

九牧王 (601566.SH) 服装行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

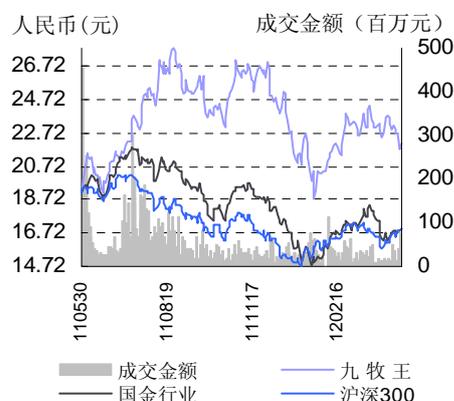
市价(人民币): 22.16元

渠道扩张、品牌建设等方面稳健发展

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) | 120.00 |
| 总市值(百万元) | 12,696.13 |
| 年内股价最高最低(元) | 27.83/18.81 |
| 沪深 300 指数 | 2901.22 |
| 上证指数 | 2612.19 |



相关报告

1. 《专注并稳健经营的男装品牌》，2012.2.29
2. 《管理团队将共同关注公司的长远发展》，2012.2.6
3. 《净利润增速 43.31% 高于收入增速》，2011.10.24

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

焦娟 联系人
(8621)61038269
jiaoj@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.796 | 0.904 | 1.176 | 1.530 | 1.984 |
| 每股净资产(元) | 2.01 | 6.94 | 7.52 | 8.45 | 9.84 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.40 | 0.58 | 1.70 | 1.44 | 1.88 |
| 市盈率(倍) | N/A | 23.69 | 18.85 | 14.48 | 11.17 |
| 行业优化市盈率(倍) | 26.61 | 26.41 | 26.41 | 26.41 | 26.41 |
| 净利润增长率(%) | 39.79% | 43.73% | 30.06% | 30.14% | 29.64% |
| 净资产收益率(%) | 39.65% | 13.02% | 15.63% | 18.10% | 20.17% |
| 总股本(百万股) | 452.93 | 572.93 | 572.93 | 572.93 | 572.93 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- **2011 年年报及 2012 年一季度报:** 11 年实现收入、净利润、EPS 分别为 22.57 亿元、5.18 亿元、0.99 元, 分别同比增长 34.78%、43.73%、23.75%, 公司 11 年分红方案为每 10 股派发现金股利 6 元(含税)。公司同时公布 2012 年一季度业绩, 实现营业收入、净利润分别为 6.69 亿元、2.08 亿元, 分别同比增长 22.58%、28.35%。业绩符合我们预期。

经营分析

- **公司在男裤行业的市场占有率上有一定优势, 核心竞争力在于“专注”和“稳健”;** 公司以男裤为突破口, 深化商品系列化运作, 报告期内公司在渠道扩张、品牌建设、多元化探索等方面均稳健发展:
 - **以二三线城市加盟渠道体系建设为核心, 推动外延式扩张, 门店数量同比增加 15.87%:** 11 年公司门店净增加 430 家、形象升级 581 家, 截至 2011 年底, 公司门店总数为 3140 家, 其中商场 1673 家、专卖店 1467 家; 公司渠道架构扁平化, 终端结构完善, 目前公司直营终端占比 22.7%, 实现收入占比 30.51%, 未来公司将继续发挥现有的渠道优势, 在二三级城市稳健拓展。
 - **以男裤为核心产品, 深化商品系列运作:** 11 年公司男裤收入占比 48.78%, 报告期内, 男裤业务平稳增长(25.47%), 核心产品男裤的品牌知名度带动茄克(增速 64.70%)、衬衫(79.35%)业务的快速增长, 商品线延伸将有助于公司快速占领细分市场。
 - **探索多元化发展:** 公司在精耕九牧王主品牌的同时, 扩展休闲品牌 FUN; 借助电子商务处理主品牌库存, 并探索以格利派蒙为代表的电子商务品牌的培育, 多元化发展有助于增厚企业业绩。
- **综合毛利率基本持平, 核心产品男裤毛利率下降 0.47 个百分点:** 11 年, 综合毛利率 55.79%, 基本与去年持平, 但男裤、T 恤、衬衫毛利率分别减少 0.47、1.63、0.3 个百分点至 56.45%、58.27%、60.74%; 茄克毛利率增加 2.57 个百分点至 53.35%。

