

# 哈尔斯 (002615.SZ) 其他轻工制造行业

评级：增持 首次评级

公司研究简报

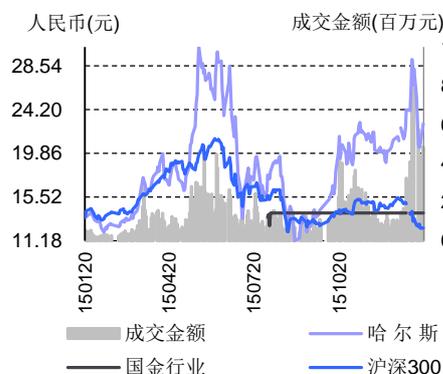
市场价格(人民币)：22.80元

## 新业务有望扭亏、迪士尼带动增长

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)	102.85
总市值(百万元)	4,158.72
年内股价最高最低(元)	30.40/11.18
沪深300指数	3130.73
深证成指	10155.96



### 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.32	0.39	0.25	0.41	0.53
每股净资产(元)	6.63	7.08	7.36	7.81	8.40
每股经营性现金流(元)	0.92	0.40	0.82	1.00	1.29
市盈率(倍)	35	35	97	51	39
行业优化市盈率(倍)	15	23	55	42	42
净利润增长率(%)	43.47%	20.25%	-35.11%	62.84%	29.10%
净资产收益率(%)	9.68%	10.89%	6.80%	10.43%	12.52%
总股本(百万股)	91.20	91.20	182.40	182.40	182.40

来源：公司年报、国金证券研究所 注：股价为2016年1月19日收盘价

### 投资逻辑

- **中国不锈钢真空保温器皿龙头企业**：公司在生产制造技术、研发设计和国内营销网络覆盖面等指标都具有明显优势，产销规模近年来均名列行业前两位。公司的国内市场业务发展显著快于出口。2015年上半年，国内业务的收入和毛利占比已经分别从2010年的35.76%/40.45%提高至46.56%/47.46%；
- **携手迪士尼等国际知名品牌，分享“全面二胎”及婴童产品消费升级盛宴**：公司从2014年开始布局婴童产品，陆续获得俄罗斯知名卡通动画片“开心球”的授权和迪士尼动画原型和商标授权许可，2015年9月，迪斯尼系列水杯已经开始出货；
- **短期业绩承压，16年有望重现增长**：公司2015年业绩压力主要来自子公司杭州哈尔斯仍未扭亏。2015年，厨房电器的主打产品真空电热水壶已经批量生产推向市场。由于销量仍然有限，因此该项业务在2015年仍将录得亏损。不过，公司已经基本解决了真空电热水壶在销售中遇到的主要问题，市场接受度比较理想，销售状况逐月向好，预计2016年能够实现盈亏平衡。2016年，传统商超渠道将受益于2015年去库存以及渠道继续下沉，实现相当增长。此外，公司已经跟洛可可成立了一个新的电商品牌NONOO，主打年轻受众，重新设计线上保温杯产品。未来，NONOO品牌的运作理念是开发爆款产品，预计将带动公司线上销售快速增长。同时，即将于2016年6月开园的上海迪斯尼将有力促进相关品牌授权产品的销售。综合以上因素，我们认为公司有望在2016年重现较高增长。

### 估值和投资建议

- 2016年，杭州哈尔斯的厨电产品预计将实现盈亏平衡，公司传统产品将加大对电商渠道、婴童渠道以及三四线渠道的开拓力度。上海迪斯尼开园亦将成为公司主打产品放量增长的催化因素。我们预计公司2015-2017年EPS为0.25/0.41/0.53元/股，对应PE分为98/60/46倍，首次给予“增持”评级。

### 风险

- 原材料价格波动风险、市场风险、新业务风险

揭力

分析师 SAC 执业编号：S1130515080003  
(8621)60935563  
jie\_li@gjzq.com.cn

杨件

分析师 SAC 执业编号：S1130514080005  
(8621)60230236  
yangjian@gjzq.com.cn

## 内容目录

估值及投资评级 .....	3
公司概况：不锈钢真空保温器皿龙头企业 .....	3
品牌授权、电商放量，传统业务有望重拾增长，厨房家电期待扭亏 .....	4
风险因素 .....	6
原材料价格波动风险 .....	6
市场风险 .....	6
新业务风险 .....	6
盈利预测 .....	6
关键假设 .....	6
盈利预测 .....	6

