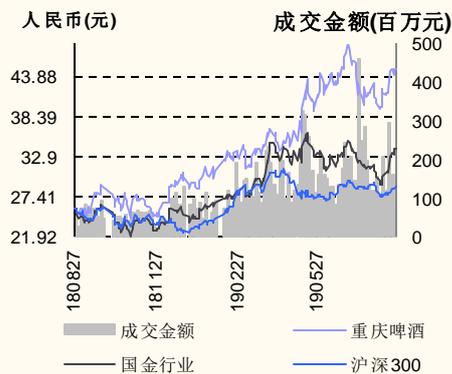


市场价格 (人民币): 45.08 元

市场数据 (人民币)

| | |
|-----------------|-------------|
| 已上市流通 A 股 (百万股) | 483.97 |
| 总市值 (百万元) | 21,817.42 |
| 年内股价最高最低 (元) | 45.08/39.52 |
| 沪深 300 指数 | 3820.86 |
| 上证指数 | 2897.43 |



相关报告

1. 《嘉士伯助力成长, 经营效率傲视群雄 - 重庆啤酒深度报告》, 2019.7.21

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

寇星 联系人
kouxing@gjzq.com.cn

结构升级稳步推进, 经营效率持续领先

公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益 (元) | 0.68 | 0.83 | 1.00 | 1.17 | 1.34 |
| 每股净资产 (元) | 2.40 | 2.37 | 2.54 | 2.87 | 3.36 |
| 每股经营性现金流 (元) | 1.69 | 1.54 | 1.69 | 1.77 | 1.93 |
| 市盈率 (倍) | 31 | 37 | 45 | 39 | 34 |
| 净利润增长率 (%) | 82.03% | 22.62% | 19.67% | 17.07% | 14.85% |
| 净资产收益率 (%) | 28.31% | 35.28% | 39.25% | 40.69% | 40.00% |
| 总股本 (百万股) | 483.97 | 483.97 | 483.97 | 483.97 | 483.97 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 重庆啤酒 1H2019 实现营业收入 18.33 亿元, 同比+3.92%; 归母净利润 2.39 亿元, 同比+13.75%; EPS 0.49 元。公司 Q2 单季度实现营业收入 9.99 亿元, 同比+5.11%; 归母净利润 1.53 亿元, 同比+13.95%。

经营分析

- 上半年啤酒业务量增 2.3%、价增 4.0%, 结构升级持续推进: 公司上半年啤酒业务实现营业收入 17.89 亿元, 同比+6.4%, 其中啤酒销量 48.27 万千升, 同比+2.3%, 吨价达到 3707 元, 同比+4.0%, 量价齐升持续带动公司啤酒业务增长。分产品来看, 上半年公司高/中/低档产品收入分别同比+0.23%/+9.63%/-2.98%, 中高档产品占比达到 87.6%, 其中新品“醇国宾”市场推广成果显著, 重庆纯生销量大幅提升, “特醇嘉士伯”等国际品牌产品铺市率明显提高, 结构升级顺利推进。
- 结构升级带动盈利能力提升: 公司上半年毛利率在中高端产品占比提升+增值税下调+原材料价格波动等因素的共振下提升 1.28pct 至 40.69%。上半年费用端销售费用率和管理费用率分别同比-0.02pct/-0.37pct, 销售费用中运输效率持续提升, 费用率下降 0.37pct; 管理费用净额同比下降, 嘉士伯入主后标准化管理、提质增效、费用管控等仍在持续推进。综合来看, 公司上半年净利率提升 1.49pct 至 14.77%, 经营管理效率继续傲视群雄。
- 四川市场表现亮眼, 聚焦战略实现更有效率的成长: 公司上半年重庆/四川/湖南三地分别实现营业收入 13.17/3.48/1.24 亿元, 分别同比+3.42%/26.77%/-7.13%。公司不断夯实大本营重庆市场, 加速推动价格带上行; 四川市场拓展超预期, 市占率不断提升, 扩大第二大市场的影响力; 湖南市场短期内受关停国人常德分公司影响, 市场理顺后有望重回增长。长期来看, 公司“本地强势品牌+国际高端品牌”的产品矩阵和核心聚焦三地的区域销售策略将有助于公司结构升级和经营效率提升领先于行业内其他公司, 实现更有效率的成长。

盈利预测

- 我们预计公司 2019-2021 年的收入分别为 36.90/40.01/42.97 亿元, 同比增长 6.4%/7.4%/8.4%; 归母净利润分别为 4.83/5.66/6.50 亿元, 同比增长 19.67%/17.07%/14.85%; EPS 分别为 1.00 元/1.17 元/1.34 元; 当前股价对应 PE 分别为 45X/39X/34X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 原材料价格上涨、关停出售工厂压制利润、关联交易

