

# 输配电及控制行业 2011 年日常报告

评级：增持      维持评级

行业点评

张帅  
分析师 SAC 执业编号：S1130511030009  
(8621)61038279  
zhangshuai@gjzq.com.cn

姚遥  
联系人  
(8621)61357595  
yaoy@gjzq.com.cn

## 《有序用电管理办法》发布，新联电子受益

### 事件

国家发改委于 4 月 28 日发布了《有序用电管理办法》，并将于 5 月 1 日起实施。《办法》规定，各省级电力运行主管部门应组织指导省级电网企业等相关单位，根据年度电力供需平衡预测和国家有关政策，确定年度有序用电调控指标，并分解下达各地市电力运行主管部门。另外还要求，编制年度有序用电方案原则上应按照**先错峰、后避峰、再限电、最后拉闸**的顺序安排电力电量平衡。

《办法》指出：“有序用电方案涉及的电力用户应加强电能管理，编制具有可操作性的内部负荷控制方案。电网企业应充分利用电力负荷管理系统等技术手段给予帮助指导。”

### 评论

1. **《有序用电管理办法》的发布，是对发改委、电监会、能源局等六部委于去年 11 月联合印发的《电力需求侧管理办法》在用负荷管理方面规定的进一步落实：**有序用电，是指在电力供应不足、突发事件等情况下，通过行政措施、经济手段、技术方法，依法控制部分用电需求，维护供用电秩序平稳的管理工作。
2. **电力供需总体偏紧局面下，有序用电管理势在必行：**中电联近日预测：“受新增装机区域分布不平衡、电源电网建设不协调、火电新增规模下降以及电煤供需矛盾等结构性因素的影响，全年全国电力供需形势总体偏紧，而‘十二五’中期更将出现大范围缺电难题。”在以上结构性矛盾短期内无法得到根本解决的情况下，为最大程度上保证电网安全运行、保障可靠供电，需求侧管理（尤其是有序用电管理）势在必行。
3. **在用户侧安装具有负荷控制能力的专网终端是有序用电管理的主要技术手段，电网和用户均具有实施动力：**除利用行政与经济手段进行错峰、避峰外，在用电负荷较高的用户侧安装具有负荷控制能力的“用电信息采集专网终端”，是进行有序用电管理的主要技术手段。在用电高峰来临、电力供应出现缺口时，电网公司可以对安装有专网终端的负荷区域进行最高用电负荷限制，从而避免对整条线路的拉闸，最大程度上保障自身售电量和用户侧的供电可靠性，可谓是“双赢”之举。
4. **《办法》出台有望使各地电网公司下调变压器安装专网终端的容量标准线，促进专网终端产品推广：**原先专网终端的市场主要集中在华东（主要是江苏）等缺电情况较严重的地区，《办法》的发布将促进其他地区市场的启动。去年 11 月《电力需求侧管理办法》发布后，重庆、辽宁、西安已将标准线由 315KVA 下调至 100KVA，即容量为 100KVA 以上的变压器均需安装具有负荷控制能力的专网终端。预计《有序用电管理办法》的出台将进一步促进各地电网公司制定新的终端安装标准，降低容量标准线。
5. **专网终端产品市场集中度高，新联电子是龙头：**专网终端这一细分产品的市场份额集中在起步较早、参与行业标准和通信规约制订的厂家，主要有新联电子、上海协同、上海华冠三家企业，市场集中度高、格局相对稳定，其中新联电子近年来始终以 25%以上的市场份额稳居行业第一，若考虑为部分企业进行贴牌生产，则这一比例将更高。

