

报喜鸟 (002154.SZ) 服装行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 7.45元

业绩符合预期

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)	542.52
总市值(百万元)	44.61
年内股价最高最低(元)	14.35/7.31
沪深 300 指数	2449.47
中小板指数	5153.90



相关报告

- 《发展逻辑仍然在于规模化扩张》，2012.10.22
- 《做大企业规模,提高品牌知名度》，2012.5.22
- 《一季度业绩保持高速增长》，2012.4.25

焦娟

联系人
(8621)61038269
jiaoj@gjqz.com.cn

张斌

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

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.627	0.797	0.732	0.756	0.810
每股净资产(元)	3.68	4.40	5.00	5.36	6.04
每股经营性现金流(元)	-0.01	0.80	1.10	0.92	0.97
市盈率(倍)	18.89	12.51	10.17	9.85	9.20
行业优化市盈率(倍)	21.42	18.62	17.91	17.91	17.91
净利润增长率(%)	51.66%	29.65%	-8.16%	3.26%	7.07%
净资产收益率(%)	17.02%	18.12%	14.64%	14.11%	13.40%
总股本(百万股)	587.50	598.82	598.82	598.82	598.82

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- **2012 年年报:** 收入、净利润、经营性现金流量净额、EPS 分别为 22.54 亿元、4.78 亿元、4.77 亿元、0.81 元, 分别同比增长 11.13%、29.68%、6801%、28.57%; 公司以 2012 年 12 月 31 日的总股本为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 1.6 元(含税)。

经营分析

- **全年营业利润同比增长 15%, 略高于收入增速 11%:**
 - 分季度来看, 4 季度收入增速同比下滑 22.55%, 毛利率明显下降、费用率大幅上升, 导致净利润同比下滑 34.96%; 分品牌来看, 主品牌报喜鸟收入增长 6%, hazzys 在 12 年 2 月完成收购, 收入 1.03 亿元, 带动主营收入同比增长 10%;
 - 毛利率同比提升 3.27 个百分点至 62.14%, 期间费用率同比提升 2.24 个百分点至 35.87%, 其中销售、管理、财务费用率分别提升 3.34、0.01、-1.11 个百分点;
 - 因递延所得税调整, 报告期内公司增加净利润 5826 万元, 这是公司净利润增速明显高于收入增速的原因。
- 公司支持代理商, 导致报告期内的应收款及其他应收款总计同比增长 23%; 公司直营规模的扩大、多品牌的建设, 导致存货同比增加 53%, 其中库存商品账面价值大幅增加 173%;
- 报告期内, 公司产品生产量同比增加 6.83%, 但销量同比下降 7.53%, 终端销售疲软、代理商退换货、新品牌建设是导致库存产品数量同比增加 70.43% 的主要原因;
- 公司计划在 2013 年努力转型, 通过变革提升组织效率, 由外部要素驱动向内部效率驱动转型; 考虑到消费大环境不乐观、运营成本持续攀升、新品牌运营难度加大, 预计公司转型期间将面临较大的业绩压力。

盈利调整

- 预计公司 2013-2015 年分别实现收入 22.88 亿元、23.82 亿元、25.07 亿元, 分别同比增长 1.52%、4.13%、5.24%; 实现净利润 4.39 亿元、4.53 亿元、4.85 亿元, 分别同比增长 -8.16%、3.26%、7.07%; 对应 EPS 分别为 0.732 元、0.756 元、0.81 元。

