

建发股份 (600153)

强烈推荐 (维持)

提升增值服务, 扩充权益资本

市场数据

报告日期	2011-9-7
收盘价(元)	8.15
总股本(百万股)	2237.75
流通股本(百万股)	2237.75
总市值(百万元)	18237.67
流通市值(百万元)	18237.67
净资产(百万元)	7262.39
总资产(百万元)	47854.91
每股净资产	3.25

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	66096	84110	100466	121431
同比增长(%)	63.0%	27.3%	19.4%	20.9%
净利润(百万元)	1755	2254	3117	3502
同比增长(%)	64.9%	28.5%	38.3%	12.3%
毛利率(%)	9.0%	9.1%	9.7%	10.4%
净利率(%)	2.7%	2.7%	3.1%	2.9%
净资产收益率(%)	29.0%	28.0%	28.0%	24.0%
每股收益(元)	0.78	1.01	1.39	1.57
每股经营现金流(元)	-2.06	4.50	-0.20	2.13

相关报告

《业绩预增 50%，维持强烈推荐评级》2011-7-28

《低估值 + 贸易升级》2011-4-14

《建发股份 (600153) 年报点评：供应链毛利提升，地产进入结算高峰》2011-4-8

分析师 王爽

021-38565912

wangsh@xyzq.com.cn

SAC:S0190511030003

投资要点

- 业务量能否持续增长？公司供应链业务的演进就是在收缩广度，延展深度，增加客户粘性。今年经济的波动也是我们检验公司供应链运营模式的时机。上半年公司供应链运营业务收入 345 亿，同比增长 28%，净利润 5.7 亿，预计全年有 30% 的业绩增长。
- 存货、应收款风险是否可控？上半年公司存货、应收账款和货币资金等都处在正常范围内，资产减值损失和存货也在历史较低水平。公司风控体系的建设已见成效。
- 我们认为建发成长的动力在我国贸易升级和产业转移的大背景下，公司有广阔的空间去发展增值服务，参与权益投资，持续扩张的瓶颈在权益资本过少。建发现在因为有地产业务缘故，股权融资被卡死，只能通过地产项目的推盘回笼权益资金，暂时尚无太大资金困难，但权益资本的匮乏，以及能调动的资金数额的限制会影响公司长远之发展。
- 预计公司 11-13 年 EPS 为 1.01、1.39、1.57 元，扣除地产业务为 0.51、0.67、0.70 元。参照三菱和利丰 12-15 倍 P/E，我们对物流业务给予 10 倍 P/E，地产 NAV 为 5.99 元，给予 30% 折价，公司合理估值在 9.3 元，当前仅为 8.15 元，3 年动态 PE8/6/5 倍，维持强烈推荐评级。
-

目 录

1、业务量是否会持续增长？	- 3 -
1.1 收缩广度，延展深度	- 3 -
1.2 上半年周转率提高推升业务量	- 4 -
2、存货和应收账款是否可控？	- 4 -
3、供应链运营长期成长的动力和瓶颈在哪里？	- 5 -
4、盈利预测与估值	- 9 -
5、风险提示	- 9 -
6、附注：《向供应链管理转型》2011-3-7 摘要	- 10 -
图 1、利丰收入、净利润以及总资产增速	- 5 -
图 2、利丰的回报率和利润率	- 6 -
图 3、利丰的周转指标	- 6 -
图 4、利丰的资产周转率和财务杠杆	- 6 -
表 1、公司贸易业务数据	- 4 -
表 2、公司存货和应收项指标	- 4 -
表 3、三菱商事各事业部 2010 会计年度财务情况概览	- 7 -
表 4、三菱商事主要股东	- 8 -
表 5、公司盈利预测结果	- 9 -
附表	- 11 -

市场普遍认为，建发是个管理层优秀的公司，供应链运营也是受市场关注的业务模式，卖方研究员对公司 11 年业绩的一致预期也在 1 元以上，公司当前动态估值仅为 8 倍。但为什么建发估值一直很低？下文我们将从三个方面探讨市场对建发的忧虑和信心：

