

疫情影响业绩有所承压，品牌梳理持续中

买入|维持

——上海家化(600315)2020半年报点评

事件:

公司发布2020年半年报。

点评:

● 营收微跌，归母净利润同比下滑，短期业绩承压

2020H1 公司营业收入 36.85 亿元，同比-6.07%；实现归母净利润 1.83 亿元，同比-58.68%，扣非后归母净利润 1.63 亿元，同比-37.32%。其中 Q2 公司收入 20.20 亿元，同比+2.60%；归母净利润 0.64 亿元，同比-69.52%。收入与业绩变动的主要原因包括：1) 新收入准则对收入确认有调减，同口径下 1-6 月收入同比-1.4%，Q2 收入同比+9.26%；2) 公司线下业务及境外业务占比较高，受疫情影响下滑幅度较大；3) 利润端去年同期有大额搬迁补偿及投资收益，同比基数较大，且今年联营企业收益下降且一次性财务费用影响 1500 万元，剔除上述因素后扣非规模净利润同比下降约 10.5%。

● 佰草集进行百货缩编与库存消化调整，玉泽实现高三位数增长

公司主品牌六神实现稳步小个位数增长；佰草集上半年受百货渠道拖累较重，同时主动进行百货缩编及渠道库存消化，开票收入同比下滑近 50%；玉泽成功捕捉功能性护肤品+电商直播风口实现爆发，实现高三位数增长，其中“积雪草修护面膜”、“皮肤屏障修护保湿霜”等成为电商直播爆款单品；其他品牌中，启初、家安、片仔癀 C&D 均实现两位数增长；美加净同比两位数下跌；高夫下跌幅度接近 50%。

● 电商渠道高增长，线下百货与 CS 渠道承压

分渠道看，线上渠道实现收入 14.26 亿元，同比+32.66%，拉动线上收入占比至 39%，其中电商增速 50%+，特渠增速 10%+；线下渠道合计实现收入 22.56 亿元，同比-20.64%，其中商超、母婴渠道略有下降，百货、CS 渠道受疫情影响整体承压，百货渠道同比下降 70%+，CS 渠道同比下降 40%+。

● 投资建议与盈利预测

上海家化作为国内日化用品龙头公司，业务涵盖美容护肤、个人护理以及家居护理等多个领域，当前已形成多品牌多渠道的业务矩阵。2020 年 5 月管理层换帅后，公司积极进行品牌、渠道、组织的梳理，调整期公司收入业绩均有所承压，预计调整后公司有望以更加健康的姿态重新前行。我们预计 2020/2021/2022 年公司实现归母净利润 4.56/5.54/6.43 亿元，EPS 0.68/0.83/0.96 元，对应 PE 59x/49x/42x，维持“买入”评级。

● 风险提示

行业景气度下滑，品牌市场竞争加剧，品牌与渠道调整不及预期。

附表：盈利预测

| 财务数据和估值 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 7137.95 | 7596.95 | 7606.80 | 8660.52 | 9698.17 |
| 收入同比 (%) | 10.01 | 6.43 | 0.13 | 13.85 | 11.98 |
| 归母净利润(百万元) | 540.38 | 557.09 | 455.99 | 553.90 | 643.43 |
| 归母净利润同比(%) | 38.63 | 3.09 | -18.15 | 21.47 | 16.16 |
| ROE (%) | 9.30 | 8.86 | 6.90 | 7.89 | 8.59 |
| 每股收益(元) | 0.81 | 0.83 | 0.68 | 0.83 | 0.96 |
| 市盈率(P/E) | 49.94 | 48.44 | 59.18 | 48.72 | 41.94 |

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

当前价：40.20 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价(元)：51.5 / 24.55

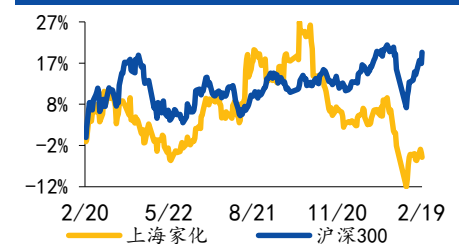
A 股流通股(百万股)：671.25

A 股总股本(百万股)：671.25

流通市值(百万元)：26984.19

总市值(百万元)：26984.19

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-上海家化(600315)2020年一季报点评：线上渠道高增长，疫情影响一季度整体业绩》
2020.04.23