Q2 环比 Q1 结构升级提速，中档产品发力

- **Q2 收入增速环比提升：**公司上半年整体实现营业收入 18.33 亿元，同比+3.92%，分季度来看 Q2 增速 (+5.11%) 环比 Q1 (+2.53%) 持续提升。Q2 相较于 Q1 更适宜于啤酒销售，公司 Q2 实现销售额 9.99 亿元，环比增加 19.93%；同时 Q2 进入旺季后产品动销加快，更有利于产品替代，推动升级更加顺利，因此 Q2 收入增速环比提升 2.58pct，旺季收入提速愈发证明增长的可持续强。
- **Q2 结构升级提速：**分拆季度量价来看，Q1 和 Q2 分别实现啤酒销量 22.49/25.78 万千升，分别同比+5.04%和-0.04%，Q1 高增长主因新品“醇国宾”的大面积铺货，公司以此将 6 元价格带产品向 8 元升级，上半年整体效果显著；Q2 销量与去年同期基本持平，公司上半年整体销量+2.3%，高于行业平均水平 (+0.8%)。上半年公司啤酒吨价超过 3700 元，达到 3707 元，上半年主要受新品“醇国宾”市场推广成果显著，重庆纯生销量大幅提升，“特醇嘉士伯”等国际品牌产品铺市率明显提高推动。公司 Q1 还原应付账款结转后吨价同比+4%，Q2 同比+5.1%，吨价逐季提升，整体结构升级效率 Q2 环比 Q1 提升。结构升级是长期的过程，前期的稳扎稳打更有助于后续的顺利推进，在上半年的基础上，预计下半年公司产品结构升级的步伐将继续加快，产品更新换代和新品铺市将更加顺利。

图表 1：公司收入增速环比提升



图表 2：公司吨价稳步提升 (元/吨)



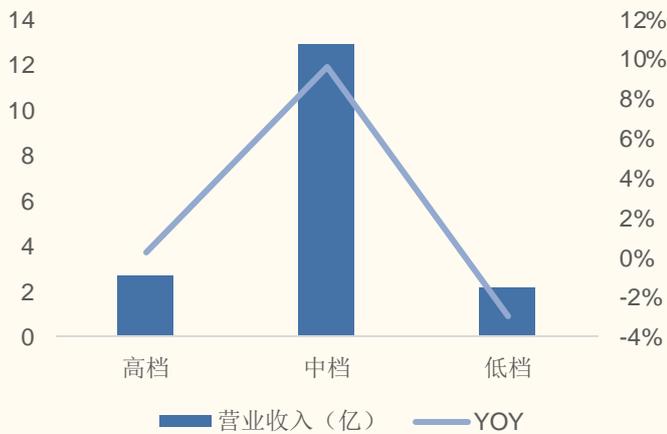
来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

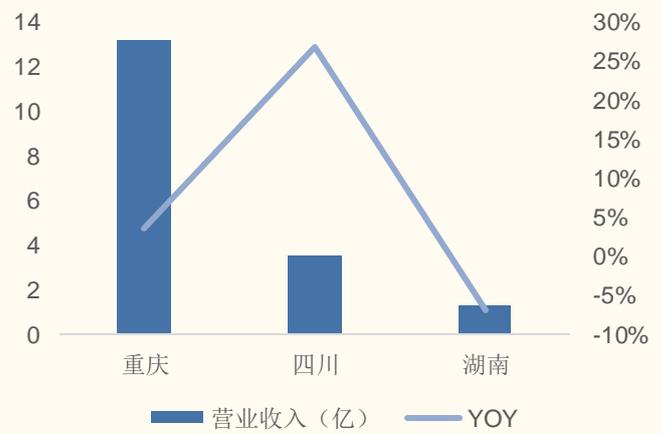
- **核心中档产品升级提速，低档逐步收缩：**公司上半年高/中/低档产品分别实现营业收入 2.74/12.94/2.22 亿元，分别同比+0.23%/+9.63%/-2.98%，公司收入增长主要得益于中档产品发力。公司中档产品以重庆国宾和乐堡系列为主，是公司的主流价格带，占据收入 70%以上，上半年增长大概率受国宾系列市场持续开拓和内部结构升级推动，主流产品带推动的增长提速更加稳固和有效。同时公司高端系列收入增长 0.23%，主要受重庆纯生销量提升拉动；低端收入下滑大概率系公司逐步收缩低端市场，推动低端市场消费者向中端产品消费迁移，也带动公司整体盈利水平提升。
- **巩固重庆市场、加速布局四川市场、重整湖南市场，渠道聚焦不断释放张力：**公司上半年重庆/四川/湖南三地分别实现营业收入 13.17/3.48/1.24 亿元，分别同比+3.42%/+26.77%/-7.13%。重庆是公司的大本营市场，公司在重庆真正实现了“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合，上半年收入增长 3.42%，不断夯实本地市场，强化消费者对重啤品牌认识，加速推动价格带上移。四川是公司第二大市场，但基数不高，上半年增长 26.77%，拓展超预期，市占率不断提升，市场张力持续释放。湖南收入下滑主要受关停国人常德分公司影响，市场

