

# 国元证券可转债研究-预调鸡尾酒行业领军者

## ——百润转债申购价值分析

### 报告要点:

#### ● 预计上市价格中枢为 124.69 元。

参考相近行业、相似评级的伊力转债（评级 AA、规模 8.76 亿元，平价 164.84 元对应转债价格 190.88 元，转股溢价率 14.84%）、金禾转债（评级 AA、规模 6 亿元，平价 176.24 元对应转债价格 200.16，转股溢价率 13.68%）。考虑到公司是少有的发行食品饮料类公司，综上，我们预计上市首日转股溢价率在 15%-23%之间，价格 120.5-128.88 元，价格中枢 124.69 元。

#### ● 预计中签率约 0.0050%。

根据最新数据，百润股份的前两大股东为刘晓东、刘晓俊，持股比例分别为 40.54%、3.69%。前十大股东合计持股 63.93%，股权结构集中。假设原股东有 60%参与配售，则预计获配 6.77 亿元面值转债，留给市场的规模为 4.5 亿元。假设百润转债网上申购 900 万户，按照打满计算中签率在 0.0050%左右，建议积极申购。

#### ● 公司 2021 年上半年业绩表现出色

公司主要从事预调鸡尾酒和香精香料业务，旗下子公司巴克斯酒业的“RIO”鸡尾酒是国内预调酒第一大品牌，市占率超过 80%。公司 2021H1 实现营业收入 12.12 亿元，同比增长 53.72%，归母净利润为 3.69 亿元，同比增长 73.94%，毛利率 66.94%，同比增加了 2.91pcts，净利率同比提升 5.62pcts 至 30.39%。

#### ● 我国预调酒等低度酒市场前景广阔

我国 2020 年果酒、预调酒等低度酒市场规模远低于白酒、啤酒等传统酒类，但是目前和预期消费增速都远超过传统酒。现在的年轻人喝酒频次更低，重视口味的多样性和柔和感，也更加注重健康。此外对于近 70%的女性都青睐低度酒精饮料。低度预调酒市场是一片广阔蓝海。公司由于前期的大力宣传，市占率 83.9%，是行业的单寡头。

#### ● 公司产品多样，重视渠道建设

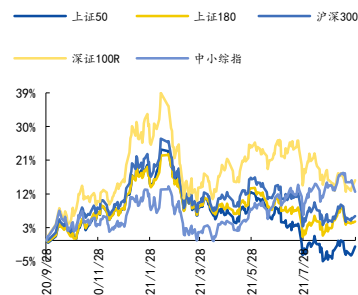
- 1) 公司产品覆盖了逾二十种不同口味，也提供给消费者不同酒精度、包装、含糖、气泡、基酒等选择。
- 2) 公司精准营销，提高广告投放效率，邀请明星代言，植入影视剧与综艺，塑造场景以向消费者传达产品理念。
- 3) 构建完善的销售渠道，重点布局华东优势市场，培训华北、华西新兴市场。在全国建立完整的经销商体系，在便利店、KTV、餐厅等多种场所均有销售，为其新品麦芽威士忌的销售提供多维度、广覆盖的渠道保证。

**风险提示：**产品销售不达预期，项目投资建设不及预期，政策风险

### 主要数据:

上证综指:	3582.83
深圳成指:	14344.29
沪深 300:	4877.37
中小盘指:	4862.64
创业板指:	3231.58

### 主要市场走势图



资料来源: Wind

### 相关研究报告

### 报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
联系人	范圣哲
邮箱	fanshengzhe@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

## 内容目录

1、发行关键信息.....	4
2、百润转债：可能为平衡型转债.....	5
3、预计上市价格中枢：124.69 元.....	5
4、中签率中枢约为 0.0050%，建议积极申购.....	5
5、百润股份：香精香料起家，壮大于预调鸡尾酒.....	6
5.1 公司速览.....	6
5.2 经营概况：2020H1 公司营收/归母净利润同比+53.72%/+73.94%.....	6
5.3 预调酒市场未来前景广阔.....	7
5.4 公司是预调酒市场的领军品牌.....	9
5.5 重视渠道建设，共同发力新品销售.....	11
5.6 百润转债募投项目.....	11
5.7 同业比较：相对估值高于同业，绝对估值处于近三年较低位置.....	12
风险提示.....	13

## 图表目录

图 1：2021H1 公司各业务营收占比.....	6
图 2：公司实控人为董事长刘晓东.....	6
图 3：2021H1 公司营收同比增长 57.13%.....	7
图 4：2021H1 公司归母净利润同比增长 266.39%.....	7
图 5：公司净利率逐年增长.....	7
图 6：公司费用管控能力增强.....	7
图 7：传统酒类现存市场规模大.....	8
图 8：16-20 年不同酒类 CAGR (%).....	8
图 9：预计 21-25 年不同酒类 CAGR (%).....	8
图 10：不同年龄段饮酒频次分布.....	9
图 11：从性别看女性更青睐低度酒.....	9
图 12：RIO 在预调鸡尾酒市场单寡头垄断.....	9
图 13：周冬雨代言塑造“一个人的小酒”.....	10
图 14：“强爽”系列植入《军师联盟》.....	10

---

图 15: 公司来自华东地区的收入占比持续增加 .....	11
图 16: 公司经销商数量快速增长 (家) .....	11
图 17: 公司近三年 PE (TTM) 位于低位 .....	12
表 1: 百润转债发行时间表 .....	4
表 2: 百润转债发行条款一览 .....	4
表 3: 预计上市首日价格中枢 124.69 元 .....	5
表 4: 公司产品矩阵丰富 .....	10
表 5: 本次发行募集项目 .....	12
表 6: 公司相对估值位于低位 .....	12

## 1、发行关键信息

表 1：百润转债发行时间表

交易日	日期	发行进度
T-2	9月27日	刊登募集说明书及其摘要、发行公告、网上路演公告
T-1	9月28日	网上路演，原股东优先配售股权登记日
T	9月29日	刊登可转债发行提示性公告；原股东有限配售认购日；网上申购日
T+1	9月30日	网上申购摇号抽签
T+2	10月8日	刊登网上发行中签率及优先配售结果公告，网上中签投资者缴款
T+3	10月11日	根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
T+4	10月12日	刊登发行结果公告

资料来源：公司发行公告，国元证券研究所

表 2：百润转债发行条款一览

转债名称	百润转债	转债代码	127046.SZ
正股名称	百润股份	正股代码	002568.SZ
发行规模	11.28 亿	所属行业	食品饮料
发行方式	向发行人在股权登记日（2021年9月13日，T-1日）收市后登记在册的原股东优先配售，原股东优先配售后余额部分（含原股东放弃优先配售部分）采用通过上海证券交易所交易系统网上定价发行的方式进行，认购金额不足 6.20 亿元的部分由保荐机构（主承销商）包销。		
存续期	6 年（2021 年 9 月 14 日至 2027 年 9 月 13 日）		
票面利率	第一年 0.3%、第二年 0.5%、第三年 1.0%、第四年 1.5%、第五年 1.8%、第六年 2.0%		
初始转股价格	66.89 元/股		
转股期间	2022 年 4 月 12 日至 2027 年 9 月 28 日		
赎回条款	(1) 到期赎回：期满后 5 个工作日内，按票面面值的 110%（含最后一期利息）赎回；(2) 有条件赎回：转股期内 15/30，130%；未转股余额不足人民币 3000 万元。		
回售条款	最后两个计息年度，连续 30 个交易日收盘价低于转股价的 70%		
下修条款	存续期内，15/30，低于 85%		
信用评级	主体：AA；债项：AA；联合资信评估股份有限公司		

资料来源：公司发行公告，国元证券研究所

## 2、百润转债：可能为平衡型转债

按照 2021 年 9 月 27 日 6 年期 AA 级中债企业债到期收益率水平 4.4751% 测算，百润转债的纯债价值约为 88.92 元，债底保护尚可；YTM 中枢约为 2.4%。以 9 月 27 日百润股份正股收盘价 70.09 元计算，初始平价 104.78 元，可能为平衡型转债。若所有转债按照转股价 66.89 元进行转股，则对总股本（流通盘数量占比为 68.3%）的摊薄幅度为 2.25%。

