

百润股份 (002568.SZ)

食品行业

评级：增持

公司点评

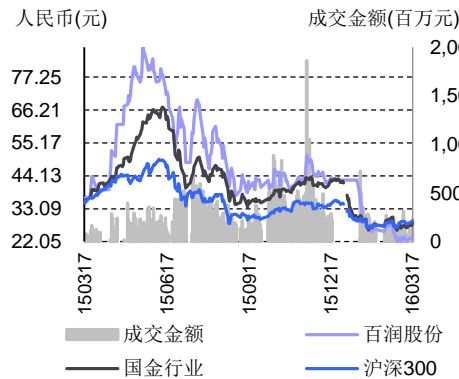
市场价格 (人民币): 23.68 元  
 目标价格 (人民币): 24.00-26.00 元

## 渠道去库存中，关注新品和奥运营销

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)	107.52
总市值(百万元)	10,608.64
年内股价最高最低(元)	87.26/22.05
沪深 300 指数	3124.20
深证成指	9791.85



## 相关报告

1. 《RIO 预调鸡尾酒领导品牌;-百润股份公司研究简报》，2015.6.4

## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.168	0.558	0.569	0.615	0.704
每股净资产(元)	5.96	1.11	1.18	1.25	1.35
每股经营性现金流(元)	3.25	0.43	0.68	0.74	0.85
市盈率(倍)	34.86	76.47	40.64	37.58	32.84
行业优化市盈率(倍)	52.07	114.29	78.41	78.41	78.41
净利润增长率(%)	346.27%	167.66%	1.94%	8.14%	14.44%
净资产收益率(%)	19.59%	50.20%	48.18%	49.37%	52.14%
总股本(百万股)	160.00	896.00	896.00	896.00	896.00

来源：公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

■ 百润股份 2015 年度收入 23.5 亿元，归母净利 5.0 亿元，分别 +107.28%/+74.36%YoY。公司单季四季度收入 1.5 亿，-70.08%QoQ，单季净利亏损 2 亿。

## 评论

- **四季度集中去库存，短期进入平台期：**由于三季度渠道库存较大，百润四季度工作重点在于去库存，导致了收入大幅下降。四季度由于公司继续保持积极的市场策略和费用投放，各项费用率环比三季度均出现上升，从而带来了亏损。公司在经历了成功植入广告营销所带来的爆发式增长后，进入了平台期，料 2016Q1 依然是去库存，收入规模和毛利率与 2015Q4 相近。
- **2016 年期待战略调整后产品线拓展：**为满足更广泛目标人群和饮用场景的需求，公司计划推出酒精度 5% 的本味系列和 8% 的强爽系列，分别采用 275mL 旋盖玻璃瓶装和 500mL 易拉罐装，公司表示从测试数据来看，新产品的饮用口感、人群适应性和场景适应性，均取得了超预期的成功。
- **看好奥运会营销契机：**2016 年公司将持续加大品牌营销投入，品牌代言人、电视节目冠名/赞助、电视剧植入/广告等已取得成功的传播组合将进一步强化外，还将向互联网，特别是自媒体等传播方式倾斜。预计 2016 年里约奥运会 (Rio2016) 可为锐澳品牌营销带来重要契机。
- **渠道尚有发挥空间：**目前百润在传统渠道的覆盖率约为 30% 左右，尚有发挥的空间，餐饮渠道也在渐渐推进，需要一定时间来耕耘。2016 年还将加强电商平台销售。

## 投资建议

- 2016 年对百润来说是充满挑战的一年。未来预调鸡尾酒的增长在于新品推出吸引新消费人群、渠道继续拓展以及精准定位营销带来的消费热潮。但由于去库存以及打压部分经销商的信心，同时强有力的对手百威、AK-47 等品牌积极营销铺货将加剧行业竞争。

## 盈利调整

- 我们预计公司 2016-2018 年 EPS0.57、0.62、0.70 元/股，若公司顺利完成增发 5700 万股，预计摊薄 EPS0.53、0.58、0.66 元/股。给予目标价 25 元，给予“增持”评级。

**风险：**经济下行带来的消费端持续低迷；食品安全问题。

刘枝花 分析师 SAC 执业编号：S1130515060001  
 (8621)61038289  
 liuzhizh@gjzq.com.cn

申晟 联系人  
 (8621)60230204  
 shensheng@gjzq.com.cn

## 【百润股份 2015 年报业绩电话会议纪要】

百润股份董秘马总：百润 2015 营收 23.5 亿，净利 5 亿，每股收益 0.56 元，一二季度超 8 亿营收，三季度有所下滑，四季度回调明显。百润主营预调鸡尾酒，超 22 亿，占比 95%。业绩波动大原因：核心原因一季度春节旺季和何以笙箫默热播，一季度库存少情况下，渠道、经销商比较好，二季度情况得以持续，三季度有两个月库存，三季度末开始去库存，四季度淡季，类似啤酒。年报摘要中今年一季度经营业绩预计终端接近上年同期水平，一季度着力消化库存，效果不错达到预期。

### Q&A

Q：健康库存状态是怎样的？（反映到经销商和终端）

A：经销商年销售平均一个月以内状态，反映到终端由于渠道流速不同也会不同，传统渠道慢些，一线 KA 快些。我们现在产能会根据经销商需求调整，小罐装库存跟去年三季度差不多，今年新措施：2 季度罐装在终端生产日期过长，6 月份以前的今年已进行更换，换成 2016 年新货。货架上看到半年以内算是正常现象。

Q：一季度情况？

A：收入端不好说。销售确认需等到季末。去年四季度销售比较低，同时渠道库存没什么变化。今年渠道去库存效果非常好，去掉一半，销售环比上升。

Q：新产品情况？

A：百润核心竞争优势：上下游协同效应明显。我们强势在口味研究。今年推出产品也是我们的储备产品。3.7 号做了第一次试产。适应人群应该比原来广泛很多，重复引用率也会高很多。产品两个系列：5%酒精度的本味和 8%强爽系列，5%酒精度应该是市占率最高，3%+市场份额只有 2%，但是好的切入。8%基本可满足饮酒人群需求，275ml 玻璃瓶（5 度）和 500ml 易拉罐（8 度，330ml 辅推）。3.15 号已经开始大规模生产，终端看到需要两周，三月底市面上可陆续看到，全国铺完要到 4 月底。二季度会着重推新品，力度会比较大。稍晚会对老产品有升级。

Q：库存把握度？

A：我们有比较快速的机制，数据统计目前是比较完善的，不成问题。2016 年公司基调首先健康，第二进取。在实时监控的基础上，我们应该能够达到动销、渠道流速比较正常的水平。

Q：15 年渠道推广和广告推广力度不小，但是效果减弱。16 年有无新计划？

A：16 年我们营销会相对增加。去年确实经验不足，所有啤酒公司都不会在四季度淡季强营销。今年会根据季度有节奏的安排投入。另外今年会启动立体化营销（互联网、App 端会加大）。今年总体营销力度会加大，结构会优化。

Q：终端情况和餐饮渠道推广计划？

A：终端数量接近 40 万个。餐饮端会花一点时间慢慢来，爆炸性覆盖不是太合适。餐饮方面最终还是消费端的拉动，有量的体现可能到今年下半年。

Q：第三方和餐饮渠道费用的差距？餐饮渠道的困难在哪里？

A：高度酒和啤酒在餐饮的模式我们还没有采取。比如今年夜店产品和 KA 产品包装不同，利于我们管控。

Q：今年进来百威等啤酒大鳄，我们怎么竞争？

A：中国量酒市场 9k 多亿，预调酒占比 0.33%很小，我们一家占有率就超过成熟市场前三家，我们希望其他竞争者一起来把市场做大做好。魅夜最大最强时候能做到我们 15%，AK47 不清楚能持续多久，这些我们都有监控，长期我们保持 50%以上市占率还是比较有信心。

Q: 老罐装产品动销不太顺畅, 库存也主要是老罐装, 公司认为不太成功的原因?

A: 市场上不同产品都有一定的发展过程, 低度包装主要是切入型产品。去年短期不理性需求导致我们产量增长处在不正常的水平, 渠道需求会导致我们出货比例不协调。传统渠道需求占比还是挺高的, 传统和 KA 一半一半。

Q: 奥运年营销会有怎样不同规划?

A: 有安排。内容目前不好透露, 我们要考虑的更长远些

Q: 我们覆盖面会不会考虑低酒精度或软饮? 会不会考虑收购?

A: 中国预调酒市场空间很大, 低度数中国消费者可能不能适应, 需要一定时间, 公司都有储备但短期不会推出。收购我们有能力, 但取决于我们目标的实现和变化。

Q: Q1 环比上升, 同比情况呢?

A: 检测接近去年同期, 但去年同期何以笙箫默驱动力因素要强些, 今年终端销售尖峰时刻会比去年强些, 但持续时间比去年短。总体终端销售会跟去年接近。

Q: 去年整体终端实际消费金额是多少?

A: 去年同期水平 500 左右, 是推导数据。

Q: 今年营销活动有哪些具体计划?

A: 今年小说比何以笙箫默热四倍, 具体名字不好透露。

Q: 现阶段罐装瓶装比例? 未来规划?

A: 现阶段罐装差不多, 营收方面罐装便宜, 在成熟市场占比比较大, 所以会好一些。罐装问题外表差不多, 原来渠道缺货, 罐装补上, 是结构失衡导致的, 长远来看罐装发展会好一些, 16 年不好说, 长远来讲罐装比例会上升。今年罐瓶比例会根据市场需求规划。

Q: 销售人员 3200 人, 16 年怎样?

A: 今年会基本保持。

Q: 预调酒行业去年爆发式增长, 今年有瓶装、度数等调整, 整个行业今年发展趋势如何?

A: 我们的新品测试的人群年龄层次跨度很大, 上至 70 多岁, 感觉都挺好的。年轻小姑娘是我们非常好的品牌切入点, 但我们也会满足其他用户需求, 我们会以成熟市场的市场格局作为参考, 会往市场持续发展方向推动。

Q: 增发 rio 业绩承诺今年是否有压力?

A: 今年 rio 盈利预测是我们今年的业绩目标, 我们还是非常有信心的。我们公司股权结构、团队都比较稳定, 即使没有完全达到利润承诺也不重要, 健康第一位, 然后是进取。

Q: 今年产品会不会在基酒、香精方面作改善, 将毛利、净利降到合理水平?

A: 我们产品基酒在成本里占比非常小, 我们基酒也大部分是进口的, 您说的在我们不是问题。我们这次产品不是彩色, 瓶装西柚味、柠檬味, 罐装西柚味、卡曼橘味, 都是自然色。

Q: 新品酒精含量比老品提升, 未来是替代关系还是人群区格?

A: 会出现替代情况,但长期格局销量最大应该还是本味那块,我们老产品会升级,总量是会增加的。现在生产时柔性生产线,两小时就可以完成产品切换。营销会有侧重,二季度会侧重新产品。定价瓶装一样的,罐装比原来大罐装贵一块钱,9.9元。

Q: 去年四季度费用主要投入到哪里了?

A: 主要是广告和渠道上面。

Q: 去年4季度为什么投入没有带来去库存?

A: 4季度是淡季,而且我们没有进一步挤压库存。

Q: 经销商队伍稳定情况怎样?今年经销商盈利情况比去年有无变化?

A: 今年经销商有所调整,但变动率不会超过10%。经销商盈利非常重要,但应保持在合理水平,终端良好的销售驱动力也比较重要,利润空间来讲几年比去年不会有很大差异。

Q: 今年公司基调是健康、进取,落实到报表健康是去库存,进取是增发体现的财务目标。今年一季度终端销售和去年差不多,库存消化一半,所以一季度可能报表有一定下滑。今年二季度实现像去年增长难度比较大,所以今年三、四季度是实现提升目标的阶段对吗?

A: 三季度应该是全年定调的时候,二季度谨慎估计应该比一季度好,但能否达到去年二季度水平难度比较大。所以总体同意您的判断。

Q: 报表营收和现金流差距怎样理解?

A: 主要是1)年底预收款比较多;2)年底经销商返利计提;这两方面引起。

图表 1: 财务预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>128</b>	<b>1,134</b>	<b>2,351</b>	<b>2,787</b>	<b>3,272</b>	<b>3,749</b>	货币资金	431	749	581	525	600	618
增长率		783.1%	107.3%	18.5%	17.4%	14.6%	应收款项	37	65	100	122	143	164
<b>主营业务成本</b>	<b>-36</b>	<b>-282</b>	<b>-556</b>	<b>-665</b>	<b>-789</b>	<b>-905</b>	存货	8	62	108	96	111	127
% 销售收入	27.9%	24.9%	23.7%	23.9%	24.1%	24.1%	其他流动资产	8	13	104	117	128	143
<b>毛利</b>	<b>93</b>	<b>852</b>	<b>1,795</b>	<b>2,122</b>	<b>2,482</b>	<b>2,844</b>	流动资产	484	888	893	860	983	1,052
% 销售收入	72.1%	75.1%	76.3%	76.1%	75.9%	75.9%	% 总资产	74.1%	67.9%	49.1%	43.2%	43.2%	42.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-1</b>	<b>-52</b>	<b>-119</b>	<b>-141</b>	<b>-165</b>	<b>-189</b>	长期投资	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.7%	4.6%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	固定资产	163	294	658	845	996	1,140
<b>营业费用</b>	<b>-16</b>	<b>-469</b>	<b>-922</b>	<b>-1,146</b>	<b>-1,387</b>	<b>-1,585</b>	% 总资产	25.0%	22.5%	36.2%	42.4%	43.8%	45.6%
% 销售收入	12.4%	41.3%	39.2%	41.1%	42.4%	42.3%	无形资产	5	56	154	156	159	162
<b>管理费用</b>	<b>-43</b>	<b>-79</b>	<b>-150</b>	<b>-201</b>	<b>-238</b>	<b>-274</b>	非流动资产	169	419	927	1,131	1,294	1,450
% 销售收入	33.8%	6.9%	6.4%	7.2%	7.3%	7.3%	% 总资产	25.9%	32.1%	50.9%	56.8%	56.8%	57.9%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>32</b>	<b>253</b>	<b>604</b>	<b>635</b>	<b>692</b>	<b>796</b>	<b>资产总计</b>	<b>653</b>	<b>1,307</b>	<b>1,819</b>	<b>1,991</b>	<b>2,276</b>	<b>2,502</b>
% 销售收入	25.3%	22.3%	25.7%	22.8%	21.2%	21.2%	短期借款	0	0	400	36	150	175
<b>财务费用</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>18</b>	<b>-3</b>	<b>6</b>	<b>2</b>	应付款项	7	243	234	300	351	394
% 销售收入	-9.6%	-0.9%	-0.7%	0.1%	-0.2%	-0.1%	其他流动负债	3	101	181	587	652	721
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	10	344	815	923	1,153	1,290
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	0	0	0	0	0	0
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	3	9	8	10	13	16
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>13</b>	<b>353</b>	<b>823</b>	<b>934</b>	<b>1,166</b>	<b>1,306</b>
<b>营业利润</b>	<b>45</b>	<b>263</b>	<b>621</b>	<b>632</b>	<b>698</b>	<b>798</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>640</b>	<b>954</b>	<b>996</b>	<b>1,057</b>	<b>1,110</b>	<b>1,195</b>
<b>营业利润率</b>	<b>35.0%</b>	<b>23.2%</b>	<b>26.4%</b>	<b>22.7%</b>	<b>21.3%</b>	<b>21.3%</b>	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>4</b>	<b>11</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>22</b>	<b>23</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>653</b>	<b>1,307</b>	<b>1,819</b>	<b>1,991</b>	<b>2,276</b>	<b>2,502</b>
<b>税前利润</b>	<b>49</b>	<b>275</b>	<b>659</b>	<b>670</b>	<b>720</b>	<b>820</b>							
<b>利润率</b>	<b>37.8%</b>	<b>24.2%</b>	<b>28.0%</b>	<b>24.1%</b>	<b>22.0%</b>	<b>21.9%</b>							
<b>所得税</b>	<b>-7</b>	<b>-88</b>	<b>-159</b>	<b>-162</b>	<b>-174</b>	<b>-198</b>							
<b>所得税率</b>	<b>13.8%</b>	<b>31.9%</b>	<b>24.1%</b>	<b>24.1%</b>	<b>24.1%</b>	<b>24.1%</b>							
<b>净利润</b>	<b>42</b>	<b>187</b>	<b>500</b>	<b>509</b>	<b>546</b>	<b>622</b>							
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>							
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>42</b>	<b>187</b>	<b>500</b>	<b>509</b>	<b>546</b>	<b>622</b>							
<b>净利率</b>	<b>32.6%</b>	<b>16.5%</b>	<b>21.3%</b>	<b>18.2%</b>	<b>16.7%</b>	<b>16.6%</b>							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>净利润</b>	<b>42</b>	<b>287</b>	<b>500</b>	<b>509</b>	<b>546</b>	<b>622</b>	<b>每股指标</b>						
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	每股收益	0.262	1.168	0.558	0.568	0.610	0.695
<b>非现金支出</b>	<b>7</b>	<b>12</b>	<b>22</b>	<b>44</b>	<b>51</b>	<b>57</b>	每股净资产	4.000	5.964	1.112	1.180	1.239	1.334
<b>非经营收益</b>	<b>0</b>	<b>-26</b>	<b>-37</b>	<b>-29</b>	<b>-17</b>	<b>-12</b>	每股经营现金净流	0.351	3.251	0.428	0.585	0.674	0.762
<b>营运资金变动</b>	<b>8</b>	<b>248</b>	<b>-102</b>	<b>1</b>	<b>24</b>	<b>16</b>	每股股利	0.250	0.300	1.000	0.500	0.550	0.600
<b>经营活动现金净流</b>	<b>56</b>	<b>520</b>	<b>383</b>	<b>524</b>	<b>604</b>	<b>683</b>	<b>回报率</b>						
<b>资本开支</b>	<b>-45</b>	<b>-185</b>	<b>-489</b>	<b>-202</b>	<b>-188</b>	<b>-187</b>	净资产收益率	6.54%	19.59%	50.20%	48.12%	49.20%	52.07%
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	总资产收益率	6.41%	14.30%	27.49%	25.55%	24.00%	24.88%
<b>其他</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	投入资本收益率	4.37%	17.85%	32.64%	43.64%	41.26%	43.55%
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-42</b>	<b>-180</b>	<b>-490</b>	<b>-202</b>	<b>-188</b>	<b>-187</b>	<b>增长率</b>						
<b>股权筹资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	主营业务收入增长率	-21.78%	783.06%	107.28%	18.54%	17.39%	14.58%
<b>债权筹资</b>	<b>0</b>	<b>-37</b>	<b>400</b>	<b>-364</b>	<b>113</b>	<b>25</b>	EBIT增长率	-54.30%	678.40%	139.21%	5.07%	9.04%	14.92%
<b>其他</b>	<b>-40</b>	<b>-110</b>	<b>-461</b>	<b>-14</b>	<b>-454</b>	<b>-503</b>	净利润增长率	-45.61%	346.27%	167.66%	1.68%	7.42%	13.92%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-40</b>	<b>-147</b>	<b>-61</b>	<b>-378</b>	<b>-341</b>	<b>-478</b>	总资产增长率	0.24%	100.14%	39.22%	9.41%	14.36%	9.89%
<b>现金净流量</b>	<b>-26</b>	<b>194</b>	<b>-167</b>	<b>-56</b>	<b>75</b>	<b>18</b>	<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	75.3	10.8	9.4	12.0	12.0	12.0
							存货周转天数	91.4	45.0	55.6	52.7	51.5	51.2
							应付账款周转天数	55.5	107.8	94.1	95.0	95.0	95.0
							固定资产周转天数	327.1	59.0	53.3	56.2	53.7	51.2
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-67.36%	-78.48%	-18.16%	-46.22%	-40.56%	-37.08%
							EBIT利息保障倍数	-2.6	-23.8	-34.4	219.5	-125.2	-407.8
							资产负债率	1.98%	26.99%	45.24%	46.90%	51.22%	52.22%

来源: 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
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-06-04	中性	159.81	172.00~200.00

来源：国金证券研究所



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：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

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，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唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

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：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD