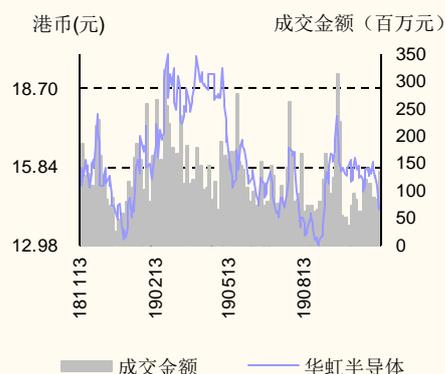


## 市场数据(港币)

收盘价(元)	14.420
流通港股(百万股)	1,286.70
总市值(百万元)	18,554.19
年内股价最高最低(元)	20.000/12.980



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	-19.96	-9.64	-45.92
相对香港恒生	-16.44	-10.86	-46.21

## 相关报告

- 《短期获利乏善可陈，自由现金流恶化-短期获利乏善可陈，自由现金...》，2019.8.7
- 《小而美的电力功率代工龙头-小而美的电力功率代工龙头》，2019.1.23

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003 (8621)61038318 fanzhiyuan@gjzq.com.cn

张纯 分析师 SAC 执业编号: S1130519100004 zhang\_chun@gjzq.com.cn

范彬泰 联系人 fanbintai@gjzq.com.cn

## 评级及目标价双降，静待结构性问题改善

## 主要财务指标

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.14	0.17	0.14	0.15	0.19	0.27
每股收益同比增长(%)	12%	22%	-18%	9%	29%	40%
每股净资产(元)	1.6	2.0	2.1	2.4	2.6	3.0
市盈率(倍)	13.2	10.8	12.5	11.5	8.9	6.4
市净率(倍)	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
净资产收益率(%)	9%	10%	8%	8%	10%	13%
(净利润+折旧摊销)/营收(%)	31%	33%	33%	34%	39%	43%
资本开支/营收(%)	17%	26%	66%	44%	42%	39%

来源: 公司年报、国金证券研究所注: 货币单位是美元

## 投资逻辑:

- **自由现金流不足:** 当华虹公布其合并报表的资本开支大幅攀升到 4.6 亿美元 (占 192% 的三季度营收), 而合计其净利润及折旧摊销的现金流入连 1 亿美元都不到, 季度末现金不到 5 亿美元, 我们估计华虹未来将采取增资 (摊薄股数增加可期), 发公司债 (增加利息支出), 向银行贷款 (增加利息支出)。这都会影响 21 位彭博分析师对华虹未来几年获利的评估。
- **折旧费用攀升影响毛利率可期:** 我们担心的是等到华虹 12" 全能量产后, 即使有政府的补贴, 季度折旧摊销费用将超过 5,000 万美元, 占营业成本比会从过去的 19%, 拉到未来的 25-30%; 这样 20-25% 的毛利率及 10% 以下的营业利润率可能在 2020-2021 年成为常态, 低于市场预期的 28-29% 毛利率。
- **8" 需求变数扔大:** 日本硅片大厂 Sumco 之前预期 8" 大硅片需求还是不振, 需求复苏缓慢, 目前仍低于 2018、2017 年同期水准。虽然 Sumco 预期 12" logic 还有感测器需求将回到正常水准, 但 12" 硅片客户库存及库存天数持续攀升, Sumco 认为大硅片现货价及合约价将持续下跌。

## 投资建议

- **调降获利/评级/目标价:** 虽然我们认为华虹未来几个季度营收环比及同比复苏将逐步放量, 15x 以下 P/E, 1x 以下 P/B 估值都还算合理, 但仍然看到几项影响公司未来股价结构性的问题, 所以我们决定调降华虹 2019 每股收益近 5% 到 US\$0.14, 下调 2020E EPS 近 17% 到 US\$0.15, 及下调 2021E EPS 近 10% 到 US\$0.19, 并调降评级从买入到增持, 调降目标价从 HK\$21 到 HK\$16。

## 风险提示

- 12" 晶圆代工扩产计划所拉高的折旧费用可能破坏毛利结构, 增长动力的 MCU 和电力功率半导体下游景气度的下滑, 高毛利分立器件晶圆代工的竞争加速, 而与市场预期估值的差异是短期所面临的风险。