## 3、预计上市价格中枢：124.69 元

参考相近行业、相似评级的伊力转债（评级 AA、规模 8.76 亿元，平价 164.84 元对应转债价格 190.88 元，转股溢价率 14.84%）、金禾转债（评级 AA、规模 6 亿元，平价 176.24 元对应转债价格 200.16，转股溢价率 13.68%）。考虑到公司是少有的发行食品饮料类公司，综上，我们预计上市首日转股溢价率在 15%-23% 之间，价格 120.5-128.88 元，价格中枢 124.69 元。

表 3：预计上市首日价格中枢 124.69 元

正股价格	转股溢价率				
	15%	17%	19%	21%	23%
60.03	103.21	105.00	106.80	108.59	110.39
63.38	108.97	110.87	112.76	114.66	116.55
66.74	114.74	116.73	118.73	120.72	122.72
70.09	120.50	122.60	124.69	126.79	128.88
73.44	126.27	128.46	130.66	132.85	135.05
76.80	132.03	134.33	136.62	138.92	141.22
80.15	137.80	140.19	142.59	144.99	147.38

资料来源：国元证券研究所

## 4、中签率中枢约为 0.0050%，建议积极申购

根据最新数据，百润股份的前两大股东为刘晓东、刘晓俊，持股比例分别为 40.54%、3.69%。前十大股东合计持股 63.93%，股权结构集中。根据公告，本次发行向原股东优先配售，每股配售面值 1.5064 元。假设原股东有 60% 参与配售，则预计获配 6.77 亿元面值转债，留给市场的规模为 4.5 亿元。

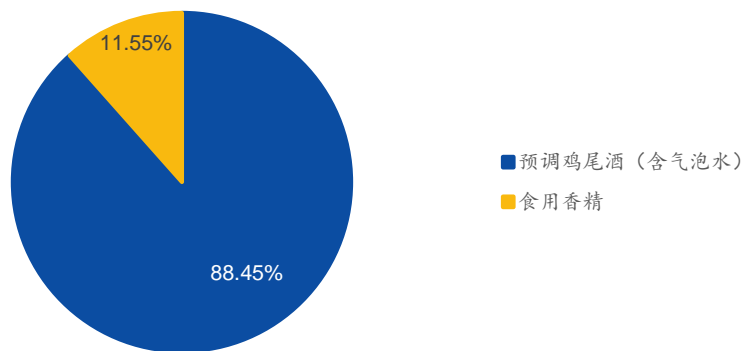
百润转债仅设置网上发行。假设百润转债网上申购 900 万户，按照打满计算中签率在 0.0050% 左右，建议积极申购。

## 5、百润股份：香精香料起家，壮大于预调鸡尾酒

### 5.1 公司速览

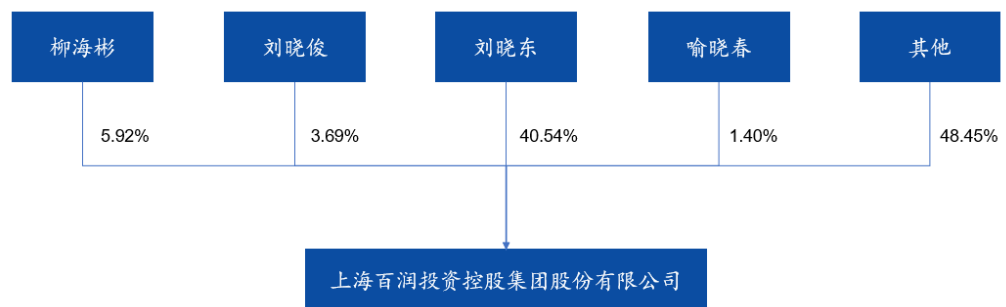
上海百润投资控股集团股份有限公司始创于1997年6月，2011年在深交所上市。公司主要从事预调鸡尾酒和香精香料业务，成立初期以香精香料的生产与销售为主业，2003年成立子公司巴克斯酒业，其主打品牌“RIO”预调鸡尾酒使公司成为国内预调鸡尾酒龙头企业。公司业务较为集中，2021H1预调鸡尾酒(含气泡水)业务占比88.45%，食用香精业务占比11.55%。

图 1：2021H1 公司各业务营收占比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 2：公司实控人为董事长刘晓东



