

研究所
 证券分析师：余春生 S0350513090001
 021-68591576 yucs@ghzq.com.cn
 证券分析师：陈鹏 S0350517070001
 0755-83702462 chenp02@ghzq.com.cn
 联系人：邓安迪
 13817725424 dengad@ghzq.com.cn

省内市占率仍可大幅提高，省外非对称营销有序扩张 ——金徽酒（603919）调研报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
金徽酒	0.1	16.4	-25.8
沪深300	3.2	10.4	16.2

市场数据	2017-08-28
当前价格（元）	20.66
52周价格区间（元）	16.94 - 27.78
总市值（百万）	7520.24
流通市值（百万）	2393.22
总股本（万股）	36400.00
流通股（万股）	11583.85
日均成交额（百万）	83.09
近一月换手（%）	83.20

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

■ **甘肃区域名酒，历史发展在曲折中走向辉煌** 金徽酒为甘肃省内生产经营规模最大的白酒生产企业之一，公司坐落在长江流域嘉陵江水系上游，拥有“金徽”、“陇南春”两大品牌，涵盖“金徽”、“世纪金徽星级”、“世纪金徽陈香”、“陇南春”等四大系列40余个品种。纵观金徽酒发展历史，源自西汉，发展于唐宋，在明清时期发展最好。90年代末，由于国有企业体制的原因，金徽酒由兴盛开始走向衰落。2003年，通过破产改制，工厂转让给国有企业原有经营班子经营管理，但到2006年时，企业又开始经营不善，无法偿还债务。之后，当时的债权人，现在的大股东李明被迫接手后，实现了从2007年当年销售额只有8000多万（含税），而到2016年实现含税销售收入15亿多，净利润2个多亿的飞跃式发展。

■ **受益白酒行业复苏和消费升级驱动，近几年中高端酒占比持续提升** 白酒行业在经历了2012-2014年因限制三公消费后的调整，2015年开始弱复苏，2016年-2017年获得了较好的增长。随着茅台五粮液等一线白酒提价，二线白酒通过直接提价和调整产品结构间接提价，也为三线白酒价格提升和产品结构的改善带来机会。而三线白酒的净利润率相对更低，提价和产品结构调整有望对他们带来更高的盈利弹性。金徽酒受益于白酒行业复苏和消费升级驱动，近几年来收入和利润增长都很快，尤其是中高端酒占比持续提升，毛利率持续提升，公司净利润增速要高于收入增速。

■ **金徽酒在甘肃省属白酒第一品牌，竞争中具有多项优势** 金徽酒在甘肃省已属白酒第一品牌，在市场竞争中具备多项优势。首先，在规模上，金徽酒销售收入大于省内主要竞争品牌如红川、汉武御、滨河、古河州四家白酒公司收入之和；其次，金徽酒具备良好的自然生态环境。金徽酒属于嘉陵江水系，与诸多川酒（五粮液、泸州老窖等）同属长江流域，该地区气候适合酿酒；再次，金徽酒产品独具“只有窖香 没有泥味”的独特物理属性。

■ **管理层和员工持股，民营机制下企业经营充满活力** 金徽酒公司控股股东为亚特投资，持有公司73.704%股份，自然人李明先生持有亚特投资80%股权，为公司实际控制人。此外，公司生产、销售和管理部门主要管理人员以及业务技术骨干通过众惠投资、乾惠投资等对公

司进行持股。总体上看，金徽酒属于民营企业，经营上更为灵活，员工持股与股东利益一致，有利于公司长远发展。

- **未来发展省内提高市占率，省外非对称营销有序扩张** 金徽酒省内市占率大概 20%左右，而纵观其他区域名酒龙头企业，如青青稞酒、老白干、牛栏山等，经过多年经营努力，一般在本省市占率都能达到 50%-60%以上。因此，我们认为，金徽酒经过努力，省内未来市占率继续提升的空间很大。金徽酒在巩固、深耕省内市场的同时积极拓展省外市场，重点是开发大西北五省市场，如陕西、青海、宁夏、新疆、内蒙等地区。在开拓省外市场时，公司采取“非对称营销”，即“重点开发当地竞品相对比较薄弱的市场”，公司通过集中资源开拓这些地区，让金徽酒逐步成为这些地区的强势白酒品牌。省内提高市占率加上省外周边市场的有序拓展，我们认为公司未来的发展空间还很大。
- **盈利预测和投资评级：**预测公司 2017/18/19 年 EPS 分别为 0.97/1.22/1.54 元，对应 2017/18/19 年 PE 为 27.58/21.99/17.41 倍。首次给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济影响消费升级趋势不明显，公司产品结构改善不明显；省内市场竞争激烈，省内市占率提高难度大；省外市场竞争激烈，省外市场扩展难度大；消费税等国家政策影响；食品安全。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	1277	1425	1644	1905
增长率（%）	8%	12%	15%	16%
净利润（百万元）	221.9	273	342	432
增长率（%）	34%	23%	25%	26%
摊薄每股收益（元）	0.79	0.75	0.94	1.19
ROE（%）	13.51%	14.88%	16.51%	18.20%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

内容目录

1、 甘肃区域名酒， 历史发展在曲折中走向辉煌.....	5
2、 受益行业复苏和消费升级， 中高端酒占比持续提升.....	5
3、 甘肃省内属白酒第一品牌， 具有多项竞争优势.....	7
4、 管理层和员工持股， 民营机制充满活力.....	7
5、 未来发展省内提高市占率， 省外非对称营销有序扩张.....	8
6、 省内外收入和综合毛利率预测.....	10
7、 盈利预测与投资评级.....	10
8、 风险提示.....	10

图表目录

图 1: 金徽酒收入增长情况.....	6
图 2: 金徽酒净利润增长情况.....	6
图 3: 金徽酒金徽系列.....	6
图 4: 金徽酒世纪金徽星级系列.....	6
图 5: 金徽酒世纪金徽陈香系列.....	6
图 6: 金徽酒陇南春系列.....	6
图 7: 公司中高档酒比例持续提高.....	7
图 8: 公司产品毛利率持续提高.....	7
图 9: 金徽酒上市前股权结构图.....	8
图 10: 公司省外市场占比持续提高.....	9
表 1: 公司覆盖市场分类.....	9
表 2: 公司收入和毛利润预测.....	10

1、甘肃区域名酒，历史发展在曲折中走向辉煌

金徽酒为甘肃省内生产经营规模最大的白酒生产企业之一，生产和销售浓香型白酒。公司坐落在长江流域嘉陵江水系上游，生产环境优良，酿酒历史悠久。公司拥有“金徽”、“陇南春”两大品牌，涵盖“金徽”、“世纪金徽星级”、“世纪金徽陈香”、“陇南春”等四大系列 40 余个品种，产品具有“窖香富郁、绵甜圆润、香味协调、香长味净”的金徽酒特色，在甘肃省内知名度高、竞争力强。

纵观金徽酒发展历史，其源自西汉，发展于唐宋，在明清时期发展最好。解放后在 1951 年，尚有 10 几家作坊（典型的有康庆坊、永盛源），后合并组建省属国营大型白酒企业，曾用名甘肃陇南春酒厂，是国内建厂最早的中华老字号白酒酿造企业之一。90 年代末，由于国有企业体制的原因，金徽酒由兴盛开始走向衰落。2003 年，通过破产改制，工厂转让给国有企业的原有经营班子经营管理，但到 2006 年时，企业又开始经营不善，员工工资和供应商货款都无法支付。作为当时的债权人，现在的大股东李明不得被迫接手。大股东李明接手后，2007 年当年销售额只有 8000 多万（含税），而到 2016 年公司就实现含税销售收入 15 亿多，净利润 2 个多亿，9 年间收入复合增长率 38% 以上，远高于行业平均增长水平。

2、受益行业复苏和消费升级，中高端酒占比持续提升

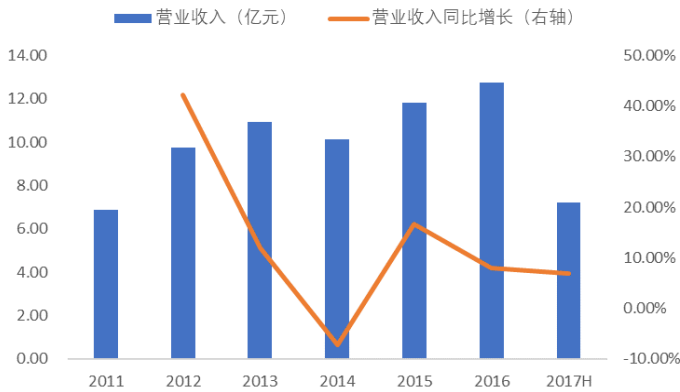
白酒行业在经历了 2012-2014 年因限制三公消费政策影响后的调整，2015 年开始弱复苏，2016 年-2017 年获得了较好的增长。从市场来看，茅台“飞天”一批价自 2015 年的 840-860 元/瓶已经上涨到目前实际市场价约 1500-1600 元/瓶。五粮液“水晶瓶”一批价也从 2015 年的 600-620 元/瓶上涨到目前的 830-850 元/瓶。从上市公司业绩来看，2016 年和 2017 年上半年中高端白酒都获得了较好的增长。白酒行业的复苏，我们认为一方面是过去几年的渠道库存逐步清理，市场销售逐步畅通；另一方面，也是受益消费升级，越来越多的消费者有能力选择更好的中高端白酒。

从投资逻辑来看，消费升级是一个长期的趋势。随着经济的发展，我国铁路交通如高铁等各行各业都处于消费升级趋势，白酒行业也受益于消费升级，各厂家中高端酒销售比例提高，盈利弹性扩大。此外，由于消费者的消费理性化，白酒消费向名优酒集中也是大势所趋。

随着茅台五粮液等一线白酒提价，二线白酒也开始提价，主要通过两种方式来实现：一是直接提高出厂价；二是通过调整产品结构，砍掉低端产品，推出更高端产品。如山西汾酒 2017 年推出更高端的青花 50 年，同时砍掉相对低端的青花 15 年，这种结构性的改善也是因为受益一线白酒茅台五粮液的提价而得以实现。因此，我们认为，二线白酒的直接提价和产品结构的上升调整，也为三线白酒价格提升和产品结构的改善带来机会。而三线白酒的净利润率相对更低，提价和产品结构调整有望对他们带来更高的盈利弹性。

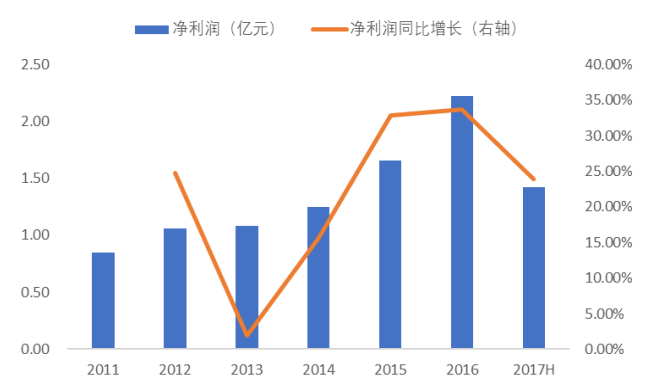
基于上述的原因，金徽酒受益于白酒行业复苏和消费升级驱动，近几年来收入和利润增长都很快，尤其是中高端酒占比持续提升，毛利率持续提升，公司净利润增长要快于收入增长。

图 1: 金徽酒收入增长情况



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 2: 金徽酒净利润增长情况



资料来源: Wind, 国海证券研究所

金徽酒整体上分为“金徽”、“陇南春”两大品牌，涵盖“金徽”、“世纪金徽星级”、“世纪金徽陈香”、“陇南春”等四大系列 40 余个品种。

图 3: 金徽酒金徽系列



资料来源: 公司招股说明书, 国海证券研究所

图 4: 金徽酒世纪金徽星级系列



资料来源: 公司招股说明书, 国海证券研究所

图 5: 金徽酒世纪金徽陈香系列



资料来源: 公司招股说明书, 国海证券研究所

图 6: 金徽酒陇南春系列

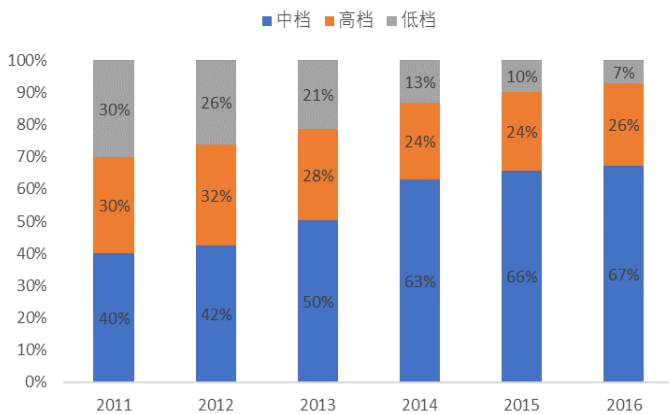


资料来源: 公司招股说明书, 国海证券研究所

在上述产品中：高档产品（出厂价 100 元以上）主要是金徽系列（包括金徽 28 年，金徽 18 年，金徽柔和系列（H9、H6、H3），金徽正能量系列（1 号、2 号、3 号）和世纪金徽星级系列中的五星；中档产品主要是世纪金徽星级系列中的三星、四星和世纪金徽陈香系列；低档产品主要是世纪金徽系列中的二星和一星，以及陇南春系列。

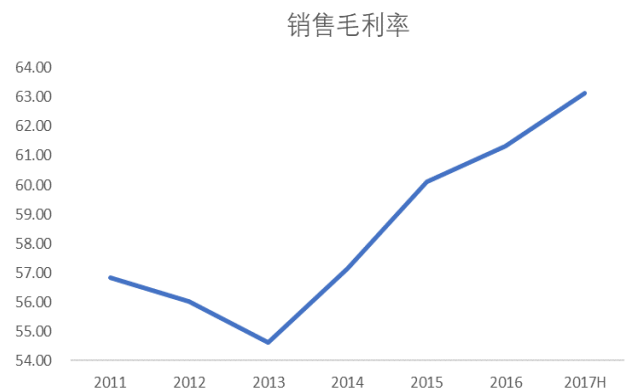
注：对于低端、中端、高端酒之分，行业没有明确标准，金徽酒公司根据自身出厂价内部设置了标准：出厂价 30 元以下为低端，出厂价 30 元-100 元为中端，出厂价 100 元以上为高端。

图 7：公司中高档酒比例持续提高



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 8：公司产品毛利率持续提高



资料来源：Wind，国海证券研究所

3、甘肃省内属白酒第一品牌，具有多项竞争优势

金徽酒在甘肃省属白酒第一品牌，在竞争中具备多项优势。首先，在规模上，金徽酒是甘肃省内白酒品牌第一。金徽酒 2016 年销售收入 12.77 亿元，大于省内主要竞争品牌如红川、汉武御、滨河、古河州四家白酒公司收入之和；其次，金徽酒具备良好的自然生态环境。金徽酒位于被誉为“陇上小江南”的甘肃省东南部徽县伏家镇，属于嘉陵江水系，与诸多川酒（五粮液、泸州老窖等）同属长江流域，该地区气候温和湿润、雨量充沛、冬无严寒、夏无酷暑，四季分明，适合酿酒。况且徽县伏家镇周边不存在重工业污染，空气湿润清新，水源清洁，植被茂密，易于形成本地特色的适宜酿酒的微生物菌系。再次，金徽酒产品独具“只有窖香 没有泥味”的独特物理属性。公司采用地下自然深循环山泉水、泥池古窖和国槐柜藏等原生态酿造条件，在继承传统固态酿酒工艺基础上，通过低温发酵、缓火蒸馏、国槐陈酿、低温速冻过滤等独创低温酿酒工艺，使金徽酒产品独具“只有窖香 没有泥味”的独特物理属性。

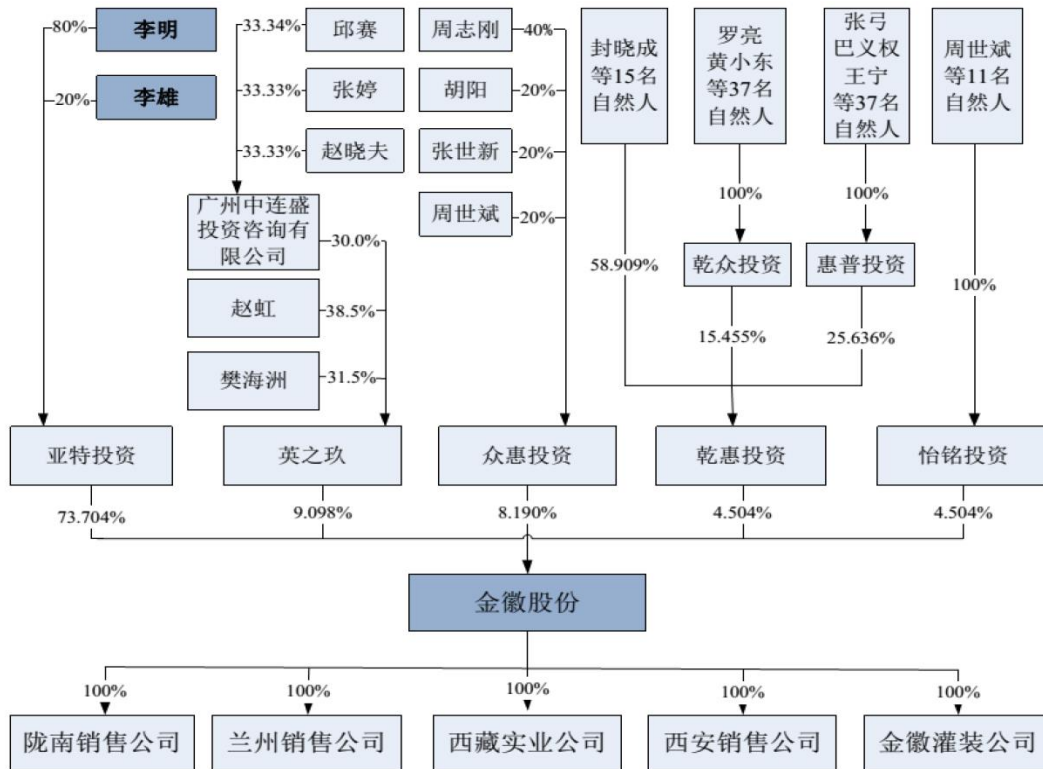
4、管理层和员工持股，民营机制充满活力

金徽酒公司控股股东为亚特投资，持有公司 73.704% 股份，自然人李明先生持有亚特投资 80% 股权，为公司实际控制人。公司上市之前，亚特投资持股比例为 73.704%，上市后亚特投资持股比例为 55.278%，仍为上市公司第一大股东。

公司生产和管理部门主要管理人员以及业务技术骨干、以及公司兰州销售公司、陇南销售公司各部门管理人员和销售业务骨干通过众惠投资、乾惠投资等对公司进行持股。

总体上看，金徽酒属于民营企业，经营上更为灵活，在员工激励方面也更为到位，员工动力更强，尤其是员工持股与股东利益一致，有利于公司长远发展。

图 9：金徽酒上市前股权结构图



资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

5、未来发展省内提高市占率，省外非对称营销有序扩张

省内市占率仍可大幅提高。结合甘肃经济总量、人口数、饮酒习惯推算，估计甘肃省白酒年收入规模（按出厂价计算）在 50-60 亿元左右。公司在甘肃省内覆盖 90%以上县市，2016 年销售收入 12.77 亿元，其中省内销售 11.71 亿元，省内市占率约 20%左右。从销售收入规模来看，金徽酒在省内已经属于第一品牌。而纵观很多区域名酒龙头企业，如青青稞酒、老白干、牛栏山等酒企，经过多年的努力，很多名酒公司在本省的市占率都达到 50%-60%以上。因此，我们认为，金徽酒具备做大做强基本素质，只要产品设计精准、营销策略得当，经过努力，未来在甘肃省内市占率提升仍有很大的空间。假设金徽酒达到甘肃省内市占率 50%-60%，则公司销售规模有望实现 30 多亿元，是 2016 年收入的 2 倍多。

公司省内市场区域划分细致，推行“非饱和”营销。公司销售网络覆盖甘肃全省，延伸到市县乡镇级。销售区域具体细分为核心市场（武都、兰州、天水、徽县等）、板块市场（定西、临夏、白银、甘南、平凉等）、培育性市场（敦煌、酒泉/嘉峪关、金昌/武威、张掖、庆阳及银川、汉中、宝鸡等）以及省外其他机会性市场。近四年板块市场经销商数目相对稳定，公司在2015年开始加大在核心市场及机会性市场的投入，同时根据每个市场的特点确定公司的发展定位，销售不同的产品，采取不同的市场营销策略。此外，为确保金徽酒在消费端表现良好，公司在省内实行了“不饱和”营销策略，主动去库存以确保产品价格的刚挺。特别是在成熟市场，加强了渠道管控，保持快循环和少库存，目的是保证淡旺季之间，以及促销季期间产品价格的稳定。

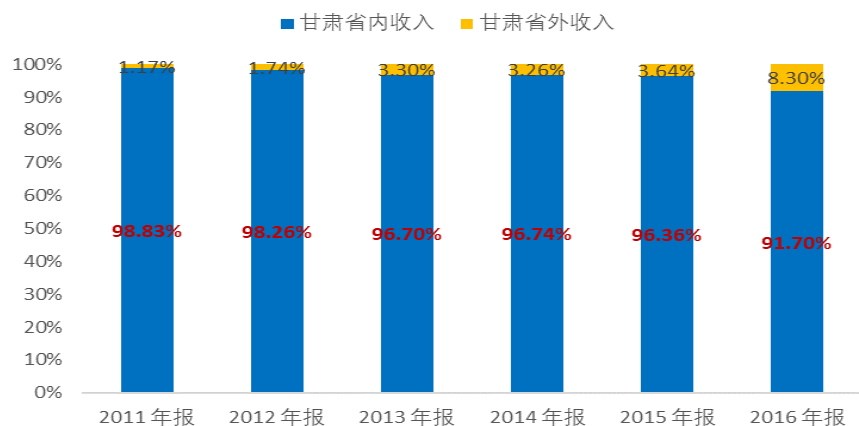
表 1: 公司覆盖市场分类

市场分类	覆盖区域
核心市场	甘肃武都、兰州、天水、徽县等
板块市场	甘肃定西、临夏、白银、甘南、平凉等
培育性市场	甘肃敦煌、酒泉/嘉峪关、金昌/武威、庆阳及甘肃周边汉中、宝鸡等
机会性市场	省外其它

资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

省外市场“非对称营销”有序扩张。金徽酒在巩固、深耕省内市场的同时积极拓展省外市场，省外市场开拓规划主要是大西北，如陕西、青海、宁夏、新疆、内蒙等。2013年底公司在西安、西藏成立销售公司，目前省外销售主要集中在陕西（宝鸡2016年已经有1000多万销售额）、宁夏、新疆（乌鲁木齐和哈密已有相当销售额）、青海的部分市县。在开拓省外市场时，公司采取“非对称营销”，即“重点开发当地竞品相对比较薄弱的市场”，公司通过集中资源开拓这些地区，让金徽酒逐步成为这些地区的强势白酒品牌。西北地区省外市场，我们预计总体白酒容量在300-400亿元左右，如果金徽酒能实现5%-10%的市占率，则有望给公司再增加20-30亿元的收入规模，相对于2016年收入的1.5-2倍左右。

图 10: 公司省外市场占比持续提高



资料来源：Wind，国海证券研究所

在具体营销策略上，公司通过推行“金网工程”深耕市场。公司通过实施“千店网络工程”建立三级营销网络体系，并根据市场消费环境变化，将其升级成为“金网工程”，在现有的市场终端网络的基础上，做进一步的市场挖掘，将网络下沉至镇、村级市场，并在部分酒店终端举办买赠、奖励、免费品尝等活动，派驻营销业务人员和促销人员定期到酒店、商超、零售店进行客情维护，帮助经销商进行产品推介，有效地保障销售质量和业绩。营销千店网络工程，从2011年开始推广，目前省内已有7000-8000家销售门店资料，终端和消费者通过扫码的形式进入大数据，从而让公司可以更好的掌握自己的消费群体。

6、省内外收入和综合毛利率预测

基于上述的分析，公司通过提高省内市占率和省外周边市场的拓展，同时受益白酒行业复苏和消费升级下中高端白酒占比的持续提升，公司未来业绩有望实现稳健增长，同时盈利能力也有望实现稳步提升。纵观其他区域名酒的发展路径，我们假设公司省内每年市占率提高3-4个百分点，约能增加1.5-2亿收入，省外每年约能实现30%-50%的收入增长，公司综合毛利率每年约能提高1%-2%，则公司收入和毛利润作如下预测。

表 2: 公司收入和毛利润预测

报告期	2015	2016	2017 E	2018 E	2019 E
甘肃省内收入(亿元)	11.39	11.71	12.71	14.21	16.01
甘肃省内收入同比增长	16%	3%	9%	12%	13%
甘肃省外收入(亿元)	0.43	1.06	1.54	2.23	3.04
甘肃省外收入同比增长	30%	147%	45%	45%	36%
合计收入(亿元)	11.82	12.77	14.25	16.44	19.05
合计收入同比增长	17%	8%	12%	15%	16%
综合毛利率(%)	60.07%	61.39%	63.08%	64.72%	66.22%
毛利率同比提高百分点	2.91	1.33	1.69	1.63	1.50
毛利润(亿元)	7.10	7.84	8.99	10.64	12.61

资料来源: WIND, 国海证券研究所

7、盈利预测与投资评级

我们预测公司2017/18/19年EPS分别为0.97/1.22/1.54元，对应2017/18/19年PE为27.58/21.99/17.41倍。首次给予“买入”评级。

8、风险提示

- 1) 宏观经济影响消费升级趋势不明显，公司产品结构改善不明显；
- 2) 省内市场竞争激烈，省内市占率提高难度大；
- 3) 省外市场竞争激烈，省外市场扩展难度大；
- 4) 消费税等国家政策影响；
- 5) 食品安全。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1277	1425	1644	1905
增长率(%)	8%	12%	15%	16%
净利润(百万元)	221.9	273	342	432
增长率(%)	34%	23%	25%	26%
摊薄每股收益(元)	0.79	0.97	1.22	1.54
ROE(%)	13.51%	14.88%	16.51%	18.20%

数据来源: WIND, 国海证券研究所

表 3: 金徽酒盈利预测表

证券代码:	603919.SH				股价:	20.66	投资评级:	买入		日期:	2017-08-28
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值		2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标						
ROE	13.51%	14.88%	16.51%	18.20%	EPS		0.79	0.75	0.94	1.19	
毛利率	61%	63%	65%	66%	BVPS		5.86	5.03	5.69	6.52	
期间费率	39%	38%	38%	37%	估值						
销售净利率	17%	19%	21%	23%	P/E		26.07	27.58	21.99	17.41	
成长能力					P/B		3.52	4.10	3.63	3.17	
收入增长率	8%	12%	15%	16%	P/S		4.53	5.28	4.57	3.95	
利润增长率	34%	23%	25%	26%							
营运能力					利润表 (百万元)		2016	2017E	2018E	2019E	
总资产周转率	0.57	0.34	0.61	0.62	营业收入		1277	1425	1644	1905	
应收账款周转率	115.62	115.62	115.62	(万元)	营业成本		494	526	580	644	
存货周转率	1.80	1.80	1.80	1.80	营业税金及附加		191	213	246	285	
偿债能力					销售费用		173	190	218	308	
资产负债率	27%	56%	23%	23%	管理费用		119	128	147	118	
流动比	1.60	4.65	2.23	2.59	财务费用		10	10	6	(14)	
速动比	0.98	3.99	1.56	1.90	其他费用/(-收入)		(3)	(5)	(5)	(5)	
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润		287	352	442	559	
现金及现金等价物	478	2358	912	1262	营业外净收支		1	1	1	1	
应收款项	11	11	11	11	利润总额		287	353	443	560	
存货净额	382	412	460	517	所得税费用		65	81	101	128	
其他流动资产	108	120	139	161	净利润		222	273	342	432	
流动资产合计	979	2901	1522	1952	少数股东损益		0	0	0	0	
固定资产	983	925	872	825	归属于母公司净利润		222	273	342	432	
在建工程	124	134	144	154	现金流量表 (百万元)		2016	2017E	2018E	2019E	
无形资产及其他	168	168	151	134	经营活动现金流		390	332	327	382	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润		222	273	342	432	
资产总计	2258	4132	2694	3069	少数股东权益		0	0	0	0	
短期借款	12	12	12	12	折旧摊销		54	115	109	102	
应付款项	102	110	123	139	公允价值变动		0	0	0	0	
预收帐款	355	396	457	529	营运资金变动		114	(56)	(124)	(152)	
其他流动负债	142	106	89	74	投资活动现金流		(247)	48	42	37	
流动负债合计	611	624	681	754	资本支出		(85)	48	42	37	
长期借款及应付债券	0	1670	(65)	(65)	长期投资		0	0	0	0	
其他长期负债	6	6	6	6	其他		(162)	0	0	0	
长期负债合计	6	1676	(59)	(59)	筹资活动现金流		1737	1588	(1838)	(130)	
负债合计	617	2300	622	695	债务融资		(171)	1670	(1735)	0	
股本	280	364	364	364	权益融资		721	0	0	0	
股东权益	1642	1832	2072	2374	其它		1187	(82)	(103)	(130)	
负债和股东权益总计	2258	4132	2694	3069	现金净增加额		1879	1968	(1468)	290	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

陈鹏，武汉大学金融学硕士，4年证券研究经验，从事食品饮料行业研究。

邓安迪，美国杜兰大学金融学硕士，1年买方行业研究经验，现从事食品饮料行业研究。

【分析师承诺】

余春生、陈鹏，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。