

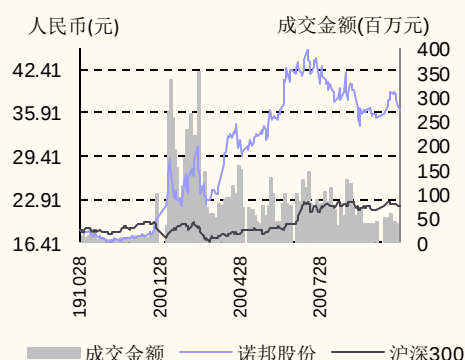
## 诺邦股份 (603238.SH) 买入 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 36.41 元

## 市场数据(人民币)

|               |             |
|---------------|-------------|
| 总股本(亿股)       | 1.24        |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 1.20        |
| 总市值(亿元)       | 45.01       |
| 年内股价最高最低(元)   | 38.95/34.94 |
| 沪深 300 指数     | 4691        |
| 上证指数          | 3251        |



## 相关报告

- 1.《2Q 业绩超预期，维持买入评级-诺邦股份-中报点评》，2020.8.27
- 2.《短期疫情催化，中长期自有品牌发力-诺邦股份-深度报告》，2020.6.30

姜浩

 分析师 SAC 执业编号: S1130520040003  
 jianghao@gjzq.com.cn

## 3Q 业绩继续超预期，维持买入评级

## 公司基本情况(人民币)

| 项目             | 2018   | 2019   | 2020E   | 2021E  | 2022E  |
|----------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 936    | 1,098  | 2,143   | 2,637  | 3,228  |
| 营业收入增长率        | 51.44% | 17.25% | 95.14%  | 23.06% | 22.42% |
| 归母净利润(百万元)     | 55     | 82.53  | 298.01  | 355.53 | 440.77 |
| 归母净利润增长率       | 7.14%  | 49.36% | 261.11% | 19.30% | 23.97% |
| 摊薄每股收益(元)      | 0.460  | 0.688  | 2.411   | 2.876  | 3.565  |
| 每股经营性现金流净额     | 0.94   | 1.78   | 3.74    | 4.66   | 5.79   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 6.72%  | 9.26%  | 27.85%  | 27.68% | 28.46% |
| P/E            | 41.00  | 25.26  | 15.10   | 12.66  | 10.21  |
| P/B            | 2.75   | 2.34   | 4.21    | 3.50   | 2.91   |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 2020 年公司前三季度实现营收 14.9 亿元，同比+87.2%；实现归母净利润 2.2 亿元，同比+218.8%。其中，公司 3Q 实现营收 6.1 亿元，同比+112.9%；实现归母净利润 0.93 亿元，同比+231.5%。

## 经营分析

- 海外二次疫情催化湿巾需求加速释放，3Q 享提价红利。1Q/2Q/3Q 营收增速分别为+36.2%/+107.5%/+112.9%，其中 3Q 营收环比+11.9%，主要原因是公司 2019 年底湿巾 I 期新产能投放并持续爬坡，欧美疫情二次爆发带动湿巾用品需求快速放量，湿巾 OEM 产能利用率不断提升，预计 3Q 公司湿巾业务营收为 4-4.5 亿元，同比增速 150-170%。另一方面，公司在 6 月份对材料业务进行提价且三季度价格保持较好，3Q 公司材料业务营收预计同比增速超 60%，再次验证公司较强的产品定价能力。
- 高毛利湿巾业务优化业务结构，盈利能力再创新高。1Q/2Q/3Q 毛利率 39%/38.5%/40.8%，同比+14.2/10.7/11.7pcts，其中 3Q 毛利率环比+2.3pct，我们判断原因有两点，一方面是由于 3Q 公司上游原料粘胶短纤、涤纶短纤价格环比 2Q 下滑 3.7%、6%，同比下滑 23.6%、29.2%。另一方面高毛利湿巾业务占比的提升，持续优化盈利结构；公司前三季度期间费用率合计同+0.1pct 至 14%，其中财务费用率同增 1.4pct 至 0.85%，主要原因是公司出口业务占比超过 50%，人民币升值形成汇兑损失。
- 尽享海外疫情爆发带来的需求红利+产能持续扩张，远看自有品牌持续爬坡。短期看，公司的材料与湿巾业务有望持续受益于欧美疫情二次爆发带来的需求红利。产能角度，湿巾 II 期产能有望于 2020 年底投产，新增非织造材料产能预计 2021 下半年释放，凭借与下游海外大客户长期保持良好合作，订单量有望稳健增长。长期看，自有品牌邦怡和小植家处于成长爬坡期，看好公司自有品牌长期发展。