理顺后有望重回增长。公司三大核心市场仍有深耕和结构升级的潜力，看好公司在三大市场持续深耕，实现稳定增长。

图表 3：公司分档次收入情况



图表 4：公司分地区收入情况



来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

多重因素共振下毛利率提升 1.28pct，叠加费用管控推高盈利能力

- 三大因素共振带动毛利率稳中有升：**公司上半年实现毛利率 40.69%，同比+1.28pct，得益于结构升级+增值税下调+原材料价格波动的共同拉动。
 - 1) 结构升级：**分档次来看，公司高档产品毛利率超过 50%，中档产品的毛利率在 40%以上，均高于整体毛利率，而低档产品毛利率不足 20%，结构升级对毛利率水平的提升更加有效和直接。
 - 2) 增值税下调：**4月1日增值税下调预计对公司毛利率有正向影响，上半年税金及附加占营收的比重下降 0.35%，城市维护建设费和教育费附加等以增值税为纳税基础的税种占收入的比重均略有下降，侧面证明了增值税同比下降。
 - 3) 原材料价格：**上半年公司核心原材料大麦和玻璃瓶价格同比均有所上升，但包装材料中瓦楞纸和易拉罐等价格同比下降，两相中和后原材料对毛利率的影响进一步削弱。
- 销售费用率同期基本持平，由市场费用增加、运输费用下降合力促成：**公司上半年销售费用 2.47 亿元，费用率为 13.50%，较去年同比略降 0.02pct，基本持平，主要系广告及市场费用率增加而运输费用率下降。上半年公司投入广告及市场费用 1.09 亿元，同比增长 0.6%，公司原有产品在重庆本地知名度高，无需较多的市场费用支持，但“醇国宾”新品仍需要较多的销售资源支持，并且纯生、乐堡等产品仍在推广期，所以广告费用率同比提升。公司上半年运输费用率降低 0.37pct，主要系中高端和易拉罐产品销量增加，降低平均运输费用。
- 管理费用率同比下降 0.37%，效率提升仍在路上：**公司上半年管理费用仅为 8778 万，同比减少 319 万，相应的管理费用率同比下降 0.37pct。管理费用中工资薪酬、办公费 and 无形资产摊销等均同比下降，嘉士伯入主后标准化管理、提质增效、费用管控等仍在持续推进。
- 净利率达到 14.77%，继续傲视群雄：**公司上半年净利率水平提升 1.49pct 至 14.77%，核心受益于产品结构升级和管理效率提升，盈利水平不断优化，盈利能力稳步提升，经营管理效率继续傲视群雄。

周转材料减值加快降低存货风险，现金流稳健

- 存货降低带动经营周转效率提升：**从资产负债表来看，公司上半年存货较去年同期减少 2.58 亿元，主要系周转材料减少较多，公司规划到 2020 年逐渐将旧瓶型减值完成，上半年存货中周转材料仅 1.87 亿元，处合理库存水平，降低了存货减值的风险，存货下降也带动公司上半年营业周期降至 63.26 天，经营周转效率提升。

- **现金流稳健增长：**公司上半年经营活动产生的现金流量净额 4.72 亿元，同比+8.51%；其中经营活动现金流入 20.78 亿元，同比+6.13%，高于收入增速，上半年现金流整体稳健，可持续强。

