

2017年06月11日

涪陵榨菜 (002507.SZ)

提价系列——提价贡献 Q2 凸显，内生外延潜力俱佳

■为什么在当前继续坚定看好涪陵榨菜？我们认为从行业选择上看，“提价板块”投资价值更为突出。2016年下半年以来包含榨菜在内的调味品板块整体实现提价，反映出相对更好的竞争格局，更强的成本转嫁能力和更显著且持续的消费升级，不仅贡献短期报表，也意味着中长线相对更好的投资价值——品牌领先，份额扩张。成本快速上行，定价权重要性空前凸显，涪陵榨菜作为行业龙头成本转移能力突出，提价有望带动收入加速增长。自2016年下半年以来，榨菜行业主要生产原料青菜头以及部分包材价格均快速上涨，涨幅在20-40%之间，在这一背景下成本转移能力较弱的企业可能会加速退出，从而有利于行业龙头进一步扩大份额。公司作为榨菜行业的绝对龙头，已于一季度率先完成提价，且幅度高于竞争对手，可较好覆盖成本端压力，有望在成本上行周期内持续扩大份额及竞争优势。考虑到公司于提价前主动控制渠道囤货，预计2季度销售有望充分体现提价和渠道补库存，从而呈现收入加速增长的态势。

■半年报有望明显改善。一季度收入增速表现良好，毛利率受损，销售和管理费用率下降，使得净利润增速和收入增速表现同步，均在25%左右，2季度渠道调研显示增长表现良好，甚至出现提速。我们认为由于2月中旬提价前主动控制渠道库存，使得1季度销售没有透支，2季度有经销商补库存，叠加提价因素，2季度收入增速和毛利率环比1季度有望更为亮眼。

■预判公司继续推进外延，践行既定的“大乌江战略”。公司“大乌江战略”包含品类扩张和外延，2015年11月公司完成首单并购，且面向管理层发行股份募集资金，我们认为该种方式既能理顺利益，又能促进积极执行既定的“大乌江”战略，即便考虑到再融资新规限制，继续推进外延的时间窗口也将再次打开。公司新品推广顺利，内生增长可观，叠加外延助力，市值成长空间值得乐观。

■“小”行业蕴藏大机会，公司龙头地位稳固竞争优势正持续扩大：综合考虑包装产品对非包装的替代、食用场景从佐餐走向更多元化的烹饪、休闲零食，我们认为榨菜行业潜在空间超百亿。行业目前呈集中度不高，龙头优势突出的特征，公司作为行业内唯一的全国化品牌，龙头地位稳固，规模和市占率均持续提升，在原料采购、产品推广等方面规模效应也越发突出。公司现已形成品牌、产品、渠道三者互相支撑的良性循环，竞争优势有望伴随消费升级不断扩大。我们认为公司的经营理念十分明确，战略上始终保持行业领先，在外延发展时可快速将管理优势输出，协同效应更加突出。惠通现已基本调整到位，渠道资源共享正稳步推进，今年有望振翅起飞加速增长。

■投资建议——估值匹配，空间看好：我们预计公司2017年-2018年的收入增速分别为30%、26%，净利润增速分别为31%、30%，成长性突出，上调评级至买入-A，6个月目标价为15.00元，相当于2018年27的动态市盈率。

■风险提示：毛利率因原材料价格超预期上涨而受损的风险；外延不及预期快速落地。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	930.7	1,120.8	1,455.3	1,839.3	2,322.1
净利润	157.4	257.2	337.3	436.7	564.4
每股收益(元)	0.20	0.33	0.43	0.55	0.71
每股净资产(元)	1.74	1.98	2.33	2.74	3.30
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	58.1	35.5	27.1	20.9	16.2
市净率(倍)	6.6	5.8	5.0	4.2	3.5
净利润率	16.9%	23.0%	23.2%	23.7%	24.3%
净资产收益率	11.4%	16.4%	18.3%	20.2%	21.7%
股息收益率	0.7%	0.6%	0.7%	1.3%	1.3%
ROIC	19.3%	20.8%	24.9%	31.7%	45.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司动态分析

证券研究报告

其他食品

投资评级 买入-A

调高评级

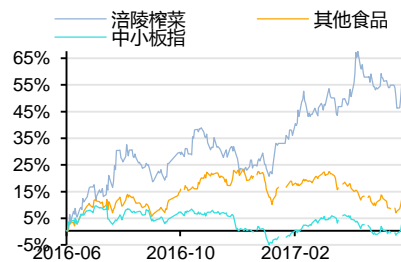
6个月目标价：15.00元

股价(2017-06-09) 11.58元

交易数据

总市值(百万元)	9,140.76
流通市值(百万元)	5,256.42
总股本(百万股)	789.36
流通股本(百万股)	453.92
12个月价格区间	10.38/17.96元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.94	14.12	63.27
绝对收益	6.56	13.78	61.59

苏铖

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

毕晓静

报告联系人

bixj@essence.com.cn
021-35082689

相关报告

涪陵榨菜：内生增速可观，榨菜大有可为	2017-04-24
涪陵榨菜：产品结构升级及费用投向优化助力净利率创新高	2017-03-30
涪陵榨菜：三季度收入保持较快增长，盈利能力有望持续提升	2016-10-28
涪陵榨菜：涪陵榨菜：趋势向上，看好转型	2016-04-05

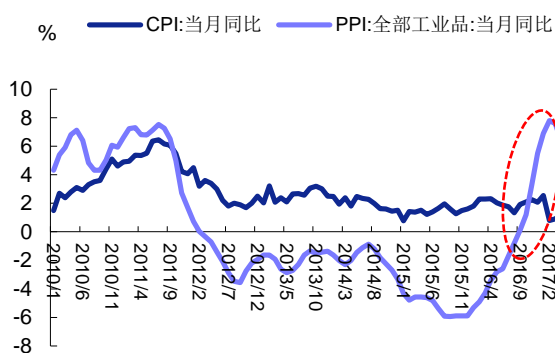
1. 成本上行周期定价权格外重要，公司提价顺利收入有望加速增长

1.1. 生产成本快速上涨，消费品企业掌握定价权尤为重要

自 2016 年下半年以来，PPI 跑赢 CPI，原材料、包材等主要成本均快速上涨，食品制造企业的成本红利逐渐消失。在成本持续上行的背景下，具有超强定价权的企业往往可率先通过提价行为消化成本端压力，而成功提价的背后则需要品牌力、产品力和渠道掌控力三者共同来支撑，因此在成本上行周期内我们更看好定价权突出的行业龙头。

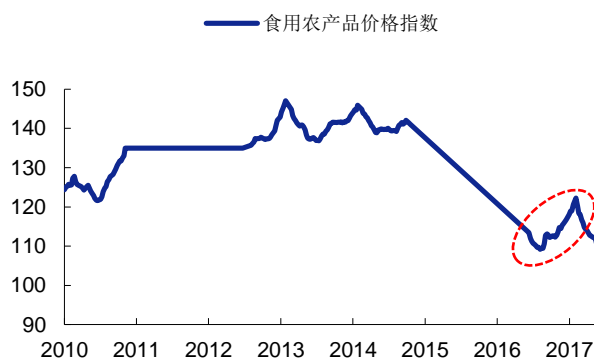
具体到榨菜行业，榨菜的重要生产原料青菜头 2017 年采购价格同比上升近 40%且处于供不应求状态，同时主要包材铝袋和纸箱等成本亦于去年下半年起快速上涨，涨幅超过 20%。我们认为行业内不具备成本转移能力的中小型企业可能会由于提价失败而导致经营困难，行业集中度有望随之进一步提升，行业龙头则有望受益于此进一步扩大市场份额。