### 投资建议：

新联电子（002546.SZ）作为专网终端产品的龙头，且是细分市场参与者中唯一的上市企业，有望在市场快速扩容的局势下进一步提高市场占有率，获得最大程度的受益。

我们暂维持公司 2011/12 年 1.44/1.97 元的盈利预测，目前股价对应 26x11PE/19x12PE，维持“买入”评级。

### 风险提示：

5 月 11 日公司首发机构配售股份 420 万股解禁，占总股本比例 5%。

**图表1：公司分产品销售预测**

| 产品               | 2008   | 2009   | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>230M 专网终端</b> |        |        |        |        |        |        |
| 总收入（万元）          | 10,920 | 12,554 | 11,095 | 15,383 | 19,759 | 25,163 |
| YOY              | 18.3%  | 15.0%  | -11.6% | 38.7%  | 28.4%  | 27.3%  |
| 毛利率              | 42.73% | 45.50% | 43.81% | 44.00% | 45.00% | 45.00% |
| <b>公网终端</b>      |        |        |        |        |        |        |
| 总收入（万元）          | 4,139  | 6,122  | 8,888  | 13,645 | 17,659 | 24,670 |
| YOY              | 120.3% | 47.9%  | 45.2%  | 53.5%  | 29.4%  | 39.7%  |
| 毛利率              | 46.82% | 42.89% | 41.27% | 40.00% | 40.00% | 40.00% |
| <b>采集器</b>       |        |        |        |        |        |        |
| 总收入（万元）          |        |        | 5,245  | 10,000 | 13,500 | 16,000 |
| YOY              |        |        |        | 90.7%  | 35.0%  | 18.5%  |
| 毛利率              |        |        | 49.08% | 45.00% | 40.00% | 35.00% |
| <b>主站</b>        |        |        |        |        |        |        |
| 总收入（万元）          | 1,724  | 1,341  | 1,641  | 2,051  | 2,563  | 3,204  |
| YOY              | -9.0%  | -22.2% | 22.3%  | 25.0%  | 25.0%  | 25.0%  |
| 毛利率              | 58.17% | 58.12% | 57.66% | 55.00% | 55.00% | 55.00% |
| <b>其他</b>        |        |        |        |        |        |        |
| 总收入（万元）          | 1,566  | 1,498  | 3,607  | 5,411  | 8,116  | 12,174 |
| YOY              | -11.0% | -4.3%  | 140.8% | 50.0%  | 50.0%  | 50.0%  |
| 毛利率              | 35.66% | 34.39% | 39.81% | 35.00% | 35.00% | 35.00% |
| 收入合计（万元）         | 18,350 | 21,515 | 30,476 | 46,489 | 61,597 | 81,211 |
| 综合毛利率            | 44.50% | 44.77% | 44.23% | 42.48% | 41.57% | 40.41% |

来源：国金证券研究所

**图表2：可比公司相对估值（2011年4月29日收盘价）**

| 代码        | 公司简称 | 现价    | EPS   |       |       | P/E   |       |       |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |       | 2010A | 2011E | 2012E | 2010A | 2011E | 2012E |
| 002339.SZ | 积成电子 | 27.98 | 0.69  | 1.00  | 1.38  | 40.6  | 28.0  | 20.3  |
| 002350.SZ | 北京科锐 | 20.03 | 0.39  | 0.70  | 0.88  | 51.8  | 28.8  | 22.8  |
| 002090.SZ | 金智科技 | 14.69 | 0.24  | 0.27  | 0.36  | 61.2  | 53.6  | 40.5  |
| 002121.SZ | 科陆电子 | 24.96 | 0.50  | 0.85  | 1.08  | 50.2  | 29.4  | 23.1  |
| 601126.SH | 四方股份 | 19.96 | 0.48  | 0.56  | 0.79  | 41.6  | 35.6  | 25.3  |
| 600406.SH | 国电南瑞 | 36.20 | 0.45  | 0.62  | 0.93  | 80.4  | 58.4  | 38.9  |
| 000400.SZ | 许继电器 | 32.48 | 0.39  | 0.65  | 0.82  | 83.3  | 49.7  | 39.8  |
| 均值        |      |       |       |       |       | 58.4  | 40.5  | 30.1  |
| 中小板均值     |      |       |       |       |       | 50.9  | 34.9  | 26.7  |
| 002546.SZ | 新联电子 | 37.83 | 0.99  | 1.44  | 1.97  | 38.2  | 26.2  | 19.2  |

