国金证券 SINOLINK SECURITIES

报 喜 鸟 (002154.SZ)　服装行业

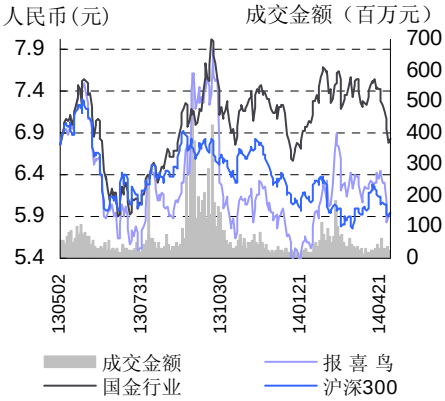
评级：增持　维持评级　　**业绩点评**

市价（人民币）：5.93 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)	530.71
总市值(百万元)	34.75
年内股价最高最低(元)	7.88/5.40
沪深 300 指数	2158.47
中小板指数	5936.51



一季度业绩超预期

公司基本情况(人民币)

项 目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.798	0.274	0.303	0.338	0.378
每股净资产(元)	4.40	4.47	4.65	4.86	5.10
每股经营性现金流(元)	0.80	-0.08	1.00	0.64	0.61
市盈率(倍)	12.51	21.69	19.18	17.21	15.38
行业优化市盈率(倍)	18.62	17.68	21.07	21.07	21.07
净利润增长率(%)	29.68%	-66.35%	10.60%	11.50%	11.84%
净资产收益率(%)	18.13%	6.13%	6.53%	6.97%	7.41%
总股本(百万股)	598.82	586.01	586.01	586.01	586.01

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 13 年实现营业收入、归属于上市公司股东的净利润、经营活动产生的现金流量净额、EPS 分别为 20.18 亿元、1.61 亿元、-4452.85 万元、0.27 元，同降 10.46%、66.35%、109.34%、66.67%。每 10 股派发现金红利 0.50 元（含税），送红股 0 股（含税），不以公积金转增股本。
- 14 年一季度实现营业收入、归属于上市公司股东的净利润、经营活动产生的现金流量净额、EPS 分别为 6.25 亿元、5411.01 万元、344.15 万元、0.09 元，同增 12.97%、5.58%、101.53%、12.50%。预计 2014 年 1-6 月归属于上市公司股东的净利润 8183.43 万元-1.06 亿元，同增 0-30%。

经营分析

- **利润增速不及收入，季度波动幅度拉大；开店数骤减，费用支出未降：**
  - 受市场需求疲弱影响，公司业绩自 12 下半年起增速放缓，13 年 3 季度因重整渠道货品，对部分货品由买断加一定比例退货转为代销，加之新品牌开店费用不断增加，导致当季收入、净利同降 36%、65%，4 季度在低基数前提下，收入与净利增速差不断拉大，仍分别同降 14%、97%。分品牌来看，主品牌报喜鸟收入下滑 32.38%，全年店铺净增 27 间，代理品牌 hazzys 在 12 年 2 月完成收购，13 年净增店铺 32 间至 176 家，收入实现 30%的快速增长；
  - 代销模式下出货折扣提高，加之伴随公司多品牌战略推进，新吸纳的高档品牌开始贡献收益，带动毛利率同比提升 2.73 个百分点至 65.80%。扩张惯性导致费用开支仍处于匹配高增速的阶段，其中销售、管理费用率分别提升 11、2 个百分点至 32%、17%；
- 由于期内对部分加盟商存货进行了回购，以及公司直营规模的扩大，13 年末应收账款同降 36%；而存货同增 45%（库存商品账面价值同增 53%），拖累经营性现金流量净额同降 109%至负值；
- 14 年 1 季度收入及净利增速 2 年来首次同时回正，毛利率较上年同期微降 0.6 个点。存货同增 32.72%至 10.81 亿，应收账款同降 27.7%至 5.95 亿，占收入比重依旧偏高。现金流虽在低基数下大幅提升，但仍不及净利。