图 1：2016 年下半年以来 PPI 持续跑赢 CPI



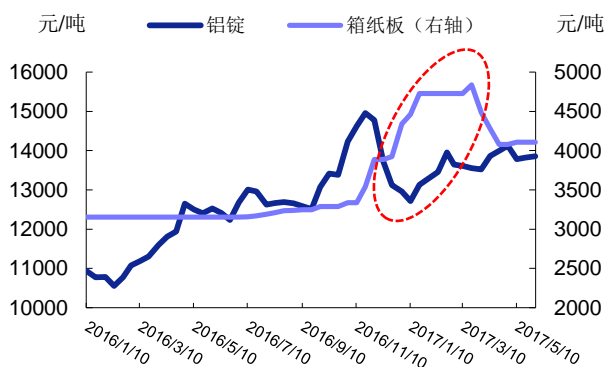
资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 2：2016 年下半年农产品价格指数直线上升



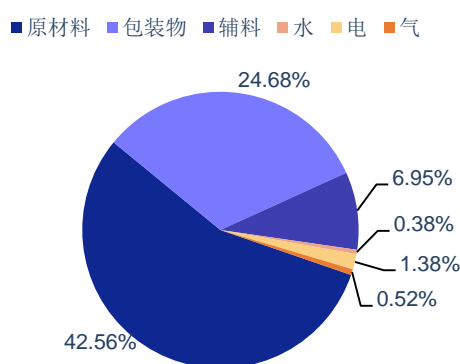
资料来源：商务部，安信证券研究中心

图 3：2016 年末包装材料价格上涨明显



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：原材料和包装物占成本比重近 70%

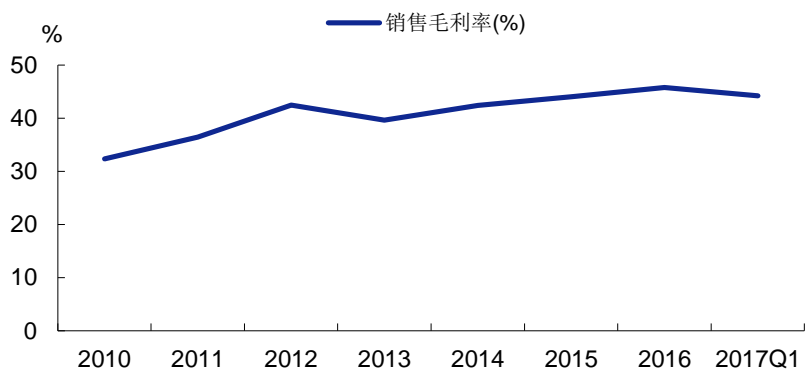


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

1.2. 公司作为行业龙头已率先完成提价，顺利提价有望助力收入加速增长

公司作为行业龙头，已于二月份起率先对 8 款主力产品进行提价，提价幅度在 15-17%，所覆盖产品的收入占比超过一半。而根据公司成本构成及原料同比涨幅进行测算，我们认为本次提价可基本覆盖成本上涨压力，预计成本因素对毛利率影响可充分消化，此外产品结构持续优化和高端品占比提升还有望对毛利率提升有所贡献。由于一季度收入仅约一个半月的收入包含提价因素，且在提价过渡期公司会主动控制经销商拿货量致一季度渠道库存水平较低，我们认为二季度收入有望在充分包含提价因素及渠道补库存的作用下实现加速增长。

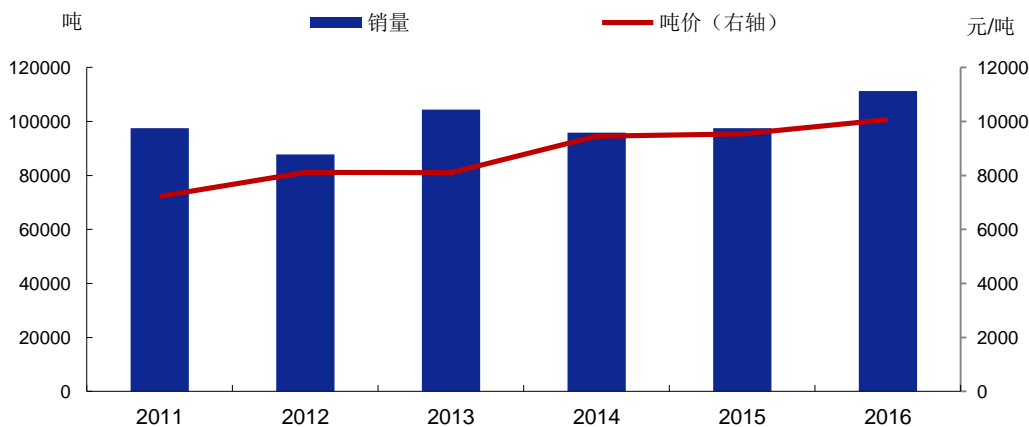
图 5：公司毛利率稳步提升



资料来源：Wind，安信证券研究中心

历史上，公司也曾结合市场情况和原材料价格走势进行过多次提价。从吨价数据来看，公司产品吨价始终保持上升态势，已自 2011 年的 7200 元/吨上升至 2016 年的 10000 元/吨，复合增长率近 7%，主要来自产品结构升级和提价的贡献。目前公司的主力产品单价主要在 2-4 元/包的价格区间内，处于中高端水平，无论是产品品质还是定价上均已与竞品形成明显区隔。据渠道调研反馈，今年主要竞争对手提价晚于公司、幅度多为个位数，难以充分覆盖成本压力，且提价是否成功仍存不确定性，而公司提价目前已全部完成且渠道反馈良好，继续看好公司在成本上升的大背景下凭借超强定价权进一步提升市占率。

图 6：产品吨价保持上升态势



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 1: 公司主力产品和竞争对手包装价格对比

品牌	产品名称	重量	价格	图片
乌江	鲜脆菜丝	88g/袋	2.5	
	清淡榨菜	80g/袋	2.7	
味聚特	味聚特爽口脆榨菜	80g/袋	2	
	味聚特木耳榨菜	80g/袋	2	
铜钱桥	榨菜丝	50g/袋	0.65	
备得福	备得福秘制豇豆	80g/袋	2	
鱼泉	鱼泉榨菜	80g/袋	2	
	鱼泉风味萝卜	60g/袋	1.5	
辣妹子	辣妹子清淡原味榨菜	60g/袋	1.28	

资料来源：天猫商城、京东商城，安信证券研究中心

1.3. 公司成功提价要素何在？品牌、产品、渠道力缺一不可！

为什么涪陵榨菜可轻松完成提价？我们认为这是公司优秀品牌力、产品力和渠道力三者共同作用的结果，缺一不可。

榨菜行业唯一的全国性品牌，品牌知名度显著高于竞争对手：公司是行业内唯一一家在央视投放广告的公司，早期的广告宣传对全国范围内品牌知名度的提升起到了良好效果。公司最早选用张铁林作为形象代言人，突出公司在行业内的领导地位和“正宗榨菜”概念；随后公司调整策略采用脸谱化的产品包装并以此为切入点开展广告宣传，统一化醒目的红色包装让公司产品和品牌形象越发鲜明，消费者可以快速识别并区别于其他竞品，起到了极佳的宣传推广和消费者教育作用，品牌影响力远高于其他区域性品牌。

图 7：乌江榨菜央视广告图片



资料来源：公司网站，安信证券研究中心

图 8：产品包装独具特色，辨识度高



资料来源：天猫商城，安信证券研究中心

坚持精品战略，高品质产品进一步对品牌构成强力支撑：大量的广告投入或许可以带来短期销量的爆发式增长，但终究难以持续。对于榨菜这类消费频次极高的快速消费品而言，持续购买的高粘性消费者才是企业立身之本，这也意味着强大的品牌影响力背后必须要有同样优秀的产品作为支撑。公司一直秉持“精品”和“聚焦”的战略，不断精简产品数量，专注于提升产品品质，严格执行“三腌三榨”工艺，持续进行技改以不断改善产品口感；同时公司还主动淘汰不符合消费升级趋势的产品，也在一定程度上带动了行业的进步。

图 9：三腌三榨新工艺，榨菜苦味物质去除更彻底



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 10：净化水滚筒旋转式喷淋清洗机代替人工清洗



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

不可复制的品牌及产品为基础，公司面向渠道话语权同样突出：通过在行业内多年深耕，公司目前拥有 1200 多家忠实的一级经销商，销售网络已覆盖 34 个省市自治区和 264 个地市级市场。由于公司在行业内一家独大，不存在品牌和产品实力均与公司接近的竞争对手，公司面向渠道也十分强势，这一不可替代性使得公司提价往往得以快速顺利完成；同时公司也十分注重与渠道共同发展，在提价时会进行渠道层面利润的再分配，并对经销商增加费用和政策支持，确保其有足够的盈利空间和动力主动推广公司产品，从而保障了经销商的利益和稳定性。

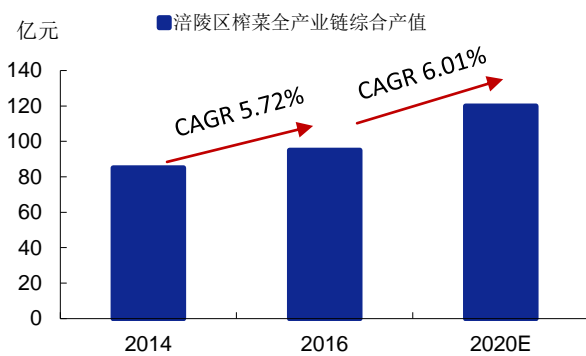
2. 榨菜行业未来路在何方：潜在规模超百亿，超级龙头大有空间

2.1. 小行业蕴藏大机会，行业潜在规模超百亿

据涪陵区政府官方统计，截至 2016 年，涪陵区青菜头种植面积、产量分别达到 160 万亩、280 万吨，榨菜全产业链综合产值达到 95 亿元，力争到 2020 年将青菜头种植面积和产量分别提升至 170 万亩、300 万吨，榨菜产业链综合产值达到 120 亿元。

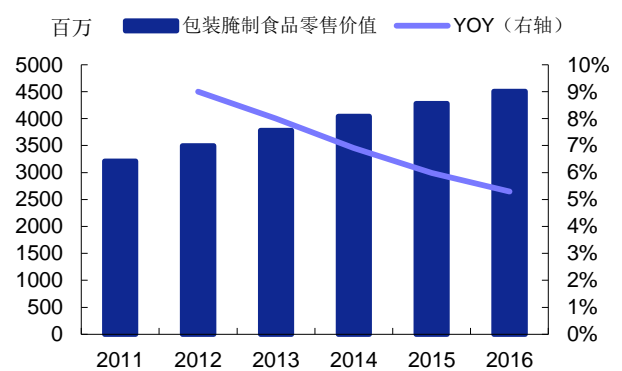
但由于行业内仍存在大量非包装产品，特别是家庭手工腌制菜的存在，行业实际规模远大于此。近年来，随居民生活节奏的加快以及人口结构的转变，手工腌制菜的制作人群正逐渐减少，但食用腌制食品的习惯仍然得到保留，部分非包装产品的市场容量正转为快捷方便的包装产品；同时随低盐度产品的推出和公司消费者对消费者的主动教育，榨菜的食用场景也正由单一的佐餐拓展至烹饪原料、休闲食品等多个领域。综合考虑包装产品对非包装产品的替代、消费场景的逐渐延伸和产品吨价的提升，我们认为行业潜在规模超过百亿，公司目前年销售额仅约 11 亿，天花板仍远；若将视野拓展至广义的腌制品，发展空间则更为广阔。

图 11：涪陵区榨菜产业链产值有望于 2020 年达到 120 亿



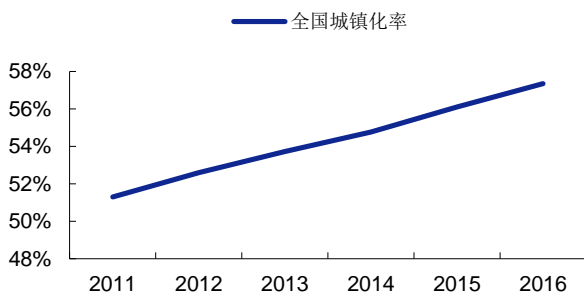
资料来源：涪陵区政府官网，安信证券研究中心

图 12：包装腌制菜市场规模仍在稳步扩大



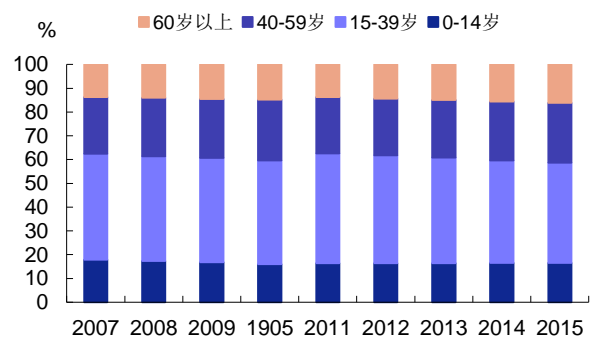
资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

图 13：全国城镇化率不断提升



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 14：80、90 后渐成消费主力人群

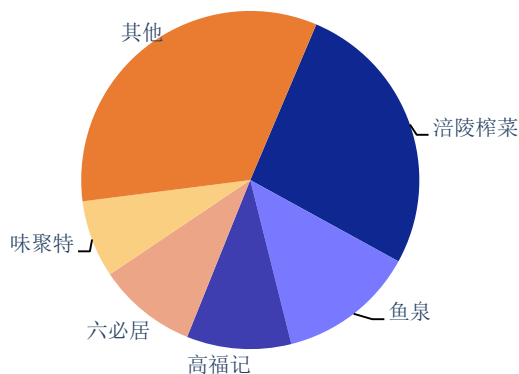


资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

2.2. 竞争格局呈一超多强，绝对龙头优势正不断扩大

酱腌菜行业呈一超多强的竞争格局，涪陵榨菜作为绝对龙头竞争优势不断扩大：乌江榨菜作为行业绝对龙头，在包装产品中的市占率近 30%，较第二名高出一倍有余，龙头地位十分稳固。随着公司市占率的不断提升，无论是在原料采购还是营销推广等方面的规模优势均越发突出，且公司现已形成品牌、产品、渠道三者互相支撑的良性循环，优势未来仍将不断扩大，公司作为行业龙头所享受的溢价也在不断上升。

图 15: 涪陵榨菜为包装榨菜行业绝对龙头



资料来源: Euromonitor, 安信证券研究中心

3. 经营思路明确战略领先，外延协同效应将更突出

3.1. 公司发展思路清晰，产品及营销理念均极具前瞻性

始终追求产品品质，十年磨一剑培育高端产品：公司管理层始终坚持精品战略，不仅严格控制产品品质，还注重产品升级和储备。公司于 2006 年即前瞻性地推出高端产品脆口榨菜，虽然此前表现平淡，但公司仍然坚持培育不断优化产品，终守得云开见明月收获最近两年的快速放量，目前脆口已成为公司最重要的明星单品之一。此外公司还主动淘汰部分毛利率较高但并不符合消费升级趋势的产品，意在引导行业良性发展，经营理念十分先进。

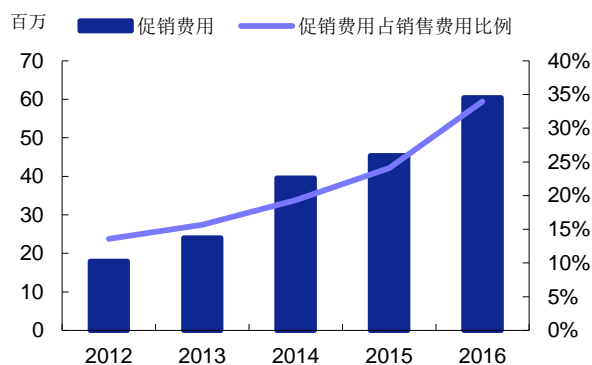
图 16: 明星产品脆口榨菜 2016 年高速增长供不应求



资料来源: 天猫商城, 安信证券研究中心

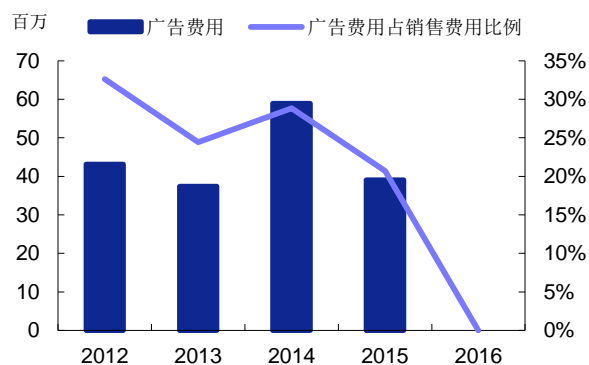
大胆调整营销模式，针对性突出收效良好：在消费品企业广告营销已成常态的今天，广告投放所带来的边际效益正不断递减。公司在已实现全国知名的前提下，大胆取消了央视广告投放，将这部分费用转而投入体验式营销，通过在终端强化产品铺货及陈列、组织消费者试吃活动及加大商超内宣传力度等手段，直接面向终端消费者，极具针对性地实现了终端份额的进一步提升。

图 17：促销费用占销售费用比重达 35%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 18：公司调整营销模式，取消广告投放

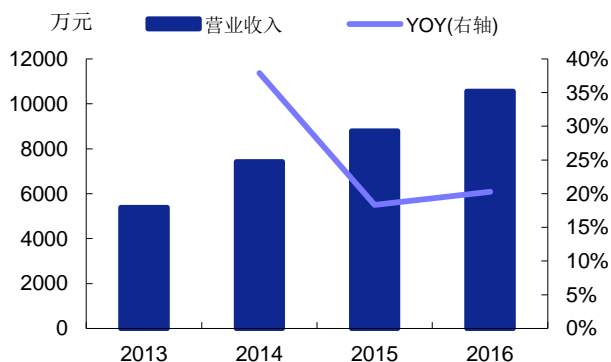


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2. 惠通整合到位将进入加速发展通道，大乌江战略仍在路上

惠通调整已基本到位，17 年有望振翅起飞：公司于 2015 年 10 月收购惠通，2016 年更多是在进行内部调整工作，产品上大胆瘦身，精简低毛利率产品，只保留较高销量较高毛利产品，聚焦大单品，并对产品品质、包装做了进一步提升，推出的高端产品瓶装下饭菜目前市场反应良好；渠道上惠通产品也已在逐渐导入乌江原有渠道，进一步扩大了产品销售范围和铺货率；同时惠通营销人员的调整也已基本到位。在内部调整收尾、渠道资源共享稳步推进的情况下，我们认为惠通有望于今年起振翅起飞，加速增长可期。

图 19：惠通 2016 年仍处调整期，17 年增长有望加速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 20：惠通下饭菜



资料来源：天猫商城，安信证券研究中心

“大乌江”战略仍在路上，预计继续推进外延扩品类从而打开成长空间。公司未来仍会坚持从“小乌江”到“大乌江”的发展战略，不排除通过外延并购等方式继续拓展至更多细分品类，从而打开中长期发展空间。我们认为在品牌和营销方面的战略均体现出公司管理层对行业动态的敏锐洞察和发展趋势的前瞻判断，强大的管理能力有助于公司在外延过程中加速完成整合及管理输出，获得更高协同效应，看好其未来继续通过外延的方式进军腌制产品的其他细分领域，打开持续成长的空间。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	930.7	1,120.8	1,455.3	1,839.3	2,322.1	成长性					
减:营业成本	520.9	607.7	788.6	993.9	1,251.5	营业收入增长率	2.7%	20.4%	29.8%	26.4%	26.2%
营业税费	12.2	19.1	20.4	25.8	32.5	营业利润增长率	21.6%	57.4%	35.5%	29.7%	29.4%
销售费用	188.6	178.0	219.1	270.2	334.0	净利润增长率	19.2%	63.5%	31.1%	29.5%	29.2%
管理费用	46.2	52.1	62.2	75.3	90.6	EBITDA 增长率	26.7%	56.7%	32.4%	26.1%	26.2%
财务费用	-7.5	-3.7	-0.5	-2.0	-5.3	EBIT 增长率	27.8%	62.2%	37.2%	29.3%	28.9%
资产减值损失	0.1	0.4	-	-	-	NOPLAT 增长率	28.5%	60.0%	38.6%	29.3%	28.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	48.6%	15.9%	1.7%	-10.7%	14.0%
投资和汇兑收益	5.1	8.3	8.0	8.0	8.0	净资产增长率	20.7%	13.9%	17.6%	17.4%	20.4%
营业利润	175.1	275.6	373.5	484.3	663.9	利润率					
加:营业外净收支	9.5	30.1	23.3	29.4	37.2	毛利率	44.0%	45.8%	45.8%	46.0%	46.1%
利润总额	184.6	305.8	396.8	513.7	663.9	营业利润率	18.8%	24.6%	25.7%	26.3%	27.0%
减:所得税	27.3	48.6	59.5	77.1	99.6	净利润率	16.9%	23.0%	23.2%	23.7%	24.3%
净利润	157.4	257.2	337.3	436.7	564.4	EBITDA/营业收入	22.5%	29.3%	29.8%	29.8%	29.8%
						EBIT/营业收入	18.0%	24.3%	25.6%	26.2%	26.8%
						运营效率					
						固定资产周转天数	236	234	181	140	107
						流动资产周转天数	84	112	103	66	56
						流动资本周转天数	273	274	274	285	298
						应收账款周转天数	3	3	4	4	4
						存货周转天数	61	56	54	56	55
						总资产周转天数	586	577	514	480	450
						投资资本周转天数	355	381	318	240	192
						投资回报率					
						ROE	11.4%	16.4%	18.3%	20.2%	21.7%
						ROA	9.5%	13.3%	15.1%	16.3%	18.1%
						ROIC	19.3%	20.8%	24.9%	31.7%	45.7%
						费用率					
						销售费用率	20.3%	15.9%	15.1%	14.7%	14.4%
						管理费用率	5.0%	4.6%	4.3%	4.1%	3.9%
						财务费用率	-0.8%	-0.3%	0.0%	-0.1%	-0.2%
						三费/营业收入	24.4%	20.2%	19.3%	18.7%	18.1%
						偿债能力					
						资产负债率	17.2%	18.9%	17.3%	19.3%	16.6%
						负债权益比	20.7%	23.4%	20.9%	24.0%	19.9%
						流动比率	3.72	3.46	4.09	3.91	4.94
						速动比率	2.80	2.86	3.20	3.20	4.01
						利息保障倍数	-22.47	-72.89	-686.66	-236.80	-117.73
						分红指标					
						DPS(元)	0.08	0.07	0.08	0.15	0.16
						分红比率	41.8%	20.5%	18.0%	26.8%	21.7%
						股息收益率	0.7%	0.6%	0.7%	1.3%	1.3%

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	157.4	257.2	337.3	436.7	564.4	EPS(元)	0.20	0.33	0.43	0.55	0.71
加:折旧和摊销	41.7	56.2	61.3	65.5	69.8	BVPS(元)	1.74	1.98	2.33	2.74	3.30
资产减值准备	0.1	0.4	-	-	-	PE(X)	58.1	35.5	27.1	20.9	16.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.6	5.8	5.0	4.2	3.5
财务费用	1.2	-	-0.5	-2.0	-5.3	P/FCF	-46.2	116.8	24.6	17.5	22.8
投资损失	-5.1	-8.3	-8.0	-8.0	-8.0	P/S	9.8	8.2	6.3	5.0	3.9
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	28.2	20.6	19.8	14.8	11.4
营运资金的变动	-46.0	-200.3	48.7	122.4	-182.1	CAGR(%)	40.5%	29.9%	36.7%	40.5%	29.9%
经营活动产生现金流量	244.6	402.8	438.7	614.6	438.8	PEG	1.4	1.2	0.7	0.5	0.5
投资活动产生现金流量	-265.4	-322.0	-121.3	-42.5	-41.9	ROIC/WACC	1.8	1.9	2.3	2.9	4.1
融资活动产生现金流量	-103.0	-69.0	-6.0	-167.4	-118.2	REP	3.1	2.8	2.9	2.5	1.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏铖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034