



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年3月16日

家电

研究部

黄文倩

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080210080006
huangwq@cicc.com.cn

郭海燕

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080200010008
guohy@cicc.com.cn

审慎推荐

九阳股份 (002242.CH)

业绩符合快报, 期待新品助力

主要财务信息

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	4,636	5,347	6,461	7,811	9,651
(+/-%)	7%	15%	21%	21%	24%
营业利润	733	814	996	1,222	1,556
(+/-%)	0%	11%	22%	23%	27%
净利润	610	591	687	822	1,042
(+/-%)	13%	-3%	16%	20%	27%
每股收益 (元)	0.80	0.78	0.90	1.08	1.37
每股净资产 (元)	3.7	4.0	4.6	5.4	6.5
每股经营现金流 (元)	1.0	0.7	1.1	1.2	1.7
市盈率	20.2	20.8	17.9	15.0	11.8
市净率	4.4	4.1	3.5	3.0	2.5
股价/经营现金	15.7	22.4	14.7	13.1	9.7
EV/EBITA	7.4	12.2	9.5	7.7	5.6
净资产收益率	22.8%	20.3%	20.9%	21.7%	23.2%
投入资本回报率	21.6%	19.5%	19.6%	20.0%	20.9%
股息收益率	2.9%	3.1%	2.5%	2.7%	2.7%

股票信息

股票代码	A股
当前股价 (人民币)	002242 CH Equity
日成交量 (百万股)	16.17
52周最高价/最低价 (人民币)	3.03
总市值 (百万人民币)	19,533/10.92
发行股数 (百万股)	12,304.56
其中: 流通股 (百万股)	761
主要股东 (持股比例)	191
	上海利鸿新技术有限公司 (49.71%)

最近估值走势

	1周变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
九阳股份	-2.0	-1.2	-1.1	7.3
深证A指	-1.1	2.6	-3.8	0.2
家电行业指数	-3.7	8.6	7.3	9.8

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

全年业绩符合快报, 4Q 收入增长放缓:

公司 4Q 实现营业收入 13.5 亿 (YoY6%), 增长放缓, 实现净利润 1.25 亿 (YoY-9%), 盈利能力有所回落; 2010 全年实现营业收入 53.5 亿 (YoY15%), 实现净利润 5.9 亿 (YoY-3%), 对应每股收益 0.78 元, 符合业绩快报。

全年营业利润率基本维持持平, 但由于政府补助减少和母公司所得税率上调, 净利润同比出现负增长, 净利润率同比下滑 2.1% 至 11.1%。

正面:

- 全年营业收入增长 15%, 增速较上年明显恢复, 豆浆机市场份额止跌趋稳, 产品优势依然明显, 电磁炉销售收入恢复增长。公司坚持新品研发和技术创新, 走差异化产品路线, 在高端市场优势明显。
- 销售费用率同比下降 1.3%, 收入增长规模效应显现, 渠道控制和管理方面进步明显。

负面:

- 4Q 收入增长放缓至同比增长 6%, 主要是由于 3Q-4Q 城镇小家电消费整体有所放缓, 此外部分订单未及时入帐。
- 全年毛利率下降 2.2ppt 至 36.4%, 4Q 毛利率跌至 34.3%: 一方面钢、铜等原材料价格显著上涨, 另一方面市场竞争压力不断趋紧, 制约公司产品盈利能力提升空间。
- 经营现金流 5.5 亿, 同比下降 30%, 主要原因系本期经销商使用银行承兑汇票结算较多。

发展趋势:

2010 年 4 季度厨房小家电销售明显放缓, 我们预计随着期房交房的逐季增多将有所恢复。中长期小家电行业需求增长前景广阔。2011 年公司豆浆机的技术和产品优势能够保证产品的市场地位, 电饭煲、净水器等新品贡献增长, 营业收入能够完成限制性股权激励 20% 的增长目标。但在行业竞争压力和原材料成本上升的背景下, 毛利率难有显著提升。

估值与建议:

考虑到公司盈利能力近期难有显著改善, 我们下调 2011-2012 年每股收益预测 16% 和 15% 至 0.90 和 1.08 元 (YoY16% 和 20%)。目前股价对应 2011-2012 年动态市盈率分别为 18x 和 15x, 处于厨电板块低端, 维持“审慎推荐”评级。

风险: 原材料价格大幅上涨, 消费信心指数下降。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 季度业绩拆分