- 1) 业务量是否会持续增长？
- 2) 存货和应收账款是否可控？
- 3) 供应链运营长期增长的动力和瓶颈在哪里？

1、业务量是否会持续增长？

1.1 收缩广度，延展深度

贸易公司中，建发是做的很好的一类。回首建发贸易业务的发展之路，我们看到的是其在有节奏的收缩战线，延展深度。

早年，与其他贸易公司一样，建发的业务范围可以戏称为：除了贩卖军火，什么都做过了，公司 05 年开始业务整顿，10 年已开始初见成效，将业务锁定在市场空间较大的 10 个门类，以便于公司业务扩展和加深对行业的理解和把握。其较大的品类是：

- 造纸：公司 10 年收入 85 亿，净利润 2 亿，预计今年突破 100 亿，是全国第一大纸浆和纸品采购分销商，市场份额约 8-10%。对行业有一定的定价权。
- 钢材：10 年收入 175 亿，业务量 500 万多吨，贡献净利润 2 亿，1-7 月预计 140 亿，业务量为 400 多万吨，按照全国钢材 3 亿吨的贸易商分销量估算，公司份额约为 1.3%，尚有广阔空间可以拓展。
- 汽车 4S 店：4 个保时捷店每年各贡献净利润 2000 多万，今年公司福建新增 2 个宾利店，今年可实现盈利，预计成熟后，盈利能力应该与保时捷相匹。
- 其他的门类是矿产品，化工，农产品，机电，轻纺，物流，酒。

公司在这 10 个门类中能否成功取决于公司能提供多少增值服务来延续与客户合作，并增加合作的深度，进而加强自身对产业的影响。从建发现在的模式看，我们能看到的增值服务是：

- 垫资，赚取一定利差。
- 以自身信息优势和对行业的理解，为客户提供一定采购建议，优化采购标的和采购时点，进而降低成本。比如公司可以对客户采购钢铁的时点提出建议，将木浆和竹浆搭配出售给造纸厂。
- 构建庞大的销售渠道，为客户产品提供更好的销售。比如公司与多家造纸厂关系密切，其参股的永丰浆厂的全部产品都由公司负责分销给各造纸厂。

今年经济的波动也是我们检验公司供应链运营模式的时机，公司盈利模式上对传统贸易的突破应该在业绩的增长上兑现。公司所从事的 10 大行业，占有率都较低，公司若是为行业提供了新的价值，其应该通过份额的提升来对冲行业的波动。

上半年公司供应链运营业务收入 345 亿，同比增长 28%，净利润 5.7 亿，同比增长 34%。我们调研了解到 7-8 月公司业务增长依然较为乐观，管理层对全年 30% 的业绩增长较有信心。

1.2 上半年周转率提高提升业务量

拆分公司的财务数据，我们发现公司利润率由 3% 下滑至 2.2%，周转率由 545% 提升为年化 940%，是公司上半年业绩增长的主要推动力，也意味着在公司权益资本不增加的情况下，公司可以支持 80% 的业务增长。

公司汇兑收益 7300 万，相当于利息费用的三分之一，单次资金周转成本 2 季度上升较快，只 0.6%，算是近几年最高水平。

表 1、公司贸易业务数据

贸易：百万	2007	2008	2009	2010	1Q	2Q
营业收入	28,932	35,422	39,510	61,241		34,715
利润总额	508	1,516	545	1,838		761
利润率	1.76%	4.28%	1.38%	3.00%		2.19%
财务费用	33	22	71	111	65	154
利息费用	83	237	121	201	65	210
汇兑损益	306	-207	-50	-135		-73
资产减值损失	85	142	11	69		37
修正利润	287	1,865	506	2,041		872
修正利润率	0.99%	5.26%	1.28%	3.33%		2.51%
利息费用/收入	0.29%	0.67%	0.31%	0.33%		0.61%
利息费用/借款	1.53%	4.24%	1.89%	1.79%	0.66%	2.75%
资金周转率	457%	967%	522%	545%	337%	470%
资金单次周转成本	0.34%	0.44%	0.36%	0.33%	0.20%	0.59%

