



饮料制造

公司深度研究

山西汾酒 (600809.SH)

山西汾酒正在双轮驱动加速全国化

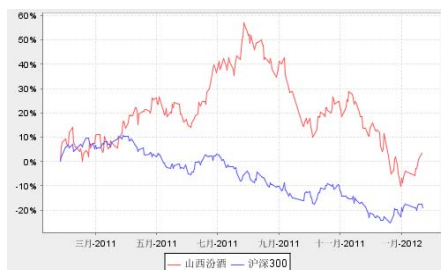
评级: **买入** 前次: **买入**
目标价(元): **101.6-106.9**
联系人: 邢庭志
食品饮料小组
021-20315162
xingtz@r.qlzq.com.cn
2012年2月8日

分析师: 谢刚
S0740510120005
021-20315178
xiegang@r.qlzq.com.cn
2012年2月8日

基本状况

总股本(百万股)	432.92
流通股本(百万股)	432.92
市价(元)	58.59
市值(百万元)	25365.02
流通市值(百万元)	25365.02

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,143.45	3,016.63	4,499.57	6,502.26	9,268.95
营业收入增速	35.27%	40.74%	49.16%	44.51%	42.55%
净利润增长率	44.79%	39.30%	68.31%	55.06%	56.53%
摊薄每股收益(元)	0.82	1.14	1.92	2.98	4.67
前次预测每股收益(元)	0.82	1.14	1.95	3.00	4.55
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	52.36	60.00	32.84	19.33	12.35
PEG	1.17	1.53	0.48	0.35	0.22
每股净资产(元)	3.81	4.45	5.87	8.35	13.02
每股现金流量	1.04	1.88	1.63	2.68	4.52
净资产收益率	21.53%	25.67%	32.74%	35.68%	35.84%
市净率	11.27	15.40	10.75	6.90	4.42
总股本(百万股)	432.92	432.92	432.92	432.92	432.92

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 山西汾酒 2012 年开始将实现双轮驱动加速全国化, 有两大明显超出市场预期基本面突破:
- 第一驱动力—高端汾酒 2012 年省外重点市场将实现重大突破。北京、上海、山西、内蒙正处于爆发式增长, 北京、陕西均有望突破 4 亿元, 河南、山东有望达到 3 亿元, 以汾酒 20 年和 30 年青花为主导占比达 80%, 品牌驱动、高端驱动、组织管理提升驱动明显; 公司进入了一个类似于国窖 06-07 年、洋河天之蓝梦之蓝 10-12 年的高端全国化带动整体加速全国化的阶段; 业绩提升驱动力强劲;
- 第二驱动力—竹叶青为主的配置酒加速全国化, 预计 2013 年超过 10 亿元, 全国化布点深耕阶段, 对比营收接近 50 亿元的劲酒, 竹叶青在品牌、品质和档次定位上有明显区别和优势, 独立公司运营效率高;
- 山西汾酒省内市场同时巩固高成长。预测 2012 年营收达到 65 亿元, 2012Q1 预计增速达到 35%, 达到 24 亿, 全年营收增速 44.5%; 公司从 2013 年开始, 净利率有望持续稳健提升, 规模效应凸显;
- 对比 2011Q1 的高成长, 2012Q1 增长的三大结构性良性变化:
 - 省外竞争最激烈的市场继续强劲增长, 北京、上海、郑州等市场增速达到 100%;
 - 增长以汾酒 20 年和青花 30 年高端品牌为主, 品牌全国化的能力和优势凸显;
 - 增长的数据更加扎实, 经销商基本无压货、无提价预期下的囤货和渠道整体低库存;
- 按照 2012 年 PE35 倍, PEG0.64 估值, 给予 6-12 个月目标价 101.6-106.9 元, 对应 2012/13 年 19/12XPE、PS3.8/2.7, 维持“买入”评级。

请务必阅读正文之后的重要声明部分



内容目录

汾酒加速全国化,产品及品类结构持续优化,战略性复兴	3 -
产品结构优化取得实质性突破,多品类发展成趋势	3 -
市场结构改善空间保证高增长可持续至少 5 年	3 -
汾酒第二大增长极正在发力-竹叶青及其他配制酒	5 -
竹叶青及配置汾酒是一片蓝海市场,而竹叶青具备核心竞争力	5 -
竹叶青及其他配置酒正在推进全国化,并细化终端商超和餐饮网络建设 ...	5 -
汾酒能满足消费者的绵柔口感和健康品质需求	6 -
清香是具有满足消费者健康轻松饮酒价值的品类	6 -
品牌上满足消费者的价位需求,而性价比有核心竞争力	7 -
公司盈利提升空间巨大	8 -
公司盈利水平预计在 2013 年开始迅速提升	8 -
山西十二五规划经济转型,销售公司股权改革和管理层激励环境逐步成熟	8 -

