

艾迪西 (002468.SZ) 其它运输行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

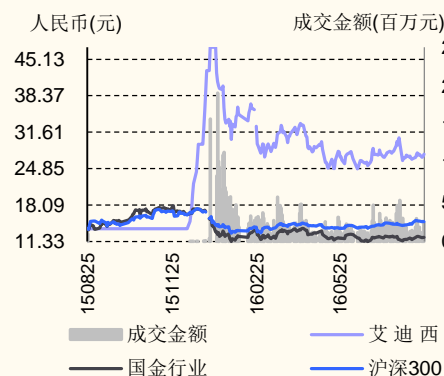
市场价格(人民币): 27.54元

比价优势显现, 有望迎来估值修复

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)	331.78
总市值(百万元)	9,137.11
年内股价最高最低(元)	47.34/13.71
沪深300指数	3329.86
深证成指	10760.44



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.025	0.012	0.772	0.971	1.169
每股净资产(元)	2.19	2.19	14.20	15.17	16.34
每股经营性现金流(元)	0.11	0.46	0.92	0.96	1.14
市盈率(倍)	580.71	3,357.51	37.26	29.62	24.59
行业优化市盈率(倍)	29.22	50.43	38.71	38.71	38.71
净利润增长率(%)	-6.73%	-53.58%	30423.50%	25.83%	20.43%
净资产收益率(%)	1.15%	0.53%	5.43%	6.40%	7.16%
总股本(百万股)	331.78	331.78	1,529.78	1,529.78	1,529.78

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

■ **轻资产模式打造规模网络, 规模效应提升盈利能力:** 申通快递通过轻资产加盟模式快速实现了网络扩张, 截至目前, 公司服务网点及门店约有 20000 余家, 加盟商 1500 家, 服务网络覆盖全国 31 个省、自治区及直辖市, 县级以上的城市覆盖率达到 96.4%。同时把握快递整体行业发展节奏, 正致力于“向下、向西、向外”延展网络。借由全面覆盖的网络规模, 2015 年至目前申通快递业务量市占率维持在 12% 左右, 上半年全国快递业务量同比增长 56%, 公司快递业务量有望同步高速增长, 致使单位成本降低提升盈利能力。

■ **电商依旧是快递高速增长的主要驱动力, 延伸电商产业链:** 虽然网购规模增速在下降, 但是由于手机网购渗透率的逐年提高, 消费者网购习惯也正显现少额多次化, 2015 年网购次数同比增长 48%, 所以我们认为电商依旧是驱动快递高速增长的主要动力。申通电商件约占总业务量六成左右, 拟向电商产业链延伸, 以延长收益链条, 同时保障终端快递量的可持续增长。公司今年以来深入与各大电商平台的合作, 同时在成都打造 O2O 销售平台“巨贤百味”, 提供统一采购、统一质检, 结合线下超市及线上电商平台, 打造门店快递二合一模式, 最终打造“产、供、销、运”一体化电商平台。

■ **推出多元时效性产品, 打造品牌优势:** 快递正在从价格战转向物流战, 服务质量与时效性也逐渐变为客户选择快递服务的重要因素之一。公司积极推出多元时效性产品, 提升品牌认知度, 打造品牌优势。2016 年 5 月份联合菜鸟网络推出“橙诺达”产品, 主要覆盖北上广等主要城市间的 212 条线路, 承诺当日揽收完成后在次日 24 时前送达。6 月 1 日, 申通在上海市区内正式推出“同城次日达”服务产品, 承诺在次日 22 时前送达。

投资建议

■ 我们保守预计 2016-18 年公司 EPS 为 0.77/0.97/1.17 元/股。(为方便对比, 预测采用申通全年数据) 目前大杨创世(圆通)市值约 650 亿, 新海股份(韵达)市值约 460 亿, 艾迪西(申通)市值约 440 亿, 2016 年承诺利润分别为 11、11.3 及 11.7 亿元, 对应 2016 年承诺利润的 PE 分别为 60 倍、41 倍、38 倍。艾迪西现估值偏低, 具有比价优势, 不过会风险极低, 有望迎来估值明显修复。给予“买入”评级。