资料来源：兴业证券研究所

2、存货和应收账款是否可控？

细分公司数据，我们看到公司存货、应收账款和货币资金等都处在正常范围内，资产减值损失和存货也在历史较低水平。预付账款约上升了收入的 2%，净额由年初的 16 亿上升为 21 亿，这与公司上半年钢材业务的快速增长相关，因为，钢厂要求提前一个月付款，今年信贷紧张，公司为需要钢材的中小企业垫付资金的数额增长。

表 2、公司存货和应收项指标

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011-1Q	2011-2Q
贸易利润率	0.0%	0.0%	1.8%	4.3%	1.4%	3.0%		2.2%
货币资金/收入	5.7%	3.6%	8.0%	4.0%	4.7%	4.0%	19.1%	10.6%
应收票据/贸易收入	1.0%	0.8%	2.0%	0.5%	0.5%	0.7%		1.4%
应收账款净额/贸易收入	2.3%	1.8%	2.3%	2.0%	2.4%	2.6%		6.2%
预付账款/国内贸易收入	6.2%	6.1%	8.6%	6.8%	13.6%	8.1%		20.1%
资产减值损失/贸易收入			0.3%	0.4%	0.0%	0.1%		0.1%
存货/贸易收入	5.8%	4.6%	7.3%	5.1%	8.9%	8.3%		7.0%

注：2011-2Q 与收入相关数据除以 2 为年化值

公司风控方面的数据都处在较好的水平，也说明公司经过几年时间建立的风控体系较有成效，据了解，公司风控的手段主要有：

- 定期盘点库存，千万级仓库雇佣专人看管
- 垫资前对客户进行资信审查
- 成立专门的应收账款管理部门，2 个月一审查，及时对账，及时追讨
- 每个业务员年底都有利润表和资产负债表，以利润中按一定比例扣除应收账

款和存货为基数，发放奖金。

从历史的数据看，公司的风控体系是有效的，08 年资产减值损失仅为收入的 0.4%，利润的 8%。

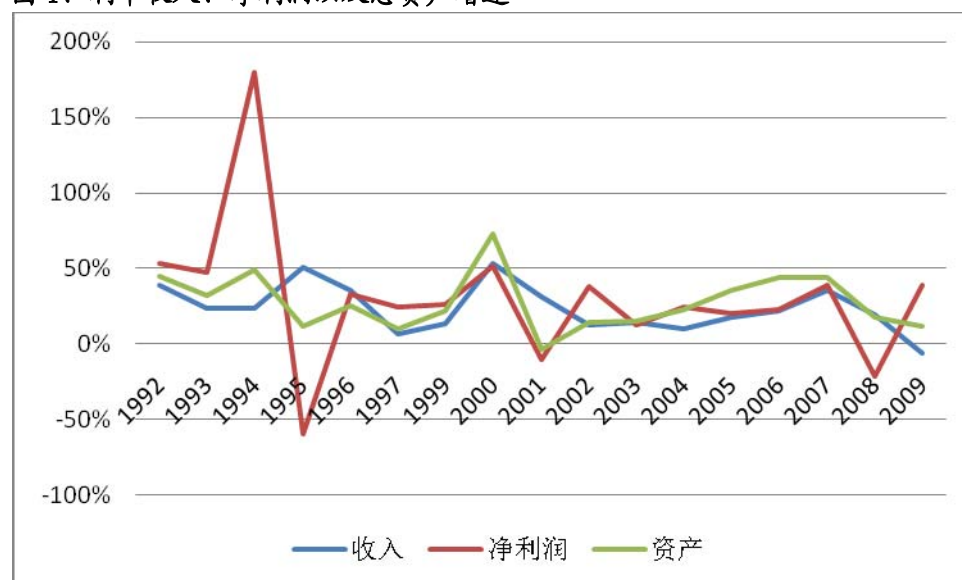
3、供应链运营长期成长的动力和瓶颈在哪里？

供应链的发展伴随着社会物品交换的增加以及社会分工的细化，供应链运营商的价值就在于其在更大的范围内组织生产的能力，在于其如何在更多生产厂家中进行生产运输综合成本的优化，以及如何利用自身的客户资源，为生产厂家谋求更大的销量。

随着社会分工的加强，大企业和供应链运营商之间有可能是强强联手，这就类似日本的企业集团。中小企业通过产品差异化求生存，可能对供应链运营商有更多的依附。总之，一个出色的供应链运营商将是生产环节之间，以及生产和消费之间的连通器。

香港回归以前，以自由之港成为大陆与国外联系的节点，成就了利丰的传奇，使其从一个贩卖日用品和烟花爆竹的小公司成为一个年收入 1000 亿以上的企业。如今，我国需要更多的资源进口，需要在中西部更广大的范围组织生产，也为国内的贸易公司提供了发展壮大的沃土。

图 1、利丰收入、净利润以及总资产增速

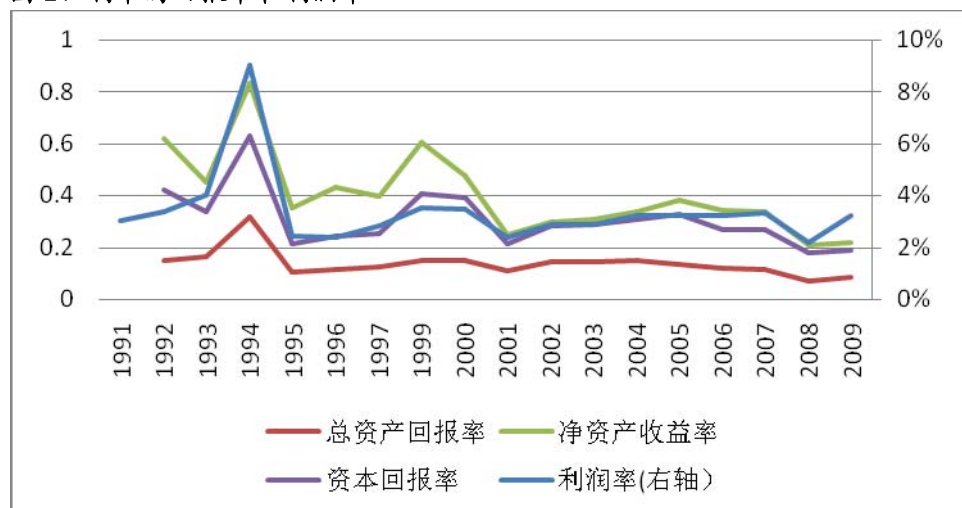


资料来源：兴业证券研究所

我们看到 90 年代以来，利丰保持了 30% 左右的年均增速，尤其是 00 年以前，复合增速在 40%。供应链相关的附加业务，比如虚拟生产、提供设计和市场调研等的开展，提升了利丰的业务量和利润率，其利润率 00 年以前在 5%，ROE 高达 50%，以后也维持在 30%，与建发 10 年 29% 接近。

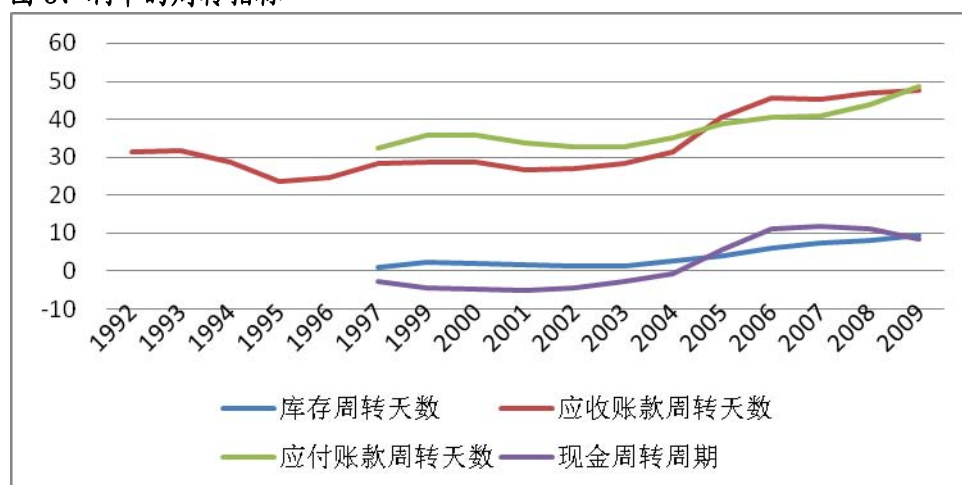
我们也看到 00 年后贸易环境的改变,使得利丰净利率下一个台阶,金融危机后财务杠杆也有降低,但其周转率不断攀升,尤其是净固定资产周转率,使其轻资产运营的模式和管理的能力得到了淋漓尽致的体现。可见供应链运营商要通过附加服务来提升利润率以及通过管理的改善提升周转率。

图 2、利丰的回报率和利润率



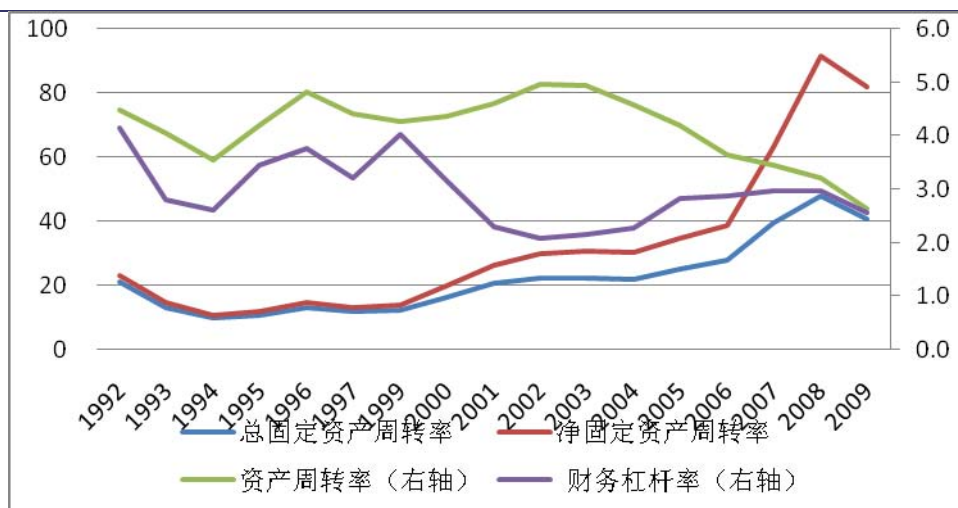
资料来源: 兴业证券研究所

图 3、利丰的周转指标



资料来源: 兴业证券研究所

图 4、利丰的资产周转率和财务杠杆



资料来源：兴业证券研究所

建发的周转率与利丰相当，杠杆比例接近，体现了公司较强的管理能力，但利润率低于利丰，尤其是00年以前的利丰，形成了公司ROE与利丰的主要差异。我们认为利润率的差异可以从两个方面解释：

- 1) 利丰对产业的深入强于建发，其全程参与设计——采购——加工——分销——市场反馈——设计这个循环过程，并收购了一系列品牌。
- 2) 建发业务模式中垫资的比例和利差大于利丰，在一定程度上弥补了与利丰盈利能力的差异。

日本国际贸易的扩张期间，也单诞生了三菱、三井、住友等一批综合类商社。其与金融、制造部门一起形成了庞大的企业集团，构成了日本企业主要的组织形式。其最明显的是对资源类企业的股权的参与，我们可以看到，三菱商事在股权投资较多的金属事业部和能源事业部，盈利能力明显高于其他部门。

表 3、三菱商事各事业部 2010 会计年度财务情况概览

单位 (百万日元)	Industrial Finance, Logistics & Development Group	Energy Business Group	Metals Group	Machinery Group	Chemicals Group	Living Essentials Group	Total
销售额	190,195	3,228,692	3,634,285	3,122,563	1,791,599	5,114,600	17,081,934
营业收入	97,971	969,171	672,402	567,408	715,549	1,494,868	4,517,369
营收占比 %	2.17%	21.45%	14.88%	12.56%	15.84%	33.09%	100.00%
毛利润	44,901	39,845	231,832	156,447	77,830	457,169	1,008,024
毛利润占比 %	4.45%	3.95%	23.00%	15.52%	7.72%	45.35%	100.00%
权益法核算损益	10,794	39,731	6,201	21,484	17,231	19,492	114,933
净利润	-7,594	71,947	137,928	23,557	32,357	45,058	303,253
净利润占比 %	-2.50%	23.73%	45.48%	7.77%	10.67%	14.86%	100.00%
净利率 %	-7.75%	7.42%	20.51%	4.15%	4.52%	3.01%	6.71%
对关联公司的投资	128,980	213,863	147,186	232,126	108,699	327,711	1,158,565
部门资产	798,681	1,322,918	2,866,349	2,019,390	732,834	2,218,302	9,958,474
资产回报率 ROA %	-0.95%	5.44%	4.81%	1.17%	4.42%	2.03%	

数据来源：三菱商事年报，彭博数据库

对比利丰和三菱，未来建发提升利润率来自于两个途径：

- 1) 做深产业，介入更多环节，提供更多的增值服务。
- 2) 寻找有增值潜力的资源类企业，对其进行股权投资。

我们认为建发成长的动力在我国贸易升级和产业转移的大背景下，公司有广阔的空间去发展增值服务，参与权益投资，持续扩张的瓶颈在权益资本过少。由于我国国内金融的垄断，垫资是贸易流转的重要步骤，强大的资金实力是公司业务量扩展的前提。另外，建发还希望更多的参与对客户的股权投资，因此，权益资本的多寡将成为影响建发扩展速度的瓶颈。

日本三菱商事，前十大股东多为金融机构，以庞大的资金支持三菱海外开疆拓土，获得了较多的矿产资源。三菱商事前几位股东为三菱集团的东京三菱银行、东京海上火灾、明治生命保险株式会社、三菱信托银行株式会社等，前10大股东股权均在1.5%~8%之间。三菱商事前10大股东有9家属银行和金融机构，银行和金融股权占三菱商事总股权的35%。

这样的互相持股形成稳定联合体的做法，最大的特点是独立经营、交叉持股和集体决策。使得三菱集团各家公司在遭遇困境时，相比其他的企业，有更强的抗压力。

表4、三菱商事主要股东

数据来源：三菱商事年报

Name	Number of shares (thousands)	Shareholding (%)
Japan Trustee Services Bank, Ltd. (Trust Account)	113,153	6.88
Tokio Marine & Nichido Fire Insurance Co., Ltd.	90,061	5.47
Meiji Yasuda Life Insurance Company	72,052	4.38
The Master Trust Bank of Japan, Ltd. (Trust Account)	68,698	4.17
The Master Trust Bank of Japan, Ltd. (Mitsubishi Heavy Industries, Ltd. Account, Retirement Benefit Trust Account)	48,920	2.97
The Chase Manhattan Bank, N.A. London, S.L. Omnibus Account	33,061	2.01
State Street Bank and Trust Company 505225	26,883	1.63
The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd.	25,620	1.55
The Nomura Trust and Banking Co., Ltd. (Pension Benefit Trust Account, Mitsubishi UFJ Trust and Banking Corporation)	22,088	1.34
Mellon Bank, N.A. As Agent For Its Client Mellon Omnibus US Pension	19,963	1.21

建发发现在因为有地产业务缘故，股权融资被卡死，只能通过地产项目的推盘回笼

权益资金，暂时尚无太大资金困难，但权益资本的匮乏，以及能调动的资金数额的限制会影响公司长远之发展。

4、盈利预测与估值

预计公司 11-13 年 EPS 为 1.01、1.39、1.57 元，扣除地产业务为 0.51、0.67、0.70 元。作为国企，公司拥有较好的资源，以及贸易行业的经验和人才积累；身在一个充分竞争的行业，管理层市场化意识强，积极进取，资金、激励机制和风控将为公司未来的稳健发展提供保障。总体而言，公司是一个有可能在产业组织模式转型的大背景下，获得成功的企业。

表 5、公司盈利预测结果

项目	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（万元）	66096	84110	100466	121431
增长率 %	63.0%	27.3%	19.4%	20.9%
营业利润（万元）	2837	3460	4965	6954
增长率 %	72.9%	21.9%	43.5%	40.1%
净利润（万元）	1755	2254	3117	3502
增长率 %	64.9%	28.5%	38.3%	12.3%
最新摊薄每股收益（元）	0.78	1.01	1.39	1.57
每股净资产（元）	2.71	3.60	4.98	6.53
动态市盈率（倍）	10.65	8.29	5.99	5.34
市净率（倍）	3.08	2.32	1.68	1.28

数据来源：兴业证券研发中心整理

公司物流业务未来有望维持 20-30% 的业务量增长，公司供应链管理模式的推进有望扩大公司利润率。参照三菱和利丰 12-15 倍 P E，我们对物流业务给予 10 倍 P E，公司该业务价值 5.1 元。地产 NAV 为 5.99 元，考虑政策调控的风险，我们给予 30% 折价，为 4.2 元。保守起见，铜矿价值不考虑在内。

综上，公司合理估值在 9.3 元，当前仅为 8.15 元，3 年动态 PE8/6/5 倍，维持强烈推荐评级。

5、风险提示

风险与机遇并存，公司对风险的识别和控制能力既是公司盈利的来源，也是公司可能产生坏账和存货减值损失的根源，历史证明公司的风控能力是较强的，但当系统性风险较大的时候，公司能否独善其身还有待观察。

房地产政策持续收紧，公司近两年是推盘高峰期，政策可能会影响公司销量和售价，进而压低公司的利润率水平。

公司的持续扩张需要权益资本的扩张，有地产业务公司权益融资能否放开，以及

何时放开会影响公司的业务增长能力和战略。

6、附注：《向供应链管理转型》2011-3-7 摘要

- 供应链管理区别于传统贸易的主要特质在于：通过对物流、信息流和资金流更紧密的控制和更有效的利用，加强其对产业链相关企业的影响，稳步提高业务量和利润率，并向产业链中高毛利的环节渗透。
- 产业分工的深化和中西部区域经济的发展，要求我国在更大的范围组织生产和销售，为建发等公司从传统贸易向供应链管理转型提供了基础。
- 供应链管理价值在于提高业务的延续性，盈利主要来源于：价差、利差和股权投资收益。通胀时期，公司自营业务可扩大价差收益；信贷紧缩时期，公司垫资业务可放大利差收益；对产业链的影响加强，有助于公司获得产业链高利润率环节的股权，增强自身盈利能力。
- 供应链管理的壁垒主要体现在人才、资金、激励和风控机制。长远而言，公司应该在各业务部门的积极开拓与总部资源限制和风控中寻求平衡。
- 公司地产业务 11 开始进入结算高峰期，预计 10-12 年贡献 EPS 为 0.26、0.43、0.61 元，NAV 为每股 5.99 元。公司参股 20%的紫金铜冠若顺利开采，价值为每股 6.18 元。
- 附三张报表