图表目录

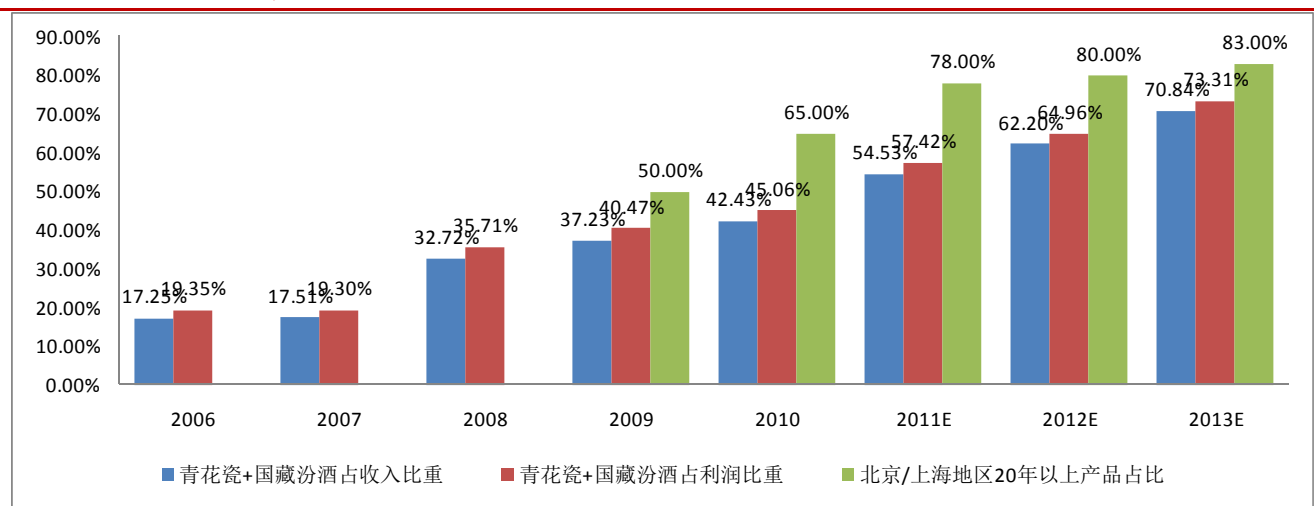
图表 1: 山西汾酒的高端产品结构	3 -
图表 2: 2008-2013 年山西汾酒省外营收中性测算 (亿元)	3 -
图表 3: 北京上海市场营收及预测 (亿元)	4 -
图表 4: 北京市场较为精细的渠道布局	4 -
图表 5: 2011 年 45 亿元预测区域结构 (亿元)	4 -
图表 6: 2012 年 65 亿元预测区域结构 (亿元)	4 -
图表 7: 保健酒龙头公司营收和行业容量 (亿元)	5 -
图表 8: 汾酒的配置酒 (含竹叶青) 营收测算 (亿元)	5 -
图表 9: 三大香型白酒生产工艺比较	6 -
图表 10: 三种主要香型的有害物质对比	6 -
图表 11: 截至 2011Q3 名酒公司盈利指标比较	8 -
图表 12: 山西汾酒少数股东损益与净利润比较	8 -
图表 13: 山西汾酒相关研究报告	9 -
图表 14: 汾酒财务报表预测	10 -

汾酒加速全国化，产品及品类结构持续优化，战略性复兴

产品结构优化取得实质性突破，多品类发展成趋势

- 汾酒 20 年作为零售价格在 400 元左右的核心次高端品牌，2011 年 Q4 和 2012 年 Q1 增速在明显提升，汾酒 20 年和青花 30 年共同推动汾酒的结构提升，也推动山西汾酒全国化竞争力，省外市场的结构明显好于省内，随着全国化深入，公司盈利能力会进一步提升；