盈利调整

- 考虑到公司已在 13 年大举调整货品政策，未来业绩存在反弹可能，但品牌经营真的好转仍需观察。消费环境不乐观、运营成本攀升背景下，新品牌运营难度加大，公司转型措施尚不明朗，共同压制业绩反弹空间及持续期。预计 2014-16 年实现净利 1.78 亿、1.98 亿、2.22 亿元，同增 10.6%、11.5%、11.84%；对应 EPS 为 0.303 元、0.338 元、0.378 元。

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

敬请参阅最后一页特别声明

图表1：销售预测

项　目	2009	1H10	2010	1H11	2011	1H12	2012	1H13	2013	2014E	2015E	2016E
上衣												
销售收入（百万元）	318.17	137.17	383.88	194.95	573.07	231.20	609.51	206.96	488.31	488.31	488.31	512.72
增长率（YOY）	*13.47%*	*17.76%*	*20.65%*	*42.13%*	*49.28%*	*18.60%*	*6.36%*	*-10.49%*	*-19.89%*	*0.00%*	*0.00%*	*5.00%*
毛利率	53.50%	51.57%	54.63%	58.89%	60.90%	62.95%	66.51%	61.84%	66.12%	66.00%	65.00%	65.00%
销售成本（百万元）	147.95	66.42	174.16	80.15	224.07	85.66	204.13	78.98	165.44	166.02	170.91	179.45
增长率（YOY）	*12.31%*	*15.59%*	*17.72%*	*20.66%*	*28.65%*	*6.88%*	*-8.90%*	*-7.80%*	*-18.95%*	*0.35%*	*2.94%*	*5.00%*
毛利（百万元）	170.22	70.74	209.71	114.80	349.00	145.54	405.39	127.99	322.87	322.28	317.40	333.27
增长率（YOY）	*14.50%*	*19.87%*	*23.20%*	*62.28%*	*66.42%*	*26.78%*	*16.16%*	*-12.06%*	*-20.36%*	*-0.18%*	*-1.52%*	*5.00%*
占总销售额比重	30.32%	31.36%	32.23%	27.57%	29.47%	26.48%	28.47%	22.98%	27.45%	27.72%	27.49%	27.61%
占主营业务利润比重	31.49%	32.06%	32.43%	29.72%	30.18%	26.97%	30.03%	23.32%	27.58%	27.87%	28.02%	28.35%
西裤												
销售收入（百万元）	247.26	110.82	290.36	172.84	419.20	213.09	482.71	180.26	358.77	340.83	340.83	357.88
增长率（YOY）	*8.55%*	*16.28%*	*17.43%*	*55.97%*	*44.37%*	*23.28%*	*15.15%*	*-15.41%*	*-25.67%*	*-5.00%*	*0.00%*	*5.00%*
毛利率	47.74%	47.38%	52.72%	53.88%	59.09%	60.43%	63.84%	61.09%	64.73%	65.00%	63.00%	62.00%
销售成本（百万元）	129.22	58.31	137.28	79.72	171.49	84.32	174.55	70.14	126.54	119.29	126.11	135.99
增长率（YOY）	*5.58%*	*11.24%*	*6.24%*	*36.71%*	*24.92%*	*5.77%*	*1.78%*	*-16.82%*	*-27.51%*	*-5.73%*	*5.71%*	*7.84%*
毛利（百万元）	118.04	52.50	153.08	93.12	247.70	128.76	308.16	110.12	232.24	221.54	214.73	221.88
增长率（YOY）	*12.00%*	*22.44%*	*29.68%*	*77.36%*	*109.85%*	*-15.88%*	*24.41%*	*-14.48%*	*-24.64%*	*-4.60%*	*-3.08%*	*3.33%*
占总销售额比重	23.56%	25.33%	24.38%	24.44%	21.56%	24.40%	22.55%	20.01%	20.17%	19.35%	19.19%	19.27%
占主营业务利润比重	21.84%	23.79%	23.67%	24.11%	21.42%	23.86%	22.83%	20.06%	19.84%	19.16%	18.95%	18.88%
衬衫												
销售收入（百万元）	121.97	56.49	118.28	95.19	214.74	138.87	288.52	147.44	244.94	244.94	244.94	257.19
增长率（YOY）	*51.23%*	*22.35%*	*-3.02%*	*68.52%*	*81.54%*	*45.88%*	*34.36%*	*6.17%*	*-15.11%*	*0.00%*	*0.00%*	*5.00%*
毛利率	53.98%	51.25%	54.38%	57.45%	58.84%	64.90%	65.60%	64.10%	66.15%	66.00%	65.00%	65.00%
销售成本（百万元）	56.13	27.54	53.96	40.50	88.39	48.75	99.25	52.93	82.91	83.28	85.73	90.02
增长率（YOY）	*49.73%*	*33.70%*	*-3.87%*	*47.08%*	*63.80%*	*20.37%*	*12.29%*	*8.58%*	*-16.47%*	*0.45%*	*2.94%*	*5.00%*
毛利（百万元）	65.84	28.95	64.32	54.69	126.35	90.12	189.27	94.51	162.03	161.66	159.21	167.17
增长率（YOY）	*52.53%*	*13.22%*	*-2.31%*	*88.91%*	*96.43%*	*64.77%*	*49.80%*	*4.87%*	*-14.39%*	*-0.23%*	*-1.52%*	*5.00%*
占总销售额比重	11.62%	12.91%	9.93%	13.46%	11.04%	15.90%	13.48%	16.37%	13.77%	13.90%	13.79%	13.85%
占主营业务利润比重	12.18%	13.12%	9.95%	14.16%	10.93%	16.70%	14.02%	17.22%	13.84%	13.98%	14.05%	14.22%
T恤												
销售收入（百万元）	87.43	60.27	66.94	109.26	123.51	134.88	181.93	144.98	146.84	139.49	139.49	146.47
增长率（YOY）	*39.12%*	*15.66%*	*-23.44%*	*81.29%*	*84.51%*	*23.45%*	*47.30%*	*7.49%*	*-19.29%*	*-5.00%*	*0.00%*	*5.00%*
毛利率	52.96%	56.82%	53.85%	62.82%	60.65%	65.93%	70.19%	69.09%	74.19%	75.00%	72.00%	70.00%
销售成本（百万元）	41.13	26.02	30.89	40.62	48.60	45.96	54.23	44.81	37.90	34.87	39.06	43.94
增长率（YOY）	*42.51%*	*10.58%*	*-24.89%*	*56.09%*	*57.33%*	*13.14%*	*11.59%*	*-2.49%*	*-30.11%*	*-7.99%*	*12.00%*	*12.50%*
毛利（百万元）	46.30	34.25	36.05	68.64	74.91	88.93	127.70	100.17	108.93	104.62	100.44	102.53
增长率（YOY）	*36.24%*	*19.85%*	*-22.15%*	*100.44%*	*107.81%*	*29.55%*	*70.47%*	*12.64%*	*-14.69%*	*-3.96%*	*-4.00%*	*2.08%*
占总销售额比重	8.33%	13.78%	5.62%	15.45%	6.35%	15.45%	8.50%	16.10%	8.26%	7.92%	7.85%	7.89%
占主营业务利润比重	8.57%	15.52%	5.57%	17.77%	6.48%	16.48%	9.46%	18.25%	9.31%	9.05%	8.87%	8.72%
夹克衫												
销售收入（百万元）	44.40	12.06	61.70	34.33	134.50	40.81	123.08	49.43	108.19	102.78	102.78	107.92
增长率（YOY）	*9.77%*	*-25.50%*	*38.96%*	*184.67%*	*117.97%*	*18.87%*	*-8.49%*	*21.12%*	*-12.10%*	*-5.00%*	*0.00%*	*5.00%*
毛利率	52.24%	52.33%	66.69%	18.84%	63.53%	41.79%	61.05%	60.86%	60.32%	60.00%	58.00%	55.00%
销售成本（百万元）	21.21	5.75	20.55	27.86	49.05	23.76	47.94	19.35	42.93	41.11	43.17	48.56
增长率（YOY）	*3.92%*	*-29.23%*	*-3.08%*	*384.68%*	*138.65%*	*-14.74%*	*-2.26%*	*-18.56%*	*-10.45%*	*-4.24%*	*5.00%*	*12.50%*
毛利（百万元）	23.20	6.31	41.15	6.47	85.45	17.05	75.14	30.08	65.25	61.67	59.61	59.35
增长率（YOY）	*15.73%*	*-21.74%*	*77.39%*	*2.49%*	*107.64%*	*163.65%*	*-12.06%*	*76.40%*	*-13.16%*	*-5.50%*	*-3.33%*	*-0.43%*
羊毛衫												
销售收入（百万元）	54.31	4.70	58.96	7.18	87.95	7.89	87.63	24.45	97.37	102.24	107.35	112.72
增长率（YOY）	*9.84%*	*-47.70%*	*8.56%*	*52.91%*	*49.17%*	*9.78%*	*-0.36%*	*210.06%*	*11.11%*	*5.00%*	*5.00%*	*5.00%*
毛利率	53.72%	46.07%	63.29%	66.22%	66.16%	71.41%	63.87%	61.76%	68.68%	68.00%	65.00%	65.00%
销售成本（百万元）	25.13	2.53	21.64	2.43	29.76	2.25	31.66	9.35	30.50	32.72	37.57	39.45
增长率（YOY）	*-10.55%*	*-56.89%*	*-13.89%*	*-4.22%*	*37.50%*	*-7.08%*	*6.39%*	*314.70%*	*-3.67%*	*7.27%*	*14.84%*	*5.00%*
毛利（百万元）	29.17	2.16	37.32	4.76	58.19	5.63	55.97	15.10	66.87	69.52	69.78	73.27
增长率（YOY）	*36.68%*	*-30.30%*	*27.90%*	*119.78%*	*55.93%*	*18.38%*	*-3.81%*	*168.16%*	*19.47%*	*3.97%*	*0.37%*	*5.00%*
皮衣/风衣												
销售收入（百万元）	63.90	7.02	90.96	20.30	156.45	6.82	149.26	46.37	175.55	184.32	193.54	203.22
增长率（YOY）	*9.09%*	*2.30%*	*42.34%*	*189.33%*	*72.01%*	*-66.42%*	*-4.60%*	*580.15%*	*17.61%*	*5.00%*	*5.00%*	*5.00%*
毛利率	52.94%	51.21%	61.87%	63.66%	65.57%	68.33%	54.42%	60.91%	69.47%	70.00%	65.00%	65.00%
销售成本（百万元）	30.07	3.42	34.68	7.38	53.87	2.16	68.03	18.12	53.59	55.30	67.74	71.13
增长率（YOY）	*-8.57%*	*-17.70%*	*15.33%*	*115.52%*	*55.32%*	*-70.74%*	*26.30%*	*739.60%*	*-21.23%*	*3.18%*	*22.50%*	*5.00%*
毛利（百万元）	33.83	3.59	56.27	12.93	102.59	4.66	81.23	28.24	121.96	129.03	125.80	132.09
增长率（YOY）	*31.71%*	*33.10%*	*66.35%*	*259.65%*	*82.30%*	*-63.96%*	*-20.82%*	*506.25%*	*50.14%*	*5.80%*	*-2.50%*	*5.00%*
占总销售额比重	6.09%	1.60%	7.64%	2.87%	8.05%	0.78%	6.97%	5.15%	9.87%	10.46%	10.90%	10.94%
占主营业务利润比重	6.26%	1.63%	8.70%	3.35%	8.87%	0.86%	6.02%	5.15%	10.42%	11.16%	11.11%	11.24%
销售总收入（百万元）	1,049.44	437.46	1,191.05	707.09	1,944.46	873.19	2,140.61	900.63	1,778.71	1,761.67	1,776.00	1,856.86
销售总成本（百万元）	508.96	216.77	544.29	320.83	788.18	333.48	790.51	351.76	608.26	605.49	643.18	681.44
毛利（百万元）	540.48	220.69	646.75	386.26	1,156.28	539.71	1,350.10	548.87	1,170.46	1,156.18	1,132.82	1,175.42
平均毛利率	51.50%	50.45%	54.30%	54.63%	59.47%	61.81%	63.07%	60.94%	65.80%	65.63%	63.79%	63.30%