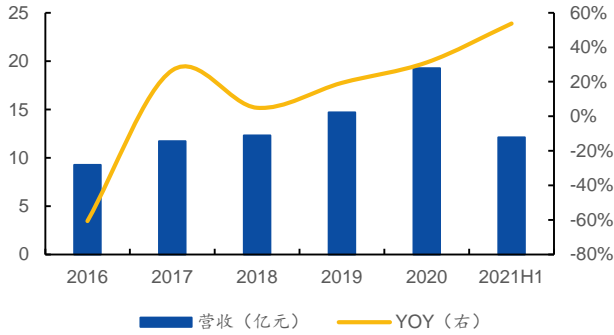
资料来源：公司公告，国元证券研究所

### 5.2 经营概况：2020H1 公司营收/归母净利润同比+53.72%/+73.94%

据2021年半年报，公司2021H1实现营业收入12.12亿元，同比增长53.72%，归母净利润为3.69亿元，同比增长73.94%。公司近五年营收保持平稳增长，通过推进品牌建设、渠道建设、推出新品等手段，销量持续增加。毛利率为66.94%，同比下降2.91pcts，主要原因是上游原材料价格上涨。此外公司加强费用管理能力和营运能力，由于前期为抢占市场份额公司大量投放广告，给公司带来的沉重的财务负担，这也导致了公司

2016 年的业绩亏损。此后公司开始进行费用管控，2017 年销售费用率从前一年的 80.08% 下降至 37.29%，21H1 持续降至 19.5%，管理上降本增效，管理费用率从 16 年的 14.71% 下降至 21H1 的 4.55%，由此带来净利率的持续提升，21 年上半年达 30.39%。

图 3：2021H1 公司营收同比增长 57.13%



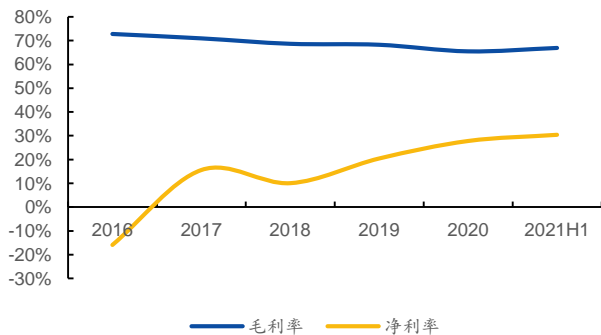
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 4：2021H1 公司归母净利润同比增长 266.39%



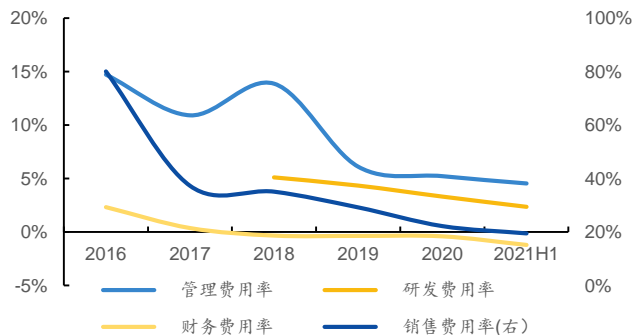
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 5：公司净利率逐年增长