图表 1：山西汾酒的高端产品结构

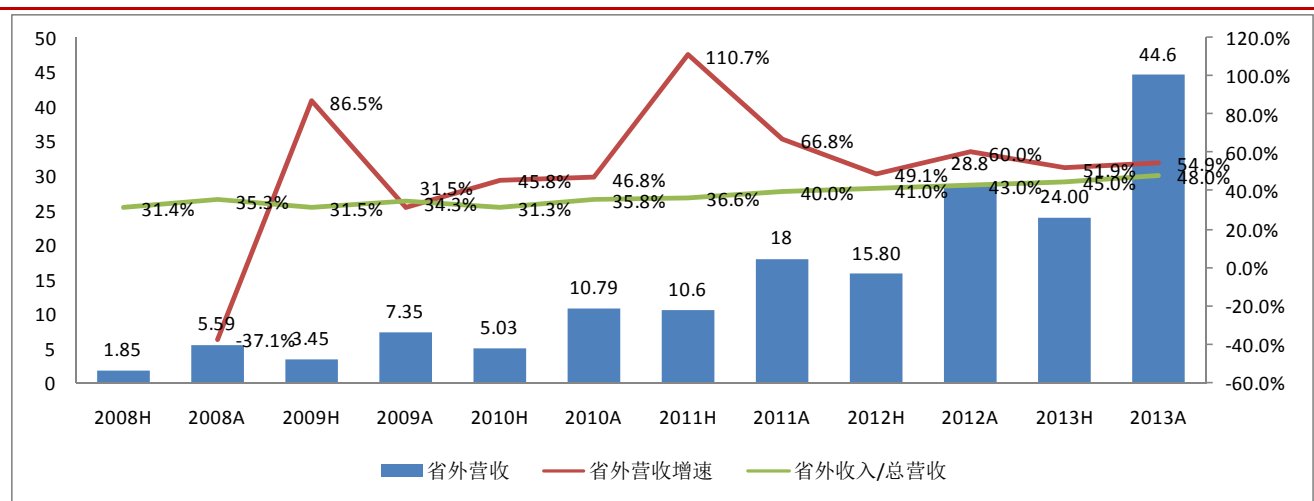


来源：经销商调研 齐鲁证券研究所

市场结构改善空间保证高增长可持续至少 5 年

- 公司的全国化扩张已经进入模式化复制和招商布局并举阶段：特别公司在北京、上海、安徽、河南、江苏等名酒竞争激烈和高难度市场的快速提升展示了公司核心竞争力；省外持续增长强势推动了汾酒业绩提升；

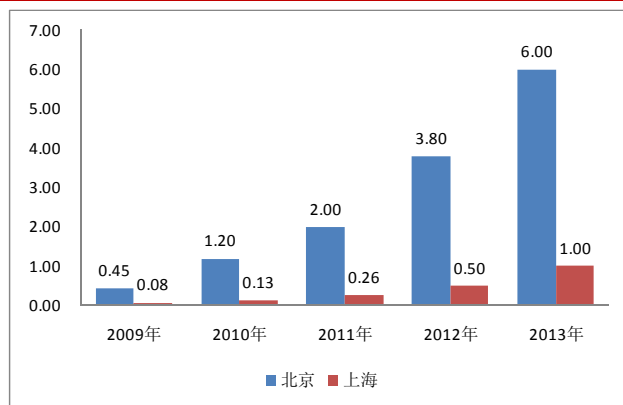
图表 2：2008-2013 年山西汾酒省外营收中性测算（亿元）



来源：上市公司年报 齐鲁证券研究所

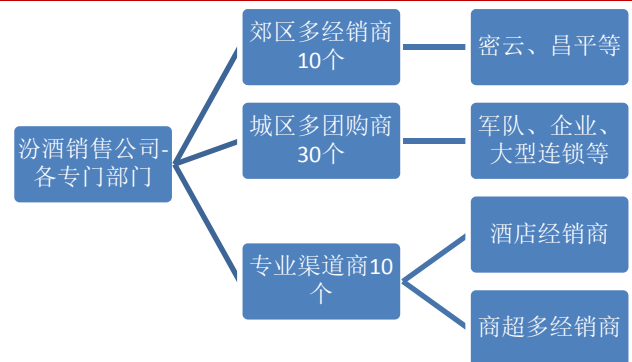
- 省外市场的空间巨大，到 2013 年省外市场总销售额约为 44 亿元，结构占比只有 48%，考虑到白酒行业容量，我们认为山西汾酒在省外占比至少应该达到 80%，其全国化的推进才基本完成。2010 年茅台、五粮液、泸州老窖的省外占比预计达到 85%、84%和 82%；
- 公司在北京市场的高成长表明了汾酒中心城市突破的战略模式有效；北京预计 2012 年细化经销商配置达到 50 个，厂派+地招人员预计达到 200 人，渠道管理逐步向洋河股份接近；这一模式可以适应全国各地的发展，是行业的发展方向；