预计下半年结构升级持续推进，长期盈利能力不断优化

- **上半年良好的发展是全年业绩增长的基石：**前期结构升级顺利为后续发展打下基础，预期下半年收入端仍将受益于结构升级的大趋势，中高端产品占比稳步提升。全年来看，产品端“醇国宾”市场推广带来的产品升级将是核心看点，重庆纯生等高端产品仍将保持有效增长；渠道端重庆稳扎稳打、四川省占率持续提升、湖南市场不断梳理，三地合力推动全年业绩持续增长。
- **长期盈利能力仍将不断优化：**长期来看，嘉士伯入主后通过管理层换血、关厂减员优化产能、聚焦核心区域和产品向高端化迈进等措施将嘉士伯优秀的啤酒企业管理经验与重庆啤酒相融合，带给公司可观的增长。但公司效率提升仍未完成，量价齐升的周期将拉长，盈利能力提升和改善的仍将是公司发展的大方向和长期看点。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 主营业务收入 | 3,196 | 3,176 | 3,467 | 3,690 | 4,001 | 4,297 | 货币资金 | 268 | 689 | 967 | 1,114 | 1,487 | 1,870 |
| 增长率 | | -0.6% | 9.2% | 6.4% | 8.4% | 7.4% | 应收款项 | 94 | 69 | 80 | 76 | 82 | 88 |
| 主营业务成本 | -1,940 | -1,926 | -2,083 | -2,200 | -2,361 | -2,502 | 存货 | 826 | 631 | 337 | 362 | 356 | 356 |
| %销售收入 | 60.7% | 60.7% | 60.1% | 59.6% | 59.0% | 58.2% | 其他流动资产 | 144 | 218 | 103 | 129 | 181 | 233 |
| 毛利 | 1,256 | 1,249 | 1,385 | 1,490 | 1,640 | 1,795 | 流动资产 | 1,332 | 1,607 | 1,486 | 1,680 | 2,105 | 2,547 |
| %销售收入 | 39.3% | 39.3% | 39.9% | 40.4% | 41.0% | 41.8% | %总资产 | 39.6% | 45.8% | 45.1% | 48.7% | 54.6% | 59.1% |
| 营业税金及附加 | -270 | -265 | -280 | -297 | -322 | -346 | 长期投资 | 306 | 133 | 187 | 187 | 187 | 187 |
| %销售收入 | 8.4% | 8.3% | 8.1% | 8.1% | 8.1% | 8.1% | 固定资产 | 1,266 | 1,353 | 1,251 | 1,190 | 1,164 | 1,166 |
| 营业费用 | -446 | -465 | -455 | -482 | -512 | -541 | %总资产 | 37.6% | 38.6% | 37.9% | 34.5% | 30.2% | 27.1% |
| %销售收入 | 13.9% | 14.7% | 13.1% | 13.1% | 12.8% | 12.6% | 无形资产 | 365 | 310 | 255 | 250 | 245 | 240 |
| 管理费用 | -184 | -156 | -154 | -159 | -164 | -168 | 非流动资产 | 2,033 | 1,900 | 1,811 | 1,771 | 1,750 | 1,762 |
| %销售收入 | 5.7% | 4.9% | 4.4% | 4.3% | 4.1% | 3.9% | %总资产 | 60.4% | 54.2% | 54.9% | 51.3% | 45.4% | 40.9% |
| 息税前利润 (EBIT) | 357 | 364 | 495 | 553 | 642 | 740 | 资产总计 | 3,366 | 3,506 | 3,298 | 3,451 | 3,855 | 4,309 |
| %销售收入 | 11.2% | 11.5% | 14.3% | 15.0% | 16.0% | 17.2% | 短期借款 | 7 | 0 | 243 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | -26 | -23 | -18 | -9 | -7 | -7 | 应付款项 | 1,403 | 1,568 | 1,297 | 1,516 | 1,625 | 1,721 |
| %销售收入 | 0.8% | 0.7% | 0.5% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 其他流动负债 | 111 | 139 | 199 | 176 | 194 | 212 |
| 资产减值损失 | -227 | -68 | -93 | -70 | -65 | -60 | 流动负债 | 1,521 | 1,707 | 1,739 | 1,692 | 1,819 | 1,933 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 82 | 73 | 72 | 70 | 70 | 65 | 其他长期负债 | 602 | 634 | 396 | 490 | 585 | 665 |
| %税前利润 | 52.2% | 21.2% | 14.8% | 12.4% | 10.6% | 8.6% | 负债 | 2,123 | 2,341 | 2,136 | 2,182 | 2,404 | 2,598 |
| 营业利润 | 187 | 334 | 480 | 564 | 660 | 758 | 普通股股东权益 | 1,230 | 1,164 | 1,145 | 1,232 | 1,391 | 1,625 |
| 营业利润率 | 5.8% | 10.5% | 13.9% | 15.3% | 16.5% | 17.6% | 少数股东权益 | 12 | 2 | 17 | 37 | 60 | 86 |
| 营业外收支 | -30 | 11 | 2 | 2 | 2 | 2 | 负债股东权益合计 | 3,366 | 3,506 | 3,298 | 3,451 | 3,855 | 4,309 |
| 税前利润 | 157 | 345 | 482 | 566 | 662 | 760 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 4.9% | 10.9% | 13.9% | 15.3% | 16.5% | 17.7% | | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 所得税 | -17 | -19 | -61 | -62 | -73 | -84 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 10.7% | 5.5% | 12.7% | 11.0% | 11.0% | 11.0% | 每股收益 | 0.374 | 0.681 | 0.835 | 0.999 | 1.169 | 1.343 |
| 净利润 | 140 | 326 | 421 | 503 | 589 | 676 | 每股净资产 | 2.541 | 2.404 | 2.366 | 2.545 | 2.874 | 3.357 |
| 少数股东损益 | -41 | -3 | 17 | 20 | 23 | 27 | 每股经营现金净流 | 1.177 | 1.694 | 1.538 | 1.690 | 1.773 | 1.929 |
| 归属于母公司的净利润 | 181 | 329 | 404 | 483 | 566 | 650 | 每股股利 | 0.800 | 0.800 | 0.800 | 0.820 | 0.840 | 0.860 |
| 净利率 | 5.7% | 10.4% | 11.7% | 13.1% | 14.1% | 15.1% | 回报率 | | | | | | |
| | | | | | | | 净资产收益率 | 14.72% | 28.31% | 35.28% | 39.25% | 40.69% | 40.00% |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 总资产收益率 | 5.38% | 9.40% | 12.25% | 14.30% | 15.21% | 15.80% |
| 净利润 | 140 | 326 | 421 | 503 | 589 | 676 | 投入资本收益率 | 25.54% | 29.50% | 30.80% | 38.78% | 39.37% | 38.49% |
| 少数股东损益 | -41 | -3 | 17 | 20 | 23 | 27 | 增长率 | | | | | | |
| 非现金支出 | 403 | 230 | 267 | 236 | 246 | 263 | 主营业务收入增长率 | -3.85% | -0.64% | 9.19% | 6.42% | 8.43% | 7.40% |
| 非经营收益 | -68 | -55 | -84 | -94 | -81 | -81 | EBIT增长率 | 54.36% | 1.78% | 36.22% | 11.58% | 16.10% | 15.32% |
| 营运资金变动 | 95 | 319 | 141 | 173 | 104 | 75 | 净利润增长率 | -375.57% | 82.03% | 22.62% | 19.67% | 17.07% | 14.85% |
| 经营活动现金净流 | 569 | 820 | 744 | 818 | 858 | 933 | 总资产增长率 | -9.55% | 4.18% | -5.95% | 4.64% | 11.71% | 11.77% |
| 资本开支 | -159 | -318 | -129 | -98 | -148 | -198 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 投资 | 85 | 179 | 44 | 0 | 0 | 0 | 应收账款周转天数 | 6.3 | 4.5 | 4.9 | 4.5 | 4.5 | 4.5 |
| 其他 | 3 | 145 | 67 | 70 | 70 | 65 | 存货周转天数 | 178.8 | 138.1 | 84.8 | 60.0 | 55.0 | 52.0 |
| 投资活动现金净流 | -71 | 6 | -18 | -28 | -78 | -133 | 应付账款周转天数 | 60.2 | 80.4 | 81.3 | 82.0 | 82.0 | 82.0 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 127.3 | 153.2 | 130.0 | 116.1 | 104.7 | 97.7 |
| 债权募资 | -623 | -7 | 0 | -243 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | | | |
| 其他 | 174 | -399 | -449 | -400 | -408 | -417 | 净负债/股东权益 | -29.10% | -59.11% | -62.29% | -87.82% | -102.47% | -109.28% |
| 筹资活动现金净流 | -449 | -405 | -449 | -643 | -408 | -417 | EBIT利息保障倍数 | 13.7 | 15.7 | 27.5 | 60.9 | 91.7 | 105.7 |
| 现金净流量 | 49 | 421 | 278 | 147 | 373 | 383 | 资产负债率 | 63.09% | 66.77% | 64.77% | 62.48% | 61.00% | 58.41% |

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 | 0 | 5 | 6 | 20 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 14 |
| 中性 | 0 | 1 | 1 | 1 | 3 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 评分 | 0.00 | 3.00 | 1.33 | 1.29 | 1.61 |

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 | 2017-08-28 | 增持 | 23.23 | 29.00~29.00 |
| 2 | 2019-07-21 | 买入 | 42.47 | 48.96~48.96 |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |

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



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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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 | 北京 | 深圳 |
|-----------------------------------|---------------------------|-------------------------------------|
| 电话：021-60753903 | 电话：010-66216979 | 电话：0755-83831378 |
| 传真：021-61038200 | 传真：010-66216793 | 传真：0755-83830558 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 邮编：100053 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼 | 地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层 | 地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH |