安信证券 ESSENCE SECURITIES

2017 年 10 月 29 日

公司动态分析

证券研究报告

啤酒

重庆啤酒（600132.SH）

收入略超预期，结构提升、区域扩张确定性强；利润虽暂未同步增长，长期看好不改

■**公司公布三季报**,2017 年 1-9 月实现营业收入 26.87 亿元,同比微降 0.1%;归属于上市公司股东净利润 3.16 亿元,同比增长 19.9%,综合毛利率 40.5%,同比下降 0.5pct。其中单 3 季度实现营业收入 8.54 亿元，同比增长 4.2%，归属于上市公司股东净利润 1.54 亿元，同比下降 6.6%。

■**收入表现略超预期，量价均有贡献。**在损失 6~7 万吨关厂销量情况下，公司收入基本追平上年，略超预期。按量价拆分：**(1) 旺季吨价提升超预期，结构提升非常确定。**公司 1-9 月吨价约 3552 元/吨，同比增长约 9.4%。吨价加速提升源于产品结构持续快速升级，据披露，公司高、中、低档产品 1-9 月收入分别同比增长 7%、3%、-18%。**(2) 扣除关厂影响后公司销量小幅提升 2%，我们估计主要来自四川地区。**公司 1-9 月销量 75.64 万吨，同比下降 6%，扣除关厂影响则实际上升 2%。据公告披露，重庆、四川、湖南三地收入分别增长 4.8%、9.4%、4.6%，我们估计销量增长主要来自四川地区。

■**利润端表现低于预期，源于毛利率表现较弱；费用端符合预期。**(1) 公司 1-9 月毛利率 40.5%，同比下降 0.5pct，低于此前预期，对利润影响较大；(2) 销售费用旺季增长，仍在合理范围；管理费用持续下行。

■**我们认为公司的市场动销仍然优秀，一则产品结构持续提升、二则区域扩张稳步进行；而利润方面未能达到收入同步增长预计是短期现象。公司的中长期逻辑仍然成立，看点仍是啤酒高端化、区域扩张。**

■**临近嘉士伯承诺的资产注入时间窗口**（2017.10.31~2020.10.31），密切关注相关变化，适当增强信心。就当下来看，嘉士伯中国区表现持续强劲（销量、利润），啤酒高端化受益明显。若相关承诺如期兑现，公司将更快从全国范围内享受啤酒高端化带来的盈利提升。

■**投资建议：**由于今年旺季利润不达预期，我们下调公司 2017-2019 年净利润至 3.2、4.2、5.3 亿元，对应 EPS 为 0.66、0.87、1.09 元；维持增持-A 的投资评级,考虑到经营层基本面依然优秀,6 个月目标价 23.5 元,相当于 2017 年 36 倍、2018 年 27 倍动态市盈率。

■**风险提示：毛利率提升不达预期，资产注入增厚不达预期。**

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	3,323.7	3,195.9	3,211.9	3,468.9	3,989.2
净利润	-65.7	181.0	319.6	420.1	527.3
每股收益(元)	-0.14	0.37	0.66	0.87	1.09
每股净资产(元)	2.36	2.54	2.78	3.26	3.17

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	-150.9	54.8	31.0	23.6	18.8
市净率(倍)	8.7	8.1	7.4	6.3	6.5
净利润率	-2.0%	5.7%	10.0%	12.1%	13.2%
净资产收益率	-5.8%	14.7%	23.8%	26.6%	34.3%
股息收益率	1.0%	3.9%	2.1%	1.9%	5.7%
ROIC	-4.9%	12.6%	47.6%	32.2%	103.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **增持-A**

维持评级

6 个月目标价：	23.5 元
股价（2017-10-27）	20.48 元

交易数据

总市值（百万元）	9,911.73
流通市值(百万元)	9,911.73
总股本（百万股）	483.97
流通股本(百万股)	483.97
12 个月价格区间	16.90/25.09 元