附表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	35498	48415	55696	70368
货币资金	2654	6733	6238	11043
交易性金融资产	124	121	122	121
应收账款	1565	1943	2332	2824
其他应收款	1455	1793	2161	2609
存货	24307	29913	35903	42898
非流动资产	5784	5623	5519	5389
可供出售金融资产	91	99	96	97
长期股权投资	1107	1107	1107	1107
投资性房地产	1478	1436	1450	1446
固定资产	352	1447	1354	1260
在建工程	1159	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	223	217	211	206
资产总计	41282	54038	61215	75758
流动负债	24465	34862	38321	47643
短期借款	5606	0	0	0
应付票据	3299	5865	6301	7820
应付账款	3895	19114	17088	22731
其他	11665	9883	14932	17091
非流动负债	9259	9257	9258	9257
长期借款	8616	8616	8616	8616
其他	644	641	642	642
负债合计	33725	44118	47578	56900
股本	2238	2238	2238	2238
资本公积	91	91	91	91
未分配利润	3275	5080	7885	11037
少数股东权益	1499	1861	2497	4250
股东权益合计	7557	9919	13636	18857
负债及权益合计	41282	54038	61215	75758

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1755	2254	3117	3502
折旧和摊销	130	92	122	122
资产减值准备	-88	78	-3	8
无形资产摊销	32	28	29	29
公允价值变动损失	-44	-31	-35	-34
财务费用	111	279	93	29
投资损失	-86	-87	-87	-87
少数股东损益	388	363	635	1753
营运资金的变动	6929	-7130	4292	530
经营活动产生现金流量	-4930	10062	-439	4761
投资活动产生现金流量	-575	97	52	67
融资活动产生现金流量	6292	-6080	-109	-23
现金净变动	787	4079	-495	4805
现金的期初余额	1899	2654	6733	6238
现金的期末余额	2686	6733	6238	11043

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	66096	84110	100466	121431
营业成本	60147	76457	90769	108847
营业税金及附加	787	1164	1309	1592
销售费用	1945	2511	3027	3633
管理费用	242	294	354	430
财务费用	111	279	93	29
资产减值损失	69	0	0	0
公允价值变动	-44	-31	-35	-34
投资收益	86	87	87	87
营业利润	2837	3460	4965	6954
营业外收入	11	14	14	14
营业外支出	12	9	10	10
利润总额	2836	3464	4968	6957
所得税	694	848	1216	1702
净利润	2142	2617	3753	5255
少数股东损益	388	363	635	1753
归属母公司净利润	1755	2254	3117	3502
EPS（元）	0.78	1.01	1.39	1.57

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	63.0%	27.3%	19.4%	20.9%
营业利润增长率	72.9%	21.9%	43.5%	40.1%
净利润增长率	64.9%	28.5%	38.3%	12.3%
盈利能力(%)				
毛利率	9.0%	9.1%	9.7%	10.4%
净利率	2.7%	2.7%	3.1%	2.9%
ROE	29.0%	28.0%	28.0%	24.0%
偿债能力(%)				
资产负债率	81.7%	81.6%	77.7%	75.1%
流动比率	1.45	1.39	1.45	1.48
速动比率	0.46	0.53	0.52	0.58
营运能力(次)				
资产周转率	1.94	1.76	1.74	1.77
应收帐款周转率	54.82	47.30	45.97	46.22
每股资料（元）				
每股收益	0.78	1.01	1.39	1.57
每股经营现金	-2.06	4.50	-0.20	2.13
每股净资产	2.71	3.60	4.98	6.53
估值比率（倍）				
PE	10.65	8.29	5.99	5.34
PB	3.08	2.32	1.68	1.28

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与

本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。