

## 凯撒股份 (002425.SZ)

## 服装行业

## 新股研究

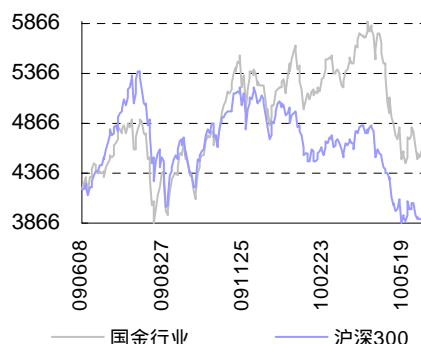
上市定价(人民币): 20.00-26.00 元

目标价格(人民币): 18.72-22.47 元

长期竞争力评级: 等于行业均值

## 市场数据(人民币)

发行价(元)	22.00
发行 A 股数量(百万股)	27.00
总股本(百万股)	107.00
国金服装指数	4584.34
沪深 300 指数	2744.39
中小板指数	5709.16



## 定位高端的一家品牌服饰公司

## 公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.551	0.730	0.749	0.906	1.086
每股净资产(元)	2.38	3.13	8.35	8.86	9.82
每股经营性现金流(元)	0.74	0.56	0.62	0.83	1.03
市盈率(倍)	N/A	N/A	29.38	24.27	20.26
行业优化市盈率(倍)	13.79	27.78	27.78	27.78	27.78
净利润增长率(%)	0.81%	32.49%	37.26%	21.04%	19.78%
净资产收益率(%)	23.13%	23.33%	8.97%	10.23%	11.06%
总股本(百万股)	80.00	80.00	107.00	107.00	107.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 基本结论、价值评估与投资建议

## ■ 2010 年国内服装零售将平稳复苏

- 虽然受金融危机冲击,但是 2009 年中国服装零售市场依然保持两位数的增长,未来持续复苏过程中;
- 中长期看,中国宏观经济形势稳定向好,人均可支配收入不断提高,居民衣着类消费支出不断增长,城市化进程加速等,将是中国品牌服装零售长期保持较快增长的有效保障。

## ■ 公司以皮衣起家,是定位于高端的一家品牌服装企业,未来重点发展男女装品牌零售,业绩增长更多依赖于国内服装市场整体的发展:

- 公司采用商场销售,经销商销售与自营店销售三种模式拓展零售终端渠道。截止到 2009 年末,拥有 253 家店铺,其中 22 家自营店;
- 皮衣市场平稳,而男女装经营更依赖于公司品牌建设水平。经过十几年的经营,公司 09 年主营收入刚超过 3 亿元,应收账款偏高,而我们认为资金对于品牌服装发展是重要的,但最重要的是管理层的经营水平,参考以往经营业绩,我们预计公司继续保持平稳发展势头,自营店的建设而出现业绩大幅增长的可能性不大;

## ■ 公司以 22 元/股发行 2700 万股,计划以募集资金重点扩张自营店渠道和加强服装产能建设,有利于公司中长期发展;

## ■ 综合分析,我们预计公司 10-12 年销售收入分别为 3.94 亿,4.66 亿和 5.52 亿元;归属于母公司的净利润分别为 0.80 亿,0.97 亿和 1.16 亿元,同比增速分别为 37.26%,21.04%和 19.78%;对应的每股收益分别为 0.749 元,0.906 元和 1.086 元;

## ■ 我们给予公司 25-30 倍市盈率,目标价位 18.72-22.47 元。预计公司的首日上市价格区间为 20-26 元。

## ■ 风险提示:

- ◇ 国内零售市场复苏低于预期的风险;
- ◇ 公司品牌定位高端,未来扩张以购买和租赁自营店方式为主。考虑到公司经营水平,自营店扩张速度有低于预期的风险;
- ◇ 公司应收账款较高,未来有计提减值准备的风险。

刘宇袖 联系人  
(8621)61038285  
liuyx@gjzq.com.cn

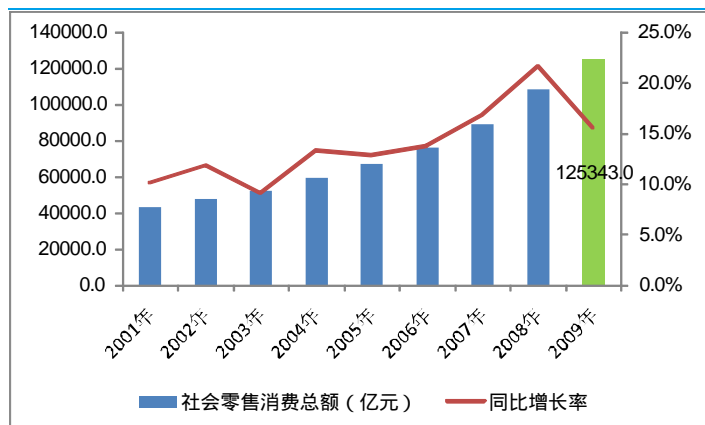
张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130206080208  
(8621)61038278  
zhangbin@gjzq.com.cn

