

白酒  
署名人: 张镭  
S0960209060260  
0755-82026705  
zhanglei@cjis.cn  
参与人: 柯海东  
S0960110080062  
kehaidong@cjis.cn  
0755-82026712

泸州老窖

000568

强烈推荐

集中主业，决战高端  
——股东大会、投资者交流会点评

今天(2011/6/10)我们参加了公司股东大会及投资者交流会，我们将公司十二五期间的经营思路归纳为“集中主业，决战高端”，公司提升品牌力的做法值得跟踪。公司短期业绩尽管受券商业务拖累，但估值仍较低，我们维持“强烈推荐”的评级。

投资要点:

- 公司十二五期间的整体经营思路体现为“集中主业，决战高端”，即集中精力发展浓香型白酒主业，将国窖 1573 运作成奢侈品。
- 公司通过减少证券业务、普酒业务投入实现集中浓香型白酒主业。公司放弃参与华西证券定向增发，持股比例将从 35%降为 25%，由于会计准则的要求，会因此使得今年净利润减少 1.4~1.6 亿元，但并不影响现金流，且减少证券业务投入集中主业对公司长期发展有利；公司也将对原 2004 年收购，持股 80%的湖南武陵酒业以增资扩股的方式引入联想投资作为战略投资者，公司持股比例降至 32.9%。武陵酒与茅台、郎酒并称为三大酱香型名酒，随着茅台的热销带动，目前酱香型白酒市场需求不断扩大，武陵普酒具有品牌基础，但目前由于营销投入较弱，而公司受制于体制难以加大投入，目前每年收入尚不足 1 亿元，潜力并未发挥，通过引入战略投资者有望加快投入，实现武陵酒业的复兴，从而提升武陵酒业的价值以实现公司持股权的增值。
- 国窖 1573 受益于投资性需求推高茅台价格，未来将靠限量及产品结构持续升级走向奢侈品之路。我们在之前的报告中一再指出，流动性过剩推动的投资性需求推高了茅台的价格，挤出商务需求使得国窖 1573 及五粮液受益，使得高档酒供需缺口日益紧张，从而有利于公司将国窖 1573 打造成奢侈品。公司希望十二五期间能大幅提升国窖 1573 的品牌力，通过 2 个措施来实现：一是普通的国窖 1573 限量提价；二是加大力度运作中国品味·国窖 1573 (1880 元，年限量在 600 吨以内)，概念是“中国荣耀”，将公司整体品牌提升到新高度。我们认为，要实现品牌力提升具有一定的不确定性，除了靠限量外，仍需在品牌打造上多下功夫。
- 中档酒品种多元化，低档酒放量抢占市场份额。公司将中档酒产品线拉长：窖龄酒>年份特曲>百年老窖>老字号特曲>金奖特曲，以满足消费者多元化的消费需求。今年的推广重点将是窖龄酒，窖龄酒以产酒窖池的窖龄作为卖点，为公司首创，分 30 年/60 年/90 年三档产品，终端价分别在 200+/300+/600+，窖龄酒的卖点具有吸引力，其后续运作值得紧密跟踪。但整体而言，公司中档酒的产品体系显得

6 个月目标价: 52.00 元

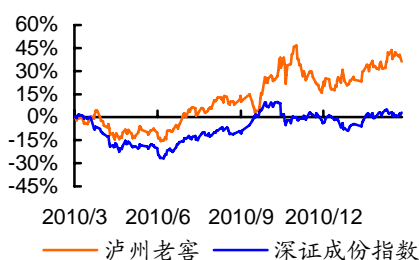
当前股价: 44.51 元  
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	12942.07
总股本(百万)	1394
流通股本(百万)	715
流通市值(亿)	318
EPS (TTM)	1.43
每股净资产(元)	3.99
资产负债率	30.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
泸州老窖	3.27	14.92	0.00
深证成份指数	2.44	3.07	0.00



相关报告

《泸州老窖-业绩超预期，重返快车道——2010 年业绩快报点评》2011-2-22  
《泸州老窖-整固已近尾声，再次腾飞在即》2011-1-19

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5371	7530	9064	10769
同比(%)	23%	40%	20%	19%
归属母公司净利润(百万元)	2205	2892	3607	4333
同比(%)	32%	31%	25%	20%
毛利率(%)	69.4%	73.9%	76.1%	78.1%
ROE(%)	40.0%	34.4%	32.6%	30.0%
每股收益(元)	1.58	2.07	2.59	3.11
P/E	28.57	21.79	17.47	14.54
P/B	11.42	7.49	5.69	4.36
EV/EBITDA	20	15	12	10

资料来源: 中投证券研究所

略为庞大了。对低档酒，公司则借母公司投资建设泸州酒业集中园区的机会，实现集约化生产，精细化管理，降低成本，在食品安全成为社会关注焦点的环境下，以高性价比+品质保障作为卖点大力扩大市场份额，培育潜在的消费群体。

- **经销商联合体柒泉公司将加快建设步伐，为公司产品持续放量打下基础。**“柒泉模式”是以公司原渠道管理团队、经销客户及其管理团队共同出资建立的专营泸州老窖产品的销售公司（称为柒泉公司），目前已建 7 家。目前通过柒泉公司销售的国窖 1573 和特曲系列产品已占总销量的 70%~80%。从近几个季度的报表来看，公司的收入增速从减缓到重新提高（初期收入增速降低反映了出厂价降低）、承担的消费税率增幅小（尽管 2009 年起消费税有上调，但公司的消费税率在同行中相对最低，仅为 8.15%，而 2009 年为 7.41%）、销售费用率大幅降低、前五名客户贡献收入比例大幅提高，说明了“柒泉模式”的效应已经初步发挥出来了，公司的目标是争取以后每个省级市场，乃至重要的区域市场均布局一个柒泉公司来强化渠道能力，今年将至少再建 3~4 个柒泉公司。
- **我们略为下调 2011 年盈利预测 6%，以反映券商业务减少今年的净利润。**我们下调公司 11、12、13 年券商业务 EPS 预测至 0.07、0.2、0.2 元，维持白酒业务 EPS 预测不变，为 2.00、2.38、2.91 元，公司整体 EPS 预测为 2.07、2.58、3.11 元，2010-2013 年 CAGR 为 25.32%，按 PEG=1 的原则，6 个月目标价 52 元，维持“强烈推荐”的投资评级。
- **股价催化剂：**季报、年报业绩超预期
- **风险提示：**宏观经济下行、政务消费收紧、中国品味、窖龄酒推广受阻

#### 附录：投资者交流会纪要

Q:过去几年公司中档酒运作思路从特曲->年份特曲->窖龄酒，做了较大调整，目前的情况是怎样的？

A:过去 10 年，公司花了很多资源来培育高档酒国窖 1573，直到 2006 年才做起来，为了培育新增长点，我们发力中档酒，但后来为了不影响上市公司的业绩，我们采取了稳步发展的策略，依产品来布销售点，也有了一定的进步，[特曲,国窖 1573]间的产品在今年前 5 个月销售情况良好。我们对国窖 1573 走奢侈品路线的战略方向不动摇，3000 吨基酒产能会限制，但由于基酒形成的不同高低度商品酒数量会有差异，最终销量是有弹性的（我们预计商品酒量为 4500~5000 吨）。对企业未来发展最重要的是我们的战略定位，即使我们的战术有所偏差，也绝不会影响公司的长期发展。我们的战略思路是国窖 1573 以后走奢侈品路线，要以我为主，引导消费者消费。在中档酒上，我们适应消费者消费，推出的窖龄酒是在食品安全问题日益严重背景下，我们根据自己的实际优势，对消费者负责推出窖龄酒。这种产品定位在国窖 1573 之下。金奖特曲是在老窖特曲已经萎缩成地方性品牌的情况下新推出的产品，由销售公司与博大公司分别运作，使得他们良性竞争。分省区布点，最后必然连成面。博大公司在今年 1 季度增长很快，实际上是体现金奖特曲的增长，我们希望用 3 年时间，来在全国各地布点成面。低档酒则放量，目前中国白酒市场集中度仍很低，我们可以借食品安全问题来实现市场份额的提高及为中高端酒培育消费群体。

Q:十二五规划有无上调的打算？

A:2011 年 86 亿元（含税）的收入规划是上市公司口径，100 亿的目标是包含了柒泉公司收入的目标。实际上少掉的部分（上市公司收入低于包含了柒泉公司的收入）是运输费用，因为给柒泉公司的是离岸价。我们要谈的不止是“十二五”，更是“十三五”，我们的目标：方向定，聚人才，环境优，基础强。方向定是指定了方向后，我们少走弯路，聚人才指我们大量引进 80 后，90 后大学生人才，加大培养力度，坚信到 2013 年后，我们的人才是全行业中最好的；环境优，基础强，环境是指外部政治经济环境有利，地方政府支持力度大，基础强是指酒的品质，提高管理能力，管理出效益，大家可以对比过去 2 年行业内上市公司的数据看出来我们的改进。中国的经济增长、城镇化、劳动者收入水平提高（用工荒）带来的消费升级是白酒行业过去 2 年高增长的主要推力，我们坚信会持续很长时间，劳动者收入水平提高，我们凭借品牌溢价，肯定净

利润会有更快的提升。同时，中国与世界的交流也在增多，我们准备在香港设立进出口公司，出口白酒。

Q: 华西证券的股权处理问题？为何不等上市后转让？

A: 华西证券需要扩张业务，需要增资扩股之后才能上市，才能发展壮大，走出四川。此外，投资者希望公司主业更加集中于白酒业务，证券公司会拖低公司的市盈率，而且我们作为上市公司，作为华西证券的大股东，从法规上会影响华西证券上市的进程。

Q: 武陵酒业的处理？

A: 武陵酒业是 2004 年用资产置换的方式收购进来的。武陵酒虽然也是 17 大名酒之一，但历史上进行过 3 次重大资产重组，2010 年收入不足 1 亿（7、8000 万），品牌力早已弱化了。但湖南常德市很希望将其运作成万亩万吨百亿的目标，目标很宏大，需要很大投入。而我们则需要对泸州酒业发展园区进行投资，地方政府希望我们将资源投放在泸州，但我们又希望满足常德市政府的要求，所以决定引进战略投资伙伴，这样可以引入资金盘活资产，哪怕我们的持股比例低一些，但是股权增值空间很大。

Q: 国窖 1573 初期价格高于茅台、五粮液，现在茅台价格提高了，公司下半年价格策略有何改变？此外，目前公司顺价销售体系（经销商可以完成销售计划，则按计划内价格买酒，如果无法实现则按计划外价格买酒）是怎样的？

A: 我们认为茅台提价，使得国窖 1573 跟着受益。我们承认国窖 1573 与茅台、五粮液（的品牌力）还是有差距，所以我们现在还需要较大的渠道推动，大家看到端午节后茅台终端价都提高到 1580~1600 元了，而我们还需要很大渠道推力，所以，茅台提价对我们有利。同时，我们还要大力运作中国品味，但会限量，最高供应量是 600 吨（另说还将推出世界品味 200 吨）。大家担心茅台、五粮液今后几年产量增长，会冲击我们的增长，但我们认为这个影响不大，只要我们的管理能力、营销能力有所提高，我们愿意单兵突进，今天我们没有茅台、五粮液的品牌高度，但不意味着未来不会，我们坚持不放量，提高品牌力，国窖 1573 讲究的是“品味之道，在乎稀有”。我们今后的产品构型就是不断拉开价格带宽的。实际上我们以后的收入的增长需要特曲以上的产品，利润的增长需要国窖 1573 以上的产品。

Q: 公司 1 季度收入（40%+），但经营现金流量增长（20%+），应收票据有很大增长，会否持续？另外资本开支是怎样的？

A: 我们的应收票据增速较大，我们的账面现金很多，但作为银行存款收益率很低，而上市公司监管又使得我们不能乱投资，我们的经销商又需要资金周转，我们给他们提供信用，会双赢。但这些应收票据是非常安全的，我们的应收票据都是银行承兑汇票，6 个月期。我们的 10 万吨储酒项目项目已经完工，我们为了持续高增长而维持高资本开支是必要的。

A: 今年 1 季度净利润增速<收入增速，原因有三：一是华西证券利润减少；二是央视广告费用需要支出；三是期权费用需要摊销。并非是我们的产品结构出现问题。这不会是常态。

Q: 窖龄酒产品价格体系？销售团队建设？如何定位？竞争对手如何？

A: 90 年窖龄酒(600 元+)定位为国窖 1573 之下的产品,60 年窖龄酒(300~400 元)则定位在目前商务用酒需求量最大的定位区间。对竞争，我们的看法是现在还是做蛋糕的阶段，还没到抢蛋糕的阶段，例如茅台、五粮液的高增长并没有影响我们的增长。

Q: 专卖店，团购建设的基本情况？

A: 去年我们专卖店的增速有所下降，大家可能看到华致酒行的高速增长，这说明了渠道未来的发展趋于多样化，我们下半年的专卖店会提速。今后我们在专卖店上布局的产品会与商超错开，专卖店会卖多些高档品，中低档品在商超。我们还在建设后台服务中心，为专卖店做服务。

Q: 茅台、五粮液会放量增速在 15%，20%。会否担心 1573 从量的市场份额上被边缘化？

A: 我们的品牌力还比不上茅台、五粮液，我们还是坚持要把它做成奢侈品，小众路线。

Q: 我们的费用投入是怎样的，投入哪个品牌？

A: 我们对普通国窖 1573 的投入费用率在下降，中国品味则会加大投入。

Q: 据一些经销商反映，公司对中档酒的投入似乎没有形成重点，公司对哪个中档产品的投入力度最大？

A: 我们会努力大招商，招大商，目前的趋势来看，经销商的资源正在碎片

化，中国品味、窖龄酒、老字号特曲、百年老窖是我们的重中之重。博大公司则重点推广金奖特曲（今年收入占比约 10%），我们学习洋河、郎酒，扁平化招商，从县级市场招商。未来头曲二曲未来向乡镇市场延伸。

**Q:** 柒泉公司在过去 2 年的成效怎样？未来窖龄酒会否成立专业团队来运作

**A:** 柒泉公司的表现可以从报表业绩中反映出来。我们觉得过去柒泉公司建设进度过慢了，今年起要提速，要新设立 3~4 家，对柒泉公司的运作，我们的思路是要把权力下移，我们主管策划管理，将柒泉公司变成战术实体。对专业团队运作这一块，我们的理念是要打造“狼型团队”，在国窖 1573 已经实现了顺价销售，销售投放压力减小后，实际上我们就有更多的人员、资源来运作中档酒，可能成立专业团队来运作窖龄酒。

**Q:** 会否担心经济下滑对公司产生太大影响？

**A:** 我们认为不会，理由有两点：一是白酒收入与财政收入联系比与 GDP 更紧密，而财政收入显然更有刚性；另外就是白酒行业实际上收入在 2000 亿+，而我们收入仅 50 个亿，空间还很大。

**附录：中投证券食品饮料团队近 6 个月来发布的报告**

五粮液-增长预期大幅加强，估值相对显著偏低	2011/6/09
洽洽食品-调研简报：二季度毛利率大幅回升，目前市盈率偏低	2011/6/08
双汇发展-发货量已恢复九成，资产重估不改变重组结果	2011/5/30
伊利股份-成本趋稳、提价效果显现、费用控制促进净利润大幅提升	2011/5/25
伊利股份-定向增发项目将加速产能投放进程，支持未来三年高速增长	2011/5/18
青岛啤酒-品牌加速升级，销售持续扩张	2011/5/11
洽洽食品-调研简报：收入有望突破 30 亿，利润弹性来自原材料价格下降	2011/5/02
光明乳业-季报点评：海外收购贡献收入增长主要来源	2011/4/30
伊利股份-年报、一季报点评：收入保持高速增长，盈利能力逐步回升	2011/4/30
双汇发展-年报、一季报点评：一季度收入增速大幅降低，销量逐步恢复	2011/4/28
水井坊-调整影响短期业绩，期待并购提升价值——2010 年年报点评	2011/4/28
贵州茅台-如期而至的高增长书写十二五开局新篇章——2011 年 1 季报点评	2011/4/23
酒鬼酒-增长仍有余力，增发尚需时日——2011 年 1 季报点评	2011/4/22
双汇发展-股价逼近要约收购价格，估值偏离基本面	2011/4/21
双汇发展-瘦肉精事件创造绝佳的中长期买入机会	2011/4/19
皇氏乳业-调研简报：与分众传媒合作，五一开始水牛奶在上海大规模铺货	2011/4/14
洽洽食品-季报点评：收入快速增长，成本趋稳促盈利能力回升	2011/4/14
白酒-整体波澜不惊，个体静待催化剂	2011/4/11
食品饮料-短期禁止涨价不改白酒年内确定性增长——发改委评价酒类企业涨价行为点评	2011/4/7
蒙牛乳业-蒙牛乳业业绩公告点评：长期受惠于行业整合的龙头企业	2011/4/4
光明乳业-区外市场销售提速，差异化战略见成效	2011/4/1
贵州茅台-放量、提高出厂价平抑终端价过快增速是公司最佳的战略措施——季克良接受采访报道点评	2011/3/29
泸州老窖-2011 年将重返业绩增长的快车道——2010 年业绩年报点评	2011/3/27
洽洽食品-糖酒会休闲食品行业调研简报—薯片行业空间巨大	2011/3/25
金字火腿-巴马火腿在糖酒会上面向全国招商	2011/3/25
水井坊-2011 年仍是调整转型年	2011/3/24
贵州茅台-期待“十二五”的开局之年——2010 年年报点评	2011/3/21
洽洽食品-稳居炒货龙头 打造休闲食品新贵	2011/3/14
伊利股份-加大重点消费市场产能布局 建设华南地区运营中心	2011/3/14
贵州茅台-量价齐升助力茅台市值看至 3000 亿元	2011/3/10
金字火腿-旧时王谢堂前燕，飞入寻常百姓家	2011/3/4
皇氏乳业-2010 年业绩快报点评：产能释放效应将在 2011 年逐步显现	2011/2/27
乳制品行业-新政点评：许可证重审和降低进口奶粉关税加速乳制品行业整合	2011/2/26
泸州老窖-业绩超预期，重返快车道——2010 年业绩快报点评	2011/2/22
食品饮料-白酒板块股价异动点评——成长确定性强，估值吸引力大	2011/2/21
水井坊-扩产能，五年再造 4 个水井坊	2011/2/16
双汇发展-以史为鉴，双汇十二五末股价超 300 元，市值超 4000 亿	2011/2/16
酒鬼酒-增发方案获批将成股价催化剂	2011/2/14
水井坊-股价凸显套利空间，经营拐点仍需等候	2011/2/10
酒鬼酒-业绩大幅增长，期待省内发力——2010 年年报点评	2011/1/28
伊利股份-加码宁夏吴忠液态奶项目，产能布局进一步优化	2011/1/20
泸州老窖-整固已近尾声，再次腾飞在即	2011/1/19

---

伊利股份-品牌升级推动公司向世界一流健康食品集团迈进	2010/12/21
白酒行业-以五因素分析模型为工具, 前瞻把握地产酒投资机会	2010/12/20
白酒-中国白酒行业的发展趋势和预测——2011 年度策略会柴俊发言纪要	2010/12/20
乳制品行业-从奶源、产品、渠道全产业链精选优势企业	2010/12/20
皇氏乳业-高端差异化产品水牛奶即将迈开全国化战略步伐	2010/12/20
光明乳业-国内首款常温酸奶在全国上市, 引领公司进入突变期	2010/12/3
蒙牛乳业-高端产品奶源供给瓶颈突破在即	2010/11/29
伊利股份-深耕产业链, 扩大自有奶源, 加大产能布局, 渠道继续下沉	2010/11/29
古井贡酒-扩产能、布网点, 加速回归一线名酒	2010/11/29
光明乳业-期待常温奶在华东地区的蚕食式扩张	2010/11/10
皇氏乳业-水牛奶, 三年即将甲天下	2010/10/29

---

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4589	5820	7355	9287	营业收入	5371	7530	9064	10769
现金	1079	2526	3603	5057	营业成本	1643	1969	2167	2356
应收账款	47	60	73	86	营业税金及附加	438	617	743	883
其他应收款	26	38	45	54	营业费用	323	527	816	1077
预付账款	116	98	108	118	管理费用	390	602	816	969
存货	1486	1969	2167	2356	财务费用	8	-5	-9	-13
其他流动资产	1834	1130	1360	1615	资产减值损失	3	0	0	0
非流动资产	3437	3421	3882	4291	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1984	1485	1485	1485	投资净收益	351	39	279	279
固定资产	855	1326	1735	2077	营业利润	2917	3859	4811	5776
无形资产	352	372	392	412	营业外收入	18	10	10	10
其他非流动资产	246	238	270	316	营业外支出	16	10	10	10
资产总计	8026	9241	11237	13578	利润总额	2919	3859	4811	5776
流动负债	2455	2177	2425	2728	所得税	638	965	1203	1444
短期借款	0	0	0	0	净利润	2281	2894	3608	4332
应付账款	294	197	217	236	少数股东损益	75	4	5	6
其他流动负债	2161	1980	2209	2493	归属母公司净利润	2205	2890	3603	4326
非流动负债	9	2	2	2	EBITDA	3016	3989	5003	6030
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.58	2.07	2.58	3.10
其他非流动负债	9	2	2	2					
负债合计	2464	2179	2427	2730					
少数股东权益	45	49	54	59	主要财务比率				
股本	1394	1394	1394	1394	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	463	463	463	463	成长能力				
留存收益	3660	5156	6899	8930	营业收入	22.9%	40.2%	20.4%	18.8%
归属母公司股东权益	5517	7014	8756	10788	营业利润	35.4%	32.3%	24.7%	20.1%
负债和股东权益	8026	9241	11237	13578	归属于母公司净利润	31.8%	31.1%	24.7%	20.1%
					获利能力				
					毛利率(%)	69.4%	73.9%	76.1%	78.1%
					净利率(%)	41.1%	38.4%	39.8%	40.2%
					ROE(%)	40.0%	41.2%	41.2%	40.1%
					ROIC(%)	94.9%	98.3%	99.7%	103.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	30.7%	23.6%	21.6%	20.1%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.87	2.67	3.03	3.40
					速动比率	1.26	1.77	2.14	2.54
					营运能力				
					总资产周转率	0.77	0.87	0.89	0.87
					应收账款周转率	109	113	109	109
					应付账款周转率	6.38	8.01	10.48	10.42
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.58	2.07	2.58	3.10
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	2.17	2.39	2.97
					每股净资产(最新摊薄)	3.96	5.03	6.28	7.74
					估值比率				
					P/E	28.57	21.79	17.47	14.54
					P/B	11.42	7.49	5.69	4.36
					EV/EBITDA	20	15	12	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

柯海东: 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

蒋鑫: 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434