

# 老板电器 (002508.SZ)

## 多渠道多品牌拓展竞争力

袁浩然 分析师

电话: 0755-82784042

eMail: yhr@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511030001

### 中期业绩符合预期

2011 年上半年公司实现营业收入 7 亿, 同比增长 23%, 实现净利润 0.8 亿元, 同比增长 31.5%, EPS 0.31 元。当期净利润率 11.3%, 同比增长 0.7 个百分点, 经营活动现金流 1 亿元, 现金流充裕。其中二季度实现收入 4 亿元, 同比增长 19%, 实现净利润 0.5 亿元, 同比增长 31%, EPS 0.19 元。

### 多因素造成收入增长放缓, 盈利水平稳步提升

二季度收入增长放缓主要 1) 受地产调控以及经济下滑需求不足影响。2) 渠道结构变化影响收入增速。3) 终端开票制度变革带来收入确认口径不同。4) 渠道激励模式转变, 原对经销商的返点形式由费用转为以直接让利。

主要受开票模式的影响, 毛利率和费用率同时下降, H1 毛利率 51.6%, 同比下滑 3.4%; 销售费用 32.3%, 同比下滑 3%。预计未来随着低成本、非 KA 渠道占比提升, 销售费用率和管理费用率仍有进一步向下空间。

### 地产影响有限, 保障性住房促发展

下半年厨卫传统旺季, 销售收入一般占全年 55%左右。考虑到下半年期房大量交房带来的刚性厨卫安装需求, 全年收入仍有望实现 30%的增长。

### 多渠道多品牌拓展竞争力

2011 年公司预计在 KA 和专卖店分别增长 10%和 40-50%。网购和精装修上期待有翻倍增长, 综合全年预计增长 30%以上。

### 盈利预测及估值

我们预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.70 元、0.95 元。按 11 年 EPS 28 倍 PE 估值, 公司 6 个月目标价为 20 元, 维持“买入”评级。

### 风险提示

地产调控加码, 影响厨卫销售增长。

### 预测及评估

|             | 2009A  | 2010A    | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|-------------|--------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)   | 934.17 | 1,231.60 | 1567.82 | 2099.32 | 2782.29 |
| 增长率(%)      | 7.81%  | 31.84%   | 27.30%  | 33.90%  | 32.53%  |
| EBITDA(百万元) | 102.35 | 162.71   | 198.78  | 268.70  | 355.84  |
| 净利润(百万元)    | 81.83  | 134.34   | 178.58  | 244.29  | 318.47  |
| 增长率(%)      | 51.08% | 64.17%   | 32.93%  | 36.80%  | 30.37%  |
| 每股收益(元)     | 0.682  | 0.840    | 0.70    | 0.95    | 1.24    |
| 市盈率         | 0.00   | 44.49    | 24.79   | 18.12   | 13.90   |
| 市净率         | 0.00   | 4.36     | 3.01    | 2.70    | 2.35    |
| EV/EBITDA   | 0.00   | 30.12    | 16.25   | 11.69   | 8.44    |

数据来源: 杭州老板电器股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

|         |       |
|---------|-------|
| 当前价格(元) | 18.26 |
| 目标价格(元) | 20.00 |
| 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   | 5.73%  | -7.43% | -24.64% |
| 沪深 300 | -2.00% | -5.72% | 4.10%   |

### 股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

256.00/64.00

主要股东:

杭州老板实业集团有限公司

主要股东持股比例 50.38%

### 财务比率

|          |        |
|----------|--------|
| ROE      | 9.80%  |
| ROA      | 13.12% |
| 资产负债率    | 18.60% |
| 每股净资产(元) | 8.57   |

2010 年报数据

## 目录索引

|                      |   |
|----------------------|---|
| 中期业绩符合预期.....        | 3 |
| 收入增 23%，净利增 31%..... | 3 |
| 多因素造成收入增长放缓 .....    | 3 |
| 盈利水平稳步提升 .....       | 4 |
| 地产影响有限，保障性住房促发展..... | 5 |
| 多渠道多品牌拓展竞争力 .....    | 5 |
| 多渠道发展，锁定稳定增长 .....   | 6 |
| 多品牌构架，提供持续增长动力 ..... | 6 |

## 图表索引

|                            |   |
|----------------------------|---|
| 图 1：地产成交面积（单位：万平米，%） ..... | 5 |
| 表 1：收入分地区（单位：百万，%） .....   | 3 |
| 表 2：收入分产品（单位：百万，%） .....   | 4 |
| 表 3：毛利率分地区（单位：%） .....     | 4 |
| 表 4：毛利率分地区（单位：%） .....     | 5 |
| 表 4：主要渠道收入贡献（单位：%） .....   | 6 |

## 中期业绩符合预期

### 收入增23%，净利增31%

2011年上半年公司实现营业收入7亿，同比增长23%，实现净利润0.8亿元，同比增长31.5%，EPS 0.31元。当期净利润率11.3%，同比增长0.7个百分点，经营活动现金流1亿元，现金流充裕。其中二季度实现收入4亿元，同比增长19%，实现净利润0.5亿元，同比增长31%，EPS 0.19元。

### 多因素造成收入增长放缓

二季度收入增长19%，相比前期高速增长有所放缓。主要原因包括：

1) 受地产调控以及经济下滑需求不足影响。中怡康统计一二线城市大卖场数据显示，上半年烟灶消销量均呈负增长，零售额增长个位数。

相比之下，公司一方面稳步跟进卖场开店的自然增长，在一二级市场取得稳定增长，另一方面拓展三级市场以及精装、网购等渠道，领先优势稳步扩大。增长虽然放缓，但仍远超行业增速。

2) 渠道结构变化影响收入增速。公司多种渠道下结算方式不同，除直销、网购以及小代理渠道外，一般以出厂价格计入收入。公司多渠道发展思路下，精装修、优质代理商渠道占比逐步提升，结构性影响收入增速。

3) 终端开票制度变革带来收入确认口径不同（原以终端价格计入，部分转变为出厂价计入），也是影响收入增长减缓的又一原因。

4) 渠道激励模式转变。原对经销商的返点形式由费用转为以直接让利。

下半年厨卫传统旺季，销售收入一般占全年55%左右。考虑到下半年期房大量交房带来的刚性厨卫安装需求，全年收入仍有望实现30%的增长。业绩方面，上半年实现EPS 0.3元，按照45%占比推算，全年实现EPS 0.72元并无大碍。

表 1：收入分地区（单位：百万，%）

| 分地区  | 营业收入(2011H1) | 收入占比   | 营业收入同比 | 营业收入(2010H1) | 收入占比   |
|------|--------------|--------|--------|--------------|--------|
| 华东地区 | 364          | 52.0%  | 29.0%  | 282          | 49.7%  |
| 华南地区 | 41           | 5.9%   | -8.4%  | 45           | 7.9%   |
| 华中地区 | 26           | 3.7%   | -25.5% | 35           | 6.2%   |
| 华北地区 | 114          | 16.3%  | 34.9%  | 85           | 14.9%  |
| 西北地区 | 43           | 6.2%   | 72.3%  | 25           | 4.4%   |
| 西南地区 | 53           | 7.6%   | 31.6%  | 40           | 7.1%   |
| 东北地区 | 57           | 8.1%   | 4.9%   | 54           | 9.6%   |
| 境内小计 | 698          | 99.9%  | 23.4%  | 566          | 99.9%  |
| 境外小计 | 1            | 0.1%   | 48.8%  | 0            | 0.1%   |
| 合计   | 699          | 100.0% | 23.4%  | 567          | 100.0% |

数据来源：公司公告

表 2：收入分产品（单位：百万，%）

| 分产品 | 营业收入(2011H1) | 收入占比构成 | 营业收入同比 | 营业收入(2010H1) | 收入占比构成 |
|-----|--------------|--------|--------|--------------|--------|
| 油烟机 | 382          | 54.6%  | 21.9%  | 313          | 55.3%  |
| 燃气灶 | 207          | 29.7%  | 21.5%  | 171          | 30.1%  |
| 消毒柜 | 71           | 10.1%  | 22.9%  | 57           | 10.1%  |
| 小家电 | 40           | 5.7%   | 56.2%  | 25           | 4.5%   |
| 小计  | 699          | 100.0% | 23.4%  | 567          | 100.0% |

数据来源：公司公告

### 盈利水平稳步提升

上半年出现毛利率和费用率同时下降，H1毛利率51.6%，同比下滑3.4%；销售费用32.3%，同比下滑3%。毛利率下滑原因包括：1）公司调整销售开票模式，原来由公司负责较多的终端销售促销费用，2010年开始改为向经销商直接让利，并将部分销售费用转移到渠道。反应在利润表上，毛利率和销售费用率同降。2）原材料价格上涨。钢材、塑胶以及铜等大宗原材料2010年下半年后出现50%以上涨幅，对家电制造企业成本形成较大压力。

综合来看，费用率下降多于毛利率下降幅度。上半年，公司净利润率高达11.3%，同比提升0.7个百分点。印证我们前期对盈利水平进一步提高的判断。预计未来随着公司开票模式转变，以及低成本、非KA渠道占比提升，销售费用率和管理费用率仍有进一步向下空间。

表 3：毛利率分地区（单位：%）

| 分产品  | 毛利率(2011H1) | 毛利率(2010H1) | 毛利率同比 |
|------|-------------|-------------|-------|
| 华东地区 | 51.3%       | 55.8%       | -4.5% |
| 华南地区 | 46.8%       | 52.9%       | -6.1% |
| 华中地区 | 43.8%       | 44.0%       | -0.3% |
| 华北地区 | 54.8%       | 57.5%       | -2.8% |
| 西北地区 | 51.5%       | 47.8%       | 3.6%  |
| 西南地区 | 50.3%       | 50.5%       | -0.3% |
| 东北地区 | 45.0%       | 52.7%       | -7.7% |
| 境内小计 | 50.8%       | 54.1%       | -3.3% |
| 境外小计 | 19.7%       | 28.6%       | -8.9% |
| 合计   | 50.7%       | 54.1%       | -3.3% |

数据来源：公司公告

表 4：毛利率分地区（单位：%）

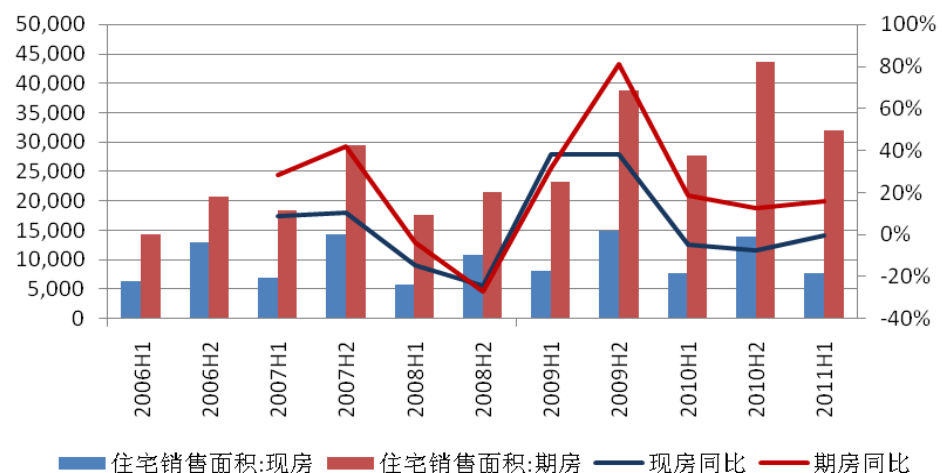
| 分产品 | 毛利率(2011H1) | 毛利率(2010H1) | 毛利率同比 |
|-----|-------------|-------------|-------|
| 油烟机 | 51.03%      | 53.36%      | -2.3% |
| 燃气灶 | 54.18%      | 58.92%      | -4.7% |
| 消毒柜 | 48.15%      | 53.89%      | -5.7% |
| 小家电 | 34.30%      | 30.40%      | 3.9%  |
| 小计  | 50.73%      | 54.06%      | -3.3% |

数据来源：公司公告

## 地产影响有限，保障性住房促发展

短期来看，2010年开始地产调控对房地产成交形成一定压力，这也是中短期市场对厨卫行业增长的担心。但是也应看到，此轮调控主要压制投资性需求，房价企稳回落后最终将会释放大量的刚性需求。调控政策经过1年多的实施，负面影响已经得到较充分的消化，未来对厨卫行业的影响，无论是实业还是资本面，都已接近最低点。

图 1：地产成交面积（单位：万平米，%）



数据来源：Wind资讯、彭博资讯

从地产成交面积看，2010年现房成交同比出现较大幅度下调，而同期期房成交面积相比下降幅度有限。从累积数据也显示，2010年底累积期房成交面积相比2009年仍有15%的增长，同期现房成交面积下滑8.7%。2011年开年后，期房和现房成交面积均开始止跌向上。考虑到期房14-15个月交房滞后期，下半年厨卫行业增长并无大碍。短期看，地产调控对厨卫行业，特别是高端厨卫行业存在一定影响，但负面影响有限。

## 多渠道多品牌拓展竞争力

## 多渠道发展，锁定稳定增长

截止2010年底，公司已全面覆盖全国各区域约6500个销售终端；KA进店数约2000余家，进店率74%；专卖店1100家。

1)传统KA渠道上，公司2013年计划实现进店率85%；KA进店数量约以每年300-400家的速度增长，2013年达到3000家；单店销售额从09年65万提升至85万元

2)发展专卖店渠道。2010年末，公司代理商共开设专卖店约900家，对公司收入贡献近30%，同时提出专卖店千点计划，2011年计划建成1400-1500家，至2013年达到2500家。2011年上半年已完成1100多家专卖店建设。

3)拓展精装修新兴渠道。2010年精装修渠道实现销售5万台左右，预计2011年增长到10万台，实现翻倍增长。2013年计划实现29万台销量。

2011年公司预计在KA和专卖店分别增长10%和40-50%。网购和精装修上期待有翻倍增长，综合全年预计增长30%以上。

表 5：主要渠道收入贡献（单位：%）

| 渠道途径 | 收入占比 | 2011 年增长 | 贡献增长    |
|------|------|----------|---------|
| KA   | 50%  | ~12%     | ~6%     |
| 网络   | 5%   | ~100%    | ~10%    |
| 精装修  | 8%   | ~100%    | ~8%     |
| 专卖店  | 14%  | ~40%     | ~5%     |
| 传统渠道 | 15%  | ~5%      | ~5%     |
| 合计   |      |          | 25%-30% |

数据来源：公司公告

## 多品牌构架，提供持续增长动力

2010年公司提出2013年末实现收入30亿元，净利3亿元，即每年维持35%左右的复合增长。中国市场有着典型的二元结构特征，厨电市场高端低端两极分化严重，市场纵深度较高。公司专注厨房电器，为应对中国市场的复杂性和宽广性，已开始构建多品牌运营，通过多品牌策略做深做透细分市场。

高端市场，公司2010年开始与几家外资品牌接洽，均因为控制权问题而搁浅。2011年已与一家外资高端厨卫品牌达成框架性协议，拟通过合资等方式，构建高端品牌形象。高端品牌构建不仅丰富品牌系列，同时更重要的是能够打通精装房工程市场，提高公司高端定位，为公司在精装房大蛋糕上博取更多份额。

中高端沿用老板品牌，也是公司未来着力发展的重中之重。2013年30亿规模也仅指老板品牌。高端打造品牌形象，低端丰富产品线，中高端品牌则是公司现金牛的来源。

低端品牌上公司已在2010年下半年开始发展“名品”。针对名品，10年底已建成700家店面，目前仅有烟机产品。2011年底准备在低端品牌上发展烟灶消全线产品。预计2012年会有比较好的发展。针对低端品牌发展，公司主要思路是在有产能空余后，才开始大力推广，目前仍以老板品牌为主。低端品牌低价主要是营销费用的减少，净利润仍能保持11%左右。

## 风险提示

地产调控加码，影响厨卫销售增长。



## 资产负债表

单位：百万元

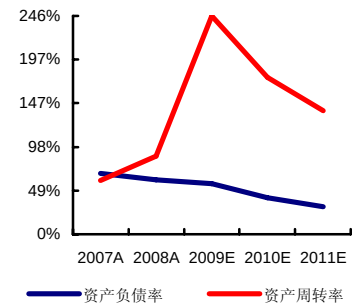
| 至 12 月 31 日    | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 540   | 1,547 | 1,780 | 2,065 | 2,456 |
| 货币资金           | 175   | 1,075 | 1,197 | 1,284 | 1,423 |
| 应收及预付          | 169   | 226   | 273   | 374   | 491   |
| 存货             | 195   | 246   | 311   | 407   | 542   |
| 其他流动资产         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 109   | 137   | 149   | 163   | 177   |
| 长期股权投资         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 70    | 73    | 65    | 58    | 50    |
| 在建工程           | 0     | 26    | 44    | 64    | 83    |
| 无形资产           | 36    | 37    | 40    | 41    | 43    |
| 其他长期资产         | 2     | 1     | 0     | 0     | 0     |
| <b>资产总计</b>    | 648   | 1,684 | 1,928 | 2,228 | 2,634 |
| <b>流动负债</b>    | 227   | 313   | 456   | 588   | 752   |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付及预收          | 227   | 313   | 456   | 588   | 752   |
| 其他流动负债         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动负债</b>   | 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     |
| <b>负债合计</b>    | 227   | 313   | 456   | 588   | 752   |
| 股本             | 120   | 160   | 256   | 256   | 256   |
| 资本公积           | 203   | 1,065 | 1,065 | 1,065 | 1,065 |
| 留存收益           | 99    | 146   | 152   | 319   | 561   |
| 归属母公司股东权益      | 422   | 1,371 | 1,473 | 1,640 | 1,882 |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债和股东权益</b> | 648   | 1,684 | 1,928 | 2,228 | 2,634 |

## 利润表

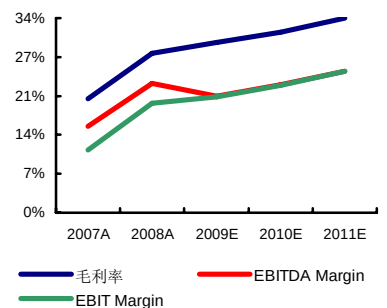
单位：百万元

| 至 12 月 31 日     | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 934   | 1232  | 1568  | 2099  | 2782  |
| 营业成本            | 420   | 559   | 748   | 996   | 1320  |
| 营业税金及附加         | 11    | 12    | 16    | 22    | 28    |
| 销售费用            | 340   | 421   | 513   | 688   | 910   |
| 管理费用            | 70    | 90    | 102   | 135   | 178   |
| 财务费用            | -1    | -3    | -23   | -26   | -27   |
| 资产减值损失          | 0     | 0     | 6     | 2     | 3     |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 94    | 152   | 206   | 282   | 370   |
| 营业外收入           | 1     | 4     | 3     | 3     | 3     |
| 营业外支出           | 1     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 94    | 156   | 209   | 285   | 372   |
| 所得税             | 12    | 22    | 30    | 41    | 54    |
| <b>净利润</b>      | 82    | 134   | 179   | 244   | 318   |
| 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 82    | 134   | 179   | 244   | 318   |
| EBITDA          | 103   | 159   | 199   | 269   | 356   |
| EPS (元)         | 0.68  | 0.84  | 0.70  | 0.95  | 1.24  |

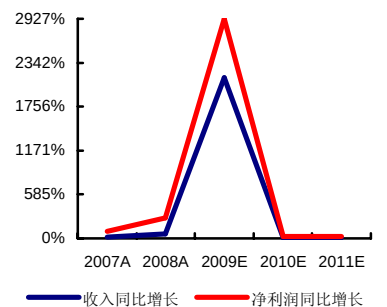
## 资产负债率趋势



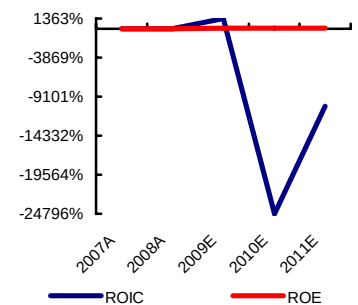
## 经营利润率趋势



## 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

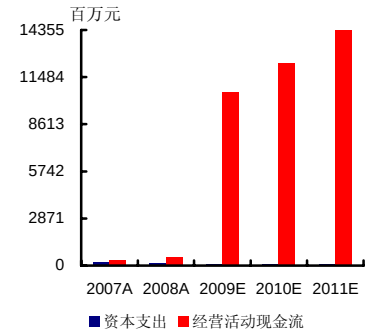
| 至 12 月 31 日    | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 127   | 121   | 142   | 186   | 237   |
| 净利润            | 82    | 134   | 179   | 244   | 318   |
| 折旧摊销           | 9     | 10    | 10    | 10    | 10    |
| 营运资金变动         | 34    | -23   | -51   | -67   | -92   |
| 其它             | 1     | 0     | 5     | -1    | 0     |
| <b>投资活动现金流</b> | -15   | -37   | -20   | -22   | -21   |
| 资本支出           | -15   | -37   | -20   | -22   | -21   |
| 投资变动           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | 0     | 820   | 0     | -77   | -77   |
| 银行借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 债券融资           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股权融资           | 0     | 908   | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 0     | -88   | 0     | -77   | -77   |
| <b>现金净增加额</b>  | 111   | 904   | 122   | 88    | 139   |
| <b>期初现金余额</b>  | 64    | 175   | 1,075 | 1,197 | 1,284 |
| <b>期末现金余额</b>  | 175   | 1,080 | 1,197 | 1,284 | 1,423 |

主要财务比率

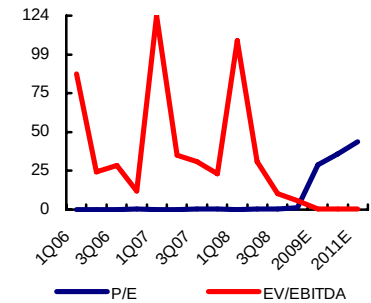
单位：%

| 至 12 月 31 日     | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 营业收入            | 7.8%   | 31.8%  | 27.3%  | 33.9%  | 32.5%  |
| 营业利润            | 52.8%  | 61.9%  | 35.3%  | 37.0%  | 30.9%  |
| 归属于母公司净利润       | 51.1%  | 64.2%  | 32.9%  | 36.8%  | 30.4%  |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 毛利率             | 55.1%  | 54.6%  | 52.3%  | 52.6%  | 52.5%  |
| 净利率             | 8.8%   | 10.9%  | 11.4%  | 11.6%  | 11.4%  |
| ROE             | 19.4%  | 9.8%   | 12.1%  | 14.9%  | 16.9%  |
| ROIC            | 32.9%  | 43.3%  | 58.5%  | 62.2%  | 64.4%  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 资产负债率           | 34.9%  | 18.6%  | 23.6%  | 26.4%  | 28.5%  |
| 净负债比率           | -41.6% | -78.4% | -81.2% | -78.3% | -75.6% |
| 流动比率            | 2.38   | 4.94   | 3.91   | 3.51   | 3.27   |
| 速动比率            | 1.49   | 4.11   | 3.19   | 2.78   | 2.51   |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 1.63   | 1.06   | 0.87   | 1.01   | 1.14   |
| 应收账款周转率         | 10.44  | 13.89  | 14.31  | 14.17  | 14.22  |
| 存货周转率           | 2.19   | 2.54   | 2.41   | 2.45   | 2.43   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |        |
| 每股收益            | 0.68   | 0.84   | 0.70   | 0.95   | 1.24   |
| 每股经营现金流         | 1.06   | 0.76   | 0.55   | 0.73   | 0.92   |
| 每股净资产           | 3.52   | 8.57   | 5.75   | 6.41   | 7.35   |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |        |
| P/E             | 0.0    | 44.5   | 24.8   | 18.1   | 13.9   |
| P/B             | 0.0    | 4.4    | 3.0    | 2.7    | 2.4    |
| EV/EBITDA       | -1.7   | 30.9   | 16.2   | 11.7   | 8.4    |

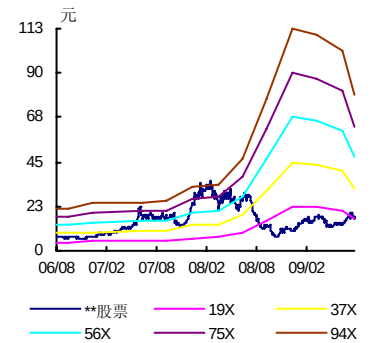
资本支出与经营活动现金流



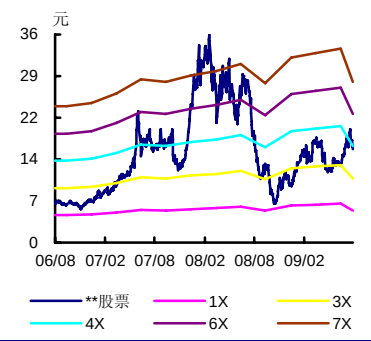
相对估值



PE BAND



PB BAND



## 广发家电行业研究小组

袁浩然，分析师，复旦大学金融学硕士，CPA，3 年会计师事务所审计工作经验，3 年家电行业工作经验，4 年证券从业经历。

2008 年、2010 年获得新财富评选最佳分析师第 5 名，2011 年进入广发证券发展研究中心。

王俊爽，研究助理，南京大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wjs2@gf.com.cn，020-87555888-615。

郝雪梅，研究助理，南京大学管理学硕士，2010 年天眼耐用消费品最佳分析师，2010 年新财富最佳分析师评选入围（团队），

2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：hxm5@gf.com.cn，0755-23953620。

## 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<br>大都会广场 36 楼 | 深圳市民田路华融大厦<br>2501 室 | 北京市月坛北街 2 号月坛大<br>厦 18 层 1808 室 | 上海市浦东南路 528 号<br>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。