## 国内零售环境平稳复苏

### 最坏的时候已经过去，2010 年国内服装零售将平稳复苏

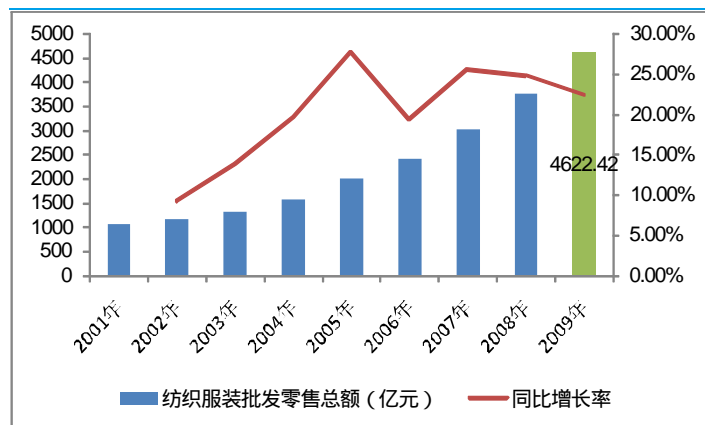
虽然受金融危机冲击，但是 2009 年中国服装零售市场依然保持两位数的增长。2009 年全社会零售总额达到 12.53 万亿元，同比增长 15.5%，其中纺织服装批发零售总额达到了 4622 亿元，同比增长率为 22.43%；限额以上企业纺织服装零售额 3264.3 亿元，近五年的复合增长率也都保持在 20% 以上，国内纺织服装零售逐步复苏过程中。

图表1：2001-2009 年全社会零售总额及增长率



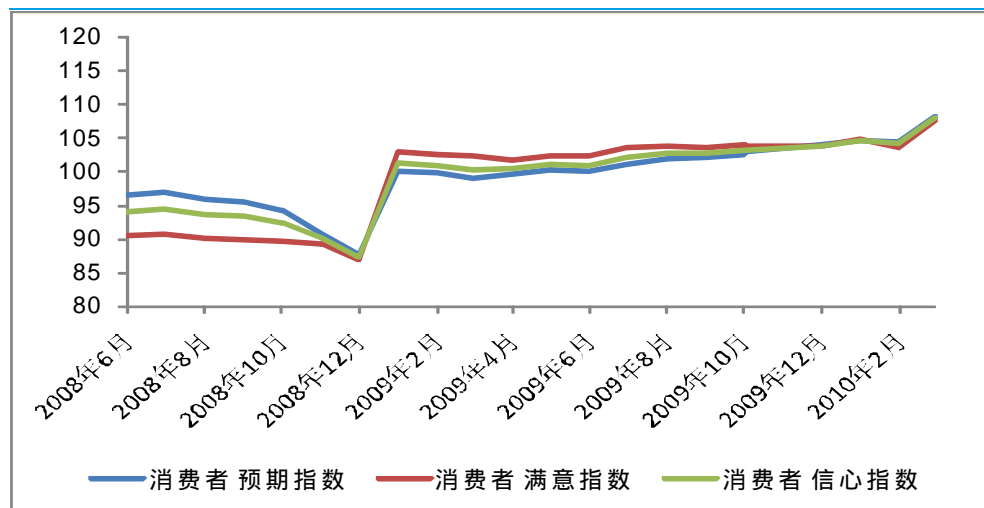
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表2：2001-2009 年纺织服装批发零售总额及增长率



从我们对业内实体经营者的考察情况看：09 年下半年开始，中国纺织服装零售情况开始持续好转，消费者信心不断回升。数据也表明，消费者信心指数从 09 年初跌入谷底后逐渐回升，今年以来，消费者信心指数已经回到了危机前的水平。而市场上销售的品牌服装打折力度也在降低，这也侧面证明了零售市场情况在不断好转中。

