

徐工机械 (000425.SZ)

工程机械行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

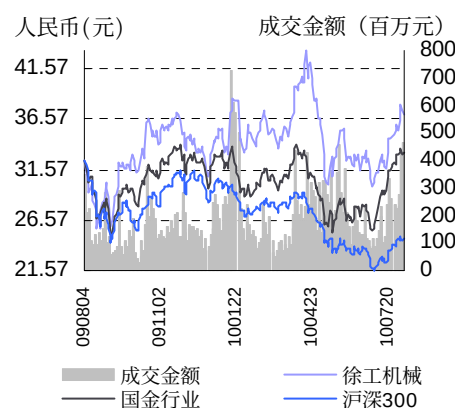
市价（人民币）：37.10 元

业绩好于预期，经营性现金流明显改善

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)	352.70
总市值(百万元)	32,182.20
年内股价最高最低(元)	43.40/25.78
沪深 300 指数	2876.43
深证成指	10870.38



相关报告

- 1.《毛利率有所回升》，2010.4.28
- 2.《利润好,现金流更好》，2010.2.9
- 3.《融资不超过 50 亿元,欲扩大起重机优势》，2009.12.28

董亚光 分析师 SAC 执业编号：S1130206110212
(8621)61038289
dongyaguang@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)	0.203	2.007	2.925	3.343	3.891
每股净资产(元)	2.30	5.04	7.67	10.62	14.21
每股经营性现金流(元)	0.28	3.67	3.66	3.91	4.67
市盈率(倍)	76.75	17.50	12.69	11.10	9.54
行业优化市盈率(倍)	16.13	35.64	35.64	35.64	35.64
净利润增长率(%)	346.75%	1476.62%	45.69%	14.30%	16.39%
净资产收益率(%)	8.80%	39.80%	38.14%	31.48%	27.38%
总股本(百万股)	545.09	867.44	867.44	867.44	867.44

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 上半年公司实现营业收入 13,200 百万元，同比增长 43.30%；归属上市公司股东的净利润 1,382 百万元，同比增长 57.36%，EPS 为 1.59 元，扣除非经营性损益后为 1.52 元，高于原先预告的 1.38 元业绩。公司预计前 3 季度净利润约为 2,000 百万元，同比增长 50%左右，EPS 为 2.30 元。

经营分析

- **主要产品销售旺盛**：受益于国内投资的全面回升，公司主要产品销售形势红火。根据行业协会统计，1-6 月公司汽车起重机销量接近 10,000 台，同比增长约 32%；装载机销量将近 7,000 台，同比增长 41%；公司的新产品也有不错的表现，混凝土机械销售收入达到 585 百万元，同比增长 176%。但我们注意到上半年公司起重机械收入增幅仅为 18%，远低于销量增幅，这应与小吨位产品占比提升导致销售均价下降有关。
- **毛利率保持高位**：上半年公司毛利率为 20.54%，其中 2 季度为 20.12%，略低于 1 季度的 21.17%，但仍高于去年全年的 19.36%，保持较好水平。其中压实机械、混凝土机械和路面机械产品的毛利率受益于规模效益，均较上年同期大幅提高 7 个百分点以上。
- **费用控制有效**：2 季度销售费用率和管理费用率均继续下降，显示公司费用控制良好。其中，2 季度销售费用为 149 百万元，同比仅增长 12.8%，远低于营业收入增长率；管理费用为 427 百万元，同比增长 42.3%，这主要是公司增加了研发费用、三包费用及职工薪酬。
- **现金流大幅改善**：公司经营现金流为 2,091 百万元，远好于 1 季度的 236 百万元，主要是应付帐款和票据较 1 季度末增加 1,478 百万元所贡献；期末货币现金为 6,285 百万元，比年初增加 1,252 百万元。2 季度末公司应收账款为 3,399 百万元，存货为 4,172 百万元，均与 1 季度末基本持平。

盈利预测和投资预测

- 我们将公司 10-11 年的 EPS 预测由原先的 2.65 和 3.28 元上调为 2.93 和 3.34 元，目前公司股价对应 10 年 12.66 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示

- 公司同时公告定向增发获得证监会批准，该方案主要内容为募集资金总额不超过 5,000 百万元，发行股数区间为 50-165 百万股，发行价格不低于 30.82 元/股。若按发行 165 百万股计算，总股本增加 19%，静态测算摊薄后 10 年 EPS 为 2.46 元，30.82 元的发行价对应 12.5 倍的 PE，建议投资者参与。
- 政府出台的房地产调控政策和对地方融资平台的治理整顿，可能会影响下半年的固定资产投资情况，进而对公司产品销售产生不利影响。
- 公司的拳头产品汽车起重机面临中联重科、三一重工、柳工等企业的激烈竞争，上半年公司汽车起重机市场份额有所下滑，未来竞争加剧可能会使公司面临较大的市场压力。

图表1：公司各季度部分财务指标

季度	2009 Q1	2009 Q2	2009 Q3	2009 Q4	2010 Q1	2010 Q2
营收(百万元)	3,920	5,290	5,037	6,451	5,298	7,902
毛利率	16.71%	22.40%	20.73%	17.40%	21.17%	20.12%
销售费用率	2.36%	2.49%	4.75%	2.59%	2.73%	1.88%
管理费用率	5.06%	5.67%	5.35%	6.46%	5.87%	5.40%
财务费用率	0.21%	0.11%	0.43%	-0.06%	0.16%	-0.01%
三项费用率	7.63%	8.27%	10.53%	8.98%	8.76%	7.27%
营业利润率	8.52%	13.58%	9.48%	7.37%	10.89%	12.36%
净利率	7.08%	11.02%	8.46%	6.60%	9.40%	11.10%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：分项业务预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
起重机械						
平均售价 (千元/台)	750.27	818.32	814.11	746.27	753.05	787.28
增长率 (YOY)		9.07%	-0.51%	-8.33%	0.91%	4.55%
销售数量 (台)	9,704	12,187	15,540	18,648	20,513	22,564
增长率 (YOY)		25.59%	27.51%	20.00%	10.00%	10.00%
销售收入 (百万元)	7,280.58	9,972.91	12,651.27	13,916.40	15,447.20	17,764.28
增长率 (YOY)		36.98%	26.86%	10.00%	11.00%	15.00%
毛利率	20.93%	23.28%	22.43%	24.00%	24.00%	24.00%
销售成本 (百万元)	5,756.53	7,651.17	9,813.78	10,576.46	11,739.87	13,500.85
增长率 (YOY)		32.91%	28.27%	7.77%	11.00%	15.00%
毛利 (百万元)	1,524.06	2,321.74	2,837.49	3,339.94	3,707.33	4,263.43
增长率 (YOY)		52.34%	22.21%	17.71%	11.00%	15.00%
占总销售额比重	58.28%	62.77%	61.12%	55.18%	54.44%	54.83%
占主营业务利润比重	71.92%	78.10%	70.82%	64.33%	62.60%	62.27%
铲运机械 (装载机)						
平均售价 (千元/台)	181.75	199.97	217.29	229.65	229.65	233.90
增长率 (YOY)		10.02%	8.66%	5.69%	0.00%	1.85%
销售数量 (台)	11,646	11,562	9,800	12,054	13,259	14,320
增长率 (YOY)		-0.72%	-15.24%	23.00%	10.00%	8.00%
销售收入 (百万元)	2,116.64	2,312.03	2,129.41	2,768.23	3,045.05	3,349.55
增长率 (YOY)		9.23%	-7.90%	30.00%	10.00%	10.00%
毛利率	6.50%	6.46%	12.15%	15.00%	15.50%	15.50%
销售成本 (百万元)	1,978.99	2,162.62	1,870.67	2,352.99	2,573.07	2,830.37
增长率 (YOY)		9.28%	-13.50%	25.78%	9.35%	10.00%
毛利 (百万元)	137.65	149.41	258.73	415.23	471.98	519.18
增长率 (YOY)		8.55%	73.17%	60.49%	13.67%	10.00%
占总销售额比重	16.94%	14.55%	10.29%	10.98%	10.73%	10.34%
占主营业务利润比重	6.50%	5.03%	6.46%	8.00%	7.97%	7.58%

压实机械 (压路机)						
销售收入 (百万元)	696.24	654.22	1,259.82	1,700.76	1,870.84	1,964.38
增长率 (YOY)		-6.04%	92.57%	35.00%	10.00%	5.00%
毛利率	11.04%	12.16%	12.96%	18.00%	18.50%	18.50%
销售成本 (百万元)	619.35	574.69	1,096.53	1,394.62	1,524.73	1,600.97
增长率 (YOY)		-7.21%	90.80%	27.19%	9.33%	5.00%
毛利 (百万元)	76.89	79.53	163.29	306.14	346.10	363.41
增长率 (YOY)		3.43%	105.33%	87.48%	13.06%	5.00%
占总销售额比重	5.57%	4.12%	6.09%	6.74%	6.59%	6.08%
占主营业务利润比重	3.63%	2.68%	4.08%	5.90%	5.84%	5.31%
混凝土机械 (泵车)						
平均售价 (千元/台)	2,047.03	2,264.45	2,102.35	2,107.23	2,107.23	2,107.23
增长率 (YOY)		10.62%	-7.16%	0.23%	0.00%	0.00%
销售数量 (台)	129	141	187	500	750	1,050
增长率 (YOY)		9.30%	32.62%	167.38%	50.00%	40.00%
销售收入 (百万元)	264.07	319.29	393.14	1,053.61	1,580.42	2,212.59
增长率 (YOY)		20.91%	23.13%	163.00%	50.00%	40.00%
毛利率	22.21%	22.23%	23.58%	26.00%	26.50%	27.50%
销售成本 (百万元)	205.41	248.30	300.42	779.67	1,161.61	1,604.13
增长率 (YOY)		20.88%	20.99%	159.53%	48.99%	38.10%
毛利 (百万元)	58.66	70.98	92.72	273.94	418.81	608.46
增长率 (YOY)		21.02%	30.62%	195.44%	52.88%	45.28%
占总销售额比重	2.11%	2.01%	1.90%	4.18%	5.57%	6.83%
占主营业务利润比重	2.77%	2.39%	2.31%	5.28%	7.07%	8.89%
路面机械						
销售收入 (百万元)	505.39	471.84	511.87	767.81	882.98	971.27
增长率 (YOY)		-6.64%	8.48%	50.00%	15.00%	10.00%
毛利率	12.25%	11.69%	12.57%	23.00%	23.00%	23.00%
销售成本 (百万元)	443.50	416.67	447.53	591.21	679.89	747.88
增长率 (YOY)		-6.05%	7.41%	32.11%	15.00%	10.00%
毛利 (百万元)	61.89	55.17	64.34	176.60	203.08	223.39
增长率 (YOY)		-10.85%	16.62%	174.46%	15.00%	10.00%
占总销售额比重	4.05%	2.97%	2.47%	3.04%	3.11%	3.00%
占主营业务利润比重	2.92%	1.86%	1.61%	3.40%	3.43%	3.26%
滑移						
平均售价 (千元/台)	1,455.54	1,528.65	1,590.38	1,590.38	1,590.38	1,590.38
增长率 (YOY)		5.02%	4.04%	0.00%	0.00%	0.00%
销售数量 (台)	73	95	115	127	158	198
增长率 (YOY)		30.14%	21.05%	10.00%	25.00%	25.00%
销售收入 (百万元)	106.25	145.22	182.89	201.18	251.48	314.35
增长率 (YOY)		36.67%	25.94%	10.00%	25.00%	25.00%
毛利率	42.43%	41.57%	51.71%	41.71%	41.71%	41.71%
销售成本 (百万元)	61.17	84.85	88.32	117.27	146.58	183.23
增长率 (YOY)		38.70%	4.09%	32.78%	25.00%	25.00%
毛利 (百万元)	45.08	60.37	94.58	83.92	104.90	131.12
增长率 (YOY)		33.93%	56.65%	-11.27%	25.00%	25.00%
占总销售额比重	0.85%	0.91%	0.88%	0.80%	0.89%	0.97%
占主营业务利润比重	2.13%	2.03%	2.36%	1.62%	1.77%	1.92%
其它工程机械						
销售收入 (百万元)	362.25	366.59	289.82	449.23	494.15	543.56
增长率 (YOY)		1.20%	-20.94%	55.00%	10.00%	10.00%
毛利率	9.22%	20.13%	13.32%	7.50%	7.50%	7.50%
销售成本 (百万元)	328.84	292.80	251.22	415.53	457.08	502.79
增长率 (YOY)		-10.96%	-14.20%	65.41%	10.00%	10.00%
毛利 (百万元)	33.41	73.79	38.61	33.70	37.07	40.77
增长率 (YOY)		120.87%	-47.68%	-12.72%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	2.90%	2.31%	1.40%	1.78%	1.74%	1.68%
占主营业务利润比重	1.58%	2.48%	0.96%	0.65%	0.63%	0.60%

工程机械配件						
销售收入 (百万元)	333.46	291.86	877.97	1,360.85	1,496.93	1,646.62
增长率 (YOY)		-12.48%	200.82%	55.00%	10.00%	10.00%
毛利率	13.30%	19.92%	15.45%	6.00%	7.00%	7.00%
销售成本 (百万元)	289.12	233.71	742.36	1,279.20	1,392.15	1,531.36
增长率 (YOY)		-19.16%	217.64%	72.32%	8.83%	10.00%
毛利 (百万元)	44.34	58.14	135.61	81.65	104.79	115.26
增长率 (YOY)		31.14%	133.23%	-39.79%	28.33%	10.00%
占总销售额比重	2.67%	1.84%	4.24%	5.40%	5.28%	5.08%
占主营业务利润比重	2.09%	1.96%	3.38%	1.57%	1.77%	1.68%
其它业务收入						
销售收入 (百万元)	826.69	1,355.22	2,402.90	3,003.62	3,303.98	3,634.38
增长率 (YOY)		63.93%	77.31%	25.00%	10.00%	10.00%
毛利率	16.57%	7.64%	13.37%	16.00%	16.00%	16.00%
销售成本 (百万元)	689.69	1,251.70	2,081.52	2,523.04	2,775.34	3,052.88
增长率 (YOY)		81.49%	66.30%	21.21%	10.00%	10.00%
毛利 (百万元)	137.00	103.52	321.37	480.58	528.64	581.50
增长率 (YOY)		-24.44%	210.45%	49.54%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	6.62%	8.53%	11.61%	11.91%	11.64%	11.22%
占主营业务利润比重	6.47%	3.48%	8.02%	9.26%	8.93%	8.49%
销售总收入 (百万元)	12,491.58	15,889.18	20,689.08	25,221.68	28,373.02	32,400.99
销售总成本 (百万元)	10,372.61	12,916.51	16,682.33	20,029.99	22,450.33	25,554.46
毛利 (百万元)	2,118.97	2,972.67	4,006.75	5,191.68	5,922.70	6,846.53
平均毛利率	16.96%	18.71%	19.36%	20.58%	20.87%	21.13%

来源：公司资料，国金证券研究所

图3：财务报表预测

损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	3,266	3,354	20,699	25,222	28,373	32,401
增长率		2.7%	517.1%	21.8%	12.5%	14.2%
主营业务成本	-3,019	-3,090	-16,692	-20,030	-22,450	-25,554
% 销售收入	92.4%	92.1%	80.6%	79.4%	79.1%	78.9%
毛利	247	264	4,007	5,192	5,923	6,847
% 销售收入	7.6%	7.9%	19.4%	20.6%	20.9%	21.1%
营业税金及附加	-10	-2	-81	-101	-114	-130
% 销售收入	0.3%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-56	-59	-630	-718	-807	-922
% 销售收入	1.7%	1.8%	3.0%	2.8%	2.8%	2.8%
管理费用	-102	-184	-1,184	-1,438	-1,618	-1,815
% 销售收入	3.1%	5.5%	5.7%	5.7%	5.7%	5.6%
息税前利润 (EBIT)	79	19	2,111	2,935	3,384	3,979
% 销售收入	2.4%	0.6%	10.2%	11.6%	11.9%	12.3%
财务费用	-23	-13	-31	8	31	-4
% 销售收入	0.7%	0.4%	0.2%	0.0%	-0.1%	0.0%
资产减值损失	-17	-64	-83	-29	-4	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	186	8	31	0	0
% 税前利润	5.3%	137.4%	0.4%	1.0%	0.0%	0.0%
营业利润	41	127	2,005	2,945	3,411	3,971
营业利润率	1.3%	3.8%	9.7%	11.7%	12.0%	12.3%
营业外收支	-2	8	70	40	0	0
税前利润	40	135	2,075	2,985	3,411	3,971
利润率	1.2%	4.0%	10.0%	11.8%	12.0%	12.3%
所得税	-15	-33	-363	-448	-512	-596
所得税率	37.8%	24.7%	17.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	25	102	1,712	2,537	2,900	3,375
少数股东损益	0	-9	-29	0	0	0
归属于母公司的净利润	25	110	1,741	2,537	2,900	3,375
净利率	0.8%	3.3%	8.4%	10.1%	10.2%	10.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	0	102	0	2,537	2,900	3,375
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	123	0	268	314	411
非经营收益	0	-134	0	148	93	150
营运资金变动	0	65	0	225	86	111
经营活动现金净流	0	156	0	3,177	3,393	4,047
资本开支	102	-38	-247	-1,061	-2,059	-1,110
投资	15	1	-3	-1	0	0
其他	1	11	32	31	0	0
投资活动现金净流	118	-26	-217	-1,031	-2,059	-1,110
股权募资	0	0	0	0	-81	0
债权募资	-264	10	-233	-200	101	-1,387
其他	-42	-68	-720	-1,479	-353	-411
筹资活动现金净流	-306	-58	-953	-1,679	-334	-1,798
现金净流量	-188	72	-1,170	467	1,000	1,139

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	386	458	5,033	5,500	6,500	7,639
应收款项	711	775	2,203	3,342	3,760	4,293
存货	945	1,145	3,499	3,951	4,121	4,341
其他流动资产	76	90	462	503	541	590
流动资产	2,119	2,468	11,197	13,296	14,921	16,863
% 总资产	70.1%	67.8%	74.3%	74.2%	70.1%	70.5%
长期投资	23	6	8	9	8	8
固定资产	727	978	2,636	3,419	5,180	5,894
% 总资产	24.0%	26.9%	17.5%	19.1%	24.3%	24.6%
无形资产	87	152	1,106	1,183	1,172	1,161
非流动资产	905	1,171	3,875	4,613	6,361	7,065
% 总资产	29.9%	32.2%	25.7%	25.8%	29.9%	29.5%
资产总计	3,023	3,638	15,072	17,909	21,283	23,928
短期借款	425	565	1,469	1,287	1,388	0
应付款项	1,281	1,742	7,380	9,188	9,852	10,704
其他流动负债	-9	4	1,718	678	729	796
流动负债	1,697	2,311	10,568	11,154	11,970	11,499
长期贷款	130	0	70	70	70	71
其他长期负债	8	9	26	0	0	0
负债	1,835	2,321	10,664	11,224	12,040	11,570
普通股股东权益	1,178	1,256	4,376	6,652	9,210	12,325
少数股东权益	11	62	33	33	33	33
负债股东权益合计	3,023	3,638	15,072	17,909	21,283	23,928

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.045	0.203	2.007	2.925	3.343	3.891
每股净资产	2.161	2.303	5.044	7.669	10.618	14.209
每股经营现金净流	0.492	0.285	3.666	3.663	3.911	4.666
每股股利	0.000	0.060	0.000	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	2.10%	8.80%	39.80%	38.14%	31.48%	27.38%
总资产收益率	0.82%	3.04%	11.55%	14.17%	13.62%	14.10%
投入资本收益率	2.83%	0.74%	29.25%	31.02%	26.88%	27.21%
增长率						
主营业务收入增长率	26.40%	2.69%	517.11%	21.85%	12.49%	14.20%
EBIT增长率	34.61%	-76.49%	11203.38%	39.02%	15.30%	17.61%
净利润增长率	157.58%	346.75%	1476.62%	45.69%	14.30%	16.39%
总资产增长率	-7.49%	20.34%	314.27%	18.82%	18.84%	12.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	60.9	47.6	19.8	42.0	42.0	42.0
存货周转天数	129.5	123.4	50.8	72.0	67.0	62.0
应付账款周转天数	79.0	82.0	32.9	55.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	69.7	102.4	41.1	40.8	54.5	60.2
偿债能力						
净负债/股东权益	14.19%	8.12%	-79.25%	-61.97%	-54.55%	-61.24%
EBIT利息保障倍数	3.4	1.5	67.7	-364.9	-107.6	960.9
资产负债率	60.68%	63.78%	70.75%	62.67%	56.57%	48.35%

来源：公司资料，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
强买	0	0	1	3	19
买入	0	0	0	0	6
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.00	1.00	1.21

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 2009-10-26	买入	34.85	N/A
2 2009-12-28	买入	34.47	N/A
3 2010-02-09	买入	34.59	N/A
4 2010-04-28	买入	38.54	1.00~1.00

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