

恒顺醋业 (600305.SH)

调味发酵品行业

评级：买入 维持评级

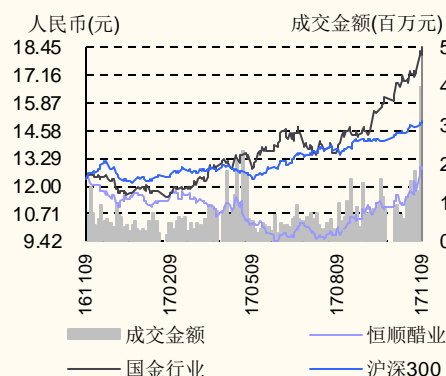
公司研究

市场价格 (人民币): 12.94 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)	602.74
总市值(百万元)	7,799.43
年内股价最高最低(元)	12.94/9.42
沪深 300 指数	4075.90
上证指数	3427.79



加大市场投入，恒顺有望成为调味品行业下一个戴维斯双击品种

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.795	0.283	0.572	0.411	0.464
每股净资产(元)	4.89	2.61	3.10	3.42	3.78
每股经营性现金流(元)	0.93	0.52	0.19	0.54	0.66
市盈率(倍)	32.28	41.31	22.62	31.48	27.87
行业优化市盈率(倍)	23.81	23.81	23.81	23.81	23.81
净利润增长率(%)	220.41%	-28.89%	102.34%	-28.15%	12.95%
净资产收益率(%)	16.26%	10.84%	18.46%	12.02%	12.27%
总股本(百万股)	301.37	602.74	602.74	602.74	602.74

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 今年以来调味品行业龙头加大市场费用投放是收入增速提速的重要原因。我们认为，调味品行业龙头企业今年收入增速提速的核心原因，是在宏观经济向好、消费整体提升的大背景下，领军企业加大市场费用投放、快速对冲提价负面影响所致。而在今年费用扩张取得良好效果的背景下，预计明年费用投放发生重大转向的可能性很低，因此预计 18 年仍将是调味品龙头公司实现中高速增长的一年。
- 受制于种种原因，恒顺市场投放力度相对较弱。从恒顺而言，由于其定位原因，其产品均价显著高于国内大部分醋企，这也在一定程度上限制了恒顺在餐饮渠道的发力。但依托于流通及 KA 渠道，现有投放力度、决策机制又对销售体系束缚较多。此外，去年的较大幅度提价，幅度之高前所未有，渠道消化周期较长。这一系列问题，是恒顺销售难有较大起色的重要原因。过去几年，受制于整体利润规模及长期的财务费用问题困扰，恒顺的市场投放力度一直较弱。
- 恒顺正在开启新一轮费用投放，有望激发收入弹性。而从近期跟踪来看，恒顺正在遵从目前调味品行业费用投放节奏加快的行业发展趋势，正在开启新一轮的费用投放。尤其是 11 月 3 日公司发布公告，公司部分土地被政府收储，补偿款为 1.57 亿元，将进一步大幅增厚公司资金实力。因此，恒顺有可能站在新一轮加速发展的节点上。在费用投放策略上，我们认为恒顺醋业很大概率将走“轻空中、重地推”的投放路径，注重费用投放效率。尤其在连续提价、渠道利差加大后，终端促销加强成为平滑提价负面影响的必需手段。而从我们近期跟踪来看，公司已于 10 月份开始加大终端促销力度，计划于重点及潜力市场的重点 KA 系统开展持续性促销活动，这将是开启恒顺未来收入弹性的重要举措。
- 恒顺有望成为调味品行业下一个戴维斯双击品种。恒顺前期 30X 左右的估值对应今年仅个位数的收入增长已被市场所接受，一方面我们认为这与恒顺醋业总市值较小有关，另一方面也与高管持股成本有关（2016 年 5 月高管完成持股计划购买，名义成本除权后为 9.725 元，叠加资金成本后实际成本在 10 元上方）。因此，在完成高管持股计划之后的近一年半时间里，公司股价在 9-12.5 元区间震荡时间较长，对应市值约为 54-75 亿元，对应今年主营业

相关报告

1. 《高基数下平稳增长，期待来年展现经营魄力-恒顺醋业公司点评》，2017.10.30
2. 《收入降速不改公司缓步改善判断-恒顺醋业公司点评》，2017.8.22

于杰

分析师 SAC 执业编号: S1130516070001
yujie@gjzq.com.cn

申晟

分析师 SAC 执业编号: S1130517080003
(8621)60230204
shensheng@gjzq.com.cn

务净利润（预计 2.1 亿元，不包含政府收储补偿）对应 PE 约为 26X-36X，30X 左右的 PE 中枢区间相比启动前期海天味业及中炬高新的估值仅略高，相差并不远。因此，我们想要强调的是，我们需重点跟踪恒顺醋业自今年 10 月份开启的新一轮费用投放，如果这一轮费用投放能够有效抬升公司收入增长中枢、同时利润端能够保持相近或哪怕略低于收入增速的增长水平，那么我们认为恒顺醋业将有望复制海天味业及中炬高新前期股价实现的戴维斯双击走势。

投资建议

- 考虑到公司市场策略刚刚发生变化，我们仅针对近期土地收储事项对 17 年做出盈利调整，暂不上调 18 年及之后预测，后续我们将根据跟踪情况做出相机更新。
- 预计 17-19 年公司实现营业收入 15.35 亿元/16.60 亿元/18.30 亿元，同比增长 6.1%/8.1%/10.2%；归属母公司净利润为 3.45 亿元/2.45 亿元/2.80 亿元，同比增长 103%/-29%/14.3%，对应 EPS0.57 元/0.41 元/0.46 元，目前股价对应 PE 为 22X/31X/28X，维持“买入”评级。

风险

- 市场竞争加剧/费用投放不达预期

内容目录

一、 调味品行业龙头加大市场费用投放是收入增速提速的重要原因	4
二、 恒顺正在开启新一轮费用投放，有望激发收入弹性	4
三、 恒顺有望成为调味品行业下一个戴维斯双击品种	5
四、 盈利预测	7
风险提示	7

图表目录

图表 1：主要酱醋类调味品上市企业前三季度销售费用投放及收入增长情况 ...	4
图表 2：恒顺已开始加强地推（上海永辉超市）	5
图表 3：海天味业近三年 PE Band	6
图表 4：中炬高新近三年 PE Band	6
图表 5：恒顺醋业近三年 PE Band	7

一、 调味品行业龙头加大市场费用投放是收入增速提速的重要原因

调味品行业龙头企业今年收入增速提速的核心原因，是在宏观经济向好、消费整体提升的大背景下，领军企业加大市场费用投放、快速对冲提价负面影响所致。而在今年费用扩张取得良好效果的背景下，我们预计明年费用投放发生重大转向的可能性很低，因此 18 年预计仍将是调味品龙头公司实现中高速增长的一年。（不过在利润端，我们认为海天和中炬未来实现增长的模式在收入增长之外会有所不同，预计海天将是通过减少空中投放、加强费用使用效率来实现整体费用率压缩，而中炬则主要依托于正处在净利率提升路径上的阳西产能贡献增大来实现利润弹性。）

今年以来海天、中炬、千禾总体均处于费用扩张期，其收入表现也给予充分回报。而加加、恒顺则因费用整体处于收缩态势，整体表现相对不理想。

图表 1：主要酱醋类调味品上市企业前三季度销售费用投放及收入增长情况

	17M9销售费用率	增速同比+/-pct	17M9销售费用总额同比+/-	17M9收入增长率	增速同比+/-pct
海天味业	14.00%	+1.50pct	+35.63%	+21.04%	+10.72pct
中炬高新	12.84%	+2.93pct	+53.99%	+18.84%	+5.64pct
千禾味业	17.79%	-1.25pct	+17.28%	+25.57%	+5.87pct
加加食品	8.30%	-1.46pct	-10.99%	+1.47%	-3.58pct
恒顺醋业	15.68%	-1.73pct	-4.89%	+5.58%	-4.61pct