图表1: 销售预测-1

项目	2009	2010	1H11	2011	1H12	2012	2013E	2014E	2015E
上衣									
销售收入(百万元)	318.17	383.88	194.95	573.07	231.20	609.51	639.99	639.99	639.99
增长率(YOY)	13.47%	20.65%	42.13%	49.28%	18.60%	6.36%	5.00%	0.00%	0.00%
毛利率	53.50%	54.63%	58.89%	60.90%	62.95%	66.51%	67.00%	67.00%	67.00%
销售成本(百万元)	147.95	174.16	80.15	224.07	85.66	204.13	211.20	211.20	211.20
增长率(YOY)	12.31%	17.72%	20.66%	28.65%	6.88%	-8.90%	-16.30%	0.00%	0.00%
毛利(百万元)	170.22	209.71	114.80	349.00	145.54	405.39	428.79	428.79	428.79
增长率(YOY)	14.50%	23.20%	62.29%	66.42%	26.78%	16.16%	-4.42%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	30.32%	32.23%	27.57%	29.47%	26.48%	28.47%	27.97%	26.87%	25.53%
占主营业务利润比重	31.49%	32.43%	29.72%	30.18%	26.97%	30.03%	29.13%	27.81%	26.28%
西裤									
销售收入(百万元)	247.26	290.36	172.84	419.20	213.09	482.71	530.98	557.53	585.40
增长率(YOY)	8.55%	17.43%	55.97%	44.37%	23.28%	15.15%	10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	47.74%	52.72%	53.88%	59.09%	60.43%	63.84%	65.00%	65.00%	65.00%
销售成本(百万元)	129.22	137.28	79.72	171.49	84.32	174.55	185.84	195.13	204.89
增长率(YOY)	5.58%	6.24%	36.71%	24.92%	5.77%	1.78%	-11.90%	5.00%	5.00%
毛利(百万元)	118.04	153.08	93.12	247.70	128.76	308.16	345.14	362.39	380.51
增长率(YOY)	12.00%	29.68%	77.36%	61.82%	38.28%	24.41%	0.28%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	23.56%	24.38%	24.44%	21.56%	24.40%	22.55%	23.21%	23.40%	23.35%
占主营业务利润比重	21.84%	23.67%	24.11%	21.42%	23.86%	22.83%	23.44%	23.50%	23.32%
衬衫									
销售收入(百万元)	121.97	118.28	95.19	214.74	138.87	288.52	346.23	380.85	418.93
增长率(YOY)	51.23%	-3.02%	68.52%	81.54%	45.88%	34.36%	20.00%	10.00%	10.00%
毛利率	53.98%	54.38%	57.45%	58.84%	64.90%	65.60%	67.00%	67.00%	67.00%
销售成本(百万元)	56.13	53.96	40.50	88.39	48.75	99.25	114.25	125.68	138.25
增长率(YOY)	49.73%	-3.87%	47.08%	63.80%	20.37%	12.29%	-16.81%	10.00%	10.00%
毛利(百万元)	65.84	64.32	54.69	126.35	90.12	189.27	231.97	255.17	280.69
增长率(YOY)	52.53%	-2.31%	88.91%	96.43%	64.77%	49.80%	-12.99%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	11.62%	9.93%	13.46%	11.04%	15.90%	13.48%	15.13%	15.99%	16.71%
占主营业务利润比重	12.18%	9.95%	14.16%	10.93%	16.70%	14.02%	15.76%	16.55%	17.20%
T恤									
销售收入(百万元)	87.43	66.94	109.26	123.51	134.88	181.93	236.51	307.46	399.70
增长率(YOY)	39.12%	-23.44%	81.29%	84.51%	23.45%	47.30%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	52.96%	53.85%	62.82%	60.65%	65.93%	70.19%	70.00%	70.00%	70.00%
销售成本(百万元)	41.13	30.89	40.62	48.60	45.96	54.23	70.95	92.24	119.91
增长率(YOY)	42.51%	-24.89%	56.09%	57.33%	13.14%	11.59%	2.77%	30.00%	30.00%
毛利(百万元)	46.30	36.05	68.64	74.91	88.93	127.70	165.56	215.22	279.79
增长率(YOY)	36.24%	-22.15%	100.44%	107.81%	29.55%	70.47%	18.11%	30.00%	30.00%
占总销售额比重	8.33%	5.62%	15.45%	6.35%	15.45%	8.50%	10.34%	12.91%	15.94%
占主营业务利润比重	8.57%	5.57%	17.77%	6.48%	16.48%	9.46%	11.25%	13.96%	17.15%
夹克衫									
销售收入(百万元)	44.40	61.70	34.33	134.50	40.81	123.08	116.93	111.08	105.53
增长率(YOY)	9.77%	38.96%	184.67%	117.97%	18.87%	-8.49%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	52.24%	66.69%	18.84%	63.53%	41.79%	61.05%	61.00%	61.00%	61.00%
销售成本(百万元)	21.21	20.55	27.86	49.05	23.76	47.94	45.60	43.32	41.16
增长率(YOY)	3.92%	-3.08%	384.67%	138.65%	-14.74%	-2.26%	-5.24%	-5.00%	-5.00%
毛利(百万元)	23.20	41.15	6.47	85.45	17.05	75.14	71.33	67.76	64.37
增长率(YOY)	15.73%	77.39%	2.49%	107.64%	163.65%	-12.06%	-23.65%	-5.00%	-5.00%
占总销售额比重	4.23%	5.18%	4.86%	6.92%	4.67%	5.75%	5.11%	4.66%	4.21%
占主营业务利润比重	4.29%	6.36%	1.67%	7.39%	3.16%	5.57%	4.84%	4.39%	3.94%

来源: 国金证券研究所、公司年报

www.jztzw.net

图表2: 销售预测-2

羊毛衫									
销售收入(百万元)	54.31	58.96	7.18	87.95	7.89	87.63	83.25	79.09	75.13
增长率(YOY)	9.84%	8.56%	52.91%	49.17%	9.78%	-0.36%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	53.72%	63.29%	66.22%	66.16%	71.41%	63.87%	65.00%	65.00%	65.00%
销售成本(百万元)	25.13	21.64	2.43	29.76	2.25	31.66	29.14	27.68	26.30
增长率(YOY)	-10.55%	-13.89%	-4.22%	37.50%	-7.08%	6.39%	-17.49%	-5.00%	-5.00%
毛利(百万元)	29.17	37.32	4.76	58.19	5.63	55.97	54.11	51.41	48.84
增长率(YOY)	36.68%	27.90%	119.78%	55.93%	18.38%	-3.81%	-31.16%	-5.00%	-5.00%
占总销售额比重	5.18%	4.95%	1.02%	4.52%	0.90%	4.09%	3.64%	3.32%	3.00%
占主营业务利润比重	5.40%	5.77%	1.23%	5.03%	1.04%	4.15%	3.68%	3.33%	2.99%
皮衣									
销售收入(百万元)	63.90	90.96	20.30	156.45	6.82	149.26	141.80	134.71	127.97
增长率(YOY)	9.09%	42.34%	189.34%	72.01%	-66.42%	-4.60%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	52.94%	61.87%	63.66%	65.57%	68.33%	54.42%	56.00%	56.00%	56.00%
销售成本(百万元)	30.07	34.68	7.38	53.87	2.16	68.03	62.39	59.27	56.31
增长率(YOY)	-8.57%	15.33%	115.52%	55.32%	-70.74%	26.30%	25.34%	-5.00%	-5.00%
毛利(百万元)	33.83	56.27	12.93	102.59	4.66	81.23	79.41	75.44	71.67
增长率(YOY)	31.71%	66.35%	43.89%	82.30%	-63.96%	-20.82%	-34.84%	-5.00%	-5.00%
占总销售额比重	6.09%	7.64%	2.87%	8.05%	0.78%	6.97%	6.20%	5.66%	5.10%
占主营业务利润比重	6.26%	8.70%	3.35%	8.87%	0.86%	6.02%	5.39%	4.89%	4.39%
领带									
销售收入(百万元)	12.33	9.22	5.45	11.13	6.49	10.04	9.04	8.13	7.32
增长率(YOY)	38.25%	-25.25%	-0.38%	20.69%	19.02%	-9.77%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
毛利率	86.79%	74.19%	69.08%	80.57%	63.30%	78.32%	78.00%	78.00%	78.00%
销售成本(百万元)	1.63	2.38	1.68	2.16	2.38	2.18	1.99	1.79	1.61
增长率(YOY)	-37.69%	46.04%	5.72%	-9.14%	41.27%	0.68%	-48.57%	-10.00%	-10.00%
毛利(百万元)	10.70	6.84	3.76	8.96	4.11	7.86	7.05	6.34	5.71
