

恒顺醋业 (600305.SH)**调味发酵品行业**

评级：增持 维持评级

公司研究简报

市价（人民币）：16.72元
 目标（人民币）：18.38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)	127.15
总市值(百万元)	21.26
年内股价最高最低(元)	17.18/9.53
沪深 300 指数	2399.75
上证指数	2168.81

**公司基本情况(人民币)**

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.140	0.079	0.264	0.348	0.542
每股净资产(元)	3.34	3.34	3.56	3.87	4.37
每股经营性现金流(元)	1.20	-0.27	2.04	1.17	1.29
市盈率(倍)	134.05	125.26	63.11	47.90	30.74
行业优化市盈率(倍)	142.85	27.58	29.54	29.54	29.54
净利润增长率(%)	35.81%	-43.41%	233.19%	31.75%	55.84%
净资产收益率(%)	4.20%	2.37%	7.41%	8.99%	12.40%
总股本(百万股)	127.15	127.15	127.15	127.15	127.15

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 第一，消费升级，这是行业从分散化到集中化，从平民化到品牌化的基础。在这里回归到调味品行业的常识，以往各个区域的酱醋企业主要依靠地方企业，再回溯可以追溯到建国初期各个地方的小酱醋厂，它们满足基本的调味需求可以，但是不能满足生活质量提高后对健康概念、口味多样化、消费理性化的需求。目前，公司所立足的食醋行业 CR10 仅有 27.6%，且有海天等品牌正在领头扩大调味品业务，行业集中度提升加速。
- 第二，自上而下推动，坚定退出房地产业务。公司正在发生由上向下的推动，恒顺虽然是行业第一的食醋生产企业，品牌也不错，但近几年的多样化经营战略让自己在房地产等业务中分散精力，业绩波动性大，不能体现食品企业正常稳定的盈利，更不能长期抗衡来势汹汹的海天、李锦记、太太乐。同时房地产业务更阻碍了公司从资本市场融资的进程。由上自下的推动正在发生，镇江新上任的市委书记张敬华有金融背景，5月底 6月初到恒顺集团的现场工作会议表明了做大调味品主业、拓宽融资渠道的决心，同时，集团的董事长从发改委主任卸任而来，人脉广思路活。
- 第三，产能不构成短期瓶颈，高端化+品牌化策略符合行业趋势。公司到今年年底将释放 10 万吨产能，达到 30 万吨总产能，二期的另外 10 万吨产能也将逐步建成投产达到 40 万吨总产能，至少保障公司 3-5 年增长所需空间。从产品策略上看，公司目标是将高端产品占比提升至 50%以上，品牌保障下毛利率将稳中有升。
- 第四，时点难以把握，启动时间看如下三个方面。（1）新上任集团董事长在公司的融入程度和话语权，这个是制定变革思路的前提；（2）股份公司董事长的经营调整思路，这个涉及到经营团队的调整，是未来做大主业的基础；（3）政府力量的推动，帮助公司寻找房地产剥离对手。

投资建议和估值

- 预计公司 12E-14E 的 EPS 分别达到 0.264 元/0.348 元/0.542 元，目标价 18.38 元，是基于剥离房地产后的酱醋主业估值定价。