股价表现

资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.67	-20.75	3.32
绝对收益	-6.36	-15.72	13.38

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

吕睿竞 报告联系人
lvrj@essence.com.cn

相关报告

重庆啤酒：吨价及高端占比提升，看好明年收入增长提速	2017-08-25
重庆啤酒：继续推进主业聚焦，剥离原料业务/苏铖	2017-07-19
重庆啤酒：毛利率如期回升，费用控制出色，期待旺季中高端产品表现/苏铖	2017-04-28
重庆啤酒：扭亏为盈，迈向新征程/苏铖	2017-04-14
重庆啤酒：主战略不改，继续看好/苏铖	2017-02-22
重庆啤酒：精耕西部，啤酒“次逻辑”最佳标的/苏铖	2017-02-08

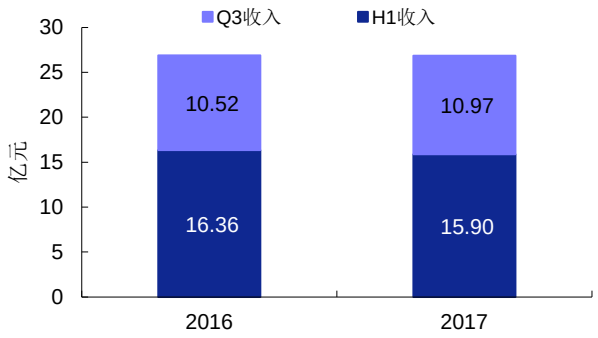
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1. 三季报概览

公司公布三季报，2017 年 1-9 月实现营业收入 26.87 亿元，同比微降 0.1%；归属于上市公司股东净利润 3.16 亿元，同比增长 19.9%，综合毛利率 40.5%，同比下降 0.5pct。

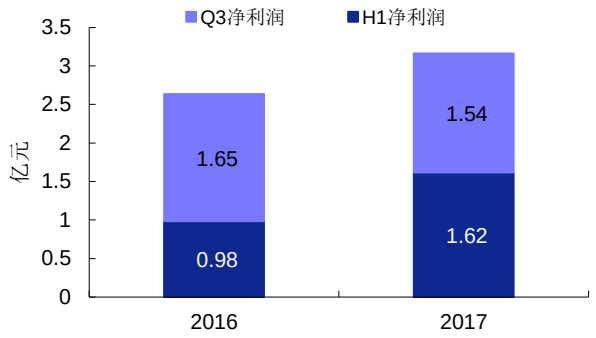
其中单 3 季度实现营业收入 10.97 亿元，同比增长 4.2%，归属于上市公司股东净利润 1.54 亿元，同比下降 6.6%。

图 1：营业收入前三季度基本追平上年，微降 0.1%



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 2：归属上市公司股东净利润前三季度同比增长 19.9%



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2. 业务详解

2.1. 整体判断

（1）收入端略超预期，产品结构提升、区域扩张确定性强；

（2）利润端未实现同步增长，但我们认为是短期现象，长期仍然看好公司高端化和区域扩张带来的盈利能力提升。

2.2. 收入端略超预期，量价均有贡献（产品结构提升、区域扩张）

在损失 6~7 万吨关厂销量情况下，公司收入基本追平上年，略超预期。按量价拆分：

（1）旺季吨价提升超预期，结构提升非常确定。

公司 1-9 月吨价约 3552 元/吨，同比增长 9.4%。吨价加速提升主因是产品结构持续快速升级，据披露，公司高、中、低档产品 1-9 月收入分别同比增长 7%、3%、-18%。

（2）扣除关厂影响后公司销量小幅提升 2%，我们估计主要来自四川地区。

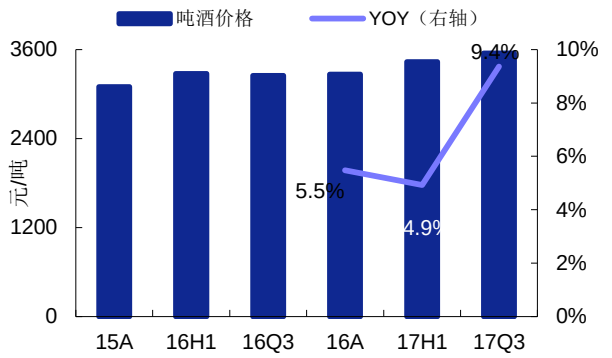
公司 1-9 月销量 75.64 万吨，同比下降 6%，扣除关厂影响则实际上升 2%.

其中单 3 季度销量 30.68 万吨，扣除关厂影响后实际销量约上升 2%。

据公告披露，重庆、四川、湖南三地收入分别增长 4.8%、9.4%、4.6%，四川收入增长最快。我们估计总体销量增长主要来自四川地区。

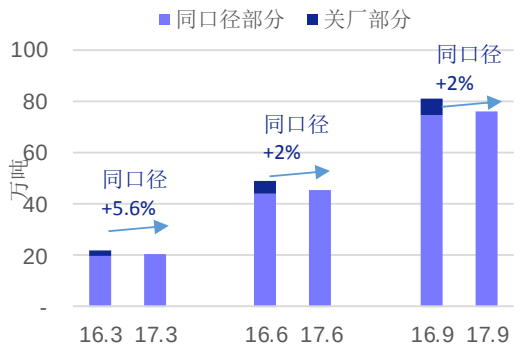
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 3：2017Q3 旺季吨价提升加快，同比增长 9.4%



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 4：同口径啤酒销量实现增长，增速 2.0%



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2.3. 利润低于预期，主因应在毛利率

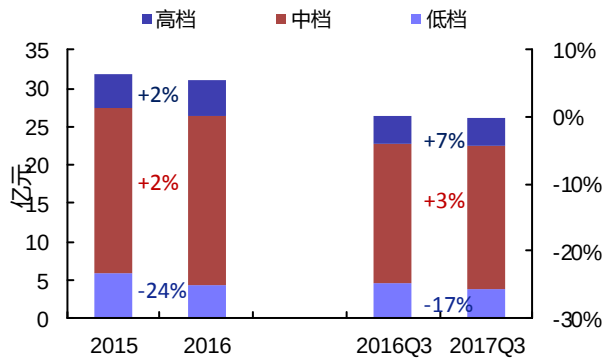
公司 1-9 月毛利率 40.5%，同比下降 0.5pct，低于此前预期，对利润影响较大。

根据原有预测，公司毛利率可能同比上行 1.5pct 以上，与三季报实际情况同比下降 0.5pct 相比，毛利润差额约为 26.9 亿*（1.5%-（-0.5%））=0.54 亿。

从产品结构来看，结构继续上行确定

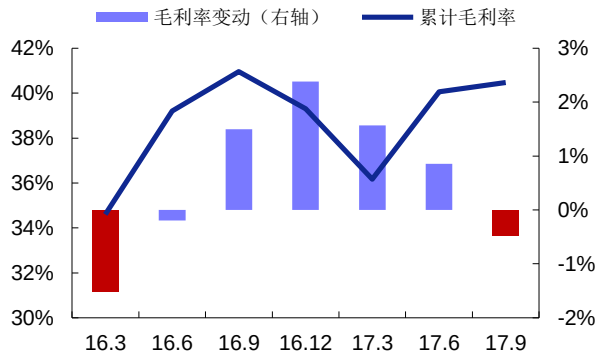
据公司公告披露，2017 年 1-9 月高、中、低档产品收入增速分别为+7%、+3%、-18%。产品结构提升明显，吨价的提升亦能证明这一点。

图 5：2017Q3 产品结构持续上行：高档产品增速提升



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 6：2017Q3 毛利率出现下降



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2.4. 其他财务表现：减值、费用、少数股东权益等，符合预期

