%	0.9%	0.1	
-少数股东损益	1.3%	1.1%	-0.2	1.1%	1.1%	0.0	
=归属于母公司所有者净利润	4.6%	4.6%	0.0	4.1%	4.9%	0.9	

来源：公司财报，国金证券研究所

图表4：存货周转时间优化



来源：各公司财报，国金证券研究所

图表5：美的电器的现金状况、盈利能力在同业中较好

	格力电器	青岛海尔	ST 科龙	美的电器
经营性现金流净额/销售收入	7.6%	14.1%	3.9%	13.3%
ROE (年化)	29.7%	30.0%	260.3%	32.4%
营业周期	-57	-14	-2	8

图表6：定向增发预案明细及产能扩张情况

项目名称	项目投资总额 (亿元)	募集资金拟投入额 (亿元)	建设周期 (月)	产能	现有产能
中央空调 (合肥) 项目	15	13	24	投入产出预计约为 1:5	约 40-50 亿
压缩机 (芜湖) 项目	9	8	15	600 万台	2100 万台
冰箱 (荆州) 项目	8.5	8	24	500 万台内销冰箱冰柜	1200 万台
冰箱 (南沙) 项目	6.2	4.2	13	400 万台 100-600 升风冷、直冷冰箱	
家用空调 (南沙) 项目	5	3.3	24	450 万台家用变频、变频空调	2600 万台
家用空调 (芜湖) 项目	7.1	7.1	18	500 万台出口的窗机、抽湿机、移动空调	
合计	50.8	43.6			

来源：公司公告，国金证券研究所

图表7：公司主要产品收入及毛利预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
产品I：空调及空调零部件						
销售收入（百万元）	27,101.16	33,100.40	32,039.22	38,820.31	46,475.36	54,828.52
增长率（YOY）	34.96%	22.14%	-3.21%	21.16%	19.72%	17.97%
毛利率	19.05%	19.75%	22.50%	18.74%	20.67%	21.79%
占总销售额比重	81.39%	73.05%	67.77%	60.82%	59.51%	59.33%
占主营业务利润比重	83.25%	75.28%	69.96%	65.27%	65.69%	65.94%
其中：家用空调						
销售收入（百万元）	21,409.97	26,128.08	27,394.80	32,153.06	37,857.51	43,767.44
增长率（YOY）	16.87%	22.04%	4.85%	17.37%	17.74%	15.61%
毛利率	17.34%	17.20%		17.00%	19.00%	20.00%
占总销售额比重	64.30%	57.66%	57.94%	50.38%	48.48%	47.36%
占主营业务利润比重	59.88%	51.76%		49.04%	49.19%	48.32%
其中：中央空调						
销售收入（百万元）	2,991.69	4,623.27	3,096.00	4,752.00	6,458.40	8,569.80
增长率（YOY）		54.54%	-33.03%	53.49%	35.91%	32.69%
毛利率	30.49%	31.45%		28.00%	29.00%	30.00%
占总销售额比重	8.98%	10.20%	6.55%	7.45%	8.27%	9.27%
占主营业务利润比重	14.71%	16.75%		11.94%	12.81%	14.19%
其中：空调压缩机						
销售收入（百万元）	2,699.51	2,349.04	1,548.42	1,915.25	2,159.45	2,491.28
增长率（YOY）	53.29%	-12.98%	-34.08%	23.69%	12.75%	15.37%
毛利率	19.88%	25.03%		25.00%	25.00%	25.00%
占总销售额比重	8.11%	5.18%	3.28%	3.00%	2.77%	2.70%
占主营业务利润比重	8.66%	6.77%		4.30%	3.69%	3.44%
产品II：冰箱及冰箱零部件						
销售收入（百万元）	2,439.16	5,014.15	6,312.70	10,025.95	12,804.71	15,265.98
增长率（YOY）		105.57%	25.90%	58.82%	27.72%	19.22%
毛利率	24.70%	21.17%	22.90%	17.56%	18.12%	18.64%
占总销售额比重	7.33%	11.07%	13.35%	15.71%	16.40%	16.52%
占主营业务利润比重	9.72%	12.23%	14.03%	15.80%	15.87%	15.71%
产品III：洗衣机及零部件						
销售收入（百万元）	1,780.91	4,217.04	5,965.32	9,513.34	11,704.03	14,142.55
增长率（YOY）		136.79%	41.46%	59.48%	23.03%	20.83%
毛利率	19.88%	21.29%	24.04%	18.16%	18.80%	19.46%
占总销售额比重	5.35%	9.31%	12.62%	14.90%	14.99%	15.30%
占主营业务利润比重	5.71%	10.34%	13.92%	15.50%	15.04%	15.19%
产品IV 其他（材料销售、租金、商标使用费）						
销售收入（百万元）	1,975.33	2,981.87	2,961.01	5,466.93	7,107.01	8,173.06
增长率（YOY）	81.25%	50.96%	-0.70%	84.63%	30.00%	15.00%
毛利率	4.15%	6.26%	7.28%	7.00%	7.00%	7.00%
占总销售额比重	5.93%	6.58%	6.26%	8.57%	9.10%	8.84%
占主营业务利润比重	1.32%	2.15%	2.09%	3.43%	3.40%	3.16%
销售总收入（百万元）	33296.55	45313.46	47278.25	63826.54	78091.10	92410.12
销售总成本（百万元）	27096.48	36631.54	36975.22	52680.43	63467.21	74292.70
毛利（百万元）	6200.07	8681.92	10303.03	11146.11	14623.89	18117.43
平均毛利率	18.62%	19.16%	21.79%	17.46%	18.73%	19.61%

来源：中怡康（历史份额数据），国金证券研究所

图表8：三张报表及预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	33,297	45,313	47,278	63,827	78,091	92,410
增长率		36.1%	4.3%	35.0%	22.3%	18.3%
主营业务成本	-27,096	-36,632	-36,975	-52,680	-63,467	-74,293
% 销售收入	81.4%	80.8%	78.2%	82.5%	81.3%	80.4%
毛利	6,200	8,682	10,303	11,146	14,624	18,117
% 销售收入	18.6%	19.2%	21.8%	17.5%	18.7%	19.6%
营业税金及附加	-26	-42	-61	-96	-117	-139
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-3,266	-4,614	-5,731	-6,383	-7,419	-8,871
% 销售收入	9.8%	10.2%	12.1%	10.0%	9.5%	9.6%
管理费用	-1,049	-1,725	-1,660	-1,723	-2,030	-2,403
% 销售收入	3.2%	3.8%	3.5%	2.7%	2.6%	2.6%
息税前利润 (EBIT)	1,859	2,301	2,852	2,944	5,058	6,705
% 销售收入	5.6%	5.1%	6.0%	4.6%	6.5%	7.3%
财务费用	-253	-481	-222	-207	-162	21
% 销售收入	0.8%	1.1%	0.5%	0.3%	0.2%	0.0%
资产减值损失	-24	-109	-169	-76	-78	-39
公允价值变动收益	53	-22	27	38	0	0
投资收益	180	39	32	152	160	168
% 税前利润	9.6%	2.2%	1.2%	3.4%	2.9%	2.4%
营业利润	1,816	1,727	2,520	2,852	4,978	6,854
营业利润率	5.5%	3.8%	5.3%	4.5%	6.4%	7.4%
营业外收支	54	28	233	1,600	600	50
税前利润	1,870	1,756	2,753	4,452	5,578	6,904
利润率	5.6%	3.9%	5.8%	7.0%	7.1%	7.5%
所得税	-195	-204	-239	-668	-837	-1,243
所得税率	10.4%	11.6%	8.7%	15.0%	15.0%	18.0%
净利润	1,674	1,551	2,514	3,785	4,741	5,662
少数股东损益	481	518	622	795	948	1,076
归属于母公司的净利润	1,193	1,033	1,892	2,990	3,793	4,586
净利率	3.6%	2.3%	4.0%	4.7%	4.9%	5.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1,674	1,551	2,514	3,785	4,741	5,662
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	524	834	1,016	847	1,037	1,071
非经营收益	-241	89	-335	-2,340	-698	-318
营运资金变动	-323	1,284	-1,139	513	1,149	1,356
经营活动现金净流	1,634	3,758	2,055	2,804	6,230	7,770
资本开支	-1,112	-2,004	-964	334	-396	-721
投资	38	-1,889	-196	-58	-41	-45
其他	30	41	47	191	160	168
投资活动现金净流	-1,045	-3,852	-1,113	466	-278	-599
股权募资	0	45	3,267	0	0	0
债权募资	265	1,023	-1,821	1,079	-1,622	1
其他	-474	-805	-703	-204	-1,317	-1,138
筹资活动现金净流	-209	264	744	875	-2,939	-1,137
现金净流量	380	169	1,686	4,145	3,013	6,034

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	1,845	2,285	3,855	6,050	9,064	15,098
应收款项	2,792	5,534	10,474	12,748	14,613	16,639
存货	6,810	5,138	5,828	7,144	8,263	9,068
其他流动资产	1,018	830	975	1,119	1,335	1,551
流动资产	12,465	13,787	21,132	27,062	33,274	42,356
% 总资产	71.9%	59.0%	66.8%	70.0%	73.8%	78.4%
长期投资	406	640	703	722	763	809
固定资产	3,363	5,661	6,181	6,798	7,047	7,116
% 总资产	19.4%	24.2%	19.5%	17.6%	15.6%	13.2%
无形资产	899	2,846	2,852	2,600	2,387	2,058
非流动资产	4,861	9,596	10,526	11,620	11,799	11,684
% 总资产	28.1%	41.0%	33.2%	30.0%	26.2%	21.6%
资产总计	17,326	23,383	31,658	38,682	45,072	54,039
短期借款	802	2,360	540	1,622	0	0
应付款项	9,540	10,835	13,533	15,630	18,852	22,089
其他流动负债	1,324	2,839	4,798	8,136	9,324	10,767
流动负债	11,666	16,034	18,871	25,388	28,176	32,856
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	3	57	59	0	0	0
负债	11,669	16,091	18,930	25,388	28,176	32,857
普通股股东权益	4,480	4,757	9,451	11,302	13,957	17,167
少数股东权益	1,177	2,536	3,277	4,071	5,020	6,095
负债股东权益合计	17,326	23,383	31,658	38,682	45,072	54,039

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.947	0.546	0.909	0.958	1.216	1.470
每股净资产	3.553	2.515	4.544	3.622	4.473	5.502
每股经营现金净流	1.296	1.985	0.989	0.899	1.997	2.490
每股股利	0.250	0.350	0.400	0.370	0.365	0.441
回报率						
净资产收益率	26.64%	21.72%	20.02%	26.45%	27.18%	26.71%
总资产收益率	6.89%	4.42%	5.98%	7.33%	8.04%	8.17%
投入资本收益率	25.77%	20.94%	19.55%	14.73%	22.65%	23.63%
增长率						
主营业务收入增长率	65.34%	36.09%	4.34%	35.00%	22.35%	18.34%
EBIT增长率	92.60%	23.77%	23.92%	3.26%	71.77%	32.56%
净利润增长率	136.11%	-13.44%	83.14%	58.03%	26.86%	20.91%
总资产增长率	39.26%	34.96%	35.38%	22.19%	16.52%	19.89%
资产管理能力						
应收账款周转天数	13.3	19.4	32.8	30.0	25.0	22.0
存货周转天数	75.1	60.0	54.9	50.0	48.0	45.0
应付账款周转天数	65.0	56.3	75.4	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	35.4	40.5	44.1	34.3	28.9	24.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.10%	1.03%	-26.26%	-29.23%	-48.11%	-65.18%
EBIT利息保障倍数	7.4	4.8	12.8	14.2	31.3	-322.8
资产负债率	67.35%	68.81%	59.80%	62.28%	59.75%	58.55%

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
强买	6	7	8	9	25
买入	2	2	5	5	14
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.24	1.30	1.32	1.34

来源：朝阳永续

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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。

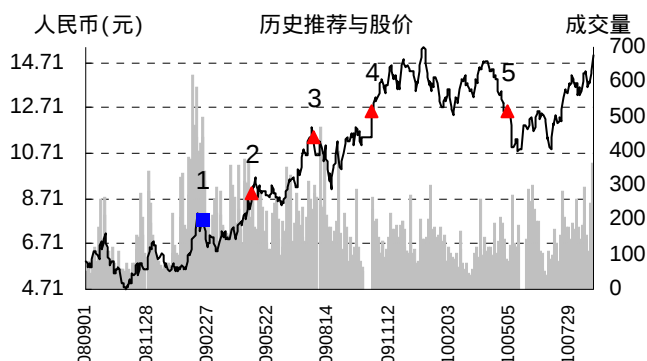
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-02-20	持有	7.82	9.98 ~ 12.10
2 2009-04-30	买入	8.92	N/A
3 2009-07-27	买入	11.46	N/A
4 2009-10-21	买入	12.58	21.77 ~ 21.98
5 2010-05-04	买入	12.58	26.20 ~ 26.20

来源：国金证券研究所



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：

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

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

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：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室