《国元证券公司研究-上海家化(600315)2019年年报点评：线上营销加大影响短期业绩，玉泽爆发式增长》
2020.02.20

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gzyq.com.cn

联系人 杨柳

邮箱 yangliu@gzyq.com.cn

目 录

| | |
|-----------------|---|
| 1、财务与业务分析 | 3 |
| 2、投资建议 | 6 |
| 3、风险提示 | 6 |

图表目录

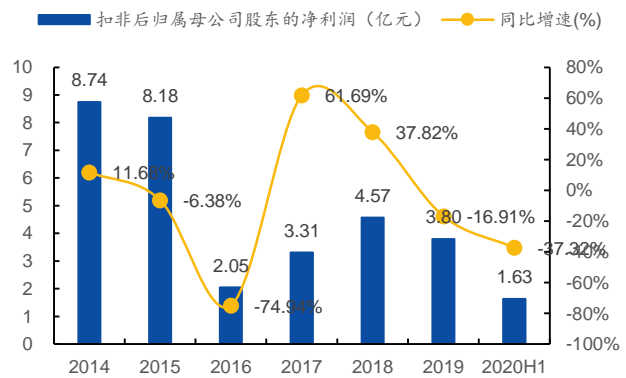
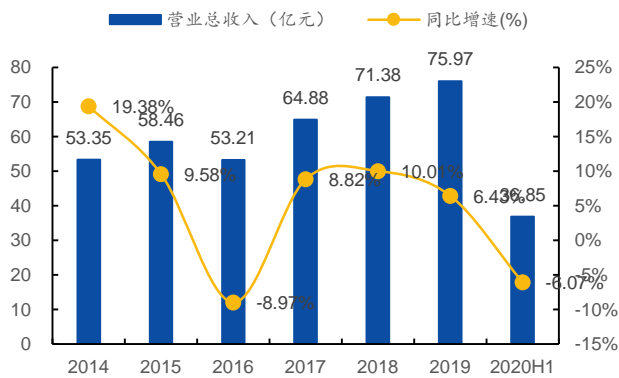
| | |
|----------------------------------------|---|
| 图 1：上海家化营业收入 | 3 |
| 图 2：上海家化扣非后归母净利润 | 3 |
| 图 3：上海家化 2019Q1-2020Q2 年分季度收入与增速 | 3 |
| 图 4：上海家化 2019Q1-2020Q2 年分季度利润情况 | 3 |
| 图 5：2020H1 年上海家化分品类收入及增速 | 4 |
| 图 6：2020H1 年上海家化分渠道收入及增速 | 4 |
| 图 7：上海家化毛利率与净利率情况 | 4 |
| 图 8：上海家化费用率情况 | 4 |
| 图 9：上海家化存货周转天数 | 5 |
| 图 10：上海家化应收账款周转天数 | 5 |
| 图 11：上海家化现金流情况（单位：亿元） | 5 |
| 图 12：上海家化期末账上货币资金（单位：亿元） | 5 |

1、财务与业务分析

营收小幅下降，扣非归母净利润同比下滑，短期内业绩承压。2020H1 公司实现营业收入 36.85 亿元，同比下降 6.07%，实现归母净利润 1.83 亿元，同比下降 58.68%，扣非后归母净利润 1.63 亿元，同比下降 37.32%。收入与业绩变动的主要原因包括：1) 新收入准则对收入确认有调减，同口径下 1-6 月收入同比-1.4%，Q2 收入同比+9.26%；2) 公司线下业务及境外业务占比较高，受疫情影响下滑幅度较大；3) 利润端去年同期有大额动迁补偿及投资收益，同比基数较大，且今年联营企业收益下降且一次性财务费用影响 1500 万元，剔除上述因素后扣非规模净利润同比下降约 10.5%。