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）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	**2,028**	**2,254**	**2,018**	**1,762**	**1,776**	**1,857**
增长率		*11.1%*	*-10.5%*	*-12.7%*	*0.8%*	*4.6%*
主营业务成本	-834	-853	-743	-605	-643	-681
% 销售收入	*41.1%*	*37.9%*	*36.8%*	*34.4%*	*36.2%*	*36.7%*
毛利	1,194	1,400	1,275	1,156	1,133	1,175
% 销售收入	*58.9%*	*62.1%*	*63.2%*	*65.6%*	*63.8%*	*63.3%*
营业税金及附加	-25	-32	-31	-26	-27	-28
% 销售收入	*1.3%*	*1.4%*	*1.5%*	*1.5%*	*1.5%*	*1.5%*
营业费用	-358	-473	-645	-520	-506	-520
% 销售收入	*17.7%*	*21.0%*	*32.0%*	*29.5%*	*28.5%*	*28.0%*
管理费用	-312	-347	-347	-299	-266	-279
% 销售收入	*15.4%*	*15.4%*	*17.2%*	*17.0%*	*15.0%*	*15.0%*
息税前利润（EBIT）	498	548	252	311	334	349
% 销售收入	*24.6%*	*24.3%*	*12.5%*	*17.6%*	*18.8%*	*18.8%*
财务费用	-12	12	15	-6	-10	-14
% 销售收入	*0.6%*	*-0.5%*	*-0.7%*	*0.3%*	*0.6%*	*0.8%*
资产减值损失	-64	-74	-49	-65	-54	-32
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
营业利润	423	487	219	240	269	302
营业利润率	*20.8%*	*21.6%*	*10.8%*	*13.6%*	*15.1%*	*16.3%*
营业外收支	10	9	16	10	10	10
税前利润	**433**	**495**	**234**	**250**	**279**	**312**
利润率	*21.4%*	*22.0%*	*11.6%*	*14.2%*	*15.7%*	*16.8%*
所得税	-74	-26	-75	-75	-84	-94
所得税率	*17.0%*	*5.3%*	*32.0%*	*30.0%*	*30.0%*	*30.0%*
净利润	359	469	159	175	195	219
少数股东损益	-9	-9	-1	-3	-3	-3
归属于母公司的净	**368**	**478**	**161**	**178**	**198**	**222**
净利率	*18.2%*	*21.2%*	*8.0%*	*10.1%*	*11.2%*	*11.9%*

现金流量表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	368	469	159	175	195	219
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	129	171	176	170	163	145
非经营收益	-22	-18	-58	-7	6	12
营运资金变动	-474	-145	-322	251	10	-16
经营活动现金净流	**2**	**477**	**-45**	**589**	**374**	**359**
资本开支	-620	-414	-42	33	-99	-100
投资	0	1	0	-1	0	0
其他	-85	-18	100	0	0	0
投资活动现金净流	**-705**	**-430**	**58**	**32**	**-99**	**-100**
股权募资	15	79	10	0	0	0
债权募资	896	-14	118	-533	117	39
其他	-78	-144	-279	-10	-92	-98
筹资活动现金净流	**833**	**-79**	**-151**	**-543**	**25**	**-59**
现金净流量	**129**	**-32**	**-138**	**78**	**300**	**200**

资产负债表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	596	554	422	500	800	1,000
应收款项	868	1,067	720	757	742	763
存货	511	784	1,136	780	745	739
其他流动资产	601	74	68	63	66	70
流动资产	2,576	2,479	2,346	2,099	2,354	2,573
% 总资产	*63.0%*	*52.0%*	*51.1%*	*49.9%*	*52.7%*	*55.0%*
长期投资	349	503	660	661	660	660
固定资产	942	1,229	1,099	1,120	1,133	1,138
% 总资产	*23.1%*	*25.8%*	*24.0%*	*26.6%*	*25.4%*	*24.3%*
无形资产	139	163	186	79	68	60
非流动资产	1,510	2,290	2,241	2,110	2,111	2,108
% 总资产	*37.0%*	*48.0%*	*48.9%*	*50.1%*	*47.3%*	*45.0%*
资产总计	**4,086**	**4,770**	**4,586**	**4,210**	**4,465**	**4,681**
短期借款	355	355	487	115	233	270
应付款项	358	460	592	503	517	544
其他流动负债	200	243	86	242	247	256
流动负债	913	1,058	1,166	861	997	1,070
长期贷款	56	42	28	28	28	29
其他长期负债	931	1,034	767	597	597	597
负债	**1,900**	**2,134**	**1,961**	**1,486**	**1,622**	**1,695**
普通股股东权益	2,164	2,635	2,622	2,723	2,845	2,991
少数股东权益	22	0	4	1	-2	-5
负债股东权益合计	**4,086**	**4,770**	**4,586**	**4,210**	**4,465**	**4,681**

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	0.627	0.798	0.274	0.303	0.338	0.378
每股净资产	3.683	4.400	4.474	4.647	4.856	5.104
每股经营现金净流	-0.012	0.796	-0.076	1.005	0.638	0.613
每股股利	0.200	0.150	0.161	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	17.02%	18.13%	6.13%	6.53%	6.97%	7.41%
总资产收益率	9.01%	10.01%	3.50%	4.22%	4.44%	4.74%
投入资本收益率	12.91%	14.26%	4.58%	6.28%	6.31%	6.30%
增长率						
主营业务收入增长率	61.23%	11.13%	-10.46%	-12.70%	0.81%	4.55%
EBIT增长率	70.08%	10.00%	-53.93%	23.08%	7.42%	4.65%
净利润增长率	52.13%	29.68%	-66.35%	10.60%	11.50%	11.84%
总资产增长率	58.46%	16.72%	-3.84%	-8.22%	6.06%	4.84%
资产管理能力						
应收账款周转天数	88.3	125.1	122.7	125.0	125.0	125.0
存货周转天数	190.6	276.9	471.7	500.0	470.0	450.0
应付账款周转天数	80.2	92.7	103.4	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	168.2	197.0	198.6	231.6	232.3	223.3
偿债能力						
净负债/股东权益	18.77%	16.65%	26.29%	8.82%	2.02%	-3.49%
EBIT利息保障倍数	43.2	-44.5	-16.8	51.4	32.5	24.3
资产负债率	46.50%	44.75%	42.76%	35.29%	36.32%	36.22%

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	6	7	7
增持	2	2	2	3	4
中性	1	1	1	2	3
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.67**	**1.67**	**1.57**	**1.58**	**1.62**

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。

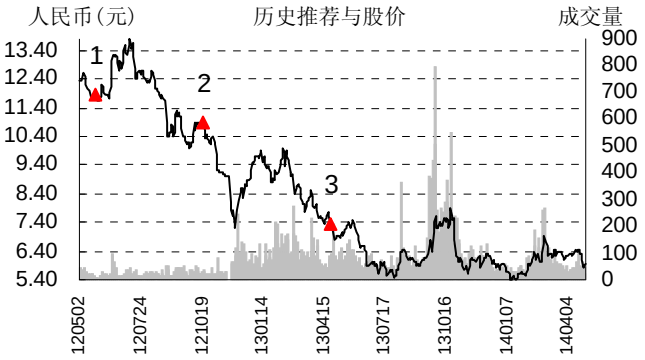
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2012-05-22	增持	11.87	13.09 ~ 14.83
2	2012-10-22	增持	10.86	N/A
3	2013-04-23	增持	7.35	N/A

来源：国金证券研究所



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：

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为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：(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：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD