

嘉欣丝绸 (002404.SZ)

纺织服装行业

评级：增持 首次评级

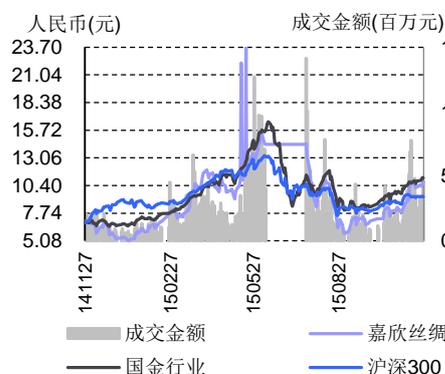
公司研究

市场价格(人民币): 10.18元  
 目标价格(人民币): 12.10-12.10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)	393.06
总市值(百万元)	5,591.78
年内股价最高最低(元)	23.71/5.08
沪深300指数	3759.43
深证成指	12767.50



## 茧丝绸供应链金融：十年积累今朝发力

## 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.308	0.298	0.156	0.212	0.292
每股净资产(元)	4.74	4.82	2.36	2.37	2.46
每股经营性现金流(元)	0.08	0.10	0.06	0.26	0.25
市盈率(倍)	22.37	35.42	65.25	47.94	34.85
行业优化市盈率(倍)	26.76	34.08	57.74	57.74	57.74
净利润增长率(%)	-12.57%	-3.26%	4.85%	36.12%	37.56%
净资产收益率(%)	6.49%	6.17%	6.62%	8.96%	11.87%
总股本(百万股)	260.33	260.33	520.65	520.65	520.65

来源：公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **中国茧丝绸占全球八成产量，消费有大幅提升空间。**中国主导全球茧丝绸行业的供给，蚕茧和生丝产量均达世界总产量的80%左右。需求方面，全球人均消费55克，国内的消费仅为9克。棉、丝绸等天然纤维是消费升级的主要受益品种。丝绸纤维通过混纺等手段，应用场景更广；此外，高端丝绸制品的消费亦在中国有所增加。
- **公司出口有高速增长的客户资源，内销开启全渠道盛宴。**公司2014年营收20.1亿元，同增10.6%，净利润0.77亿元。1) 外贸以国际高端客户为主，且合作客户自身增长很快，如轻奢集团Michael Kors、ZARA、宜家等。2) 内销的金三塔等四个品牌在产品品类、客户群等方面互补。未来将在重点城市铺设线下渠道，借助淘宝等开展线上B2C业务，还将用两年时间铺设线下智能体验店，改造升级订单和仓储系统，积极进行品牌营销和推广。2015年中报内销品牌销售额同增20%。
- **看好公司深耕垂直体系供应链金融，十年积累今朝发力。**定增方案出炉，募资6.6亿元投入供应链金融。首先，行业确实存在很大的融资需求。传统行业产业链长，中小企业占比达85%，融资需求难通过银行解决。仅蚕茧、生丝交易量之和就达540亿元，加之中间商转售，蕴育巨大融资需求。其次，公司有十余年业务积累和相关资源。公司掌握丰富信息流，拥有全国最高级别的中茧交易市场和B2B平台金蚕网，熟知业内企业资产状况，能准确评估风险。2002年即开展了1亿元额度的“茧丝银行”融资业务，此后一直延续下来。物流完善，在全国各主要产区均有物流仓储网络。最后，作为产业唯一上市平台，有低成本资金来源。自有资金2亿元左右，银行低息贷款数亿元，10月增发融资6.6亿元，构成十亿元数量级的资金池。此外旗下还有嘉欣小贷公司，也可以引进一些战略合作方，能够进一步放大融资业务。
- **固定资产颇丰，多元化投资亦将有可观收益：**有近千亩的厂房、工业园、写字楼、茧站等土地资源待价而沽；参股的财通证券IPO可期。

## 投资建议及估值

- 公司主业稳中有升，供应链金融发力给业绩提供较大弹性。预测15-17年EPS为0.16、0.21、0.29元，目标市值63亿，首次覆盖予以增持评级。

## 风险提示

- 定增项目尚未通过证监会审核；国内丝绸行业出口下行。

姚咏絮 联系人  
 (8621)61038264  
 yaoyongxu@gjzq.com.cn

王冯 分析师 SAC 执业编号: S1130515090005  
 (8621)60893123  
 fengwang@gjzq.com.cn

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002  
 (8621)60230230  
 zhangbin@gjzq.com.cn

## 内容目录

茧丝绸行业：中国占八成产量 内需有大幅提升空间 .....	4
中国主导的细分小行业 产业链长集中度低.....	4
公司系唯一丝绸标的 全产业链布局 .....	7
外销渠道强大客户增长快 “触网” 开启内销盛宴.....	8
独家打造茧丝绸供应链金融体系.....	11
旗下中茧交易市场和金蚕网掌握全国性资源.....	11
放大十余年经验 构筑供应链金融生态圈 .....	11
供应链金融行业将迎来高速发展 .....	14
土地房产资源丰富 多元投资锂电和券商.....	15
拥有投资性房地产、土地等优质资源.....	15
多元化投资拓宽发展空间 .....	15
盈利预测和风险提示.....	16
公司盈利预测与估值 .....	16
风险提示.....	16

## 图表目录

图表 1：茧丝绸行业产业链长 工序众多 .....	4
图表 2：中国蚕茧产量 2014 年保持平稳（万吨） .....	5
图表 3：中国生丝产量 2014 年呈上升趋势（万吨） .....	5
图表 4：2014 年中国各省蚕茧产量（%） .....	5
图表 5：2010-2014 年中国蚕茧主要产区产能（吨） .....	5
图表 6：近五年我国真丝绸商品出口额（分产品） .....	6
图表 7：15 年 1-9 月我国真丝绸产品出口额（亿美元） .....	6
图表 8：公司股权结构.....	7
图表 9：公司历年营收及增速（亿元，%） .....	7
图表 10：公司净利润及增速（千万元，%） .....	7
图表 11：2015 半年报公司分产品收入.....	8
图表 12：历年固定资产周转天数及资产负债率 .....	8
图表 13：公司出口大客户详细情况.....	9
图表 14：公司国内外销售占比.....	9
图表 15：公司对大客户历年销售额.....	9
图表 16：公司内销品牌渠道、客群布局完善 .....	10
图表 17：金三塔品牌家居服产品 .....	10
图表 18：中国茧丝绸交易市场概况.....	11
图表 19：金蚕网系行业大宗交易/信息交流平台 .....	11
图表 20：公司此次定增投资供应链金融项目详情.....	12
图表 21：供应链金融之融通仓模式.....	12

图表 22: 供应链金融之保兑仓模式.....	12
图表 23: 公司未来物流仓储布局 .....	13
图表 24: 供应链金融之融通仓模式.....	14
图表 25: 公司从事供应链金融优势众多 .....	14
图表 26: 公司土地资源丰富.....	15
图表 27: 嘉欣丝绸新工业园.....	15
图表 28: 分产品盈利预测 .....	17

## 茧丝绸行业：中国占八成产量 内需有大幅提升空间

### 中国主导的细分小行业 产业链长集中度低

- 中国主导全球茧丝绸行业的生产。茧丝绸产业链从上游到下游可以分为植桑养蚕、蚕茧收烘、缫丝、织绸、印染、成衣制造和销售。全产业链在国内都有丰富的供应资源。中国蚕茧和生丝产量 60 年代至 90 年代期间不断攀升，目前均达世界总产量的 70% 以上，是供给端的绝对主导。2009 年，中国蚕茧产量占比 75.5%，排名第二的印度仅 18% 左右；生丝产量占全球的 82.8%，第二位的印度占 13%。