盈利预测、投资建议

- 考虑到公司上装对业绩的贡献力度将加大、外延式扩张预期将稳健推进, 我们认为公司 2012-2013 年的业绩将相对稳健的增长, 基本维持之前盈利预测不变, 预计 12-14 年的净利润为 6.74、8.77 和 11.36 亿元, 分别增长 30%、30%和 29.6%; 对于 EPS 分别为 1.18、1.53 和 1.98 元。维持买入建议。

图表1: 销售预测

| 项 目 | 2008 | 2009 | 2010 | 1H11 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 男裤 | | | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 680.74 | 755.00 | 877.39 | 519.82 | 1,099.68 | 1,319.61 | 1,583.53 | 1,900.24 |
| 增长率(YOY) | | 10.91% | 16.21% | 22.23% | 25.34% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 毛利率 | 47.20% | 48.18% | 57.02% | 56.70% | 56.45% | 57.00% | 58.00% | 59.00% |
| 销售成本(百万元) | 359.43 | 391.24 | 377.10 | 225.08 | 478.91 | 567.43 | 665.08 | 779.10 |
| 增长率(YOY) | | 8.85% | -3.61% | 25.11% | 27.00% | 50.47% | 17.21% | 17.14% |
| 毛利(百万元) | 321.31 | 363.76 | 500.28 | 294.74 | 620.77 | 752.18 | 918.45 | 1,121.14 |
| 增长率(YOY) | | 13.21% | 37.53% | 20.12% | 24.08% | 50.35% | 22.11% | 22.07% |
| 占总销售额比重 | 55.45% | 53.97% | 52.53% | 54.04% | 48.78% | 47.98% | 48.90% | 49.76% |
| 占主营业务利润比重 | 55.16% | 54.14% | 53.76% | 54.06% | 49.36% | 48.40% | 49.45% | 50.42% |
| 夹克 | | | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 180.43 | 210.85 | 276.64 | 117.25 | 456.22 | 593.08 | 711.70 | 854.04 |
| 增长率(YOY) | | 16.86% | 31.21% | 58.25% | 64.91% | 30.00% | 20.00% | 20.00% |
| 毛利率 | 46.03% | 47.61% | 50.70% | 54.71% | 53.34% | 55.00% | 56.00% | 57.00% |
| 销售成本(百万元) | 97.38 | 110.46 | 136.39 | 53.10 | 212.87 | 266.89 | 313.15 | 367.24 |
| 增长率(YOY) | | 13.43% | 23.47% | 59.08% | 56.08% | 95.68% | 17.33% | 17.27% |
| 毛利(百万元) | 83.05 | 100.38 | 140.26 | 64.15 | 243.35 | 326.19 | 398.55 | 486.80 |
| 增长率(YOY) | | 20.87% | 39.72% | 57.57% | 73.50% | 132.57% | 22.18% | 22.14% |
| 占总销售额比重 | 14.70% | 15.07% | 16.56% | 12.19% | 20.24% | 21.56% | 21.98% | 22.37% |
| 占主营业务利润比重 | 14.26% | 14.94% | 15.07% | 11.77% | 19.35% | 20.99% | 21.46% | 21.89% |
| T恤 | | | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 86.44 | 128.17 | 155.30 | 105.28 | 155.57 | 163.35 | 171.52 | 180.09 |
| 增长率(YOY) | | 48.27% | 21.17% | 12.03% | 0.17% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 毛利率 | 51.40% | 51.09% | 60.07% | 58.61% | 58.27% | 59.00% | 59.00% | 59.00% |
| 销售成本(百万元) | 42.01 | 62.69 | 62.01 | 43.58 | 64.92 | 66.97 | 70.32 | 73.84 |