来源：公司公告，国金证券研究所

而至于恒顺醋业前三季度表现，我们曾在三季报点评《高基数下平稳增长，期待来年展现经营魄力》中提到如下观点：

提价幅度较大、渠道消化周期较长，加大市场投入迫在眉睫。理论上而言，宏观经济指标向好、餐饮业增速对酱醋类产品消费的提振是较为明显的，但从实际终端看到的现象却是酱油行业和醋行业呈现“冰火两重天”的态势。因此，宏观大逻辑并不能说明一切问题。从恒顺本身情况而言，由于其定位原因，其产品均价显著高于国内大部分醋企，这也在一定程度上限制了恒顺在餐饮渠道的发力。但依托于流通及 KA 渠道，现有投放力度、决策机制又对销售体系束缚较多。此外，去年的较大幅度提价，幅度之高前所未有，渠道消化周期较长。这一系列问题，是恒顺销售难有较大起色的重要原因。

过去几年，受制于整体利润规模及长期的财务费用问题困扰，恒顺的市场投放力度一直较弱。不过预计今年公司利润规模将达到 2 亿元以上，这也是除 15 年因投资收益贡献、利润达 2.4 亿元之外，历史上公司主业利润规模最高的一年。理论上来说，我们认为恒顺目前已具备了加大市场投放、推动加速发展的物质条件，但尚欠打破制度、思想陈疴的改革决心。明年是一个较为关键的时间节点，期待公司能够展现经营魄力，抓住这一轮消费整体性向好时机。

二、 恒顺正在开启新一轮费用投放，有望激发收入弹性

从近期跟踪来看，恒顺遵从目前调味品行业费用投放节奏加快的行业发展趋势，正在开启新一轮的费用投放，也验证了我们此前对于“恒顺已具备加大市场投放、推动加速发展的物质条件”的判断。尤其是 11 月 3 日公司发布公告，公司部分土地被政府收储，补偿款为 1.57 亿元，将进一步大幅增厚公司资金实力。因此，恒顺有可能站在新一轮加速发展的节点上，建议投资者保持紧密关注后

续费用投放力度及实际效果。

在费用投放策略上，我们认为恒顺醋业很大概率将走“轻空中、重地推”的投放路径，注重费用投放效率。尤其在连续提价（16年6月起19个主力醋产品平均提价9%，近期跟踪17年10月起5个主力醋产品再次提价约9-10%）、渠道利差加大后，终端促销加强成为平滑提价负面影响的必需手段。从我们近期跟踪来看，公司已于近期开始加大终端促销力度，计划于重点及潜力市场的重点KA系统开展持续性促销活动，这将是开启恒顺未来收入弹性的重要举措。

图表2：恒顺已开始加强地推（上海永辉超市，摄于11月9日）



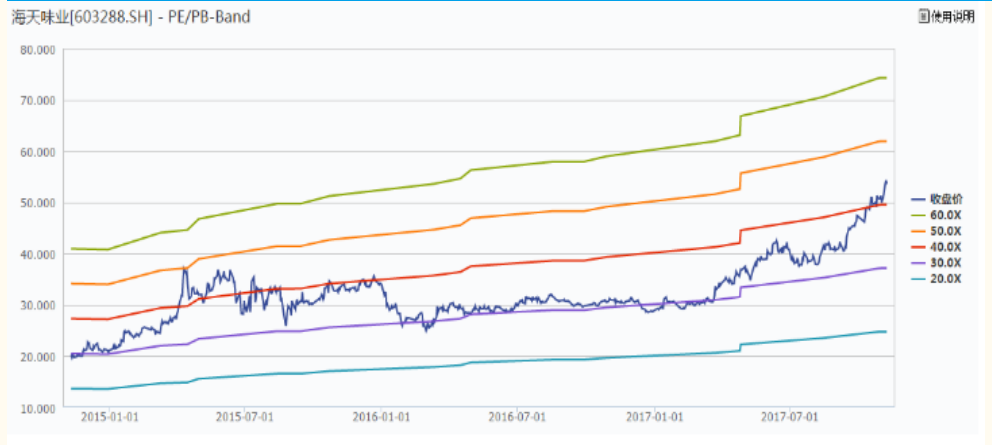
来源：市场调研，国金证券研究所

三、 恒顺有望成为调味品行业下一个戴维斯双击品种

从下图海天味业及中炬高新的PE Band可清晰看出，自年初至今调味品两大龙头公司股价均有接近翻倍的高亮表现，走出典型的戴维斯双击示范。海天、中炬收入增速自2016年的10%+快速提升至2017年的20%+，而起股价也自30X（TTM）附近一路走高至40X（TTM）以上。

客观而言，海天味业今年以来的表现是被国内机构所普遍忽视的。在今年3月份行情启动之前，海天味业对应16年业绩约为PE28-30X，显然这样的估值水平对应仅10%+的收入、利润增速水平略显高估，即便切到17年PE也在25X左右，这样的估值及对应的增长确实不具备太大的吸引力。但得益于16年的渠道修生养息带来的低基数，海天自16Q3开启的大规模费用投放在17Q1快速见效，海天实际增长由预期的10-15%快速攀升至20%以上，股价也开启向上走势（由30X向40X迈进，叠加盈利预测的向上修正，典型的戴维斯双击）。但是，翻阅海天味业前三季度报告，可以发现：今年中报反映，二季度末是可查看数据下国内公募基金持有海天味业股份比例最高的一个时点，但即便如此，扣除大股东海天集团以及排名第二第三的香港中央结算公司和证金公司外，第四为身为QFII的香港汇丰，持股比例约为0.80%，再之后的39家公募基金累计仅持有约0.59%的股份，不足汇丰一家。这说明国内机构普遍忽视了海天味业估值体系发生的巨大变化，这样的变化一方面来自于海天自身增速的显著改善，当然也得益于A股市场乃至全球市场消费龙头的估值中枢上移。

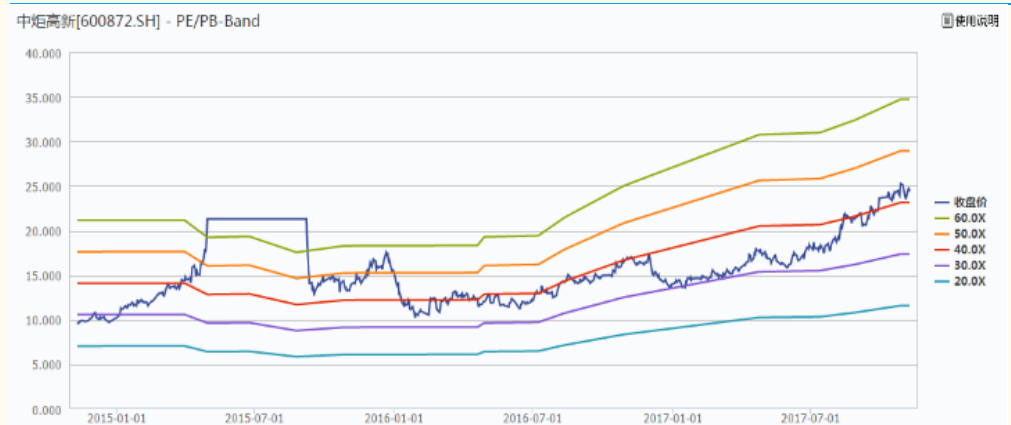
图表 3：海天味业近三年 PE Band



来源：Wind, 国金证券研究所

幸运的是，国内机构普遍未错过中炬高新的投资机会。自今年一季度开始，国内机构开始显著加仓中炬高新，二、三季度末排名前十大的机构持仓比例均超过 1%。我们认为，这很大程度上受益于得到市场普遍认可的分段估值法，即扣除地产估值（尤其是 16 年之后中山房地产价格飙涨，地价也显著升值）后，叠加净利率上行趋势明显的阳西产能贡献占比持续提升，启动之前股价对应 16 年 PE 为 23X、对应 17 年（预期归母净利润 4.6 亿元）PE 不到 20X（不扣除地产，总体 PE 分别为 31X/24X 左右），在这种情况下买入中炬高新的心理难度要显著低于海天味业。而随着中炬高新在 17Q3 同比高基数情况下仍然保持高速增长、市场利润预期进一步上调至 4.8-5 亿元一线，三季报后中炬高新最高市值突破 200 亿元，不扣除地产估值假设下整体 PE 突破 40X，实质上已与海天味业的估值水平并驾齐驱。不论市场选择何种估值方法，从结果上看，中炬高新走出的是与海天味业毫无二致的戴维斯双击走势，且最终达到与海天相近的估值高度。