图表 3：北京上海市场营收及预测（亿元）



来源：经销商调研 齐鲁证券研究所

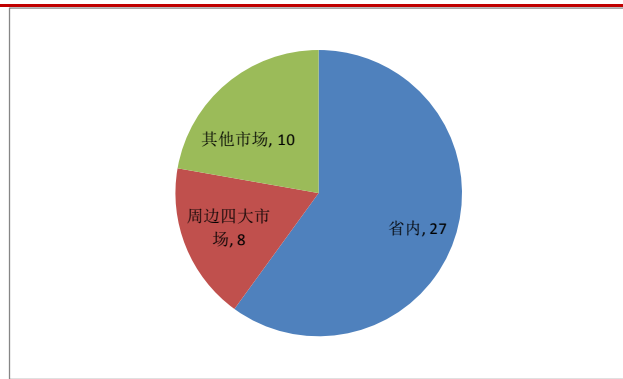
图表 4：北京市场较为精细的渠道布局



来源：经销商调研 齐鲁证券研究所

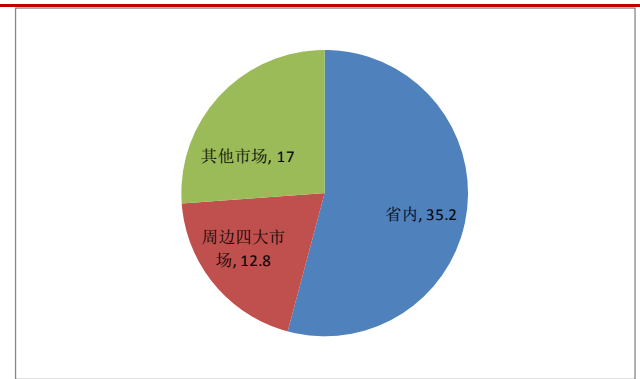
- 根据 2012 年汾酒集团百亿目标，上市公司 65 亿营收较为确定，较 2011 年度增长 44.5%，省内增长 10 亿，增速 37%，省外 28 亿，增长 55.6%，其中环山西地区增长 5 亿元，预计占省外增长贡献率 50%，整体来看汾酒的增长较为确定。

图表 5：2011 年 45 亿元预测区域结构（亿元）



来源：齐鲁证券研究所

图表 6：2012 年 65 亿元预测区域结构（亿元）



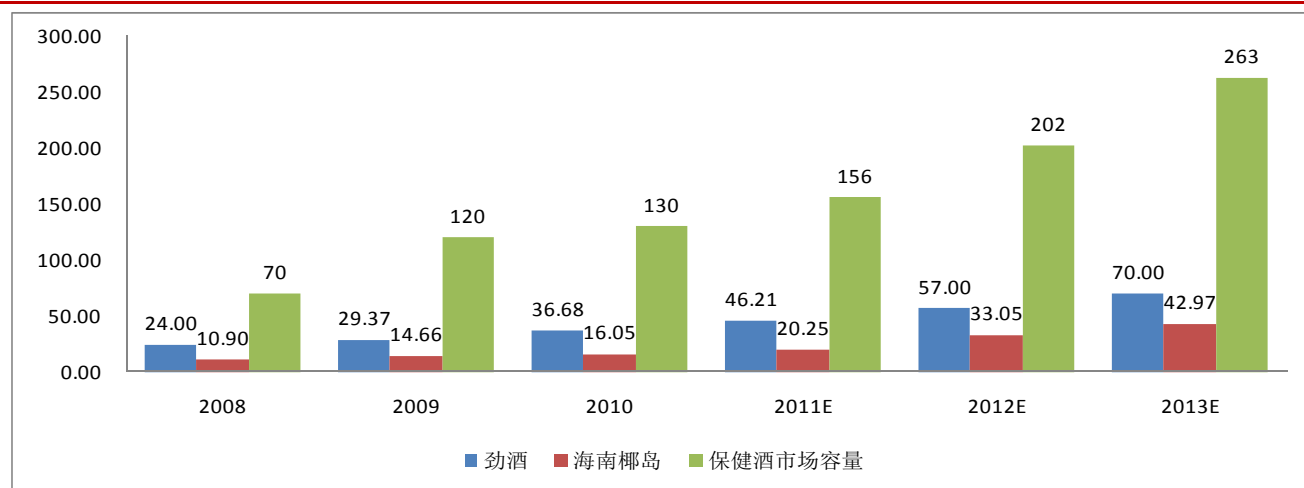
来源：齐鲁证券研究所

汾酒第二大增长极正在发力-竹叶青及其他配制酒

竹叶青及配置汾酒是一片蓝海市场，而竹叶青具备核心竞争力

- 竹叶青定位于偏高端的养生保健酒类，第二、第三届全国评酒会上，均被评为全国十八大名酒之一；竹叶青色泽金黄透明而微带青碧，有汾酒和药材浸液形成的独特香气，芳香醇厚，入口甜绵微苦，温和，无刺激感，余味无穷；和劲酒的低端化药味浓郁的形象以及海南椰岛的动物性保健酒定位有明显区隔；