来源：国金证券研究所

**图表3：新联电子三张报表摘要**
**损益表（人民币百万元）**

|                     | 2008         | 2009         | 2010         | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>主营业务收入</b>       | <b>184</b>   | <b>215</b>   | <b>305</b>   | <b>465</b>   | <b>616</b>   | <b>812</b>   |
| 增长率                 |              | 17.2%        | 41.6%        | 52.5%        | 32.5%        | 31.8%        |
| <b>主营业务成本</b>       | <b>-102</b>  | <b>-119</b>  | <b>-170</b>  | <b>-267</b>  | <b>-360</b>  | <b>-484</b>  |
| <b>% 销售收入</b>       | <b>55.5%</b> | <b>55.2%</b> | <b>55.8%</b> | <b>57.5%</b> | <b>58.4%</b> | <b>59.6%</b> |
| <b>毛利</b>           | <b>82</b>    | <b>96</b>    | <b>135</b>   | <b>197</b>   | <b>256</b>   | <b>328</b>   |
| <b>% 销售收入</b>       | <b>44.5%</b> | <b>44.8%</b> | <b>44.2%</b> | <b>42.5%</b> | <b>41.6%</b> | <b>40.4%</b> |
| <b>营业税金及附加</b>      | <b>-2</b>    | <b>-2</b>    | <b>-3</b>    | <b>-4</b>    | <b>-5</b>    | <b>-6</b>    |
| <b>% 销售收入</b>       | <b>0.8%</b>  | <b>0.9%</b>  | <b>0.8%</b>  | <b>0.8%</b>  | <b>0.8%</b>  | <b>0.8%</b>  |
| <b>营业费用</b>         | <b>-9</b>    | <b>-10</b>   | <b>-11</b>   | <b>-15</b>   | <b>-18</b>   | <b>-24</b>   |
| <b>% 销售收入</b>       | <b>5.0%</b>  | <b>4.5%</b>  | <b>3.6%</b>  | <b>3.3%</b>  | <b>3.0%</b>  | <b>3.0%</b>  |
| <b>管理费用</b>         | <b>-22</b>   | <b>-24</b>   | <b>-33</b>   | <b>-49</b>   | <b>-62</b>   | <b>-77</b>   |
| <b>% 销售收入</b>       | <b>11.8%</b> | <b>11.1%</b> | <b>10.9%</b> | <b>10.5%</b> | <b>10.0%</b> | <b>9.5%</b>  |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b> | <b>49</b>    | <b>61</b>    | <b>88</b>    | <b>130</b>   | <b>171</b>   | <b>220</b>   |
| <b>% 销售收入</b>       | <b>26.9%</b> | <b>28.2%</b> | <b>28.9%</b> | <b>27.9%</b> | <b>27.8%</b> | <b>27.1%</b> |
| <b>财务费用</b>         | <b>-2</b>    | <b>-1</b>    | <b>0</b>     | <b>13</b>    | <b>24</b>    | <b>27</b>    |
| <b>% 销售收入</b>       | <b>0.9%</b>  | <b>0.6%</b>  | <b>0.0%</b>  | <b>-2.8%</b> | <b>-3.9%</b> | <b>-3.4%</b> |
| <b>资产减值损失</b>       | <b>-1</b>    | <b>-3</b>    | <b>-3</b>    | <b>-2</b>    | <b>-1</b>    | <b>-1</b>    |
| <b>公允价值变动收益</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>投资收益</b>         | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>% 税前利润</b>       | <b>0.0%</b>  | <b>0.0%</b>  | <b>0.0%</b>  | <b>0.0%</b>  | <b>0.0%</b>  | <b>0.0%</b>  |
| <b>营业利润</b>         | <b>47</b>    | <b>57</b>    | <b>85</b>    | <b>141</b>   | <b>194</b>   | <b>247</b>   |
| <b>营业利润率</b>        | <b>25.5%</b> | <b>26.4%</b> | <b>27.9%</b> | <b>30.4%</b> | <b>31.5%</b> | <b>30.4%</b> |
| <b>营业外收支</b>        | <b>8</b>     | <b>3</b>     | <b>10</b>    | <b>3</b>     | <b>3</b>     | <b>3</b>     |
| <b>税前利润</b>         | <b>54</b>    | <b>60</b>    | <b>95</b>    | <b>144</b>   | <b>197</b>   | <b>250</b>   |
| <b>利润率</b>          | <b>29.7%</b> | <b>27.7%</b> | <b>31.1%</b> | <b>31.0%</b> | <b>32.0%</b> | <b>30.8%</b> |
| <b>所得税</b>          | <b>-9</b>    | <b>-10</b>   | <b>-12</b>   | <b>-23</b>   | <b>-32</b>   | <b>-40</b>   |
| <b>所得税率</b>         | <b>15.7%</b> | <b>17.3%</b> | <b>12.5%</b> | <b>16.0%</b> | <b>16.0%</b> | <b>16.0%</b> |
| <b>净利润</b>          | <b>46</b>    | <b>49</b>    | <b>83</b>    | <b>121</b>   | <b>166</b>   | <b>210</b>   |
| <b>少数股东损益</b>       | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>归属于母公司的净利润</b>   | <b>46</b>    | <b>49</b>    | <b>83</b>    | <b>121</b>   | <b>166</b>   | <b>210</b>   |
| <b>净利率</b>          | <b>25.0%</b> | <b>22.9%</b> | <b>27.2%</b> | <b>26.1%</b> | <b>26.9%</b> | <b>25.8%</b> |

