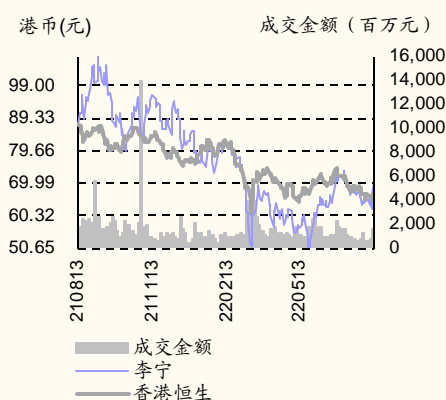


市价(港币): 70.100元

## 市场数据(港币)

收盘价(元)	70.100
流通港股(百万股)	2,617.87
总市值(百万元)	183,512.90
年内股价最高最低(元)	107.70/50.650
香港恒生指数	20175.62



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	22.87	-15.24	-19.79
相对香港恒生	21.48	3.76	3.76

## 相关报告

- 《李宁 1Q22 经营数据点评-经营健康向上, 全年预期不改》, 2022.4.20
- 《李宁 2021 年报点评-年报大超预期, 开年增长强劲》, 2022.3.21
- 《李宁 3Q21 经营数据点评-逆流而上, 韧性凸显》, 2021.10.27
- 《李宁 2021 半年报点评-业绩表现再超预期, 经营质量持续向好》, 2021.8.17

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003  
xieliyuan@gjzq.com.cn

中报交出满意答卷, 期待长期 $\alpha$ 的胜利

## 主要财务指标

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14,479	22,667	27,226	32,971	40,063
营业收入增长率	4.32%	56.55%	20.11%	21.10%	21.51%
归母净利润(百万元)	1,698	4,011	4,863	6,043	7,433
归母净利润增长率	13.30%	136.14%	21.24%	24.26%	23.01%
摊薄每股收益(元)	0.649	1.533	1.858	2.309	2.840
每股经营性现金流净额	1.06	0.00	2.08	2.75	3.35
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.55%	19.01%	18.78%	18.97%	18.96%
P/E	92.88	39.33	32.44	26.11	21.22
P/B	21.12	8.69	7.09	5.76	4.68

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 公司 8.12 发布 1H22 业绩, 实现营收 124.09 亿元 (+21.7%), 归母净利润 21.89 亿元 (+11.6%), 扣非净利 20.05 亿元 (+5.7%), 符合此前预期。

## 评论

- 逆势韧性凸显, Q2 线下经营稳健、电商超预期增长。**按品类拆分, 鞋类收入同比高增 47%, 占比首超服饰, 上半年“超轻 19”爆款跑鞋销售近 200 万双, 反映公司专业跑鞋、篮球鞋护城河再加深; 按渠道, 直营/批发分别同增 11%/29%, 收入增长主要源于 1) 聚焦高质量门店布局, 主品牌直营店净增 100 家; 2) 运营提效提振单店表现。流水方面, 在疫情影响客流大幅下滑、21 年新疆棉高基数背景下, 公司 Q2 流水仅高单位数下降, 且电商渠道逆势实现中单位数超预期增长, 叠加 3/6 个月新品售罄率较 19/20 年同期明显改善, 反映公司产品力提升冲淡疫情影响, 实现逆势优质增长。
- 严格控费缓解盈利端压力。**1H22 公司整体毛利率为 50% (-5.9Pct), 主要系折扣加深叠加成本上涨影响。1H22 公司销售/管理费用率分别为 27.3% (-0.8Pct) / 4.2% (-0.1Pct), 公司严控费用开支叠加政府补贴部分冲淡毛利率下滑影响, 对应净利率同比下滑 1.6Pct 至 17.6%, 符合此前预期。
- 库存结构改善, 周转保持健康。**1H22 存货水平同增 40%-50%高段至 20.83 亿元, 主要系公司扩大生意规模、保证新品供应等, 全渠道库销比维持 3.6 个月, 且 6 个月以上存货占比降至 21%, 存货结构同比改善。
- 品牌势能持续引领, 篮球新品重磅发布:**公司 7.28 发布韦德无限 3.0、JB1 代、驭帅等多款高端篮球鞋新品, 部分单品在核心中底方面采用全掌露+勺型碳板结合技术、提供强大推坐力与极致专业体验。随着篮球鞋、跑鞋等专业品类科技不断迭代, 李宁品牌势能加固, 引领高质量增长。