## 图表目录

图表 1：可比公司估值情况 .....	3
图表 2：哈尔斯 2014 年主营收入分解 .....	3
图表 3：哈尔斯历史营运表现 .....	3
图表 4：哈尔斯 2014 年营业利润分解 .....	4
图表 5：哈尔斯近年盈利表现 .....	4
图表 6：哈尔斯近年经营效率 .....	4
图表 7：哈尔斯近年现金流和盈利能力 .....	4
图表 8：哈尔斯主营收入地区分布 .....	5
图表 9：哈尔斯主营利润地区分布 .....	5
图表 10：哈尔斯盈利预测 .....	6

### 估值及投资评级

- **首次覆盖给予“增持”评级。**由于杭州哈尔斯继续亏损以及电商渠道增长缓慢等原因，预计 2015 年公司业绩将出现下滑。2016 年，杭州哈尔斯的厨电产品预计将实现盈亏平衡，公司传统产品将加大对电商渠道、婴童渠道以及三四线渠道的开拓力度。上海迪士尼开园亦将成为公司主打产品放量增长的催化因素。我们预计公司 2015-2017 年 EPS 为 0.25/0.41/0.53 元/股，对应 PE 分为 98/60/46 倍，首次给予“增持”评级。

图表 1：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍)	EPS CAGR (%)	PEG (倍)
				2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E			
002094	青岛金王	24.00	77.26	0.15	0.28	0.38	0.48	160	85	63	50	10.8	47.6	3.4
002247	帝龙新材	25.16	66.54	0.38	0.25	0.65	1.41	66	102	39	18	0.0	54.8	1.2
002084	海鸥卫浴	10.42	47.55	0.10	0.13	0.22	0.29	104	81	48	35	5.0	43.2	2.4
300061	康耐特	26.07	64.97	0.24	0.21	0.27	0.40	109	122	98	66	14.0	18.3	6.0
平均								110	97	62	42	7	41	3
002615	哈尔斯	24.43	44.56	0.19	0.25	0.41	0.53	127	98	60	46	6.6	39.7	3.2

来源：Wind，国金证券研究所 注：股价为 2016 年 1 月 19 日收盘价

### 公司概况：不锈钢真空保温器皿龙头企业

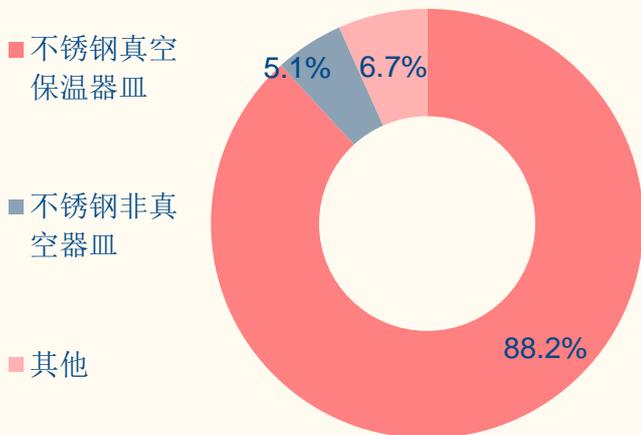
**沿革：**哈尔斯创立于 1996 年，总部位于浙江永康。公司是国内生产规模最大、品牌影响力最强、营销网络覆盖面最广的专业不锈钢真空保温器皿供应商之一，是中国日用杂品工业协会副理事长单位。

