

爱仕达 (002403.SZ)

家庭用具与器皿行业

评级：持有 上调评级

业绩点评

市价(人民币)：17.34元

正处于品牌建设投入大于产出的时期

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)	60.00
总市值(百万元)	4,161.60
年内股价最高最低(元)	18.81/15.36
沪深 300 指数	2955.40
中小板指数	6415.24



相关报告

1. 《稳固的炊具行业第二, 炊电一体进军小家电》, 2010.4.25

王晓莹 分析师 SAC 执业编号: S1130210040006
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.418	0.466	0.418	0.566	0.724
每股净资产(元)	1.69	2.15	5.59	5.98	6.49
每股经营性现金流(元)	1.32	0.11	1.18	0.74	0.90
市盈率(倍)	N/A	N/A	41.46	30.63	23.96
行业优化市盈率(倍)	16.78	29.75	29.75	29.75	29.75
净利润增长率(%)	22.61%	11.40%	19.73%	35.37%	27.84%
净资产收益率(%)	24.81%	21.65%	7.49%	9.46%	11.15%
总股本(百万股)	180.00	180.00	240.00	240.00	240.00

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 爱仕达上半年收入 9.8 亿元、同比增长 49%；净利润 4.4 亿元、同比下降 12%；EPS0.18 元；低于我们净利润同比上涨 20%的中报业绩预期。
- 公司预计 1-9 月净利润将同比下降 20%左右。

经营分析

- 上半年收入大幅增长主要靠出口，因此毛利率受原材料上涨影响大：出口为代工，议价能力不强，因此尽管海外市场复苏令出口收入增长 78%，但出口毛利率也同比下降 7.6 个百分点。内销收入增长 25%，在成熟的国内炊具市场能有此增幅说明公司在渠道规模上有所增长。
- 出口收入增长所贡献的毛利增长不及内销广告等费用投入增加，导致净利润下滑：上半年的经营相当于用出口增长贡献的利润来养内销品牌建设上的加大投入，公司今年自二月以来加大品牌宣传力度（世博会赞助及二三级市场广告上半年投入约 3000 万，接近净利润）。
- 下半年继续增收大于增利的可能性较大：据电话调研，上半年公司新增产能还未完全达产，存在产能瓶颈。下半年在 4Q 旺季到来、湖北和本部新增产能投产以及前期广告投入效应显现（一般有效的广告投入在 3-5 个月带动收入）的共同作用下，我们预计收入依然会有较大幅度的增长。但公司品牌建设费用投入也将于上半年相当，因此可能继续增收但不太增利。
- 公司加大品牌宣传投入的经营策略可以理解，效果需要持续跟踪：公司今年 4 月刚上市，我们认为舍得品牌建设投入起码说明积极进取之心，运作得好确实短期有助于新增产能投放后需求能跟上，中长期持续强化爱仕达从炊具第二到炊电一体的品牌形象（目前小家电仅占公司收入的 6.5%），但是否运作得好需要持续跟踪。

盈利调整

- 投入大于产出的品牌建设期可能会持续 1-2 年时间，我们下调盈利预测：三年 EPS 为 0.418、0.566、0.724 元，增速 19.7%、35.4%、27.8%。

投资建议

- 目前股价对应 41X10PE、30X11PE，我们认为公司具备研究跟踪价值，但目前股价不具投资价值，给予持有评级。

图表1：分季度收入、净利润和同比增速

销售收入 (百万元)		2009	2010	YOY
	1Q	315	489	55%
2Q	347	496	43%	
净利润 (百万元)		2009	2010	YOY
	1Q	19	21	11%
	2Q	19	13	-32%

来源：国金证券研究所

图表2：内外销收入及毛利率变化情况

	销售收入			毛利率	
	1H09	1H10	YOY	1H10	同比变化
国内	371	465	25%	35%	-1.6
国外	288	513	7%	23%	-7.6
合计	659	978	48	28%	-5.3

注：同比变化单位是“个百分点”

图表3：分产品收入及毛利率变化点评

分类	销售收入			毛利率		毛利率变化点评	
	1H09	1H10	YOY	1H10	同比变化		
按业务分	炊具	622	915	47%	29%	-5.6	原材料价格上涨所致
	小家电	37	64	72%	24%	1.6	通过外协厂贴牌生产转嫁了部分成本压力
按产品分	套装锅	170	357	110%	19%	-8.1	主要系套装锅市场竞争激烈所致
	煎锅	136	179	31%	29%	-3.1	
	炒锅	134	148	10%	48%	1.4	通过创新研发提高产品附加值
	汤奶锅	120	133	10%	30%	-1.4	
	小家电	37	64	72%	24%	1.6	
	压力锅	56	52	-8%	24%	-6.9	

注：同比变化单位是“个百分点”

来源：国金证券研究所

图表4：利润表各项变化及点评

	1H09	2H09	H10	同比变化 (百分点)	环比变化 (百分点)	点评
营业收入(百万元)	662	928	985	49%	6%	公司加大市场拓展力度结果以及外销同期低基数
-营业成本	66.3%	71.2%	71.5%	5.2	0.4	原材料价格同比和环比上升导致成本上涨
=毛利	33.7%	28.8%	28.5%	-5.2	-0.4	
-营业税金及附加	1.0%	0.4%	0.8%	-0.3	0.3	
-销售费用	17.7%	5.8%	16.3%	-1.4	0.5	销售费用绝对额增长37%，但总体收入增速高于销售费用额增速
-管理费用	5.5%	5.5%	4.9%	-0.6	-0.6	虽然加大研发投入，但管理费用额增速小于收入增速
-财务费用	2.2%	1.4%	1.6%	-0.6	0.2	
-资产减值损失	-0.3%	0.4%	0.1%	0.4	-0.3	
+公允价值变动损益	0.2%	0.2%	-0.2%	-0.4	-0.4	
+投资收益	-0.1%	0.1%	-0.1%	0.0	-0.2	
+营业外收支	0.0%	-0.1%	0.0%	0.1	0.1	
=利润总额	7.6%	5.5%	4.5%	-3.1	-1.1	
-所得税费用	1.3%	0.5%	0.8%	-0.5	0.3	出口收入增长所贡献的毛利增长不及内销广告等费用投入增加，导致净利润下滑
-少数股东损益	0.5%	0.1%	0.2%	-0.3	0.1	
=归属于母公司所有者净利润	5.8%	4.9%	3.5%	-2.3	-1.5	

来源：国金证券研究所

图表5：分产品销售预测表调整

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
产品I 炊具						
销售收入(百万元)	1,444.40	1,661.59	1,487.87	1,943.07	2,281.90	2,713.45
增长率(YOY)		15.04%	-10.45%	30.59%	17.44%	18.91%
毛利率	25.03%	26.39%	31.39%	28.25%	27.57%	27.38%
销售成本(百万元)	1,082.84	1,223.06	1,020.75	1,394.13	1,652.78	1,970.49
增长率(YOY)		12.95%	-16.54%	36.58%	18.55%	19.22%
毛利(百万元)	361.56	438.53	467.12	548.94	629.13	742.96
增长率(YOY)		21.29%	6.52%	17.52%	14.61%	18.09%
占总销售额比重	97.91%	95.61%	93.58%	90.83%	85.64%	81.74%
占主营业务利润比重	97.63%	95.59%	95.20%	92.03%	86.54%	82.11%
其中：套装锅						
平均售价(元/件)	141.17	131.58	119.70	122.00	125.00	130.00
增长率(YOY)		-6.79%	-9.03%	1.92%	2.46%	4.00%
销售数量(千件)	2,702.04	3,747.31	4,205.18	6,307.77	7,884.71	9,855.89
增长率(YOY)		38.68%	12.22%	50.00%	25.00%	25.00%
销售收入(百万元)	381.45	493.07	503.36	769.55	985.59	1,281.27
增长率(YOY)		29.26%	2.09%	52.88%	28.07%	30.00%
毛利率	20.86%	21.08%	22.68%	19.00%	20.00%	21.00%
销售成本(百万元)	301.88	389.13	389.20	623.33	788.47	1,012.20
增长率(YOY)		28.90%	0.02%	60.16%	26.49%	28.38%
毛利(百万元)	79.57	103.94	114.16	146.21	197.12	269.07
增长率(YOY)		30.63%	9.84%	28.08%	34.81%	36.50%
占总销售额比重	25.86%	28.37%	31.66%	35.97%	36.99%	38.60%
占主营业务利润比重	21.49%	22.66%	23.27%	24.51%	27.11%	29.73%
其中：煎锅						
平均售价(元/件)	49.36	47.73	49.82	52.00	54.00	56.00
增长率(YOY)		-3.30%	4.38%	4.38%	3.85%	3.70%
销售数量(千件)	8,198.53	8,442.13	6,046.66	7,255.99	7,981.59	8,779.74
增长率(YOY)		2.97%	-28.38%	20.00%	10.00%	10.00%
销售收入(百万元)	404.68	402.94	301.24	377.31	431.01	491.67
增长率(YOY)		-0.43%	-25.24%	25.25%	14.23%	14.07%
毛利率	25.80%	24.46%	29.10%	28.00%	27.50%	28.00%
销售成本(百万元)	300.27	304.38	213.58	271.66	312.48	354.00
增长率(YOY)		1.37%	-29.83%	27.19%	15.02%	13.29%
毛利(百万元)	104.41	98.56	87.66	105.65	118.53	137.67
增长率(YOY)		-5.60%	-11.06%	20.52%	12.19%	16.15%
占总销售额比重	27.43%	23.19%	18.95%	17.64%	16.18%	14.81%
占主营业务利润比重	28.19%	21.48%	17.87%	17.71%	16.30%	15.21%
其中：炒锅						
平均售价(元/件)	99.05	87.64	96.79	101.00	100.00	100.00
增长率(YOY)		-11.52%	10.44%	4.35%	-0.99%	0.00%
销售数量(千件)	3,153.97	3,451.13	2,884.86	3,317.58	3,582.99	3,869.63
增长率(YOY)		9.42%	-16.41%	15.00%	8.00%	8.00%
销售收入(百万元)	312.40	302.46	279.23	335.08	358.30	386.96
增长率(YOY)		-3.18%	-7.68%	20.00%	6.93%	8.00%
毛利率	33.78%	38.51%	45.69%	45.00%	44.00%	43.00%
销售成本(百万元)	206.87	185.98	151.65	184.29	200.65	220.57
增长率(YOY)		-10.10%	-18.46%	21.53%	8.87%	9.93%
毛利(百万元)	105.53	116.48	127.58	150.78	157.65	166.39
增长率(YOY)		10.37%	9.53%	18.19%	4.55%	5.55%
占总销售额比重	21.18%	17.40%	17.56%	15.66%	13.45%	11.66%
占主营业务利润比重	28.49%	25.39%	26.00%	25.28%	21.69%	18.39%

来源：国金证券研究所

图表6：分产品销售预测表调整（续）

其中：汤奶锅						
平均售价（元/件）	38.28	53.56	54.85	57.00	59.00	60.00
增长率（YOY）		39.92%	2.41%	3.92%	3.51%	1.69%
销售数量（千件）	4,186.38	3,731.36	3,390.36	3,661.59	3,844.67	4,036.90
增长率（YOY）		-10.87%	-9.14%	8.00%	5.00%	5.00%
销售收入（百万元）	160.25	199.85	185.96	208.71	226.84	242.21
增长率（YOY）		24.71%	-6.95%	12.23%	8.68%	6.78%
毛利率	20.71%	25.44%	29.84%	29.00%	27.50%	28.00%
销售成本（百万元）	127.07	149.01	130.47	148.18	164.46	174.39
增长率（YOY）		17.27%	-12.44%	13.58%	10.98%	6.04%
毛利（百万元）	33.19	50.84	55.49	60.53	62.38	67.82
增长率（YOY）		53.19%	9.14%	9.07%	3.06%	8.72%
占总销售额比重	10.86%	11.50%	11.70%	9.76%	8.51%	7.30%
占主营业务利润比重	8.96%	11.08%	11.31%	10.15%	8.58%	7.49%
其中：压力锅						
平均售价（元/件）	91.62	105.07	104.38	108.00	110.00	112.00
增长率（YOY）		14.68%	-0.66%	3.47%	1.85%	1.82%
销售数量（千件）	1,542.31	1,425.97	1,076.19	1,162.28	1,220.40	1,281.42
增长率（YOY）		-7.54%	-24.53%	8.00%	5.00%	5.00%
销售收入（百万元）	141.31	149.83	112.33	125.53	134.24	143.52
增长率（YOY）		6.03%	-25.03%	11.75%	6.94%	6.91%
毛利率	22.79%	26.53%	42.31%	38.00%	37.00%	36.00%
销售成本（百万元）	109.10	110.08	64.80	77.83	84.57	91.85
增长率（YOY）		0.89%	-41.13%	20.09%	8.67%	8.61%
毛利（百万元）	32.20	39.75	47.53	47.70	49.67	51.67
增长率（YOY）		23.43%	19.57%	0.36%	4.13%	4.02%
占总销售额比重	9.58%	8.62%	7.07%	5.87%	5.04%	4.32%
占主营业务利润比重	8.70%	8.66%	9.69%	8.00%	6.83%	5.71%
其中：其他炊具						
销售收入（百万元）	44.31	113.44	105.75	126.90	145.93	167.82
增长率（YOY）		156.01%	-6.78%	20.00%	15.00%	15.00%
毛利率	15.03%	25.53%	32.81%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本（百万元）	37.65	84.48	71.05	88.83	102.15	117.48
增长率（YOY）		124.38%	-15.89%	25.02%	15.00%	15.00%
毛利（百万元）	6.66	28.96	34.70	38.07	43.78	50.35
增长率（YOY）		334.86%	19.80%	9.72%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	3.00%	6.53%	6.65%	5.93%	5.48%	5.06%
占主营业务利润比重	1.80%	6.31%	7.07%	6.38%	6.02%	5.56%
产品II 小家电						
销售收入（百万元）	18.00	69.43	93.13	186.26	372.51	596.02
增长率（YOY）		285.72%	34.13%	100.00%	100.00%	60.00%
毛利率	26.77%	28.73%	23.84%	25.00%	26.00%	27.00%
销售成本（百万元）	13.18	49.48	70.93	139.69	275.66	435.09
增长率（YOY）		275.40%	43.34%	96.95%	97.33%	57.84%
毛利（百万元）	4.82	19.95	22.20	46.56	96.85	160.93
增长率（YOY）		313.97%	11.30%	109.73%	108.00%	66.15%
占总销售额比重	1.22%	4.00%	5.86%	8.71%	13.98%	17.96%
占主营业务利润比重	1.30%	4.35%	4.52%	7.81%	13.32%	17.78%
销售总收入（百万元）	1475.20	1737.80	1589.97	2139.33	2664.42	3319.47
销售总成本（百万元）	1104.86	1279.03	1099.29	1542.82	1937.44	2414.58
毛利（百万元）	370.35	458.77	490.67	596.50	726.98	904.88
平均毛利率	25.10%	26.40%	30.86%	27.88%	27.28%	27.26%

来源：国金证券研究所

图表7：三张报表与收入摘要

损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,475	1,738	1,590	2,139	2,664	3,319
增长率		17.8%	-8.5%	34.6%	24.5%	24.6%
主营业务成本	-1,105	-1,279	-1,099	-1,543	-1,937	-2,415
% 销售收入	74.9%	73.6%	69.1%	72.1%	72.7%	72.7%
毛利	370	459	491	597	727	905
% 销售收入	25.1%	26.4%	30.9%	27.9%	27.3%	27.3%
营业税金及附加	-4	-12	-11	-13	-16	-20
% 销售收入	0.3%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-181	-228	-264	-342	-426	-531
% 销售收入	12.3%	13.1%	16.6%	16.0%	16.0%	16.0%
管理费用	-66	-74	-87	-107	-128	-153
% 销售收入	4.5%	4.2%	5.5%	5.0%	4.8%	4.6%
息税前利润 (EBIT)	119	145	128	134	157	201
% 销售收入	8.0%	8.4%	8.1%	6.3%	5.9%	6.1%
财务费用	-46	-48	-28	-7	13	14
% 销售收入	3.1%	2.7%	1.7%	0.3%	-0.5%	-0.4%
资产减值损失	22	6	-2	-4	-5	-5
公允价值变动收益	0	-1	3	0	0	0
投资收益	2	-3	1	1	2	2
% 税前利润	2.4%	n.a	0.6%	0.8%	0.9%	0.9%
营业利润	97	99	103	124	167	212
营业利润率	6.6%	5.7%	6.5%	5.8%	6.3%	6.4%
营业外收支	-1	1	-1	1	2	2
税前利润	96	100	102	125	168	214
利润率	6.5%	5.8%	6.4%	5.8%	6.3%	6.4%
所得税	-29	-19	-13	-19	-25	-32
所得税率	30.8%	19.0%	13.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	66	81	88	106	143	182
少数股东损益	5	6	5	6	7	8
归属于母公司的净利润	61	75	84	100	136	174
净利率	4.2%	4.3%	5.3%	4.7%	5.1%	5.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	0	0	0	106	143	182
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	0	0	19	23	27
非经营收益	0	0	0	17	-3	-4
营运资金变动	0	0	0	142	15	12
经营活动现金净流	0	0	0	283	178	216
资本开支	-51	-123	-79	-96	-173	-68
投资	1	-6	2	-1	0	0
其他	0	0	0	1	2	2
投资活动现金净流	-51	-129	-77	-96	-171	-66
股权募资	0	0	0	883	0	0
债权募资	-169	43	33	-552	0	1
其他	97	-85	-1	-15	-30	-41
筹资活动现金净流	-72	-41	32	316	-30	-40
现金净流量	-123	-170	-45	504	-23	110

来源：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	79	182	136	640	616	726
应收款项	318	324	391	413	473	530
存货	425	355	430	422	477	562
其他流动资产	21	28	38	37	44	54
流动资产	843	889	995	1,512	1,611	1,872
% 总资产	76.0%	71.7%	72.0%	76.5%	72.2%	73.7%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	219	296	306	384	532	573
% 总资产	19.8%	23.9%	22.1%	19.4%	23.9%	22.5%
无形资产	36	48	75	78	86	94
非流动资产	265	351	386	465	621	669
% 总资产	24.0%	28.3%	28.0%	23.5%	27.8%	26.3%
资产总计	1,108	1,239	1,382	1,976	2,232	2,542
短期借款	299	426	549	0	0	0
应付款项	358	396	418	549	684	843
其他流动负债	40	9	5	61	80	100
流动负债	698	831	972	610	764	943
长期贷款	173	90	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	4	0	0	0
负债	871	921	975	610	764	944
普通股股东权益	228	303	387	1,341	1,436	1,557
少数股东权益	9	15	19	25	32	40
负债股东权益合计	1,108	1,239	1,382	1,976	2,232	2,542

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.341	0.418	0.466	0.418	0.566	0.724
每股净资产	1.267	1.685	2.151	5.586	5.982	6.489
每股经营现金净流	0.548	1.319	0.112	1.181	0.740	0.900
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.125	0.170	0.217
回报率						
净资产收益率	26.91%	24.81%	21.65%	7.49%	9.46%	11.15%
总资产收益率	5.54%	6.07%	6.07%	5.08%	6.09%	6.83%
投入资本收益率	11.57%	14.14%	11.67%	8.36%	9.08%	10.70%
增长率						
主营业务收入增长率	8.52%	17.80%	-8.51%	34.55%	24.54%	24.59%
EBIT增长率	-15.68%	22.73%	-11.73%	4.66%	16.65%	28.29%
净利润增长率	30.01%	22.61%	11.40%	19.73%	35.37%	27.84%
总资产增长率	-12.60%	11.83%	11.50%	43.04%	12.92%	13.89%
资产管理能力						
应收账款周转天数	65.3	58.6	78.7	65.0	58.0	50.0
存货周转天数	132.8	111.2	130.3	100.0	90.0	85.0
应付账款周转天数	42.4	54.4	78.0	75.0	73.0	70.0
固定资产周转天数	48.9	61.1	70.0	57.5	59.7	51.2
偿债能力						
净负债/股东权益	165.92%	104.46%	100.64%	-47.10%	-42.22%	-45.64%
EBIT利息保障倍数	2.6	3.1	4.7	19.1	-12.1	-14.5
资产负债率	78.61%	74.34%	70.59%	30.89%	34.22%	37.14%

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
强买	0	0	0	0	0
买入	0	1	2	2	2
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-04-25	减持		12.63 ~ 14.15

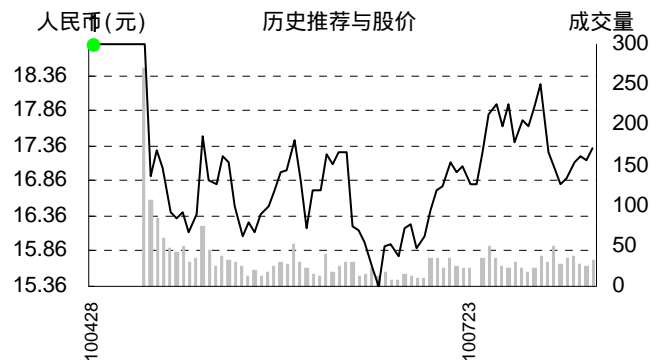
来源：国金证券研究所

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



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：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

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