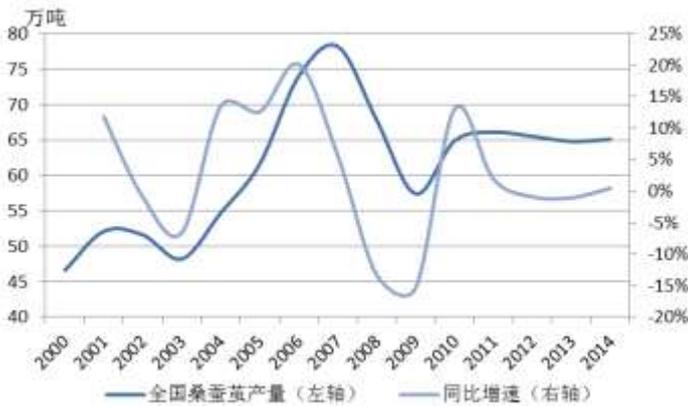
图表 1：茧丝绸行业产业链长 工序众多



来源：网络资料 国金证券研究所

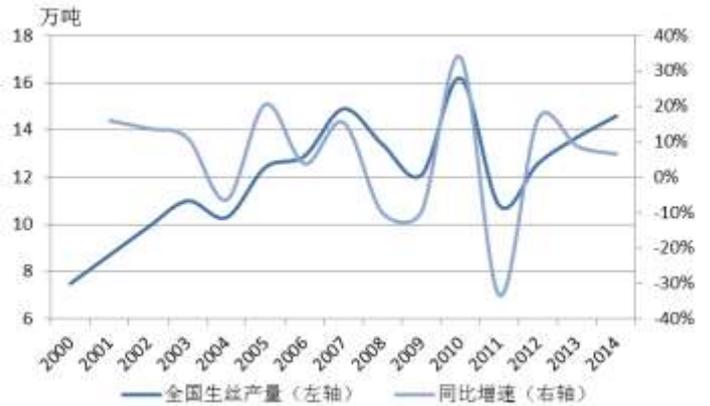
- 国内“东桑西移”，内陆产量大、沿海产能高端。新中国的桑蚕和生丝产量从 50 年代起不断上升，70 年代成为全球第一，1995 年达到第一个高峰，在 2005 年后基本保持在一个较大的区间波动。2014 年，中国蚕茧产量为 65.1 万吨，生丝产量 14.6 万吨。2005 年后国家政策层面推进东桑西移政策，鼓励广西、云南和四川等地茧丝绸产业发展。2014 年广西省蚕茧产量占全国的 44%，生丝产量占 24.3%，且占比在不断上升。四川、云南等内陆省份也都达到了国内产量的前五。沿海地区份额在下降，但仍保持着丝绸工业领先的地位。

图表 2：中国蚕茧产量 2014 年保持平稳（万吨）



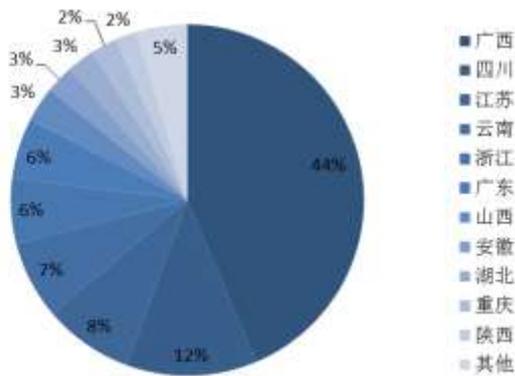
来源：中国丝绸协会，国金证券研究所

图表 3：中国生丝产量 2014 年呈上升趋势（万吨）



来源：中国丝绸协会，国金证券研究所

图表 4：2014 年中国各省蚕茧产量 (%)



来源：中国丝绸协会，国金证券研究所

图表 5：2010-2014 年中国蚕茧主要产区产能 (吨)

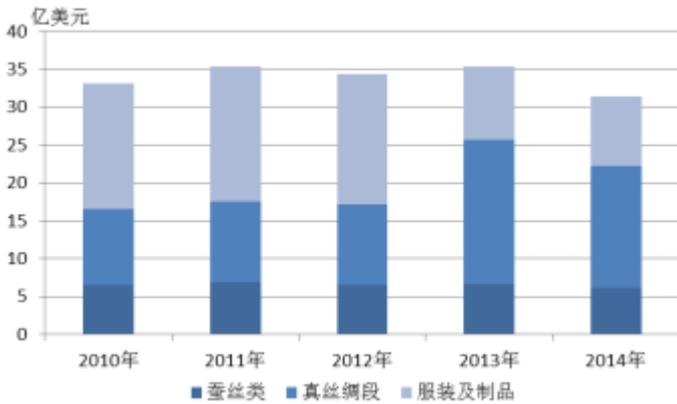
	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	5年复合增速
广西	214300	231000	256000	271000	279500	5.5%
四川	71000	74000	74600	76000	77000	1.6%
江苏	77082	65597	66537	54501	52645	-7.3%
云南	32369	33751	43000	44648	46016	7.3%
浙江	48142	50885	46727	45256	38442	-4.4%

来源：中国丝绸协会，国金证券研究所

### 龙头企业出口稳定增长 内需有提升空间

- 出口额整体下降，高端产品比重大，龙头企业优势凸显。真丝绸商品近五年的出口额稳定在 30-35 亿美元的区间。2014 年国内真丝绸商品出口额同降 11.3%，但绸缎、服装等高端产品的比重一直维持在 80% 以上。出口龙头企业占比高，2015 年 1-9 月，国内出口额前 100 位的企业占比为 55.4%。嘉欣丝绸所在的浙江主攻高附加值产品。2015 年 1-9 月浙江省出口额占比 37.6%，为全国第一。在整体下降、对产品要求更高的出口市场中，龙头企业有望逐步扩大份额。