图表 7：保健酒龙头公司营收和行业容量（亿元）



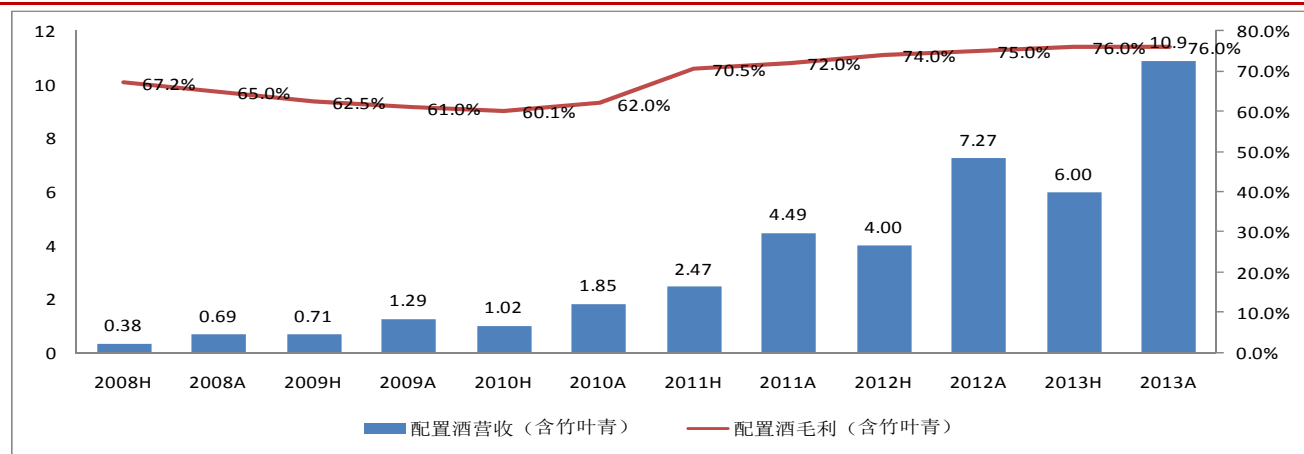
来源：中国酿酒工业协会 劲酒社会发展责任报 齐鲁证券研究所

- 玫瑰汾酒和白玉汾酒直接以高端汾酒为基础，成为配置酒品类中的独立高端品牌，玫瑰汾酒直接面对的是广大女性消费群体，潜力巨大；

竹叶青及其他配置酒正在推进全国化，并细化终端商超和餐饮网络建设

- 2011 年高端竹叶青品牌带动公司的营收增速和毛利，竹叶青品牌正在快速全国化，2012 年达到 7.27 亿元，2013 年突破 10 亿元大关；

图表 8：汾酒的配置酒（含竹叶青）营收测算（亿元）



来源：上市公司年报 齐鲁证券研究所

汾酒能满足消费者的绵柔口感和健康品质需求

清香是具有满足消费者健康轻松饮酒价值的品类

- 当前绵柔品类正在迅速发展，绵柔是以消费者感受为基础，当前绵柔品类已经由洋河股份起草，经过中国轻工业联合会认定的国家标准，这一品类完全区别于主要以工艺为主进行的浓、清、酱、米及其它香型分类；
- 汾酒所在的清香品类属于天然的绵柔；清香型白酒的整个酿造工艺极为清洁，其采用了地缸发酵（防止发酵中流失酒精，保证酒质纯净、防止污染）工艺；

图表 9：三大香型白酒生产工艺比较

	香气	生产工艺	发酵方式	口感	贮酒期	出酒率	优质酒率	规模优质产能释放周期
清香型	清香纯正	三曲并用（青荏、红心、后火），地缸发酵，清蒸二次清	地缸（防止发酵中流失酒精份，保证酒质纯净、防止污染）	清甘柔谐绵甜爽净	1-2年	45%	90%	1年
浓香型	窖香浓郁	固态发酵、跑窖循环、续糟配料、混蒸混烧、量质摘酒、按质并坛	泥窖	味醇厚 绵甜甘美	3年	39%	20%	1-2年
酱香型	酱香明显，酒香优雅细腻，空杯隔夜留香	两次投料、八次发酵、七次流酒。大曲用量高（约1:1）	石窖	醇厚丰满，余味悠长	3-5年	28%	95%	3年