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 6：公司费用管控能力增强

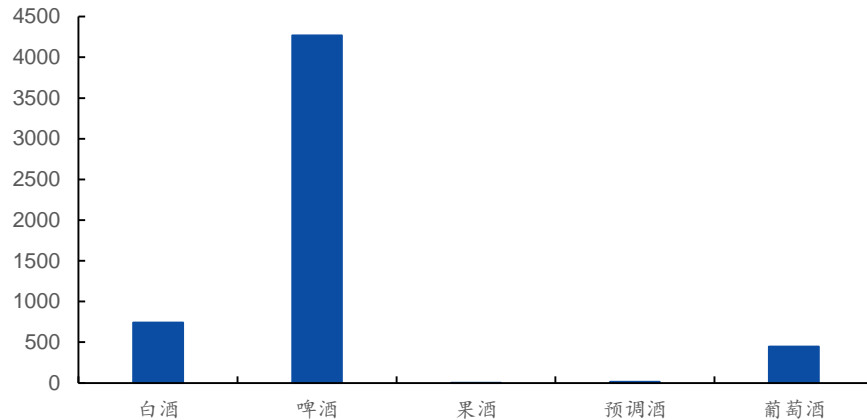


资料来源：公司公告，国元证券研究所

### 5.3 预调酒市场未来前景广阔

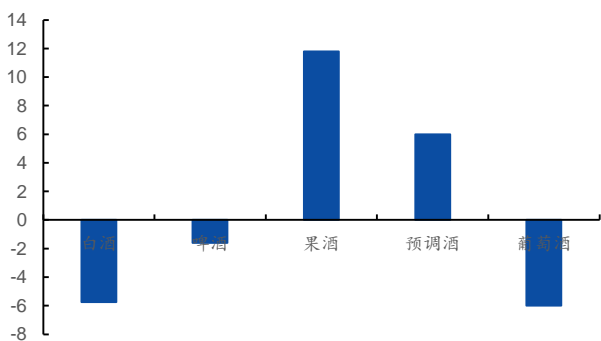
预调酒等低度酒市场当前规模较小，但是发展空间大。从现存市场规模来看，白酒、啤酒、葡萄酒等传统酒类市场远高于果酒、预调酒这类的低度酒市场，2020 年啤酒消费量 4269.4 万千升，而白酒也有 740.7 万千升，但是果酒仅有 0.1 万千升，预调酒 12.9 万千升。从过去五年的复合增速来看，只有果酒和预调酒保持高速增长，传统酒类市场则下跌。预计 21-25 年，预调酒复合增速 15.6%，果酒为 12.4%，维持高速增长。从人均年消费量的角度来看，我国预调酒人均年消费量 2018 年约为 0.06 升、2019 年约为 0.085 升，为日本等预调鸡尾酒市场比较成熟国家预调酒人均年消费量的约 0.61%、0.65%，国内预调鸡尾酒的人均消费量仍较低。随着国内消费升级以及饮用习惯的养成，我国预调鸡尾酒行业具有良好的发展趋势和巨大的市场空间。

图 7：传统酒类现存市场规模大



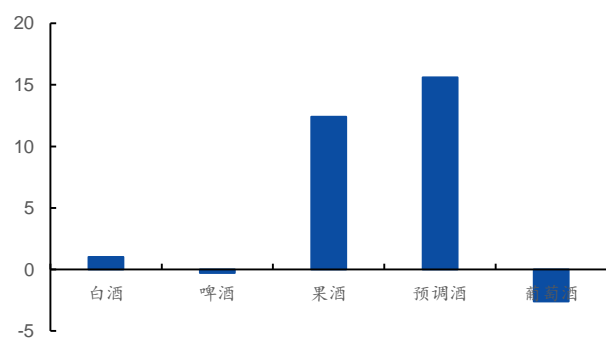
资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

图 8：16-20 年不同酒类 CAGR (%)



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

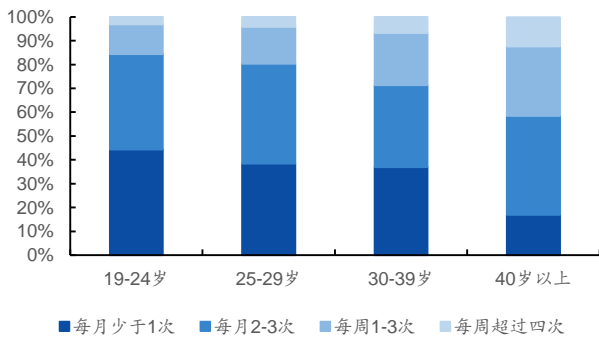
图 9：预计 21-25 年不同酒类 CAGR (%)



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

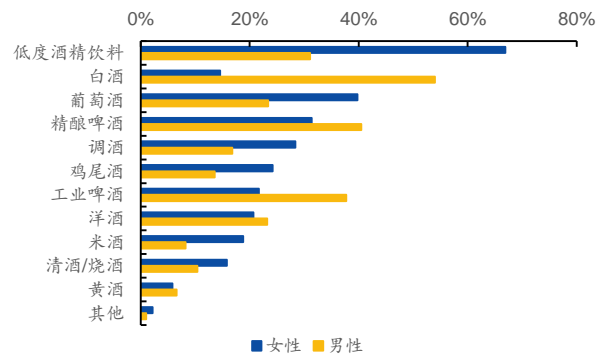
低度酒消费市场主要依靠当代人的消费习惯改变。从消费频次看，除每月饮酒 2-3 次的比重各年龄段相仿之外，越年轻的人喝酒频次越低，讲究浅酌少酌，且年轻人更喜欢清爽柔和的口感和丰富的种类选择，低度含酒精饮料更加符合偏好。从性别看，近 70% 的女性喜爱低度酒精饮料，而对白酒等接受度较低；而男性虽然更偏爱白酒和啤酒，但是低度酒的喜爱率也超过了 30%。由于低度酒相比于传统酒酒精含量更少，弱化了酒精饮料不健康的形象，更加符合年轻人“看颜值、重健康”的消费趋势。预调鸡尾酒属于快消品中的低度酒类饮品，方便携带，即开即饮，酒精度较低，不易酒醉，适合日常生活饮用，符合年轻消费群体追求时尚的饮用场景需求。

图 10：不同年龄段饮酒频次分布



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

图 11：从性别看女性更青睐低度酒

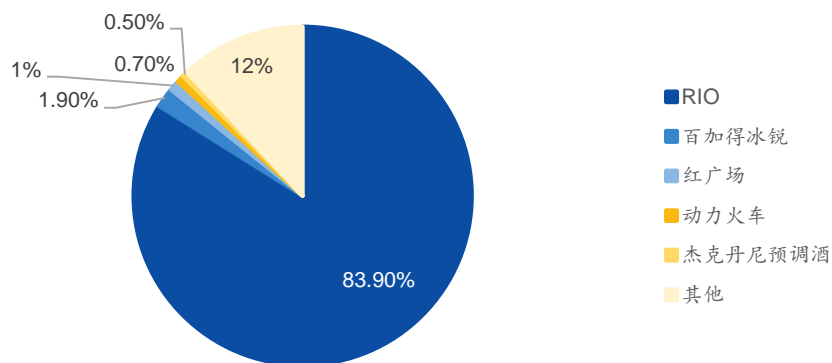


资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

### 5.4 公司是预调酒市场的领军品牌

**RIO在预调酒市场市占率超过80%。**2010-2019年，锐澳市占率从12.7%提升至83.9%，单寡头地位显著。早年国内市场在缺乏竞争的背景下，被外国品牌所垄断，百加得旗下的预调酒品牌冰锐市占率超过60%。受益2010年之后90后逐渐走上消费市场，凭借着大量宣传广告、明星代言、广告植入等手段，RIO迅速占领市场，目前市占率达83.9%，是行业的单寡头。

图 12：RIO在预调鸡尾酒市场单寡头垄断



资料来源：华经产业研究院，国元证券研究所

**产品矩阵丰富，覆盖不同类型市场。**公司预调酒鸡尾酒在售产品涵盖了不同酒精度的多个系列，提供多种口味选择，可以满足不同消费者和不同消费场景的需求，主要包括微醺、经典、强爽、清爽、经典罐、本榨等系列，给消费者提供了2.8%-9%之间的不同酒精度、容量、是否含糖、是否有气泡、不同基酒、不同口味等自由选择的空间，持续推动市场下沉。此次募投公司计划进军麦芽威士忌领域，这是对酒精饮料产品的一次新的尝试。

表 4: 公司产品矩阵丰富

系列	目标人群	规格	口味
微醺	多为常规水果口味，主要针对 18-35 岁泛人群在独处场景下饮用	330ML 易拉罐	草莓乳酸菌、白桃、乳酸菌、玫瑰荔枝、柠檬、西柚、葡萄、百香果、乐橘乌龙、萌檬红茶、樱花、热红酒
经典	主要针对年轻人聚会场所使用	275ML 磨砂瓶	蓝玫瑰、青柠青瓜、紫葡萄、水蜜桃、混合水果、黑加仑橙、蓝莓、草莓
清爽	面向 18-35 岁的年轻人，5 度适中的酒精度，广泛适用在各个场景	330ML 易拉罐	青苹果伏特加、草莓伏特加、青橘伏特加
强爽	针对有一定酒精饮用习惯的年轻男性	330ML 和 500ML 易拉罐	白桃、卡曼橘、柠檬、苹果西打、葡萄、西柚
经典低糖	主要针对追求品质生活的轻熟女性	500ML 易拉罐	白桃白兰地、西柚伏特加、葡萄白兰地、柠檬朗姆
本榨	RIO 系列的高果汁产品，果汁含量高达 20% 以上	330ML 易拉罐	菠萝、西柚、芒果

资料来源：公司发行公告，国元证券研究所

**精准营销，增强品牌影响力。**公司保持合理的销售费用和广告投放，提升广告投放效率，针对年轻的消费群体，将轻松、自在、快乐、时尚、阳光、健康的品牌精神传递出来。公司在《微微一笑很倾城》、《爱情公寓》等影视剧中有产品植入，独家冠名《Big Brother》、《天天向上》等综艺，邀请周迅、杨洋、郭采洁、周冬雨、邓伦等明星代言。同时公司注重宣传与产品的结合，通过广告视频和广告词，发布短视频广告《空巢独饮万岁》，构建了女性“一人独酌”的场景，精确将产品从夜店等消费场景拓展到居家休闲场景，塑造出“一个人的小酒”的公司定位。2017 年公司推出新品“强爽”系列，主要针对男性市场，因此在偏男性向的《军师联盟》中霸屏最重要的广告位，成功将新品打入大众消费市场。

图 13: 周冬雨代言塑造“一个人的小酒”



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

图 14: “强爽”系列植入《军师联盟》

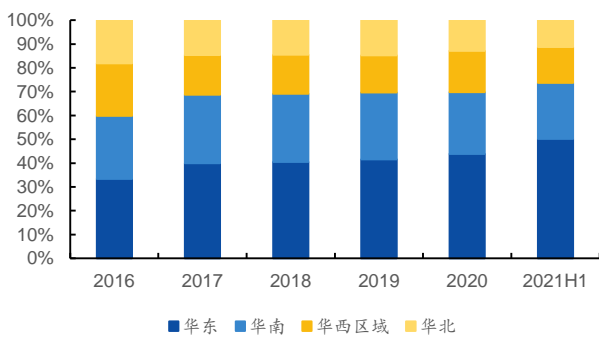


资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

### 5.5 重视渠道建设，共同发力新品销售

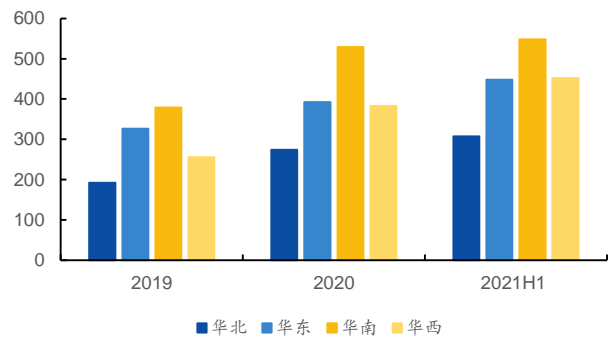
主打华东等经济发达地区的市场，培育华北和西部新市场。目前预调鸡尾酒市场的主要消费群体集中在华东、华南等经济发达地区，因此公司专注打造需求较高的核心区域市场，提高这些区域的终端网点密度。公司在华东地区的收入证明占比不断升高，从2016年的33%上升至2021H1的50%。公司也注重渠道下沉，在华北和西部地区培育市场，布局经销商。2019-2021H1公司在华北、华东、华南和华西的经销商复合增速为102%/61.1%/73.9%/134.6%。

图 15：公司来自华东地区的收入占比持续增加



资料来源：wind, 国元证券研究所

图 16：公司经销商数量快速增长（家）



资料来源：wind, 国元证券研究所

**构建完善的销售体系，借助渠道优势为新品铺路。**经过多年的发展，公司在国内预调鸡尾酒市场具有渠道竞争优势，已建立完善的线下零售渠道、数字零售渠道、即饮渠道。其中，线下零售渠道主要为经销模式，公司通过在全国主要城市建立完善的经销商体系，将其产品延伸至零售终端领域，形成了成熟的经销商网络；同时，通过在国内大型连锁商超、大型连锁便利店直接面向终端消费者进行销售，公司已覆盖全国超过1000个主要城市。数字零售渠道主要通过包括天猫、京东等在内的第三方网络销售平台进行直接销售，以及通过盒马鲜生等进行O2O布局。即饮渠道主要包括酒吧、KTV、餐厅等，公司不断丰富即饮渠道产品线，积极向三、四线城市拓展，已逐步建立系统有效的即饮终端。公司的麦芽威士忌销售将受到现有的多维度、广覆盖的渠道的有力保证。

### 5.6 百润转债募投项目

本次发行募集资金总额不超过11.28亿元(含)，扣除发行费用后的募集资金净额将全部投资于麦芽威士忌陈酿熟成项目。

表 5：本次发行募集项目

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募集资金额 (万元)
1	麦芽威士忌陈酿熟成项目	155,957.01	112,800.00
合计		155,957.01	112,800.00

资料来源：公司发行公告，国元证券研究所

### 5.7 同业比较：相对估值高于同业，绝对估值处于近三年较低位置

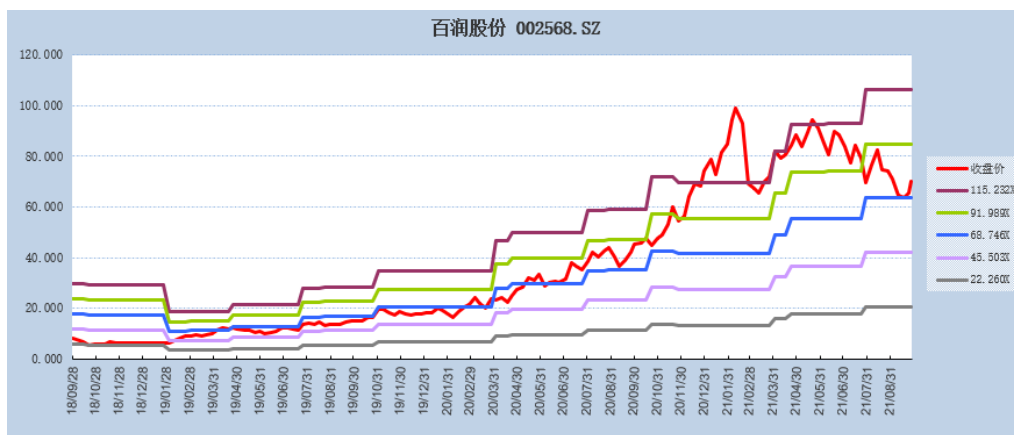
与同行相比，公司 2021H1 净利润与行业平均值相仿，PE (TTM) 为 75.92 倍，相对估值高于行业；从近三年的绝对估值来看，当前公司的 PE (TTM) 处于低位。

表 6：公司相对估值高于行业

公司代码	名称	总市值 (亿元)	2021H1 总收入增速 (%)	2021H1 净利润增速 (%)	2021H1 销售毛利率 (%)	2021H1 ROE (%)	PE(TTM)
002568.SZ	百润股份	525.52	53.72	73.95	66.94	11.29	75.92
600779.SH	水井坊	625.85	128.44	266.01	84.54	18.57	62.24
000869.SZ	张裕 A	179.93	32.14	16.69	59.37	3.61	43.00
600600.SH	青岛啤酒	921.97	16.66	30.22	44.40	11.29	41.12
600238.SH	海南椰岛	76.87	58.02	139.57	25.54	2.82	95.80
002304.SZ	洋河股份	2515.01	15.75	4.82	74.43	14.49	32.48
600197.SH	伊力特	140.50	29.85	45.04	56.91	5.84	34.46
600809.SH	山西汾酒	3964.15	75.51	117.54	74.99	30.85	79.00
平均值		1102.79	51.26	86.73	60.89	12.34	57.66

资料来源：wind，国元证券研究所

图 17：公司近三年 PE (TTM) 位于低位



资料来源：wind，国元证券研究所

## 风险提示

产品销售不达预期，项目投资建设不及预期，政策风险。

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188