图表3：2008 年 6 月-2010 年 3 月消费者信心指数

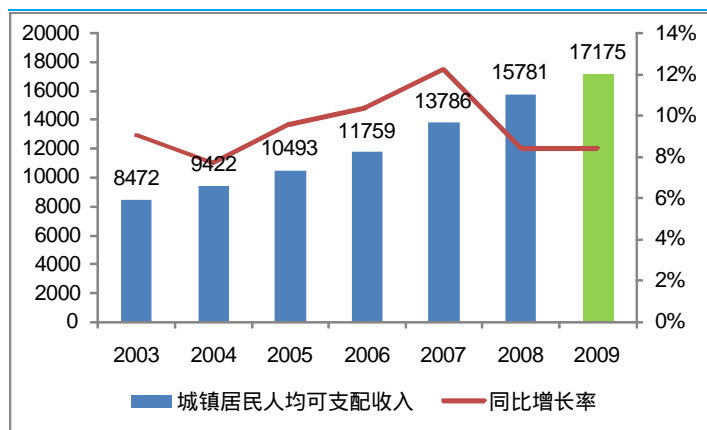


来源：国家统计局，国金证券研究所

### 危机过后，国内服装零售仍将在中长期保持较快增长

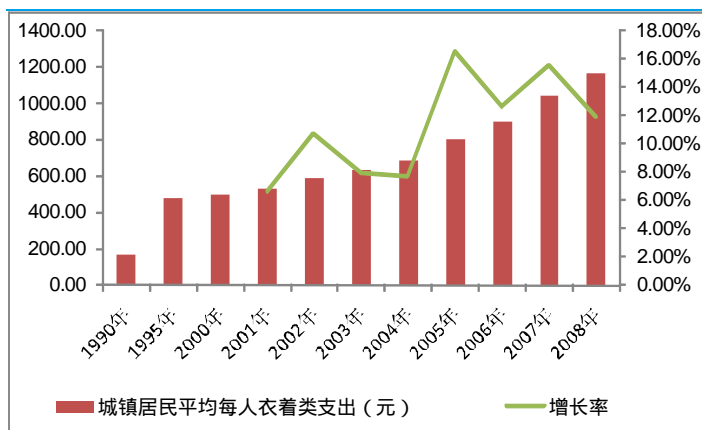
中长期看，中国宏观经济形势稳定向好，人均可支配收入不断提高，居民衣着类消费支出不断增长，城市化进程加速等，将是中国品牌服装零售长期保持较快增长的有力保障。

图表4：城镇居民人均可支配收入及增长率



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表5：城镇居民每人每年衣着类支出及增长率



根据人口学的纳瑟姆曲线，城市化率超过 30%时，国家将进入高速城市化的阶段，直至城市化水平达到 70%左右。我国自 1995 年达到了 30%的城市化拐点后，截止到 2007 年底，城市化水平已经达到 44.9%，中国城市人口相应地达到了 5.94 亿，城市化水平每提高 1 个百分点，新增城市人口约为 1500 万人，根据《21 世纪世界城市发展报告》，到 2025 年，中国的城市化率将达到 55%，城市人口将达到 8.3 至 8.7 亿元。而城乡居民服装消费能力存在着很大差异，2008 年中国城市居民人均衣着支出 1165 元，农村居民人均衣着支出仅为 211 元。假设未来五年我国城市化率每年平均增加 1.5%，据此测算每年城市化带来的服装消费增量就将达到 120 亿元，给服装消费年增长率贡献 4 个百分点，因此城市化进程将催生大量的服装新增需求，是保证服装消费持续增长的重要因素之一。

### 凯撒——以单一品牌下多层次产品系列为经营策略的高端服装品牌

我们整体认为公司经营方面基本符合品牌服装零售的一般商业模式，但特点不够鲜明。公司皮衣竞争力较强，但皮草服装多年来不是市场发展重点。虽然发展缓慢，但顾客忠诚度也较高，可以为公司带来稳定的现金流和业绩；公司未来重点发展男女装，但经营方面中规中矩，因此，我们预计未来公司业绩增长更多依赖于国内服装零售市场整体的发展。

#### 公司产品概况

公司以皮衣起家，现以单一品牌的多层次产品策略覆盖了女装、男装、皮类产品及饰品等产品系列，所有的产品系列均定位于高端。

公司以“高贵典雅、干练独特”的品牌内涵在女装市场耕耘了十几年，在消费群体中享有一定的声誉。该品牌目标消费群定位于 35-55 岁事业有成的成熟女性，主打产品定价在 2000-4000 元之间，2009 年女装收入占公司总收入比重的 35.9%。