增长率(YOY)	69.74%	-36.11%	-2.89%	31.07%	9.06%	-12.29%	-1.82%	-10.00%	-10.00%
占总销售额比重	1.18%	0.77%	0.77%	0.57%	0.74%	0.47%	0.39%	0.34%	0.29%
占主营业务利润比重	1.98%	1.06%	0.97%	0.78%	0.76%	0.58%	0.48%	0.41%	0.35%
其他									
销售收入(百万元)	78.42	89.67	56.62	191.89	82.83	187.42	168.68	151.81	136.63
增长率(YOY)	58.89%	14.35%	104.68%	114.00%	39.39%	-2.33%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
毛利率	47.00%	40.54%	44.14%	48.02%	62.78%	48.22%	49.00%	49.00%	49.00%
销售成本(百万元)	41.56	53.32	31.63	99.74	30.83	97.05	86.03	77.42	69.68
增长率(YOY)	82.76%	28.28%	84.56%	87.07%	36.57%	-2.70%	-5.85%	-10.00%	-10.00%
毛利(百万元)	36.86	36.35	24.99	92.15	52.00	90.37	82.65	74.39	66.95
增长率(YOY)	38.50%	-1.37%	137.44%	153.50%	108.07%	-1.93%	-42.16%	-10.00%	-10.00%
占总销售额比重	7.47%	7.53%	8.01%	9.87%	9.49%	8.76%	7.37%	6.37%	5.45%
占主营业务利润比重	6.82%	5.62%	6.47%	7.97%	9.63%	6.69%	5.61%	4.82%	4.10%
加工费									
销售收入(百万元)	21.24	21.09	10.95	32.03	10.32	20.50	14.35	11.48	10.33
增长率(YOY)	-56.97%	-0.72%	-30.71%	51.90%	-5.78%	-36.00%	-30.00%	-20.00%	-10.00%
毛利率	29.73%	26.87%	19.10%	34.29%	28.23%	43.94%	43.00%	43.00%	43.00%
销售成本(百万元)	14.92	15.42	8.86	21.05	7.41	11.49	8.18	6.54	5.89
增长率(YOY)	-52.30%	3.32%	10.31%	36.49%	-16.42%	-45.40%	-45.71%	-20.00%	-10.00%
毛利(百万元)	6.31	5.67	2.09	10.98	2.91	9.01	6.17	4.94	4.44
增长率(YOY)	-65.05%	-10.27%	-73.09%	93.85%	39.30%	-17.99%	-4.44%	-20.00%	-10.00%
占总销售额比重	2.02%	1.77%	1.55%	1.65%	1.18%	0.96%	0.63%	0.48%	0.41%
占主营业务利润比重	1.17%	0.88%	0.54%	0.95%	0.54%	0.67%	0.42%	0.32%	0.27%
销售总收入(百万元)	1,049.44	1,191.05	707.09	1,944.46	873.19	2,140.61	2,287.74	2,382.13	2,506.94
销售总成本(百万元)	508.96	544.29	320.83	788.18	333.48	790.51	815.57	840.28	875.19
毛利(百万元)	540.48	646.75	386.26	1,156.28	539.71	1,350.10	1,472.17	1,541.85	1,631.75
平均毛利率	51.50%	54.30%	54.63%	59.47%	61.81%	63.07%	64.35%	64.73%	65.09%

来源: 国金证券研究所、公司年报

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)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	1,258	2,028	2,254	2,288	2,382	2,507	货币资金	519	596	554	700	900	1,200
增长率		61.2%	11.1%	1.5%	4.1%	5.2%	应收款项	319	868	1,067	1,181	1,216	1,264
主营业务成本	-576	-834	-853	-816	-840	-875	存货	360	511	784	657	670	691
%销售收入	45.8%	41.1%	37.9%	35.6%	35.3%	34.9%	其他流动资产	488	601	74	84	86	90
毛利	682	1,194	1,400	1,472	1,542	1,632	流动资产	1,686	2,576	2,479	2,622	2,871	3,244
%销售收入	54.2%	58.9%	62.1%	64.4%	64.7%	65.1%	%总资产	65.4%	63.0%	52.0%	57.5%	58.6%	60.6%
营业税金及附加	-17	-25	-32	-32	-33	-35	长期投资	214	349	503	504	503	503
%销售收入	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	固定资产	582	942	1,229	1,338	1,432	1,512
营业费用	-208	-358	-473	-480	-500	-526	%总资产	22.6%	23.1%	25.8%	29.3%	29.2%	28.2%
%销售收入	16.5%	17.7%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	无形资产	64	139	163	97	94	91
管理费用	-164	-312	-347	-355	-381	-401	非流动资产	893	1,510	2,290	1,941	2,030	2,107
%销售收入	13.1%	15.4%	15.4%	15.5%	16.0%	16.0%	%总资产	34.6%	37.0%	48.0%	42.5%	41.4%	39.4%
息税前利润 (EBIT)	293	498	548	605	627	669	资产总计	2,579	4,086	4,770	4,563	4,902	5,351
%销售收入	23.3%	24.6%	24.3%	26.5%	26.3%	26.7%	短期借款	95	355	355	205	314	332
财务费用	6	-12	12	-13	-12	-13	应付款项	372	358	460	435	450	471
%销售收入	-0.5%	0.6%	-0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	其他流动负债	116	200	243	297	305	316
资产减值损失	-17	-64	-74	-23	-22	-25	流动负债	583	913	1,058	937	1,069	1,118
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	56	42	42	42	43
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	131	931	1,034	596	596	596
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	714	1,900	2,134	1,575	1,707	1,757
营业利润	283	423	487	569	593	631	普通股股东权益	1,850	2,164	2,635	2,996	3,210	3,618
营业利润率	22.5%	20.8%	21.6%	24.9%	24.9%	25.2%	少数股东权益	14	22	0	-8	-16	-24
营业外收支	11	10	9	5	0	5	负债股东权益合计	2,579	4,086	4,770	4,563	4,902	5,351
税前利润	294	433	495	574	593	636	比率分析						
利润率	23.3%	21.4%	22.0%	25.1%	24.9%	25.4%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-51	-74	-26	-144	-148	-159	每股指标						
所得税率	17.4%	17.0%	5.3%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.827	0.627	0.797	0.732	0.756	0.810
净利润	243	359	469	431	445	477	每股净资产	6.298	3.683	4.400	5.003	5.361	6.041
少数股东损益	0	-9	-9	-8	-8	-8	每股经营现金净流	1.022	-0.012	0.796	1.098	0.924	0.972
归属于母公司的净利润	243	368	478	439	453	485	每股股利	0.150	0.200	0.150	0.130	0.130	0.130
净利率	19.3%	18.2%	21.2%	19.2%	19.0%	19.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	13.13%	17.02%	18.12%	14.64%	14.11%	13.40%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	9.42%	9.01%	10.01%	9.61%	9.24%	9.06%
净利润	243	368	469	431	445	477	投入资本收益率	12.28%	12.91%	14.26%	11.85%	11.34%	10.99%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	64	129	171	129	142	158	主营业务收入增长率	15.19%	61.23%	11.13%	1.52%	4.13%	5.24%
非经营收益	-20	-22	-18	166	15	13	EBIT增长率	30.53%	70.08%	10.00%	10.47%	3.63%	6.69%
营运资金变动	14	-474	-145	-68	-48	-66	净利润增长率	31.29%	51.66%	29.65%	-8.16%	3.26%	7.07%
经营活动现金净流	301	2	477	657	553	582	总资产增长率	29.52%	58.46%	16.72%	-4.34%	7.43%	9.17%
资本开支	-142	-620	-414	83	-209	-205	资产管理能力						
投资	0	0	1	-1	0	0	应收账款周转天数	56.0	88.3	125.1	150.0	150.0	150.0
其他	-40	-85	-18	0	0	0	存货周转天数	209.3	190.6	276.9	300.0	300.0	300.0
投资活动现金净流	-182	-705	-430	82	-209	-205	应付账款周转天数	87.9	80.2	92.7	100.0	100.0	100.0
股权募资	64	15	79	0	-160	0	固定资产周转天数	120.4	168.2	197.0	211.2	217.2	218.1
债权募资	0	896	-14	-578	109	19	偿债能力						
其他	-47	-78	-144	-16	-93	-96	净负债/股东权益	-22.76%	18.77%	16.65%	4.80%	1.63%	-6.38%
筹资活动现金净流	18	833	-79	-594	-144	-77	EBIT利息保障倍数	-45.4	43.2	-44.5	45.8	54.3	49.8
现金净流量	136	129	-32	146	200	300	资产负债率	27.70%	46.50%	44.75%	34.52%	34.82%	32.84%

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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	3	3	5	8	16
增持	6	6	7	9	18
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.67	1.67	1.63	1.60	1.57

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 2011-04-27	增持	13.75	N/A
2 2011-08-28	增持	15.01	N/A
3 2012-04-17	增持	12.10	N/A
4 2012-04-25	增持	12.00	N/A
5 2012-05-22	增持	12.33	13.09 ~ 14.83
6 2012-10-22	增持	11.20	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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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 6793	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: 100053	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: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net