

# 朗姿股份 (002612.SZ) 服装行业

评级：增持 维持评级

业绩点评

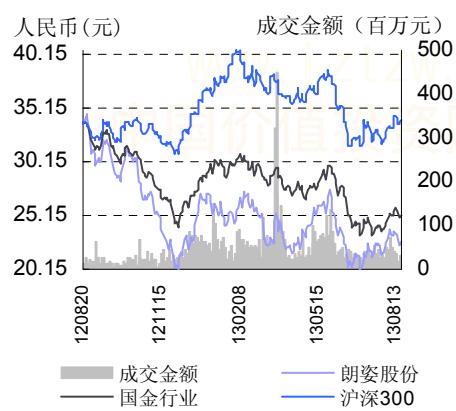
市价（人民币）：23.70元

## 开店速度放缓，费用支出依旧

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)	58.08
总市值(百万元)	45.66
年内股价最高最低(元)	34.67/20.15
沪深300指数	2312.47
中小板指数	5715.94



### 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	1.043	1.156	1.285	1.407	1.538
每股净资产(元)	10.69	11.40	12.09	12.84	13.68
每股经营性现金流(元)	0.32	0.02	6.95	0.78	0.70
市盈率(倍)	27.34	23.78	17.77	16.23	14.84
行业优化市盈率(倍)	21.42	18.62	15.79	15.79	15.79
净利润增长率(%)	69.22%	10.86%	11.12%	9.45%	9.38%
净资产收益率(%)	9.76%	10.14%	10.63%	10.95%	11.24%
总股本(百万股)	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00

来源：公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- **2013年中报情况：**上半年实现营业总收入、净利润、经营活动产生的现金流量净额、EPS 分别为 6.84 亿元、1.49 亿元、924.32 万元、0.75 元，分别同比增长 25.21%、4.74%、57.04%、5.63%。预计 13 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润 2.08~2.49 亿元，同增 0%~20%。

### 经营分析

- 消费疲软背景下，新增店铺业绩贡献不达预期，扩张惯性导致费用开支依旧高速增长，共同制约上半年业绩增速：1) 上半年公司店铺净增 29 间(其中直营店铺 25 间，店铺总数达 550 家)，增速明显放缓，11 年、12 年上半年、12 年下半年净增店铺分别为 80 间、34 间和 99 间。对比各期店铺增速及收入增速情况，即便公司自 11 年起加快直营渠道建设，但店铺实际贡献效益减弱：12 上半年、12 全年及 13 上半年店铺增速分别为 20%、34%、30%，对应收入增速 26%、34%、25%，其中直营店铺增速 54%、57%、38%，对应直营业收入增速 61%、36%、28%; 2) 伴随公司快速外延式扩张，费用支出惯性走高。12 下半年公司开店近百家，在整体毛利率基本持平的前提下，高费用占比直接导致各季度净利增速均远不及收入，其中上年 4 季度及今年 1、2 季度收入增速分别为 55%、17%、37%，对应净利增速 -62%、9%、-1%; 3) 上半年销售费用率增加 1.91 个百分点至 22.21%，管理费用率基本维持在 13% 水。同时，由于所得税优惠到期，相关费用同增 60.62%，拉低净利润。

- 资产负债表仍面临恶化风险：1) 店铺结构调整使得存货同比增速较上年 269% 降至 53.1%，但仍远高于收入增速；2) 应收账款增速由 138% 降至 12.33%；3) 因存货较年初大幅减少，带动经营现金流净额在非常低基数上同增 57%，但与净利差额仍在加剧。

### 盈利调整及投资建议

- 公司上市后业绩增长主要依靠外延式扩张及品牌池扩容，面对整体消费疲弱的市场背景，公司盈利模式面临困境，且资产负债表修复周期预计拉长。下调公司 2013-15 年实现归属于母公司净利润分别为 2.57、2.81、3.08 亿元，同增 11.1%、9.5%、9.4%，对应 EPS 分别 1.285、1.407、1.538 元。

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

图表1：销售预测

项目	2010	1H11	2011	1H12	2012	1H13	2013E	2014E	2015E
<b>上衣类</b>									
销售收入（百万元）	175.11	119.95	262.35	150.05	310.01	170.37	341.01	358.06	375.97
增长率 (YOY)	70.01%		49.82%	25.09%	18.17%	13.54%	10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	57.28%	58.99%	60.45%	60.02%	58.81%	61.42%	58.00%	58.00%	58.00%
销售成本（百万元）	74.81	49.19	103.76	59.99	127.68	65.73	143.23	150.39	157.91
增长率 (YOY)			38.71%	21.95%	23.05%	9.57%	12.17%	5.00%	5.00%
毛利(百万元)	100.31	70.76	158.58	90.06	182.33	104.63	197.79	207.68	218.06
增长率 (YOY)			58.10%	27.27%	14.98%	16.19%	8.48%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	31.32%	27.76%	31.37%	27.46%	27.74%	24.90%	25.06%	23.44%	21.84%
占主营业务利润比重	31.63%	27.88%	31.63%	26.49%	26.70%	24.63%	24.53%	22.99%	21.48%
<b>裤类</b>									
销售收入（百万元）	37.59	28.72	56.02	30.79	53.89	5.00	10.78	10.78	11.32
增长率 (YOY)	72.84%		49.03%	7.20%	-3.81%	-83.75%	-80.00%	0.00%	5.00%
毛利率	56.64%	59.32%	59.55%	59.79%	51.31%	61.10%	60.00%	60.00%	60.00%
销售成本（百万元）	16.30	11.68	22.66	12.38	26.24	1.95	4.31	4.31	4.53
增长率 (YOY)			39.05%	5.95%	15.79%	-84.27%	-83.57%	0.00%	5.00%
毛利(百万元)	21.29	17.04	33.36	18.41	27.65	3.06	6.47	6.47	6.79
增长率 (YOY)			56.68%	8.06%	-17.12%	-83.39%	-76.61%	0.00%	5.00%
占总销售额比重	6.72%	6.65%	6.70%	5.63%	4.82%	0.73%	0.79%	0.71%	0.66%
占主营业务利润比重	6.71%	6.71%	6.65%	5.42%	4.05%	0.72%	0.80%	0.72%	0.67%
<b>裙类</b>									
销售收入（百万元）	174.43	191.74	260.34	205.53	373.42	246.10	448.10	492.91	542.20
增长率 (YOY)	85.39%		49.25%	7.19%	43.43%	19.74%	20.00%	10.00%	10.00%
毛利率	57.45%	59.94%	60.26%	64.83%	68.26%	66.77%	65.00%	65.00%	65.00%
销售成本（百万元）	74.22	76.82	103.46	72.29	118.51	81.78	156.84	172.52	189.77
增长率 (YOY)			39.40%	-5.89%	14.55%	13.14%	32.34%	10.00%	10.00%
毛利(百万元)	100.21	114.92	156.88	133.24	254.91	164.31	291.27	320.39	352.43
增长率 (YOY)			56.55%	15.94%	62.48%	23.32%	14.26%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	31.20%	44.37%	31.13%	37.61%	33.42%	35.97%	32.93%	32.26%	31.50%
占主营业务利润比重	31.60%	45.29%	31.29%	39.20%	37.33%	38.68%	36.12%	35.47%	34.71%
<b>外套类</b>									
销售收入（百万元）	161.13	80.71	241.22	148.72	366.48	220.59	513.07	615.68	738.82
增长率 (YOY)	101.62%		49.71%	84.27%	51.92%	48.32%	40.00%	20.00%	20.00%
毛利率	55.17%	57.42%	59.11%	62.68%	57.54%	57.55%	55.00%	55.00%	55.00%
销售成本（百万元）	72.24	34.37	98.63	55.50	155.62	93.64	230.88	277.06	332.47
增长率 (YOY)			36.53%	61.47%	57.78%	68.73%	48.36%	20.00%	20.00%
毛利(百万元)	88.89	46.34	142.59	93.23	210.86	126.95	282.19	338.62	406.35
增长率 (YOY)			60.41%	101.18%	47.87%	36.18%	33.83%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	28.82%	18.68%	28.85%	27.22%	32.79%	32.24%	37.70%	40.30%	42.93%
占主营业务利润比重	28.03%	18.26%	28.44%	27.43%	30.88%	29.89%	34.99%	37.48%	40.02%
<b>其他类</b>									
销售收入（百万元）	10.88	11.00	16.30	11.31	13.70	42.09	47.95	50.34	52.86
增长率 (YOY)	6.22%		49.78%	2.84%	-15.95%	272.04%	250.00%	5.00%	5.00%
毛利率	58.81%	42.72%	61.32%	43.93%	51.46%	61.36%	60.00%	60.00%	60.00%
销售成本（百万元）	4.48	6.30	6.30	6.34	6.65	16.26	19.18	20.14	21.14
增长率 (YOY)			40.65%	0.67%	5.47%	156.38%	188.39%	5.00%	5.00%
毛利(百万元)	6.40	4.70	9.99	4.97	7.05	25.83	28.77	30.21	31.72
增长率 (YOY)			56.18%	5.75%	-29.47%	419.67%	308.12%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	1.95%	2.55%	1.95%	2.07%	1.23%	6.15%	3.52%	3.30%	3.07%
占主营业务利润比重	2.02%	1.85%	1.99%	1.46%	1.03%	6.08%	3.57%	3.34%	3.12%
<b>销售总收入（百万元）</b>	<b>559.15</b>	<b>432.12</b>	<b>836.23</b>	<b>546.41</b>	<b>1117.49</b>	<b>684.15</b>	<b>1360.91</b>	<b>1527.78</b>	<b>1721.16</b>
<b>销售总成本（百万元）</b>	<b>242.04</b>	<b>178.36</b>	<b>334.82</b>	<b>206.50</b>	<b>434.70</b>	<b>259.37</b>	<b>554.43</b>	<b>624.41</b>	<b>705.82</b>
<b>毛利（百万元）</b>	<b>317.10</b>	<b>253.76</b>	<b>501.41</b>	<b>339.91</b>	<b>682.79</b>	<b>424.79</b>	<b>806.47</b>	<b>903.37</b>	<b>1015.35</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>56.71%</b>	<b>58.72%</b>	<b>59.96%</b>	<b>62.21%</b>	<b>61.10%</b>	<b>62.09%</b>	<b>59.26%</b>	<b>59.13%</b>	<b>58.99%</b>

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）						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>主营业务收入</b>	<b>559</b>	<b>836</b>	<b>1,117</b>	<b>1,361</b>	<b>1,528</b>	<b>1,721</b>
增长率	49.6%	33.6%	21.8%	12.3%	12.7%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-242</b>	<b>-335</b>	<b>-435</b>	<b>-554</b>	<b>-624</b>	<b>-706</b>
%销售收入	43.3%	40.0%	38.9%	40.7%	40.9%	41.0%
<b>毛利</b>	<b>317</b>	<b>501</b>	<b>683</b>	<b>806</b>	<b>903</b>	<b>1,015</b>
%销售收入	56.7%	60.0%	61.1%	59.3%	59.1%	59.0%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-2</b>	<b>-6</b>	<b>-10</b>	<b>-14</b>	<b>-15</b>	<b>-17</b>
%销售收入	0.3%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
<b>营业费用</b>	<b>-83</b>	<b>-148</b>	<b>-254</b>	<b>-299</b>	<b>-336</b>	<b>-379</b>
%销售收入	14.8%	17.7%	22.7%	22.0%	22.0%	22.0%
<b>管理费用</b>	<b>-57</b>	<b>-115</b>	<b>-170</b>	<b>-184</b>	<b>-206</b>	<b>-232</b>
%销售收入	10.1%	13.8%	15.2%	13.5%	13.5%	13.5%
<b>息税前利润(EBIT)</b>	<b>176</b>	<b>232</b>	<b>248</b>	<b>310</b>	<b>346</b>	<b>387</b>
%销售收入	31.5%	27.7%	22.2%	22.6%	22.5%	
<b>财务费用</b>	<b>1</b>	<b>20</b>	<b>44</b>	<b>41</b>	<b>36</b>	<b>34</b>
%销售收入	-0.2%	-2.4%	-3.9%	-3.0%	-2.3%	-2.0%
<b>资产减值损失</b>	<b>-2</b>	<b>-5</b>	<b>-21</b>	<b>-12</b>	<b>-9</b>	<b>-14</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>176</b>	<b>247</b>	<b>271</b>	<b>339</b>	<b>372</b>	<b>407</b>
<b>营业利润率</b>	<b>31.5%</b>	<b>29.5%</b>	<b>24.3%</b>	<b>24.9%</b>	<b>24.4%</b>	<b>23.7%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>8</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>税前利润</b>	<b>176</b>	<b>247</b>	<b>279</b>	<b>343</b>	<b>375</b>	<b>410</b>
<b>利润率</b>	<b>31.5%</b>	<b>29.6%</b>	<b>24.9%</b>	<b>25.2%</b>	<b>24.6%</b>	<b>23.8%</b>
<b>所得税</b>	<b>-24</b>	<b>-39</b>	<b>-47</b>	<b>-86</b>	<b>-94</b>	<b>-103</b>
<b>所得税率</b>	<b>13.7%</b>	<b>15.7%</b>	<b>17.0%</b>	<b>25.0%</b>	<b>25.0%</b>	<b>25.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>152</b>	<b>209</b>	<b>231</b>	<b>257</b>	<b>281</b>	<b>308</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>29</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>123</b>	<b>209</b>	<b>231</b>	<b>257</b>	<b>281</b>	<b>308</b>
<b>净利率</b>	<b>22.0%</b>	<b>24.9%</b>	<b>20.7%</b>	<b>18.9%</b>	<b>18.4%</b>	<b>17.9%</b>

资产负债表（人民币百万元）						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>货币资金</b>	<b>145</b>	<b>159</b>	<b>208</b>	<b>1,772</b>	<b>1,692</b>	<b>1,586</b>
<b>应收账款</b>	<b>33</b>	<b>65</b>	<b>117</b>	<b>142</b>	<b>180</b>	<b>226</b>
<b>存货</b>	<b>106</b>	<b>269</b>	<b>548</b>	<b>566</b>	<b>680</b>	<b>835</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>39</b>	<b>1,778</b>	<b>1,328</b>	<b>113</b>	<b>127</b>	<b>143</b>
<b>流动资产</b>	<b>323</b>	<b>2,271</b>	<b>2,202</b>	<b>2,592</b>	<b>2,680</b>	<b>2,791</b>
%总资产	76.7%	95.1%	83.7%	91.5%	88.5%	85.9%
<b>长期投资</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>101</b>	<b>200</b>	<b>300</b>
<b>固定资产</b>	<b>37</b>	<b>56</b>	<b>62</b>	<b>67</b>	<b>70</b>	<b>72</b>
%总资产	8.8%	2.4%	2.4%	2.4%	2.3%	2.2%
<b>无形资产</b>	<b>58</b>	<b>55</b>	<b>74</b>	<b>69</b>	<b>78</b>	<b>85</b>
<b>非流动资产</b>	<b>98</b>	<b>117</b>	<b>430</b>	<b>240</b>	<b>350</b>	<b>460</b>
%总资产	23.3%	4.9%	16.3%	8.5%	11.5%	14.1%
<b>资产总计</b>	<b>421</b>	<b>2,388</b>	<b>2,631</b>	<b>2,832</b>	<b>3,029</b>	<b>3,250</b>
<b>短期借款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>118</b>	<b>223</b>	<b>320</b>	<b>274</b>	<b>308</b>	<b>347</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>32</b>	<b>24</b>	<b>31</b>	<b>140</b>	<b>153</b>	<b>166</b>
<b>流动负债</b>	<b>150</b>	<b>247</b>	<b>351</b>	<b>414</b>	<b>460</b>	<b>513</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>150</b>	<b>250</b>	<b>351</b>	<b>414</b>	<b>460</b>	<b>514</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>272</b>	<b>2,138</b>	<b>2,281</b>	<b>2,418</b>	<b>2,569</b>	<b>2,737</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>421</b>	<b>2,388</b>	<b>2,631</b>	<b>2,832</b>	<b>3,029</b>	<b>3,250</b>

现金流量表（人民币百万元）						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>净利润</b>	<b>152</b>	<b>209</b>	<b>231</b>	<b>257</b>	<b>281</b>	<b>308</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>6</b>	<b>12</b>	<b>35</b>	<b>19</b>	<b>18</b>	<b>24</b>
<b>非经营收益</b>	<b>-1</b>	<b>-3</b>	<b>-54</b>	<b>9</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>0</b>	<b>-154</b>	<b>-209</b>	<b>1,106</b>	<b>-140</b>	<b>-189</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>157</b>	<b>65</b>	<b>3</b>	<b>1,391</b>	<b>157</b>	<b>140</b>
<b>资本开支</b>	<b>-72</b>	<b>-103</b>	<b>-265</b>	<b>274</b>	<b>-16</b>	<b>-17</b>
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>-101</b>	<b>-100</b>	<b>-100</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>-1,594</b>	<b>432</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-72</b>	<b>-1,696</b>	<b>166</b>	<b>173</b>	<b>-116</b>	<b>-117</b>
<b>股权募资</b>	<b>80</b>	<b>1,667</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他</b>	<b>-134</b>	<b>-22</b>	<b>-120</b>	<b>0</b>	<b>-120</b>	<b>-130</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-54</b>	<b>1,645</b>	<b>-120</b>	<b>0</b>	<b>-120</b>	<b>-129</b>
<b>现金净流量</b>	<b>31</b>	<b>14</b>	<b>49</b>	<b>1,563</b>	<b>-79</b>	<b>-106</b>

比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.822	1.043	1.156	1.285	1.407	1.538
每股净资产	1.812	10.688	11.404	12.088	12.845	13.683
每股经营现金流	1.048	0.323	0.017	6.954	0.784	0.698
每股股利	0.000	0.600	0.550	0.600	0.650	0.700
<b>回报率</b>						
净资产收益率	45.36%	9.76%	10.14%	10.63%	10.95%	11.24%
总资产收益率	29.26%	8.74%	8.79%	9.08%	9.29%	9.47%
投入资本收益率	55.86%	9.13%	9.04%	9.61%	10.09%	10.61%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	80.95%	49.56%	33.63%	21.78%	12.26%	12.66%
EBIT增长率	86.34%	31.71%	7.12%	24.72%	11.62%	11.97%
净利润增长率	97.63%	69.22%	10.86%	11.12%	9.45%	9.38%
总资产增长率	43.35%	466.79%	10.20%	7.60%	6.99%	7.30%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	13.1	18.7	26.9	35.0	40.0	45.0
存货周转天数	137.6	204.1	342.9	380.0	410.0	450.0
应付账款周转天数	38.3	38.7	87.9	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	24.2	18.9	18.4	16.2	15.1	13.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-53.47%	-7.45%	-9.13%	-73.28%	-65.88%	-57.92%
EBIT利息保障倍数	-126.4	-11.7	-5.7	-7.6	-9.6	-11.4
资产负债率	35.49%	10.48%	13.32%	14.62%	15.20%	15.81%

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://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	9	9	9	11	32
增持	3	3	4	6	25
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>1.25</b>	<b>1.25</b>	<b>1.27</b>	<b>1.30</b>	<b>1.37</b>

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 2012-08-24	增持	33.44	N/A
2 2013-02-27	增持	25.95	N/A
3 2013-03-15	增持	22.36	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](http://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形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靠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为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

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：(8621)-61038271  
传真：(8621)-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：010-6621 6979  
传真：010-6621 6793  
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：0755-33516015  
传真：0755-33516020  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518026  
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](http://www.jztzw.net)