风险

■ 快递行业整体增速放缓, 快递行业竞争激烈, 公司高净利率无法维持。

相关报告

1. 《轻资产模式打造规模优势, 多管齐下塑造品牌效应-艾迪西公司点评》, 2016.7.27
2. 《申通快递借壳上市, 成就快递第一股-艾迪西公司研究》, 2015.12.28

沙沫

联系人
(8621)60230253
shamo@gjzq.com.cn

苏宝亮

分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

内容目录

快递市占率稳固，业务量有望高速增长	3
申通快递拟借壳上市	3
申通快递经营模式	3
快递业务量有望高速增长，规模效应提升盈利能力	3
轻资产模式打造网络规模，着力“向下、向西、向外”延伸	4
电商依旧驱动快递高增长，探索电商产业链	4
产品优化，塑造品牌形象	5
盈利预测及估值	6

图表目录

图表 1：申通快递业务流程.....	3
图表 2：申通快递业务量市占率	4
图表 3：全国快递业务量同比增速.....	4
图表 4：快递业务量与网购交易额增速对比	5
图表 5：网购交易次数统计.....	5
图表 6：快递服务网络负面评价指数	6
图表 7：单价及毛利率预测.....	6

快递市占率稳固，业务量有望高增长

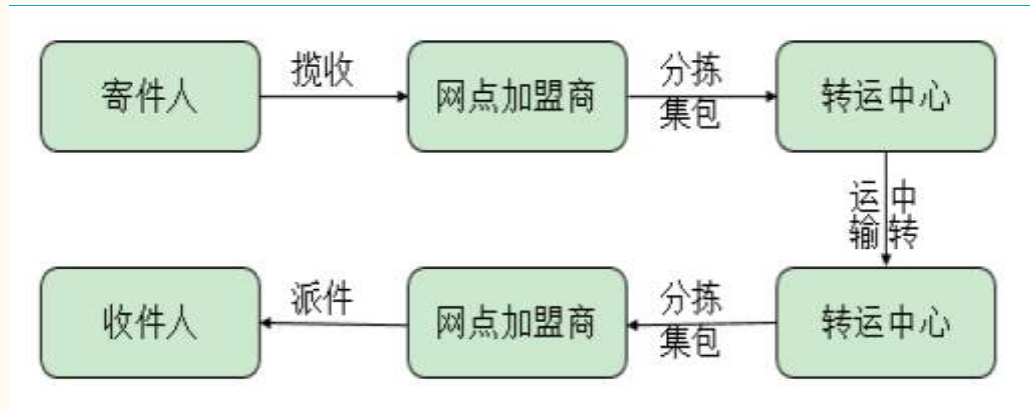
申通快递拟借壳上市

- 重大资产重组交易预案包括 (1) 置出艾迪西全部资产，预估值不低于 7 亿元。(2) 置入申通快递 100% 股权，作价 169 亿元。现金支付 20 亿元，股份支付 149 亿元，发行价 16.44 元/股，发行约 9.06 亿股。(3) 募集配套资金 48 亿元，发行价 16.44 元/股，发行约 2.92 亿股。将用于申通快递“中转仓配一体化项目”等项目建设。(4) 业绩承诺，申通快递 2016/2017/2018 年归母净利润不低于 11.7 亿元、14 亿元、16 亿元。发行后总股本约 15.3 亿股。

申通快递经营模式

- 申通快递的业务流程主要分为三个部分：揽件、运输中转及派件，其中揽件与派件由加盟商完成，中转由加盟或直营的中转中心完成。
- 根据业务流程，申通的利润主要来源于 (1) 对加盟商收取的面单采购费；(2) 对使用直营中转中心的加盟商收取的中转费；(3) 销售其他物料的收入。在收入构成中，申通快递还会向揽件加盟商统一收取派送到目的地的有偿派送费用。定期将这些收入支付给提供派送服务的目的地加盟商。

图表 1：申通快递业务流程

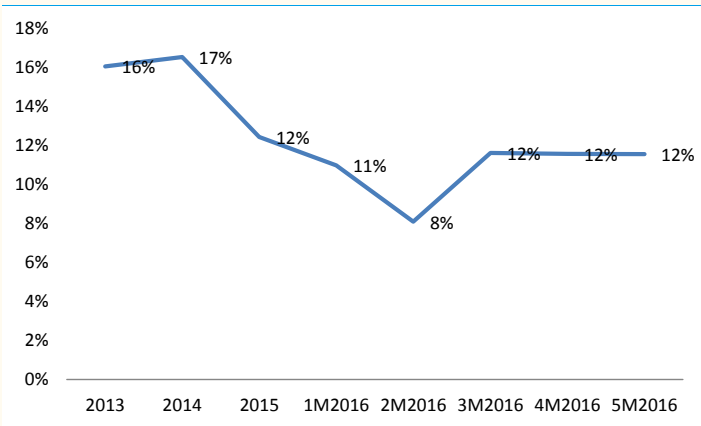


来源：公司公告，国金证券研究所

快递业务量有望高速增长，规模效应提升盈利能力

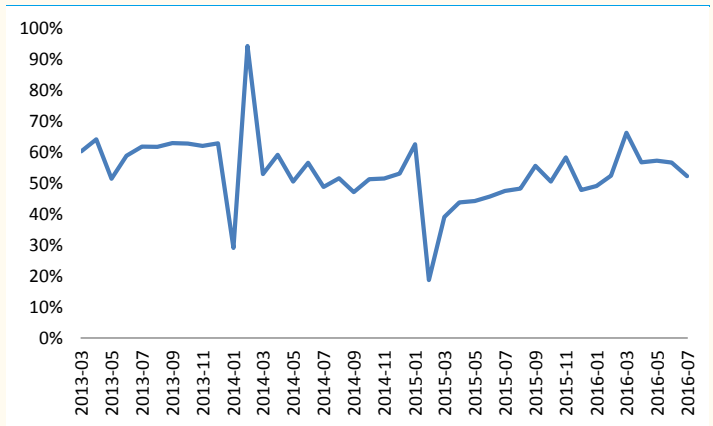
- 申通 2016 年前 5 个月，完成快递业务量 11.79 亿件，占全国快递业务量的 11% 左右。公司市占率在 2013-14 年维持在 16% 的高点，由于 2015 年公司采取保守的价格战策略，市占率至今年 5 月份为止一直保持在 12% 的水平。上半年全国快递业务量依旧维持高速增长，1-7 月份快递业务量达到 157.5 亿件，同比上升 56%。公司全年有望维持现有市占率水平，全年快递业务量也将维持高速增长。

图表 2：申通快递业务量市占率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：全国快递业务量同比增速



来源：wind，国金证券研究所

- 伴随快递量的高增长，公司各业务收入也将有较大幅度上扬。同时快递行业为规模经济，业务量提高，可以使运输空载率及单位固定成本下降，降低单位成本，提升盈利能力。2016 年一季度，公司毛利率达到 21.15%，较 2015 年毛利率上升 4.25 个百分点。除快递量增长影响外，公司大量使用成本较低电子面单也是主要原因之一。