## 投资建议及风险提示

- 公司凭借品牌、产品力提升冲淡疫情不利影响, 取得了领先于同业的表現, 且持续修炼内功, 加强产品、零售运营效率。展望全年, 我们期待 $\alpha$ 的胜利, 坚定看好在消费复苏升级大趋势下公司的长期确定性增长。维持此前盈利预测, 预计 22-24 年公司净利润分别为 48.63/60.43/74.33 亿元, 当前股价对应 PE 为 32/26/21 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 提价不及预期、疫情扩散影响销售。

## 1、逆势维持业绩增长，短期线下流水承压

1H22 公司实现营收 124.09 亿元，同比增长 21.7%，实现归母净利 21.89 亿元，同比增长 11.6%，扣非净利 20.05 亿元，同比增长 5.7%，疫情下仍实现良好表现，符合此前预期。

### 1.1、收入拆分：鞋类、批发增长亮眼

按品类拆分，鞋类/服装/配件和器材分别实现营收 67.59/49.07/7.43 亿元，同比增长 47.09%/-3.04%/37.34%。品类结构整体有所变动，鞋类营收占比上升 9.41pct，体现公司专业篮球鞋、跑鞋产品力及市场认可度大幅提升，聚焦专业运动策略效果惊艳；服装类占比下降 10.09pct，配件和器材营收占比上升 0.68pct。

图表 1：2022H1 收入按品类拆分（百万元，%）

	2021H1		2022H1		变动	
	营收	占比	营收	占比	营收	占比 (pct)
鞋	4595	45.06%	6759	54.47%	47.09%	9.41
服装	5061	49.63%	4907	39.54%	-3.04%	-10.09
配件和器材	541	5.31%	743	5.99%	37.34%	0.68
集团整体	10197	-	12409	-	21.69%	-

来源：公司公告，国金证券研究所

按渠道拆分，公司上半年收入同比增长 21.69%，其中批发收入 59.01 亿元 (+28.59%)，占比 47.55% (+2.55pct)；直营收入 27.87 亿元 (+10.64%)，占比 22.46% (-2.24pct)；电商收入 35.34 亿元 (+19.11%)，占比 28.48% (-0.62pct)，国际市场收入 1.86 亿元 (+52.46%)，同比 1H19 增速分别为 43.15%、38.17%、42.88%、65.39%。

图表 2：2022H1 收入按渠道拆分（百万元，%）

	2021H1		2022H1		变动	
	营收	占比	营收	占比	营收	占比 (pct)
直营	2519	24.70%	2787	22.46%	10.64%	-2.24
批发	4589	45.00%	5901	47.55%	28.59%	2.55
电商	2967	29.10%	3534	28.48%	19.11%	-0.62
国际	122	1.20%	186	1.50%	52.46%	0.30
集团整体	10197	-	12409	-	21.69%	-

来源：公司公告，国金证券研究所

### 1.2、流水拆分：线下拖累整体表现，新品流水占比提升

分渠道来看，2Q22 公司全渠道流水实现高单位数下降，其中因部分城市疫情影响导致客流受损，线下同比下降高单位数，电商逆势取得中单位数增长。新品线下流水取得 10%-20%中段增长，6 个月以内新品流水占比提升 6pct 至 91%，表现符合预期。

图表 3：3Q20-2Q22 各渠道零售流水变化情况

	2020 Q3	2020 Q4	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2022 Q1	2022 Q2
全渠道零售流水	中单位数	10-20%中段	80-90%高段	90%-100%低段	40-50%低段	30-40%低段	20%-30%高段	高单位数下降
线下	低单位数下降	10-20%低段	80-90%低段	90%-100%低段	30-40%高段	20-30%高段	20-30%中段	高单位数下降
零售	持平	中单位数增长	90-100%低段	80%-90%高段	30-40%中段	20-30%高段	20%-30%中段	高单位数下降