单三季度减值约 700 万，前三季度已累计减值 3600 万元，符合预期。

公司上半年减值约 2900 万元，三季度计提 700 万元减值，前三季度累计计提减值 3600 万元，主要系包装物（玻瓶）减值，符合预期。

嘉士伯公司 2014 年提出瓶型削减计划，计划到 2020 年将瓶型减至 4 个，每年削减瓶型数量与相应减值金额成比例。根据 2016 年玻瓶减值金额估计，我们判断今年玻瓶减值仍在 3000~4000 万元之间。

表 1：瓶型削减计划及对应减值损失

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

时间	计划淘汰瓶型数量	对应玻瓶减值	剩余瓶型
2014	36	NA	
2015	6	NA	
2016	7	3000-4000 万元	
2017	7	预计基本和 2016 年持平	
2018	8		
2019	5		
2020	13		4

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

费用端符合预期。

（1）销售费用旺季增长，仍属合理范围

旺季营销加强、并且区域扩张对费用要求较高，使销售费用三季度出现明显增长，仍属合理范围。当季销售费用较上年同期增加约 3 千万元，拉动 1-9 月销售费用率提升 0.5pct 至 14.6%。近 3 年最高销售费用率出现在 2015 年上半年，约 15.8%，我们认为当前销售费用增长仍属合理范围。

（2）管理费用继续下行

公司管理费用率在三季度继续下行，同比减少 0.6pct，前三季度管理费用率下降 0.7pct 至 4.7%。

管理费用节省主要源自公司内部经营改善和效率提升。

少数股东权益项继续增长。

公司前三季度少数股东权益约 2500 万，其中三季度盈利约 1400 万。我们认为该项内容主要来自子公司嘉酿的净利润，体现公司整体经营改善后，嘉酿（尤其代表非重庆地区的啤酒经营）开始实现稳定盈利。

2.5. 小结

综上，我们认为公司的市场动销仍然优秀，一则产品结构持续提升、二则区域扩张稳步进行：

（1）17Q3 旺季加大市场推广力度，高端产品增速显著高于中端产品，使得前三季度吨价提升略超预期，增速 9.4%。

（2）四川地区收入增速高于重庆、湖南，前三季度累计收入增速 9.4%，区域扩张初见成效。

而利润方面未能达到收入同步增长，并非源自动销层面受阻，预计是短期现象。

公司的中长期逻辑仍然成立，背靠嘉士伯国际品牌（中高端）和本地品牌重庆国宾（中端），有充分的可能性和能力去享受行业高端化带来的盈利提升机会。

3. 全年及未来展望

2017 年：一般来说四季度属销售淡季，啤酒业务创利较少。基于前三季度累计盈利 3.16 亿的情况，我们将 2017 年盈利预测相应调低至 3.19 亿左右。

2018 年：明年关厂影响不再，公司有望迎来收入增长提速、利润率稳步提升的全新时代。

公司稳步推进“产品升级+区域扩张”战略。2017 年扩张首站四川，凭借嘉士伯品牌力及较强的产品组合，公司有望在啤酒大省四川抢夺一定份额。从 2017 年二、三季度情况

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

来看，公司在四川销量有所增加。

明年关厂影响消失后，凭借区域扩张夺取销量增量、产品升级继续提升产品吨价，我们判断明年公司将迎来收入增长提速的全新时代：收入基数加速扩大，利润率稳步提升，整体盈利规模增长将更加确定。

资产注入预期：嘉士伯承诺兑现时间窗口临近，如获资产注入则公司整体盈利能力和竞争实力将获大幅提升。

2013 年 10 月 31 日，嘉士伯要约收购重啤股份时承诺为彻底避免同业竞争，将在未来 4-7 年内将其在中国其他啤酒资产注入重庆啤酒股份公司体内。

2017 年 10 月 31 日后将步入资产注入时间窗口，公司有望获得嘉士伯资产注入。我们将密切关注事件进展。

以嘉士伯 2016 年的资产和盈利情况来看，其销量体量略大于重啤，盈利能力与重啤相当。获得资产注入后，可以期待重啤作为嘉士伯中国，竞争实力大幅提升，有望在 2018-2022 年嘉士伯扩张战略中快速成长为具备全国化实力的高端啤酒企业。

4. 投资建议

我们下调公司 2017-2019 年净利润至 3.2、4.2、5.3 亿元，对应 EPS 为 0.66、0.87、1.09 元；维持增持-A 的投资评级，考虑到经营层基本面依然优秀， 6 个月目标价 23.5 元，相当于 2017 年 35 倍、2018 年 27 倍动态市盈率。

风险提示：毛利率提升不达预期，资产注入增厚不达预期。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,323.7	3,195.9	3,211.9	3,468.9	3,989.2
减:营业成本	2,096.5	1,939.7	1,904.7	2,011.9	2,233.9
营业税费	273.3	269.7	269.8	284.4	327.1
销售费用	489.9	445.6	468.9	506.5	582.4
管理费用	232.7	183.6	160.6	163.0	199.5
财务费用	43.6	26.0	22.7	25.0	25.0
资产减值损失	345.1	226.7	40.0	20.0	10.0
加:公允价值变动收益	0.1	0.1	-	-	-
投资和汇兑收益	43.1	81.9	60.0	70.0	60.0
营业利润	-114.0	186.6	405.2	528.0	671.2
加:营业外净收支	3.5	-29.8	3.0	3.0	3.0
利润总额	-110.6	156.8	408.2	531.0	674.2
减:所得税	43.0	16.8	53.1	74.3	101.1
净利润	-65.7	181.0	319.6	420.1	527.3

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	219.0	267.8	481.8	1,939.4	1,430.4
交易性金融资产	38.1	100.2	46.1	61.5	69.3
应收帐款	82.9	93.9	64.2	111.2	95.1
应收票据	2.0	-	5.9	1.8	2.9
预付帐款	10.0	15.4	14.3	12.3	18.8
存货	1,074.5	826.0	1,341.8	793.1	1,574.2
其他流动资产	12.0	28.8	14.8	18.5	20.7
可供出售金融资产	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	238.9	305.1	305.1	305.1	305.1
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	1,479.1	1,114.6	1,063.0	986.1	888.3
在建工程	15.9	151.6	113.1	86.2	67.3
无形资产	463.0	363.8	361.5	358.8	355.7
其他非流动资产	84.9	97.4	83.0	88.3	89.5
资产总额	3,721.2	3,365.7	3,895.5	4,763.2	4,918.3
短期债务	630.0	6.6	605.9	1,000.0	1,000.0
应付帐款	1,317.5	1,316.3	1,159.8	1,433.8	1,505.3
应付票据	-	-	2.4	0.4	0.8
其他流动负债	234.6	198.5	234.4	223.1	261.9
长期借款	-	-	92.6	-	-
其他非流动负债	320.0	602.0	409.2	443.7	485.0
负债总额	2,502.1	2,123.4	2,504.3	3,101.1	3,253.0
少数股东权益	77.8	12.3	47.8	84.4	130.2
股本	484.0	484.0	484.0	484.0	484.0
留存收益	667.2	751.1	859.4	1,093.8	1,051.1
股东权益	1,219.1	1,242.3	1,391.2	1,662.1	1,665.3

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长率	4.9%	-3.8%	0.5%	8.0%	15.0%
营业利润增长率	-497.2%	-263.6%	117.2%	30.3%	27.1%
净利润增长率	-189.4%	-375.6%	76.6%	31.4%	25.5%
EBITDA 增长率	-56.9%	178.5%	64.8%	21.7%	20.1%
EBIT 增长率	-171.7%	-401.9%	101.3%	29.2%	25.9%
NOPLAT 增长率	-20.9%	-294.1%	96.2%	27.7%	24.4%
投资资本增长率	-23.9%	-48.1%	88.9%	-61.3%	88.0%
净资产增长率	-14.1%	1.9%	12.0%	19.5%	0.2%
利润率					
毛利率	36.9%	39.3%	40.7%	42.0%	44.0%
营业利润率	-3.4%	5.8%	12.6%	15.2%	16.8%
净利润率	-2.0%	5.7%	10.0%	12.1%	13.2%
EBITDA/营业收入	4.2%	12.2%	19.9%	22.5%	23.5%
EBIT/营业收入	-2.1%	6.7%	13.3%	15.9%	17.5%
运营效率					
固定资产周转天数	175	146	122	106	85
流动营业资本周转天数	-31	-52	-28	-35	-35
流动资产周转天数	152	156	185	255	277
应收帐款周转天数	8	10	9	9	9
存货周转天数	121	107	121	111	107
总资产周转天数	414	399	407	449	437
投资资本周转天数	189	129	127	106	74
投资回报率					
ROE	-5.8%	14.7%	23.8%	26.6%	34.3%
ROA	-4.1%	4.2%	9.1%	9.6%	11.7%
ROIC	-4.9%	12.6%	47.6%	32.2%	103.5%
费用率					
销售费用率	14.7%	13.9%	14.6%	14.6%	14.6%
管理费用率	7.0%	5.7%	5.0%	4.7%	5.0%
财务费用率	1.3%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%
三费/营业收入	23.1%	20.5%	20.3%	20.0%	20.2%
偿债能力					
资产负债率	67.2%	63.1%	64.3%	65.1%	66.1%
负债权益比	205.2%	170.9%	180.0%	186.6%	195.3%
流动比率	0.66	0.88	0.98	1.11	1.16
速动比率	0.17	0.33	0.31	0.81	0.59
利息保障倍数	-1.61	8.18	18.85	22.12	27.85
分红指标					
DPS(元)	0.20	0.80	0.44	0.38	1.18
分红比率	-147.4%	213.9%	66.1%	44.2%	108.1%
股息收益率	1.0%	3.9%	2.1%	1.9%	5.7%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-153.6	139.9	319.6	420.1	527.3
加:折旧和摊销	210.0	176.1	212.4	226.5	239.7
资产减值准备	345.1	226.7	-	-	-
公允价值变动损失	-0.1	-0.1	-	-	-
财务费用	32.9	20.7	22.7	25.0	25.0
投资损失	-43.1	-81.9	-60.0	-70.0	-60.0
少数股东损益	-87.9	-41.0	35.5	36.5	45.8
营运资金的变动	43.1	338.8	-773.5	794.1	-624.0
经营活动产生现金流量	448.3	569.4	-243.2	1,432.2	153.8
投资活动产生现金流量	-100.9	-71.4	-5.9	-65.4	-67.8
融资活动产生现金流量	-252.9	-449.2	463.1	90.7	-594.9

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	-0.14	0.37	0.66	0.87	1.09
BVPS(元)	2.36	2.54	2.78	3.26	3.17
PE(X)	-150.9	54.8	31.0	23.6	18.8
PB(X)	8.7	8.1	7.4	6.3	6.5
P/FCF	34.8	35.2	31.4	6.1	412.1
P/S	3.0	3.1	3.1	2.9	2.5
EV/EBITDA	58.1	21.8	15.7	11.4	10.1
CAGR(%)	-243.8%	60.0%	-324.2%	-243.8%	60.0%
PEG	0.6	0.9	-0.1	-0.1	0.3
ROIC/WACC	-0.5	1.2	4.7	3.2	10.2
REP	-11.1	8.8	1.5	4.9	0.9

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 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
	章政	021-35082861	zhangzheng@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
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	巢莫雯		

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

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。