**现金流量表（人民币百万元）**

|                 | 2008       | 2009       | 2010       | 2011E       | 2012E      | 2013E      |
|-----------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|
| <b>净利润</b>      | <b>46</b>  | <b>49</b>  | <b>83</b>  | <b>121</b>  | <b>166</b> | <b>210</b> |
| <b>少数股东损益</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>    | <b>0</b>   | <b>0</b>   |
| <b>非现金支出</b>    | <b>3</b>   | <b>6</b>   | <b>6</b>   | <b>11</b>   | <b>17</b>  | <b>19</b>  |
| <b>非经营收益</b>    | <b>2</b>   | <b>1</b>   | <b>1</b>   | <b>-3</b>   | <b>-3</b>  | <b>-3</b>  |
| <b>营运资金变动</b>   | <b>-8</b>  | <b>-7</b>  | <b>-24</b> | <b>-26</b>  | <b>-28</b> | <b>-35</b> |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>43</b>  | <b>50</b>  | <b>66</b>  | <b>104</b>  | <b>152</b> | <b>190</b> |
| <b>资本开支</b>     | <b>-8</b>  | <b>-21</b> | <b>-18</b> | <b>-111</b> | <b>-18</b> | <b>-19</b> |
| <b>投资</b>       | <b>5</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>-1</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   |
| <b>其他</b>       | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>    | <b>0</b>   | <b>0</b>   |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>-3</b>  | <b>-21</b> | <b>-18</b> | <b>-112</b> | <b>-18</b> | <b>-19</b> |
| <b>股权募资</b>     | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>689</b>  | <b>1</b>   | <b>0</b>   |
| <b>债权募资</b>     | <b>25</b>  | <b>-6</b>  | <b>-31</b> | <b>-8</b>   | <b>0</b>   | <b>1</b>   |
| <b>其他</b>       | <b>-18</b> | <b>11</b>  | <b>-1</b>  | <b>0</b>    | <b>-42</b> | <b>0</b>   |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>7</b>   | <b>5</b>   | <b>-32</b> | <b>681</b>  | <b>-41</b> | <b>1</b>   |
| <b>现金净流量</b>    | <b>46</b>  | <b>34</b>  | <b>16</b>  | <b>673</b>  | <b>93</b>  | <b>172</b> |