**管理层简介：**公司董事长吕强是公司创始人，持股 49.5%。张洵先生自 2008 年 11 月起担任公司总经理，持股 0.75%。

**股权结构：**公司控股股东和实际控制人为吕强先生，持股 49.5%。发起人股东中无创投机构。

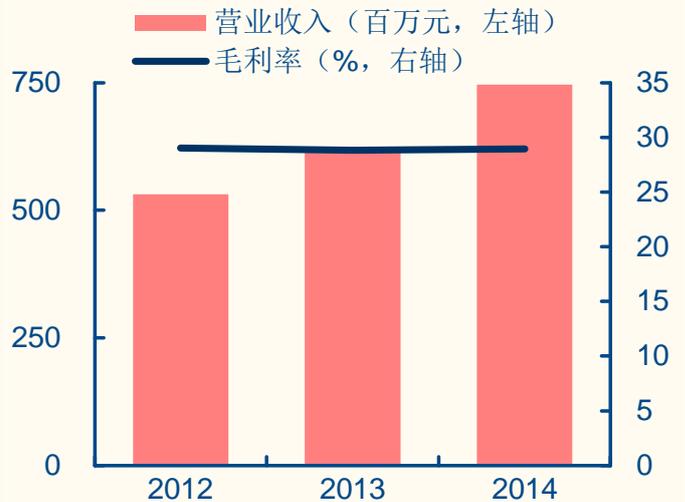
**融资历史与大小非情况：**公司于 2011 年 9 月 9 日上市，发行 2,280 万股，发行价 18 元/股，发行后总股本 9,120 万股。2015 年 4 月 30 日，公司实施 10 转增 10 权益分派方案后，股本增至 1.82 亿股。

图表 2：哈尔斯 2014 年主营收入分解



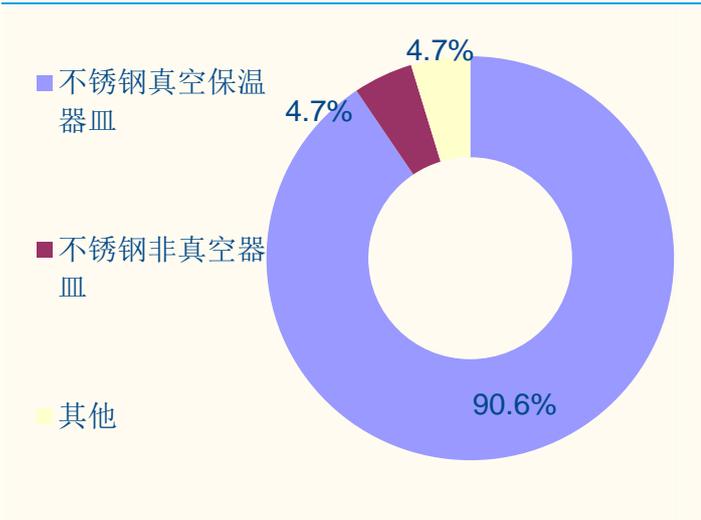
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：哈尔斯历史营运表现



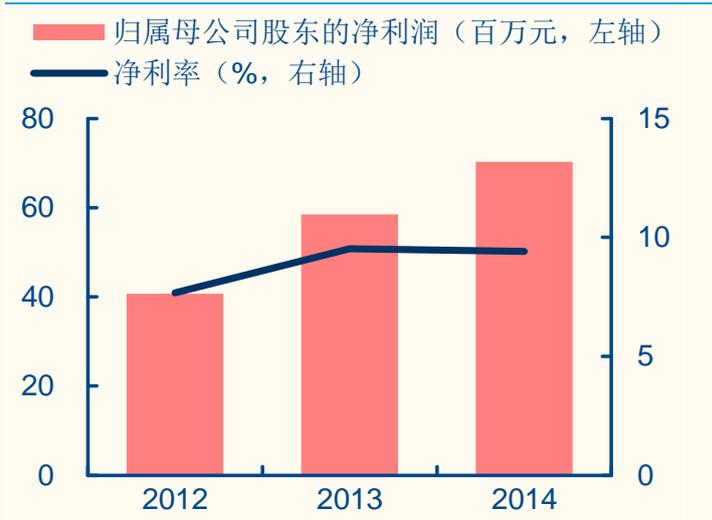
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：哈尔斯 2014 年营业利润分解



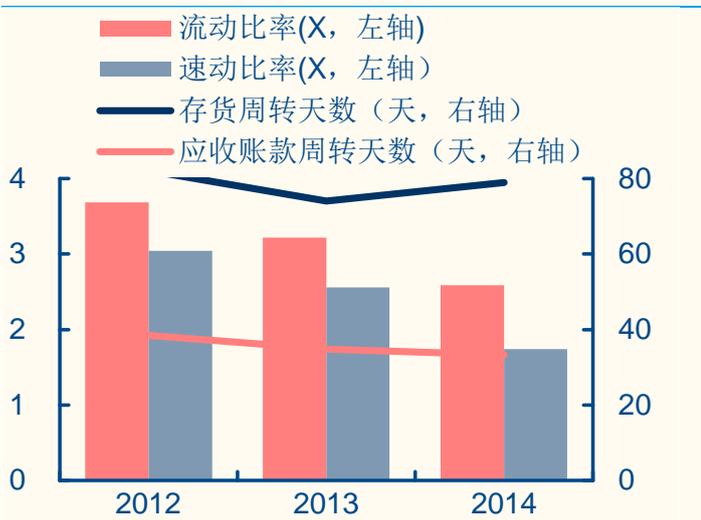
来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：哈尔斯近年盈利表现



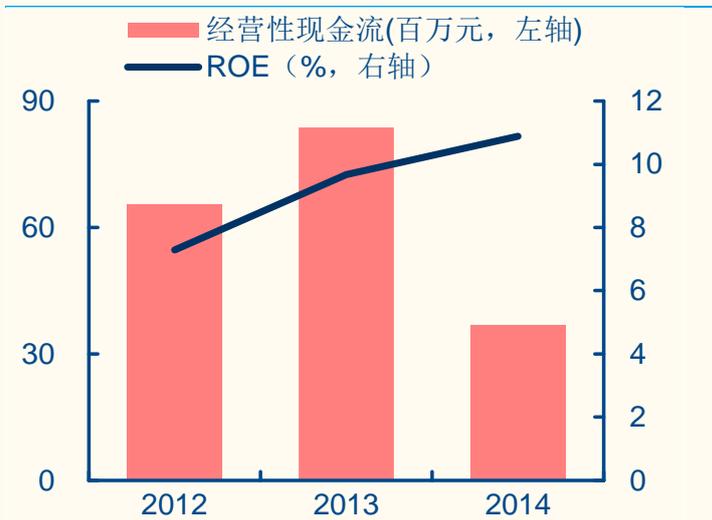
来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：哈尔斯近年经营效率



来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：哈尔斯近年现金流和盈利能力

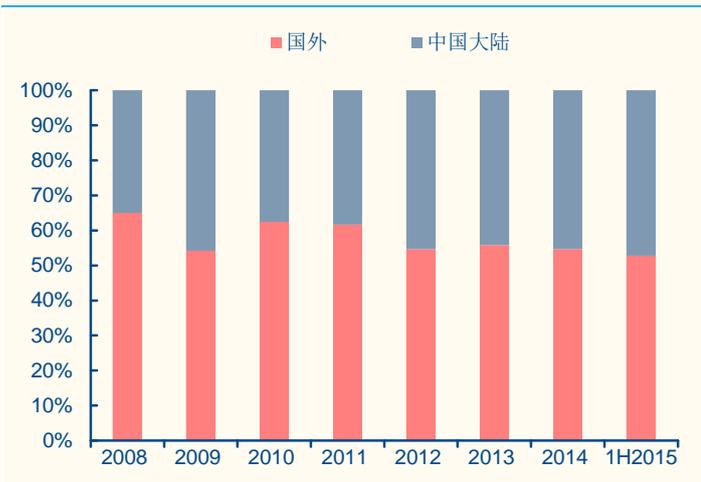


来源：Wind，国金证券研究所

### 品牌授权、电商放量，传统业务有望重拾增长，厨房家电期待扭亏

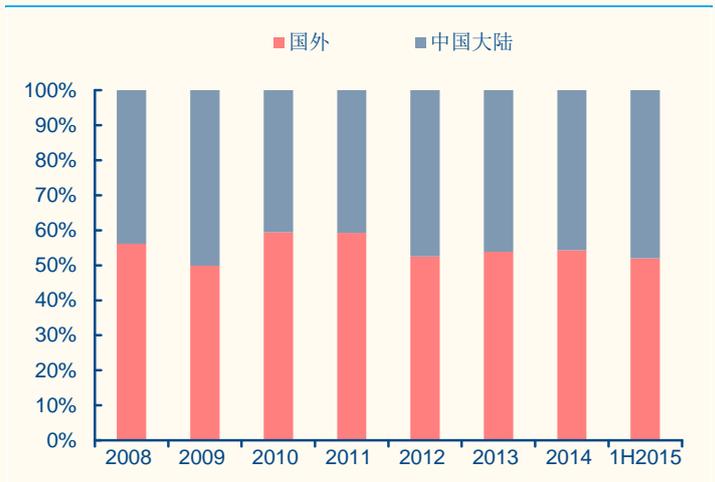
- 中国不锈钢真空保温器皿龙头企业：**中国市场的的中国不锈钢真空保温器皿的保有量仍有较大提升空间。2008 年，中国人均保有量为 0.12 只，而同期欧美为 0.37-0.65 只，日本家庭保有量为 4 只。从供给角度看，行业参与企业规模普遍较小，集中度低。与同业相比，公司在生产制造技术、研发设计和国内营销网络覆盖面等指标都具有明显优势，产销规模近年来均名列行业前两位。公司外销市场主要是北美、日韩和俄罗斯等地区，通过 ODM 和 OEM 等模式与膳魔师、PMI 和 Skater 等国际不锈钢真空保温器皿品牌商建立长期合作关系。受益于国内市场的快速发展，公司的国内业务发展显著快于出口。2015 年上半年，国内业务的收入和毛利占比已经分别从 2010 年的 35.76%/40.45%提高至 46.56%/47.46%。

图表 8：哈尔斯主营收入地区分布



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：哈尔斯主营利润地区分布



来源：Wind，国金证券研究所

- **携手迪士尼等国际知名品牌，分享“全面二胎”及婴童产品消费升级盛宴：**根据中国统计局的数据，2013 和 2014 年中国新生儿数量分别为 1,640/1,687 万人。不少人口学专家预测，“全面二胎”政策落实后，每年可望新增人口 300 万至 800 万。同时，随着居民消费水平不断升级，婴童市场在绝对数量以及消费层次上都将有着较高提升。公司从 2014 年开始布局婴童产品，包括不锈钢奶瓶和卡通形象类的学生杯等小容量产品。当年 4 月，公司获得俄罗斯知名卡通动画片“开心球”的授权，将小朋友们喜闻乐见的“开心球”兔小跳、朱小美和平博士等卡通人物形象元素，应用在保温杯产品中，实现公司婴童系列、年轻时尚系列和户外运动系列等保温杯产品的多元化发展；2015 年 6 月，公司获得迪士尼的动画原型（包括迪士尼标准人物形象、超能陆战队、小公主苏菲亚、玩具总动员 3、赛车总动员、赛车总动员 2、海底总动员、海底总动员 2、头脑特工队和恐龙当家）以及商标授权许可（迪士尼、Disney 和 Disney Baby）。9 月，迪士尼系列水杯已经开始出货。
- **短期业绩承压，16 年有望重现增长：**公司 2015 年业绩压力主要来自子公司杭州哈尔斯仍未扭亏。杭州哈尔斯从 2014 年起明确了发展厨房家用电器、纳米发热材料和供暖产品等三个产业方向。2014 年，这些产品尚处于研发和市场开拓的前期投入阶段，亏损 837.05 万元。2015 年，厨房电器的主打产品真空电热水壶已经批量生产推向市场。由于销量仍然有限，因此该项业务在 2015 年仍将录得亏损。不过，公司已经基本解决了真空电热水壶在销售中遇到的主要问题，市场接受度比较理想，销售状况逐月向好，预计 2016 年能够实现盈亏平衡。同时，由于纳米发热材料的产业化进度尚不理想，为了控制费用，公司或将暂时停止对该业务的投入。2016 年，传统商超渠道将受益于 2015 年去库存以及渠道继续下沉，实现相当增长。电商渠道原本由于公司担心与线下渠道冲突而投放较少款式，目前公司已经跟洛可可成立了一个新的电商品牌 NONOO，主打年轻受众，重新设计线上保温杯产品。未来，NONOO 品牌的运作理念是开发爆款产品，预计将带动公司线上销售快速增长。同时，即将于 2016 年 6 月开园的上海迪斯尼将有力促进相关品牌授权产品的销售。综合以上因素，我们认为公司有望在 2016 年重现较高增长。
- **管理层更替或将注入新的发展活力：**2015 年 10 月至今，公司陆续公告了几项管理层变动：原总经理欧阳波改任负责国际业务的副总经理，原副总经理陈蕴奇、吴国强、陈启令和冯凌飞辞职；新聘任的总裁王琦曾在浙江众泰和奥邦利集团担任高管，副总裁张明曾在海信科龙、华意压缩和广东中铁产业投资担任战略投资官，副总裁黄伟力曾在富士康、美的集团、奔腾和飞利浦担任技术要职。新的管理团队来自多种产业领域，各有专长，或将为公司正在进行的跨产业布局带来新的活力。

## 风险因素

### 原材料价格波动风险

- 不锈钢（包括不锈钢卷板和钢件）成本占公司主营成本约 50%。虽然公司在采购及销售中已采取风险管理措施，但是若未来原材料价格发生大幅波动，将不利于生产预算及成本控制，从而对公司业绩产生重要影响。

### 市场风险

- 公司产品属于充分竞争行业，若公司在技术引进与创新、产品研发设计、营销网络建设等方面的投入或成效不足，导致产品不能充分适应国际国内市场需求，将对公司经营业绩的增长带来不利影响。

### 新业务风险

- 公司通过子公司杭州哈尔斯陆续试水纳米发热材料和厨房用家电产品等业务，若技术研发或市场开发不利，将拖累公司整体业绩。

## 盈利预测

### 关键假设

- 迪士尼等多个国际知名品牌的授权生产带动内销提速，多渠道发力，出口增长相对稳健。
- 主要原材料不锈钢价格保持基本稳定，而国际品牌授权一定程度上提升毛利水平。
- 为推动新业务发展，公司加大市场推广力度，销售费用率较过往年份有所提升；管理费用由于新业务带来的折旧摊销费用亦有提高。

### 盈利预测

图表 10：哈尔斯盈利预测

	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（万元）	40,244.0	49,772.0	51,326.0	59,039.0	72,453.0	75,556.1	97,605.6	120,993.3
不锈钢真空保温器皿	35,041.0	44,981.0	45,542.0	53,090.0	63,891.0	62,485.4	78,731.6	97,627.2
不锈钢非真空器皿	3,137.0	2,325.0	2,926.0	3,145.0	3,727.0	7,752.2	13,023.6	16,930.7
其他	2,066.0	2,466.0	2,858.0	2,804.0	4,835.0	5,318.5	5,850.4	6,435.4
营业成本（万元）	28,819.0	35,959.0	35,965.0	41,535.0	51,216.0	53,979.4	68,764.1	85,866.8
不锈钢真空保温器皿	24,737.0	32,236.0	31,687.0	37,154.0	44,657.0	43,727.3	54,718.5	68,446.4
不锈钢非真空器皿	2,465.0	1,811.0	2,184.0	2,303.0	2,721.0	6,007.9	9,377.0	12,284.9
其他	1,617.0	1,912.0	2,094.0	2,078.0	3,838.0	4,244.2	4,668.6	5,135.4
业务利润（万元）	11,425.0	13,813.0	15,361.0	17,504.0	21,237.0	21,576.7	28,841.5	35,126.5
不锈钢真空保温器皿	10,304.0	12,745.0	13,855.0	15,936.0	19,234.0	18,758.1	24,013.1	29,180.8
不锈钢非真空器皿	672.0	514.0	742.0	842.0	1,006.0	1,744.2	3,646.6	4,645.8
其他	449.0	554.0	764.0	726.0	997.0	1,074.3	1,181.8	1,299.9
毛利率（%）	28.4	27.8	29.9	29.6	29.3	28.6	29.5	29.0
不锈钢真空保温器皿	29.4	28.3	30.4	30.0	30.1	30.0	30.5	29.9
不锈钢非真空器皿	21.4	22.1	25.4	26.8	27.0	22.5	28.0	27.4
其他	21.7	22.5	26.7	25.9	20.6	20.2	20.2	20.2
增速（%）	-	23.7	3.1	15.0	22.7	4.3	29.2	24.0
不锈钢真空保温器皿	-	28.4	1.2	16.6	20.3	-2.2	26.0	24.0
不锈钢非真空器皿	-	-25.9	25.8	7.5	18.5	108.0	68.0	30.0

---

来源：其他	-	19.4	15.9	-1.9	72.4	10.0	10.0	10.0
-------	---	------	------	------	------	------	------	------

---

来源：Wind，国金证券研究所预测

- 基于以上假设，经模型测算得出公司 2015-2017 年净利润分别为 0.46、0.74 和 0.96 亿元，CAGR 为 10.9%，摊薄后每股收益为 0.25、0.41 和 0.53 元/股。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	532	614	747	756	976	1,210
增长率		15.5%	21.6%	1.2%	29.2%	24.0%
主营业务成本	-377	-437	-530	-540	-688	-859
%销售收入	71.0%	71.1%	71.0%	71.4%	70.5%	71.0%
毛利	154	177	216	216	288	351
%销售收入	29.0%	28.9%	29.0%	28.6%	29.5%	29.0%
营业税金及附加	-4	-4	-4	-4	-5	-7
%销售收入	0.8%	0.7%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%
营业费用	-54	-54	-65	-83	-102	-120
%销售收入	10.1%	8.8%	8.7%	11.0%	10.5%	9.9%
管理费用	-55	-57	-77	-87	-107	-126
%销售收入	10.4%	9.2%	10.3%	11.5%	10.9%	10.4%
息税前利润 (EBIT)	41	62	71	42	74	99
%销售收入	7.7%	10.1%	9.5%	5.5%	7.6%	8.2%
财务费用	5	1	4	4	4	4
%销售收入	-0.9%	-0.1%	-0.5%	-0.6%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	-1	-1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	-1	0	0	0
投资收益	1	5	5	5	5	5
%税前利润	2.6%	6.9%	5.7%	8.8%	5.4%	4.2%
营业利润	46	67	78	51	83	108
营业利润率	8.6%	10.8%	10.5%	6.7%	8.5%	8.9%
营业外收支	1	0	2	2	2	2
税前利润	47	66	80	52	85	110
利润率	8.9%	10.8%	10.8%	6.9%	8.7%	9.1%
所得税	-6	-8	-10	-7	-11	-14
所得税率	13.5%	11.7%	12.5%	13.0%	12.9%	12.7%
净利润	41	58	70	46	74	96
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	41	58	70	46	74	96
净利率	7.7%	9.5%	9.4%	6.0%	7.6%	7.9%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	329	310	206	304	353	394
应收款项	58	61	78	76	99	122
存货	81	96	133	117	148	185
其他流动资产	2	3	10	14	17	21
流动资产	471	471	428	511	617	723
%总资产	68.4%	62.6%	52.7%	58.2%	61.7%	64.6%
长期投资	45	49	55	56	55	55
固定资产	129	175	267	278	285	289
%总资产	18.7%	23.3%	32.9%	31.6%	28.5%	25.8%
无形资产	22	21	21	31	40	50
非流动资产	218	281	384	367	383	396
%总资产	31.6%	37.4%	47.3%	41.8%	38.3%	35.4%
<b>资产总计</b>	<b>688</b>	<b>752</b>	<b>812</b>	<b>878</b>	<b>1,000</b>	<b>1,119</b>
短期借款	13	0	0	35	62	69
应付款项	98	123	138	125	159	198
其他流动负债	17	24	27	47	67	85
流动负债	128	146	165	207	288	352
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	1	1	1	0	0	0
<b>负债</b>	<b>129</b>	<b>147</b>	<b>166</b>	<b>207</b>	<b>288</b>	<b>353</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>560</b>	<b>604</b>	<b>646</b>	<b>671</b>	<b>712</b>	<b>766</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>688</b>	<b>752</b>	<b>812</b>	<b>878</b>	<b>1,000</b>	<b>1,119</b>

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.45	0.64	0.77	0.25	0.41	0.53
每股净资产	6.14	6.63	7.08	3.68	3.91	4.20
每股经营现金净流	0.72	0.92	0.40	0.41	0.50	0.64
每股股利	0.15	0.32	0.50	0.11	0.18	0.23
<b>回报率</b>						
净资产收益率	7.28%	9.68%	10.89%	6.80%	10.43%	12.52%
总资产收益率	5.92%	7.78%	8.66%	5.20%	7.43%	8.57%
投入资本收益率	6.22%	9.07%	9.59%	5.12%	8.38%	10.34%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	3.14%	15.47%	21.59%	1.19%	29.18%	23.96%
EBIT增长率	-27.94%	50.81%	13.93%	-41.18%	78.97%	33.01%
净利润增长率	-18.86%	43.47%	20.25%	-35.11%	62.84%	29.10%
总资产增长率	2.38%	9.19%	8.00%	8.13%	13.93%	11.88%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	38	35	33	35	35	35
存货周转天数	82	74	79	79	79	79
应付账款周转天数	85	84	81	75	75	75
固定资产周转天数	48	75	127	130	103	84
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-56.55%	-51.33%	-31.85%	-39.97%	-40.86%	-42.28%
EBIT利息保障倍数	-8.7	-68.8	-17.3	-9.6	-17.5	-23.1
资产负债率	18.71%	19.60%	20.49%	23.56%	28.77%	31.55%

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
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

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

**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：**

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