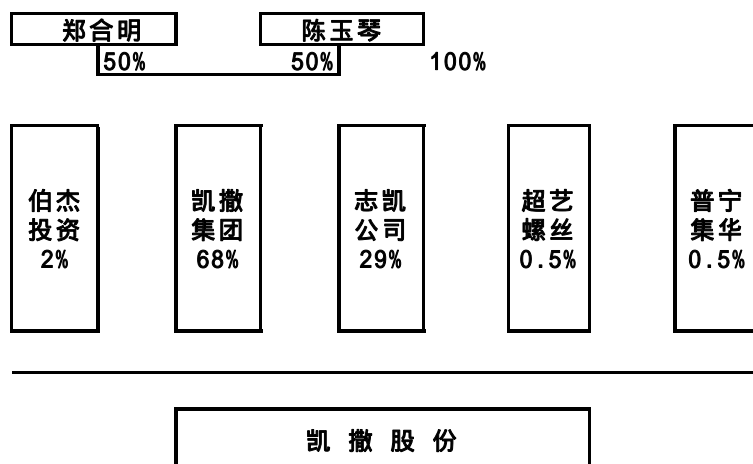
近年来公司又重点拓展了男装系列，男装的主打定价为 4000-8000 元，目标消费群定位于高品位、高收入的成功人士。男装在产品种类上采取“正装与休闲产品兼顾”的开发策略，既有西装、衬衣等正装产品，也有体上装、针织衫等休闲产品，产品面料考究、设计独特，力求体现“都市成功男士”的独特魅力和成熟气质，2009 年男装销售收入占总收入比重的 33.22%。

公司的皮类产品主要是皮衣和皮草，根据中华商业信息中心对 2007 年全国 100 家重点大型商场 3,000 元以上皮革服装销售情况的市场调查显示，零售额占市场份额排名前 5 名的品牌为庄子、应大、凯撒、束兰及奥豹，市场占有率分别为 8.14%、7.99%、5.00%、4.81%及 3.93%。2009 年公司的皮类产品占公司收入比重的 30.33%。

## 公司股权结构

公司的实际控制人为郑合明，陈玉琴夫妇。凯撒集团持有发行人 68% 的股份，是发行人的控股股东；志凯公司持有发行人 29% 的股份，而凯撒集团和志凯公司均为郑合明和陈玉琴夫妇 100% 独资企业，因此郑合明夫妇共计控制发行人 97% 的股权；在本次公开发行 2700 万股后，仍持有发行人 72.52% 的股权，拥有凯撒股份的实际控制权。

图表 6：凯撒股份股东持股结构



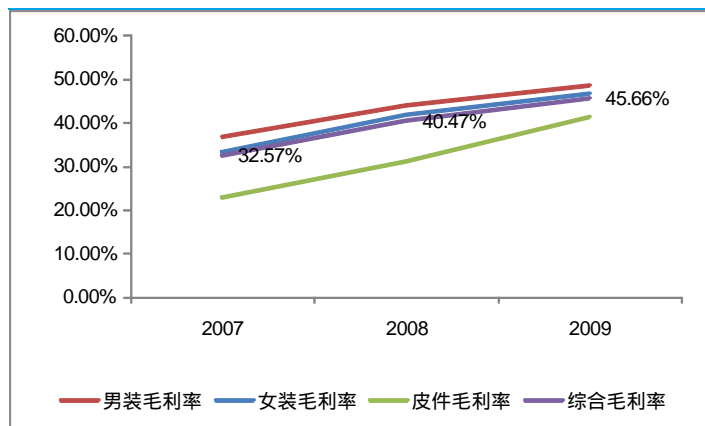
来源：招股说明书，国金证券研究所

## 公司财务数据分析

- 2007-2009 年的各项利润表财务数据显示，公司的盈利能力逐年提升。

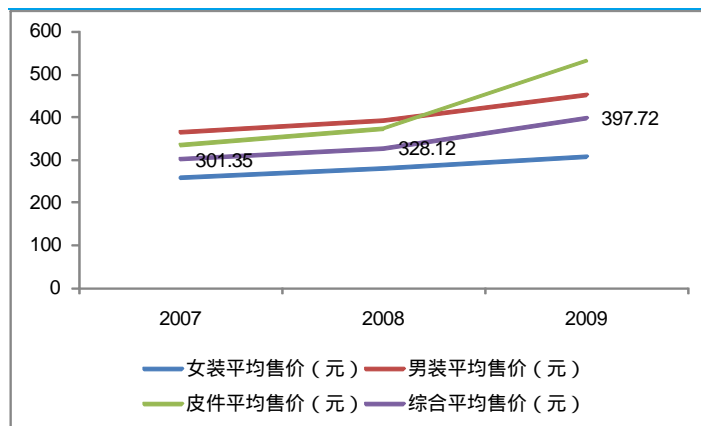
随着公司品牌知名度不断提升，产品销售单价也随之逐年上涨，2009 年产品均价同比提升了 21.21%；而产品单价的上涨以及毛利率较高的自营店销售收入的扩大，带动了公司综合毛利率也呈逐年上涨趋势，2009 年综合毛利率较 2007 年提升了 13.09 个百分点至 45.66%。

图表 7：凯撒股份分产品系列毛利率



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 8：凯撒股份分产品系列平均销售单价

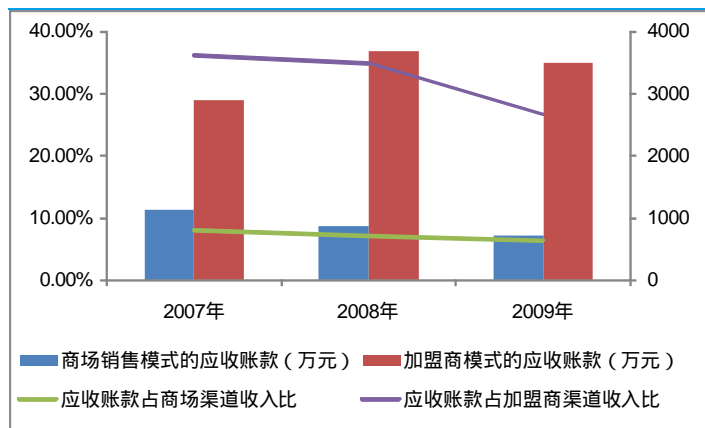


- 招股说明书披露的 2007-2009 年部分经营性数据显示，公司对下游加盟商的控制能力以及对存货的调控能力还有待提高。

一般来说，现有的上市公司对加盟商占据强势地位，加盟商订货都是先付款再发货，公司的应收账款占销售收入比重在 10 个百分点左右。而凯撒股份的数据显示，加盟商模式的应收账款占该模式的销售收入比值达到了 25% 以上。

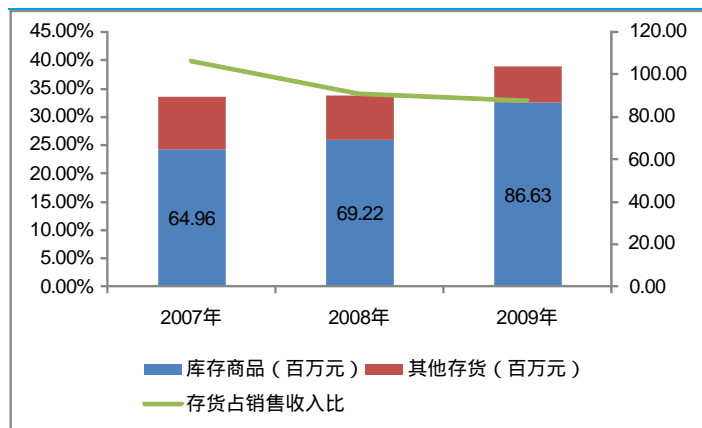
另外截止到 2009 年末，凯撒股份的存货为 1.04 亿元，占当年销售收入比重的 32.85%，其中库存商品有 8663 万元，占存货比重的 83.35%。存货占比仍属于正常范围，公司经营高档时装，35-55 岁服装的时尚性稍弱，使得产品销售周期有所延长，这是公司存货占比略高的主要原因。未来，公司计划加快发展，重点发展自营店，加快存货周转也是需要解决的问题之一。

图表 9：分渠道模式，应收账款占该渠道形式的销售收入比重



来源：招股说明书，国金证券研究所

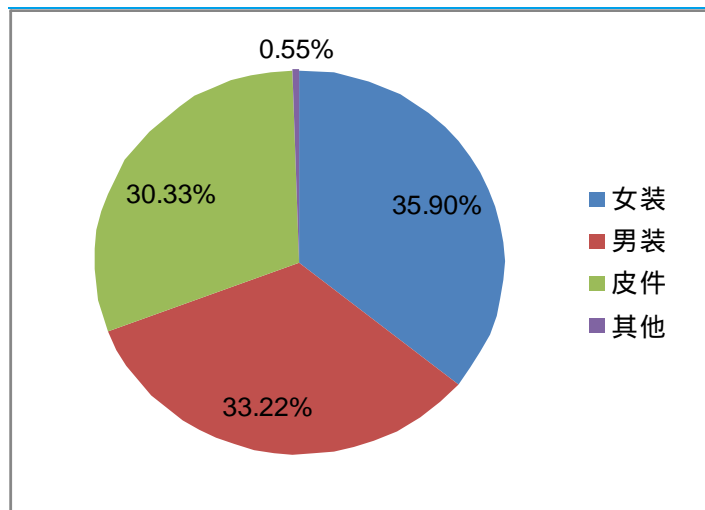
图表 10：凯撒股份存货占当年销售收入比例图



### 未来以募集资金重点拓展自营店渠道，效果有待观察

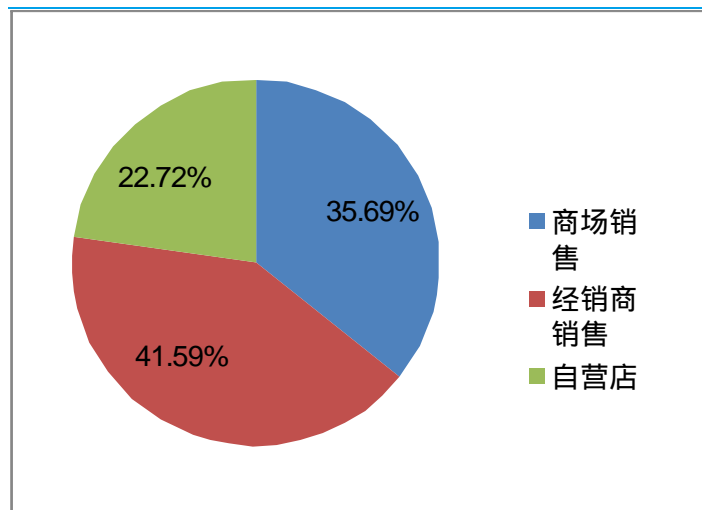
公司采用商场销售，经销商销售与自营店销售三种模式拓展零售终端渠道，截止到 2009 年末，商场销售占公司总收入比重的 35.69%，经销商专卖占比 41.59%，自营店收入占比 22.72%。公司拥有 253 家零售终端，其中自营店 22 家，未来公司将以募集资金重点开拓毛利率较高的自营店终端，争取在上市三年内实现“百家自营店”计划，并在全国范围内将零售终端数量扩展到 300 多家的规模。

图表 11：2009 年不同产品系列销售收入占比



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 12：2009 年不同渠道终端模式销售收入占比



专卖店由于店铺数量多、扩张速度快、易于控制零售价而受到品牌服装企业青睐，但也带来管理水平要求高、当地资源要求丰富等弊端。公司经营品牌十几年，09 年主营收入刚过 3 亿元，我们认为仅仅依靠募集资金优势是难以获得自营专卖店的快速成功扩张的，如果单凭资金，美邦的过快开店已经给我们带来许多值得深思的地方；目前阻碍专卖店扩张的最大障碍在于租金过高，开店是简单的，但盈利是非常复杂的。如果为了开店而开店，资金消耗速度很可能是超预期的，关店将导致存货增加、租金违约导致的营业费用大增、当初为



开店配置的人员裁撤导致的管理费用大增，以及内部人心不稳等诸多问题。在我们这些担忧没有得到公司经营结果排除之前，我们仍预期公司自营店平稳推进。

**图表 13：产品预测**

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>商场</b>						
销售收入（百万元）	140.60	122.60	112.23	123.45	135.80	149.38
增长率（YOY）		-12.81%	-8.46%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	35.17%	42.47%	43.86%	44.00%	44.00%	44.00%
销售成本（百万元）	91.15	70.53	63.01	69.13	76.05	83.65
增长率（YOY）		-22.62%	-10.67%	9.73%	10.00%	10.00%
毛利（百万元）	49.45	52.07	49.22	54.32	59.75	65.73
增长率（YOY）		5.29%	-5.46%	10.35%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	63.82%	49.12%	35.69%	31.33%	29.15%	27.05%
占主营业务利润比重	68.92%	51.56%	34.28%	29.37%	27.15%	25.02%
<b>经销商</b>						
销售收入（百万元）	79.70	105.77	130.79	163.49	196.19	235.42
增长率（YOY）		32.72%	23.65%	25.00%	20.00%	20.00%
毛利率	27.98%	33.21%	35.96%	36.00%	36.00%	36.00%
销售成本（百万元）	57.40	70.65	83.76	104.63	125.56	150.67
增长率（YOY）		23.08%	18.56%	24.92%	20.00%	20.00%
毛利（百万元）	22.30	35.13	47.03	58.86	70.63	84.75
增长率（YOY）		57.53%	33.89%	25.14%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	36.18%	42.38%	41.59%	41.49%	42.11%	42.63%
占主营业务利润比重	31.08%	34.78%	32.76%	31.82%	32.09%	32.27%
<b>自营店</b>						
销售收入（百万元）		21.20	71.43	107.14	133.93	167.41
增长率（YOY）			236.89%	50.00%	25.00%	25.00%
毛利率		65.08%	66.26%	67.00%	67.00%	67.00%
销售成本（百万元）		7.40	24.10	35.36	44.20	55.25
增长率（YOY）			225.50%	46.71%	25.00%	25.00%
毛利（百万元）		13.80	47.33	71.79	89.73	112.17
增长率（YOY）			242.99%	51.68%	25.00%	25.00%
占总销售额比重		8.50%	22.72%	27.19%	28.75%	30.32%
占主营业务利润比重		13.66%	32.96%	38.81%	40.77%	42.71%
销售总收入（百万元）	220.30	249.57	314.45	394.09	465.91	552.21
销售总成本（百万元）	148.55	148.58	170.86	209.12	245.80	289.57
毛利（百万元）	71.75	100.99	143.59	184.96	220.11	262.65
平均毛利率	32.57%	40.47%	45.66%	46.93%	47.24%	47.56%

来源：国金证券研究所

## 募集资金项目分析

公司本次发行 2,700 万股，发行完成后总股本将增加到 10,700 万股。本次募集资金将用于销售网络建设项目，女装生产线以及研发中心项目建设。

销售网络建设项目主要包括开设自营店 23 家，其中购置店铺 8 家，作为旗舰体验店，塑造品牌形象；租赁店铺 15 家，作为形象店，承担区域性的品牌形象展示功能。本次募集资金用于开设的店铺平均面积达到了 220 m<sup>2</sup>以上，宽敞舒适并装修精美的大型店铺可以为公司起到良好的品牌宣传效果，对于提升品牌形象是具有重要的意义。

另外，女装生产线项目达产后将形成 30 万套（件）高档女装产能，其中 15 万套（件）将逐步替换老化产能，最终形成 45 万套（件）的女装产能。

我们认为服装零售企业发展资金是重要的，但更重要的是企业管理团队经营能力和水平，因此我们预计公司业绩未来仍将以相对平稳的方式发展。

**图表 14：募集资金项目**

投资项目	投资总额 (万元)	投资计划	
		建设投资 (万元)	流动资金 (万元)
销售网络建设项目	16,373	12,573	3,800
女装生产线及产品 研发中心项目	8,600	6,800	1,800
合计	24,973	19,373	5,600

来源：招股说明书，国金证券研究所

## 股票估值和定价

### PE 估值

**图表 15：国内品牌服装上市公司估值**

	报喜鸟	七匹狼	美邦服 饰	罗莱家 纺	宝姿	平均
股票代码	002154	002029	002269	002293	0589	
10 年动态市盈 率	25	34.6	28.4	34.8	18.6	28.28

来源：国金证券研究所

目前国内纺织服装类上市公司 10 年动态市盈率在 25-35 倍之间。我们给予公司 25-30 倍市盈率，目标价位 18.72-22.47 元。

公司发行价格为 22 元，对应 10 年 30 倍 PE。鉴于目前市场环境，我们预计公司的首日上市价格区间为 20-26 元。

## 风险提示

- 国内零售市场复苏低于预期的风险；
- 公司品牌定位高端，未来扩张以购买和租赁自营店方式为主。考虑到公司经营水平，自营店扩张速度有低于预期的风险；
- 公司应收账款较高，未来有计提减值准备的风险。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表（人民币百万元）**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	224	264	316	394	466	552
增长率		17.9%	20.0%	24.5%	18.2%	18.5%
主营业务成本	-149	-149	-171	-209	-246	-290
% 销售收入	66.4%	56.7%	54.2%	53.1%	52.8%	52.4%
毛利	75	114	145	185	220	263
% 销售收入	33.6%	43.3%	45.8%	46.9%	47.2%	47.6%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
营业费用	-15	-43	-55	-69	-79	-91
% 销售收入	6.8%	16.2%	17.5%	17.5%	17.0%	16.5%
管理费用	-8	-12	-16	-20	-23	-28
% 销售收入	3.7%	4.5%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	52	60	74	96	118	144
% 销售收入	23.1%	22.7%	23.2%	24.4%	25.2%	26.0%
财务费用	0	0	0	7	10	13
% 销售收入	-0.1%	0.0%	0.0%	-1.8%	-2.2%	-2.3%
资产减值损失	-1	-2	-1	0	0	0
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	51	58	73	103	128	156
营业利润率	22.8%	22.1%	23.0%	26.2%	27.4%	28.3%
营业外收支	1	-1	5	3	3	3
税前利润	52	57	78	106	131	159
利润率	23.3%	21.7%	24.6%	27.0%	28.0%	28.8%
所得税	-5	-7	-13	-19	-26	-35
所得税率	9.9%	11.5%	16.7%	18.0%	20.0%	22.0%
净利润	47	51	65	87	104	124
少数股东损益	3	7	7	7	8	8
归属于母公司的净利润	44	44	58	80	97	116
净利率	19.5%	16.7%	18.4%	20.3%	20.8%	21.0%

**现金流量表（人民币百万元）**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	47	51	65	87	104	124
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	4	6	7	10	16	22
非经营收益	-1	-3	1	2	-3	-3
营运资金变动	3	5	-28	-33	-29	-33
经营活动现金净流	53	59	45	66	89	110
资本开支	-3	-19	-14	-94	-92	-57
投资	-10	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-13	-19	-14	-94	-92	-57
股权募资	1	0	0	577	-28	0
债权募资	-29	15	0	-17	0	0
其他	0	-1	-17	-1	-14	-14
筹资活动现金净流	-28	14	-16	559	-42	-14
现金净流量	11	54	15	532	-45	39

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表（人民币百万元）**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	25	85	100	632	587	626
应收款项	40	48	47	62	73	86
存货	89	89	103	126	148	175
其他流动资产	6	18	12	15	17	20
流动资产	160	241	262	834	825	907
% 总资产	76.6%	82.2%	77.7%	84.1%	77.8%	76.8%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	36	34	52	136	208	242
% 总资产	17.2%	11.5%	15.4%	13.7%	19.6%	20.5%
无形资产	11	14	18	22	28	32
非流动资产	49	52	75	157	236	274
% 总资产	23.4%	17.8%	22.3%	15.9%	22.2%	23.2%
资产总计	208	293	337	992	1,061	1,182
短期借款	0	16	17	0	0	0
应付款项	18	35	32	38	42	50
其他流动负债	12	30	8	25	27	30
流动负债	31	81	58	63	70	79
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	31	81	58	63	70	79
普通股股东权益	163	191	250	893	949	1,051
少数股东权益	15	22	29	36	43	51
负债股东权益合计	208	293	337	992	1,061	1,182

**比率分析**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.546	0.551	0.730	0.749	0.906	1.086
每股净资产	2.032	2.382	3.128	8.348	8.865	9.821
每股经营现金净流	0.661	0.736	0.565	0.621	0.829	1.028
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	26.89%	23.13%	23.33%	8.97%	10.23%	11.06%
总资产收益率	20.98%	15.02%	17.32%	8.08%	9.14%	9.83%
投入资本收益率	26.17%	23.16%	20.68%	8.50%	9.48%	10.17%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	17.86%	20.02%	24.53%	18.23%	18.52%
EBIT增长率	N/A	15.70%	23.11%	30.82%	22.09%	22.23%
净利润增长率	N/A	0.81%	32.49%	37.26%	21.04%	19.78%
总资产增长率	N/A	40.83%	14.89%	194.22%	7.02%	11.33%
资产管理能力						
应收账款周转天数	30.9	55.8	47.6	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	109.7	217.9	204.6	220.0	220.0	220.0
应付账款周转天数	10.2	22.9	29.0	25.0	25.0	25.0
固定资产周转天数	58.5	46.9	59.9	116.3	151.6	150.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.94%	-32.63%	-29.72%	-68.03%	-59.19%	-56.82%
EBIT利息保障倍数	-423.3	9,229.8	563.4	-13.7	-11.6	-11.4
资产负债率	14.66%	27.60%	17.22%	6.32%	6.55%	6.73%



**定价区间的说明：**

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；

目标价格：预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间；

询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

**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：**

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20% ；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10% ；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20% ；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

**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、复印件或复制品，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惟一因素。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或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号  
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 2805 室