图表 6：近五年我国真丝绸商品出口额（分产品）



来源：中国丝绸协会，国金证券研究所

图表 7：15 年 1-9 月我国真丝绸产品出口额（亿美元）



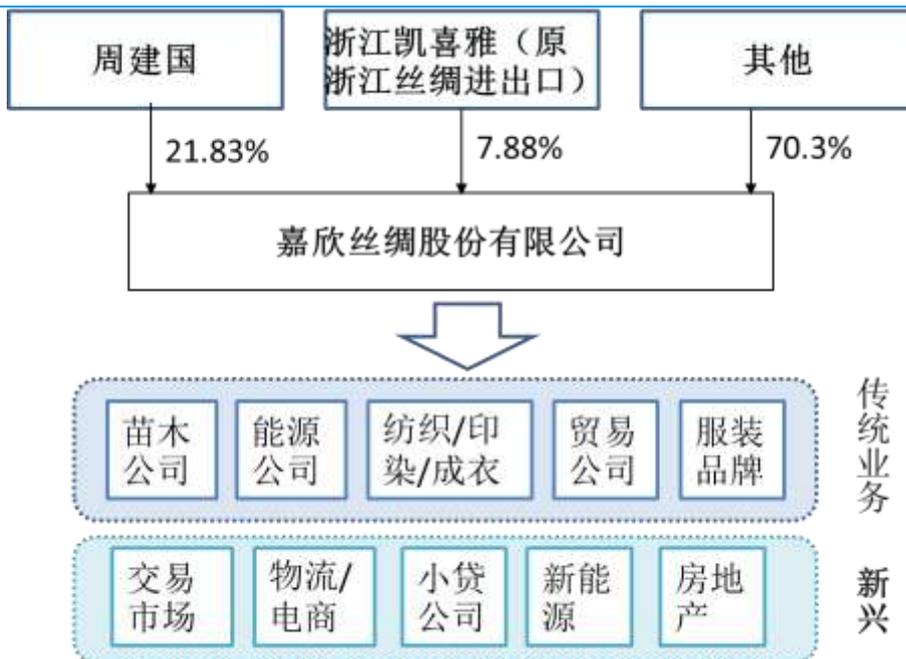
来源：中国海关，国金证券研究所

- **看好国内丝绸消费需求的提振。**国内消费水平不断提升，健康自然的生活方式更受推崇，棉、麻、丝绸等天然纤维是消费升级的主要受益方向。对标国际平均水平，丝绸消费总量有五倍提升空间；拆分看，丝绸纤维通过混纺等手段，应用场景更广；高端丝绸制品的消费有望增加。
- **天然纤维符合消费升级趋势。**2013 年商务部统计，中国的人均丝绸消费量仅为 9 克，而全球平均值为 55 克，而日本 2011 年的人均丝绸需求量（不含出口）为 75 克。即使按照全球平均测算，国内的丝绸消费总量仍有 5 倍的空间。
- **高端丝绸制品在国内的消费有望增加。**过去，日本、意大利是全球主要高端丝绸制品的生产国和消费国。如今，这两个国家的服装产业大部分向中国迁移，生产端和销售端都在中国大陆获得了很快的增长。国内高端丝绸制品的需求在提升，国内丝绸企业的生产工艺、产品设计、品牌营销等也在提高，将形成良性循环促进丝绸内需。
- **丝绸纤维将有更广阔的应用场景，产品线从真丝绸向丝绸混纺拓展。**丝绸等天然纤维能够引领时尚健康的生活方式，广泛应用于服装、家居、家饰等场景。企业除真丝绸商品外，还可以拓展到丝绸混纺产品，如嘉欣丝绸旗下品牌金三塔推出的丝绸、棉、粘胶等混纺的西装、休闲服、家居用品等。

公司系唯一丝绸标的 全产业链布局

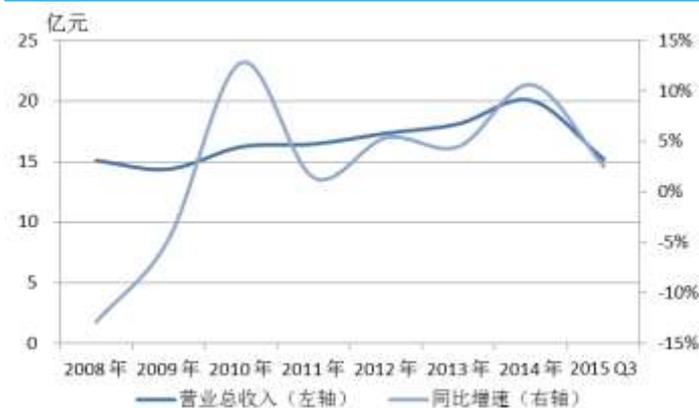
- 公司是 A 股唯一丝绸标的，产品涵盖全产业链。公司是主营丝绸的唯一标的，充分受益于丝绸行业消费升级。由原来国资的嘉兴市丝绸集团改制，目前大股东为董事长周国建，二股东为浙江凯喜雅（原丝绸进出口公司），产品涵盖从植桑养蚕到成衣的较完整生产线，包括服装、五金产品、丝类产品、绸类产品、蚕茧和印染等。2014 年营业收入 20.1 亿元，同增 10.6%；毛利率 20.6%，净利润 0.77 亿元。其中，服装收入占比最高，占营收的 62.4%；五金产品收入增速最快，同比增长 43.0%；印染业务毛利率最高，达 48.2%。

图表 8：公司股权结构



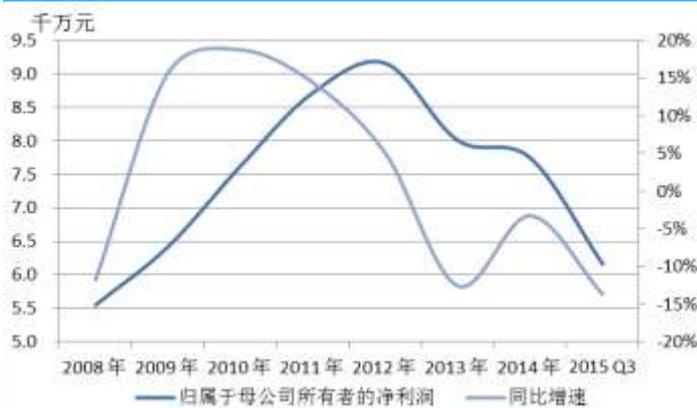
来源：公司公告 国金证券研究所

图表 9：公司历年营收及增速（亿元，%）



来源：公司公告 国金证券研究所

图表 10：公司净利润及增速（千万元，%）



来源：公司公告 国金证券研究所

- 服装收入占比高，增长平稳。2014 年公司的服装收入 12.6 亿元，同增 7.9%，毛利率 20.6%。增速较 2013 年增加 2.1 个百分点，毛利率高出 1.2 个百分点。全球丝绸行业从高端到低端基本都在国内，而丝绸服装正是高端丝绸制品的代表。与生丝、绸类产品相比，丝绸制服装的毛利率高出 5-

10 个百分点；同时公司产品具有品牌优势，收入能够实现平稳增长。绸类产品（面料）毛利率有持续上升的趋势。公司的面料产品有高端化、多样化趋势。2011 年以来绸类产品毛利率连年增长 1 个百分点以上。

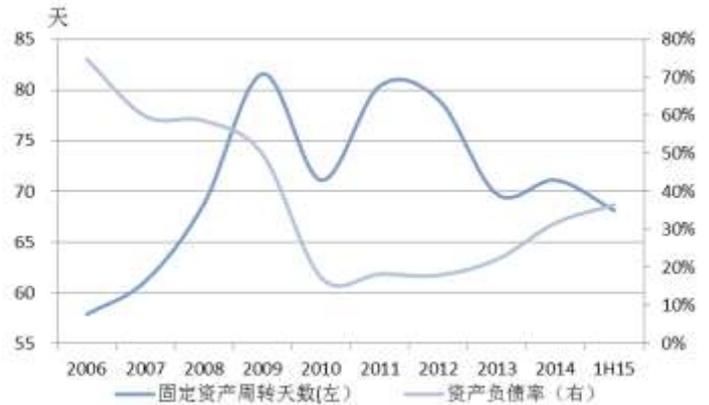
- 印染业务受益于环保政策，五金制品收入恢复高增长。控股子公司浙江嘉欣兴昌印染有限公司主要从事印染加工服务。印染是公司茧丝绸业务中毛利率最高的，2014 年为 48.2%。未来环保政策将进一步收严，压缩中低端印染空间，因而公司的印染产能将持续受益，毛利率保持在较高水平。五金件产品主要是服装五金件等小五金，2014 年取得恢复性增长，收入同增 43.0%。子公司嘉兴优佳金属制品有限公司和浙江嘉欣兴昌印染有限公司被评为高新技术企业，享受税收优惠政策 15% 到 2017 年。
- 资产负债率低，现金及固定资产充足。2014 年公司的净资产收益率为 6.2%，资产负债率 31.7%；存货周转率 3.7 次，应收账款收转率 7.3 次，在同类企业中表现较好。公司账上现金及等价物有 2 亿元左右，固定资产方面拥有嘉兴市区的老厂房 90 亩、嘉欣丝绸工业园 30 万平方米、市中心旧大楼 1 万平方米、新办公楼嘉欣大厦等。

图表 11：2015 半年报公司分产品收入



来源：公司公告 国金证券研究所

图表 12：历年固定资产周转天数及资产负债率



来源：公司公告 国金证券研究所

### 外销渠道强大客户增长快“触网”开启内销盛宴

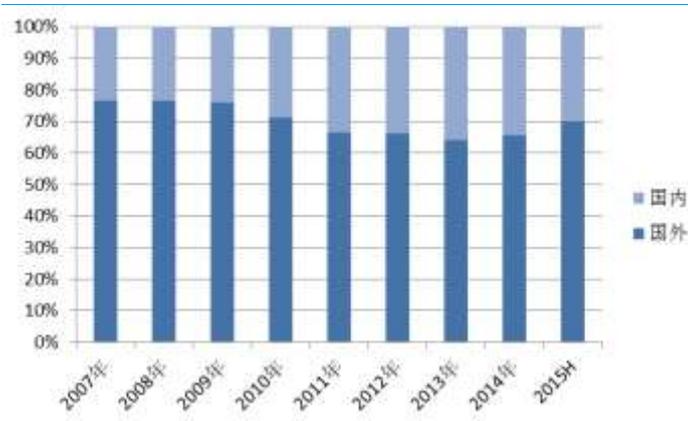
- 外贸以国际高端客户为主，且合作客户自身增长很快。2014 年，公司前五大客户包括轻奢集团 Michael Kor's、ZARA 母公司 Inditex 中国贸易处、丹麦绫致集团、瑞典宜家等大型跨国公司，贡献 25.4% 的收入。和前五大客户的合作时间平均超过十年，有稳定的合作关系。
- 同时，公司还着重调整优化客户结构，增加高端客户的比重。公司通过了包括 LEON MAX、BCBG、LINDEE、ZARA、ESPRIT、HERMA、CHICO'S 等多家国际知名品牌的验厂。此外，考虑到人民币贬值带来的汇兑收益、年初海关提升 1 个点的出口退税率等因素，公司的外贸业务整体向好。

图表 13: 公司出口大客户详细情况

公司名	品牌名	类型	2014年度收入	收入增速
Michael Kors	Michael Kors	轻奢品牌	44亿美元	30%
ITX	ZARA	快时尚	181亿欧元	8%
绫致集团	ONLY/JACK JONES/VERO MODA	快时尚	27亿欧元	5%
宜家	宜家	大家居	293亿欧元	3%
LEONMAX	MAXSTUDIO	设计师品牌		
CAMAIEU INTERNATIONAL	Camaieu	女装	8亿欧元	
Brightex	贸易商	贸易商		
CONTEMPO LTD.	贸易商	贸易商		
CHINAMINE TRADING LTD.	贸易商	贸易商		

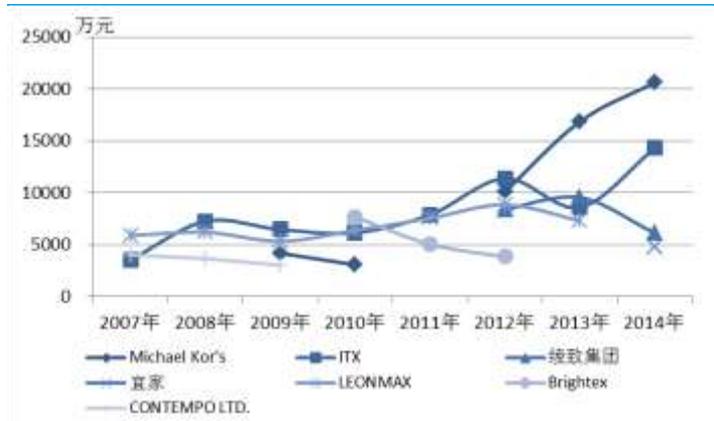
来源: 公司公告 国金证券研究所

图表 14: 公司国内外销售占比



来源: 公司公告 国金证券研究所

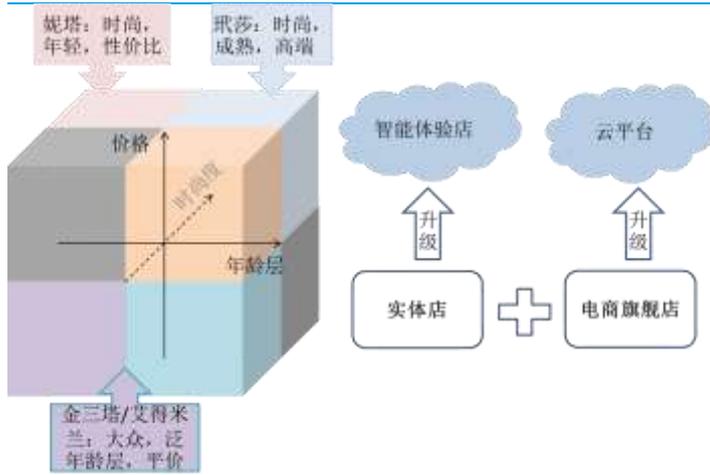
图表 15: 公司对大客户历年销售额



来源: 公司公告 国金证券研究所

- **内销版图完善, O2O 建设开启互联网零售盛宴。**公司内销品牌主要有金三塔、DISETA (玳莎)、艾得米兰和 NITA (妮塔)。四个品牌在产品品类、客户群、价格带等方面都形成了互补, 构筑嘉欣丝绸内销的完整版图。渠道方面, 在重点城市铺设线下渠道, 借助淘宝等平台开展线上 B2C 销售, 未来还将用两年时间铺设线下智能体验店, 改造升级订单和仓储系统, 积极进行品牌营销和推广。2015 年上半年, 内销品牌销售额同增 20%。
- “金三塔”品牌产品主要为平价真丝内衣和家居服, 受众较广。艾得米兰是保暖内衣品牌, 与轻盈的真丝制品形成互补。玳莎主攻高端女性时装, 客户年龄层在 35 岁左右。妮塔定位 25 岁左右的年轻时尚女装, 除真丝品类外, 亦有羊毛、羊绒等材质的产品。2014 年, 公司内销品牌营业额 1.2 亿元, 较 2013 年同增 21%。
- **升级互联网渠道。**线上产品销售的电商团队 2011 年成立, 2013 年电商销售收入就达 6000 多万元。公司将在现有线上销售体系的基础上, 增加移动端购物等应用场景, 加大品牌营销投入, 巩固后台系统。具体包括建设官网和微商城分销系统; 建设全员营销系统; 整合、监控、分析各大 SNS 平台的数据; 通过异业联合, 全员营销, 粉丝营销等方式, 直接发展招商加盟微信小店; 原有供应链系统和内部管理信息系统的升级改造内部 OMS (订单处理) 系统、WMS (仓储物流系统) 的改造升级; 供应链体系的改造升级。

图表 16：公司内销品牌渠道、客群布局完善



来源：公司公告 国金证券研究所

图表 17：金三塔品牌家居服产品



来源：网络资料 国金证券研究所

## 独家打造茧丝绸供应链金融体系

### 旗下中茧交易市场和金蚕网掌握全国性资源

- **控股产业最高级别的中国茧丝绸交易市场**，嘉欣丝绸有其 70.25% 的股权。交易市场位于嘉兴，1992 年成立以来一直是行业内最高级别的专业交易市场。会员单位有 200 多家，驻场企业 130 家左右。茧丝绸交易市场未来会发力物流仓储、在线金融等方面，以供应链金融为重点，并将传统产业与互联网、资本相结合，迎来更大发展空间。
- **旗下“金蚕网”为行业内首个 B2B 网络交易平台**，主要服务蚕丝类和桑苗蚕种两大产品价格网上撮合交易，第三方资金存管，全年交易额约 80 亿元。浏览量大约 1.2 万人次/日，行情信息用户数在 2500 家左右。
- **国内茧丝绸行业整体交易量 2000 亿元，金蚕网还有很大的提升空间。**金蚕网盈利主要是在交易中收取手续费，毛利额基本等同于销售额，人工成本等均为期间费用。“金蚕网”所形成的“嘉兴指数”为国际茧丝价格的风向标。公司拟在未来扩大包括丝绸面料等产品的网上交易以及包含相关服务在内的一站式交易平台。公司将积极与上海钢联类的优秀电商平台交流，谋划金蚕网的进一步发展。
- **5 月新增丝棉片交易，未来可能循序增加不同品种。**除现有干茧和生丝的交易外，15 年初新增丝棉片交易品种。交易手续费 6 元/批，交收手续费 24 元/批。同时还拥有第三方结算公司——嘉兴市大宗商品交易结算有限公司 70.25% 的股权。可以看到，利用现有金蚕网平台和大宗交易结算平台，茧丝绸产业链相关的大宗交易品种都有可能参与其中，进一步拓展交易市场的影响力。

图表 18：中国茧丝绸交易市场概况



来源：公司公告 网络资料 国金证券研究所

图表 19：金蚕网系行业大宗交易/信息交流平台



来源：网络资料 国金证券研究所

## 放大十余年经验 构筑供应链金融生态圈

- **拟发行 1.1 亿股募资 6.6 亿元，全部用于供应链金融项目。**10 月 31 日，公司股东大会通过议案，拟向全体投资者发行 10880 万股，预计增发价格为 6.34 元，募集 66000 万元，全部用于金蚕网茧丝绸行业供应链金融项目。按上限模拟计算本次发行后，新增股份将占到发行后总股本的 17.29%。发行对象 10 名以内，锁一年。

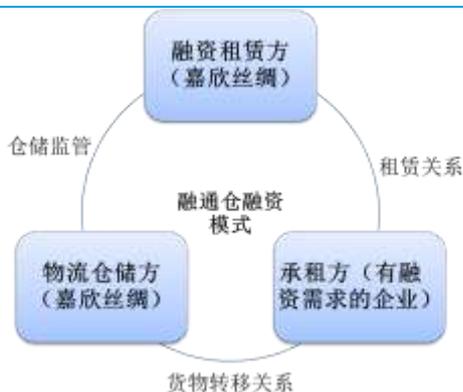
图表 20：公司此次定增投资供应链金融项目详情

项目名称	计划投资	具体内容
金蚕网茧丝绸行业供应链金融项目	66000万元	如下
(1) 茧丝绸行业供应链管理信息平台建设	1400万元	① 茧丝绸网上贸易平台 ② 现代物流信息管理系统 ③ 供应链融资业务系统 ④ 电子商务平台移动端APP ⑤ 网络与安全支撑系统
(2) 茧丝绸产品仓储物流网络体系建设	500万元	① 在江浙一带设立大型的茧丝绸产品集散仓库 ② 在广西、云南、四川主产区建立仓储物流网点 ③ 远程安保系统
(3) 开展茧丝绸产品融通仓融资和保兑仓融资业务	64100万元	向拟在浙江省嘉兴市国家级经济技术开发区注册的嘉兴金蚕网融资租赁有限责任公司（筹建中，实际名称以工商注册登记为准）增资，以该公司作为主体开展茧丝绸产品融通仓融资和保兑仓融资业务。

来源：公司公告 国金证券研究所

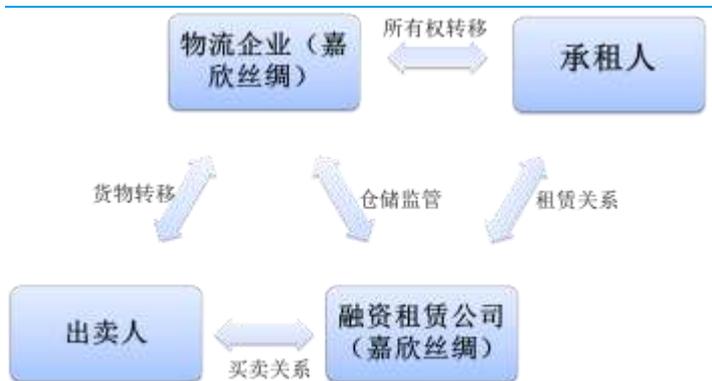
- **为中小企业提供立体融资服务体系。** 茧丝绸全行业的交易规模在 2000 亿元，其中 85%的参与者为中小企业。茧丝绸产业链长、生产周期久，纺织行业向银行贷款困难重重，因而整体融资需求很高。此次定增项目实施后，将依托“金蚕网”，对茧丝绸上下游产业链进行有效衔接与挖掘，主要为茧丝绸行业生产、贸易及流通全产业链上有真实交易背景、存在融资需求的中小微企业提供设备、货物的融通仓融资和保兑仓融资服务。
- **活化十多年供应链金融业务经验。** 项目将设立嘉兴金蚕网融资租赁有限责任公司，作为开展茧丝绸产品融通仓融资和保兑仓融资业务的主体。嘉欣丝绸旗下的金蚕网在 2000 年起就充当了供应链融资的核心企业，向中小企业提供融资等金融服务。目前公司共有 3.5 亿元用于供应链融资，但远远供不应求。此次将利用原有融资团队和产业经验，对业务进行放大。
- **90 年代嘉兴茧丝绸交易市场就兴起了“茧丝银行”模式，**由商业银行和交易市场共同提供融资贷款业务。具体做法：驻场企业将干茧、厂丝等货品充当质押物，交易市场根据市场行情估计总价并建议贷款额（一般为总价的六成至七成），银行在此基础上酌情给出贷款利率和期限，此外企业还需向市场缴纳手续费。按期还本付息后可将货品赎回。
- **融通仓融资模式，**当中小企业处于出售产品和支付现金的阶段时，可以采用这种模式。中小企业将货物存入提供融资的核心企业指定仓库，核心企业根据货物价值给中小企业一定比例的贷款金额，当提货人支付贷款时，核心企业将从仓库发货，将货权转给提货人。
- **保兑仓融资模式，**主要基于销售方和购货方互相提供担保，从而使银行或核心企业为销售方融通资金的一种预付款融资模式。该模式需要“销货方——银行（核心企业）——购货方——物流企业”四方签署相应的协议为销货方提供资金的融通。

图表 21：供应链金融之融通仓模式



来源：公司公告 网络资料 国金证券研究所

图表 22：供应链金融之保兑仓模式



来源：公司公告 网络资料 国金证券研究所

- **1400 万用于茧丝绸行业供应链管理信息平台建设。**定增通过后，公司计划用 1400 万元，以现有“金蚕网”信息平台为基础进行升级换代，升级行业运行信息平台、企业商务信息平台，打造网上贸易平台、现代物流信息管理系统、供应链融资服务平台、电子商务平台移动端以及信息交流反馈平台等在内的综合集成平台，提供企业及消费者所需的信息与服务。
- **B2B 网上现货超市平台：**上下游企业均可以在交易平台的网页发布个性化购销委托，洽谈一致后签订合同，根据合同约定进行贷款和货物的交付，从而实现上下游企业之间产销的直接对接。
- **B2C 网上丝绸商城：**建设运营该网上商城，销售蚕丝被、丝绸服装、领带、丝巾、丝织画、丝绸工艺品等各类丝绸产品，并进而拓展延伸出丝绸产品定制、加工、配送 O2O 模式，构聚成庞大的茧丝绸专业买卖交互网络，并整合成为涵盖搜索引擎等业务的电子商务综合服务平台。
- **物流信息系统：**该系统将借助互联网和网上贸易、网上结算以及仓储网络管理系统，迅速、合理、有序地为客户提供贸易、供应链融资、货物仓储、监管、配送等服务，实现各个环节管理的信息化。
- **供应链融资业务系统：**融合行业、客户和货物信息，对客户资金结算和融资服务进行管理。主要包括核心企业管理系统、客户信息管理系统、融资业务操作系统、融资审批管理系统、风险控制管理系统和外接口管理系统。
- **移动端 APP 和网络安全系统：**APP 将支持 IOS 和安卓两种操作系统，使用户可以参与网上交易和网上购物，并支持手机支付。
- **500 万用于茧丝绸产品仓储物流网络体系建设。**仓储是保证质押货品安全的关键，物流是关键。目前公司已有仓库三十余所，未来将在嘉兴、湖州、苏州地区采用租赁方式设立大型的茧丝绸产品仓储集散仓库，在广西、云南、四川等省份的各个茧丝主产区租赁合适仓库，构建形成合理辐射范围的仓储物流网络。

图表 23：公司未来物流仓储布局

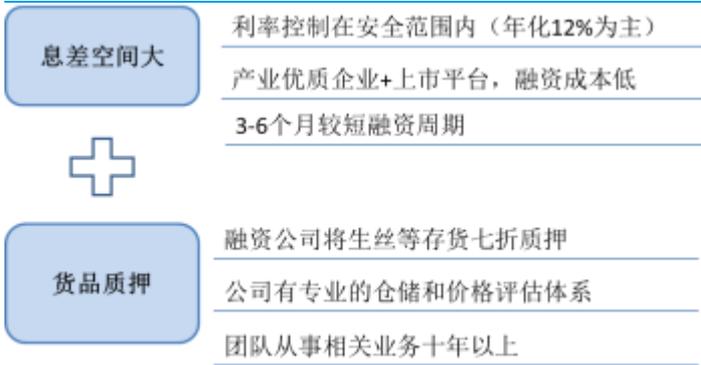


来源：范作冰教授 公司公告 国金证券研究所

### 供应链金融行业将迎来高速发展

- **嘉欣丝绸发展供应链金融优势明显。**供应链金融主导者可以是平台型公司（信贷、物流）或垂直产业链内的核心企业。我们认为产业核心企业较其他参与者而言，更了解产业内格局、公司情况和质押品价值，能够更快捷、风险可控地开展供应链金融业务。嘉欣丝绸除产业资源外，先天优势在于从事相关业务十年有余，有成熟的供应链金融团队和企业信息数据。加之公司在全国各地的茧站资源，物流仓储的搭建也更加顺理成章。
- 与一般的贷款公司、担保公司相比，供应链金融的参与者为产业内企业，互相熟悉，且清楚了解质押品的价值。嘉欣丝绸对产业内的其他公司有较强的识别能力，且有充足的资金可供调度。在产业层面推进金融业务发展，将是未来中小企业融资的主要途径。通过供应链金融构建产业资本圈子，能够加强主导企业在行业中的地位和统筹能力。
- **团队可信：**十年以上茧丝绸供应链金融经验；**资产评估可靠：**金蚕网主导茧丝绸价格指数，因而能够准确评估抵押品价值；**核心企业资金充足：**嘉欣丝绸账上资金有 3 亿元左右，每年主业可以提供稳定的现金流，此次融资将提供 6.6 亿元的资金，有银行低息贷款 3 亿元以上的额度，此外还有工业用地、商业地产等房地产资源。

图表 24：供应链金融之融通仓模式



图表 25：公司从事供应链金融优势众多



来源：公司公告 国金证券研究所

来源：公司公告 国金证券研究所

- **对标其他上市公司，嘉欣丝绸在后续发展上还有巨大空间。**涉足供应链金融业务的上市公司很多，探寻这类企业的发展途径，我们认为嘉欣丝绸除现有的产业链资源+再融资模式外，还可以借助上市公司的平台，与大型的资本集团联袂，深耕供应链金融业务。
- **上市公司平台+资本集团的运作模式。**瑞丰高材 15 年 4 月募集不超过 15 亿元用于投资建设商业保理项目，中植资本认购 8.66 亿元，成公司第二大股东，全力帮助公司实现由传统化工材料向商业保理的转型升级。禾盛新材 15 年 5 月发布非公开增发预案和对外投资公告：公司拟以 11.97 元/股的价格向中科创资产等募集不超过 29 亿元。禾嘉股份于 14 年 9 月公告，拟向九天工贸等特定投资者募集不超过 48.48 亿元。用于转型商业保理为主的供应链金融业务。
- **产业链资源+融资的运作模式。**鸿达兴业收购广东塑胶所，未来塑交所交易量和交易额仍有较大提升空间，促进“资金垫付”、“现货质押”、供应链金融等业务拓展。搜于特在全国范围内设立多家控股型项目子公司，搭建供应链服务平台（时尚智造网）、品牌管理平台（搜特网），转型为时尚产业链综合服务提供商。公司设立深圳市前海搜银商业保理有限公司，深度介入供应链金融领域。金叶珠宝在业务端有超千亿级的黄金租赁市场，2014 年国内黄金租赁涉及黄金 2000 吨，金额超 4500 亿；成本端资金成本由 11%到 7%。

## 土地房产资源丰富 多元投资锂电和券商

### 拥有投资性房地产、土地等优质资源

- **房产、土地资产众多。**公司市区老厂房有 90 多亩，市区整体商品房均价在 1 万元左右。老办公大楼 1 万平方米，仓库和二十多个茧站占地 100 亩。
- **新建的嘉欣丝绸工业园区占地 650 亩，地理位置优越，**是一家国家级丝绸产业特色园区。工业园地处嘉兴市近郊，距沪杭苏高速公路出口仅 300 米，距上海、杭州、宁波、苏州等重要城市仅一小时左右车程，交通极为便利。工业园约三分之二自用。本部大楼共 5 万平方米，约三分之一自用，其他用于出租。公司房地产出租每年贡献租金 4000 万元左右。
- **大股东名下其他资产丰富。**董事长关联企业控股苏嘉房地产、嘉欣万锦、嘉欣置业等房地产公司，其中苏嘉地产累计开发总面积超过 60 万平方米，嘉欣置业开发有嘉欣金世纪广场等项目。此外还投资伴有嘉兴一中实验学校等教育资源，占地 90 亩。虽然不在上市公司体内，但给公司留出了腾挪空间。

图表 26：公司土地资源丰富

名称	类别	地址	面积
老厂房	工业用地	嘉兴市区	90亩
老工业园	工业用地	嘉兴市区	2万平方米
新工业园	工业用地	嘉兴郊区	650亩
仓库茧站	物流用地	嘉兴及外省市各地	100亩
旧办公楼	商业地产	嘉兴市区	1万平方米
新办公楼	商业地产	嘉兴市区	5万平方米

来源：公司公告 国金证券研究所

图表 27：嘉欣丝绸新工业园



来源：网络资料 国金证券研究所

### 多元化投资拓宽发展空间

- **通过定增基金参股财通证券。**2014 年 11 月，公司 2640 万元认购硅谷天堂发行的财通证券定增基金。同时参与财通证券的还有九牧王（2.03 亿元认购定增后总股本的 2%）、物产中大等上市公司。金融行业目前领跑国民经济，二级市场行情不断，我们预计随财通证券 IPO 成功，公司成功退出将获得较好的收益。
- **投资锂电池产业。**公司 14 年初 2000 万元参股宁波世捷新能源科技有限公司，获得 22% 的股权。宁波世捷主要生产和销售电动车用动力锂离子电池组，电源管理模块，动力电池系统，提供纯电动汽车动力锂离子电池技术支持和解决方案，此外公司也积极拓展便携式移动电源、UPS 储能、电动自行车、摩托车领域用高性能锂电池市场。方形锂离子电池已通过国家强制性检测。

## 盈利预测和风险提示

### 公司盈利预测与估值

- 纺织主业和投资性房地产收入持续低个位数平稳增长，毛利率变化不大。
- 供应链金融业务迎来高增长，该块收益在投资收益项体现。
- 贷款周期为 6 个月；未来对风险的偏好程度将在安全的范围内略增，故而假设 2015 年-2017 年年化利率分别为 11%、12%和 12.5%；15 年资金主要为自有资金和银行贷款，16 年增发资金到位后资金成本下降，17 年通过自有资金、银行贷款、P2P 等综合方法融资，成本略有回升。故而假设资金成本分别按照 5%、4.5%、5%。
- 未来供应链金融规模 2015-2017 年假设为 2 亿元、4 亿元（上半年自有资金 3 亿元，下半年增发资金到位后 5 亿元）、8 亿元。
- 给予公司 2016 年丝绸制品生产销售业务 25 倍 PE，供应链金融业务 42 亿元市值，目标市值 63 亿元。考虑到公司目前市值仅为 53 亿元左右，首次覆盖给予增持评级。

### 风险提示

- 定增项目尚未通过证监会审核。
- 丝绸行业整体增速受制于外贸形势。

图表 28: 分产品盈利预测

项 目	2011	2012	2013	1H14	2014	1H15	2015E	2016E	2017E
<b>服装</b>									
销售收入 (百万元)	1,003.62	1,109.00	1,165.13	627.05	1,256.80	625.70	1,319.64	1,385.62	1,454.90
增长率 (YOY)		10.50%	5.06%	4.60%	7.87%	-0.22%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	20.02%	19.30%	19.44%	20.83%	20.60%	19.63%	20.50%	20.50%	20.80%
占总销售额比重	60.95%	63.91%	64.25%	64.42%	62.64%	63.23%	61.30%	60.92%	60.08%
占主营业务利润比重	62.66%	63.41%	64.12%	64.40%	62.55%	64.55%	58.71%	58.18%	57.46%
<b>五金产品</b>									
销售收入 (百万元)	169.70	118.30	113.49	71.87	162.27	96.44	186.62	214.61	246.80
增长率 (YOY)		-30.29%	-4.07%	44.80%	42.99%	34.19%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	13.84%	18.88%	18.17%	19.97%	19.46%	16.59%	17.00%	17.00%	17.00%
占总销售额比重	10.31%	6.82%	6.26%	7.38%	8.09%	9.75%	8.67%	9.43%	10.19%
占主营业务利润比重	7.33%	6.62%	5.84%	7.08%	7.63%	8.41%	6.89%	7.47%	7.97%
<b>丝类产品</b>									
销售收入 (百万元)	27.77	75.48	90.15	46.40	99.68	73.65	109.65	120.62	132.68
增长率 (YOY)		171.76%	19.44%	20.95%	10.57%	58.72%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	5.96%	3.82%	4.16%	2.15%	2.60%	3.27%	3.00%	3.00%	3.30%
占总销售额比重	1.69%	4.35%	4.97%	4.77%	4.97%	7.44%	5.09%	5.30%	5.48%
占主营业务利润比重	0.52%	0.85%	1.06%	0.49%	0.63%	1.26%	0.71%	0.74%	0.83%
<b>绸类产品</b>									
销售收入 (百万元)	227.30	228.09	211.38	110.04	213.31	101.83	213.31	213.31	223.98
增长率 (YOY)		0.35%	-7.33%	-0.19%	0.92%	-7.47%	0.00%	0.00%	5.00%
毛利率	11.35%	12.82%	14.05%	14.19%	15.12%	14.34%	15.20%	15.20%	15.30%
占总销售额比重	13.80%	13.14%	11.66%	11.30%	10.63%	10.29%	9.91%	9.38%	9.25%
占主营业务利润比重	8.04%	8.66%	8.41%	7.70%	7.79%	7.68%	7.04%	6.64%	6.51%
<b>蚕茧</b>									
销售收入 (百万元)	36.84	31.45	46.40	22.70	38.55	9.07	26.98	24.29	21.86
增长率 (YOY)		-14.65%	47.56%	-27.41%	-16.93%	-60.02%	-30.00%	-10.00%	-10.00%
毛利率	9.53%	9.25%	9.55%	2.59%	2.96%	6.52%	3.50%	3.30%	3.30%
占总销售额比重	2.24%	1.81%	2.56%	2.33%	1.92%	0.92%	1.25%	1.07%	0.90%
占主营业务利润比重	1.09%	0.86%	1.25%	0.29%	0.28%	0.31%	0.20%	0.16%	0.14%
<b>印染</b>									
销售收入 (百万元)	78.59	70.67	78.64	37.90	80.06	23.83	72.05	72.05	75.65
增长率 (YOY)		-10.08%	11.29%	3.86%	1.80%	-37.12%	-10.00%	0.00%	5.00%
毛利率	49.27%	49.71%	51.94%	50.55%	48.17%	35.16%	36.00%	37.00%	39.00%
占总销售额比重	4.77%	4.07%	4.34%	3.89%	3.99%	2.41%	3.35%	3.17%	3.12%
占主营业务利润比重	12.07%	10.41%	11.56%	9.45%	9.32%	4.40%	5.63%	5.46%	5.60%
<b>投资性房地产</b>									
销售收入 (百万元)					50.67	19.93	53.20	55.86	58.65
增长率 (YOY)							5.00%	5.00%	5.00%
毛利率					42.20%	57.11%	50.00%	50.00%	50.00%
占总销售额比重					2.53%	2.01%	2.47%	2.46%	2.42%
占主营业务利润比重					5.17%	5.98%	5.77%	5.72%	5.57%
<b>其他</b>									
销售收入 (百万元)	102.71	102.26	108.23	57.43	155.60	58.97	171.16	188.28	207.11
增长率 (YOY)		-0.43%	5.84%	8.48%	43.77%	2.67%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	25.87%	30.33%	25.33%	37.38%	31.42%	43.19%	40.50%	40.50%	40.50%
占总销售额比重	6.24%	5.89%	5.97%	5.90%	7.76%	5.96%	7.95%	8.28%	8.55%
占主营业务利润比重	8.29%	9.19%	7.76%	10.59%	11.81%	13.38%	15.04%	15.62%	15.93%
销售总收入 (百万元)	1646.53	1735.24	1813.43	973.41	2006.28	989.49	2152.62	2274.63	2421.63
销售总成本 (百万元)	1325.83	1397.73	1460.13	770.63	1592.37	799.20	1691.85	1786.41	1894.97
毛利 (百万元)	320.70	337.51	353.31	202.78	413.91	190.29	460.77	488.22	526.65
平均毛利率	19.48%	19.45%	19.48%	20.83%	20.63%	19.23%	21.41%	21.46%	21.75%