来源：齐鲁证券研究所

- 汾酒的绿色特征一方面体现在清香工艺，另一方面体现在公司严格的绿色质量管理体系；在食品健康需求趋势下，汾酒具备核心差异化竞争力；

图表 10：三种主要香型的有害物质对比

不良成分	国家标准	清香（g/L）	酱香（g/L）	浓香（g/L）	人体主要不良反应
甲醇	≤0.4g/L	0.1	0.21	0.18	刺鼻的气味，毒性很大，过量饮用，会头晕、头痛、耳鸣、视力模糊
杂醇油	≤2g/L	0.24	1.10	0.37	能使神经系统充血，使人头痛，是酒后上头的元凶
乙醛	≤5g/L	0.21	0.55	0.26	在发生急性中毒时，出现咳嗽、胸痛、灼烧感、头晕、意识丧失及呕吐等现象
糠醛		0.00004	0.29	0.035	糠醛的毒性相当于乙醇的 83 倍，毒性仅次于甲醛。

来源：国家标准 山东省轻工业行会 齐鲁证券研究所

- 公司的高优质酒率保证了公司的产品结构适应行业高端化趋势，降低运营成本和经营的难度，降低低端品牌对整体毛利率和品牌价值的影响；

品牌上满足消费者的价位需求，而性价比有核心竞争力

- 产品结构符合中高端大众消费者需求，产品结构主要定位于 100-800 元价位，和一线名酒比较其主导品牌青花汾酒具有更强的性价比，随着行业消费者的成熟，价位的分化，汾酒的市场竞争力会更强；
- 随着一线名酒迈入千元时代，在原有 300-1000 元价格带的需求将更加强劲，这一价位的龙头品牌有汾酒、梦之蓝、酒鬼酒、郎酒等，汾酒的相对品牌优势和稀缺性较为明显。

公司盈利提升空间巨大

公司盈利水平预计在 2013 年开始迅速提升

- 汾酒的毛利率仅次于贵州茅台,达到 76.13%,高优质酒率明显好于浓香型名酒;2011 年销售净利率只有 24%,进一步提升空间巨大;

图表 11: 截至 2011Q3 名酒公司盈利指标比较

名称	销售净利率 [单位] %	所得税 / 利 润总额	销售毛 利率	销售费用 / 营业 总收入[单位] %	管理费用 / 营业 总收入[单位] %	营业收入同比增 长[单位] %
山西汾酒	24.00	26.39	76.13	18.25	6.27	48.94
贵州茅台	50.80	25.31	91.53	3.62	7.34	46.26
五 粮 液	31.96	24.42	66.01	9.46	8.03	36.41
泸州老窖	37.54	24.64	66.92	3.59	5.63	49.49
洋河股份	31.26	25.26	56.24	8.71	4.97	74.59

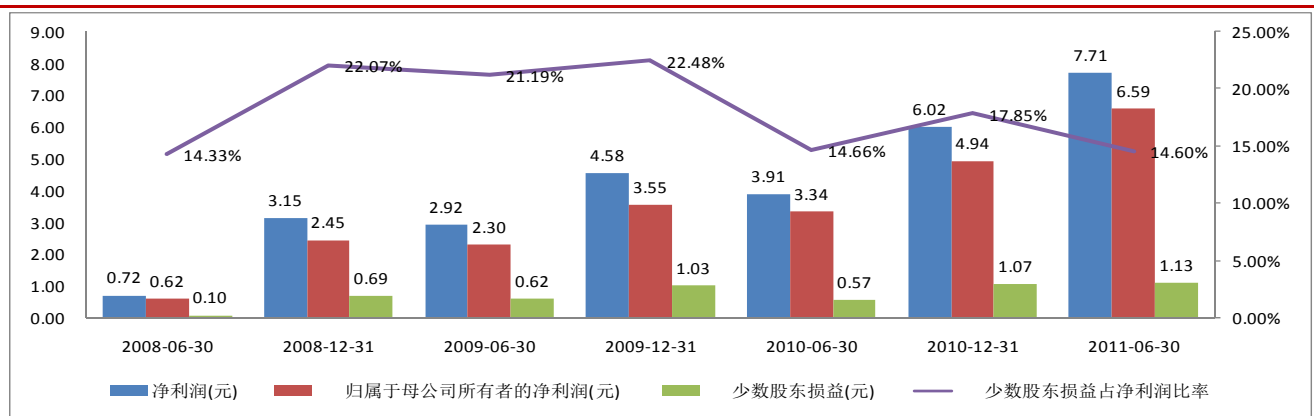
来源: 齐鲁证券研究所

- 预计公司进入百亿规模下,公司费用会大幅度待摊,并进入营收稳健高成长期;首先公司的广告费用占营收比例预计从 5.4%下降到 3.0%左右;其次公司销售费用中的其他项目会随着区域深度增长而逐步下降;
- 2011Q3 公司营业税金及附加占营收比重达 18.04%,同期贵州茅台、五粮液、泸州老窖分别是 14.15%、7.80%和 8.42%,有较大下降空间大;