轻资产模式打造网络规模，着力“向下、向西、向外”延伸

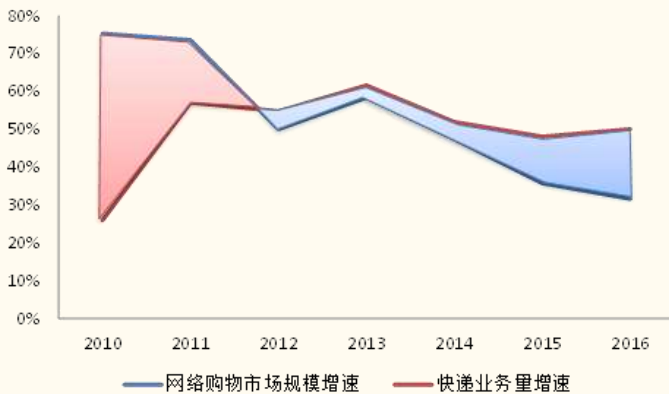
- 申通快递通过轻资产加盟模式快速实现了网络扩张，截至目前，公司服务网点及门店约有 20000 余家，加盟商 1500 家，服务网络覆盖全国 31 个省、自治区及直辖市，县级以上的城市覆盖率达到 96.4%。同时把握快递整体行业发展节奏，正致力于“向下、向西、向外”延展网络。
- “向西”：从上半年快递行业区域发展趋势来看，中西部地区近期开始加密快递网络，即将成为快递企业下一个必争之地，快递量的同比增速也正逐步逼近及超越东部地区。2016 上半年东部地区快递业务量同比增速达到 56%，中西部地区同比增速分别达到了 64%及 57%。整体来看快递业呈现下沉东部，向中西部延伸的局面。现在申通在西北五省有约 100 家独立网点，2015 年西北地区业务量达到 3400 万件，占总业务量的 1.3%，总体体量偏小，但同比增长率却达到 75%左右，呈现高速增长态势。公司为加快西北地区的派送件效率，计划于本年度 8 月份开工建设西北转运中心，共占地 120 亩，投资 3.6 亿元，将于 2017 年年初建成并投入使用。
- “向下”：截至 2015 年，在我国网民中农村网民占比达到约 30%。农村网购市场也逐步开始被重视，据阿里研究院预测，2016 年全国农村网购市场总量有望突破 4600 亿元，间接带来巨大的快递需求。申通瞄准快递网络下沉乡村的趋势，积极布局乡村网点。公司 7 月 1 日官网发布公告，近期申通快递新增乡镇服务点约 5000 余家，至 2016 年公司乡镇网点已达 12000 余家。同时截至 2016 年 3 月，公司已建成 1600 余家乡村服务站。
- “向外”：跨境电商的高速增长也带动着国际快递业务的高发展，上半年国际快递业务量同比增速达到 50%。申通快递已经在约 38 个国家设立了分公司，现国际业务也已经覆盖香港、台湾、日本、欧洲等全球 60 多个国家及地区。同时也在不断挖掘海外优质合作伙伴，2016 年 6 月与波兰邮政签署战略合作协议拟打通东欧跨境电商通道。

电商依旧驱动快递高增长，探索电商产业链

- 7 月份快递业务量增速依旧处于高速发展通道中，我们认为快递高速增长依旧受电商行业的驱动，虽然快递增速自 2012 年起已经超过网购规模增速（2016 年 1 季度增速为 27.9%），但是网购次数依旧保持高增长。根据 CNNIC 数据，由于手机网购的渗透率在逐步提升，消费者网购频率也由此

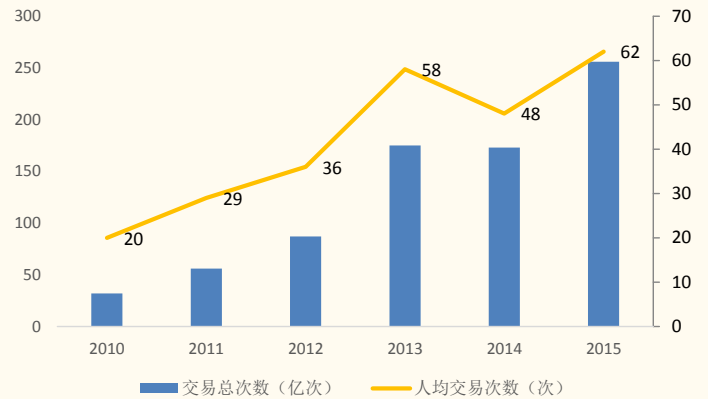
提升，2015 年网购交易次数同比增长 48%。消费者由于手机网购更加方便和快捷，更加倾向在网上多次购买小额日用品等，这促进了网购小额多件化趋势，如 2015 年会在网上购买日用百货的消费者占比从 14 年的 34.4% 上升至 63.2%。另外微商在今天的爆发式增长也可能贡献部分快递增量。从区域数据来看，1-7 月份广东及浙江省的快递业务量增量几乎为全国增量的 50%，而这两个省份是全国电商发展指数最高的地区，从侧面证明电商依旧是快递业务量高增长的重要驱动因素。

图表 4：快递业务量与网购交易额增速对比



来源：wind，国金证券研究所

图表 5：网购交易次数统计



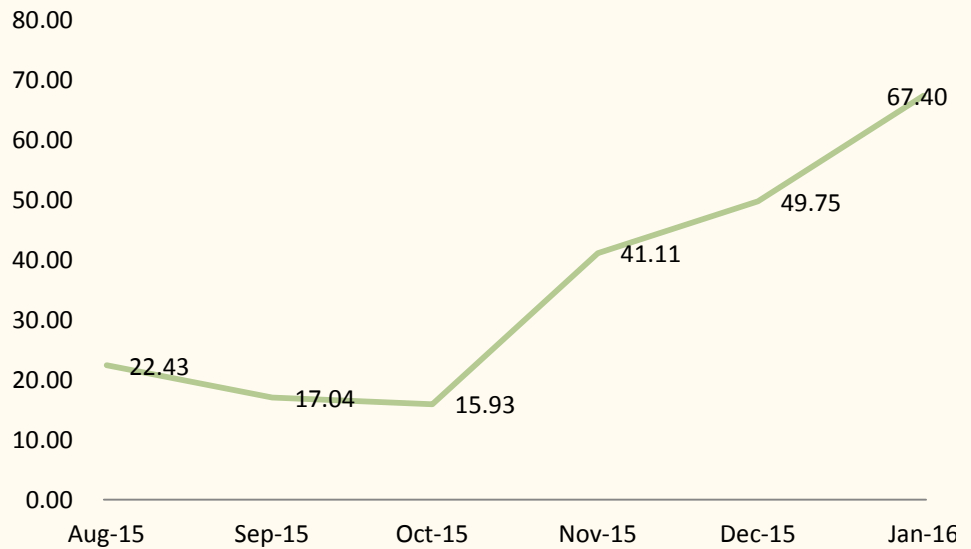
来源：CNNIC，国金证券研究所

- 电商件为申通快递最主要的业务，约占整体快递业务量的六成。公司现在积极探索向产业链上游的电商行业进行延伸，以延长收益链条，同时保障终端快递量的可持续增长。
- 首先，公司正积极探索与电商平台的合作。今年 5 月申通与自购 APP 正式成为合作伙伴，7 月与贝贝网签订战略合作协议，8 月牵手西狗国际及墨通供应链在杭州打造跨境保税示范仓以扩大在跨境电商领域的市场份额。与各大 O2O 平台加强合作不仅仅是电商平台优化售后服务的战略部署，也是快递公司维持业务增量，提升品牌认知的重要手段。
- 同时于今年 5 月，申通在成都推出 O2O 销售平台“巨贤百味”，提供统一采购、统一质检，结合线下超市及线上电商平台，打造门店快递二合一模式，最终打造“产、供、销、运”一体化电商平台。通过该模式公司不仅可以向上游产业延伸，将业务渗透至产品生产及销售环节，同时也为当地申通快递加盟商提供快递业务增量，双管齐下提升盈利能力。

产品优化，塑造品牌形象

- 快递正在从价格战转向物流战，服务质量与时效性也逐渐变为客户选择快递服务的重要因素之一。根据物流网络大数据平台出具的《快递服务网络评价 (ESNI) 报告》指出，随着快递业务野蛮式扩张，客户快递服务网络负面评价指数随着快递量的上涨而上升。其中至 2016 年 1 月份，ESNI 服务评价指数最大达到 31.2，时效性评价指数达到 26.34，价格评价指数为 9.86。由于快递单价在近几年已经处于低位，客户对价格的负面评价最低，快递服务及时效性问题较为突出。这也从侧面证实了在现在快递企业注重量及市场份额而忽略服务质量及时效性的问题。
- 申通已推出 24 小时、48 小时、72 小时等时效性产品以满足客户日益多元化的需求，提升品牌认知度，打造品牌优势，未来也有助于拓展高端商务件市场。2016 年 5 月份联合菜鸟网络推出“橙诺达”产品，主要覆盖北上广等主要城市间的 212 条线路，承诺当日揽收完成后在次日 24 时前送达。6 月 1 日，申通在上海市区内正式推出“同城次日达”服务产品，承诺在次日 22 时前送达。

图表 6: 快递服务网络负面评价指数



来源: 物流网络大数据平台, 国金证券研究所

盈利预测及估值

- 我们保守预计 2016-18 年公司 EPS 为 0.77/0.97/1.17 元/股。目前大杨创世（圆通）市值约 650 亿，新海股份（韵达）市值约 460 亿，艾迪西（申通）市值约 440 亿，2016 年承诺利润分别为 11、11.3 及 11.7 亿元，对应 2016 年承诺利润的 PE 分别为 60 倍、41 倍、38 倍。艾迪西现估值偏低，具有比价优势，不过会风险极低，有望迎来估值明显修复。给予“买入”评级。

图表 7: 单价及毛利率预测

平均单价	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
信息服务	0.94	0.88	0.72	0.68	0.665	0.682
电子面单	0.8	0.78	0.66	0.63	0.65	0.68
纸质面单	0.97	0.88	0.76	0.73	0.7	0.7
电子占比	0.43%	6.85%	30.80%	50%	70%	90%
纸质占比	99.57%	93.15%	69.20%	50%	30%	10%
有偿派送	1.35	0.77	1.48	1.42	1.35	1.3
中转	0.95	0.78	0.72	0.69	0.65	0.6
物料销售	0.1	0.1	0.07	0.07	0.08	0.08
快递业务量 (亿件)	14.73	23.06	25.68	34.88	43.63	50.13
毛利率	19.4%	17.4%	16.9%	17.9%	18.2%	19.4%
信息服务	77%	81%	85%	86%	87%	88%
有偿派送	-2%	-29%	-4%	-2%	-2%	-2%
中转	-9%	-10%	-12%	-10%	-12%	-14%
物料销售	16%	19%	22%	20%	20%	20%
其他业务收入	100%	97%	85%	95%	95%	95%

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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,456	1,716	1,447	10,026	12,036	13,415	货币资金	171	202	293	3,915	4,544	4,884
增长率		17.9%	-15.7%	593.0%	20.1%	11.4%	应收账款	351	392	312	1,101	1,321	1,473
主营业务成本	-1,244	-1,479	-1,247	-8,229	-9,844	-10,811	存货	362	373	340	56	67	74
%销售收入	85.4%	86.2%	86.2%	82.1%	81.8%	80.6%	其他流动资产	59	66	49	916	1,029	1,137
毛利	212	237	199	1,796	2,193	2,604	流动资产	944	1,034	994	5,989	6,963	7,568
%销售收入	14.6%	13.8%	13.8%	17.9%	18.2%	19.4%	%总资产	61.0%	63.8%	63.3%	25.4%	27.4%	27.5%
营业税金及附加	-2	-3	-4	-30	-36	-40	长期投资	0	0	0	180	200	220
%销售收入	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	492	475	444	1,003	1,833	3,211
营业费用	-49	-53	-48	-100	-120	-134	%总资产	31.8%	29.3%	28.3%	4.3%	7.2%	11.7%
%销售收入	3.4%	3.1%	3.3%	1.0%	1.0%	1.0%	无形资产	97	96	94	16,403	16,431	16,454
管理费用	-127	-132	-134	-261	-313	-349	非流动资产	603	587	576	17,605	18,484	19,906
%销售收入	8.7%	7.7%	9.3%	2.6%	2.6%	2.6%	%总资产	39.0%	36.2%	36.7%	74.6%	72.6%	72.5%
息税前利润 (EBIT)	34	48	13	1,405	1,723	2,081	资产总计	1,546	1,620	1,570	23,594	25,447	27,475
%销售收入	2.3%	2.8%	0.9%	14.0%	14.3%	15.5%	短期借款	504	576	573	10	10	10
财务费用	-40	-39	-24	25	87	97	应付款项	227	221	193	1,212	1,450	1,598
%销售收入	2.7%	2.3%	1.6%	-0.2%	-0.7%	-0.7%	其他流动负债	18	26	24	605	725	806
资产减值损失	1	-4	2	0	0	0	流动负债	749	823	789	1,826	2,186	2,414
公允价值变动收益	2	-4	1	0	0	0	长期贷款	15	15	4	4	4	5
投资收益	4	-1	0	100	120	150	其他长期负债	20	18	17	5	5	5
%税前利润	27.8%	n.a	n.a	6.3%	6.0%	6.3%	负债	784	856	811	1,835	2,195	2,424
营业利润	1	1	-8	1,530	1,931	2,328	普通股股东权益	722	728	728	21,722	23,207	24,996
营业利润率	0.1%	0.0%	n.a	15.3%	16.0%	17.4%	少数股东权益	41	37	32	37	45	55
营业外收支	15	5	5	50	60	70	负债股东权益合计	1,546	1,620	1,570	23,594	25,447	27,475
税前利润	16	6	-4	1,580	1,991	2,398	比率分析						
利润率	1.1%	0.4%	n.a	15.8%	16.5%	17.9%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-5	-1	4	-395	-498	-599	每股指标						
所得税率	29.8%	24.3%	n.a	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.032	0.025	0.012	0.772	0.971	1.169
净利润	11	5	0	1,185	1,493	1,798	每股净资产	2.611	2.193	2.194	14.200	15.170	16.340
少数股东损益	2	-4	-4	5	8	10	每股经营现金净流	0.376	0.105	0.455	0.916	0.960	1.137
归属于母公司的净利润	9	8	4	1,180	1,485	1,788	每股股利	0.000	0.300	0.250	0.000	0.000	0.000
净利率	0.6%	0.5%	0.3%	11.8%	12.3%	13.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	1.24%	1.15%	0.53%	5.43%	6.40%	7.16%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	0.58%	0.51%	0.25%	5.00%	5.84%	6.51%
净利润	11	5	0	1,185	1,493	1,798	投入资本收益率	1.85%	2.71%	-0.01%	4.84%	5.56%	6.23%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	47	56	52	84	142	199	主营业务收入增长率	21.56%	17.86%	-15.70%	593.03%	20.06%	11.45%
非经营收益	21	36	25	-126	-181	-221	EBIT 增长率	113.13%	43.68%	-74.16%	11124%	22.63%	20.73%
营运资金变动	24	-61	74	259	15	-37	净利润增长率	11.99%	-6.73%	-53.58%	30423%	25.83%	20.43%
经营活动现金净流	104	35	151	1,402	1,469	1,739	总资产增长率	11.55%	4.79%	-3.09%	1402%	7.85%	7.97%
资本开支	-75	-16	-16	-16,889	-940	-1,530	资产管理能力						
投资	0	-21	-18	-210	-20	-20	应收账款周转天数	73.2	67.1	76.5	35.0	35.0	35.0
其他	2	4	3	100	120	150	存货周转天数	97.2	90.7	104.5	2.5	2.5	2.5
投资活动现金净流	-73	-33	-31	-16,999	-840	-1,400	应付账款周转天数	50.7	44.6	49.0	35.0	35.0	35.0
股权募资	3	0	0	19,814	0	0	固定资产周转天数	118.0	100.5	111.7	25.5	34.3	54.7
债权募资	63	72	-19	-576	0	1	偿债能力						
其他	-75	-23	-54	-19	0	0	净负债/股东权益	45.04%	50.64%	34.67%	-18.16%	-19.70%	-19.64%
筹资活动现金净流	-9	49	-73	19,219	0	1	EBIT 利息保障倍数	0.9	1.2	0.5	-56.3	-19.7	-21.4
现金净流量	22	51	47	3,622	629	340	资产负债率	50.68%	52.82%	51.61%	7.78%	8.62%	8.82%

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
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-12-28	买入	29.40	45.00~50.00
2	2016-07-27	买入	29.89	N/A

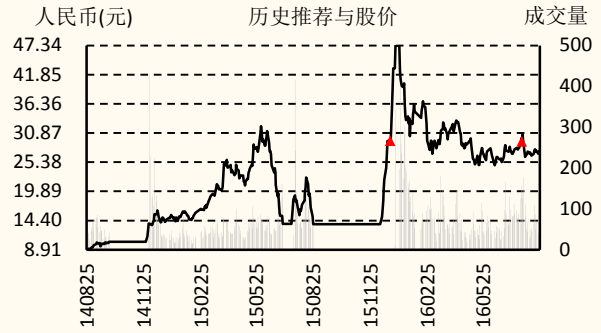
来源：国金证券研究所

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 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，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