## 自由现金流持续恶化，12”厂量产逆风可期

- 三季度符合预期：**华虹公布三季度营收（2.39 亿美金）环比增长 4%，同比与去年同期小幅衰退 1%及 31%毛利率都符合彭博 21 位分析师的预期。但因为管理费用（占 16%的营收）持续提升（vs. 去年同期 12.3%的营收及二季度营收的 14.5%），14%的经常性营业利润率，是低于市场预期的 16%。虽然如此，华虹二季度 US\$0.035 EPS 是 3%高于市场预期，主要是因为高于预期的政府补贴（US\$4.69mn）及分占一家联营公司溢利。
- 四季度环比复苏动能不足，毛利率低于市场预期：**因为部分客户持续调整内部库存及外部需求，华虹预期四季度营收环比仅增长 1%，同比衰退 3%（低于彭博分析师预期 7%环比增长，2%同比增长）。公司并预期毛利率大幅下滑到 26-28%，也低于市场预期的 29%毛利率。

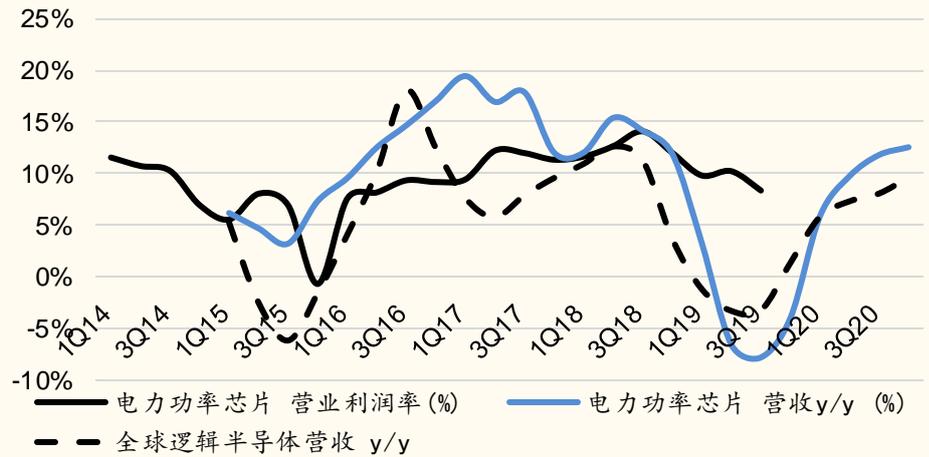
**图表 1：华虹财务数字与市场预期比较表**

华虹半导体	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	3Q 市场预	(+)/(-)	4Q 公司预	4Q 市场预	(+)/(-)
营收 (US\$mn)	249	221	230	239	239	0%	242	255	-5%
环比 Q/Q (%)	3%	-11%	4%	4%	4%	0%	1%	7%	-5%
同比 Y/Y (%)	15%	5%	0%	-1%	-1%	0%	-3%	2%	-5%
毛利率 (%)	34%	32%	31%	31%	31%	0%	27%	29%	-2%
营业利润率 (%)	18%	18%	16%	14%	16%	-2%		14%	
净利率 (%)	19%	21%	22%	19%	18%	0%		16%	
每股摊薄收益 (US\$)	0.041	0.037	0.033	0.035	0.034	3%		0.033	
资本开支 (US\$mn)	61	110	223	460	200			267	
资本开支/营收 (%)	24%	50%	97%	192%	84%			105%	
折旧摊销 (US\$mn)	30	31	33	26					
Net DA (%)	31%	35%	36%	29%					
Gross free cash (%)	7%	-15%	-61%	-163%					

来源：公司公告、彭博、国金证券研究所

- 自由现金流持续恶化：**归因于资本开支大幅窜升到 4.6 亿美金（占三季度营收的 192%），华虹公布近 3.5 亿美金的自由现金流出，在手现金从二季度的 8.35 亿美元，大幅下滑到第三季度的 4.75 亿美元。我们会持续关注华虹是否采取大量增资（摊薄股数增加可期），发公司债（增加利息支出），向银行增加贷款（增加利息支出），和华虹能否从无锡政府拿到足够的补贴来补足未来的自由现金流出。
- 海外客户营收增长动能不足：**虽然我们估计全球半导体及全球电力功率半导体需求同比变化将于今年四季度改善，明年将逐步复苏，但是短期海外客户营收增长动能不足，反而让即将量产 12”晶圆的华虹蒙上阴影，除了 Cypress 预期四季度营收环比 -2%符合市场预期之外，华虹的其他海外重点客户 STMicroelectronics (5% q/q)，Microchip (-6% q/q)，On Semi (0% q/q)，Alpha & Omega Semiconductor (1% q/q)，Diodes (-7% q/q)，Sinopower 的四季度营收预期普遍低于市场预期，这可能对我们及市场对华虹获利数字的预测造成影响。

