

本报告的主要看点:

1. 集中阐述了近期路演中密集反馈的问题
2. 从业绩、资产质量、估值3个维度探讨了当下白酒资产的投资价值

三个维度看当下白酒资产的投资价值

经营分析

- 近期板块调整主要系资金面、情绪面影响，基本面依旧强劲。近期白酒板块大幅调整主要系：1) 20Q4 基金对白酒板块的持股市值和比例达到历史高位，超配比例约 2.2pcts。21 年初全球经济共振复苏，带动有色、钢铁等周期板块业绩弹性显著改善，市场风格切换，资金在不同板块间重新配置。2) 中期流动性趋紧，无风险利率或步入上行通道，DCF 模型定价的个股受影响程度更深。资金在估值高确定性溢价、估值性价比标的之间重新权衡。
- 我们认为：1) 复盘历史，除去“12-14 年限制三公消费”期间，茅台收益率阶段性跑输沪深 300，其他大部分时间累计收益率均跑赢大盘。2) 此轮调整异于 13 年、18 年及 20 年初，基本面并未恶化，当前需求同比改善，经营依旧向好。批价、成交价上行映射出动销的高景气度，估值具备底部支撑。
- 近期密集路演反馈，市场风格切换下，投资者关注点或发生转变。投资者密切关注“Q1、21 年业绩弹性怎么看”、“基本面有何潜在风险”、“估值到多少倍是合适的买入时机”、“历史估值水平是多少”等问题，这表明现阶段机构择股过程中，对短期业绩赋予的权重有所提升，兼顾资产质量和估值性价比。
- 一二线白酒龙头仍是当前优质的投资标的。1) 业绩角度：一二线龙头春节旺季动销、打款超预期，21Q1 有望实现开门红，预计 21Q2 “需求恢复+补库存+挺价提价”逻辑强劲，21 年作为十四五开局之年业绩高增长可期，中长期十四五规划稳中有进。2) 资产质量角度：疫情是供给侧的改革，行业集中度提升加速。行业格局确定性加强。经济波动、疫情影响、需求变化过程中，白酒龙头公司证明了其经营能力的稳定性及逐步弱化的周期性。而中产崛起驱动高端酒扩容，次高端受益于高端酒价格上行打开空间，白酒的消费品属性增强。白酒仍是高景气优质赛道，高 ROE 具备稳定性和持续性，抱团是资金集体选择优质资产的结果而非原因。3) 估值角度：从历史估值中枢、PEG 估值、对标海外奢侈品龙头 3 个角度，大部分白酒龙头估值已步入合理区间。白酒稳定经营，自由现金流充裕，对下游有强议价权，进入壁垒高，行业格局稳固。长期看，具有永续增长能力的企业理应享有确定性估值溢价，建议弱化阶段性估值因素，重视时间复利累积带来的价值。

投资建议

- 在业绩、资产质量、估值三个维度下，当前一二线白酒龙头依旧是优质投资标的。继续重申观点，关注调整后布局时机，推荐高端（茅五泸），及改革标的（汾酒、洋河、酒鬼、古井）。

风险提示

- 宏观经济下行风险、疫情防控不及预期风险、食品安全风险

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

内容目录

一、近期路演观点反馈	3
1.1 近期板块调整的原因是什么?	3
1.2 如何看待此轮调整?	4
1.3 市场风格切换下, 投资者关注点发生何种改变?	4
1.4 当前背景下, 建议从三个维度选择优质投资标的.....	5
二、白酒基本面: 短期业绩加速可期, 中长期格局稳固	5
2.1 业绩角度.....	5
2.2 资产质量角度	7
三、白酒估值: 历史&国内外对比, 估值渐入合理区间	7
3.1 历史估值中枢角度	7
3.2 PEG 估值角度.....	7
3.3 海外洋酒、奢侈品龙头角度	8
3.4 确定性溢价	8
四、投资观点: 龙头白酒企业依旧是优质投资标的	8
五、风险提示.....	8

图表目录

图表 1: 申万一级行业指数节后至今涨跌幅	3
图表 2: 白酒个股春节后至今涨跌幅	3
图表 3: 申万食品饮料基金持仓比例 (2011-2020)	3
图表 4: 申万白酒基金持仓比例 (2011-2020)	3
图表 5: 2009-2011 累积收益率 (贵州茅台 vs 沪深 300)	4
图表 6: 2014-2016 累积收益率 (贵州茅台 vs 沪深 300)	4
图表 7: 高端白酒批价跟踪 (元/瓶)	4
图表 8: 三大白酒京东成交价跟踪.....	4
图表 9: A 股重点食品饮料公司季报前瞻 (更新日期: 3 月 13 日)	5
图表 10: 重点白酒企业 21Q1 跟踪.....	6
图表 11: 重点酒企“十四五”规划	6
图表 12: 泸州老窖 PE-band.....	7
图表 13: 山西汾酒 PE-band.....	7
图表 14: 重点白酒企业估值情况 (更新日期: 3 月 13 日)	7
图表 15: 海外洋酒&奢侈品龙头 PE (TTM)	8

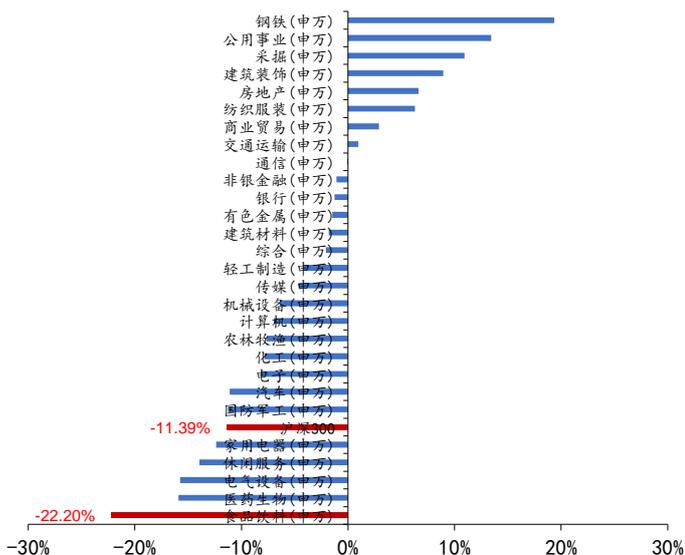
一、近期路演观点反馈

近期我们密集进行路演，市场调整过程中，机构投资者核心关注的问题如下：

1.1 近期板块调整的原因是什么？

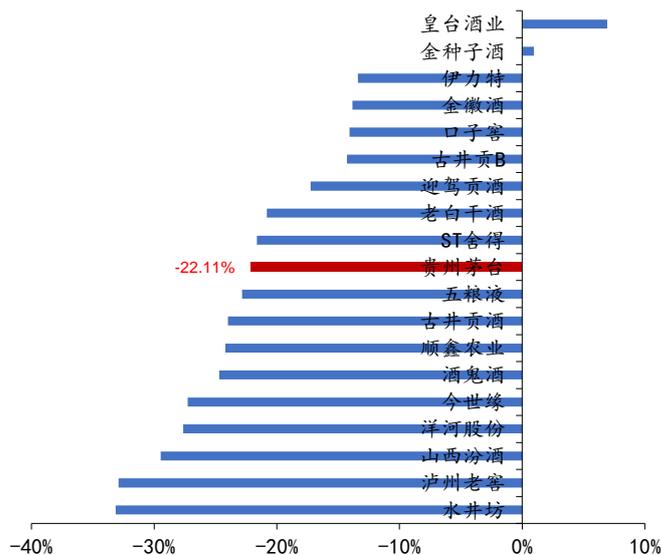
- **近期板块有所调整：**春节后至今，申万食品饮料指数累计下跌 22.20%，跌幅居 28 个子行业之首；申万白酒指数累计下跌 23.97%，跌幅居 227 个子行业的第 8 位。贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒累计下跌 22.11%、22.82%、32.90%、29.48%。

图表 1：申万一级行业指数节后至今涨跌幅



来源：wind，国金证券研究所，截至 2021 年 3 月 13 日

图表 2：白酒个股春节后至今涨跌幅

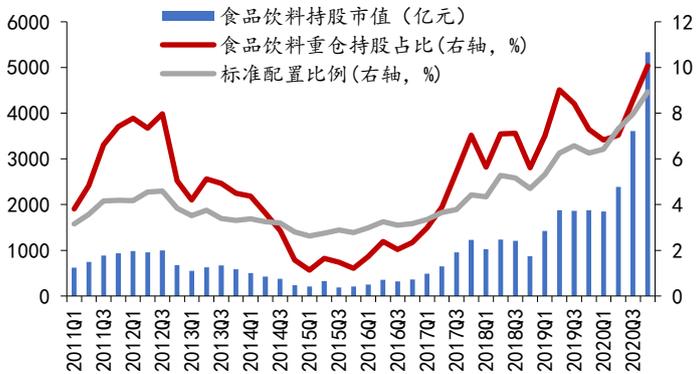


来源：wind，国金证券研究所，截至 2021 年 3 月 13 日

- **板块调整主要系：市场风格切换导致核心资产抱团松动，并叠加情绪面影响。**

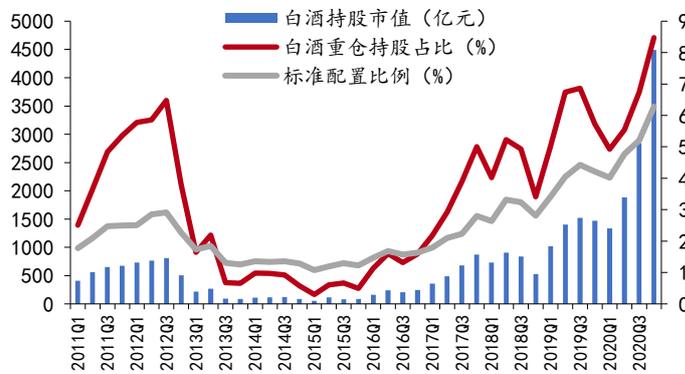
- 20Q4 末申万行业分类的食品饮料、白酒的基金重仓持股占比分别约 8.9%、8.4%，超配比例分别为 1.1pcts、2.2pcts。白酒板块的持股市值和比例均居历史高位。21 年初，全球经济共振复苏，带动有色、钢铁等周期板块业绩弹性明显改善。市场风格切换，资金在不同板块间重新配置。

图表 3：申万食品饮料基金持仓比例（2011-2020）



来源：wind，国金证券研究所

图表 4：申万白酒基金持仓比例（2011-2020）



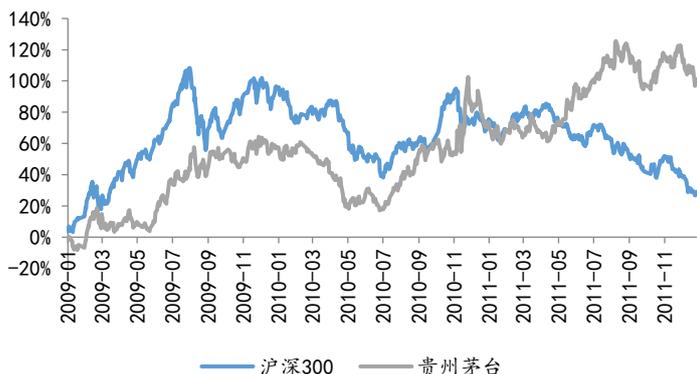
来源：wind，国金证券研究所

- 中期流动性趋紧，无风险利率或步入上行通道，DCF 模型定价的个股受影响程度更深。资金在估值高确定性溢价、估值性价比标的之间重新权衡。

1.2 如何看待此轮调整？

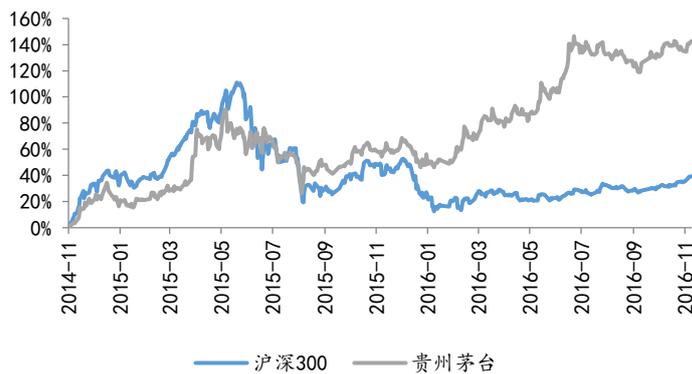
- 以史为鉴，白酒收益率长期跑赢大盘。复盘历史，除去 2012-2014 年限三公消费期间，白酒行业需求侧受到严重影响，茅台等白酒龙头收益率阶段性跑输沪深 300。其他大部分时间，茅台收益率长期跑赢大盘。

图表 5：2009-2011 累积收益率（贵州茅台 vs 沪深 300）



来源：wind，国金证券研究所

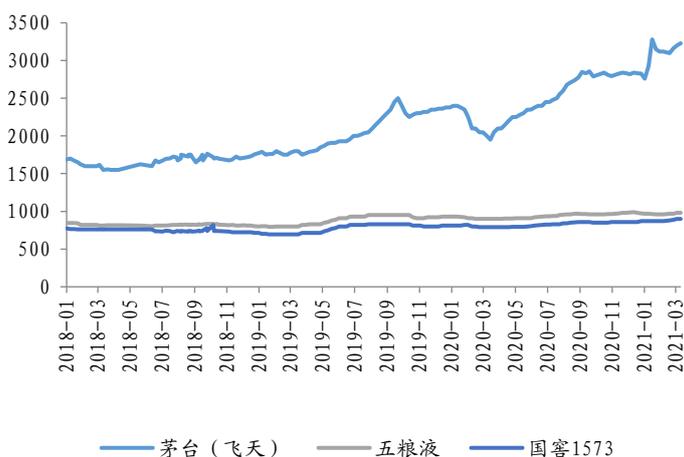
图表 6：2014-2016 累积收益率（贵州茅台 vs 沪深 300）



来源：wind，国金证券研究所

- 此轮调整基本面并未恶化，异于 13 年、18 年及 20 年初。2013 年板块调整主要系“三公消费限制”、“禁酒令”压制政商消费需求（占比 40%），渠道库存高企；2018 年板块调整主要系中美贸易战背景下，经济波动对高端白酒消费信心有一定影响，渠道库存及价格出现负面指标；2020 年初板块调整主要系疫情尚不明朗，婚喜宴、商务宴请等主要消费场景受限。当前基本面处于上行通道，需求同比改善，经营依旧向好，批价、成交价上行彰显了动销的高景气度，估值具备底部支撑。

图表 7：高端白酒批价跟踪（元/瓶）



来源：茅粉鲁智深，渠道调研，国金证券研究所

图表 8：三大白酒京东成交价跟踪



来源：京东商城，国金证券研究所

1.3 市场风格切换下，投资者关注点发生何种改变？

市场震荡背景下，近期投资者关注点发生改变：

- **对短期业绩关注程度更高。**路演多次被问及“Q1、21 年业绩弹性怎么看”等问题。
- **对基本面的要求更高。**路演多次被问及“基本面有何潜在风险”等问题，对企业核心竞争优势、经营稳定性更在意。
- **对估值性价比更重视。**路演多次被问及“估值到多少倍是合适的买入时机”、“历史估值水平是多少”等问题。流动性趋紧、利率进入上行通道的背景下，市场对高估值的容忍度降低，更强调估值和资产质量的平衡。

1.4 当前背景下，建议从三个维度选择优质投资标的

- **业绩角度：**短期的业绩增速并不低，中长期仍具备确定性成长能力。
- **资产质量角度：**基本面良好，赛道优质，护城河稳固，高 ROE 具备稳定性和持续性。抱团是资金集体选择优质资产的结果。
- **估值角度：**1) 当前估值水平本身处在合理区间；2) 虽当前估值高，但短期业绩弹性和确定性强，拥有消化快速估值的能力；3) 具有永续增长能力的企业理应享有确定性估值溢价，建议重视时间复利累积带来的价值。

二、白酒基本面：短期业绩加速可期，中长期格局稳固

2.1 业绩角度

- **一二线龙头春节旺季动销、打款超预期，21Q1 有望实现开门红。**21 年春节打款比例规划大多在全年的 30% 以上，高端：五粮液 35-40%、国窖 45-50%；次高端：汾酒约 30%、古井 45-50%、酒鬼酒 30%+、水井坊 25-30%、今世缘 30%、洋河 35-40%。预计 21Q1 收入增速：茅台（15%+）、五粮液（20%+）、泸州老窖（30%+），次高端汾酒（50%+）、洋河（5%+）、酒鬼（100%+）、古井（20%+）、今世缘（25%+）。三四月份“季报期+春糖会”有望逐步释放积极信号。

图表 9：A 股重点食品饮料公司年季报前瞻（更新日期：3 月 13 日）

行业	证券简称	收入增速						归母净利润增速						估值 PE		
		20Q1-3	20Q4E	21Q1E	20E	21E	22E	20Q1-3	20Q4E	21Q1E	20E	21E	22E	20E	21E	22E
白酒	贵州茅台	9.6%	11.1%	15.0%	10.0%	15%	14%	11.1%	8.5%	20.0%	10.4%	18%	17%	56	47	41
	五粮液	14.5%	13.3%	20.0%	14.2%	18%	16%	16.0%	10.4%	24.0%	14.4%	22%	20%	52	42	35
	泸州老窖	1.1%	11.8%	32.0%	4.0%	26%	22%	26.9%	16.6%	37.0%	25.0%	32%	28%	53	40	31
	山西汾酒	13.1%	33.4%	50.0%	17.7%	30%	28%	43.8%	150.8%	65.0%	57.7%	45%	35%	88	61	45
	洋河股份	-10.4%	9.1%	5%	-8.7%	8%	14%	0.6%	23.0%	8% (扣非)	1.3%	14%	19%	33	29	25
	古井贡酒	-1.6%	24.8%	22.0%	4.0%	24%	22%	-11.7%	45.5%	24.0%	-2.0%	28%	26%	47	37	29
	今世缘	1.9%	19.7%	28.0%	4.7%	24%	20%	1.5%	44.0%	30.0%	6.3%	26%	24%	36	29	23
	酒鬼酒	16.5%	20.8%	100.0%	18.0%	50%	40%	79.8%	24.6%	110.0%	58.5%	60%	50%	96	60	40
	水井坊	-26.6%	19.4%	30.0%	-15.1%	25%	20%	-21.5%	22.7%	32.0%	-11.5%	32%	25%	42	32	26
	口子窖	-22.5%	25.8%	20.0%	-10.0%	17%	15%	-33.3%	16.7%	30.0%	-21.0%	24%	20%	24	20	16
顺鑫农业-白酒	-3.1%	15.0%	23.0%	0.5%	22%	20%	-13.0%	27.7%	28.0%	-15.0%	25%	23%	35	28	23	
啤酒	青岛啤酒	-1.9%	8.1%	33.0%	-0.8%	9%	6%	15.2%	na	35.0%	18.9%	20%	17%	48	40	34
	重庆啤酒-并表后	2.7%	na	20.0%	7.2%	15%	15%	-22.4%	na	15.0%	6.2%	10%	22%	55	50	41
调味品	海天味业	15.3%	16.2%	18.0%	15.5%	16%	15%	19.2%	17.1%	22.0%	18.6%	20%	18%	79	66	56
	中炬高新-美味鲜	10.9%	13.1%	15.0%	11.4%	17%	22%	23.7%	6.2%	20.0%	18.1%	22%	26%	41	34	27
	恒顺醋业	8.0%	18.5%	20.0%	11.4%	16%	17%	-8.8%	21.8%	22.0%	-1.2%	20%	21%	61	51	42

	千禾味业	31.5%	26.8%	50.0%	30.0%	35%	30%	63.7%	-83.7%	55.0%	18.0%	40%	35%	102	73	54
	天味食品	41.5%	29.3%	45.0%	36.9%	33%	30%	63.8%	-37.9%	45.0%	29.0%	38%	41%	80	58	41
	仲景食品	18.5%	7.7%	30.0%	15.7%	21%	18%	50.3%	8.2%	32.0%	40.6%	23%	20%	47	38	32
休闲食品	洽洽食品	13.4%	1.3%	35-40%	9.4%	17%	15%	32.3%	28.1%	35-40%	30.9%	20%	17%	32	27	23
	甘源食品	9.7%	22.0%	10.0%	14.0%	26%	23%	21.1%	18.3%	20.0%	20.0%	23%	22%	38	31	25
	绝味食品	0.0%	13.3%	20.0%	3.3%	25%	20%	-15.3%	33.2%	100%+	-4.0%	31%	25%	58	45	36
	煌上煌	15.3%	23.4%	20-30%	17.0%	22%	19%	10.3%	253.2%	20-30%	20.0%	26%	23%	36	29	23
	盐津铺子	46.1%	25.5%	25-30%	40.0%	31%	28%	110.0%	38.7%	30-35%	88.7%	40%	39%	59	42	30
乳制品	伊利股份	7.4%	9.9%	20.0%	8.0%	13%	11%	7.0%	-3.6%	50%+	5.0%	19%	15%	33	28	24
	妙可蓝多	61.9%	56.2%	50.0%	60.0%	50%	40%	348.5%	63.2%	40-70%	238.0%	300%	80%	348	87	48

来源: wind, 各公司公告, 国金证券研究所

注: 标红公司 20 年数据来自年报业绩快报、业绩预告, 估值=更新日期股票市值/对应归母净利润 (顺鑫为白酒业务净利润, 中炬为美味鲜净利润)

- 当前渠道及终端库存处于历史低位, 预计 21Q2 “需求改善+补库存+挺价提价”逻辑强劲。就地过年政策导致婚喜宴、走亲访友等需求延后, 有望在清明、五一、端午回补, Q2 需求同比明显改善。当前库存良性, 高端及低端 1 个月以内, 次高端 1.5 个月左右, 渠道、终端均有较强补库存意愿。此外, 淡季龙头或进入挺价提价阶段, 当前批价 20 年飞天整箱 3100+、散瓶 2400, 五粮液 970-980, 国窖 880-890。

图表 10: 重点白酒企业 21Q1 跟踪

公司	渠道调研反馈				
	需求恢复	批价	库存	打款	发货
贵州茅台	100%	散装 2400-2500, 成箱 3100-3200	小于半个月	按月打款发货	3 月
五粮液	100%	970-980	1-1.5 个月	40%	基本发完
泸州老窖	100%	880-890	1-1.5 个月	50%	基本发完
洋河股份	95%	海 115、天 265、水晶梦 410, M6+是 600	1 个月	35-40%	保价调整发货节奏
山西汾酒	90-100%	青 20 是 360, 青 30 是 710	1-1.5 个月	30-35%	基本发完
古井贡酒	90%	古 5 是 120 元/瓶, 古 8 是 210 元/瓶	2 个月	45-50%	根据库存、打款发货
今世缘	95%	对开 245-250 元, 四开 395+	2 个月	30-35%	老国缘 4K 控量挺价, 静待新品上市衔接
顺鑫农业	100%	白牛二 145 元/箱	1.5 个月	30%	基本发完
口子窖	90%	口 6 是 105 元, 口 10 是 225 元	1-2 个月	25-30%	根据库存、打款发货
酒鬼酒	95-100%	内参省内 950 元	2 个月	35-40%	基本发完
水井坊	90-95%	8 号是 285 元, 井台是 400 元	1.5 个月	25-30%	根据库存、打款发货

来源: 渠道调研, 国金证券研究所

- 十四五开局之年, 21 年业绩高增长可期。21 年为“十四五规划”起步之年, 目标有望相对积极, 需求恢复带动业绩阶段性高增长, 估值将进一步消化。
- 中长期看, 十四五规划稳中有进、昂扬向前。重点酒企“十四五”期间规划的收入目标增速多在双位数, 高端酒企注重价格提升, 区域性酒企注重“全国化+产品升级”的进程提速。

图表 11: 重点酒企“十四五”规划

酒企	“十四五”规划
贵州茅台	在“十四五”期间形成茅台酒产能 5.6 万吨, 系列酒 5.6 万吨, 习酒近 5 万吨; 到 25 年力争将茅台集团打造成贵州省内首家世界 500 强企业
五粮液	坚持稳中有进, 布局新一轮高质量发展, 打造健康、创新、领先的世界一流企业为愿景, 加快构建经典五粮液营销体系
泸州老窖	1) 国窖销售口径规划 22 年突破 200 亿+, 25 年突破 300 亿+ 2) 国窖坚持“浓香国酒”的品牌定位, 强化“稳质量、升品牌、提价格、扩规模、增利润”
山西汾酒	分三阶段: 1) 21 年为深度调整期, 1 年时间解决经销商结构、营销体系管理、产品、渠道利润等问题

	2) 22-23 年为改革转型发展期, 省外高速、高质量发展, 长江以南形成显著突破, 杏花村个性化品牌强有力提升, 突破国际市场 3) 24-25 年营销加速发展, 实现青花营收历史性突破, 基本实现汾酒和杏花村两大品牌相互支撑
酒鬼酒	收入突破 30 亿, 跨越 50 亿, 迈向 100 亿
今世缘	1) 以“发展高质量, 酒缘新跨越”为追求, 力争跻身白酒行业第一方阵, 争取从区域强势品牌跃升为全国化优势品牌 2) 十四五报表口径收入超 100 亿, 销售口径超 200 亿, 市值超千亿
古井贡酒	1) 十四五规划超 200 亿 2) 区域: 规划省内、省外占比近期目标 6:4, 远期目标 5:5, 加快建设 10-20 亿规模的第一梯队市场 (河南、河北、江苏、浙江等), 积极推进第二梯队储备市场 3) 产品: 古 8 以上产品占比达到 40%, 全面主推古 20, 聚焦不超过三个单品的产品线 (价位带超过 200 元) 4) 产能: 到 22 年底基本实现产销平衡, 预计 22 年技改项目第一期投产

来源: 酒说, 国金证券研究所

2.2 资产质量角度

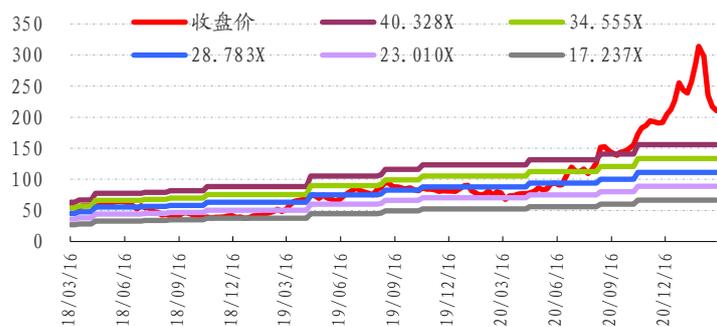
- **稳定性:** 长期看, 疫情亦是供给侧的改革, 行业集中度提升加速。一二线龙头护城河更加稳固, 行业格局确定性加强。经济波动、疫情影响、需求变化过程中, 白酒龙头公司证明了其经营能力的稳定性及逐步弱化的周期性。
- **持续性:** 消费升级趋势不变, 中产崛起驱动高端酒扩容, 次高端受益于高端酒价格上行打开空间, 白酒消费品属性增强。

三、白酒估值: 历史&国内外对比, 估值渐入合理区间

3.1 历史估值中枢角度

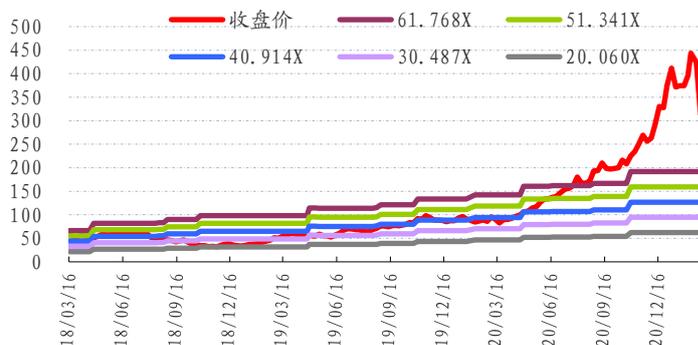
- 茅台过去 3-5 年估值中枢为 30-35X, 五粮液、老窖为 25-30X, 山西汾酒、酒鬼酒为 40-45X, 洋河为 20-25X。市场逐步了解到确定性资产的长期价值, 优质资产估值溢价有望逐步提升。21 年茅台估值为 45X 左右, 我们认为当前估值已经不贵, 判断估值底部支撑为 40 倍。此外, 从 22 年估值来看, 老窖 (31X)、汾酒 (45X)、洋河 (25X)、古井 (30X) 等大部分酒企均已接近历史 3-5 年估值中枢。

图表 12: 泸州老窖 PE-band



来源: wind, 国金证券研究所

图表 13: 山西汾酒 PE-band



来源: wind, 国金证券研究所

3.2 PEG 估值角度

- 茅、五、泸、汾 20-23 年利润复合增速分别约 15-20%、20-25%、25-30%、35-40%, 从 22 年估值来看, 老窖 (31X)、汾酒 (45X)、酒鬼酒 (40X) 的 PEG (20-23 年) 均在 1 倍左右。

图表 14: 重点白酒企业估值情况 (更新日期: 3 月 13 日)

	Pe(ttm)	22PE	17-20 年归母净利 CAGR	20-23 年归母净利 CAGR (预测值)	历史 3-5 年 PE 中枢
贵州茅台	57	41	19%	15-20%	30-35X
五粮液	53	35	27%	20-25%	25-30X
泸州老窖	55	31	31%	25-30%	25-30X

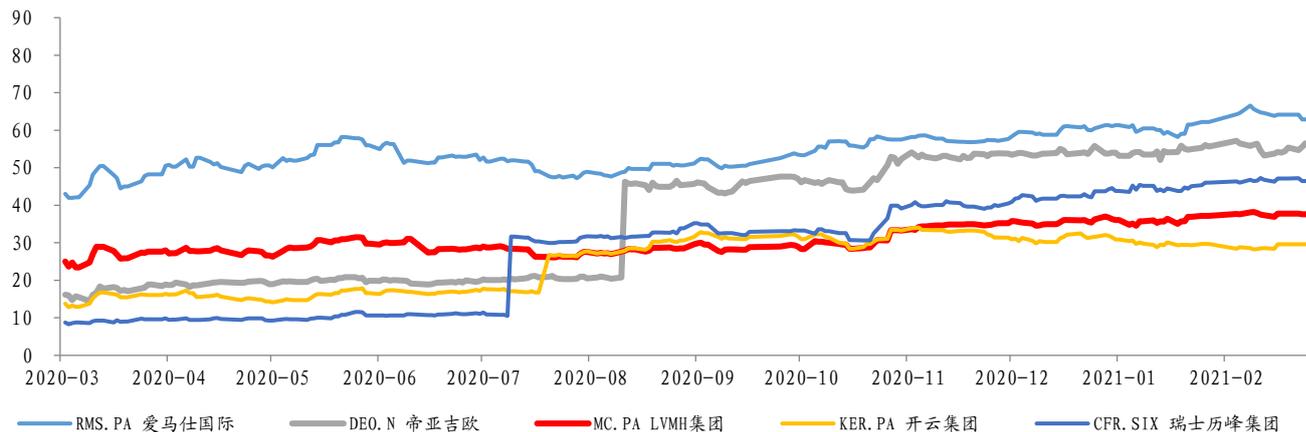
山西汾酒	88	45	49%	35-40%	40-45X
洋河股份	33	25	4%	15-18%	20-25X
古井贡酒	51	29	21%	20-25%	30-35X
酒鬼酒	102	40	39%	50-60%	40-45X

来源：wind，国金证券研究所

3.3 海外洋酒、奢侈品龙头角度

- 横向对比海外奢侈品龙头的 PE (TTM) (爱马仕 64x、帝亚吉欧 57x)，大部分白酒龙头估值不贵。

图表 15: 海外洋酒&奢侈品龙头 PE (TTM)



来源：wind，国金证券研究所

3.4 确定性溢价

- 白酒具备良好的商业模式: 稳定经营, 自由现金流充裕, 对下游有强议价权, 进入壁垒高, 行业格局稳固。2017 年起外资流入, A 股市场中外资定价权提升, 海外成熟市场更注重业绩的稳定性和可持续性。具有永续增长能力的企业理应享有确定性估值溢价, 弱化阶段性估值因素。

四、投资观点: 龙头白酒企业依旧是优质投资标的

三个维度看当下白酒资产的投资价值, 一二线白酒龙头依旧是优质投资标的。

- **1) 业绩角度:** 一二线龙头春节旺季动销、打款超预期, 21Q1 开门红确定性强, 预计 21Q2 “需求恢复+补库存+提价提价” 逻辑强劲, 21 年作为十四五开局之年业绩高增长可期, 中长期十四五规划稳中有进。
- **2) 资产质量角度:** 疫情是供给侧的改革, 行业集中度提升加速, 行业格局确定性加强, 白酒龙头周期性弱化, 消费品属性增强。
- **3) 估值角度:** 从历史估值中枢、PEG 估值、对标海外奢侈品龙头 3 个角度, 大部分白酒龙头估值已步入合理区间。白酒稳定经营, 自由现金流充裕, 对下游有强议价权, 进入壁垒高, 行业格局稳固。
- 长期看, 具有永续增长能力的企业理应享有确定性估值溢价, 建议弱化阶段性估值因素。继续重申观点, 关注调整后布局时机, 推荐高端 (茅五泸), 及改革标的 (汾酒、洋河、酒鬼、古井)。

五、风险提示

- 宏观经济下行风险——经济增长降速将显著影响整体消费情况;
- 疫情防控不及预期风险——若国内外疫情不可控将影响经济修复进度;

- 食品安全风险——发生食品安全问题将严重挫伤企业乃至行业形象。

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，不作为或被视为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

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