

白酒行业 2012 年日常报告

评级：增持 维持评级

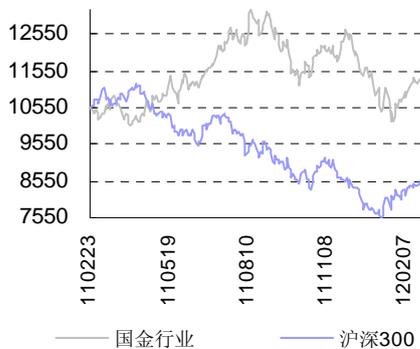
行业研究

长期竞争力评级：高于行业均值

2012 春季白酒行业投资视角： 投资整合能力强的企业

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	87.71
市场优化平均市盈率	22.26
国金白酒指数	11350.17
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19
深证成指	11568.17
中小板指数	5403.79



相关报告

- 《景气度波动不改行业基本面投资机会》，2012.2.15
- 《广积粮,待良机;》，2011.4.8
- 《一季报预期差与糖酒会催化春季白酒板块行情》，2011.3.14

陈钢 分析师 SAC 执业编号: S1130511030031
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

肖喆 联系人
(8621)61038276
xiaozhe@gjzq.com.cn

行业观点：白酒走向整合时代

- 12 年行业不变的主旋律依然是消费的持续升级与渠道的持续碎片化。消费升级与渠道碎片化，为行业整合创造了绝佳的机会窗口。
- 行业最核心的竞争看两个整合：整合渠道与整合核心消费者。白酒商业模式将持续向大厂、小商、多核心消费者的方向发展。把握机遇的厂商，能通过抓住核心消费群引导消费创造需求获得价格溢价，能通过对渠道的变革和整合获得对渠道的谈判溢价。
- 随着三线白酒纷纷冲击百亿市值，我们认为白酒行业的春秋时代已经结束，步入战国时代。春秋时代是企业内涵式增长的阶段，战国时代更侧重外延式扩张的整合能力。
- 整合能力主要看四个维度，即整合渠道、整合核心消费者、整合品牌和整合区域。营销能力的提升支持对渠道的整合，品牌力的提升支撑对核心消费者的整合，并购等手段的组合运用支持对品牌和区域的整合。
- 在战国时代，具备较强整合能力的公司应该给予估值溢价，因为这样的公司将凭借整合能力实现“弯道超越”。

投资建议：投资整合能力强的企业

- 二线白酒在整合上依然会有惊喜，洋河看品类整合的探索、古井贡酒看对省内及中原地区的整合、山西汾酒看对清香品类的整合。我们认为二线酒的整合，重在形成自身的渠道壁垒。整合的趋势将让市场对二线酒有新的认识。
- 一线白酒“量价齐升”的模式是一种一元化的整合模式，通过价格高度整合核心消费者，通过渠道高差价整合渠道资源，过去将近十年这种模式都行之有效。12 年一线白酒的整合方式走向多元化：贵州茅台直营比例提升、五粮液华东营销中心、泸州老窖“大招商招大商”都是剑指渠道的整合，但三种模式（直营化、精细化、密集化）都不一样。我们认为没有最好只有最适合各自企业的发展模式，最关键还是看这种渠道整合是否能进一步打造企业的营销核心竞争力。
- 三线白酒目前阶段还是整合自身的资源，聚焦产品和区域，通过复制二线白酒的模式实现快速跟进。我们认为百亿市值是阶段性瓶颈，突破百亿后还是看四个整合的发展。
- 我们建议投资者目前时点就可以根据自己投资风格逐步配置不同类别股票，对于一线白酒我们推荐顺序是贵州茅台、泸州老窖和五粮液，对二线的酒我们推荐顺序是古井贡酒、洋河和山西汾酒，对于三线白酒我们推荐酒鬼酒、沱牌舍得和老白干。

风险提示

- 经济放缓对白酒消费的影响。

内容目录

消费持续升级与渠道持续碎片化.....	3
12年行业不变的主旋律依然是消费的持续升级与渠道的持续碎片化	3
11年的回顾：老名酒的集体复苏	3
白酒行业竞争格局的演绎	5
12-13年将是区域市场的重要瓜分之战.....	5
行业增长走向挤压式增长	6
百亿新贵的启示：泸州老窖、郎酒和洋河	7
郎酒、泸州老窖、苏酒的综合对比.....	7
投资整合能力强的企业.....	9
整合渠道、整合核心消费者、整合品牌、整合区域.....	9
投资建议：投资整合能力强的企业.....	9

图表目录

图表 1：消费升级带来的产品群崛起	3
图表 2：老名酒 11 年收入增速	4
图表 3：20 亿以上地产酒 11 年收入增速.....	4
图表 4：11 年央视广告招标情况	4
图表 5：主要白酒企业所处地位对比	5
图表 6：区域对比	5
图表 7：各白酒公司各价位产品结构比例	6
图表 8：茅五泸的价格走势.....	6
图表 9：次高端酒的价格走势	6
图表 10：泸州老窖 08-11 年销售收入	7
图表 11：泸州老窖的解读	7
图表 12：洋河股份 08-11 年销售收入	7
图表 13：洋河股份的解读	7
图表 14：郎酒 08-11 年销售收入	7
图表 15：郎酒的解读	7
图表 16：郎酒、泸州老窖、苏酒的对比.....	8
图表 17：各厂商对比	9
图表 17：估值表.....	10

消费持续升级与渠道持续碎片化

12 年行业不变的主旋律依然是消费的持续升级与渠道的持续碎片化

■ 消费持续升级

- 消费升级内因是收入的提升，外因是厂商对消费者的持续培育。内外因的推拉结合下实现了近年来的快速升级。消费升级，表面是对更高品质与品牌产品的需求，实质是交际档次的升级。
- 江苏市场是白酒消费升级的典范，江苏作为最早进入升级（2003 年）、升级速度最高的市场潜力依然很大。
- 白酒消费升级什么时候会有瓶颈？从江苏市场的情况来看，100-200 的价位进入相对平缓的发展期，300-500 的价位仍处于高速发展期。我们认为江苏市场引领着整个消费升级的趋势，其他省市将逐步跟进。

图表1：消费升级带来的产品群崛起

	2007	2008	2009	2010	2011
洋河·海之蓝	5 亿级	10 亿级	15 亿级	20 亿级	25 亿级
洋河·天之蓝			5 亿级	15 亿级	30 亿级
古井贡酒·年份原浆				5 亿级	15 亿级
汾酒·老白汾		5 亿级	10 亿级	15 亿级	20 亿级
泸州老窖·窖龄酒					10 亿级

来源：国金证券研究所，公司网站

■ 渠道持续碎片化

- 企事业单位交际支出的攀升、自带酒水趋势的上升和消费升级共同导致了渠道的碎片化。团购的大行其道，名烟名酒店如雨后春笋般涌现都是渠道碎片化的佐证。
- 渠道碎片化的结果是经销商个数的增加及规模的缩水，传统经销商式微，新式经销商的崛起。

■ 厂商关系的变化

- 白酒商业模式将持续向大厂、小商、多核心消费者的方向发展。能把握住这两种变化趋势的厂商，能通过抓住核心消费群引导消费创造需求获得价格溢价，能通过对渠道的变革和整合获得对渠道的谈判溢价。最终的竞争就是看两个整合，整合渠道与整合核心消费者。

11 年的回顾：老名酒的集体复苏

- 从我们收集的 16 家销售规模大于 20 亿的白酒企业 11 年最终表现，可以看到 11 年是老名酒加速发展年，除了五粮液外其余增速都在 40-60%，甚至更高。反观大型地产酒日子则没有那么好过，增速大多出现放缓。区域地产领头羊增速相对更快，非龙头的压力则更大。
- 11 年行业排名前 8 位的酒厂，基本都是第三届 8 大名酒，除了郎酒是第四届名酒。名酒间的竞合将越来越成为行业发展趋势。

图表2: 老名酒 11 年收入增速

	2011 年	增速
1 五粮液	203	>30%
2 贵州茅台	175+	>50%
3 苏酒集团	130	>60%
4 郎酒	103	>60%
5 泸州老窖	80+	>40%
6 剑南春	60+	>50%
7 山西汾酒	45	>40%
8 古井贡酒	35	>50%

图表3: 20 亿以上地产酒 11 年收入增速

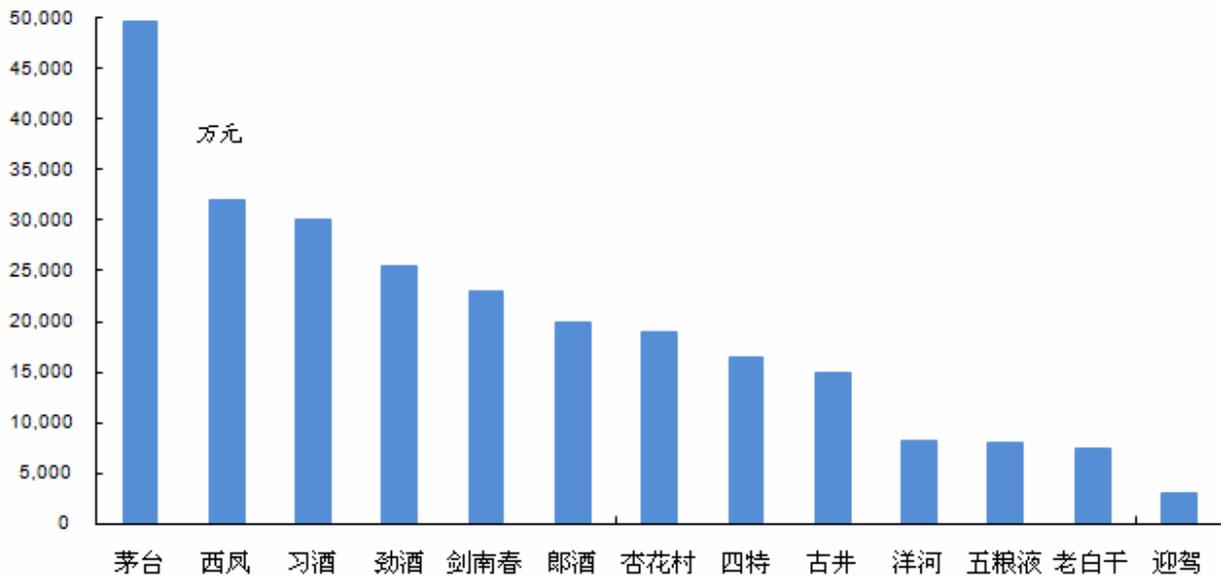
	20-40 亿代表企业	增速
北京	牛栏山	47%
湖北	稻花香	33%
江西	四特	32%
四川	丰谷	26%
安徽	口子窖	<30%
湖北	枝江	<20%
安徽	迎驾	<20%
江苏	今世缘	17%

来源: 国金证券研究所, 公司网站

■ 12 年行业发展趋势

- 行业加速分化。品牌的差距将越拉越大。从 11 年央视招标情况来看，黄金广告资源正逐渐被行业优势企业所垄断。
- 区域酒企加速整合，省级酒业巨头将逐步浮出水面。继苏酒集团之后，湖北省提出将组建鄂酒集团（对省内 300 多家拥有生产许可证的白酒企业进行并购重组，鄂酒有望在 4 年内实现年产值 1000 亿元）。以四特为代表加速整合赣酒资源（11 年四特整合章贡王）。
- 行业竞争进入系统性竞合阶段：渠道、品牌和资本运作三个维度的组合竞争将继续改写行业竞争格局，三个维度运作得到的企业将有望实现“弯道超车”。

图表4: 11 年央视广告招标情况



来源: 国金证券研究所; 注: 此招标金额只代表企业在央视部分广告的投放情况。

白酒行业竞争格局的演绎

- 我们认为老名酒经历这几年的集体崛起和繁荣后，正逐渐走向挤压式增长，这意味着白酒集团的竞合与分化应成为越来越值得关注的话题。
- 茅五泸苏郎 5 家百亿级企业构成第一集团军，各个区域市场强势企业也已浮出水面。

图表5: 主要白酒企业所处地位对比

	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	洋河	郎酒	古井贡酒	山西汾酒	沱牌舍得
超高端>1000元	领导者	次领导者	跟随者	进入者	进入者			
次高端600-800元				领导者	领导者	进入者	跟随者	跟随者
中高档酒300-500元				领导者	领导者	进入者		
中档酒100-200元				区域领导者		区域领导者	区域领导者	
低端<100元								

来源：国金证券研究所，公司网站

12-13 年将是区域市场的重要瓜分之战

- “泸苏郎”已基本完成全国化，即全国所有省份基本实现过亿销售，并有五个以上核心市场。我们预计 12-13 年“泸苏郎”将有 3-5 个 20 亿以上的市场。
- 汾酒和古井重点打造 3-5 个核心市场，希望到 13 年能拥有 3-5 个 10 亿以上市场。前者是泛山西板块，后者是泛安徽板块。
- 如果以上假设成立，那么到 13 年很多区域市场都将呈现竞争胶着状态，河南山东等地产酒不强的白酒大省竞争尤其激烈。

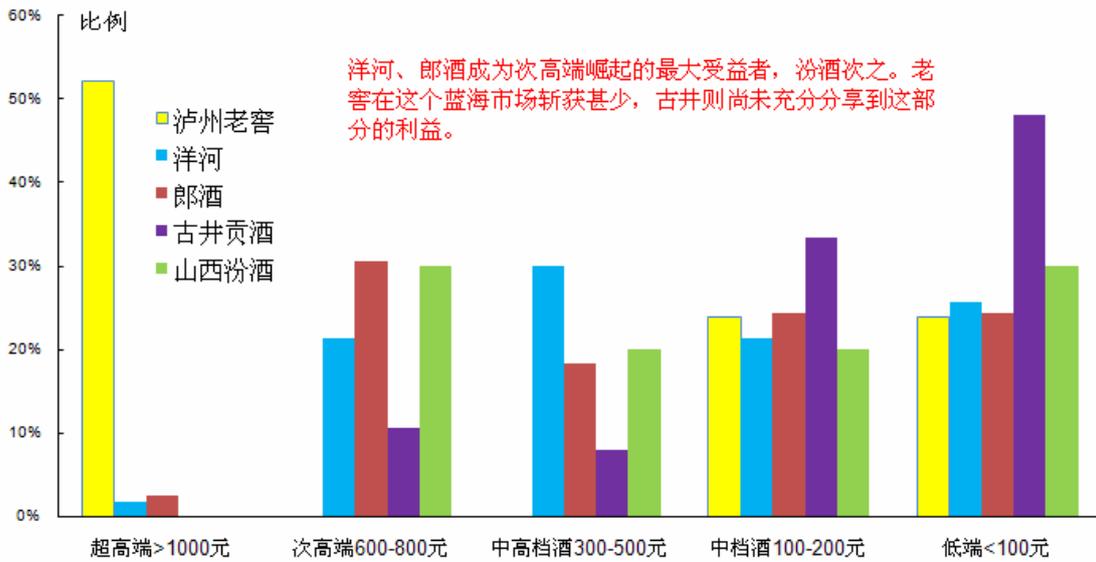
图表6: 区域对比

	完成初步全国化			开始全国化		构筑核心市场	
	泸州老窖	苏酒	郎酒	山西汾酒	古井贡酒	沱牌舍得	酒鬼酒
上海市		重要参与者					
北京市	重要参与者		重要参与者	重要参与者		重点攻关	
江苏省		垄断地位			重点攻关		
浙江省	重要参与者				重点攻关		
山东省	重要参与者	重要参与者		重点攻关	重点攻关	重点攻关	
四川省	领导者		领导者			重要参与者	
重庆市	重要参与者		重要参与者				
河南省	重要参与者	重要参与者	重要参与者	重要参与者	重要参与者		重点攻关
湖南省	重要参与者					重点攻关	重要参与者
河北省	重要参与者		重要参与者	重点攻关	重点攻关		
安徽省		重要参与者			领导者		
陕西省	重要参与者			重要参与者			
甘肃省	重要参与者						
山西省				垄断地位			
广西省			重要参与者			重点攻关	
内蒙古				重点攻关			

来源：国金证券研究所，公司网站

- 产品结构升级与优化依然是未来的主旋律。从“泸苏郎古汾”五大集团军的对比来看，苏酒和郎酒成为次高端崛起的最大受益者，汾酒次之。老窖在这个快速增长市场上斩获甚少，古井则尚未充分分享这个市场的利益。

图表7: 各白酒公司各价位产品结构比例

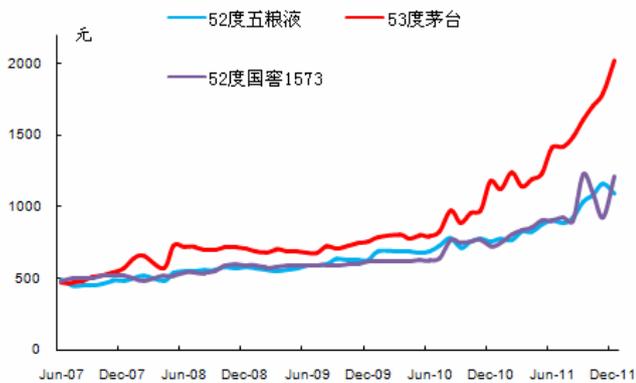


来源: 国金证券研究所

行业增长走向挤压式增长

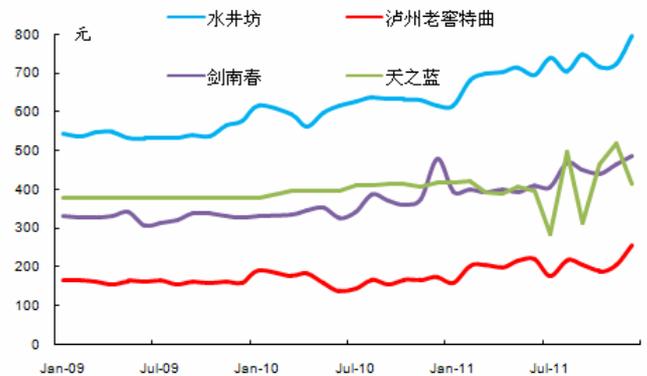
- 超高端酒价格的天花板将可能下移。我们判断随着茅台直营店在全国范围的开出，高居 1800-2000 元的茅台酒价格将开始向厂商指导价回归。
- 次高端继续扩容，但竞争更加激烈。洋河梦之蓝、天之蓝，汾酒青花瓷，郎酒红花郎，泸州老窖窖龄酒，剑南春，古井年份原浆都将在这个价位带发力。

图表8: 茅五泸的价格走势



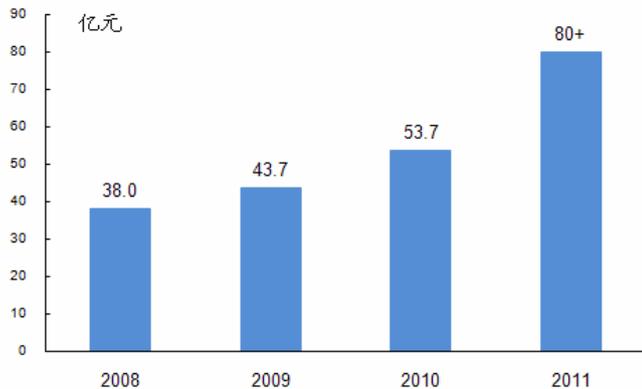
来源: 国金证券研究所

图表9: 次高端酒的价格走势



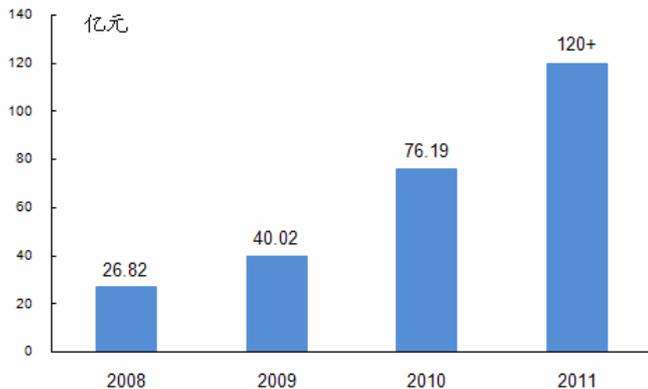
百亿新贵的启示：泸州老窖、郎酒和洋河

图表10：泸州老窖 08-11 年销售收入



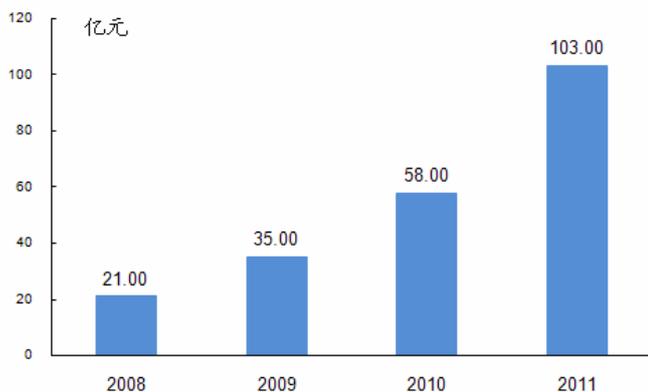
来源：国金证券研究所，公司网站

图表12：洋河股份 08-11 年销售收入



来源：国金证券研究所，公司网站

图表14：郎酒 08-11 年销售收入



来源：国金证券研究所，公司网站

图表11：泸州老窖的解读

1573 紧跟茅台五粮液

1. 老窖在 08-10 年进入较慢的增长阶段，其原因是在这段时间 1573 全国性市场已经基本布局完成，但特曲中档酒没有真正做起来，因此增长放缓。
2. 11 年一举突破 50 亿瓶颈，来自于 1573 持续奢侈化运作的成功（提价紧跟茅台五粮液节奏）；同时中低端酒成功发力。
3. 11 年销售结构：超高端酒占比 50%，低档酒占 30%，中档酒占 20%。

图表13：洋河股份的解读

关键字：迎合消费升级，挖掘渠道变化机遇，整合地方资源

1. 迎合消费升级到诱导消费需求。10 年海之蓝全面向天之蓝升级，11 年向梦之蓝升级。
2. 挖掘渠道变化机遇。11 年营销转型，全面专攻团购渠道，梦之蓝 M 系列专门针对团购渠道做开发。
3. 整合地方资源，实现区域垄断。10 年合并双沟，让洋河进一步一统江苏市场，实现全渠道、全价位、全区域的精耕细作。

图表15：郎酒的解读

关键字：群狼战术，一树三花

1. 10 年以前竭力打造红花郎的主品牌，同时辅以群狼战术。
2. 11 年一树三花的香型结构逐步成型，10 年导入新郎酒（兼香），11 年导入郎牌特曲（浓香）。11 年青花郎和红花郎占比 50%左右
3. 12 年将进入多品类的区域精耕阶段。

郎酒、泸州老窖、苏酒的综合对比

- 我们把二线名酒的发展模式分解为四大环节（品类延伸、价格延伸、区域深化、渠道转型）共同构成持续高增长的基石，每一个环节的突破都是一个增长点，多环节的突破则形成良好的乘数效应。

- 针对以上四大环节，我们系统性的对比了郎酒、泸州老窖和苏酒的情况，参看下表：品类延伸 X 价格延伸 X 区域深化 X 渠道转型=持续高增长的基石

图表16: 郎酒、泸州老窖、苏酒的对比

	郎酒	泸州老窖	苏酒
品类与价格的延伸	五大事业部：红花郎/新郎酒/老郎酒/郎牌特曲/流通产品	三大事业部：贵宾公司/销售公司/博大公司	四大事业部：超高端事业部/蓝色经典/老名酒事业部/双沟事业部
附注:	郎酒借助香型延伸，树立“一树三花”产品格局，酱香、兼香和浓香品类三香并举。酱香高端化、浓香时尚化、兼香差异化。	老窖在价位带延伸上相对滞后，贵宾公司负责定制酒、销售公司以1573为主、博大公司以中低档酒为主。	苏酒在价位带延伸上非常成功，10年成功打造天之蓝的升级、11年梦之蓝的升级，12年苏酒的升级。老名酒和双沟则成为蓝色经典主产品的有益补充。
区域深化	6大片区；42个省级办事处；320个独立城市市场	高端产品：五大柴泉公司 中低端：大招商、招大商。	省内目标：各地级市做到全区域、全价位、全渠道的第一名。 省外：单点深化，区域连片开发。
附注:	郎酒从群狼共舞走向市场精细化布局。	高端产品市场布局已经完成，主要依靠品牌力拉动。中低端产品逐步导入深度分销做法。	苏酒是典型的蚕食滚动式布局。精耕细作，连片开发。
营销转型（渠道）	从群狼乱舞走向有序共舞。 区域成功模式向全国推广。	高端靠价格驱动，走奢侈化。 中低端靠民营化运作，深度分销。	团购系统性开发方法 厂商1+1
附注:	在渠道操作上，洋河渠道力掌控最强，郎酒和洋河在团购渠道开发上都有独到之处。		
品牌传播	品牌定位：比肩国酒茅台，同时更时尚。 品牌内涵：三气两感。	品牌定位：力图超越五粮液浓香地位，人为制造稀缺性。 基于历史和稀缺性做文章。突出浓香鼻祖及泸州酒城地位。	品牌定位：充分挖掘江南特色，时尚化、形而上化。 品牌充分差异化：蓝色主基调色、绵柔的口感、中国梦等形而上的品牌内涵、艺术和文化元素的嵌入。
评论:	三家11年在央视投放上都超过5亿，12年投入进一步提升。		
产能扩张	投资70-80亿兴建酱香型生产基地；与泸州和宜宾共建浓香型生产基地。	泸州酒业集中发展区，计划投资60亿。	自上市后累计投资83亿，打造洋河酒业园区和双沟酒业园区

来源：国金证券研究所

投资整合能力强的企业

整合渠道、整合核心消费者、整合品牌、整合区域

- 随着三线白酒纷纷冲击百亿市值，我们认为白酒行业的春秋时代已经结束，步入战国时代。春秋时代是企业内涵式增长的阶段，战国时代更侧重外延式扩张的整合能力。简而言之，春秋时代是获得市场竞争的入场券，战国时代是排列行业位次的时候。
 - 具备较强整合能力的公司应该给予估值溢价，因为这样的公司将凭借整合能力实现“弯道超越”。
 - 整合能力主要看四个维度，即整合渠道、整合核心消费者、整合品牌和整合区域。营销能力的提升支持对渠道的整合，品牌力的提升支撑对核心消费者的整合，并购等手段的组合运用支持对品牌和区域的整合。

图表17: 各厂商对比

	品牌策略	渠道模式
贵州茅台	主品牌策略。辅以汉酱、名将等子品牌。	提升直营比例，缩减渠道差价。
五粮液	主品牌策略。辅以五粮醇、五粮春等子品牌。	大商制为基础，华东营销中心试点营销改革。
泸州老窖	1573 为核心, 百年等特曲产品为辅。	厂商 1+1 的柒泉模式
洋河股份	梦之蓝和天之蓝并驾齐驱, 逐步导入苏酒。	团购为中心的多元化营销模式。
山西汾酒	青花瓷与老白汾并驾齐驱。	大商制走向厂商合作。
古井贡酒	年份原浆系列产品为主。	厂商 1+1; 营销中心试点。

来源: 国金证券研究所

- 品牌的整合走向国计民生的高度
 - 政商资源碎片化地缘化，高端核心消费者从被“茅台五粮液”牢牢掌控到“茅+X”阶段。各大酒厂纷纷在品牌内行提升走向国计民生的高度，贵州茅台打造“国酒”地位、泸州老窖主推中国品味、洋河主推“中国梦梦之蓝”、郎酒宣传“神采飞扬中国郎”、汾酒提出“中国酒魂”、古井贡酒主打“中国龙中国酒”、西凤酒主推“中国红红西凤”、今世缘高端系列是国缘、酒鬼酒高端系列是内参。
- 厂商合作模式多元化。
 - 厂商模式多元化，有些厂商依赖经销商、有些厂商转向服务经销商、有些厂商深度掌控经销商等。
 - 在资源碎片化的阶段，渠道力变成资源整合愈发重要的环节。我们认为川酒长期将营销力外包，并不一定适应现阶段的发展趋势。以黄淮河流域名酒为代表将逐渐形成与川酒的抗衡能力。

投资建议: 投资整合能力强的企业

- 一线白酒“量价齐升”的模式是一种一元化的整合模式，通过价格高度整合核心消费者，通过渠道高差价整合渠道资源，过去将近 10 年这种模式都行之有效。
 - 短期看，12 年无需悲观: 1) 高端白酒厂商 11 年的提价为 12 年奠定 30%以上增长的基础; 2) 11 年高端白酒终端价的大幅上涨扩充渠道利润，厂商抗风险护垫得到有效增厚。中长期看: 1) 社会化库存和终

端价的滞涨将侵蚀高端酒未来增长的确定性和成长性。2) 模式变革才能打造新的增长级。

- 整合方式多元化：贵州茅台直营比例提升、五粮液华东营销中心、泸州老窖“大招商招大商”都是剑指渠道的整合，但三种模式（直营化、精细化、密集化）都不一样。我们认为没有最好只有最适合各自企业的发展模式，最关键还是看这种渠道整合是否能进一步打造企业的营销核心竞争力。
- 推荐排序是贵州茅台、泸州老窖、五粮液。
- 二线白酒在整合上依然会有惊喜，洋河看品类整合的探索、古井贡酒看对省内及中原地区的整合、山西汾酒看对清香品类的整合。我们认为二线酒的整合，重在形成自身的渠道壁垒。
 - 12-13 年仍是二线酒快速增长的时期，洋河来自全国化（省外增长的拐点）和高端化（梦之蓝的增长），古井和汾酒来自产品结构的持续升级和区域深耕（渠道深耕才进入导入阶段）。二线酒“品牌升空”和“渠道深耕”是增长的两个驱动力，较长产品线及多种增长模式的打造有效应对需求的变化。二线酒未来的风险在于自身内部的管控及一线酒的变革。
 - 推荐排序是古井贡酒、洋河股份、山西汾酒。
- 三线白酒目前阶段还是整合自身的资源，聚焦产品和区域，通过复制二线白酒的模式实现快速跟进。我们认为百亿市值是阶段性瓶颈，突破百亿后还是看四个整合的发展。
 - 推荐酒鬼酒和沱牌舍得。

图表18: 估值表

代码	名称	投资评级	最新评级时间	股价	总股本	总市值	每股盈利				10-13EPS			P/E		
				2012-2-22	亿股	亿元	10A	11E	12E	13E	复合增长	10A	11E	12E		
600519	贵州茅台	买入	2012-1-17	192	10.38	1,990.9	5.35	8.05	11.58	15.36	47.2%	35.9	23.8	16.6		
000596	古井贡酒	买入	2012-1-17	88	2.5	221.8	1.34	2.43	3.95	5.69	62.1%	66.0	36.2	22.3		
000858	五粮液	买入	2011-10-27	33	38.0	1,252.3	1.16	1.63	2.12	2.65	31.8%	28.5	20.2	15.6		
000568	泸州老窖	买入	2011-10-30	39	13.9	540.5	1.58	1.95	2.57	3.08	24.9%	24.5	19.9	15.1		
600809	山西汾酒	买入	2012-1-19	63	4.3	271.0	1.14	1.85	2.78	3.89	50.5%	54.9	33.8	22.6		
002304	洋河股份	买入	2012-2-12	140	9.0	1,256.1	2.45	4.38	6.64	8.90	53.6%	56.9	31.9	21.0		
000799	酒鬼酒	买入	2012-2-10	28	3.3	91.7	0.26	0.56	0.95	1.43	76.4%	108.5	50.4	29.6		
600702	沱牌舍得	买入	2012-2-10	23	3.4	77.2	0.23	0.52	0.78	1.09	69.0%	101.0	43.9	29.3		

来源：国金证券研究所

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。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

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机构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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户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。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B