图表 2：全球逻辑及电力功率半导体营收同比预测



来源：彭博，国金证券研究所

图表 3：华虹海外客户四季度需求的预期

公司	产业	4Q 环比	4Q 环比	4Q 环比	4Q 环比	‘+/-’ %	4Q 同比	4Q 同比	‘+/-’ %
		低标	高标	中标	市场预期		中标	市场预期	
Cypress	存储器, MCU	-2%	-2%	-2%	-2%	0%	-6%	-6%	0%
STMicro	车用模拟	5%	5%	5%	6%	-1%	1%	2%	-1%
On Semi	IGBT, SiC	-2%	1%	0%	-1%	0%	-9%	-9%	0%
Diodes	电力功率	-9%	-5%	-7%	-5%	-2%	-5%	-2%	-2%
Alpha Omega	电力功率	-1%	3%	1%	3%	-2%	4%	6%	-2%
Microchip	MCU	-10%	-2%	-6%	1%	-7%	-9%	-2%	-7%

来源：公司公告、国金证券研究所

**调降获利/评级/目标价，静待结构性改善：**虽然我们认为华虹未来几个季度营收环比及同比复苏将逐步放量，以 5-10% 的 ROE 而言，15x 以下 P/E，1x 以下 P/B 估值都还算合理，但我们仍然看到公司几项影响未来股价结构性的问题，所以我们还是决定调降华虹 2019 每股收益近 5% 到 US\$0.14，下调 2020E EPS 近 17% 到 US\$0.15，及下调 2021E EPS 近 10% 到 US\$0.19，并调降评价从买入到增持，调降目标价从 HK\$21 到 HK\$16。

- **自由现金流不足：**当华虹公布其合并报表的资本开支大幅窜升到 4.6 亿美元（占 192% 的三季度营收），而合计其净利润及折旧摊销的现金流入连 1 亿美元都不到，季度末现金不到 5 亿美元，我们估计华虹未来将采取增资（摊薄股数增加可期），发公司债（增加利息支出），向银行增加贷款（增加利息支出），还有期待持续的政府补贴，除了政府无条件的补贴外，增资及付利息都会影响 21 位彭博分析师对华虹未来几年获利的评估。

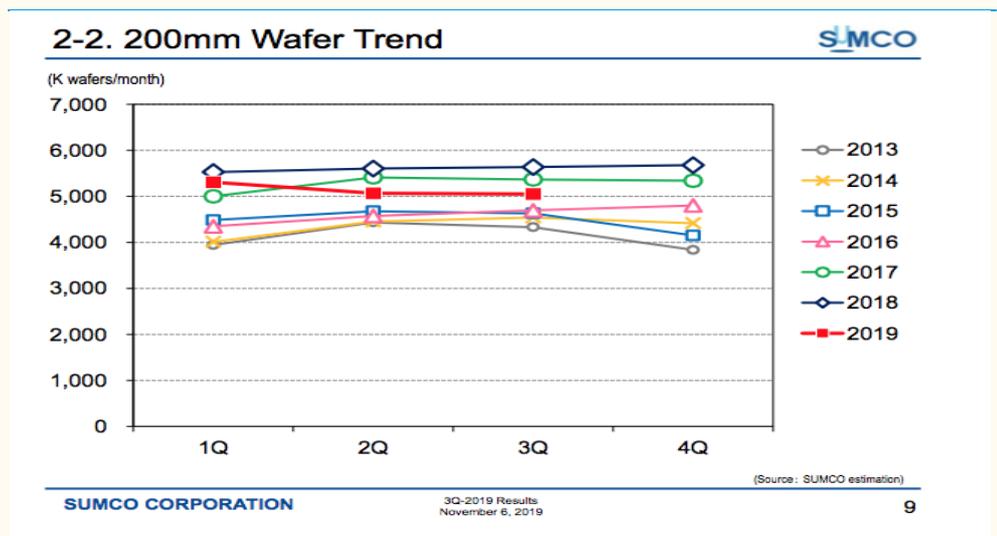
图表 4：华虹季度资本开支与 net DA 比较



来源：公司公告，国金证券研究所

- **折旧费用攀升影响毛利率可期：**华虹提到第三季度的折旧摊销费用只有 2,581 万美元 (环比 -21%，同比 -15%)，主要是因为收到政府大量的补贴。我们担心的是等到华虹 12" 全能量产后，即使有政府的补贴，季度折旧摊销费用将超过 5,000 万美元，占营业成本比会从过去的 19%，拉到未来的 25-30%，这样 20-25% 毛利率及 10% 以下营业利润率可能在 2020-2021 年将成为常态，这是比市场预期的 28-29% 毛利率来得差很多。
- **8" 需求变数仍大：**虽然华虹持续增加其电力功率半导体市场份额，但整体市场需求是否能反弹也是观察重点，根据日本硅片大厂 Sumco 之前的看法认为 8" 大硅片需求还是不振，需求复苏缓慢，目前仍低于 2018，2017 年同期水准。Sumco 还预期 12" logic 还有感测器需求将回到正常水准，但 12" 硅片客户库存及库存天数持续攀升，Sumco 认为大硅片现货价及合约价将持续下跌。加上我们之前的产业链调研，部分消费性电力功率 (Power MOSFET) 需求在三季度有复苏现象及价格调涨，但幅度不大，而且不是全面性的，未来观察重点是能否看到全面性的复苏。

图表 5：Sumco 季度 8" 大硅片每月出货量



来源：Sumco、国金证券研究所

**图表 6：华虹季度财务模型预估调整**

	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
<b>原预测</b>								
产能利用率 (%)	85%	93%	92%	96%	87%	96%	101%	101%
平均单价 (美元)	482	460	467	467	494	501	509	517
营收(US\$bn)	0.221	0.23	0.238	0.253	0.251	0.288	0.321	0.336
环比 q/q (%)	-11%	4%	3%	6%	-1%	15%	11%	4%
毛利率 (%)	32%	31%	31%	28%	24%	29%	31%	32%
营业利润率 (%)	18%	16%	16%	14%	10%	16%	20%	20%
净利润率 (%)	21%	22%	20%	19%	12%	18%	21%	21%
季度每股收益 (美元)	0.037	0.033	0.038	0.038	0.027	0.043	0.054	0.057
年度每股收益 (美元)				<b>0.15</b>				<b>0.18</b>
<b>新预测</b>								
产能利用率 (%)	85%	93%	100%	100%	94%	103%	103%	104%
平均单价 (美元)	482	460	445	445	462	466	471	475
营收(US\$bn)	0.221	0.230	0.239	0.242	0.239	0.266	0.296	0.309
环比 q/q (%)	<b>-11%</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>1%</b>	<b>-1%</b>	<b>12%</b>	<b>11%</b>	<b>4%</b>
毛利率 (%)	32%	31%	31%	27%	24%	27%	30%	29%
营业利润率 (%)	18%	16%	14%	12%	10%	13%	16%	17%
净利润率 (%)	21%	22%	19%	17%	12%	15%	18%	18%
季度每股收益 (美元)	0.037	0.033	0.035	0.033	0.025	0.035	0.044	0.046
年度每股收益 (美元)				<b>0.138</b>				<b>0.151</b>
<b>彭博季度每股收益 (美元)</b>	<b>0.037</b>	<b>0.033</b>	<b>0.034</b>	<b>0.033</b>	<b>0.036</b>	<b>0.036</b>	<b>0.036</b>	<b>0.040</b>
<b>年度每股收益 (美元)</b>				<b>0.137</b>				<b>0.148</b>
<b>彭博营收环比 q/q (%)</b>	<b>-12%</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>7%</b>	<b>-2%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>8%</b>
<b>彭博毛利率 (%)</b>	<b>32%</b>	<b>31%</b>	<b>31%</b>	<b>29%</b>	<b>27%</b>	<b>28%</b>	<b>27%</b>	<b>27%</b>
<b>彭博营业利润率 (%)</b>	<b>18%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>14%</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	<b>14%</b>	<b>12%</b>
<b>修正幅度 (%)</b>								
营收	0%	0%	0%	-4%	-5%	-8%	-8%	-8%
营业利润	0%	0%	-14%	-19%	-9%	-26%	-25%	-25%
季度每股收益	0%	0%	-8%	-11%	-7%	-19%	-19%	-19%
年度每股收益				-5%				-17%

来源：公司公告、彭博社、国金证券研究所

## 风险

12"晶圆代工扩产计划所拉高的折旧费用可能持续破坏整体毛利结构，增长动力的 MCU 和电力功率半导体下游景气度的下滑，高毛利分立器件晶圆代工的竞争加速，而与市场预估值的差异是短期所面临的风险。

**附录：三张报表预测及摘要**

<b>损益表</b>						
单位 (10 亿美元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
营业总收入	<b>0.81</b>	<b>0.93</b>	<b>0.93</b>	<b>1.11</b>	<b>1.37</b>	<b>1.68</b>
营业成本	0.54	0.62	0.65	0.80	0.99	1.17
毛利	0.27	0.31	0.28	0.31	0.38	0.51
营业费用	0.12	0.13	0.14	0.15	0.16	0.18
<b>营业利润</b>	<b>0.15</b>	<b>0.18</b>	<b>0.14</b>	<b>0.16</b>	<b>0.22</b>	<b>0.33</b>
折旧	0.10	0.12	0.13	0.18	0.27	0.35
摊销	-	-	-	-	-	-
折旧前净利	0.26	0.30	0.26	0.34	0.49	0.68
财务利息	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
其他	0.01	0.03	0.08	0.05	0.07	0.06
投资收入	0.01	0.01	-	-	-	-
特例	-	-	-	-	-	-
税前利润总额	0.17	0.22	0.21	0.21	0.28	0.38
所得税/少数股东损益	0.03	0.04	0.03	0.01	0.03	0.02
净利润	0.15	0.18	0.18	0.20	0.26	0.36
Preferred dividend	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0
<b>净利润</b>	<b>0.15</b>	<b>0.18</b>	<b>0.18</b>	<b>0.20</b>	<b>0.26</b>	<b>0.36</b>
<b>获利能力比率(%)</b>						
毛利率	33%	33%	30%	28%	28%	30%
营业利润率	19%	19%	15%	14%	16%	20%
折旧前净利率	32%	32%	28%	31%	36%	41%
税前利润率	21%	24%	23%	18%	21%	23%
净利率	18%	20%	19%	18%	19%	22%
净资产收益率	9%	8%	7%	6%	7%	9%
投入资本回报率	7%	5%	3%	4%	4%	5%
<b>同比成长率 (%)</b>						
营业总收入	12%	15%	0%	19%	23%	23%
营业毛利	21%	16%	-9%	10%	23%	34%
营业利润	30%	20%	-24%	15%	37%	53%
折旧前净利	27%	18%	-13%	29%	44%	39%
税前利润总额	12%	28%	-4%	-3%	38%	36%
净利润	13%	26%	-2%	10%	30%	42%
<b>收益评估 (CNY\$)</b>						
每股营业收入	0.77	0.86	0.72	0.85	1.03	1.26
每股折旧前净利	0.14	0.17	0.11	0.12	0.16	0.25
每股利润	0.14	0.17	0.14	0.15	0.19	0.27
每股账面净值	1.62	2.50	2.53	3.12	3.76	4.46
每股经营现金流量	0.23	(0.34)	0.23	0.19	0.26	0.37
每股自由现金流量	0.03	(0.52)	(0.54)	(0.42)	(0.34)	(0.23)
<b>资产负债表</b>						
单位 (10 亿美元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
货币资金	0.57	0.78	0.47	0.52	0.70	1.01

应收票据及应收账款	0.16	0.19	0.19	0.22	0.28	0.34
存货	0.12	0.13	0.14	0.17	0.21	0.24
其他流动资产	0.01	0.68	0.68	0.81	1.00	1.23
<b>流动资产合计</b>	<b>0.85</b>	<b>1.77</b>	<b>1.47</b>	<b>1.72</b>	<b>2.18</b>	<b>2.82</b>
固定资产	0.93	1.00	1.88	2.50	3.03	3.48
其他非流动资产	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
长期股权投资	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27
<b>非流动资产合计</b>	<b>1.22</b>	<b>1.30</b>	<b>2.18</b>	<b>2.80</b>	<b>3.33</b>	<b>3.78</b>
<b>资产总计</b>	<b>2.08</b>	<b>3.08</b>	<b>3.66</b>	<b>4.52</b>	<b>5.51</b>	<b>6.60</b>
短期借款	0.06	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	0.08	0.09	0.09	0.11	0.14	0.16
其他流动负债	0.20	0.24	0.24	0.29	0.35	0.43
<b>流动负债合计</b>	<b>0.34</b>	<b>0.33</b>	<b>0.33</b>	<b>0.40</b>	<b>0.49</b>	<b>0.60</b>
长期贷款	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
其他长期负债	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.05</b>	<b>0.04</b>	<b>0.04</b>	<b>0.04</b>	<b>0.04</b>	<b>0.04</b>
<b>负债合计</b>	<b>0.38</b>	<b>0.37</b>	<b>0.38</b>	<b>0.45</b>	<b>0.54</b>	<b>0.64</b>
实收资本(或股本)	1.55	1.96	2.42	2.62	2.81	3.01
资本公积金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
未分配利润	0.14	0.21	0.32	0.46	0.66	0.95
少数股东权益	0.00	0.54	0.54	1.00	1.50	2.00
<b>所有者权益合计</b>	<b>1.70</b>	<b>2.70</b>	<b>3.28</b>	<b>4.08</b>	<b>4.97</b>	<b>5.96</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2.08</b>	<b>3.08</b>	<b>3.66</b>	<b>4.52</b>	<b>5.51</b>	<b>6.60</b>
<b>流动资产比率(x)</b>						
净营运资本	1	1	2	2	3	3
流动比率	29.1	38.3	71.8	95.4	115.5	132.7
速动比	28.7	12.3	45.9	64.5	77.5	86.0
现金比率	5.0	7.2	7.2	8.5	10.5	12.9
<b>资本总额比率(%)</b>						
负债比率	2%	1%	1%	1%	1%	0%
所有者权益比率	98%	79%	83%	75%	69%	66%
债务股本比	2%	26%	21%	33%	44%	51%
净债务股本比	Net Cash					
<b>经营比率(x)</b>						
应收账款月数	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
存货月数	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
存货周转率	4.7	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
固定资产周转率(x)	0.9	0.9	0.5	0.4	0.5	0.5
总资产周转率(x)	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3
<b>现金流量表</b>						
<b>单位(10亿美元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
净利润	0.15	0.18	0.18	0.20	0.26	0.36
折旧费用	0.10	0.12	0.13	0.18	0.27	0.35
摊销费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-0.01	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00

营运资金变动	0.00	-0.66	-0.00	-0.13	-0.19	-0.22
<b>经营活动现金净流</b>	<b>0.24</b>	<b>-0.37</b>	<b>0.30</b>	<b>0.25</b>	<b>0.34</b>	<b>0.49</b>
资本开支	-0.19	-0.19	-1.01	-0.80	-0.80	-0.80
其他	0.00	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
投资	-0.02	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-0.21</b>	<b>-0.19</b>	<b>-1.01</b>	<b>-0.80</b>	<b>-0.80</b>	<b>-0.80</b>
债权募资	0.00	-0.06	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期债权募资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权募资	0.06	0.83	0.40	0.60	0.64	0.62
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>0.07</b>	<b>0.77</b>	<b>0.40</b>	<b>0.60</b>	<b>0.64</b>	<b>0.62</b>
<b>现金净流量</b>	<b>0.10</b>	<b>0.21</b>	<b>-0.31</b>	<b>0.05</b>	<b>0.18</b>	<b>0.31</b>
<b>自由现金净流量</b>	<b>0.04</b>	<b>-0.56</b>	<b>-0.70</b>	<b>-0.55</b>	<b>-0.46</b>	<b>-0.31</b>

来源：公司年报、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。

**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。

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, 任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考, 不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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; 非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903  
传真: 021-61038200  
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: 010-66216979  
传真: 010-66216793  
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn  
邮编: 100053  
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378  
传真: 0755-83830558  
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn  
邮编: 518000  
地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7GH