来源：国金证券研究所

**资产负债表（人民币百万元）**

|                 | 2008         | 2009         | 2010         | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>货币资金</b>     | <b>111</b>   | <b>130</b>   | <b>143</b>   | <b>816</b>   | <b>909</b>   | <b>1,081</b> |
| <b>应收款项</b>     | <b>49</b>    | <b>87</b>    | <b>127</b>   | <b>160</b>   | <b>212</b>   | <b>280</b>   |
| <b>存货</b>       | <b>31</b>    | <b>29</b>    | <b>63</b>    | <b>73</b>    | <b>99</b>    | <b>133</b>   |
| <b>其他流动资产</b>   | <b>8</b>     | <b>7</b>     | <b>11</b>    | <b>19</b>    | <b>25</b>    | <b>33</b>    |
| <b>流动资产</b>     | <b>200</b>   | <b>254</b>   | <b>345</b>   | <b>1,069</b> | <b>1,245</b> | <b>1,527</b> |
| <b>% 总资产</b>    | <b>89.3%</b> | <b>84.2%</b> | <b>84.7%</b> | <b>86.5%</b> | <b>87.9%</b> | <b>89.7%</b> |
| <b>长期投资</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>1</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>固定资产</b>     | <b>22</b>    | <b>30</b>    | <b>44</b>    | <b>147</b>   | <b>152</b>   | <b>155</b>   |
| <b>% 总资产</b>    | <b>9.8%</b>  | <b>9.8%</b>  | <b>10.9%</b> | <b>11.9%</b> | <b>10.7%</b> | <b>9.1%</b>  |
| <b>无形资产</b>     | <b>2</b>     | <b>17</b>    | <b>17</b>    | <b>17</b>    | <b>18</b>    | <b>18</b>    |
| <b>非流动资产</b>    | <b>24</b>    | <b>48</b>    | <b>63</b>    | <b>167</b>   | <b>172</b>   | <b>175</b>   |
| <b>% 总资产</b>    | <b>10.7%</b> | <b>15.8%</b> | <b>15.3%</b> | <b>13.5%</b> | <b>12.1%</b> | <b>10.3%</b> |
| <b>资产总计</b>     | <b>224</b>   | <b>301</b>   | <b>408</b>   | <b>1,236</b> | <b>1,417</b> | <b>1,702</b> |
| <b>短期借款</b>     | <b>45</b>    | <b>39</b>    | <b>8</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>应付款项</b>     | <b>40</b>    | <b>66</b>    | <b>124</b>   | <b>135</b>   | <b>182</b>   | <b>245</b>   |
| <b>其他流动负债</b>   | <b>10</b>    | <b>18</b>    | <b>14</b>    | <b>71</b>    | <b>38</b>    | <b>50</b>    |
| <b>流动负债</b>     | <b>94</b>    | <b>123</b>   | <b>146</b>   | <b>206</b>   | <b>220</b>   | <b>295</b>   |
| <b>长期贷款</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>1</b>     |
| <b>其他长期负债</b>   | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>负债</b>       | <b>94</b>    | <b>123</b>   | <b>146</b>   | <b>206</b>   | <b>220</b>   | <b>296</b>   |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>129</b>   | <b>178</b>   | <b>261</b>   | <b>1,030</b> | <b>1,196</b> | <b>1,406</b> |
| <b>少数股东权益</b>   | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>224</b>   | <b>301</b>   | <b>408</b>   | <b>1,236</b> | <b>1,417</b> | <b>1,702</b> |

**比率分析**

|               | 2008    | 2009    | 2010    | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>每股指标</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 每股收益          | 0.728   | 0.783   | 0.987   | 1.442   | 1.972   | 2.498   |
| 每股净资产         | 2.050   | 2.833   | 4.149   | 12.257  | 14.244  | 16.741  |
| 每股经营现金净流      | 0.680   | 0.792   | 1.048   | 1.232   | 1.806   | 2.268   |
| 每股股利          | 0.000   | 0.000   | 0.000   | 0.500   | 0.000   | 0.000   |
| <b>回报率</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 净资产收益率        | 35.52%  | 27.63%  | 31.71%  | 11.76%  | 13.85%  | 14.92%  |
| 总资产收益率        | 20.53%  | 16.38%  | 20.34%  | 9.80%   | 11.70%  | 12.33%  |
| 投入资本收益率       | 23.92%  | 23.11%  | 28.61%  | 10.59%  | 12.01%  | 13.14%  |
| <b>增长率</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 主营业务收入增长率     | 24.28%  | 17.25%  | 41.64%  | 52.55%  | 32.50%  | 31.84%  |
| EBIT增长率       | 16.48%  | 23.06%  | 45.21%  | 47.37%  | 31.74%  | 28.70%  |
| 净利润增长率        | 16.62%  | 7.49%   | 68.06%  | 46.11%  | 36.81%  | 26.64%  |
| 总资产增长率        | 51.42%  | 34.73%  | 35.33%  | 203.15% | 14.65%  | 20.17%  |
| <b>资产管理能力</b> |         |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数      | 76.8    | 83.4    | 86.5    | 85.0    | 85.0    | 85.0    |
| 存货周转天数        | 110.0   | 92.3    | 99.3    | 100.0   | 100.0   | 100.0   |
| 应付账款周转天数      | 117.0   | 131.5   | 105.3   | 105.0   | 105.0   | 105.0   |
| 固定资产周转天数      | 43.7    | 36.4    | 26.2    | 105.0   | 82.1    | 63.5    |
| <b>偿债能力</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益      | -51.67% | -51.07% | -51.77% | -79.25% | -75.96% | -76.82% |
| EBIT利息保障倍数    | 30.8    | 48.6    | -590.4  | -10.0   | -7.2    | -8.1    |
| 资产负债率         | 42.22%  | 40.73%  | 35.87%  | 16.67%  | 15.54%  | 17.39%  |

**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。

**公司投资评级的说明:**

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。

**行业投资评级的说明:**

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%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)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

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)-66215599-8792

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)-33089915

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 921 室