批发	低单位数下降	10-20%低段	80-90%低段	90%-100%低段	30-40%高段	20-30%高段	10%-20%低段	高单位数下降
电商	40%-50%低段	30-40%中段	100%	90%-100%高段	50-60%中段	40-50%低段	30-40%中段	中单增长

来源：公司公告，国金证券研究所（未特别标注下滑的均为正增长）

**分品类来看**，1H22 全平台流水实现 8% 的同比增长，其中篮球品类同比增长 30%（占比 28%），跑步品类同比增长 10%（占比 20%），健身品类同比增长 9%（占比 12%），运动生活品类流水同比增长 1%（占比 39%）。

**同店方面**，2Q22 公司全渠道同店销售实现 10%-20%低段下降，其中零售、批发渠道实现 10%-20%高段下降，电商渠道实现低单位数增长。

图表 4：3Q20-2Q22 各渠道同店流水变化情况

	2020 Q3	2020 Q4	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2022 Q1	2022 Q2
全渠道同店	低单位数	10-20%低段	-	80%-90%低段	20-30%高段	20-30%低段	20%-30%低段	10%-20%低段下降
零售	中单位数下降	高单位数	-	90%-100%低段	30-40%低段	20-30%中段	20-30%中段	10%-20%高段下降
批发	中单位数下降	中单位数	-	70%-80%低段	20-30%中段	10-20%高段	10-20%低段	10%-20%高段下降
电商	30%-40%高段	30-40%低段	-	80%-90%高段	30-40%中段	20-30%高段	30-40%中段	低单位数

来源：公司公告，国金证券研究所（未特别标注下滑的均为正增长）

**渠道数量方面**，公司保持稳健拓店节奏，注重在购物中心等优质渠道开设高效大店。从渠道数量来看，截至 1H22 公司门店合计约 7112 家、较年初净减少 25 家。其中直营、批发门店（不包括李宁 Young）分别为 1265 家（较年初净增 100 家）、4672 家（较年初净减少 98 家），与此同时店铺总销售面积及单店平均面积均同比增长超过 20%，反映大店战略持续推进。由于 2Q 疫情影响线下客流，开店贡献大部分流水增长。

## 2、盈利能力：毛利率有所承压，费用管控支撑盈利空间

**毛利率**：1H22 公司整体毛利率为 50.0%，同比减少 5.9pct。其中电商业、直营渠道和批发业务分别影响整体毛利率下降 1.7pct、1.7pct、1.4pct。总体来看，今年新品销售部分冲淡成本上涨、折扣加深对利润端带来的负向影响，预计全年毛利率下滑不超过 1%。

**费用率**：1H22 公司期间费用率为 32.2%、同比下降 5.1pct，其中销售、管理、财务费用率分别为 27.3%（-0.8pct）、4.2%（-0.1pct）、-0.1%，控费效应显现。

**净利率**：1H22 公司净利率为 17.64%，同比下降 1.6pct，主要由于整体毛利率下行所致。

## 3、营运能力：库存结构改善，现金状况良好

**存货方面**，1H22 公司存货同比增长 50%至 20.83 亿元，其中 6 个月以上库存占比同比下降至 21%左右；6 个月以下新品同比提升 2pct 至 79%，整体存货周转天数上升 2 天至 55 天，库存周转仍处于健康水平，库龄结构有所改善。

**现金流方面**，1H22 公司经营性净现金流同比下滑 52.39%至 15.83 亿元，主要系公司疫情下延长供应商付款周期、以及原材料涨价导致采购金额上升。

#### 4、展望：强化运营能力，品牌势能促进长期成长

1H22 公司继续以聚焦消费者、市场和商品卖场为核心战略，持续提升公司经营效率，主要体现在追求全渠道效率、店铺运营效率、库存效率、商品经营效率、组织架构效率以及成本效率等，促进长期高质量增长。

- 1) **商品：**公司践行产品、商品双驱动的运营体制，不断强化经营效率。具体来看，公司在确保单店商品宽度的前提下增强核心款深度，实现商品聚焦、优化商品结构；另一方面公司有意识提升专业产品影响，将超轻跑鞋销售经验逐步复制到跑步、篮球等其他产品中，提高专业产品市场份额。
- 2) **渠道：**坚定“大店战略”，加速优质门店开设，并于核心城市开设地标性旗舰店，从而提升渠道效率。1H22 公司店铺总销售面积同增 20%-30%低段，单店平均面积达到 320 平方米，月店效约 45 万人民币。未来公司将继续进驻购物中心等优质渠道，并加强低线城市标志性大店布局。
- 3) **供应链：**明确变被动生产为主动的策略，持续整合供应链，强化品质管控意识、严格落实管理制度。1H22 供应链整体产能提升 30%，其中鞋产能提升 50%-60%中段，服产能提升 20%-30%中段，有效缓解此前部分款供应不足问题。与此同时，公司还通过材料整合采购、与供应商协同增效、开发费用优化等措施有效控制成本。

另外，公司于 8 月 1 日与我国中学生体育协会官宣展开 10 年战略合作，一方面成为我国初中篮球联赛、我国中学生篮球锦标赛初中组别的战略合作伙伴及唯一指定运动装备赞助商，为青少年球员及教练员提供专业篮球运动设备；另一方面公司将继续与协会在校园体育赛事、培训及校园体育教育等领域建立长期战略合作关系，搭建校园体育的成长平台，并持续利用其品牌力、赛事与渠道资源等，赋能校园篮球教育的长期发展。

#### 5、投资建议

公司凭借品牌、产品力提升冲淡疫情不利影响，取得了领先于同业的表现，且持续修炼内功，加强产品、零售运营效率。展望全年，我们期待 $\alpha$ 的胜利，坚定看好在消费复苏升级大趋势下公司的长期确定性增长。维持此前盈利预测，预计 22-24 年公司净利润分别为 48.63/60.43/74.33 亿元，当前股价对应 PE 为 32/26/21 倍，维持“买入”评级。

#### 6、风险提示

**提价不及预期：**若公司整体提价幅度未达到预期目标，可能对公司业绩表现有所影响。

**疫情扩散影响销售：**若国内疫情反复导致线下客流下滑，可能拖累公司门店销售表现。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (百万元)							资产负债表 (百万元)							
	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>主营业务收入</b>	<b>13,880</b>	<b>14,479</b>	<b>22,667</b>	<b>27,226</b>	<b>32,971</b>	<b>40,063</b>	货币资金	5,961	7,187	14,745	19,738	26,376	34,583	
增长率	31.8%	4.3%	56.6%	20.1%	21.1%	21.5%	应收款项	726	724	982	1,272	1,522	1,839	
<b>主营业务成本</b>	<b>7,064</b>	<b>7,363</b>	<b>10,603</b>	<b>12,519</b>	<b>14,960</b>	<b>17,991</b>	存货	1,407	1,346	1,773	2,215	2,610	3,131	
%销售收入	50.9%	50.9%	46.8%	46.0%	45.4%	44.9%	其他流动资产	445	520	1,173	1,418	1,730	2,101	
<b>毛利</b>	<b>6,805</b>	<b>7,094</b>	<b>11,969</b>	<b>14,637</b>	<b>17,991</b>	<b>22,052</b>	流动资产	8,539	9,777	18,672	24,644	32,238	41,655	
%销售收入	49.0%	49.0%	52.8%	53.8%	54.6%	55.0%	%总资产	68.1%	67.0%	61.7%	67.5%	72.5%	76.9%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期投资	1,057	1,101	1,267	1,296	1,327	1,360	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	1,039	1,065	1,626	1,774	1,920	2,055	
<b>销售费用</b>	<b>4,445</b>	<b>4,425</b>	<b>6,138</b>	<b>7,373</b>	<b>8,864</b>	<b>10,771</b>	%总资产	8.3%	7.3%	5.4%	4.9%	4.3%	3.8%	
%销售收入	32.0%	30.6%	27.1%	27.1%	26.9%	26.9%	无形资产	1,175	1,257	1,520	1,543	1,592	1,618	
<b>管理费用</b>	<b>968</b>	<b>805</b>	<b>1,111</b>	<b>1,303</b>	<b>1,536</b>	<b>1,854</b>	非流动资产	4,008	4,817	11,603	11,889	12,215	12,516	
%销售收入	7.0%	5.6%	4.9%	4.8%	4.7%	4.6%	%总资产	31.9%	33.0%	38.3%	32.5%	27.5%	23.1%	
<b>研发费用</b>	<b>362</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>434</b>	<b>593</b>	<b>761</b>	<b>资产总计</b>	<b>12,547</b>	<b>14,594</b>	<b>30,275</b>	<b>36,533</b>	<b>44,453</b>	<b>54,171</b>	
%销售收入	2.6%	0.0%	0.0%	1.6%	1.8%	1.9%	短期借款	0	0	0	0	0	0	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,040</b>	<b>1,855</b>	<b>4,815</b>	<b>5,596</b>	<b>7,019</b>	<b>8,685</b>	应付款项	1,348	1,227	1,599	2,023	2,373	2,847	
%销售收入	7.5%	12.8%	21.2%	20.6%	21.3%	21.7%	其他流动负债	3,368	3,788	6,105	7,144	8,743	10,628	
<b>财务费用</b>	<b>-54</b>	<b>-87</b>	<b>-156</b>	<b>-89</b>	<b>-114</b>	<b>-147</b>	流动负债	4,717	5,015	7,704	9,167	11,116	13,475	
%销售收入	-0.4%	-0.6%	-0.7%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	长期贷款	0	0	0	10	21	33	
	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	707	889	1,467	1,467	1,467	1,467	
	0	0	0	0	0	0	负债	5,423	5,904	9,171	10,643	12,604	14,975	
<b>投资收益</b>	<b>343</b>	<b>83</b>	<b>159</b>	<b>184</b>	<b>167</b>	<b>178</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>7,122</b>	<b>8,687</b>	<b>21,102</b>	<b>25,887</b>	<b>31,846</b>	<b>39,194</b>	
%税前利润	18.5%	3.7%	3.0%	3.1%	2.3%	2.0%	其中：股本	214	228	239	239	239	239	
<b>营业利润</b>	<b>1,402</b>	<b>1,855</b>	<b>4,768</b>	<b>5,596</b>	<b>7,019</b>	<b>8,685</b>	未分配利润	6,903	8,479	20,863	25,648	31,608	38,955	
营业利润率	10.1%	12.8%	21.0%	20.6%	21.3%	21.7%	少数股东权益	3	3	3	3	3	3	
<b>营业外收支</b>	<b>56</b>	<b>223</b>	<b>245</b>	<b>61</b>	<b>70</b>	<b>54</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>12,547</b>	<b>14,594</b>	<b>30,275</b>	<b>36,533</b>	<b>44,453</b>	<b>54,171</b>	
<b>税前利润</b>	<b>1,857</b>	<b>2,248</b>	<b>5,328</b>	<b>5,930</b>	<b>7,369</b>	<b>9,065</b>	<b>比率分析</b>		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
利润率	13.4%	15.5%	23.5%	21.8%	22.4%	22.6%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>357</b>	<b>549</b>	<b>1,317</b>	<b>1,067</b>	<b>1,326</b>	<b>1,632</b>	每股收益	0.573	0.649	1.533	1.858	2.309	2.840	
所得税率	19.3%	24.4%	24.7%	18.0%	18.0%	18.0%	每股净资产	2.721	3.320	8.064	9.892	12.170	14.977	
<b>净利润</b>	<b>1,499</b>	<b>1,698</b>	<b>4,011</b>	<b>4,863</b>	<b>6,043</b>	<b>7,433</b>	每股经营现金净流	1.339	1.056	0.000	2.083	2.747	3.354	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.155	0.205	0.460	0.324	0.349	0.359	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,499</b>	<b>1,698</b>	<b>4,011</b>	<b>4,863</b>	<b>6,043</b>	<b>7,433</b>	<b>回报率</b>							
净利率	10.8%	11.7%	17.7%	17.9%	18.3%	18.6%	净资产收益率	21.05%	19.55%	19.01%	18.78%	18.97%	18.96%	
<b>现金流量表 (百万元)</b>							总资产收益率	11.95%	11.64%	13.25%	13.31%	13.59%	13.72%	
	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	投入资本收益率	10.72%	14.63%	16.06%	16.77%	17.26%	17.50%	
<b>净利润</b>	<b>1,499</b>	<b>1,698</b>	<b>4,011</b>	<b>4,863</b>	<b>6,043</b>	<b>7,433</b>	<b>增长率</b>							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	31.85%	4.32%	56.55%	20.11%	21.10%	21.51%	
<b>非现金支出</b>	<b>10</b>	<b>-85</b>	<b>0</b>	<b>-245</b>	<b>-237</b>	<b>-232</b>	EBIT增长率	132.16%	78.37%	159.61%	16.22%	25.42%	23.74%	
<b>非经营收益</b>	<b>1,176</b>	<b>142</b>	<b>0</b>	<b>563</b>	<b>1,097</b>	<b>1,278</b>	净利润增长率	109.59%	13.30%	136.14%	21.24%	24.26%	23.01%	
<b>营运资金变动</b>	<b>1,176</b>	<b>142</b>	<b>0</b>	<b>563</b>	<b>1,097</b>	<b>1,278</b>	总资产增长率	43.77%	16.31%	107.45%	20.67%	21.68%	21.86%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,503</b>	<b>2,763</b>	<b>0</b>	<b>5,450</b>	<b>7,188</b>	<b>8,778</b>	<b>资产管理能力</b>							
<b>资本开支</b>	<b>-686</b>	<b>-746</b>	<b>0</b>	<b>-440</b>	<b>-480</b>	<b>-460</b>	应收账款周转天数	18.1	16.6	14.6	15.7	15.5	15.4	
投资	-24	-75	0	-195	-235	-269	存货周转天数	72.7	66.7	61.0	64.6	63.7	63.5	
其他	136	-171	0	245	237	232	应付账款周转天数	69.7	60.8	55.1	59.0	57.9	57.8	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-573</b>	<b>-992</b>	<b>0</b>	<b>-389</b>	<b>-478</b>	<b>-497</b>	固定资产周转天数	27.3	26.8	26.2	23.8	21.3	18.7	
<b>股权募资</b>	<b>56</b>	<b>189</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>							
<b>债权募资</b>	<b>-326</b>	<b>-325</b>	<b>0</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	净负债/股东权益	-73.76%	-72.47%	-62.92%	-70.28%	-77.73%	-83.92%	
<b>其他</b>	<b>-378</b>	<b>-378</b>	<b>0</b>	<b>-77</b>	<b>-83</b>	<b>-86</b>	EBIT利息保障倍数	-19.2	-21.4	-30.9	-63.1	-61.7	-59.1	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-649</b>	<b>-513</b>	<b>0</b>	<b>-67</b>	<b>-72</b>	<b>-74</b>	资产负债率	43.22%	40.46%	30.29%	29.13%	28.35%	27.64%	
<b>现金净流量</b>	<b>2,290</b>	<b>1,226</b>	<b>0</b>	<b>4,994</b>	<b>6,638</b>	<b>8,207</b>								

### 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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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, 国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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, 亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用, 在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险, 可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密, 只有符合条件的收件人才能使用。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; 本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要, 不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具, 本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告, 则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议, 国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有, 保留一切权利。

#### 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: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号  
嘉里建设广场 T3-2402