风险

- 房地产剥离进度低于预期，营销团队组建大幅提升费用。

赵晓媛 联系人
 (8621)61038227
 zhaoxy@gjzq.com.cn

陈钢 分析师 SAC 执业编号: S1130511030031
 (8621)61038215
 cheng@gjzq.com.cn

肖喆 联系人
 (8621)61038276
 xiaozhe@gjzq.com.cn

钟凯锋 联系人
 (8621)60870959
 zhongkf@gjzq.com.cn

内容目录

一、 行业： 酱醋调味品增长快而稳定， 行业分散度高	3
调味品行业分散度高， 规模以上企业增速快体现行业品牌化初期特征	3
酱醋行业规模以上企业总体收入的复合增速高， 品牌全国化和规模化尚在初步阶段	3
二、 经营： 调味品板块稳健， 房地产等多元化行业波动性高	4
食醋产销量全国第一， 诞生于清朝道光有 170 年历史， 品牌提供护城河	4
近几年酱醋调味产品的增长平稳盈利能力卓越， 房地产业务波动性高毛利低	5
多元化经营效果较差， 投资业务业绩波动性高	5
2006-2010 年加大销售力度和改善产品结构， 但体系不顺使效果不明显	5
三、 转折： 我们认为行动随时都会发生， 但质变需要时间	6
高层出现变动， 有利于发生从上至下的改善	6
四、 财务和估值定价	6
期间费用率处于行业较高水平	6
毛利率有进一步提升空间	6
估值定价和投资建议	7
附录： 三张报表预测摘要	9

图表目录

图表 1： 食醋规模 270 万吨， CR10=27.6% （2010A）	3
图表 2： 镇江香醋的总规模在 30-40 万吨， 恒顺占比 50-60%	3
图表 3： 规模以上收入高增速表明行业仍在品牌化初期	4
图表 4： 食醋人均消费的中日对比	4
图表 5： 公司历年各个业务收入构成（2007-2011）	4
图表 6： 上市公司的实际控制人是镇江市国资委	4
图表 7： 恒顺除国家地理保护标志外， 还获得多项国家和区域级荣誉/资质	4
图表 8： 调味品的收入增速近两年营销改革后相对平稳	5
图表 9： 食醋产能增长从 2010 年开始加速	5
图表 10： 公司调味品以外的房地产等业务盈利能力较差（2007-2011）	5
图表 11： 投资收益（单位： 万）	5
图表 12： 预计路径——剥离房地产、 增发融资（0.5-1 年完成）	6
图表 13： 与加加食品的期间费用率对比	6
图表 14： 酱醋产品毛利率明显高于行业 20-25% 的水平， 体现良好品牌力	7
图表 15： 公司销售分项预测（2012E-2014E）	7

一、行业：酱醋调味品增长快而稳定，行业分散度高

调味品行业分散度高，规模以上企业增速快体现行业品牌化初期特征

- 食醋行业分散，仍以区域品牌为主，食醋酿造工艺与白酒类似，具有历史和传统。食醋口味有四大系列，包括镇江香醋（糯米酿制）、山西老陈醋（高粱酿制）、福建永春老醋（糯米芝麻酿制）和四川保宁醋（麸醋经典工艺）。食醋酿造的历史文化悠久，酿造工艺与白酒类似，产品壁垒高，从健康角度讲，食醋可以降血脂并软化血管。
- 中国食醋销售规模在 270 万吨，产值在 80-90 亿，目前仍在平稳增长阶段；行业集中度低，CR10 仅有 27.6%。据中国调味品协会的数字，我国食醋年产量在 270 万吨左右，生产企业 6000 家，其中品牌企业占比 30-40%，还有大量作坊式生产企业。

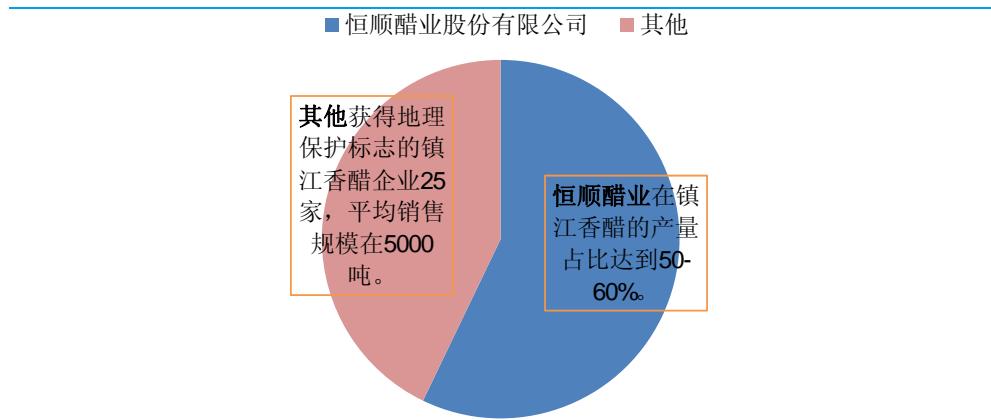
图表1：食醋规模 270 万吨，CR10=27.6% (2010A)

企业	产销规模 (万吨)
1 恒顺醋业	20
2 山西水塔	15.5
3 江苏苏美	7.2
4 天津天立	6.2
5 四川保宁	5
6 佛山海天	5
7 山东玉兔	4.6
8 河北天赐	4.2
9 北京二商金狮龙门	3.4
10 纯万珍极	3.3

来源：《调味品企业百强》，国金证券研究所

- 镇江香醋获得中国地理保护标志，同时是中国首个在欧盟注册为食品类地理标志的产品。镇江香醋规模以上企业年产量 30 多万吨，其中恒顺醋业产量达到 20 万吨，占比在 50-60%。目前镇江 56 家制醋企业中，已有 28 家获得地理标志产品使用资格，其中 3000 吨规模的厂家有 26 家。

图表2：镇江香醋的总规模在 30-40 万吨，恒顺占比 50-60%

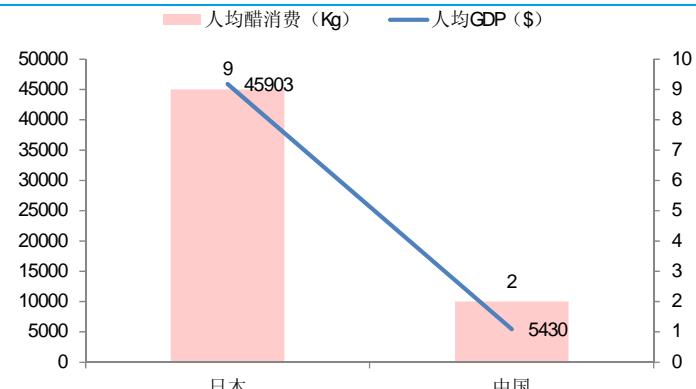


来源：国金证券研究所

酱醋行业规模以上企业总体收入的复合增速高，品牌全国化和规模化尚在初步阶段

- 根据中国调味品协会的统计，我国调味品行业已经连续 7 年保持 10%以上的增长率，且增长势头还将延续。根据国家统计局的统计，2011 年，我国调味品行业实现产品销售收入 380 亿元，同比增长 35.72%。行业发展的推动力在于消费升级淘汰小品牌，以及外出就餐趋势的迅速发展。国际对比，我国人均食醋消费仍远低于日本，未来空间大。

图表3：规模以上收入高增速表明行业仍在品牌化初期

图表4：食醋人均消费的中日对比


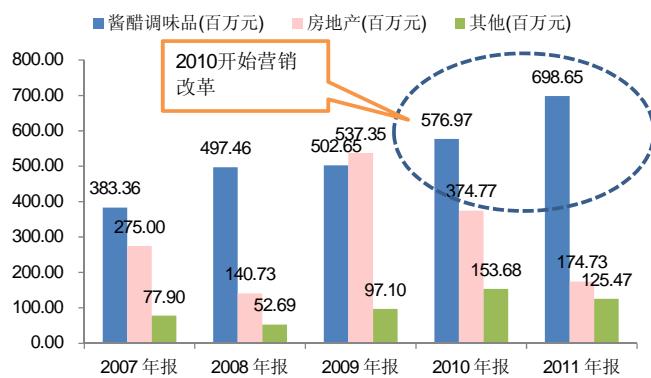
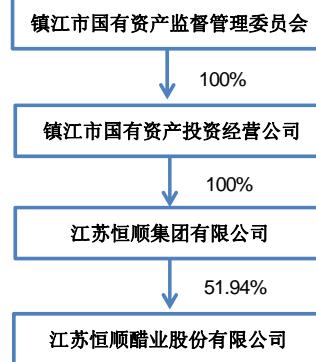
来源：国家统计局，IMF，国金证券研究所

- 调味品的国家标准和行业标准陆续颁布推动对落后产能的淘汰，行业龙头企业和品牌化企业将有更明显的规模效应和竞争优势。食品安全消费意识增强，监管手段和力度加强。如山西陈醋在2011年的防腐剂事件使恒顺集团为代表的镇江香醋得以在山西陈醋的传统优势地区获得知名度和市场份额。

二、经营：调味品板块稳健，房地产等多元化行业波动性高

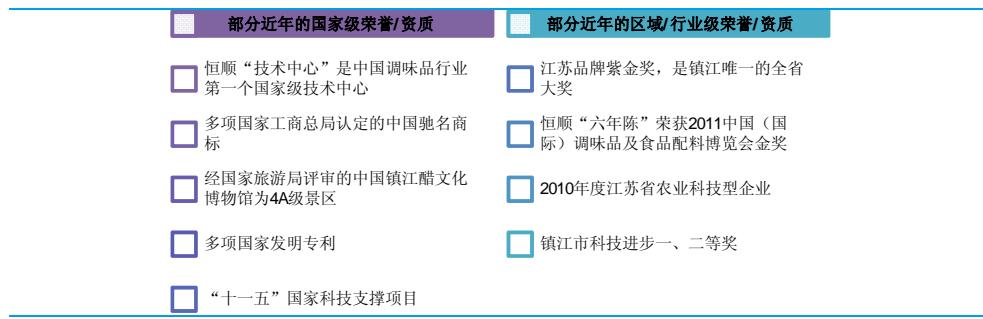
食醋产销量全国第一，诞生于清朝道光有170年历史，品牌提供护城河

- 公司是镇江市国有企业，股份公司以恒顺牌香醋为主，旗下另有房地产、LED光电和商业地产务。

图表5：公司历年各个业务收入构成 (2007-2011)

图表6：上市公司的实际控制人是镇江市国资委


来源：公司公告，国金证券研究所

- 恒顺品牌历史悠久，是镇江香醋的唯一代表，获得多次国内外奖项。调味品品牌主要有“恒顺”、“金山”、“北固山”。

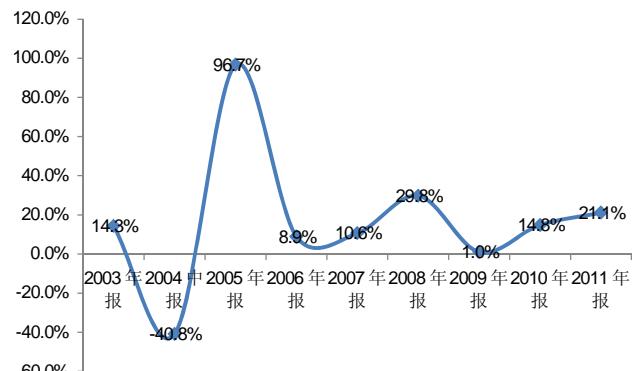
图表7：恒顺除国家地理保护标志外，还获得多项国家和区域级荣誉/资质


来源：公司网站，国金证券研究所

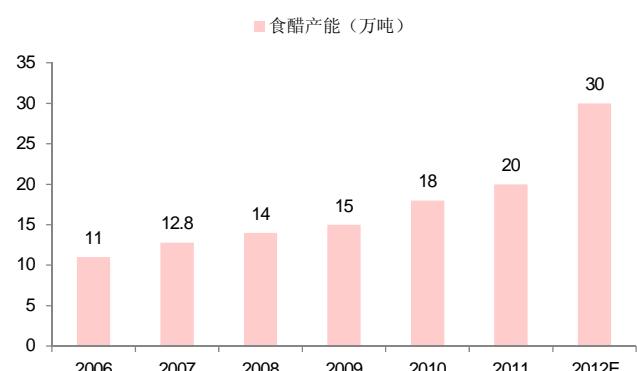
近几年酱醋调味产品的增长平稳盈利能力卓越，房地产业务波动性高毛利低

- 酱醋调味品的增长平稳，在收入中的占比逐步提高。在十二五计划中，公司的收入增长会随着营销改善和产能释放保持在20%以上。

图表8：调味品的收入增速近两年营销改革后相对平稳



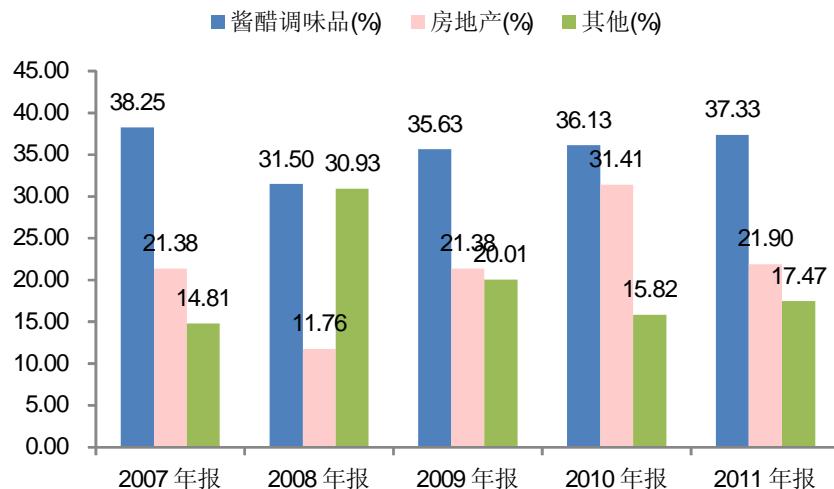
图表9：食醋产能增长从2010年开始加速



来源：公司公告，国金证券研究所

- 房地产业务：原公司董事长将房地产等业务作为主业之一，但地产等业务的盈利能力较差，利润并未体现在上市公司的报表中。

图表10：公司调味品以外的房地产业务盈利能力较差（2007-2011）



来源：公司公告，国金证券研究所

多元化经营效果较差，投资业务业绩波动性高

- 商业地产和光电子投资业务：镇江百盛商城（持股50%）和江苏稳润光电（持股25.47%）带来投资收益，加大业绩的波动性。

图表11：投资收益（单位：万）

	2011	2010	2009	2008
百盛商城	659	842	1691	1703
稳润光电	534	463	134	-123

来源：公司公告，国金证券研究所

2006-2010年加大销售力度和改善产品结构，但体系不顺使效果不明显

- 总体思路：引进外脑，确立营销体系的框架结构，逐步完善事业部运作，重新树立人员业绩考核体系。
- 2007年开始加大市场开发力度和营销网络建设速度。从2007年开始扩大销售队伍，销售人员数目从2007年的102人增加为2009和2010年的

500 多人；地招销售人员从最初的几十人扩展到目前的 600 多人，今后目标将达到 1000 人。

- **2010 年开始进行品牌梳理，聚焦营销资源。收缩产品线，完成恒顺、金山、北固山等品牌的梳理，将原有 200 个品牌整合为 100 个左右，2011 年上半年调味品毛利率同比上升 3.7%，反映了产品结构改善的效果。**

三、转折：我们认为行动随时都会发生，但质变需要时间

高层出现变动，有利于发生从上至下的改善

- 2012 年 5 月底，镇江市委书记张敬华赴恒顺集团现场办公，提出做大调味品主业，并提出要拓宽融资渠道，加大资本市场融资力度和引进战略投资者，为企业做大做强资金支撑。
- 2012 年 6 月 28 日，原集团董事长、党委书记、股份公司董事长叶有伟卸任（叶有伟满 60 岁卸职，2001 年开始担任董事长），原镇江发改委主任尹名年出任集团董事长，原集团副总经理、镇江国有资产投资经营公司副总张玉宏出任股份公司董事长、集团党委书记和总经理。

图表12：预计路径——剥离房地产、增发融资（0.5-1 年完成）



来源：新闻报道资料，国金证券研究所

四、财务和估值定价

期间费用率处于行业较高水平

- 地产业务使公司具有较高的资产负债率（预收款）和较高的财务费用率（房地产子公司的抵押贷款）。

图表13：与加加食品的期间费用率对比

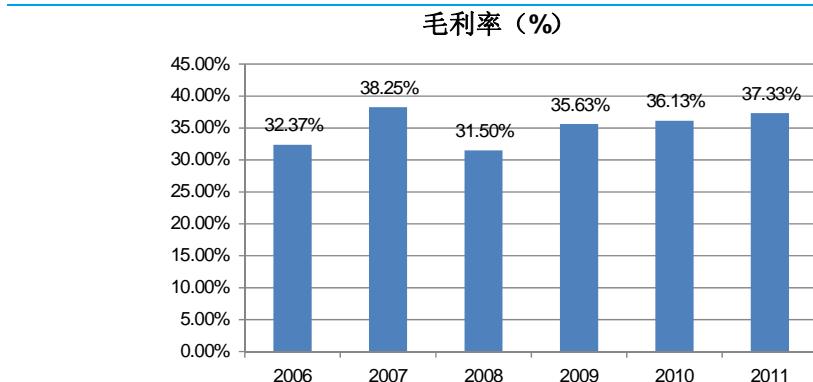
加加食品	2008	2009	2010	2011
销售费用率	10.8%	9.9%	8.6%	9.3%
管理费用率	2.5%	2.7%	2.6%	2.7%
财务费用率	1.2%	0.0%	-0.2%	0.9%
恒顺醋业	2008	2009	2010	2011
销售费用率	10.4%	7.2%	8.7%	11.5%
管理费用率	10.1%	9.0%	9.6%	11.9%
财务费用率	10.1%	5.1%	5.6%	12.5%

来源：Wind，公司资料，国金证券研究所

毛利率有进一步提升空间

- 恒顺的酱醋调味品毛利率和净利率明显高于行业，未来毛利率提升的动力在于产品结构向高端调整，公司有动力，品牌有实力。
- 公司的销货成本（COGS）中，50%左右为原材料，其中 50-60%为糯米、玉米、大豆、小麦等粮食作物。

图表14：酱醋产品毛利率明显高于行业20-25%的水平，体现良好品牌力



来源：公司公告，国金证券研究所

估值定价和投资建议

- 预计公司12E-14E的EPS分别达到0.264元/0.348元/0.542元。在酱醋调味品毛利率假设中，基于公司品牌力的不断兑现以及产品结构的转换，我们可以假设平均销售价格每年提高10%，但由于2013-2014年是产能投放的时期会增加折旧，以及未来农产品价格向上的趋势，我们假设公司毛利率保持不变。

图表15：公司销售分项预测(2012E-2014E)

项目	2012E	2013E	2014E
酱醋调味品			
平均售价(元/吨)	3,633	3,996	4,396
增长率(YOY)	4.00%	10.00%	10.00%
销售数量(吨)	228,000	259,920	311,904
增长率(YOY)	14.00%	14.00%	20.00%
销售收入(百万元)	828	1,039	1,371
增长率(YOY)	18.56%	25.40%	32.00%
毛利率	38.50%	38.50%	38.50%
占总销售额比重	69.54%	71.87%	75.46%
占主营业务利润比重	78.37%	80.07%	82.71%
房地产			
销售收入(百万元)	218.42	262.10	301.41
增长率(YOY)	25.00%	20.00%	15.00%
毛利率	27.50%	27.50%	27.50%
占总销售额比重	18.34%	18.14%	16.59%
占主营业务利润比重	14.76%	14.43%	12.99%
其他			
销售收入(百万元)	125.47	125.47	125.47
调整项	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	17.40%	17.00%	17.00%
占总销售额比重	10.53%	8.68%	6.91%
占主营业务利润比重	5.37%	4.27%	3.34%
调整项			
销售收入(百万元)	18.92	18.92	18.92
增长率(YOY)	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	32.35%	32.35%	32.35%
占总销售额比重	1.59%	1.31%	1.04%
占主营业务利润比重	1.50%	1.23%	0.96%
销售总收入(百万元)	1191	1445	1817
销售总成本(百万元)	784	946	1179
毛利(百万元)	407	499	638
平均毛利率	34.2%	34.6%	35.1%

来源：国金证券研究所

- 若剥离地产业务，降低财务费用率和管理费用率，则我们可以对公司酱醋主业的营利性进行基本盈利假设。根据我们对酱醋品类 12E-14E 收入 8.28 亿/10.39 亿/13.71 亿的预测，同时假设达到行业品牌调味品企业 8-10% 的净利率，公司酱醋主业带来的利润分别为（采取 9% 的保守估计）7452 万/9351 万/1.234 亿（对应 EPS 为 0.586 元/0.735 元/0.971 元）。
- 我们的估值基于两方面，第一是对公司酱醋主业的 PS 估值，第二是对公司房地产业务的估值。对酱醋主业，我们的 PS 估值为 2x2013E PS，以 8% 的净利率对应 25x2013E PE；对房地产主业，我们认为其转让收益为一次性收益，并不构成长期估值的基础，基于保守原则，转让收益并不计入估值之中。
- 公司目标价 18.38 元，增持评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	1,174	1,149	1,018	1,191	1,445	1,817
增长率	-2.1%	-11.4%	17.0%	21.3%	25.7%	
主营业务成本	-857	-792	-690	-784	-946	-1,179
%销售收入	73.0%	68.9%	67.8%	65.8%	65.4%	64.9%
毛利	317	357	327	407	499	638
%销售收入	27.0%	31.1%	32.2%	34.2%	34.6%	35.1%
营业税金及附加	-43	-38	-26	-30	-37	-48
%销售收入	3.7%	3.3%	2.6%	2.5%	2.6%	2.6%
营业费用	-85	-100	-117	-137	-166	-216
%销售收入	7.2%	8.7%	11.4%	11.5%	11.5%	11.9%
管理费用	-106	-110	-121	-131	-159	-200
%销售收入	9.0%	9.6%	11.9%	11.0%	11.0%	11.0%
息税前利润 (EBIT)	83	109	64	109	137	174
%销售收入	7.1%	9.5%	6.3%	9.2%	9.5%	9.6%
财务费用	-60	-64	-127	-89	-90	-91
%销售收入	5.1%	5.6%	12.5%	7.5%	6.2%	5.0%
资产减值损失	-1	-2	4	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	48	10	8	5
%税前利润	0.0%	0.0%	346.4%	22.3%	13.6%	5.4%
营业利润	23	43	-11	30	55	88
营业利润率	1.9%	3.7%	n.a	2.5%	3.8%	4.8%
营业外收支	6	-2	25	15	4	4
税前利润	29	41	14	45	59	92
利润率	2.5%	3.6%	1.4%	3.8%	4.1%	5.1%
所得税	-11	-19	-4	-11	-15	-23
所得税率	39.6%	46.5%	26.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	17	22	10	34	44	69
少数股东损益	4	4	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	13.1	17.8	10.1	33.6	44.2	69.0
净利率	1.1%	1.6%	1.0%	2.8%	3.1%	3.8%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	35	36	10	34	44	69
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	44	56	60	59	67	74
非经营收益	46	42	21	90	85	88
营运资金变动	245	19	-125	77	-47	-67
经营活动现金净流	370	153	-34	259	149	163
资本开支	-185	-294	-74	-167	-205	-206
投资	9	15	35	-1	0	0
其他	16	18	9	10	8	5
投资活动现金净流	-160	-261	-29	-158	-197	-201
股权募资	2	3	0	0	0	0
债权募资	126	349	61	-45	0	1
其他	-14	-321	-5	-116	-102	-102
筹资活动现金净流	113	31	57	-160	-102	-101
现金净流量	323	-77	-6	-59	-150	-139

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	741	609	680	621	471	332
应收账款	101	119	284	211	256	322
存货	968	768	884	945	1,140	1,421
其他流动资产	198	133	153	159	191	238
流动资产	2,009	1,630	2,001	1,936	2,058	2,313
%总资产	67.1%	54.1%	60.9%	58.2%	57.3%	58.1%
长期投资	123	369	376	377	376	376
固定资产	767	792	747	871	1,012	1,145
%总资产	25.6%	26.3%	22.7%	26.2%	28.2%	28.8%
无形资产	75	75	144	140	143	145
非流动资产	984	1,385	1,285	1,390	1,532	1,668
%总资产	32.9%	45.9%	39.1%	41.8%	42.7%	41.9%
资产总计	2,993	3,014	3,286	3,326	3,590	3,981
短期借款	1,235	1,535	1,267	1,249	1,249	1,249
应付款项	940	766	992	1,072	1,293	1,614
其他流动负债	49	53	44	21	24	29
流动负债	2,223	2,354	2,304	2,342	2,567	2,893
长期贷款	121	169	499	499	499	500
其他长期负债	25	32	27	0	0	0
负债	2,369	2,555	2,829	2,840	3,065	3,392
普通股股东权益	442	424	425	453	492	556
少数股东权益	181	35	33	33	33	33
负债股东权益合计	2,993	3,014	3,286	3,326	3,590	3,981
比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.103	0.140	0.079	0.264	0.348	0.542
每股净资产	3.477	3.336	3.340	3.565	3.873	4.375
每股经营现金流	2.908	1.204	-0.268	2.038	1.170	1.285
每股股利	0.073	0.075	0.036	0.040	0.040	0.040
回报率						
净资产收益率	2.97%	4.20%	2.37%	7.41%	8.99%	12.40%
总资产收益率	0.44%	0.59%	0.31%	1.01%	1.23%	1.73%
投入资本收益率	2.53%	2.68%	2.12%	3.66%	4.52%	5.59%
增长率						
主营业务收入增长率	68.09%	-2.14%	-11.41%	17.03%	21.33%	25.72%
EBIT增长率	165.25%	30.96%	-41.27%	71.15%	25.37%	27.29%
净利润增长率	N/A	35.81%	-43.41%	233.19%	31.75%	55.84%
总资产增长率	21.69%	0.71%	9.02%	1.22%	7.94%	10.88%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16.5	18.3	24.7	21.0	21.0	21.0
存货周转天数	419.5	400.1	436.8	440.0	440.0	440.0
应付账款周转天数	56.0	80.5	108.6	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	228.3	247.6	250.3	228.5	198.6	164.7
偿债能力						
净负债/股东权益	98.49%	238.37%	237.45%	231.88%	243.23%	240.57%
EBIT利息保障倍数	1.4	1.7	0.5	1.2	1.5	1.9
资产负债率	79.17%	84.75%	86.08%	85.39%	85.38%	85.21%

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	1	1	1	1
增持	0	0	1	1	2
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.33	1.40	1.67

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 20%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-20%；
 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%以下。

特别声明：

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形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靠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为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

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：(8621)-61038271
传真：(8621)-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：010-6621 6979
传真：010-6621 5599-8803
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015
传真：0755-33516020
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518026
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B