| 增长率(YOY) | | 49.22% | -1.08% | 17.16% | 4.69% | 8.00% | 5.00% | 5.00% |
| 毛利(百万元) | 44.43 | 65.48 | 93.29 | 61.71 | 90.65 | 96.38 | 101.19 | 106.25 |
| 增长率(YOY) | | 47.38% | 42.47% | 8.67% | -2.83% | 3.31% | 5.00% | 5.00% |
| 占总销售额比重 | 7.04% | 9.16% | 9.30% | 10.95% | 6.90% | 5.94% | 5.30% | 4.72% |
| 占主营业务利润比重 | 7.63% | 9.75% | 10.02% | 11.32% | 7.21% | 6.20% | 5.45% | 4.78% |
| 衬衫 | | | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 85.10 | 103.43 | 127.27 | 128.59 | 228.67 | 297.27 | 356.72 | 428.06 |
| 增长率(YOY) | | 21.54% | 23.04% | 96.98% | 79.68% | 30.00% | 20.00% | 20.00% |
| 毛利率 | 55.21% | 55.20% | 60.86% | 61.04% | 60.74% | 61.00% | 61.50% | 62.00% |
| 销售成本(百万元) | 38.12 | 46.34 | 49.81 | 50.10 | 89.77 | 115.93 | 137.34 | 162.66 |
| 增长率(YOY) | | 21.57% | 7.50% | 105.23% | 80.23% | 132.74% | 18.46% | 18.44% |
| 毛利(百万元) | 46.98 | 57.10 | 77.45 | 78.49 | 138.89 | 181.33 | 219.38 | 265.40 |
| 增长率(YOY) | | 21.52% | 35.66% | 92.05% | 79.32% | 134.12% | 20.98% | 20.98% |
| 占总销售额比重 | 6.93% | 7.39% | 7.62% | 13.37% | 10.14% | 10.81% | 11.02% | 11.21% |
| 占主营业务利润比重 | 8.07% | 8.50% | 8.32% | 14.40% | 11.04% | 11.67% | 11.81% | 11.94% |
| 其它 | | | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 194.91 | 201.59 | 233.57 | 90.94 | 314.16 | 377.00 | 414.70 | 456.17 |
| 增长率(YOY) | | 3.43% | 15.86% | 23.35% | 34.50% | 20.00% | 10.00% | 10.00% |
| 毛利率 | 44.49% | 42.26% | 51.10% | 50.75% | 52.22% | 52.50% | 53.00% | 53.50% |
| 销售成本(百万元) | 108.19 | 116.40 | 114.22 | 44.79 | 150.11 | 179.07 | 194.91 | 212.12 |
| 增长率(YOY) | | 7.58% | -1.87% | 23.89% | 31.42% | 56.78% | 8.84% | 8.83% |
| 毛利(百万元) | 86.71 | 85.19 | 119.35 | 46.15 | 164.06 | 197.92 | 219.79 | 244.05 |
| 增长率(YOY) | | -1.76% | 40.10% | 22.83% | 37.45% | 65.83% | 11.05% | 11.04% |
| 占总销售额比重 | 15.88% | 14.41% | 13.98% | 9.45% | 13.94% | 13.71% | 12.81% | 11.95% |
| 占主营业务利润比重 | 14.89% | 12.68% | 12.83% | 8.46% | 13.04% | 12.74% | 11.83% | 10.98% |
| 销售总收入(百万元) | 1227.61 | 1399.03 | 1670.17 | 961.88 | 2254.29 | 2750.30 | 3238.16 | 3818.59 |
| 销售总成本(百万元) | 645.13 | 727.12 | 739.52 | 416.65 | 996.58 | 1196.30 | 1380.80 | 1594.95 |
| 毛利(百万元) | 582.49 | 671.91 | 930.64 | 545.23 | 1257.71 | 1554.00 | 1857.36 | 2223.64 |
| 平均毛利率 | 47.45% | 48.03% | 55.72% | 56.68% | 55.79% | 56.50% | 57.36% | 58.23% |

来源: 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) | | | | | | | |
|---------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | |
| 主营业务收入 | 1,404 | 1,675 | 2,257 | 2,750 | 3,238 | 3,819 | 货币资金 | 286 | 221 | 2,560 | 3,243 | 3,416 | 3,842 | |
| 增长率 | 19.3% | 34.8% | 21.8% | 17.7% | 17.9% | | 应收款项 | 106 | 164 | 300 | 369 | 478 | 615 | |
| 主营业务成本 | -731 | -744 | -1,001 | -1,196 | -1,381 | -1,595 | 存货 | 334 | 449 | 722 | 692 | 817 | 965 | |
| %销售收入 | 52.1% | 44.4% | 44.4% | 43.5% | 42.6% | 41.8% | 其他流动资产 | 28 | 138 | 424 | 241 | 278 | 321 | |
| 毛利 | 672 | 931 | 1,256 | 1,554 | 1,857 | 2,224 | 流动资产 | 755 | 971 | 4,005 | 4,545 | 4,990 | 5,744 | |
| %销售收入 | 47.9% | 55.6% | 55.6% | 56.5% | 57.4% | 58.2% | %总资产 | 58.6% | 61.0% | 84.2% | 82.1% | 80.4% | 80.2% | |
| 营业税金及附加 | -2 | -4 | -27 | -33 | -39 | -46 | 长期投资 | 46 | 42 | 46 | 47 | 46 | 46 | |
| %销售收入 | 0.1% | 0.2% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 固定资产 | 371 | 446 | 568 | 820 | 1,043 | 1,239 | |
| 营业费用 | -325 | -391 | -476 | -550 | -599 | -630 | %总资产 | 28.8% | 28.0% | 11.9% | 14.8% | 16.8% | 17.3% | |
| %销售收入 | 23.1% | 23.3% | 21.1% | 20.0% | 18.5% | 16.5% | 无形资产 | 115 | 131 | 135 | 123 | 128 | 132 | |
| 管理费用 | -82 | -105 | -155 | -187 | -210 | -237 | 非流动资产 | 534 | 621 | 752 | 992 | 1,219 | 1,420 | |
| %销售收入 | 5.8% | 6.3% | 6.9% | 6.8% | 6.5% | 6.2% | %总资产 | 41.4% | 39.0% | 15.8% | 17.9% | 19.6% | 19.8% | |
| 息税前利润 (EBIT) | 264 | 431 | 598 | 784 | 1,009 | 1,311 | 资产总计 | 1,289 | 1,592 | 4,758 | 5,537 | 6,209 | 7,164 | |
| %销售收入 | 18.8% | 25.7% | 26.5% | 28.5% | 31.2% | 34.3% | 短期借款 | 0 | 37 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 财务费用 | -3 | 0 | 19 | 12 | 11 | 12 | 应付款项 | 532 | 527 | 698 | 788 | 912 | 1,056 | |
| %销售收入 | 0.2% | 0.0% | -0.9% | -0.4% | -0.3% | -0.3% | 其他流动负债 | 168 | 52 | 81 | 439 | 454 | 471 | |
| 资产减值损失 | -7 | -11 | -21 | -16 | -4 | -5 | 流动负债 | 699 | 616 | 779 | 1,228 | 1,366 | 1,528 | |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | |
| 投资收益 | 0 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| %税前利润 | 0.1% | 0.1% | 0.3% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 负债 | 699 | 616 | 779 | 1,228 | 1,366 | 1,529 | |
| 营业利润 | 255 | 420 | 598 | 780 | 1,016 | 1,318 | 普通股股东权益 | 523 | 909 | 3,979 | 4,309 | 4,842 | 5,635 | |
| 营业利润率 | 18.2% | 25.1% | 26.5% | 28.4% | 31.4% | 34.5% | 少数股东权益 | 67 | 67 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 营业外收支 | 1 | 1 | 4 | 3 | 3 | 3 | 负债股东权益合计 | 1,289 | 1,592 | 4,758 | 5,537 | 6,209 | 7,164 | |
| 税前利润 | 256 | 420 | 602 | 783 | 1,019 | 1,321 | 比率分析 | | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 利润率 | 18.2% | 25.1% | 26.7% | 28.5% | 31.5% | 34.6% | 每股指标 | | | | | | | |
| 所得税 | 2 | -60 | -84 | -110 | -143 | -185 | 每股收益 | 3.307 | 0.796 | 0.904 | 1.176 | 1.530 | 1.984 | |
| 所得税率 | -0.8% | 14.3% | 13.9% | 14.0% | 14.0% | 14.0% | 每股净资产 | 6.714 | 2.006 | 6.945 | 7.522 | 8.452 | 9.835 | |
| 净利润 | 258 | 361 | 518 | 674 | 877 | 1,136 | 每股经营现金净流 | 4.712 | 0.401 | 0.585 | 1.704 | 1.437 | 1.877 | |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.600 | 0.600 | 0.600 | |
| 归属于母公司的净利润 | 258 | 360 | 518 | 674 | 877 | 1,136 | 回报率 | | | | | | | |
| 净利率 | 18.4% | 21.5% | 22.9% | 24.5% | 27.1% | 29.8% | 净资产收益率 | 49.25% | 39.65% | 13.02% | 15.63% | 18.10% | 20.17% | |
| | | | | | | | 总资产收益率 | 19.99% | 22.64% | 10.89% | 12.16% | 14.12% | 15.86% | |
| | | | | | | | 投入资本收益率 | 45.08% | 36.52% | 12.94% | 15.64% | 17.92% | 20.00% | |
| | | | | | | | 增长率 | | | | | | | |
| | | | | | | | 主营业务收入增长率 | 14.13% | 19.30% | 34.78% | 21.84% | 17.74% | 17.92% | |
| | | | | | | | EBIT增长率 | 10.37% | 63.39% | 38.71% | 31.07% | 28.71% | 29.93% | |
| | | | | | | | 净利润增长率 | 33.39% | 39.79% | 43.73% | 30.06% | 30.14% | 29.64% | |
| | | | | | | | 总资产增长率 | 25.51% | 23.47% | 198.90% | 16.38% | 12.13% | 15.38% | |
| | | | | | | | 资产管理能力 | | | | | | | |
| | | | | | | | 应收账款周转天数 | 19.7 | 18.4 | 15.9 | 20.0 | 25.0 | 30.0 | |
| | | | | | | | 存货周转天数 | 175.7 | 192.0 | 213.4 | 215.0 | 220.0 | 225.0 | |
| | | | | | | | 应付账款周转天数 | 58.6 | 82.5 | 85.8 | 80.0 | 80.0 | 80.0 | |
| | | | | | | | 固定资产周转天数 | 74.1 | 65.2 | 65.0 | 86.6 | 98.7 | 102.5 | |
| | | | | | | | 偿债能力 | | | | | | | |
| | | | | | | | 净负债/股东权益 | -48.54% | -18.87% | -64.33% | -75.25% | -70.55% | -68.17% | |
| | | | | | | | EBIT利息保障倍数 | 103.0 | 1,297.6 | -31.0 | -65.3 | -91.5 | -109.4 | |
| | | | | | | | 资产负债率 | 54.24% | 38.72% | 16.37% | 22.17% | 22.01% | 21.34% | |

| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|--------------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 净利润 | 258 | 361 | 518 | 674 | 877 | 1,136 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 36 | 47 | 50 | 70 | 86 | 114 |
| 非经营收益 | -1 | 1 | 0 | -1 | -3 | -3 |
| 营运资金变动 | 74 | -227 | -233 | 234 | -136 | -171 |
| 经营活动现金净流 | 367 | 182 | 335 | 976 | 823 | 1,076 |
| 资本开支 | -96 | -201 | -302 | -293 | -306 | -307 |
| 投资 | -23 | 8 | -210 | -1 | 0 | 0 |
| 其他 | -1 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金净流 | -120 | -193 | -511 | -294 | -306 | -307 |
| 股权募资 | 18 | 25 | 2,561 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | -103 | 37 | -37 | 0 | 0 | 1 |
| 其他 | -6 | -138 | -3 | 1 | -344 | -344 |
| 筹资活动现金净流 | -92 | -76 | 2,521 | 1 | -344 | -343 |
| 现金净流量 | 156 | -87 | 2,345 | 683 | 173 | 426 |

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 |
|----|-----|------|------|------|------|
| 强买 | 0 | 1 | 3 | 14 | 29 |
| 买入 | 0 | 0 | 1 | 5 | 9 |
| 持有 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 卖出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0 | 1.00 | 1.20 | 1.25 | 1.24 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|--------------|----|-------|---------------|
| 1 2011-08-22 | 买入 | 26.23 | N/A |
| 2 2011-10-24 | 买入 | 23.60 | N/A |
| 3 2012-02-06 | 买入 | 20.44 | N/A |
| 4 2012-02-29 | 买入 | 23.29 | 26.52 ~ 26.52 |

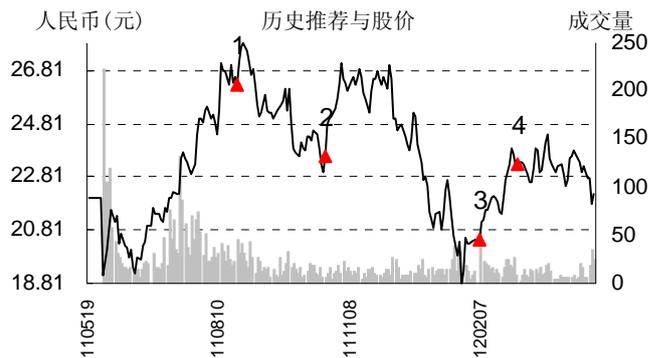
来源：国金证券研究所

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



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：

- 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。

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，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 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------------|---------------------------------|----------------------------|
| 电话: (8621)-61038271 | 电话: 010-6621 6979 | 电话: 0755-33516015 |
| 传真: (8621)-61038200 | 传真: 010-6621 5599-8803 | 传真: 0755-33516020 |
| 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编: 201204 | 邮编: 100032 | 邮编: 518026 |
| 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼 | 地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层 | 地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B |