图表 4：中炬高新近三年 PE Band



来源：Wind, 国金证券研究所

恒顺醋业前期 30X 左右的估值对应今年仅个位数的收入增长已被市场所接受，一方面我们认为这与恒顺醋业总市值较小有关，另一方面也与高管持股成本有关（2016 年 5 月高管完成持股计划购买，名义成本除权后为 9.725 元，叠加资金成本后实际成本在 10 元上方）。因此，在高管持股计划之后的约一年半时间里，公司股价在 9-12.5 元区间震荡时间较长，对应市值约为 54-75 亿元，对应今年主营业务净利润（预计 2.1 亿元，不包含政府收储补偿）对应 PE 约为 26X-36X，30X 左右的 PE 中枢区间相比启动前期海天味业及中炬高新的估值仅略高，相差并不远。我们想要强调的是，我们需重点跟踪恒顺醋业自今年 10 月份开启的新一轮费用投放，如果这一轮费用投放能够有效抬升公司收入增长中枢、同时利润端能够保持相近或哪怕略低于收入增速的增长水平，那么我们认为恒顺醋业将有望复制海天味业及中炬高新前期股价实现的戴维斯双击走势。

图表 5：恒顺醋业近三年 PE Band



来源：Wind, 国金证券研究所

由于恒顺业绩考核期为前一年 12 月至来年 11 月，因此实际上 11 月恒顺已进入到 2017 年最后的年度任务冲刺期。从目前跟踪来看，10 月份销售表现较为一般，费用投放刚刚启动，效果难以短期间起效，因此我们判断恒顺选择在年底前即加大投放是在为来年预热蓄力。此外，提价刚开始实施，渠道不愿第一时间打款也是重要原因。

不过，由于今年恒顺全年销售端增速表现一般，11 月作为年底冲量的最后一月，为努力完成全年任务，我们预期 11 月销售端增速环比、同比改善应会较为明显。但总体而言，恒顺收入弹性应大概率体现在 2018 年，建议投资者保持积极关注，期待恒顺醋业是调味品板块下一个戴维斯双击品种。

四、 盈利预测

考虑到公司市场策略刚刚发生变化，我们仅针对近期土地收储事项对 17 年做出盈利调整，暂不上调 18 年及之后预测，后续我们将根据跟踪情况做出相机更新。

预计 17-19 年公司实现营业收入 15.35 亿元/16.60 亿元/18.30 亿元，同比增长 6.1%/8.1%/10.2%；归属母公司净利润为 3.45 亿元/2.45 亿元/2.80 亿元，同比增长 103%/-29%/14.3%，对应 EPS0.57 元/0.41 元/0.46 元，目前股价对应 PE 为 22X/31X/28X，维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧/费用投放不达预期

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,208	1,305	1,447	1,535	1,660	1,830
增长率		8.1%	10.9%	6.1%	8.1%	10.2%
主营业务成本	-728	-787	-850	-900	-971	-1,066
%销售收入	60.3%	60.3%	58.8%	58.6%	58.5%	58.3%
毛利	479	519	597	636	689	764
%销售收入	39.7%	39.7%	41.2%	41.4%	41.5%	41.8%
营业税金及附加	-16	-15	-25	-26	-28	-31
%销售收入	1.3%	1.2%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
营业费用	-159	-193	-221	-204	-229	-264
%销售收入	13.2%	14.8%	15.3%	13.3%	13.8%	14.5%
管理费用	-112	-141	-155	-154	-149	-146
%销售收入	9.2%	10.8%	10.7%	10.0%	9.0%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	193	169	195	252	282	322
%销售收入	16.0%	13.0%	13.5%	16.4%	17.0%	17.6%
财务费用	-46	-12	-6	-1	3	5
%销售收入	3.8%	1.0%	0.4%	0.1%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-9	-25	-1	-1	0	0
公允价值变动收益	-1	0	1	0	0	0
投资收益	-37	146	-1	0	0	0
%税前利润	n.a	51.9%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	101	278	188	250	285	327
营业利润率	8.3%	21.3%	13.0%	16.3%	17.2%	17.9%
营业外收支	10	4	18	180	15	15
税前利润	111	282	207	430	300	342
利润率	9.2%	21.6%	14.3%	28.0%	18.1%	18.7%
所得税	-30	-44	-38	-87	-55	-65
所得税率	26.7%	15.7%	18.6%	20.3%	18.2%	19.0%
净利润	81	238	168	343	245	277
少数股东损益	6	-2	-2	-2	-2	-3
归属于母公司的净利润	75	240	170	345	248	280
净利率	6.2%	18.4%	11.8%	22.5%	14.9%	15.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	81	238	168	343	245	277
少数股东损益	6	-2	-2	-2	-2	-3
非现金支出	60	81	73	69	69	70
非经营收益	96	-136	8	-166	-13	-13
营运资金变动	-1	99	68	-132	22	63
经营活动现金净流	236	282	316	113	323	397
资本开支	-140	-242	-197	-9	-94	-295
投资	20	182	-30	-1	0	0
其他	0	14	4	0	0	0
投资活动现金净流	-119	-47	-223	-10	-94	-295
股权募资	655	26	5	0	0	0
债权募资	-581	-289	-113	-105	0	1
其他	-245	-44	-80	-53	-56	-62
筹资活动现金净流	-171	-307	-188	-158	-56	-61
现金净流量	-55	-72	-95	-55	173	41

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	322	250	150	95	268	309
应收账款	155	118	118	149	147	161
存货	350	325	310	391	400	433
其他流动资产	108	29	56	32	31	32
流动资产	934	722	634	667	846	936
%总资产	41.9%	31.9%	28.0%	27.9%	32.4%	31.9%
长期投资	386	387	387	388	387	387
固定资产	686	866	971	1,134	1,167	1,400
%总资产	30.7%	38.3%	42.9%	47.5%	44.7%	47.6%
无形资产	193	189	190	198	206	213
非流动资产	1,298	1,539	1,630	1,723	1,762	2,002
%总资产	58.1%	68.1%	72.0%	72.1%	67.6%	68.1%
资产总计	2,232	2,262	2,264	2,389	2,608	2,938
短期借款	494	178	66	0	0	0
应付款项	295	345	319	362	387	416
其他流动负债	81	103	139	51	54	138
流动负债	869	625	524	413	441	553
长期贷款	0	27	25	25	25	26
其他长期负债	47	53	58	0	0	0
负债	916	705	608	438	466	580
普通股股东权益	1,262	1,473	1,571	1,868	2,062	2,281
少数股东权益	54	83	85	83	80	78
负债股东权益合计	2,232	2,262	2,264	2,389	2,608	2,938

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.248	0.795	0.283	0.572	0.411	0.464
每股净资产	4.188	4.889	2.607	3.099	3.420	3.785
每股经营现金净流	0.783	0.935	0.524	0.187	0.536	0.658
每股股利	0.075	0.240	0.085	0.080	0.090	0.100
回报率						
净资产收益率	5.93%	16.26%	10.84%	18.46%	12.02%	12.27%
总资产收益率	3.35%	10.60%	7.53%	14.43%	9.50%	9.52%
投入资本收益率	7.77%	8.03%	8.99%	10.15%	10.65%	10.93%
增长率						
主营业务收入增长率	8.70%	8.10%	10.87%	6.07%	8.12%	10.24%
EBIT增长率	28.66%	-12.41%	15.25%	29.00%	12.07%	14.13%
净利润增长率	91.21%	220.41%	-28.89%	102.34%	-28.15%	12.95%
总资产增长率	-9.20%	1.36%	0.10%	5.52%	9.16%	12.67%
资产管理能力						
应收账款周转天数	27.6	27.0	25.0	26.5	26.1	25.9
存货周转天数	183.2	156.5	136.2	158.6	150.4	148.4
应付账款周转天数	70.7	69.4	68.1	69.4	68.9	68.8
固定资产周转天数	183.3	191.8	215.5	223.4	169.9	160.7
偿债能力						
净负债/股东权益	13.05%	-2.92%	-3.49%	-3.54%	-11.33%	-11.97%
EBIT利息保障倍数	4.2	13.6	32.6	297.6	-101.9	-59.5
资产负债率	41.03%	31.18%	26.83%	18.35%	17.87%	19.73%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	10	10	16	17
增持	1	6	6	15	18
中性	0	1	1	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.47	1.47	1.58	1.59

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-06-03	买入	21.13	26.00~26.00
2	2016-08-23	买入	11.46	13.00~13.00
3	2017-08-22	买入	10.30	12.00~12.00
4	2017-10-30	买入	11.75	N/A

来源：国金证券研究所

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 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

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%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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方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信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邀请。

证券研究报告是用于服务专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

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：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH