

辉隆股份 (002556.SZ)

行业整合在即，公司顺势而为

欧亚菲 分析师

电话: 020-8755888-8641 eMail: oyf@gf.com.cn
 SAC执业证书编号: S0260511020002

瞿猛 分析师

电话: 021-68825985 eMail: zimeng@gf.com.cn
 SAC执业证书编号: S0260511050001

中报业绩预增 15%-30%

公司发布公告预计 2011 年中报业绩增长 15%-30%，大幅高于之前预测的 5%-10% 的增速，主要因为二季度销售的超预期增长。我们认为公司凭借“配送中心+连锁加盟店”的运营模式，外延和内涵是增长同步进行，业绩将保持较快速增长。

农资流通行业整合在即

随着农资流通行业政策的逐渐放开，行业整合将加速推进。我国化肥行业供给严重过剩，对渠道的依存度逐渐增加。同时，我们化肥流通行业呈现“大行业，小企业”的格局，同质化竞争严重，而且终端渠道呈现“小、弱、散”局面，从而导致毛利率水平较低，品牌优势不明显，急切需要进行行业整合，以便提升行业集中度和毛利率水平。

公司连锁经营模式促进外延式扩张加速推进

公司独特的连锁经营模式有利于降低流通成本，而且有利于改善终端销售渠道“小、弱、散”局面。预计未来在国家政策大力支持下，连锁经营将逐渐成为农资流通行业主导经营模式。公司规模优势突出，市场占有率约为 1%-1.5%，行业排名第四，省内市场占有率约为 15%，排名第一，较强的规模优势有助于公司进行行业整合。目前已在安徽省内及黑龙江、吉林、河南、江苏等 9 个主要农业和农资消费大省建立了 56 个区域配送中心，成功发展 2401 家连锁加盟店，初步形成了“立足安徽，辐射全国”的格局。而且公司具有一定的品牌优势，募集资金将进一步加速公司外延式扩张的步伐，预计项目建成后将增加仓储面积 42%，实现年新增销售收入 17.06 亿元。

盈利预测及投资建议

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为：0.73, 0.93, 1.15 元，按照公司 2011 年 30PE 估值，目标价：22 元，给予“持有”评级。

风险提示：化肥价格剧烈波动，外延式扩张存在不确定性。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4,086.34	5,551.90	6779.73	8572.09	10425.9
增长率(%)	-4.47%	35.87%	22.12%	26.44%	21.63%
EBITDA(百万元)	197.03	248.63	241.08	327.48	414.27
净利润(百万元)	117.76	137.04	175.16	222.58	274.58
增长率(%)	103.01%	16.37%	27.82%	27.07%	23.36%
每股收益(元)	0.49	0.57	0.73	0.93	1.15
市盈率	0.00	0.00	27.81	21.89	17.74
市净率	0.00	0.00	2.39	2.16	1.93
EV/EBITDA	0.00	0.00	18.38	14.15	11.07

数据来源: 安徽辉隆农资集团股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

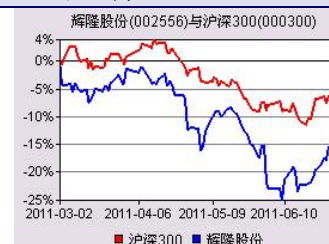
广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易，亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考，并请务必阅读正文之后的免责声明。

公司评级

持有

当前价格(元)	20.37
目标价格(元)	22.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	10.10%	-14.01%	-15.16%
沪深 300	2.12%	-6.81%	20.35%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)	239.20/60.00
主要股东:	
	安徽省供销社商业总公司
主要股东持股比例	24.11%

财务比率

ROE	27.08%
ROA	8.45%
资产负债率	81.99%
每股净资产(元)	4.52
2010 年报数据	

一、农资流通行业整合在即

（一）化肥供过于求，渠道依赖程度增强

从总量上来看，国内化肥从 2003 年期以出现供过于求的局面。2003-2009 年化肥施用量年复合增长率为 3.19%，同阶段化肥生产量年复合增长率为 7.73%。化肥施用量年复合增长率低于生产量年复合增长率，从而导致了化肥供过于求的局面。

图 1：化肥施用量及增速

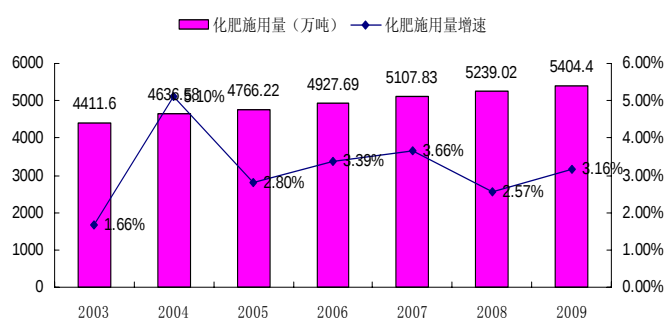
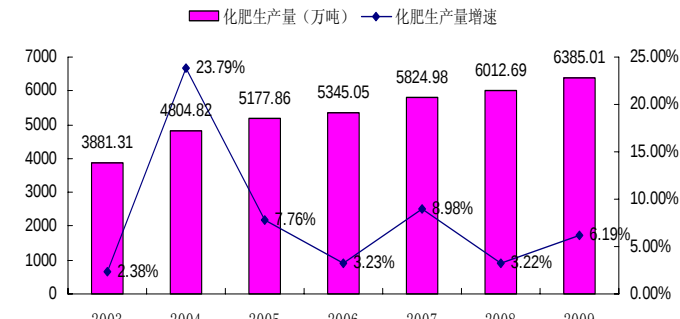


图 2：化肥生产量及增速



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

从结构上来看，化肥供求的结构特征明显，氮肥供给严重过剩，而钾肥供给相对不足，氮肥和钾肥分别占到出口和进口量的 50% 左右。结构性的特征表明，氮肥的供给过剩相对更加严重。

表 1：化肥行业进出口情况

项目	2009 年度	2008 年度	2007 年度	2006 年度	2005 年度	2004 年度
进 口	408.19	622.37	1,169.01	1,128.55	1,396.74	1,240.02
其中：钾肥	217.91	540.98	969.36	743.3	915.79	737.69
出 口	891.43	945.4	1,352.63	540.81	457.45	727.76
其中：氮肥	448.49	525.71	663.33	220.93	211.02	457.18

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

行业整体上已经处于供过于求的局面，尤其是氮肥行业供给严重大于需求，从而对渠道的依赖性增加，强烈需要加强化肥渠道建设以及提升零售商的集中度。

“大行业，小企业”的格局，同质化竞争严重

我国是世界上第一大农资消费大国，2009 年全国仅化肥销售额就达 2,094 亿元。目前近万家各类农资流通企业中，除中国农业生产资料集团公司和中化化肥控股有限公司两家中央大型企业外，目前尚无一家企业市场占有率超过 5%，前 5 名企业的市场占有率合计不超过 10%。总体来说，行业集中度较低，整体呈现“大行业、小企业”的格局。

表 2：公司行业排名第四

排名	公司名称
1	中国农业生产资料集团公司
2	中化化肥控股有限公司
3	浙江农资集团有限公司
4	辉隆股份
5	黑龙江倍丰农业生产资料集团有限公司
6	四川省农业生产资料集团有限公司
7	山东省农业生产资料有限责任公司
8	庆丰农业生产资料集团有限公司
9	江苏苏农农资连锁集团股份有限公司
10	四川开元集团

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

农资销售行业之前受到政府管制和扶持,从而造成了地方割据以及经营业绩较差,竞争力相对低下。而且同质化竞争严重,竞争秩序混乱目前,国内农资产量总体过剩,产品同质化严重,买方市场特征明显。农资流通行业直接为“三农”服务,行业毛利率整体上处于较低的水平,属于微利行业,行业内企业普遍资本积累少,抗风险能力较弱。中国农资流通协会对全国前 100 强农资流通企业统计数据显示, 2007-2009 年,行业平均毛利率水平基本维持在 4%-6%左右。随着政府管制的逐渐放开,以及较低的毛利率水平,公司进行外部扩张的阻力大幅降低。

终端渠道“小、弱、散”，急需整合

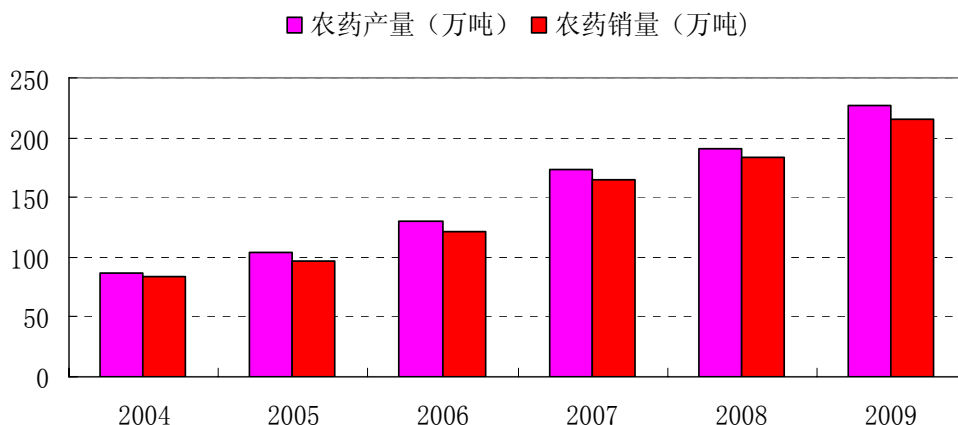
终端销售渠道“小、弱、散”，农技服务水平低。国家工商总局统计数据显示,截至 2008 年 6 月底,全国共有农资经营者 35.86 万户,且大部分是以家庭为单位的个体户形式存在,终端销售渠道呈现“小、弱、散”局面。同时,上述绝大部分农资终端经营者因人才及资金等因素影响,一般仅提供农资产品销售,难以对农户开展有效农技服务。

通过以上分析我们发现,我国化肥行业供给严重过剩,对渠道的依存度逐渐增加。同时,我们化肥流通行业呈现“大行业,小企业”的格局,同质化竞争严重,而且终端渠道呈现“小、弱、散”局面,从而导致毛利率水平较低,品牌优势不明显,急切需要进行行业整合,以便提升行业集中度和毛利率水平。

农药基本处于供求平衡状态,保持较快增长

近年来,我国农药产量呈加速增长的势头, 2004-2009 年,国内农药产量从 87 万吨(折纯 100%,下同)增至 226.2 万吨,年复合增长率为 21.06%;销量从 83.6 万吨增至 214.9 万吨,年复合增长率为 20.78%。总体来看,国内农药供需基本平衡,部分品种需要进出口调节。

图 3：调整后各收入段节税情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

种子市场潜巨大，市场容量约 900 亿元。

种子居于农业生产链条的最上端，良种对农作物增收和改善品质起着至关重要的作用。我国加入 WTO 和《种子法》实施后，我国种业呈现空前繁荣局面。作为农业大国，我国种子行业具有巨大的市场需求。随着种子商品化程度的不断提高，我国种子市场容量已从 2000 年的约 250 亿元增加到 2008 年的约 550 亿元。据专家分析，我国种业市场潜在市场容量约 900 亿元。目前，我国种子供需基本平衡。

农药和种子的品牌更为重要。因为劣质农药和种子对农民造成的损害将会更加严重，农民更加重视农药和种子的质量和品牌。从行业来看，农药和种子基本处于供求平衡状态，未来行业将呈现平稳增长态势。

（二）行业特性决定连锁化成为未来发展方向

连锁经营将成为行业主导经营模式作为现代商业流通领域最具活力的经营方式之一。连锁经营适应了我国农资消费地域性和分散性等特点，更好地为“三农”服务，近年来国家政策大力支持其发展，明确提出要大力培育大型农资流通企业，发展农资连锁经营。农资连锁经营自 2000 年国内首次出现之后，发展非常迅速。据统计，2004 年底国内开展农资连锁经营企业 1000 家以上，目前已超过 4000 家。预计未来在国家政策大力支持和成功企业的示范带动下，连锁经营将逐渐成为农资流通行业主导经营模式。

农资连锁经营优势突出

第一，有利于降低流通成本，减轻农民负担。目前，我国农资流通传统的“批发分销”经营模式流通环节多，流通成本高，最终仍转嫁给广大农户。通过发展连锁经营，实行集中采购、统一配送，实现规模化经营，减少流通环节，降低流通成本，切实减轻农民负担。

第二，有利于改善终端销售渠道“小、弱、散”局面，净化农资市场。目前，国内农资终端销售渠道呈现“小、弱、散”局面，假冒伪劣农资充斥其中，坑农害农现象时有发生。通过开展连锁经营，将众多分散的终端销售渠道连成一个整体，实行集中采购、统一配送，可以从源头上减少和杜绝假冒伪劣产

品，净化农资市场，维护农户利益。

第三，有利于为广大农户提供农技服务。目前国内大部分农资终端经营者因人才及资金等因素影响，一般仅简单从事农资销售活动，无力提供相关农技服务。连锁经营将有效改善产品销售和农技服务脱节局面，农资终端经营者在总部的统一管理和技术支持下，在销售产品的同时为广大农户提供农技服务。农资连锁经营由于具有规模化、规范化等诸多优势，适应了我国农资消费地域性及分散性等诸多特点，更好地服务“三农”，近年来国家陆续出台政策支持其发展。

二、公司连锁模式促进外延式扩张加速推进

（一） 公司具备快速扩张的优势

行业领先的规模优势 农资流通行业利润较薄，规模化经营是降低成本、提升竞争力的关键。2007-2009 年，公司化肥销售收入分别为 343,385.14 万元、371,257.20 万元和 380,954.04 万元，业务规模位居全国同行前列。据中国农资流通协会和安徽省农资流通协会统计资料显示，2007-2009 年度，公司分别位居全国农资流通行业第 6 名、第 4 名和第 4 名，连续 3 年位居安徽省内第 1 名。目前，公司安徽省内市场占有率约为 15% 左右，全国市场占有率约为 1%-1.5% 左右；凭借行业领先的规模优势，多年来公司连续中标国家和安徽省化肥淡储任务，经营业绩保持了持续稳定增长态势。

图 4： 化肥历年销售收入

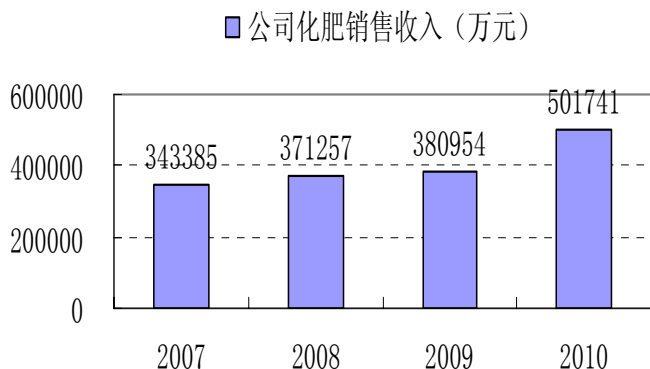
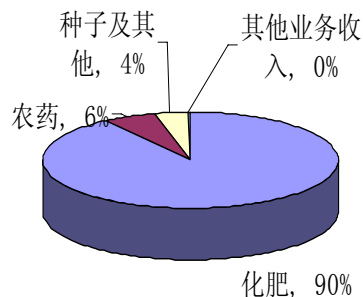


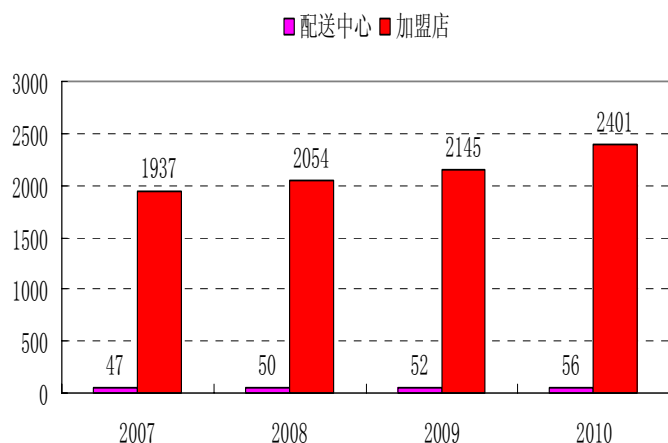
图 5： 公司营业收入构成



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

独特的连锁经营模式优势 本公司是国内较早开展农资连锁经营业务，并且取得初步成功的少数农资流通企业之一，符合行业发展趋势。公司摸索出“配送中心+加盟店”独特的连锁经营模式。在自身资金实力有限的情况下，“配送中心+加盟店”连锁经营模式，一方面有效减少了中间流通环节，实现了流通渠道的扁平化，降低了流通成本；另一方面通过借助加盟商的人力、物力和财力，实现了终端销售网络的低成本快速扩张。公司初步形成了“立足安徽，辐射全国”的格局，经过多年发展和积累，目前已在安徽省内及黑龙江、吉林、河南、江苏等 9 个主要农业和农资消费大省建立了 56 个区域配送中心，成功发展 2401 家连锁加盟店，初步完成了销售网点的空间战略布局，同时实现了一定广度和深度的覆盖，为公司未来进一步拓展市场份额奠定了坚实的基础。

图 6： 配送中心及家门店数量

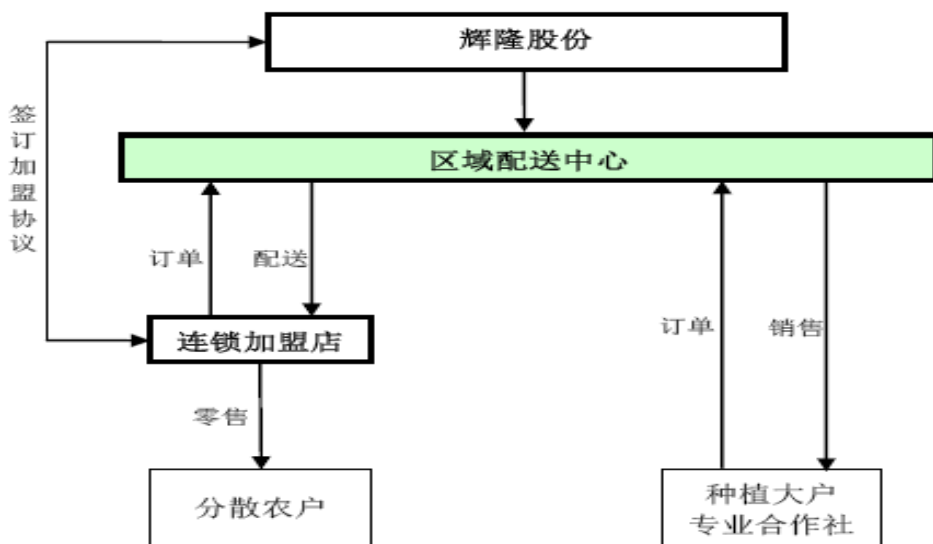


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 3： 配送中心及门店区域分布

区域	2010.9		2009		2008		西
	配送中心	加盟店	配送中心	加盟店	配送中心	加盟店	
安徽省	47	2261	47	2110	46	2043	
江苏省	1	6	0	0	0	0	
河南省	1	16	1	11	1	4	
黑龙江	1	12	1	8	1	5	
吉林省	1	7	1	3	0	0	
湖南省	2	3	0	0	0	0	
广西	1	9	1	7	1	2	
上海市	1	0	1	6	1	0	
山东省	1	1	0	0	0	0	

图 7： 公司销售模式



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

多年积淀的品牌信誉优势。公司自设立以来，一直高度重视品牌建设，诚信经营，在广大农户心中形成了“放心农资哪里买，请到辉隆连锁来”的良好市场形象。公司先后获得中国农资质量万里行“十大新锐农资经销企业”、安徽最具影响力特许品牌、商务部“万村千乡市场工程”优秀试点企业等荣誉称号。较好的品牌优势为公司进行外部扩张奠定了良好的基础，尤其是在农药和种子方面，品牌起到很大的作用。

较强的周期波动应对能力，为进行外延式扩张和行业兼并重组奠定基础。公司通过三方面熨平业绩波动：1、进行国内区域延伸，中国区域广阔，各地区处于不同纬度，气候等差距较大，从而导致各区域种植和收获季节的不同。比如广州蔬菜，每个月基本可以收获，化肥用量很大，南北设点也平滑了但旺季波动；2、增加出口，从下图我们看出，2007 年外销占化肥销售比例为 20.1%，08 及 09 年受金融危机影响，外销占比出现下滑，而 2010 年外销呈现强劲增长之势，同比增长 72.66%，外销占比增至 24.36%；3、增加工业客户占比，

从而降低周期性波动，工业客户没有明显的周期性特征，因为可以用来降低公司化肥销售的季节性波动。09 年受金融危机影响，工业客户占比有所下降，但 2010 年 1-9 月份出现明显回升，占比达 37.39%。

图 8：公司化肥外销占比

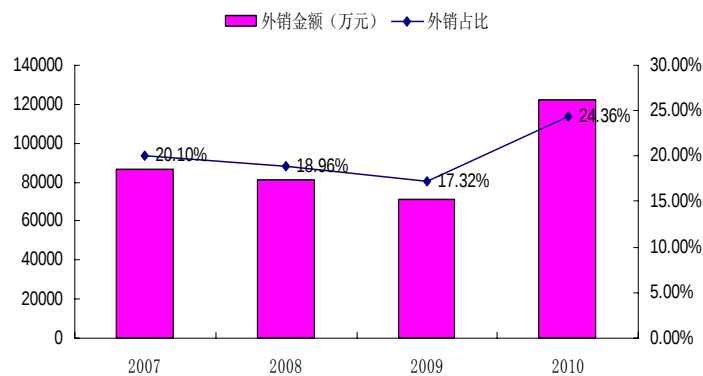
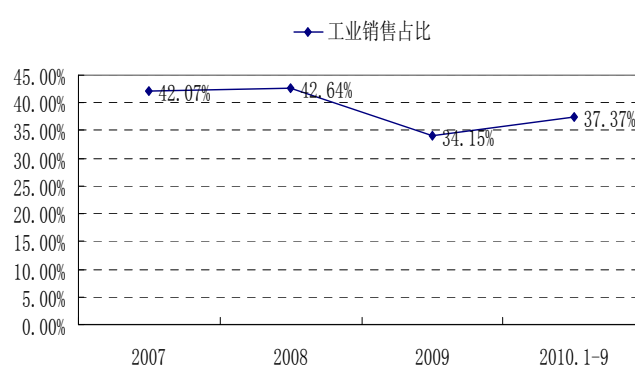


图 9：公司化肥工业销售占比



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

分业务总监负责制提升信息反馈的及时性及准确性。公司各项业务财务分总监负责，氮肥、磷肥、钾肥等分别采取不同的总监负责。订单来自一线反馈信息，从而可以提高信息的及时性和准确性，公司总部按照反馈的信息进行采购。从行业特性来说，公司业绩相对化肥价格波动较为敏感，较准确的采购可以降低化肥价格波动对公司业绩造成的不利影响。

此外，在淡季公司采取联储联销，不锁定价格，以暂定价格交易，工厂到公司费用由厂家承担。从而可以有效降低化肥价格波动对公司业绩的影响。

（二）募投项目加速公司外延式扩张进程

公司募集资金用于配送中心和信息化系统建设项目，其中，配送中心总投资预计为 37149 万元建设期为一年，第一年可达产 50%，第二年达产 80%，第三年达产 100%。信息系统建设项目，投资 3273 万元，建设周期为 3 年。信息化系统建设有利于公司降低存货成本和提高供应链管理水平和。逐渐优化供应链流程，提高供应链预测和管理准确性，从而有效控制供应链管理成本，缩短采购周期，降低采购存货成本。同时，可以提高公司销售渠道管理能力和对化肥等产品价格波动的应对能力。

公司将以安徽省内及黑龙江、吉林、河南、江苏等 9 省现有 57 个区域配送中心网络为依托，进一步深耕安徽市场，积极稳步拓展东北及华东等省外市场，计划在未来 3-5 年内，形成具有一定规模、布局更为合理的辐射全国主要农业产区的区域配送中心网络。

本次配送中心建设项目，在结合公司目前区域配送中心网络分布现状的基础上，计划采取自建和租赁的方式建设标准化配送中心 20 个，其中，安徽省内自建配送中心 10 个，新建 2 个，改扩建 8 个；省外租赁配送中心 10 个。项目建成后将新增配送中心面积 90500 平米，预计将实现新增年销售收入 17.06 亿元。

表 4：募投项目

区域	产权来源	数量	建筑面积 (平米)	建筑面积 (平米)
安徽省内	自建 (新建)	2	8400	16800
安徽省内	自建 (改扩建)	8	8400	67200

安徽省外	租赁	10	4250	42500
合计		20		126500

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

盈利预测及投资建议

盈利预测

- 1、假设20个物流中心投入使用的进度为，2011年50%达产，2012年80%达产，2013年100%达产，从而预测2011-2013年营业收入增速分别为23%，26.4%，21.6%。
- 2、假设2011-2013年毛利率分别为：7.2%，7.3%，7.4%。
- 3、假设2011-2013年销售费用和管理费用合计分别为：3.99%，3.96%，3.97%。

投资建议

公司主要从事化肥、农药、种子等重要农资产品的连锁经营销售。凭借“配送中心+连锁加盟店”的运营模式，公司业务快速扩张，在安徽市场占有率15%，排名第一，具有稳固的区域基础。上市之后，随着公司管理水平及资本实力的增强有望逐渐加快省外扩张步伐，同时，公司也在不断提升内生增长力，经营业绩有望逐步体现。我们预计公司2011-2013年EPS分别为：0.73, 0.93, 1.15元，按照公司2011年30PE估值，目标价：22元，给予“持有”评级。

风险提示

化肥价格剧烈波动，外延式扩张存在不确定性。

资产负债表

单位：百万元

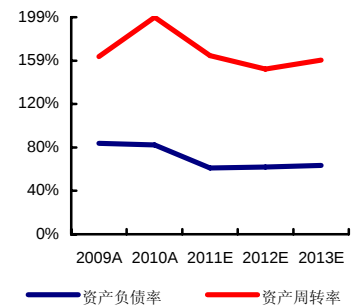
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,179	2,550	4,533	5,099	6,044
货币资金	633	594	2,032	2,030	2,281
应收及预付	719	979	1,221	1,527	1,861
存货	827	974	1,277	1,541	1,900
其他流动资产	0	2	2	2	2
非流动资产	393	448	789	965	1,028
长期股权投资	152	161	161	161	161
固定资产	66	155	279	387	402
在建工程	99	3	203	253	283
无形资产	54	79	96	114	132
其他长期资产	23	51	51	51	51
资产总计	2,572	2,998	5,322	6,065	7,072
流动负债	2,150	2,458	3,289	3,799	4,520
短期借款	668	1,284	1,484	1,684	1,884
应付及预收	1,480	1,172	1,803	2,113	2,634
其他流动负债	2	2	2	2	2
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	2,150	2,458	3,289	3,799	4,520
股本	112	112	239	239	239
资本公积	125	125	1,398	1,398	1,398
留存收益	155	270	447	673	950
归属母公司股东权益	392	506	2,083	2,309	2,587
少数股东权益	30	34	39	46	55
负债和股东权益	2,572	2,998	5,411	6,154	7,162

利润表

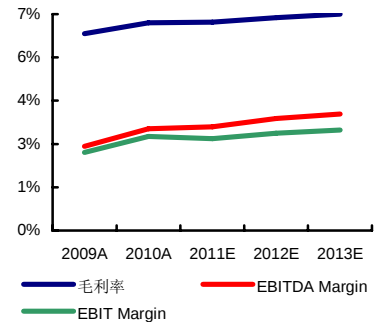
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4086	5552	6830	8635	10501
营业成本	3810	5155	6341	8003	9720
营业税金及附加	0	1	1	1	1
销售费用	109	152	188	237	289
管理费用	57	64	85	105	128
财务费用	33	44	36	40	45
资产减值损失	3	18	14	14	12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	19	18	18	18	18
营业利润	92	135	185	253	324
营业外收入	66	56	59	58	59
营业外支出	3	0	1	1	1
利润总额	155	191	243	311	382
所得税	32	50	61	78	95
净利润	123	141	182	233	286
少数股东损益	5	4	5	7	9
归属母公司净利润	118	137	177	226	278
EBITDA	118	194	243	333	420
EPS (元)	1.05	1.22	0.74	0.94	1.16

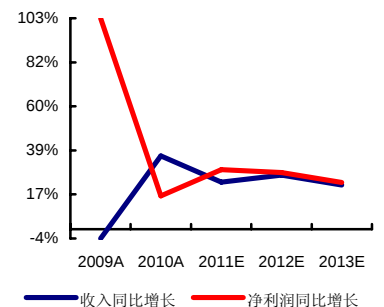
资产负债率趋势



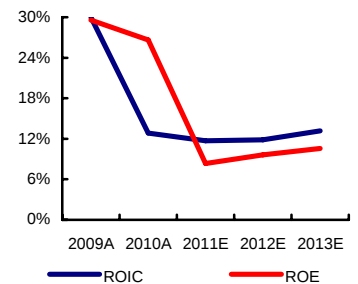
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

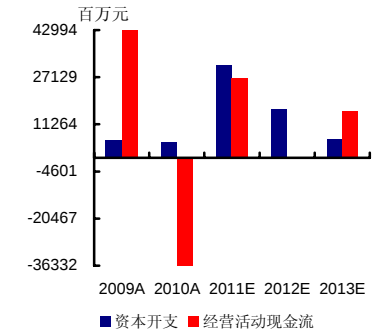
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	430	-363	261	-10	149
净利润	123	141	182	233	286
折旧摊销	9	14	27	44	57
营运资金变动	285	-560	72	-273	-184
其它	13	41	-21	-14	-10
投资活动现金流	-97	-43	-292	-145	-44
资本支出	-59	-50	-310	-163	-62
投资变动	-38	7	18	18	18
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-353	523	1,469	152	146
银行借款	1,126	2,205	200	200	200
债券融资	-1,511	-1,589	0	0	0
股权融资	90	1	1,310	0	0
其他	-59	-93	-41	-48	-54
现金净增加额	-21	116	1,438	-2	251
期初现金余额	576	633	594	2,032	2,030
期末现金余额	555	749	2,032	2,030	2,281

主要财务比率

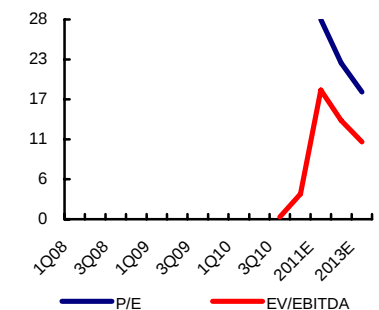
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	-4.5%	35.9%	23.0%	26.4%	21.6%
营业利润	3.5%	46.3%	37.0%	36.9%	28.0%
归属于母公司净利润	103.0%	16.4%	29.1%	27.8%	22.9%
获利能力					
毛利率	6.8%	7.1%	7.2%	7.3%	7.4%
净利率	3.0%	2.5%	2.7%	2.7%	2.7%
ROE	30.0%	27.1%	8.5%	9.8%	10.7%
ROIC	30.5%	13.0%	11.9%	12.0%	13.4%
偿债能力					
资产负债率	83.6%	82.0%	60.8%	61.7%	63.1%
净负债比率	8.4%	127.7%	-25.8%	-14.7%	-15.0%
流动比率	1.01	1.04	1.38	1.34	1.34
速动比率	0.32	0.28	0.65	0.57	0.54
营运能力					
总资产周转率	1.63	1.99	1.64	1.52	1.60
应收账款周转率	812.33	168.30	228.75	204.29	211.84
存货周转率	3.92	5.72	4.96	5.19	5.11
每股指标 (元)					
每股收益	1.05	1.22	0.74	0.94	1.16
每股经营现金流	3.84	-3.24	1.09	-0.04	0.62
每股净资产	3.50	4.52	8.71	9.65	10.81
估值比率					
P/E	0.0	0.0	28.2	22.0	17.9
P/B	0.0	0.0	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	0.3	3.6	18.2	13.9	10.9

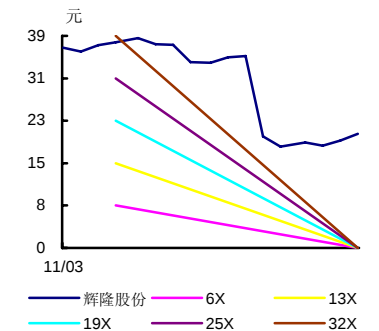
资本支出与经营活动现金流



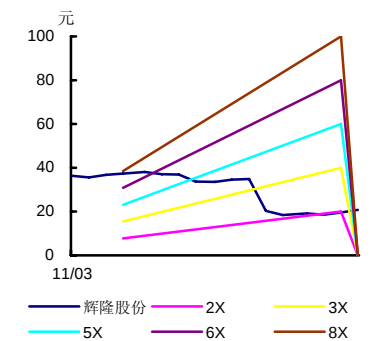
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发零售行业研究小组

欧亚菲，分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000 年进入广发证券，2005 年开始从事零售行业研究。2010 年度金牛分析师零售商业第四名，2009-2010 年度新财富零售行业第六名，2008 年度新财富零售行业第七名。

訾猛，分析师，复旦大学经济学硕士，3 年证券从业经历，2011 年进入广发证券发展研究中心。

刘旭，研究助理，厦门大学管理学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：liuxu@gf.com.cn，020-87555888-8423。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。