山西十二五规划经济转型,销售公司股权改革和管理层激励环境逐步成熟

- 山西省十二五规划的第一条即是“加快经济转变方式,努力开创山西科学发展新局面”,并提出壮大新兴产业,重点强化“酒、醋和乳品等优势产品”,并“集中发挥大企业支撑作用”;
- 随着汾酒集团 2012 年预计达到百亿规模,进一步做大做强需要资本市场的进一步支持,股权遗留问题解决时期逐步成熟;
- 汾酒销售公司股权问题导致少数股东损益持续加大;如果得到解决,归属母公司所有者的净利润有望增厚 18%左右;

图表 12: 山西汾酒少数股东损益与净利润比较



来源: 上市公司年报 齐鲁证券研究所

附件一：齐鲁证券山西汾酒相关研究报告

图表 13：山西汾酒相关研究报告

序号	日期	报告标题
01	2011 年 2 月 13 日	《高端白酒专题报告》
02	2011 年 3 月 6 日	《山西汾酒-后发竞争优势带动汾酒加速复兴》
03	2011 年 3 月 11 日	《山西汾酒 2011 年业绩快报点评》
04	2011 年 3 月 23 日	《从 2011 年春季糖酒会看山西汾酒的长期投资价值》
05	2011 年 3 月 29 日	《山西汾酒一回归一线 拐点到来》
06	2011 年 3 月 29 日	《山西汾酒—主力提价 加速高成长》
07	2011 年 4 月 7 日	《几家欢喜几家愁—酒水行业提价风波点评》
08	2011 年 4 月 12 日	《洋河股份—新一轮深度全国化高质量增长拉开帷幕》
09	2011 年 4 月 13 日	《山西汾酒年报点评—先施肥后开花再结果》
10	2011 年 4 月 22 日	《山西汾酒 2011 年一季报点评—业绩加速增长 后发优势凸显》
11	2011 年 4 月 24 日	《洋河股份：高端化全国化带动业绩强劲增长,调高 2011 年 EPS 至 8.36 元》
12	2011 年 5 月 15 日	《山西汾酒-再造品牌运营架构，加速高端化全国化》
13	2011 年 5 月 21 日	《山西汾酒的未来在哪里》
14	2011 年 6 月 2 日	《汾酒-三大高端品牌全面启动，迎接 2012 年盈利拐点》
15	2011 年 6 月 20 日	《汾酒-生产扩大，营销缺钱，现金流入正当时》
16	2011 年 6 月 29 日	《把握白酒结构升级和整合内涵，精准选股实现长期超额汇报》
17	2011 年 7 月 9 日	山西汾酒《业绩延续高增长，搏击一片蓝海》
18	2011 年 7 月 31 日	《汾酒-走在复兴的路上》
19	2011 年 8 月 16 日	《山西汾酒-加速全国化，持续高成长》
20	2011 年 11 月 22 日	《投资扩张性名酒企业》

来源：齐鲁证券研究所

附件二：财务报表预测

图表 14：汾酒财务报表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	1,585	2,143	3,017	4,500	6,502	9,269
增长率	-14.20%	35.3%	40.7%	49.2%	44.5%	42.5%
营业成本	-373	-539	-706	-930	-1,278	-1,764
%销售收入	23.5%	25.1%	23.4%	20.7%	19.7%	19.0%
毛利	1,212	1,605	2,310	3,570	5,224	7,505
%销售收入	76.5%	74.9%	76.6%	79.3%	80.3%	81.0%
营业税金及附加	-245	-368	-513	-765	-1,105	-1,576
%销售收入	15.5%	17.2%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
营业费用	-310	-364	-581	-868	-1,235	-1,576
%销售收入	19.6%	17.0%	19.3%	19.3%	19.0%	17.0%
管理费用	-149	-202	-304	-450	-650	-834
%销售收入	9.4%	9.4%	10.1%	10.0%	10.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	507	671	912	1,487	2,233	3,519
%销售收入	32.0%	31.3%	30.2%	33.1%	34.3%	38.0%
财务费用	1	2	4	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-22	-2	-27	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	486	671	889	1,487	2,233	3,519
营业利润率	30.7%	31.3%	29.5%	33.1%	34.3%	38.0%
营业外收支	-42	-9	-23	0	0	0
税前利润	444	662	867	1,487	2,233	3,519
利润率	28.0%	30.9%	28.7%	33.1%	34.3%	38.0%
所得税	-129	-204	-265	-461	-670	-1,056
所得税率	29.1%	30.8%	30.6%	31.0%	30.0%	30.0%
净利润	315	458	602	1,026	1,563	2,463
少数股东损益	69	103	107	194	272	443
归属于母公司的净利润	245	355	494	832	1,291	2,020
净利率	15.5%	16.6%	16.4%	18.5%	19.8%	21.8%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	315	458	602	1,026	1,563	2,463
少数股东损益	0	0	0	194	272	443
非现金支出	57	40	68	0	0	0
非经营收益	-12	2	-6	0	0	0
营运资金变动	231	-52	151	-320	-401	-508
经营活动现金净流	590	448	815	900	1,435	2,399
资本开支	92	37	185	0	0	0
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-92	-37	-185	0	0	0
股权募资	0	0	2	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-128	-246	-258	-7	-216	-216
筹资活动现金净流	-128	-246	-256	-7	-216	-216
现金净流量	370	165	374	893	1,218	2,182

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	542	708	1,081	1,780	2,726	4,465
应收账款	331	418	515	657	950	1,261
存货	692	808	1,016	1,274	1,751	2,417
其他流动资产	15	42	223	74	102	123
流动资产	1,580	1,976	2,835	3,786	5,529	8,266
%总资产	74.7%	78.8%	82.0%	85.9%	89.9%	93.0%
长期投资	5	5	5	5	5	5
固定资产	474	473	554	554	554	554
%总资产	22.4%	18.9%	16.0%	12.6%	9.0%	6.2%
无形资产	30	30	28	28	28	28
非流动资产	536	532	621	621	621	621
%总资产	25.3%	21.2%	18.0%	14.1%	10.1%	7.0%
资产总计	2,115	2,509	3,456	4,407	6,151	8,887
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付账款	216	455	1,075	799	1,006	1,294
其他流动负债	312	261	321	738	928	913
流动负债	528	716	1,396	1,538	1,935	2,208
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	528	716	1,396	1,538	1,935	2,208
普通股股东权益	1,467	1,649	1,927	2,542	3,617	5,637
少数股东权益	121	144	133	327	599	1,043
负债股东权益合计	2,115	2,509	3,456	4,407	6,151	8,887

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	0.566	0.820	1.142	1.922	2.981	4.666
每股净资产 (元)	3.388	3.808	4.450	5.873	8.354	13.020
每股经营现金净流 (元)	1.362	1.036	1.882	1.631	2.685	4.517
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.500	0.500	0.500	0.000
回报率						
净资产收益率	16.72%	21.53%	25.67%	32.74%	35.68%	35.84%
总资产收益率	11.59%	14.15%	14.31%	18.89%	20.98%	22.73%
投入资本收益率	34.56%	42.96%	65.04%	94.66%	105.26%	111.50%
增长率						
营业总收入增长率	-14.20%	35.27%	40.74%	49.16%	44.51%	42.55%
EBIT增长率	-25.62%	32.20%	35.98%	63.08%	50.13%	57.61%
净利润增长率	-31.81%	44.79%	39.30%	68.31%	55.06%	56.53%
总资产增长率	12.13%	18.59%	37.76%	27.52%	39.56%	44.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	23.4	7.2	4.3	8.0	8.0	8.0
存货周转天数	581.6	508.1	471.4	500.0	500.0	500.0
应付账款周转天数	51.9	36.5	41.0	30.0	30.0	28.0
固定资产周转天数	86.5	75.4	54.5	35.4	24.5	17.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-34.15%	-39.48%	-52.49%	-62.05%	-64.67%	-66.85%
EBIT利息保障倍数	-783.1	-334.7	-205.5	—	—	—
资产负债率	24.96%	28.56%	40.40%	34.89%	31.45%	24.84%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

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%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%+5%

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话: 021-20315181

手机: 18616512309

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话: 021-20315112

手机:18621368050

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

济南

联系人:韩丽萍

电话:0531-68889516

手机:15806668226

传真:0531-68889536

邮编:250001

地址:山东济南经七路 86 号

证券大厦 2308