

五粮液(000858.SZ) 白酒行业

评级: 买入 首次评级

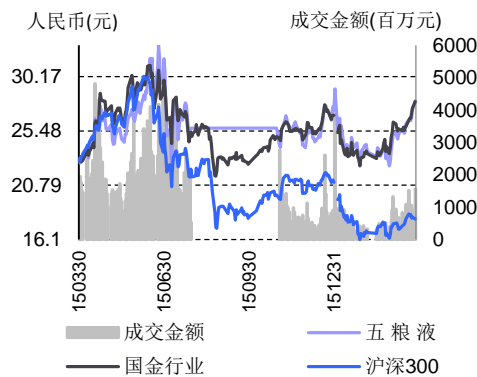
公司研究

市场价格(人民币): 28.08元
目标价格(人民币): 32.00-35.00元

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)	3,795.67
总市值(百万元)	106,590.75
年内股价最高最低(元)	32.86/21.92
沪深300指数	3169.73
深证成指	10276.84



基本面见底扬帆, 股权激励保驾护航

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.537	1.627	1.867	2.136	2.456
每股净资产(元)	10.43	11.48	12.54	11.67	13.32
每股经营性现金流(元)	0.21	1.76	2.15	1.91	2.14
市盈率(倍)	13.99	16.77	14.59	12.76	11.10
行业优化市盈率(倍)	14.43	18.00	18.42	18.42	18.42
净利润增长率(%)	-26.81%	5.85%	14.77%	14.40%	14.97%
净资产收益率(%)	14.74%	14.18%	14.89%	18.31%	18.44%
总股本(百万股)	3,795.97	3,795.97	3,795.97	3,795.97	3,795.97

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简述

公司 2015 年录得收入 216.6 亿元, 同比+3.08%, 实现扣非后净利 61 亿元, 同比+5.17%, 对应 2015 年 EPS 1.627 元, 向全体股东每 10 股派发现金红利 8 元。

点评

- **预收款同比+132%, 经销商打款意愿强:** 2015 年五粮液预收款同比增加 11.35 亿元, +132%YoY, 进一步体现经销商打款意愿和对未来的信心提升。同时春糖经销商大会上, 公司提出今年未打款的任务量严格按照月度计划发货执行, 同时对未打款的任务量降低 20%, 进一步控量保价的意图明显。公司自 3 月 26 日起取消任何银行承兑汇票的贴息对经销商的支持政策, 侧面反应经销商渠道的利润趋于稳定。
- **中低价位酒收入比重上升:** 2015 年高价位酒(500ml 含税价格>150 元)收入占比下降 2.77ppt 至 71.6%, 中低价位酒占比上升 1.4ppt 至 22.34%。公司“1+5+N”的策略初见成效, 五粮醇、系列酒以及尖庄对公司业绩收入贡献加大。中低价位酒的比重上升, 使得 2015 年的总毛利略微下跌 2.3ppt, 我们预计普五出厂价提至 679 元会对 2016 年的毛利起到积极的拉升作用。
- **2016 年继续控量保价, 提振经销商信心:** 普五提价彰显稳价信心, 短期一批价有望回升。2016 年公司将坚守“控量稳价、量价均衡”策略, 同时提振经销商信心。未来公司的营销人员将全面参与运营商营销管理, 加大刚性考核机制, 同时鼓励经销商积极参与到市场推广活动中并予以奖励, 进一步精耕细作渠道。

估值

- 考虑到五粮液 2015 年处于转折期, 定增稳步推进将有助于激发公司的活力, 目前整体高端白酒行业复苏势头强劲, 五粮液有望享受行业红利。我们预计 16-17 年收入分别为 238 亿/266 亿, 分别同比+10.1%/11.5%YoY, 对应利润 70.88 亿/81.09 亿, 分别同比+14.8%/14.4%, 预计 2016 年 EPS 为 1.867 元/股, 目前股价对应 16 年 PE 仅为 14.5X, 处于历史低位, 给予“买入”评级, 目标价 32 元, 对应 2016 年 17 倍 PE。

风险

- 普五销量继续下滑/终端销售不及预期/应收帐款损失风险

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

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

内容目录

五粮液公司介绍	3
五粮液 2015 年亮点	4
“1+5+N”产品分化思路清晰	4
设立新五品部和七大营销中心，直分销模式加强渠道管控	5
混改捆绑员工、经销商利益	6
五粮液 2016 年展望	7
估值	7

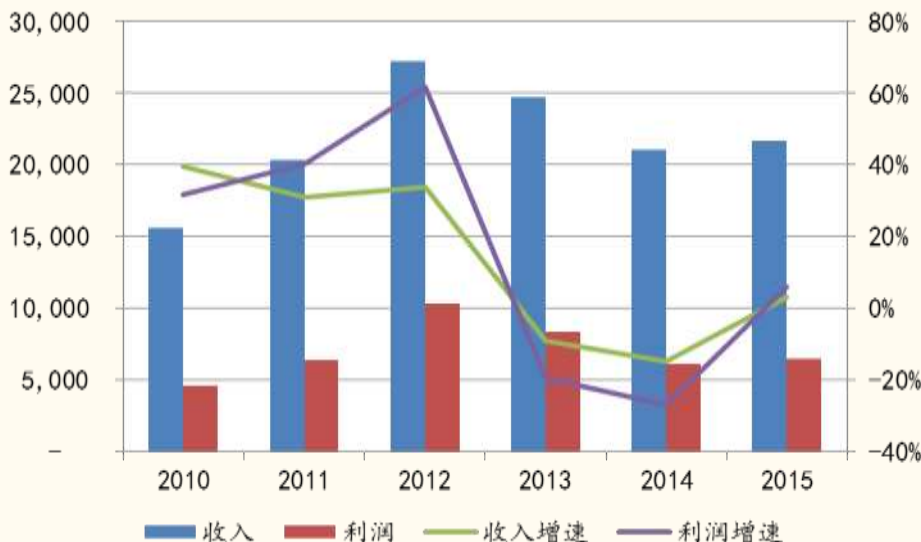
图表目录

图表 1：五粮液收入、净利润规模、增速（人民币百万）	3
图表 2：五粮液收入构成（亿元）	3
图表 3：五粮液毛利构成	3
图表 4：茅台、五粮液和泸州老窖占白酒销售总收入比	4
图表 5：五粮液 2015 年规划及完成情况	4
图表 6：五粮液产品品牌和价格带	5
图表 7：直分销模式和七大营销中心加强渠道管控	5
图表 8：五粮液 4 大营销子公司	6
图表 9：五粮液非公开发行预案简况	6

五粮液公司介绍

公司 2015 年录得收入 216.6 亿元，同比+3.08%，实现扣非后净利 61 亿元，同比+5.17%，对应 2015 年 EPS 1.627 元，向全体股东每 10 股派发现金红利 8 元。2016 年公司力争实现营业总收入不低于 238 亿元，较上年增长不低于 10%；利润总额目标 88 亿元，力争较上年同期增长达 10%

图表 1：五粮液收入、净利润规模、增速（人民币百万）



来源：WIND，国金证券研究所

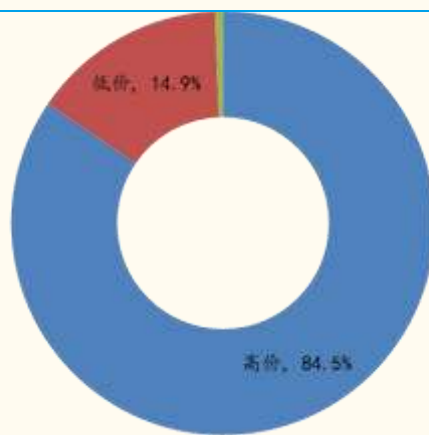
公司的收入近 70% 来源于五粮液（高端，1618，普五），约 30% 来源于系列酒（五粮春、五粮醇、六和液、尖庄等），其中五粮液贡献了超过 80% 的毛利率。2015 年高价位酒（500ml 含税价格 > 150 元）收入占比下降 2.77ppt 至 71.6%，中低价位酒占比上升 1.4ppt 至 22.34%。公司“1+5+N”的策略初见成效，五粮醇、系列酒以及尖庄对公司业绩收入贡献加大。中低价位酒的比重上升，使得 2015 年的总毛利略微下跌 2.3ppt，我们预计普五出厂价提至 679 元会对 2016 年的毛利起到积极的拉升作用。

图表 2：五粮液收入构成（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

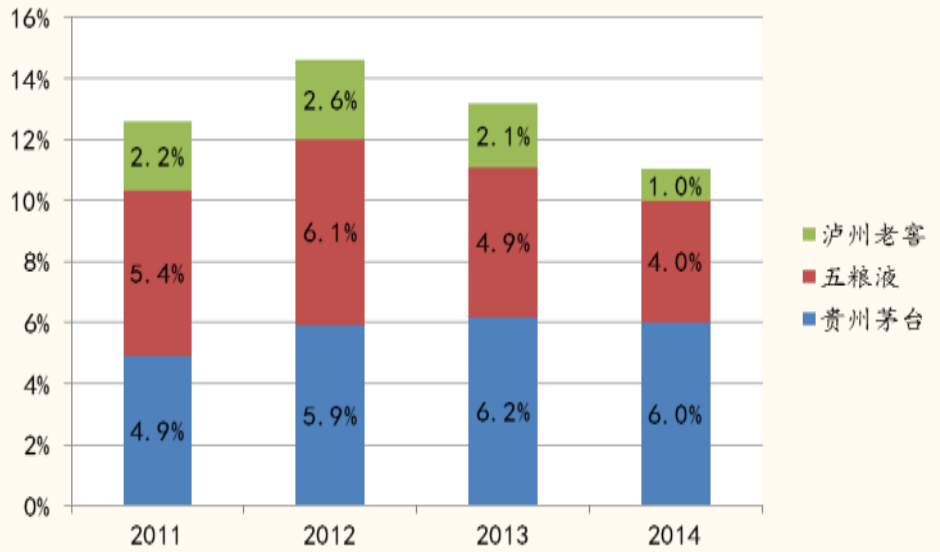
图表 3：五粮液毛利构成



来源：国金证券研究所

2012-2014 年间，白酒行业调整期，茅台先发制人通过扩大销售队伍，市场份额从 2011 年 4.91% 上升到 6%。相比起来，五粮液和泸州老窖的市场份额都有不同程度的萎缩。五粮液同期收入下滑明显，2014 年营收和净利增速到达低谷，分别为 -15% 和 -27%。

图表 4：茅台、五粮液和泸州老窖占白酒销售总收入比



来源：WIND，国金证券研究所

五粮液 2015 年亮点

面对不利的局面，公司于 2014 年底的经销商大会和 2015 年的春糖会上，从产品、渠道和经销商方面进行大胆的改革，从产品价格、品种，到品牌营销和经销商管理全方位出拳。2015 年五粮液策略规划实施进程也可圈可点。

图表 5：五粮液 2015 年规划及完成情况

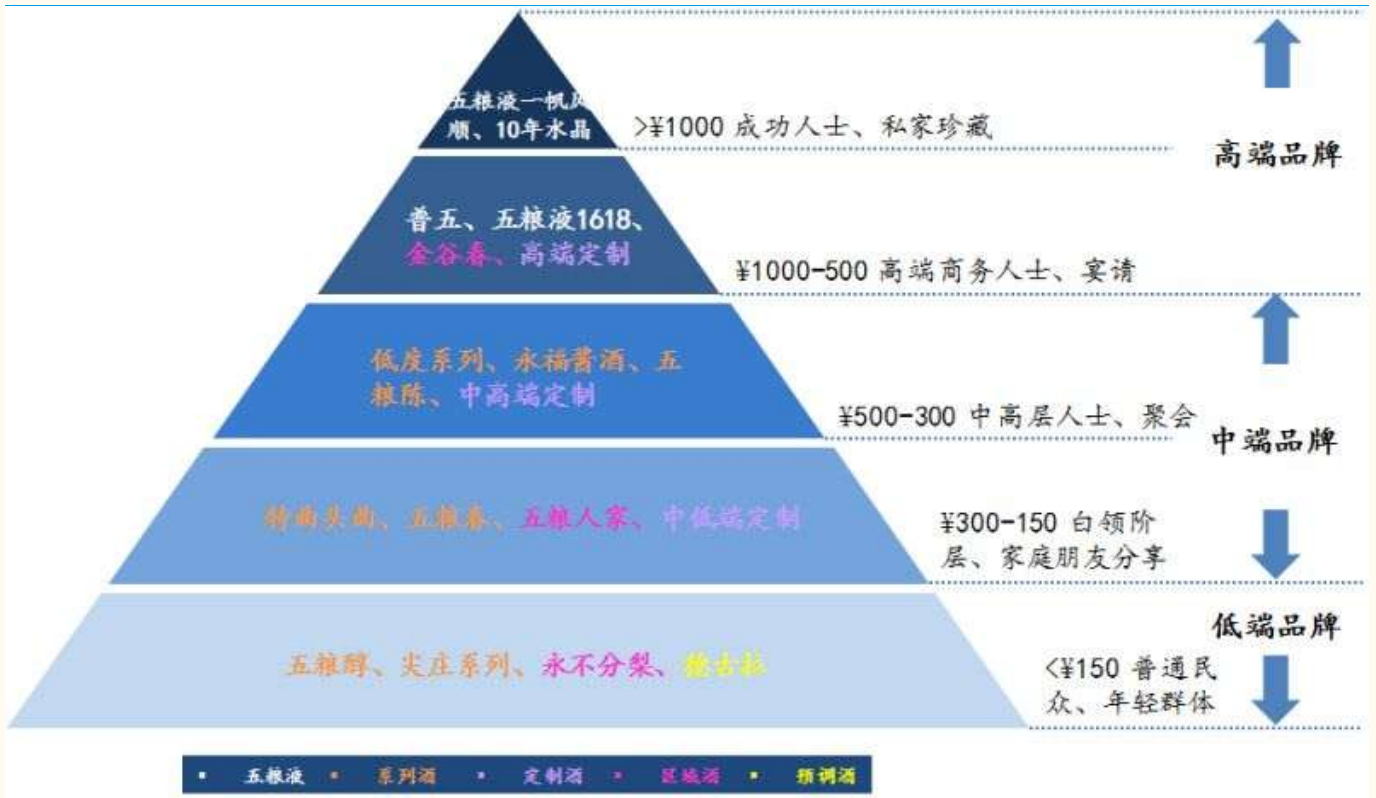
	2015 年规划	2015 年完成情况
价格方面	维持挺价策略，保持 52 度五粮液 609 元/瓶出厂价不变，1618 和系列酒不变。力争 2016 春节前全面实现顺价销售。	五粮液 2015 年一批价 610-620 元，已达到 609 元既定目标。2016 春节五粮液一批价维持 620-630 元。
品种方面	更加突出五粮液主品牌地位，其他品牌剥离单独运作。在每个百元价位做好品牌清理与产品规划，每个段位有 2-3 支代表性知名产品，系列酒价格互相不重合。	中档系列酒各个价格带的主力品牌思路已清晰，包括特曲、头曲、五粮春、五粮醇、绵柔尖庄等，4 大品牌营销子公司也主要按这个思路设立。
运营方面	产品成立五品部，全面负责五粮液品牌的运作、管理和服务工作。营销成立五粮液品牌管理事业部，接管七个营销中心。成立五粮液系列酒公司，负责系列酒战略品牌规划。	15 年 10 月底公布非公开发行股票预案，国企改革方案出台。新五品部和 4 大品牌营销子公司均已完成设立。
经销商方面	计划启动直分销模式，在部分省区进行试点。	2015 年大商占比继续上升，如安徽市场就改由百川独家代理五粮液。

来源：国金证券研究所

“1+5+N” 产品分化思路清晰

2015 年“控量稳价，量价均衡”策略让五粮液走出了价格滞涨的困境。五粮液一批价 610-620 元，已达到 609 元既定目标。另外，2015 年公司削减了品牌总数，强化主要品牌，完成建立以五粮液、特曲、头曲、五粮春、五粮醇、绵柔尖庄为主的“1+5+N”品牌体系。

图表 6：五粮液产品品牌 and 价格带



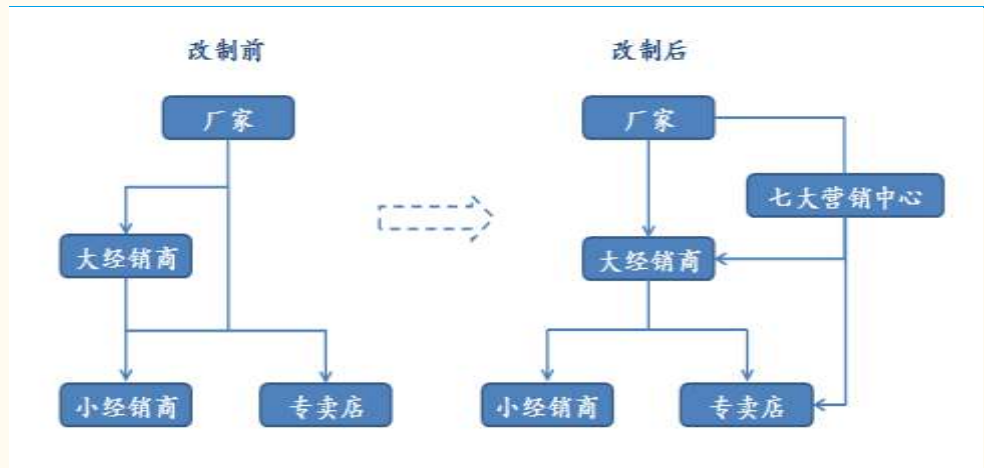
来源：国金证券研究所

设立新五品部和七大营销中心，直分销模式加强渠道管控

2015 年初，原五粮液市场部重新设立五粮液品牌管理事业部，下设品牌管理、销售管理、督导检查、特渠管理、综合服务五个工作处，并接管七大区域营销中心。新的五品部全面负责五粮液品牌运作、管理和服务工作，兼具品牌管理和销售管理双重职责和职权。一方面，五品部可对销售流动数据进行实时跟踪，及时调节产品量价；另一方面，五品部的成立驱动了公司对经销商责任区的划分，另外，七大区域营销中心（华北、华东、华南、华中、西南、西北、东北）也可参与维护经销商和终端，明显提高公司的渠道管控能力。

自 2014 年 8 月起，五粮液启动直分销模式，和运营商直接沟通，运营商对当地经销商管控和统一资源调配。直分销能够有效防范窜货、乱价等市场干扰因素，从而提升公司的渠道管理效果与成本。

图表 7：直分销模式和七大营销中心加强渠道管控



来源：国金证券研究所

15 年公司还完成设立了五粮液专卖店、头特曲、系列酒、五粮醇 4 大品牌营销子公司。截至 12 月，五粮醇、特头曲、系列酒已进入三个子公司独立运行的衔接阶段。品牌营销子公司的设立围绕打造重点区域和重点品牌，让机制更加灵活，同时更加专业化。

图表 8：五粮液 4 大营销子公司

子公司名称	设立时间	主要营销产品
五粮液专卖店品牌营销公司		五粮液
五粮头特曲品牌营销公司	2015.05	特曲、头曲
五粮液系列酒品牌营销公司	2015.10	五粮春、绵柔尖庄等
五粮醇品牌营销公司	2015.11	五粮醇

来源：国金证券研究所

混改捆绑员工、经销商利益

2015 年 10 月 31 日，五粮液公布了非公开发行股票预案，拟面向国泰君安资管计划、君享五粮液 1 号、泰康资管、华安基金、凯联基金拟筹建和管理的私募投资基金非公开发行不超过 10,000 万股人民币普通股，募集资金总额不超过 23.34 亿元，预计占发行后总股本约 2.57%。定增方案将管理层、员工、经销商和战略投资者四方利益与公司绑定，募集的资金投向公司较为薄弱的环节，有利于公司内部管理和经销商积极性的改善。

图表 9：五粮液非公开发行预案简况

发行对象	实际认购人	认购数量 (万股)	认购金额 (万元)	占非公开发行 股票比例	占发行后 公司总股本 比例
国泰君安员工持股 1 号	公司员工	2,200	51,348	22.0%	0.6%
君享五粮液 1 号	经销商	1,800	42,012	18.0%	0.5%
泰康资管	战略投资者	3,400	79,356	34.0%	0.9%
华安基金	战略投资者	1,500	35,010	15.0%	0.4%
凯联基金拟筹私募	战略投资者	1,100	25,674	11.0%	0.3%
合计		10,000	233,400	100.0%	2.6%

来源：国金证券研究所

■ 员工持股提高凝聚力

公司第一期员工持股计划将通过全额认购国泰君安定向资产管理计划，间接认购上述非公开发行股票金额不超过人民币 51,348 万元，认购股份不超过 2,200 万股，预计占发行后总股本的 0.56%。本次员工持股计划的参与对象定为公司董事、监事、高管及公司其他员工；其中管理层合计 11 人，共计认购不超过 4,380 万元，占本员工持股计划总金额的 8.53%；其他员工共计认购不超过 46,968 万元，占本员工持股计划总金额的 91.47%。此次员工持股计划对象范围从公司高管到普通员工，范围广、力度大，有助于员工利益与公司长远发展充分结合，激发员工积极性，提升企业运营效率。

■ 引进优秀经销商巩固渠道

君享五粮液 1 号由五粮液部分优秀经销商以自筹资金认购，计划认购上述非公开发行股票金额不超过 42,012 万元，认购股份不超过 1,800 万股，预计占发行后总股本的 1.54%。五粮液拥有遍布全国的经销商网络资源，通过非公开发行引入资金实力强、有需求的优秀经销商，使其同时具备五粮液股东的双重身份，可有效提高经销商与五粮液的团结程度，进一步强化公司全国营销网络的市场推广能力。

■ 引进战略投资完善结构

本次非公开发行认购对象泰康资管、华安基金、凯联基金拟筹建和管理的私募基金为战略投资者，三者合计认购上述非公开发行股票金额不超过 140,040 万元，合计认购股份不超过 6000 万股，预计占发行后总股本的 0.46%。此次引入战略投资者不仅能够极大促进现有业务发展（如凯联基金具有多年电商经验），还能完善公司治理结构，形成更加科学有效的决策体系。

通过此次非公开发行股票，公司拉开了混改的序幕，未来不排除通过引入海外战略投资、经销商和战投进入董事会等行动推进更深层次的改革。

■ 募集资金去向：信息化运作提升综合实力

本次非公开发行募集资金将全部用于信息化建设、营销中心建设和服务型电商平台。

■ 信息化建设

公司计划投入募集资金的 7.2 亿元用于建设信息化项目，旨在将十大运营管理系统信息化程度提升到行业领先水平。上述十大运营管理系统（平台）包括客户关系管理、供应商关系及供应链协同管理、质量及防伪追溯系统、研发管理等。过去十大管理系统客观上存在信息化程度和市场需求不匹配的情况，此次项目建设具体将通过数据中心建设、网络系统升级等方式实现十大管理体系的全面信息化，有利于改善渠道信息管理和市场反应能力，从而大幅提升企业的管理半径和管理效率。

■ 营销中心建设

公司计划投入 9.9 亿元推进营销中心建设项目，将在成都建设公司全国营销中心，并以其为全国营销网络的管理中枢、品牌形象窗口和综合营销平台，辐射全国市场。过去五粮液的营销中心区位一直在宜宾，一定程度阻塞了公司产品与市场的交流；将营销中心向中心城市转移，有利于贴近市场一线和消费者，吸引和留住人才，提升公司的整体营销能力。

■ 服务型电商平台

电商平台项的建立拟花费 6.3 亿元。公司服务型电子商务平台不同于当前第三方电商平台、垂直电商和其它白酒企业自建电商的电商模式，而是以自建电子商务服务平台为依托，系统管理五粮液现有的第三方电商渠道，进一步拓展与天猫、京东等外部电商平台的多样化合作。电商网络在营销方面将通过添加体验式消费和即时消费，加强 O2O 服务，多元化公司营销渠道。

五粮液 2016 年展望

渠道继续向好：五粮液宣布从 2016 年 3 月 26 日期，对普五继续提价至 675 元/瓶，同时取消 30 元/瓶的返利，公司同时表示近期会出台相关措施对 1618、低度系列进行调整。同时春糖经销商大会上，公司提出今年未打款的任务量严格按照月度计划发货执行，同时对未打款的任务量降低 20%，进一步控量保价的意图明显。公司自 3 月 26 日起取消任何银行承兑汇票的贴息对经销商的支持政策，侧面反应经销商渠道的利润趋于稳定。

继续“控量保价”：普五提价彰显稳价信心，短期一批价有望回升。2016 年公司将坚守“控量稳价、量价均衡”策略，同时提振经销商信心。未来公司的营销人员将全面参与运营营销管理，加大刚性考核机制，同时鼓励经销商积极参与到市场推广活动中并给予奖励，进一步精耕细作渠道。

估值

考虑到五粮液 2015 年处于转折期，定增稳步推进将有助于激发公司的活力，目前整体高端白酒行业复苏势头强劲，五粮液有望享受行业红利。我们预计 16-17 年收入分别为 238 亿/266 亿，分别同比+10.1%/11.5%YoY，对应利润 70.88 亿/81.09 亿，分别同比+14.8%/14.4%，预计 2016 年 EPS 为 1.867 元/股，目前股价对应 16 年 PE 仅为 14.5X，处于历史低位，给予“买入”评级，目标价 32 元，对应 2016 年 17 倍 PE。

附录：三张报表预测摘要

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
主营业务收入	24,719	21,011	21,659	23,846	26,581	29,741	货币资金	25,763	22,382	26,374	34,311	29,874	34,848
增长率		-15.0%	3.1%	10.1%	11.5%	11.9%	应收款项	3,724	7,512	8,792	9,687	11,330	13,272
主营业务成本	-6,610	-5,772	-6,672	-7,151	-7,942	-8,843	存货	6,886	8,091	8,701	8,816	9,661	10,660
%销售收入	26.7%	27.5%	30.8%	30.0%	29.9%	29.7%	其他流动资产	569	515	731	360	399	444
毛利	18,108	15,239	14,987	16,695	18,639	20,898	流动资产	36,942	38,500	44,597	53,222	51,505	59,724
%销售收入	73.3%	72.5%	69.2%	70.0%	70.1%	70.3%	%总资产	83.7%	83.0%	84.9%	88.3%	88.5%	90.5%
营业税金及附加	-1,849	-1,517	-1,785	-1,955	-2,180	-2,439	长期投资	121	869	903	904	903	903
%销售收入	7.5%	7.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	固定资产	6,130	6,061	5,904	5,726	5,423	5,003
营业费用	-3,382	-4,309	-3,568	-3,577	-3,721	-3,866	%总资产	13.9%	13.1%	11.2%	9.5%	9.3%	7.6%
%销售收入	13.7%	20.5%	16.5%	15.0%	14.0%	13.0%	无形资产	358	476	502	399	387	375
管理费用	-2,264	-2,047	-2,129	-2,337	-2,605	-2,915	非流动资产	7,187	7,909	7,949	7,031	6,714	6,284
%销售收入	9.2%	9.7%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	%总资产	16.3%	17.0%	15.1%	11.7%	11.5%	9.5%
息税前利润 (EBIT)	10,613	7,366	7,506	8,826	10,133	11,678	资产总计	44,130	46,409	52,547	60,253	58,219	66,008
%销售收入	42.9%	35.1%	34.7%	37.0%	38.1%	39.3%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	827	658	732	628	664	670	应付款项	2,519	2,555	4,538	4,647	5,145	5,716
%销售收入	-3.3%	-3.1%	-3.4%	-2.6%	-2.5%	-2.2%	其他流动负债	4,523	3,370	3,429	6,684	7,092	7,559
资产减值损失	-5	-6	-26	-1	0	0	流动负债	7,043	5,925	7,968	11,353	12,346	13,494
公允价值变动收益	-7	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	4	14	34	38	39	42	其他长期负债	68	1	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	负债	7,110	5,926	7,968	11,353	12,346	13,495
营业利润	11,432	8,032	8,246	9,471	10,840	12,469	普通股股东权益	36,093	39,580	43,563	47,614	44,280	50,566
营业利润率	46.3%	38.2%	38.1%	39.7%	40.5%	41.3%	少数股东权益	927	903	1,016	1,285	1,593	1,947
营业外收支	-185	-16	41	41	41	41	负债股东权益合计	44,130	46,409	52,547	60,253	58,219	66,008
税前利润	11,247	8,016	8,287	9,512	10,881	12,510	比率分析						
利润率	45.5%	38.2%	38.3%	39.9%	40.6%	41.4%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-2,925	-1,958	-1,877	-2,154	-2,465	-2,833	每股指标						
所得税率	26.0%	24.4%	22.6%	22.7%	22.7%	22.7%	每股收益	2.100	1.537	1.627	1.867	2.136	2.456
净利润	8,322	6,058	6,410	7,357	8,417	9,676	每股净资产	9.508	10.427	11.476	12.543	11.665	13.321
少数股东损益	349	223	234	269	308	354	每股经营现金净流	0.384	0.209	1.763	2.155	1.906	2.143
归属于母公司的净利润	7,973	5,835	6,176	7,088	8,109	9,322	每股股利	0.150	0.300	0.500	0.800	0.800	0.800
净利率	32.3%	27.8%	28.5%	29.7%	30.3%	30.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	22.09%	14.74%	14.18%	14.89%	18.31%	18.44%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	18.07%	12.57%	11.75%	11.76%	13.93%	14.12%
净利润	8,322	6,058	6,410	7,357	8,417	9,676	投入资本收益率	21.21%	13.75%	13.02%	13.93%	17.09%	17.32%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	682	659	642	601	626	641	主营业务收入增长率	-9.13%	-15.00%	3.08%	10.09%	11.47%	11.89%
非经营收益	-90	82	-169	560	-80	-83	EBIT增长率	-17.80%	-30.59%	1.89%	17.58%	14.82%	15.25%
营运资金变动	-7,455	-6,004	-192	-314	-1,620	-1,949	净利润增长率	-19.75%	-26.81%	5.85%	14.77%	14.40%	14.97%
经营活动现金净流	1,459	795	6,691	8,180	7,235	8,136	总资产增长率	-2.47%	5.17%	13.23%	14.67%	-3.37%	13.38%
资本开支	-338	-381	-394	-280	-268	-169	资产管理能力						
投资	12	-806	0	-1	0	0	应收账款周转天数	1.2	1.7	1.9	2.0	2.0	2.0
其他	4	0	0	38	39	42	存货周转天数	374.5	473.5	459.3	450.0	444.0	440.0
投资活动现金净流	-322	-1,187	-394	-243	-229	-127	应付账款周转天数	36.3	38.9	46.6	50.0	50.0	50.0
股权募资	172	6	59	0	-8,406	0	固定资产周转天数	86.9	98.6	90.1	77.6	64.1	50.9
债权募资	0	0	0	0	0	1	偿债能力						
其他	-3,392	-2,995	-2,414	0	-3,037	-3,037	净负债/股东权益	-69.59%	-55.29%	-59.16%	-70.17%	-65.12%	-66.36%
筹资活动现金净流	-3,219	-2,989	-2,355	0	-11,443	-3,036	EBIT利息保障倍数	-12.8	-11.2	-10.3	-14.0	-15.3	-17.6
现金净流量	-2,082	-3,381	3,942	7,937	-4,437	4,974	资产负债率	16.11%	12.77%	15.16%	18.84%	21.21%	20.45%

来源：公司年报、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

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