图 1：上海家化营业收入

图 2：上海家化扣非后归母净利润



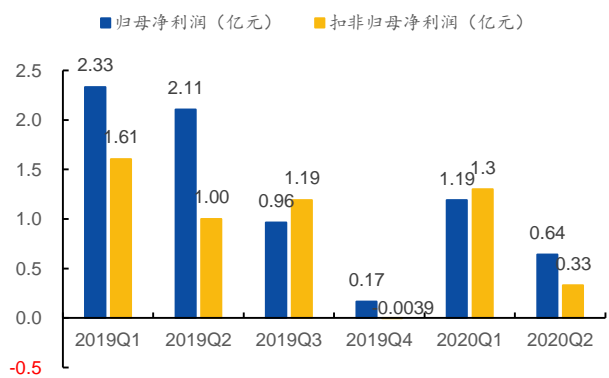
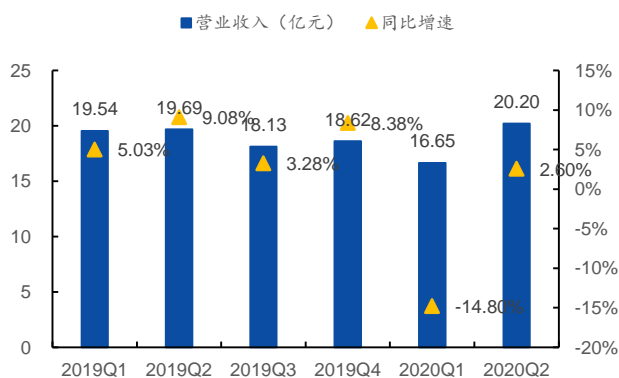
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2020Q2 公司实现收入 20.20 亿元，同比增长 2.60%，实现归母净利润 0.64 亿元，同比下降 69.52%，扣非后归母净利润 0.33 亿元，同比下滑 66.69%。总体来看，疫情对公司 1-4 月份业绩影响较大，Q2 公司通过积极拓展新零售业务模式、加强分销突破等举措取得恢复性增长。

图 3：上海家化 2019Q1-2020Q2 年分季度收入与增速

图 4：上海家化 2019Q1-2020Q2 年分季度利润情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

品类方面，公司本期进行重分类，品类结构调整：美容护肤类（双妹、佰草集、玉

泽、典萃、高夫)，2020 年上半年占比约 25%；个人护理类（六神、美加净、启初、汤美星等），占比约 66%；家居护理类（家安），占比约 4%；合资及代理品牌（片仔癀、艾合美、碧缦丝、芳芯），占比约 5%。

品牌方面，公司主品牌六神实现稳步小个位数增长；佰草集上半年受百货渠道拖累较重，同时主动进行百货缩编及渠道库存消化，开票收入同比下滑近 50%；玉泽成功捕捉功能性护肤品+电商直播风口实现爆发，实现高三位数增长，其中“积雪草修护面膜”、“皮肤屏障修护保湿霜”等成为电商直播爆款单品；其他品牌中，启初、家安、片仔癀 C&D 均实现两位数增长；美加净同比两位数下跌；高夫下跌幅度接近 50%。

渠道方面，公司线上渠道得益于电商快速发展，实现营业收入 14.26 亿元，同比增长 32.66%，拉动线上收入占比提升至 39%，其中电商渠道增速 50%+，特渠增速 10%+；线下渠道合计实现收入 22.56 亿元，同比下降 20.64%，其中商超、母婴渠道略有下降，百货、CS 渠道受疫情影响严重承压，百货渠道同比下降 70%+，CS 渠道同比下降 40%+。

图 5：2020H1 年上海家化分品类占比情况

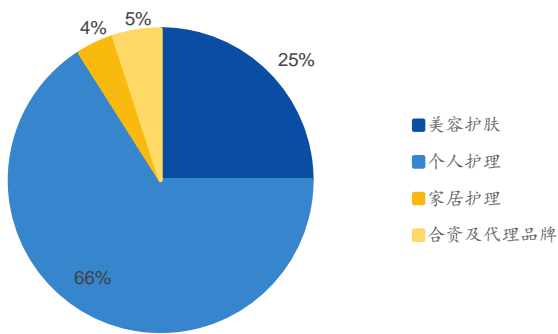
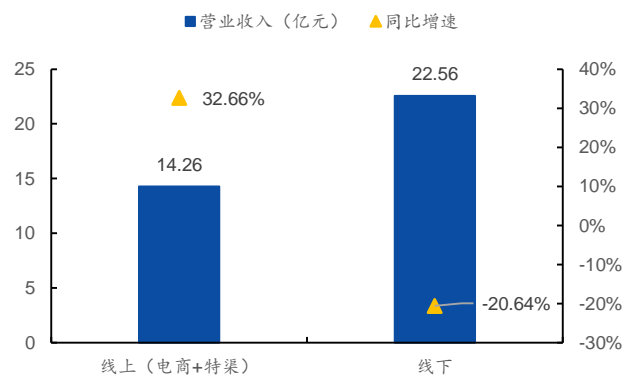


图 6：2020H1 年上海家化分渠道收入及增速



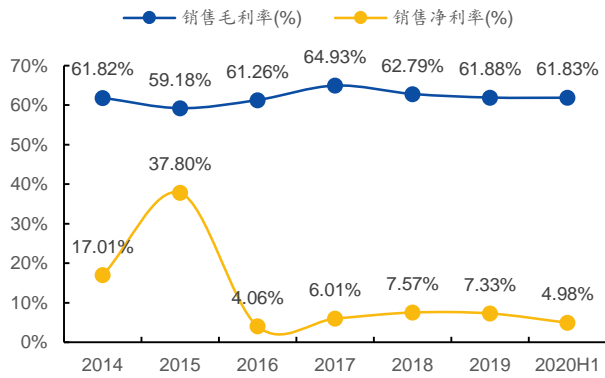
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

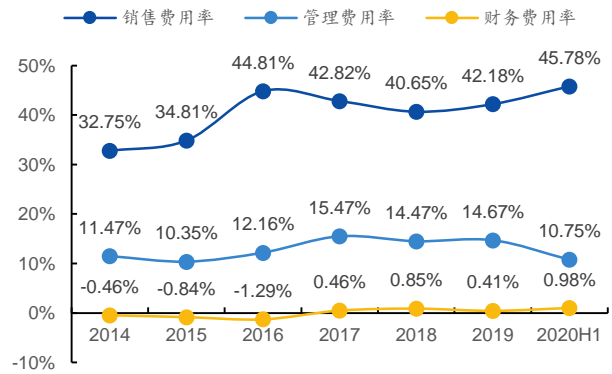
毛利率基本持平，销售费用率有所上升，管理费用率有所下降。2020H1 公司毛利率 61.83%，同比微降 0.11pct。期间费用率方面，销售费用率 45.78%，同比上升 2.28pct，主要由于 1) 线下百货属于重资产渠道，疫情期间 BA 工资、专柜摊销、店铺费用等固定费用不变，收入下降造成固定费用率提升；2) 百货渠道受疫情影响人流持续下降，上半年精简优化柜台近 130 个，同时优化了相关销售人员，新增了销售费用；3) 年初公司组织架构调整，Q2 对销售费用、管理费用口径重新分类，将部分管理费用重新分类到销售费用。管理费用率 10.75%，同比下降 1.89pct，主要由于 2019 年公司业绩未达目标，工资福利类费用同比减少；财务费用率 0.98%，同比上升 0.37pct，主要由于境外分部归还境外银团借款，同时将未摊销的安排费一次性计入财务费用所致。

图 7：上海家化毛利率与净利率情况

图 8：上海家化费用率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

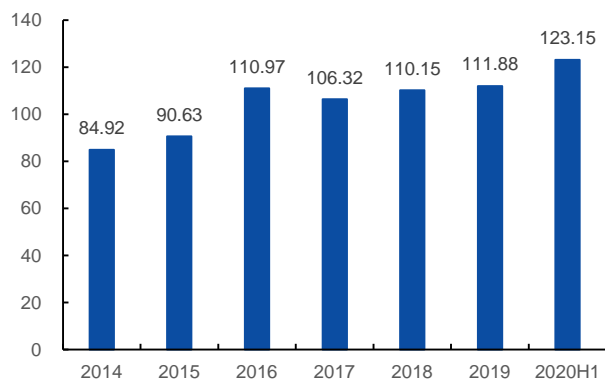


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

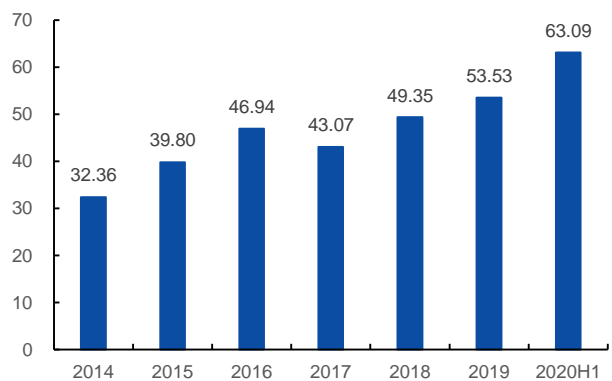
存货周转天数略有上升，应收账款周期有一定提升。2020H1 公司存货周转天数为 123.15 天，较去年同期增加 11.78 天，主要由于电商 618 活动销售情况不及预期，库存有所积压。公司应收账款周转天数为 63.09 天，较去年同期增加 10.67 天，主要由于疫情影响下经销商现金流紧张，回款节奏较慢。

图 9：上海家化存货周转天数

图 10：上海家化应收账款周转天数



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

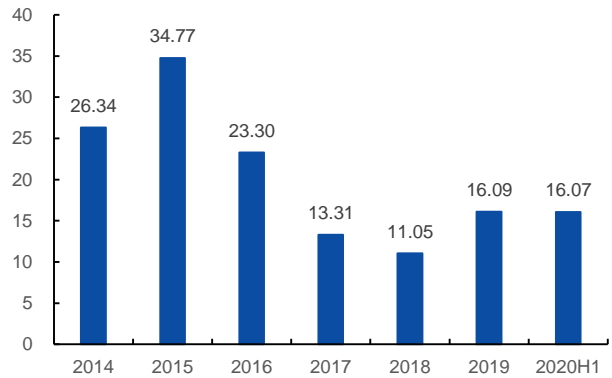
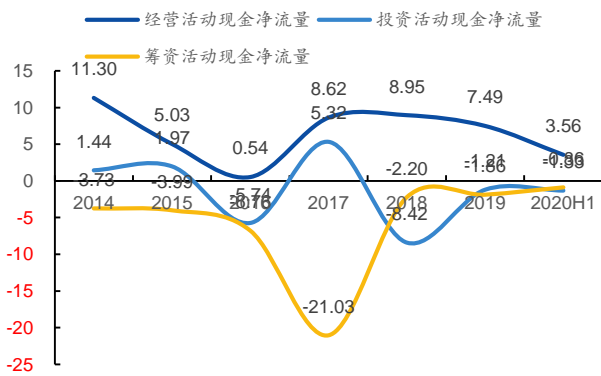


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

经营活动现金净流量显著高于净利润，现金储备较为充裕。2020H1 公司经营活动现金净流量为 3.56 亿元，同比下降 34.55%，主要由于 1) 本期销售收到的货款同比减少；2) 去年同期收到生产用地及办公用房的动迁款，导致去年基数较大。截至 2020 上半年末公司账上货币资金 16.07 亿元，交易性金融资产（主要是理财产品）22.91 亿元，合计可动用资金超 38 亿元，资金储备充裕。

图 11：上海家化现金流情况（单位：亿元）

图 12：上海家化期末账上货币资金（单位：亿元）



资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心

资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心

2、投资建议

上海家化作为国内日化用品龙头公司, 业务涵盖美容护肤、个人护理以及家居护理等多个领域, 当前已形成多品牌多渠道的业务矩阵。2020年5月管理层换帅后, 公司积极进行品牌、渠道、组织的梳理, 调整期公司收入业绩均有所承压, 预计调整后公司有望以更加健康的姿态重新前行。我们预计2020/2021/2022年公司实现归母净利润4.56/5.54/6.43亿元, EPS 0.68/0.83/0.96元, 对应PE 59x/49x/42x, 维持“买入”评级。

3、风险提示

行业景气度下滑, 品牌市场竞争加剧, 品牌与渠道调整不及预期。

财务预测表

| 资产负债表 | | | | | |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 4777.45 | 5877.52 | 6474.75 | 7367.53 | 8195.55 |
| 现金 | 1105.49 | 1609.13 | 3001.76 | 3610.47 | 4116.58 |
| 应收账款 | 1030.31 | 1228.91 | 1247.36 | 1415.98 | 1584.39 |
| 其他应收款 | 34.77 | 66.32 | 51.26 | 65.45 | 69.96 |
| 预付账款 | 78.26 | 63.93 | 71.50 | 78.19 | 87.94 |
| 存货 | 874.82 | 925.17 | 941.89 | 1059.40 | 1181.15 |
| 其他流动资产 | 1653.79 | 1984.06 | 1160.99 | 1138.04 | 1155.53 |
| 非流动资产 | 5382.63 | 5269.98 | 4879.79 | 4610.25 | 4476.44 |
| 长期投资 | 276.18 | 391.36 | 352.97 | 365.76 | 361.50 |
| 固定资产 | 1188.93 | 1122.05 | 987.53 | 845.87 | 700.65 |
| 无形资产 | 816.34 | 820.65 | 771.64 | 720.69 | 670.40 |
| 其他非流动资产 | 3101.19 | 2935.92 | 2767.66 | 2677.92 | 2743.90 |
| 资产总计 | 10160.07 | 11147.49 | 11354.54 | 11977.79 | 12671.99 |
| 流动负债 | 2691.44 | 2865.02 | 2863.43 | 3013.62 | 3151.52 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 3.09 | 1.54 | 1.80 |
| 应付账款 | 827.62 | 823.86 | 855.22 | 957.74 | 1068.51 |
| 其他流动负债 | 1863.82 | 2041.16 | 2005.12 | 2054.34 | 2081.21 |
| 非流动负债 | 1655.57 | 1996.73 | 1878.27 | 1941.48 | 2031.79 |
| 长期借款 | 1072.54 | 1138.00 | 1184.52 | 1228.57 | 1277.02 |
| 其他非流动负债 | 583.03 | 858.73 | 693.75 | 712.91 | 754.77 |
| 负债合计 | 4347.01 | 4861.74 | 4741.69 | 4955.10 | 5183.31 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股本 | 671.25 | 671.25 | 671.25 | 671.25 | 671.25 |
| 资本公积 | 857.57 | 865.75 | 865.75 | 865.75 | 865.75 |
| 留存收益 | 4187.61 | 4708.33 | 4996.50 | 5411.63 | 5887.06 |
| 归属母公司股东权益 | 5813.06 | 6285.75 | 6612.85 | 7022.69 | 7488.68 |
| 负债和股东权益 | 10160.07 | 11147.49 | 11354.54 | 11977.79 | 12671.99 |

现金流量表

| 单位:百万元 | | | | | |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 经营活动现金流 | 894.67 | 748.76 | 44.23 | 678.52 | 697.11 |
| 净利润 | 540.38 | 557.09 | 455.99 | 553.90 | 643.43 |
| 折旧摊销 | 196.58 | 230.10 | 248.84 | 249.64 | 250.34 |
| 财务费用 | 60.91 | 31.42 | 33.64 | 47.22 | 34.07 |
| 投资损失 | -129.93 | -153.99 | -131.82 | -139.47 | -139.13 |
| 营运资金变动 | 40.29 | 116.26 | -713.89 | -34.28 | -65.11 |
| 其他经营现金流 | 186.45 | -32.12 | 151.49 | 1.51 | -26.50 |
| 投资活动现金流 | -841.77 | -120.81 | 1461.37 | 78.93 | -28.17 |
| 资本支出 | 383.00 | 184.92 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期投资 | 511.72 | 129.74 | 197.43 | -65.81 | 21.94 |
| 其他投资现金流 | 52.95 | 193.86 | 1658.80 | 13.12 | -6.24 |
| 筹资活动现金流 | -220.34 | -185.87 | -112.98 | -148.75 | -162.82 |
| 短期借款 | -18.52 | 0.00 | 3.09 | -1.54 | 0.26 |
| 长期借款 | -6.15 | 65.46 | 46.52 | 44.06 | 48.44 |
| 普通股增加 | -2.17 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | -20.15 | 8.18 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金流 | -173.35 | -259.51 | -162.59 | -191.26 | -211.52 |
| 现金净增加额 | -169.89 | 438.49 | 1392.62 | 608.71 | 506.11 |

利润表

| 单位:百万元 | | | | | |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业收入 | 7137.95 | 7596.95 | 7606.80 | 8660.52 | 9698.17 |
| 营业成本 | 2655.91 | 2896.00 | 2913.61 | 3296.75 | 3665.37 |
| 营业税金及附加 | 55.60 | 53.58 | 61.21 | 69.69 | 78.04 |
| 营业费用 | 2901.39 | 3204.13 | 3286.14 | 3724.02 | 4170.21 |
| 管理费用 | 883.32 | 941.79 | 669.40 | 762.13 | 853.44 |
| 研发费用 | 149.51 | 172.83 | 174.27 | 192.46 | 215.51 |
| 财务费用 | 60.91 | 31.42 | 33.64 | 47.22 | 34.07 |
| 资产减值损失 | -60.31 | -5.00 | -45.00 | -10.00 | -10.00 |
| 公允价值变动收益 | -2.84 | 84.28 | 20.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 129.93 | 153.99 | 131.82 | 139.47 | 139.13 |
| 营业利润 | 646.31 | 700.22 | 575.36 | 697.72 | 810.65 |
| 营业外收入 | 2.25 | 2.75 | 2.58 | 2.64 | 2.62 |
| 营业外支出 | 2.32 | 0.97 | 3.35 | 2.39 | 2.47 |
| 利润总额 | 646.24 | 701.99 | 574.59 | 697.97 | 810.80 |
| 所得税 | 105.86 | 144.90 | 118.60 | 144.07 | 167.36 |
| 净利润 | 540.38 | 557.09 | 455.99 | 553.90 | 643.43 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司净利润 | 540.38 | 557.09 | 455.99 | 553.90 | 643.43 |
| EBITDA | 903.80 | 961.73 | 857.84 | 994.58 | 1095.06 |
| EPS (元) | 0.81 | 0.83 | 0.68 | 0.83 | 0.96 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 10.01 | 6.43 | 0.13 | 13.85 | 11.98 |
| 营业利润 (%) | 34.01 | 8.34 | -17.83 | 21.27 | 16.19 |
| 归属母公司净利润 (%) | 38.63 | 3.09 | -18.15 | 21.47 | 16.16 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 62.79 | 61.88 | 61.70 | 61.93 | 62.21 |
| 净利率 (%) | 7.57 | 7.33 | 5.99 | 6.40 | 6.63 |
| ROE (%) | 9.30 | 8.86 | 6.90 | 7.89 | 8.59 |
| ROIC (%) | 11.42 | 15.83 | 11.65 | 15.16 | 18.17 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 42.79 | 43.61 | 41.76 | 41.37 | 40.90 |
| 净负债比率 (%) | 24.80 | 23.53 | 25.17 | 24.94 | 24.78 |
| 流动比率 | 1.78 | 2.05 | 2.26 | 2.44 | 2.60 |
| 速动比率 | 1.42 | 1.71 | 1.91 | 2.07 | 2.20 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.72 | 0.71 | 0.68 | 0.74 | 0.79 |
| 应收账款周转率 | 6.75 | 6.11 | 5.56 | 5.92 | 5.87 |
| 应付账款周转率 | 3.51 | 3.51 | 3.47 | 3.64 | 3.62 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.81 | 0.83 | 0.68 | 0.83 | 0.96 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 1.33 | 1.12 | 0.07 | 1.01 | 1.04 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 8.66 | 9.36 | 9.85 | 10.46 | 11.16 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 49.94 | 48.44 | 59.18 | 48.72 | 41.94 |
| P/B | 4.64 | 4.29 | 4.08 | 3.84 | 3.60 |
| EV/EBITDA | 26.71 | 25.10 | 28.14 | 24.27 | 22.05 |

投资评级说明

| (1) 公司评级定义 | | (2) 行业评级定义 | |
|------------|---------------------------------|------------|--------------------------------|
| 买入 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上 | 推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上 |
| 增持 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间 | 中性 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间 |
| 持有 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间 | 回避 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上 |
| 卖出 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上 | | |

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

| 合肥 | 上海 |
|-----------------------------------|--------------------------------------|
| 地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 |
| 邮编：230000 | 邮编：200135 |
| 传真：(0551) 62207952 | 传真：(021) 68869125 |
| | 电话：(021) 51097188 |