## 盈利预测和投资建议

- 考虑到公司前三季度突出的业绩表现及未来清晰的规划，我们对公司 2020-2022 年的 EPS 分别上调 44.7%、44.9%、60.5%至 2.41、2.88 和 3.57 元，当前股价对应 PE 分别为 15.1、12.7 和 10.2 倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 行业扩产失控导致毛利率下滑的风险；上游原材料价格大幅波动的风险；湿巾&干巾业务增长不达预期的风险；销售费用率超预期的风险；汇率风险。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

|                     | 2017         | 2018         | 2019         | 2020E         | 2021E         | 2022E         |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>主营业务收入</b>       | <b>618</b>   | <b>936</b>   | <b>1,098</b> | <b>2,143</b>  | <b>2,637</b>  | <b>3,228</b>  |
| 增长率                 |              | 51.4%        | 17.3%        | 95.1%         | 23.1%         | 22.4%         |
| <b>主营业务成本</b>       | <b>-464</b>  | <b>-715</b>  | <b>-788</b>  | <b>-1,284</b> | <b>-1,638</b> | <b>-2,012</b> |
| <b>%销售收入</b>        | <b>75.0%</b> | <b>76.4%</b> | <b>71.8%</b> | <b>59.9%</b>  | <b>62.1%</b>  | <b>62.3%</b>  |
| <b>毛利</b>           | <b>154</b>   | <b>221</b>   | <b>310</b>   | <b>859</b>    | <b>999</b>    | <b>1,216</b>  |
| <b>%销售收入</b>        | <b>25.0%</b> | <b>23.6%</b> | <b>28.2%</b> | <b>40.1%</b>  | <b>37.9%</b>  | <b>37.7%</b>  |
| <b>营业税金及附加</b>      | <b>-5</b>    | <b>-6</b>    | <b>-7</b>    | <b>-17</b>    | <b>-17</b>    | <b>-21</b>    |
| <b>%销售收入</b>        | <b>0.8%</b>  | <b>0.6%</b>  | <b>0.6%</b>  | <b>0.8%</b>   | <b>0.7%</b>   | <b>0.7%</b>   |
| <b>销售费用</b>         | <b>-37</b>   | <b>-64</b>   | <b>-80</b>   | <b>-152</b>   | <b>-190</b>   | <b>-232</b>   |
| <b>%销售收入</b>        | <b>6.0%</b>  | <b>6.8%</b>  | <b>7.3%</b>  | <b>7.1%</b>   | <b>7.2%</b>   | <b>7.2%</b>   |
| <b>管理费用</b>         | <b>-57</b>   | <b>-43</b>   | <b>-52</b>   | <b>-96</b>    | <b>-119</b>   | <b>-145</b>   |
| <b>%销售收入</b>        | <b>9.3%</b>  | <b>4.6%</b>  | <b>4.7%</b>  | <b>4.5%</b>   | <b>4.5%</b>   | <b>4.5%</b>   |
| <b>研发费用</b>         | <b>0</b>     | <b>-37</b>   | <b>-44</b>   | <b>-81</b>    | <b>-95</b>    | <b>-113</b>   |
| <b>%销售收入</b>        | <b>0.0%</b>  | <b>4.0%</b>  | <b>4.0%</b>  | <b>3.8%</b>   | <b>3.6%</b>   | <b>3.5%</b>   |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b> | <b>55</b>    | <b>71</b>    | <b>126</b>   | <b>512</b>    | <b>579</b>    | <b>704</b>    |
| <b>%销售收入</b>        | <b>8.9%</b>  | <b>7.6%</b>  | <b>11.5%</b> | <b>23.9%</b>  | <b>21.9%</b>  | <b>21.8%</b>  |
| <b>财务费用</b>         | <b>-1</b>    | <b>4</b>     | <b>2</b>     | <b>-18</b>    | <b>5</b>      | <b>7</b>      |
| <b>%销售收入</b>        | <b>0.2%</b>  | <b>-0.5%</b> | <b>-0.2%</b> | <b>0.8%</b>   | <b>-0.2%</b>  | <b>-0.2%</b>  |
| <b>资产减值损失</b>       | <b>-5</b>    | <b>-10</b>   | <b>-9</b>    | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| <b>公允价值变动收益</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>1</b>      | <b>1</b>      | <b>1</b>      |
| <b>投资收益</b>         | <b>5</b>     | <b>6</b>     | <b>2</b>     | <b>2</b>      | <b>2</b>      | <b>2</b>      |
| <b>%税前利润</b>        | <b>8.0%</b>  | <b>7.2%</b>  | <b>1.5%</b>  | <b>0.4%</b>   | <b>0.3%</b>   | <b>0.3%</b>   |
| <b>营业利润</b>         | <b>59</b>    | <b>74</b>    | <b>123</b>   | <b>497</b>    | <b>587</b>    | <b>714</b>    |
| <b>营业利润率</b>        | <b>9.5%</b>  | <b>7.9%</b>  | <b>11.2%</b> | <b>23.2%</b>  | <b>22.2%</b>  | <b>22.1%</b>  |
| <b>营业外收支</b>        | <b>8</b>     | <b>5</b>     | <b>1</b>     | <b>2</b>      | <b>2</b>      | <b>2</b>      |
| <b>税前利润</b>         | <b>67</b>    | <b>79</b>    | <b>124</b>   | <b>499</b>    | <b>589</b>    | <b>716</b>    |
| <b>利润率</b>          | <b>10.8%</b> | <b>8.5%</b>  | <b>11.3%</b> | <b>23.3%</b>  | <b>22.3%</b>  | <b>22.2%</b>  |
| <b>所得税</b>          | <b>-9</b>    | <b>-7</b>    | <b>-18</b>   | <b>-71</b>    | <b>-84</b>    | <b>-102</b>   |
| <b>所得税率</b>         | <b>13.8%</b> | <b>9.4%</b>  | <b>14.2%</b> | <b>14.2%</b>  | <b>14.2%</b>  | <b>14.2%</b>  |
| <b>净利润</b>          | <b>57</b>    | <b>72</b>    | <b>106</b>   | <b>428</b>    | <b>505</b>    | <b>615</b>    |
| <b>少数股东损益</b>       | <b>6</b>     | <b>17</b>    | <b>24</b>    | <b>130</b>    | <b>149</b>    | <b>174</b>    |
| <b>归属于母公司的净利润</b>   | <b>52</b>    | <b>55</b>    | <b>83</b>    | <b>298</b>    | <b>356</b>    | <b>441</b>    |
| <b>净利率</b>          | <b>8.3%</b>  | <b>5.9%</b>  | <b>7.5%</b>  | <b>13.9%</b>  | <b>13.5%</b>  | <b>13.7%</b>  |