来源: 公司公告 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,735</b>	<b>1,813</b>	<b>2,006</b>	<b>2,153</b>	<b>2,275</b>	<b>2,422</b>	货币资金	257	156	149	210	240	260
增长率	4.5%	10.6%	7.3%	5.7%	6.5%		应收账款	256	284	428	506	504	536
主营业务成本	-1,398	-1,460	-1,592	-1,692	-1,786	-1,895	存货	351	482	385	450	475	504
%销售收入	80.5%	80.5%	79.4%	78.6%	78.5%	78.3%	其他流动资产	35	54	44	56	62	68
毛利	338	353	414	461	488	527	流动资产	898	976	1,006	1,222	1,280	1,368
%销售收入	19.5%	19.5%	20.6%	21.4%	21.5%	21.7%	%总资产	56.1%	56.5%	50.7%	57.2%	59.8%	62.8%
营业税金及附加	-7	-8	-13	-15	-16	-17	长期投资	101	131	515	516	516	515
%销售收入	0.4%	0.4%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	515	532	394	334	284	235
营业费用	-99	-110	-141	-151	-161	-172	%总资产	32.1%	30.8%	19.8%	15.6%	13.3%	10.8%
%销售收入	5.7%	6.1%	7.0%	7.0%	7.1%	7.1%	无形资产	83	80	58	48	46	44
管理费用	-128	-141	-149	-160	-171	-182	非流动资产	703	752	979	912	861	809
%销售收入	7.4%	7.8%	7.4%	7.5%	7.5%	7.5%	%总资产	43.9%	43.5%	49.3%	42.8%	40.2%	37.2%
息税前利润 (EBIT)	103	94	111	135	140	156	<b>资产总计</b>	<b>1,601</b>	<b>1,729</b>	<b>1,985</b>	<b>2,134</b>	<b>2,141</b>	<b>2,176</b>
%销售收入	5.9%	5.2%	5.6%	6.3%	6.2%	6.4%	短期借款	49	45	197	253	253	213
财务费用	-2	-17	-6	-12	-14	-13	应付款项	221	298	349	378	374	397
%销售收入	0.1%	0.9%	0.3%	0.5%	0.6%	0.5%	其他流动负债	12	5	35	122	123	124
资产减值损失	-3	-8	-15	-20	-1	-1	流动负债	282	348	582	753	750	733
公允价值变动收益	-2	9	-19	-13	-8	-8	长期贷款	0	27	22	22	22	22
投资收益	9	22	23	12	24	60	其他长期负债	5	8	26	27	27	27
%税前利润	6.5%	20.3%	20.8%	11.1%	16.4%	30.2%	<b>负债</b>	<b>287</b>	<b>383</b>	<b>630</b>	<b>802</b>	<b>799</b>	<b>782</b>
营业利润	105	101	95	103	141	194	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,208</b>	<b>1,234</b>	<b>1,255</b>	<b>1,227</b>	<b>1,233</b>	<b>1,281</b>
营业利润率	6.1%	5.5%	4.7%	4.8%	6.2%	8.0%	少数股东权益	106	112	101	105	109	113
营业外收支	25	8	16	5	5	5	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,601</b>	<b>1,729</b>	<b>1,985</b>	<b>2,134</b>	<b>2,141</b>	<b>2,176</b>
税前利润	131	109	111	108	146	199	<b>比率分析</b>						
利润率	7.5%	6.0%	5.6%	5.0%	6.4%	8.2%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-29	-21	-22	-23	-31	-43	<b>每股指标</b>						
所得税率	22.0%	19.5%	19.7%	21.0%	21.5%	21.5%	每股收益	0.352	0.308	0.298	0.156	0.212	0.292
净利润	102	88	89	85	115	156	每股净资产	4.641	4.740	4.822	2.357	2.369	2.461
少数股东损益	10	8	12	4	4	4	每股经营现金净流	0.046	0.078	0.098	0.058	0.262	0.247
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>92</b>	<b>80</b>	<b>77</b>	<b>81</b>	<b>111</b>	<b>152</b>	每股股利	0.220	0.220	0.200	0.200	0.200	0.200
净利率	5.3%	4.4%	3.9%	3.8%	4.9%	6.3%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	7.58%	6.49%	6.17%	6.62%	8.96%	11.87%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	5.72%	4.63%	3.90%	3.81%	5.16%	6.99%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	5.89%	5.33%	5.59%	6.54%	6.70%	7.41%
净利润	102	88	89	85	115	156	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	5.39%	4.51%	10.63%	7.29%	5.67%	6.46%
非现金支出	46	54	68	74	55	55	EBIT 增长率	-8.75%	-8.45%	17.93%	21.22%	3.79%	11.37%
非经营收益	-4	-30	-6	11	-3	-40	净利润增长率	5.04%	-12.57%	-3.26%	4.85%	36.12%	37.56%
营运资金变动	-132	-91	-126	-140	-30	-42	总资产增长率	3.85%	7.94%	14.86%	7.48%	0.33%	1.65%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>12</b>	<b>20</b>	<b>26</b>	<b>30</b>	<b>136</b>	<b>129</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-108	-57	-98	21	3	3	应收账款周转天数	42.7	43.5	50.1	50.0	50.0	50.0
投资	7	120	-14	-4	-3	-2	存货周转天数	71.8	104.0	99.3	100.0	100.0	100.0
其他	7	20	97	-2	16	52	应付账款周转天数	48.7	54.6	58.2	60.0	55.0	55.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-95</b>	<b>82</b>	<b>-15</b>	<b>14</b>	<b>16</b>	<b>53</b>	固定资产周转天数	79.0	69.7	71.1	56.1	45.1	34.9
股权募资	15	6	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	49	23	133	52	0	-41	净负债/股东权益	-16.26%	-7.35%	5.16%	4.68%	2.17%	-2.47%
其他	-78	-73	-73	-35	-122	-121	EBIT 利息保障倍数	55.8	5.7	19.1	11.5	9.9	12.0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-15</b>	<b>-45</b>	<b>59</b>	<b>17</b>	<b>-122</b>	<b>-162</b>	资产负债率	17.93%	22.14%	31.71%	37.60%	37.32%	35.95%
<b>现金净流量</b>	<b>-97</b>	<b>58</b>	<b>70</b>	<b>61</b>	<b>30</b>	<b>20</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

**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
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**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：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；  
 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%以下。

**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，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，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唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。

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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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。

**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 7BD