(人民币百万元)	年度数据		季度数据								中金评论
	2010A	2011E	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	
营业总收入	5347	6461	963	1218	1183	1272	846	1561	1591	1348	4Q收入增速大幅放缓，全年营业收入低于预期8%，符合业绩快报
营业收入	5347	6461	963	1218	1183	1272	846	1561	1591	1348	
YoY	15%	21%	37%	33%	6%	-20%	-12%	28%	34%	6%	
营业总成本	-4533	-5465	-792	-980	-966	-1166	-746	-1278	-1312	-1197	
其中 营业成本	-3403	-4123	-595	-717	-727	-806	-560	-954	-1003	-886	
销售费用	-791	-956	-127	-175	-165	-279	-114	-258	-213	-206	全年费用率同比有所下降，但4Q环比反弹明显
管理费用	-367	-418	-70	-114	-78	-65	-75	-86	-96	-110	
财务费用	42	43	2	26	3	11	4	15	8	14	
其他经营收益	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	
营业利润	814	996	172	238	217	106	100	283	280	151	
YoY	11%	22%	27%	28%	-4%	-44%	-42%	19%	29%	42%	
营业外利润	16	36	1	20	5	27	3	-2	-3	17	政府补助减少，本期无消费券补助
利润总额	830	1031	172	258	222	133	103	281	277	168	
YoY	6%	24%	28%	39%	0%	-31%	-40%	9%	25%	0%	
所得税	-154	-246	-26	-36	-32	23	-19	-60	-56	-20	
少数股东损益	-85	-99	-18	-33	-35	-19	-2	-31	-29	-23	
净利润	591	687	128	189	155	138	83	190	193	125	净利润同比下滑，低于预期10%，基本符合业绩快报
YoY	-3%	16%	26%	46%	-8%	0%	-35%	1%	24%	-9%	
每股收益	0.78	0.90	0.17	0.25	0.20	0.18	0.11	0.25	0.25	0.16	
财务比率											
毛利率	36.4%	36.2%	38.3%	41.1%	38.5%	36.6%	33.8%	38.9%	37.0%	34.3%	毛利率同比环比均有显著下降
销售费用率	14.8%	14.8%	13.2%	14.3%	13.9%	21.9%	13.4%	16.6%	13.4%	15.3%	全年费用率同比有所下降，但4Q环比反弹明显
管理费用率	6.9%	6.5%	7.3%	9.4%	6.6%	5.1%	8.8%	5.5%	6.1%	8.1%	
财务费用率	-0.8%	-0.7%	-0.2%	-2.1%	-0.3%	-0.9%	-0.4%	-1.0%	-0.5%	-1.0%	
营业利润率	15.2%	15.4%	17.8%	19.5%	18.4%	8.3%	11.8%	18.1%	17.6%	11.2%	全年营业利润率同比稍有下滑，4Q环比下滑明显
剔除其他经营收益	15.2%	15.4%	17.8%	19.5%	18.4%	8.3%	11.8%	18.1%	17.6%	11.2%	
有效税率	18.6%	25.0%	15.4%	14.0%	14.4%	-17.7%	17.9%	21.3%	20.1%	12.0%	母公司所得税率调整
净利润率	11.1%	10.6%	13.3%	15.5%	13.1%	10.8%	9.8%	12.2%	12.1%	9.3%	2010年净利润率下滑2.1%，4Q同比下滑2.8%

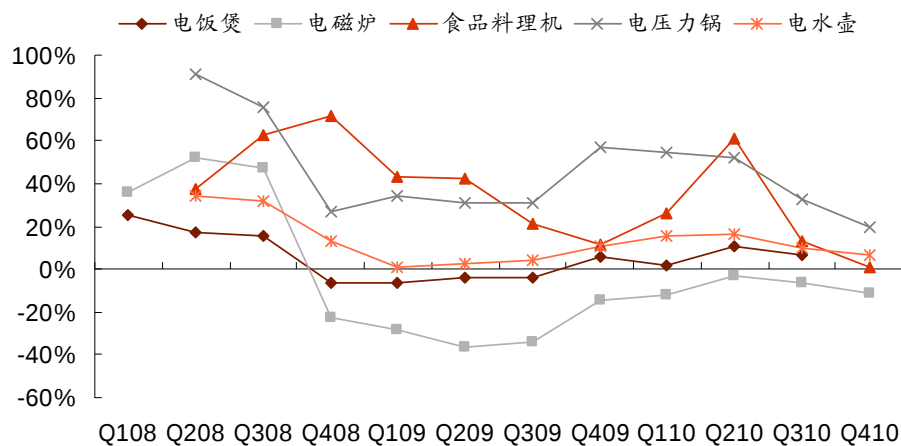
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 盈利预测调整

(人民币百万元)	调整前			调整后			
	2010E	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	5828	7060	8205	5347	6461	7811	9651
营业收入	5828	7060	8205	5347	6461	7811	9651
YoY	25.7%	21.1%	16.2%	15.3%	20.8%	20.9%	23.6%
营业总成本	-4873	-5877	-6791	-4533	-5465	-6590	-8096
其中 营业成本	-3650	-4433	-5183	-3403	-4123	-5004	-6214
销售费用	-909	-1079	-1230	-791	-956	-1156	-1399
管理费用	-352	-406	-431	-367	-418	-466	-527
财务费用	46	50	59	42	43	49	61
其他经营收益	0	0	0	1	0	0	0
营业利润	955	1183	1414	814	996	1222	1556
YoY	30%	24%	20%	11%	22%	23%	27%
营业外利润	3	18	8	16	36	21	21
利润总额	959	1201	1423	830	1031	1243	1577
YoY	22%	25%	18%	6%	24%	20%	27%
所得税	-192	-240	-285	-154	-246	-302	-386
少数股东损益	-112	-140	-166	-85	-99	-118	-149
净利润	655	821	972	591	687	822	1042
YoY	7.4%	25.3%	18.4%	-3.1%	16.3%	19.7%	26.6%
每股收益	0.86	1.08	1.28	0.78	0.90	1.08	1.37
调整幅度				-10%	-16%	-15%	
财务比率							
毛利率	37.5%	37.5%	37.2%	36.4%	36.2%	35.9%	35.6%
销售费用率	15.6%	15.3%	15.0%	14.8%	14.8%	14.8%	14.5%
管理费用率	6.0%	6.0%	5.5%	6.9%	6.5%	6.0%	5.5%
财务费用率	-0.8%	-0.7%	-0.7%	-0.8%	-0.7%	-0.6%	-0.6%
营业利润率	16.5%	16.7%	17.3%	15.2%	15.4%	15.6%	16.1%
剔除其他经营收益	16.8%	16.7%	17.3%	15.5%	15.4%	15.6%	16.1%
有效税率	20.0%	20.0%	20.0%	18.6%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润率	11.5%	11.6%	11.9%	11.1%	10.6%	10.5%	10.8%

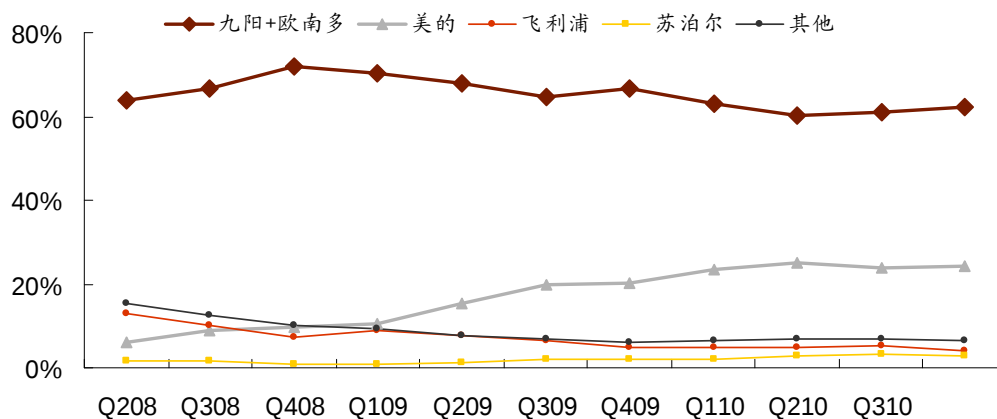
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 小家电销售增速



资料来源: 中怡康, 中金公司研究部

图表 4: 豆浆市场份额



资料来源: 中怡康, 中金公司研究部

图表 5: 历史及预测财务数据

(人民币百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
损益表					
营业总收入	4,636	5,347	6,461	7,811	9,651
(+/-%)	7%	15%	21%	21%	24%
营业总成本	-3,904	-4,533	-5,465	-6,590	-8,096
营业成本	-2,845	-3,403	-4,123	-5,004	-6,214
销售费用	-746	-791	-956	-1,156	-1,399
管理费用	-327	-367	-418	-466	-527
财务费用	43	42	43	49	61
其他经营收益	0	1	0	0	0
营业利润	733	814	996	1,222	1,556
少数股东损益	-104	-85	-99	-118	-149
净利润	610	591	687	822	1,042
(+/-%)	13%	-3%	16%	20%	27%
现金流量表					
经营活动现金流	783	550	839	939	1,270
投资活动现金流	-285	-360	-234	-200	-100
融资活动现金流	-306	-471	-267	-279	-268
货币资金增加额	192	-282	338	459	902
资产负债表					
总资产	4,005	4,333	5,128	6,085	7,421
流动资产	3,270	3,299	3,910	4,718	6,005
货币资金	2,569	2,287	2,625	3,084	3,986
应收帐款	33	32	38	46	57
存货	280	366	506	692	857
非流动资产	735	1,034	1,218	1,367	1,416
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	495	478	446	417	388
总负债	1,180	1,303	1,622	1,967	2,441
流动负债	1,180	1,303	1,622	1,967	2,441
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	855	967	1,172	1,422	1,766
预收帐款	118	177	214	259	320
长期负债	0	0	0	0	0
股东权益	2,825	3,029	3,506	4,118	4,980
实收股本	507	761	761	761	761
少数股东权益	151	119	218	336	486
财务指标					
流动比率	2.8	2.5	2.4	2.4	2.5
速动比率	2.5	2.2	2.1	2.0	2.1
存货周转天数	36	39	45	51	50
应收款项周转天数	28	41	41	41	41
应付款项周转天数	119	116	116	116	116
营业周期	-55	-36	-30	-24	-25
毛利率	38.6%	36.4%	36.2%	35.9%	35.6%
营业利润率	15.8%	15.2%	15.4%	15.6%	16.1%
净利润率	13.2%	11.1%	10.6%	10.5%	10.8%
总资产报酬率	15.2%	13.6%	13.4%	13.5%	14.0%
净资产收益率	22.8%	20.3%	20.9%	21.7%	23.2%
投入资本回报率	21.6%	19.5%	19.6%	20.0%	20.9%
资产负债率	29.5%	30.1%	31.6%	32.3%	32.9%
全面摊薄每股收益	0.80	0.78	0.90	1.08	1.37
全面摊薄每股净资产	3.71	3.98	4.61	5.41	6.54
摊薄每股经营现金流	1.25	1.03	0.72	1.10	1.23
市盈率	20.2	20.8	17.9	15.0	11.8
市净率	4.4	4.1	3.5	3.0	2.5
股价/经营现金	15.7	22.4	14.7	13.1	9.7

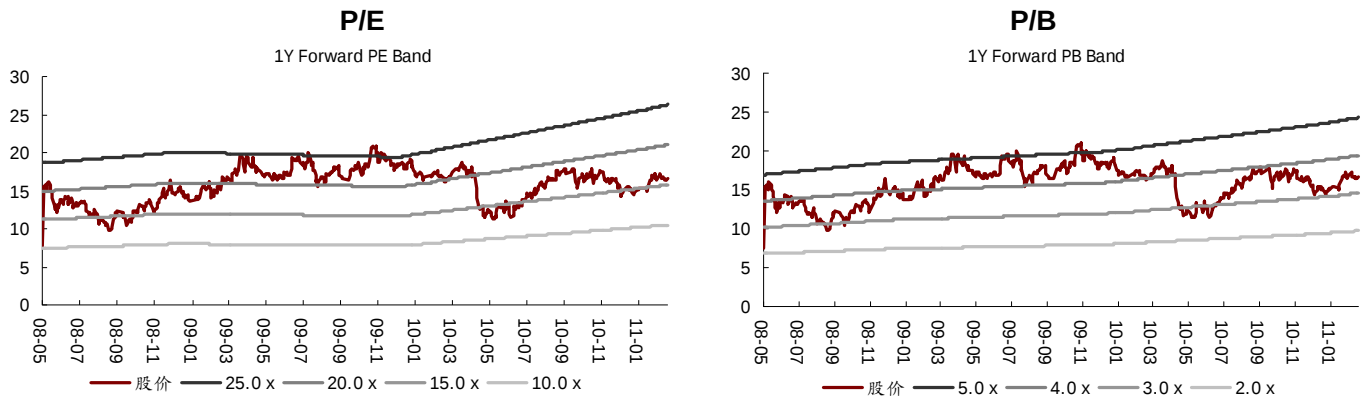
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 6: 可比公司估值表

子行业分类	代码	公司	股价 本地货币	总市值 (百万元)	总市值 百万美元	净利润(百万元)				每股收益			市盈率			10年底-12年底 净利润CAGR	PEG		
						2010E	YoY	2011E	YoY	2012E	YoY	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E		2012E	
家电																			
A股 白电	000527.CH	美的电器	19.30	65,318	9,937	3,606	91%	4,690	30%	5,714	22%	1.06	1.37	1.68	18.3	14.0	11.5	25.9%	0.71
	000651.CH	格力电器	21.40	60,303	9,174	3,975	36%	5,040	27%	5,975	19%	1.33	1.69	2.00	16.1	12.7	10.7	22.6%	0.71
	600690.CH	青岛海尔	28.58	38,296	5,826	1,965	71%	2,563	30%	3,161	23%	1.47	1.91	2.36	19.5	14.9	12.1	26.8%	0.73
	600983.CH	合肥三洋	14.87	7,923	1,205	302	46%	499	65%	703	41%	0.57	0.94	1.32	26.2	15.9	11.3	52.6%	0.50
	000418.CH	小天鹅A	19.80	11,355	1,727	507	128%	722	42%	933	29%	0.80	1.14	1.48	24.7	17.3	13.4	35.7%	0.69
	000521.CH	美菱电器	12.01	5,822	886	332	10%	508	53%	793	56%	0.67	0.88	1.04	17.9	13.6	11.5	54.5%	0.33
	000521.CH	美菱电器 (经常性)	12.01	5,822	886	217	-26%	390	80%	609	56%	0.35	0.69	0.94	34.3	17.4	12.8	67.7%	0.51
	000921.CH	ST科龙 (经常性)	8.24	9,098	1,384	474	229%	596	26%	812	36%	0.35	0.44	0.60	23.5	18.7	13.7	30.9%	0.76
	000921.CH	ST科龙	8.24	9,098	1,384	576	283%	671	16%	738	10%	0.43	0.50	0.54	19.4	16.6	15.1	13.2%	1.47
	A股平均														17.8	13.6	11.0		
黑电	000100.CH	TCL集团	4.46	18,902	2,876	435	-8%	787	81%	552	-30%	0.10	0.19	0.13	43.5	24.0	34.2	12.7%	3.42
	600839.CH	四川长虹	3.98	11,332	1,724	165	43%	261	58%	333	27%	0.06	0.09	0.12	68.5	43.4	34.1	41.8%	1.64
	000016.CH	深康佳	4.84	4,910	747	108	-29%	163	51%	263	62%	0.09	0.14	0.22	54.1	35.8	22.2	56.1%	0.96
	600060.CH	海信电器	13.80	11,960	1,820	756	52%	945	25%	1,101	17%	0.87	1.09	1.27	15.8	12.7	10.9	20.7%	0.77
A股平均														32.2	21.9	21.0			
小家电	002242.CH	九阳股份	16.17	12,305	1,872	591	-3%	687	16%	822	20%	0.78	0.90	1.08	20.8	17.9	15.0	18.0%	1.16
	002403.CH	爱仕达	16.28	3,907	594	81	-3%	122	50%	179	47%	0.34	0.51	0.74	48.2	32.1	21.9	48.4%	0.99
	002032.CH	苏泊尔	24.75	14,287	2,174	405	30%	517	28%	651	26%	0.70	0.90	1.13	35.3	27.6	21.9	26.8%	1.32
	002035.CH	华帝股份	16.20	3,617	550	121	126%	160	32%	208	30%	0.54	0.72	0.93	29.8	22.6	17.4	30.8%	0.97
	002035.CH	华帝股份 (经常性)	16.20	3,617	550	98	97%	160	63%	208	30%	0.44	0.72	0.93	36.9	22.6	17.4	45.5%	0.81
	002508.CH	老板电器	34.34	5,494	836	125	53%	152	22%	188	23%	0.78	0.95	1.17	43.9	36.0	29.2	22.6%	1.95
	002543.CH	万和电气	34.34	5,494	836	186	48%	231	24%	295	28%	0.93	1.15	1.48	37.0	29.8	23.3	26.0%	1.42
	A股平均														34.5	24.7	20.3		
H股 白电	1169.HK	海尔电器	7.73	17,187	2,204	850	102%	1,223	44%	1,598	31%	0.40	0.57	0.74	19.5	13.6	10.4	37.1%	0.53
	0921.HK	海信科龙	4.46	10,792	1,384	670	292%	818	22%	899	10%	0.49	0.60	0.66	9.0	7.4	6.7	15.9%	0.57
	0921.HK	海信科龙 (经常性)	4.46	10,792	1,384	542	229%	677	25%	921	36%	0.40	0.50	0.68	11.2	8.9	6.6	30.4%	0.37
	0449.HK	志高控股	0.71	5,593	717	421	34%	492	17%	528	7%	0.06	0.07	0.08	11.5	9.9	9.2	12.0%	0.96
H股平均														12.8	9.9	8.2			
黑电	0751.HK	创维	4.76	12,346	1,583	862	-31%	1,058	23%	1,162	10%	0.36	0.44	0.49	13.2	10.8	9.8	16.1%	0.82
	1070.HK	TCL多媒体	2.40	2,608	334	-983	-348%	371	138%	564	52%	-0.91	0.34	0.52	n.a.	7.0	4.6	n.a.	n.a.
	2618.HK	TCL通讯	7.73	8,504	1,091	102	343%	175	72%	295	68%	0.11	0.19	0.32	69.5	40.4	24.0	70.3%	0.99
H股平均														41.4	19.4	12.8			
美国	WHR.US	Whirlpool	82.00	6,235	6,235	849	37%	707	-17%	846	20%	11.16	9.30	11.13	7.3	8.8	7.4	-0.1%	-49.85
	UTX.US	United Technology	80.74	74,377	74,377	4,863	11%	5,467	12%	5,925	8%	5.28	5.93	6.43	15.3	13.6	12.6	10.4%	1.47
	GE.US	GE	19.92	211,520	211,520	13,886	19%	16,694	20%	19,421	16%	1.31	1.57	1.83	15.2	12.7	10.9	18.3%	0.83
国际平均														12.6	11.7	10.3			
欧洲	ELUXB.SS	Electrolux	153.40	47,849	7,423	4,462	12%	5,055	13%	5,596	11%	14.87	16.84	18.65	10.3	9.1	8.2	12.0%	0.86
	ARCLK.TI	Arcelik	7.12	4,811	3,031	528	2%	593	12%	669	13%	0.78	0.88	0.99	9.1	8.1	7.2	12.5%	0.73
	DLG.IM	De'Longhi	6.20	926	1,289	98	31%	111	14%	125	12%	0.66	0.74	0.84	9.4	8.3	7.4	12.9%	0.73
	SK.FP	SEB	63.58	3,176	4,419	265	20%	290	9%	330	14%	5.31	5.80	6.60	12.0	11.0	9.6	11.5%	1.04
	PHIA.NA	Philips	21.85	21,541	29,974	1,786	23%	1,990	11%	2,201	11%	1.81	2.02	2.23	12.1	10.8	9.8	11.0%	1.09
	国际平均														10.6	9.5	8.5		
日本	6502.JP	Toshiba	331	1,402,646	17,348	94,363	578%	145,822	55%	166,762	14%	22.27	34.41	39.35	14.9	9.6	8.4	32.9%	0.45
	6367.JP	Daikin Industries	2199	644,558	7,972	26,895	39%	50,924	89%	65,800	29%	91.75	173.73	224.49	24.0	12.7	9.8	56.4%	0.42
	6752.JP	Panasonic	866	2,124,344	26,274	103,061	200%	118,556	15%	181,950	53%	42.01	48.33	74.17	20.6	17.9	11.7	32.9%	0.63
	6758.JP	Sony	2324	2,334,744	28,876	87,587	315%	154,453	76%	195,949	27%	87.18	153.74	195.05	26.7	15.1	11.9	49.6%	0.54
	6753.JP	Sharp	675	749,722	9,273	29,301	566%	24,559	-16%	43,203	76%	26.38	22.11	38.90	25.6	30.5	17.4	21.4%	1.19
国际平均														22.3	17.2	11.8			
韩国	066570.KS	LG Electronics	101500	14,681,750	12,923	1,103,531	174%	2,324,053	111%	2,814,438	21%	7,629	16,067	19,457	13.3	6.3	5.2	59.7%	0.22
	005930.KS	Samsung Electronics	860000	126,677,400	111,501	14,662,695	11%	17,674,819	21%	17,113,799	-3%	99,544	119,993	116,184	8.6	7.2	7.4	8.0%	1.08
国际平均														11.0	6.7	6.3			

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 7: 历史 PE/PB 区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析师估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

错误! 文件名无效。