**现金流量表 (人民币百万元)**

|                 | 2017        | 2018        | 2019        | 2020E       | 2021E       | 2022E       |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>净利润</b>      | <b>57</b>   | <b>72</b>   | <b>106</b>  | <b>428</b>  | <b>505</b>  | <b>615</b>  |
| <b>少数股东损益</b>   | <b>6</b>    | <b>17</b>   | <b>24</b>   | <b>130</b>  | <b>149</b>  | <b>174</b>  |
| <b>非现金支出</b>    | <b>37</b>   | <b>56</b>   | <b>61</b>   | <b>22</b>   | <b>23</b>   | <b>25</b>   |
| <b>非经营收益</b>    | <b>-4</b>   | <b>-13</b>  | <b>-4</b>   | <b>-25</b>  | <b>-5</b>   | <b>-5</b>   |
| <b>营运资金变动</b>   | <b>-12</b>  | <b>-2</b>   | <b>50</b>   | <b>24</b>   | <b>36</b>   | <b>60</b>   |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>79</b>   | <b>113</b>  | <b>214</b>  | <b>449</b>  | <b>559</b>  | <b>695</b>  |
| <b>资本开支</b>     | <b>-52</b>  | <b>-204</b> | <b>-258</b> | <b>-152</b> | <b>-113</b> | <b>-93</b>  |
| <b>投资</b>       | <b>-105</b> | <b>0</b>    | <b>-2</b>   | <b>1</b>    | <b>1</b>    | <b>1</b>    |
| <b>其他</b>       | <b>-340</b> | <b>194</b>  | <b>74</b>   | <b>2</b>    | <b>2</b>    | <b>2</b>    |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>-497</b> | <b>-11</b>  | <b>-185</b> | <b>-149</b> | <b>-110</b> | <b>-90</b>  |
| <b>股权募资</b>     | <b>367</b>  | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>1</b>    | <b>0</b>    |
| <b>债权募资</b>     | <b>130</b>  | <b>-11</b>  | <b>-139</b> | <b>-16</b>  | <b>-18</b>  | <b>0</b>    |
| <b>其他</b>       | <b>-26</b>  | <b>-18</b>  | <b>40</b>   | <b>-120</b> | <b>-143</b> | <b>-176</b> |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>471</b>  | <b>-29</b>  | <b>-99</b>  | <b>-136</b> | <b>-160</b> | <b>-176</b> |
| <b>现金净流量</b>    | <b>52</b>   | <b>73</b>   | <b>-70</b>  | <b>164</b>  | <b>290</b>  | <b>429</b>  |

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

|                 | 2017         | 2018         | 2019         | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>货币资金</b>     | <b>283</b>   | <b>334</b>   | <b>205</b>   | <b>370</b>   | <b>660</b>   | <b>1,088</b> |
| <b>应收账款</b>     | <b>85</b>    | <b>129</b>   | <b>149</b>   | <b>221</b>   | <b>294</b>   | <b>360</b>   |
| <b>存货</b>       | <b>110</b>   | <b>142</b>   | <b>166</b>   | <b>250</b>   | <b>314</b>   | <b>380</b>   |
| <b>其他流动资产</b>   | <b>214</b>   | <b>60</b>    | <b>82</b>    | <b>79</b>    | <b>80</b>    | <b>82</b>    |
| <b>流动资产</b>     | <b>692</b>   | <b>665</b>   | <b>602</b>   | <b>920</b>   | <b>1,348</b> | <b>1,911</b> |
| <b>%总资产</b>     | <b>50.7%</b> | <b>44.8%</b> | <b>37.4%</b> | <b>44.3%</b> | <b>52.0%</b> | <b>59.2%</b> |
| <b>长期投资</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>固定资产</b>     | <b>406</b>   | <b>572</b>   | <b>747</b>   | <b>838</b>   | <b>923</b>   | <b>986</b>   |
| <b>%总资产</b>     | <b>29.8%</b> | <b>38.5%</b> | <b>46.4%</b> | <b>40.4%</b> | <b>35.6%</b> | <b>30.6%</b> |
| <b>无形资产</b>     | <b>227</b>   | <b>242</b>   | <b>252</b>   | <b>258</b>   | <b>265</b>   | <b>271</b>   |
| <b>非流动资产</b>    | <b>673</b>   | <b>821</b>   | <b>1,007</b> | <b>1,155</b> | <b>1,246</b> | <b>1,316</b> |
| <b>%总资产</b>     | <b>49.3%</b> | <b>55.2%</b> | <b>62.6%</b> | <b>55.7%</b> | <b>48.0%</b> | <b>40.8%</b> |
| <b>资产总计</b>     | <b>1,365</b> | <b>1,485</b> | <b>1,609</b> | <b>2,075</b> | <b>2,594</b> | <b>3,226</b> |
| <b>短期借款</b>     | <b>52</b>    | <b>170</b>   | <b>36</b>    | <b>18</b>    | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>应付款项</b>     | <b>264</b>   | <b>332</b>   | <b>491</b>   | <b>647</b>   | <b>810</b>   | <b>988</b>   |
| <b>其他流动负债</b>   | <b>27</b>    | <b>24</b>    | <b>35</b>    | <b>58</b>    | <b>70</b>    | <b>86</b>    |
| <b>流动负债</b>     | <b>342</b>   | <b>526</b>   | <b>563</b>   | <b>724</b>   | <b>880</b>   | <b>1,073</b> |
| <b>长期贷款</b>     | <b>134</b>   | <b>5</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>其他长期负债</b>   | <b>12</b>    | <b>19</b>    | <b>18</b>    | <b>14</b>    | <b>14</b>    | <b>14</b>    |
| <b>负债</b>       | <b>488</b>   | <b>550</b>   | <b>581</b>   | <b>738</b>   | <b>894</b>   | <b>1,087</b> |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>779</b>   | <b>822</b>   | <b>891</b>   | <b>1,070</b> | <b>1,284</b> | <b>1,549</b> |
| 其中：股本           | 120          | 120          | 120          | 120          | 120          | 120          |
| 未分配利润           | 295          | 334          | 397          | 576          | 789          | 1,054        |
| 少数股东权益          | 97           | 113          | 137          | 267          | 416          | 590          |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>1,365</b> | <b>1,485</b> | <b>1,609</b> | <b>2,075</b> | <b>2,594</b> | <b>3,226</b> |

**比率分析**

|               | 2017    | 2018    | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>每股指标</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 每股收益          | 0.430   | 0.460   | 0.688   | 2.411   | 2.876   | 3.565   |
| 每股净资产         | 6.490   | 6.854   | 7.424   | 8.656   | 10.389  | 12.529  |
| 每股经营现金净流      | 0.657   | 0.941   | 1.783   | 3.738   | 4.662   | 5.789   |
| 每股股利          | 0.000   | 0.000   | 0.000   | 0.993   | 1.185   | 1.469   |
| <b>回报率</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 净资产收益率        | 6.62%   | 6.72%   | 9.26%   | 27.85%  | 27.68%  | 28.46%  |
| 总资产收益率        | 3.78%   | 3.72%   | 5.13%   | 14.36%  | 13.70%  | 13.66%  |
| 投入资本收益率       | 4.42%   | 5.78%   | 10.11%  | 32.41%  | 29.20%  | 28.25%  |
| <b>增长率</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 主营业务收入增长率     | 17.60%  | 51.44%  | 17.25%  | 95.14%  | 23.06%  | 22.42%  |
| EBIT增长率       | -13.27% | 29.98%  | 76.82%  | 306.36% | 13.07%  | 21.67%  |
| 净利润增长率        | -13.20% | 7.14%   | 49.36%  | 261.11% | 19.30%  | 23.97%  |
| 总资产增长率        | 174.06% | 8.85%   | 8.31%   | 28.97%  | 25.04%  | 24.36%  |
| <b>资产管理能力</b> |         |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数      | 30.6    | 36.8    | 41.6    | 35.0    | 38.0    | 38.0    |
| 存货周转天数        | 64.3    | 64.3    | 71.1    | 71.0    | 70.0    | 69.0    |
| 应付账款周转天数      | 61.7    | 71.4    | 83.8    | 70.0    | 70.0    | 70.0    |
| 固定资产周转天数      | 219.0   | 157.0   | 194.1   | 108.2   | 92.7    | 77.8    |
| <b>偿债能力</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益      | -10.98% | -16.98% | -19.71% | -28.78% | -40.75% | -52.45% |
| EBIT利息保障倍数    | 42.8    | -16.8   | -70.1   | 28.1    | -121.0  | -97.3   |
| 资产负债率         | 35.79%  | 37.01%  | 36.10%  | 35.57%  | 34.45%  | 33.70%  |

**市场中相关报告评级比率分析**

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二个月内 | 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    |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

来源：朝阳永续

**历史推荐和目标定价(人民币)**

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价    | 目标价         |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1  | 2020-06-30 | 买入 | 41.81 | 52.60~52.60 |
| 2  | 2020-08-27 | 买入 | 38.85 | N/A         |
|    |            |    |       |             |
|    |            |    |       |             |
|    |            |    |       |             |
|    |            |    |       |             |
|    |            |    |       |             |
|    |            |    |       |             |

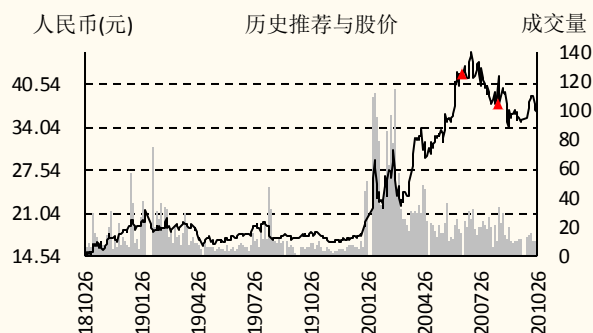
来源：国金证券研究所

**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


**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 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%以上。

**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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**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 7GH