

朱卫华 86-755-82943101
 zhuweihua@cmschina.com.cn

 董广阳、黄珺 86-755-82943140
 donggy@cmschina.com.cn

2009年12月23日

泸州老窖(000568.SZ)/36.7元

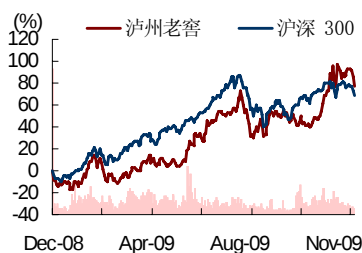
模式不断完善，盈利预测上调

日用消费·食品饮料
目标估值：40-42元
强烈推荐-A(维持)
基础数据

上证综指	3051
总股本(万股)	139424
已上市流通股(万股)	71533
总市值(亿元)	500
流通市值(亿元)	257
每股净资产(MRQ)	2.7
ROE(TTM)	37.5
资产负债率	29.5%
主要股东	泸州市国资委管理委员会
主要股东持股比例	53.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	34	69
相对表现	12	23	3


相关报告

- 1、《食品饮料业 2010 年度投资策略 - 消费泡沫化》2009/12/6
- 2、《食品饮料业 2009 年第四季度投资策略 - 理性消费，理性投资》2009/10/27
- 3、《食品饮料业 2009 年 8 月月报 - 禁酒驾下的消费抉择》2009/8/31
- 4、《泸州老窖(000568) - 销售大区股份化开辟新模式》2009/7/8
- 5、《食品饮料业 2009 年中期投资策略 - 大众品正黄金时期，高端品承通胀预期》2009/6/15
- 6、《食品饮料业 2009 年 2 季度投资策略 - 寻找补涨机会》2009/5/4

泸州老窖是我们一直推荐的品种，近期调研坚定了我们信心。公司在总结 09 年得与失后，丰富了未来发展的长短期战略思路，比过去更显系统性和前瞻性。我们调高 10-11 年盈利预测，目标价 40-42 元。

- **2009 年得与失：1) 销售情况：**国窖 1573 上半年销售不好，下半年销售增长明显，全年实现正增长，老窖特曲预计销量下降较多，收入下滑 10%左右，所幸百年、经典等品种仍有较好表现；低档酒增长迅猛；**2) 量价策略：**公司通过全年坚决、有节奏的控量策略挽回了 08 年 8 月提价的失误，下半年 1573 终端价持续上行；不过特曲的价格策略仍在经受考验，我们认为公司还需要继续思考量价之间的平衡；**3) 营销改革：**09 年公司实行了三项富有意义的改革，最主要当属销售区域股份化的柒泉模式，目前已有成功开端。
- **柒泉模式作为业内营销创新，是公司一段时期内需继续完善的重点工作。**公司对于柒泉模式在成立条件、财务处理、销售政策进一步理清，并表示到明年上半年仍为试运行，需要不断完善。关于柒泉模式的利弊分析可另外参阅我们 7 月份调研报告《泸州老窖(000568) - 销售大区股份化开辟新模式》。
- **公司提出未来十年无风险发展的高要求。**为实现长期稳健增长，公司坚定品牌战略(国窖 1573 目标是成为品鉴收藏型产品、特曲要做中国商务用酒第一品牌)、加大人才储备(招聘大量大学生培训充实到一线营销岗位)、酒业园区产业配套(提高原材料供应保障、降低运输成本)、提高原酒储量(保障产品质量)、并借危机在企业文化上做足文章。
- **维持“强烈推荐”投资评级：**我们维持 09 年酒业 EPS0.92 元预测不变，调高 10 年和 11 年酒业业绩至 1.20 元、1.53 元，同比增长 30.5%和 27.4%；来自华西证券的投资收益预计 09 年贡献 EPS0.25 元，由于该项收益波动大，明后两年我们皆按照 EPS0.20 元保守预计。如果按照 2010 年酒业业绩、30 倍 PE 加华西证券收益、20 倍 PE 估值，目标价为 40 元，统一按 30 倍 PE 则目标价为 42 元。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	2927	3798	4303	5252	6181
同比增长	52%	30%	13%	22%	18%
营业利润(百万元)	1063	1676	2069	2516	3129
同比增长	116%	58%	23%	22%	24%
净利润(百万元)	773	1266	1631	1953	2412
同比增长	140%	64%	29%	20%	24%
每股收益(元)	0.89	0.91	1.17	1.40	1.73
PE	41.4	40.4	31.4	26.2	21.2
PB	11.8	14.7	12.9	11.2	9.7

资料来源：招商证券

一、2009 年得与失

我们这个总结尽管不算全面，但基本能透视金融危机以来泸州老窖的表现和行动脉络。

2009 年销售表现：1573 逐季回升，特曲相对低迷，低档酒增长迅猛

1573 销售形势见好。1573 上半年还基本持平，5 月起同比转负为正，3 季度成为公司销售最好的时段。尽管去年同期基数较高，今年 7、8 月份的涨价预期及消费形势的好转，让第三季度的控量在本质上与一季度完全不同。公司年初 42 亿元的销售目标我们估计 11 月已经完成。下半年的销售形势是公司在年初未预期到的。

特曲销售较为低迷。从各方面了解的情况看，估计特曲销量下滑较多，收入下降 10% 左右，主要是出厂价格提升太快、又有多少市场投入。中高档产品中“百年老窖”增长较快，比如在河北保定，公司还没做广告投入。这块上千吨销量公司乐享其成，将来也不增加投入，因为百年老窖的“百年”字眼没有差异化，不过也不会放弃这个产品。相对而言浓香经典增长相对一般。总体来看，09 年 1573 以下的中高档产品收入能同比持平已然不错。

低档酒增长很迅猛。今年公司低档酒增幅应该达 30%，部分产品甚至能达到翻番。据了解有位经销商原来兼做 1573、特曲和低档酒，现在说干脆不做中高档酒了，认为低档酒赚钱省心，只要一车皮一车皮的往市场发，去年收入才 3000 万，今年能上亿。

2009 年量价策略：1573 成功扭转局面，特曲仍需平衡量价发展关系

1573 的价格调整是公司 09 年较为成功的举措。对金融危机的估计不足，使 08 年 8 月的提价提在浪尖上，公司在 09 年初意识到问题后，多次采取控量措施，不间断的停货有三个月时间，还将控货期间经销商的打款全部退还，打消经销商增加库存的幻想。

09 年每次控货意义及背景各有不同，经销商库存最低时仅为正常的三分之一：

- 1 季度控量，二季度放量：是为对危机袭击下部分失控而导致渠道库存过大的调整；
- 7、8 月控量，后来又放量：是为对经销商预期提价下囤货行为的掌控，此时的控货是为相对控货；
- 11 月底再次控量：是为对完成年初计划后的市场控制，也是为批发价和零售价提升做出的权衡；

老窖特曲的量价策略开始考验管理层智慧。特曲销量明显下降是重要事实，也在情理之中。从管理者角度看，公司已经有较强的实力，又早早制定了坚持“价在量先”的策略，使特曲恢复名酒的价值地位，这点不能轻易改变，毕竟加大市场投入使销量增长，但一提价增量部分又丢掉了，市场投入成为浪费；而从营销人员的角度看，特曲虽有较深厚的市场消费基底与经销队伍，一两年的销量不增、厂价提升挤压中间利润空间还可以忍受，但持续 3-4 年能否承受？量价权衡是种艺术，公司若能解决这个两难的问题，明年业绩超预期就要看特曲了。

2009 年营销改革：不断丰富柒泉模式

09 年改革作了三块，实际上是围绕柒泉模式的不断丰富和完善：

1、组建六个柒泉公司。09 年公司柒泉模式迈出良好开端。目前公司已经完成重庆、四川、华北、华中、老酒坊独立品牌、福建经销联盟的组建，明年公司在这块进一步总结管理办法，怎样把经销商骨干和老窖骨干真正捆在一起，这点今年还没有完全达到。柒泉公司的第一期是动员组建，第二期是开始则要设定条件、门槛，不是客户想组建就能组建，能否实现要看明年上半年的运行，合适的时候数量才能增加。

泸州老窖在行业率先建立了经销商提价利益分享机制。通过柒泉公司，公司在提价上今后和经销商对 1573 实行 8:2 分成，特曲 7:3，其他产品是 6:4(类似于返利政策)。因为 1573 公司广告、渠道等投入的多，更多赚品牌，所以分享的多些。特曲广告小些，其他品牌投入更小些。这样今后提价就会顺利一些。当然，从经销商角度看，如果低端酒销售不需投入，而高端酒投入很费心思，这个政策也可能让部分经销商倾向于销售低端酒。利益分享机制也是一个考验企业权衡的艺术。

2、销售的财务外包。公司学习国际惯例，把事务性财务外包给财务的中介公司。今后老窖在管理上还是坚持几年前确定的老窖集团“大集团小配套”之路，经营的小单元尽量外化，符合现代管理经营的，能第三方化尽量第三方化，能外包的外包。销售公司的财务人员自动辞职，组成合伙人制的财务公司，由他们给公司服务，为实施下一步扩张柒泉公司的规模提供支持。——和现代管理接轨的三方财务服务公司的思路，老窖走的步子大一点。

3、建立连锁服务系统。主要是指专卖店系统，连锁专卖系统。公司组建专卖店比茅台和五粮液要滞后很多，目前只设了几十家专卖店，不过公司对此较为重视，认为未来专卖店的建设状态是支撑 1573 按照公司规划发展的重要窗口。这项工作是个相对长期的工程，公司规划了八年时间完成整个专卖店的体系建设。

二、长期稳健发展的思路更为清晰

公司表示 2010 年要实现三个升级：1) 高管团队和中层骨干人才从经验型向知识性升级，高管要加强培训；2) 从质量保障体系来看，从成本型向倍数型的观念转变。倍数效应是指一般企业在成本上追求零库存，但是对于白酒公司不适用，公司需要增加白酒的库存，提高供应的保障能力。3) 管理上从传统型向科学型升级，利用社会化的成果。比如今后整个集团公司都不会用事务性的财务，今后整个财务变成研究型财务和控制型财务。我们认为这三个升级并非一年之事，也得稳步做，可说是其提出的未来十年无风险的短期诠释。

坚定品牌战略方向

1573 的目标是退出餐饮渠道成为品鉴型和收藏型产品。从 08 年推出首款定制酒起，公司就确定了 1573 坚持走超高端奢侈品的方向。坚持不动摇酿造环节 3000 吨的产量，着重在均价上做文章。公司认为，1573 目前主要消费还是在酒楼，未来真正的奢侈品要在酒楼基本看不见才行，要走收藏型、品鉴型、礼品型的销售路径。未来 1573 数量采取适度投放，价格要不断按照奢侈品的要求实现提升。

奢侈酒超高端的产品开发仍在摸索中。公司的定制酒 08 年 800 坛，每坛 3 万元，09 年 1000 多坛，每坛 4 万元，卖得也较为成功。今年推出国礼酒，专门供国宴，但时点上把握得不够好，600 坛 6.8 万元每坛的酒没有完全卖出；而明年要推出零售价 1000 元以上的中国品味和世界品味，目前看没有太多的特别，是否会重复过去至尊和至美两款产品也未可知。为此，公司计划 2010 年将营销策划部门放在成都，利用成都比泸州更通畅的信息流，吸引在品牌策划上高水平的人才。

泸州老窖特曲要做公司走向餐饮的主品牌，也要做中国商务用酒第一品牌。虽然未来 2 万吨、出厂价格超过 200 元的计划没有时间表，方向确定，不过我们感受到公司也意识到特曲的市场接受度需要跟进，为此计划明年酒博会上推出两款老窖特曲年份酒，丰富腰部组合，并加强特曲的广告投入等，可说是原有思路略为转变的体现。

多品牌运作上量，推动产业企业集中度提升。公司用低档产品做市场占有率的文章，强调性价比支撑下的消费群体扩张，战术营销应用性的推广。公司称，老窖产品知识产权数量上已经是业内第一，未来数量上的增长还会提速，当然利润不一定会成正比。老窖坚持在制造业只做酿酒，要提高市场占有率，食品安全不放松，公司在泸州建立了酒检中心，保证老窖的产品质量。

加大营销人才培养储备

2010 年将围绕销售团队开展更紧密的机制联动。2008 年底，公司招聘了不少大学生，主要都是充实到一线营销岗位；2009 年开始公司实施了营销人才的专业化培养，集中在南京（市场一线）地区，这一年时间总体来看效果明显。公司计划对营销队伍的培养要持续数年，希望他们不超过 3 年成长为省区经理，现在看目标比较现实。如果连续三年做好营销人员的培训，公司相信未来 10 年发展就有人才的保障。

推动产业集群，保障产品质量

酒业园区产业配套形成集群效应越来越明显。酒产业的配套生产降低了公司成本，比如 1573 的瓶子以前在宁波生产，运过来运输成本高、供应保障难，这家企业 2 年前在园区投资，今年投产后便提高了供应保障，降低了运输成本。酒业园区的保障和服务由集团公司在做，主要保障酒的生产。政府把 3 亿股股权划拨给集团公司持有，股份公司的盈利对集团意义重大。所以老窖在相当一段时间内会保持这么多年以来的高分红格局。

提高原酒储量保障产品质量体系。泸州老窖原酒储量今年 8 万吨，从明年开始绝对数还要提高，为未来老窖特曲两万吨做好保障。围绕整个中国白酒的特色，生产工艺、质量，成品酒的保障能力和质量风味的保障明年也要进一步的提高。泸州老窖自 2008 年起对原酒库存的问题认识比较清楚，为此开始建设 10 万吨陶坛库，公司未来高质量要求的产品要实现完全均衡生产，并在明年开始有计划的对成品酒增加储备量，稳定提高应对市场变化的调控能力。

借危机打造企业文化

公司表示，在近几年公司大幅改善后，也有部分员工出现了贵族化倾向，公司借此次危机尽量改造文化，纠正原来不好的倾向。比如通过增强更年轻一代的营销人、管理人的培训和成长来刺激企业的进取心，贵族化的状态有比较大的好转。

未来 10 年无忧的真正的依托是文化建设，今年提出统帅泸州老窖管理改革生产营销工作的指导思路，以企业文化建设作为魂（主线），以人力资源效能开发与管理和思想政治工作作为腾飞的两翼，思想政治工作主要体现企业精神文化内容，企业文化还包括管理文化。

三、投资策略

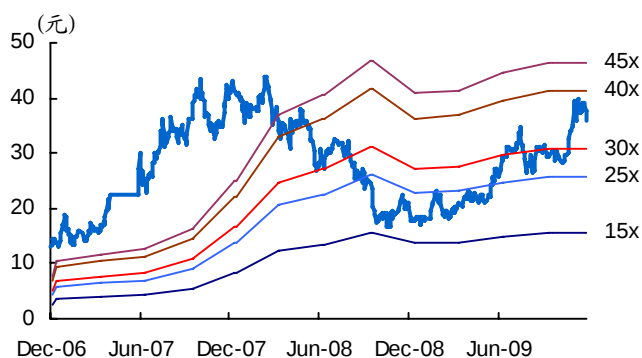
调高 2010-2011 年业绩，维持“强烈推荐-A”评级，目标价 40-42 元。我们保持 09 年业绩 1.17 元预测不变，调高 10 年和 11 年酒业业绩至 1.20 元，1.53 元，增长 30.5% 和 27.4%。2010 年在公司提价比较确定之外，公司对渠道掌控能力经历一次成功的考验，明年将不须再投入大量的财力，可以集中精力做大销售。1573 在本次经济危机中品牌影响力也得到了锤炼，市场接受度正在提高。而特曲若能加强营销投入，至少销售回到原来水平可以期待，尽管前期特曲发展情况一般，反过来说，这正是公司潜力所在！柒泉公司的顺利运行对于销售费率和管理费率的降低也将更多展现在 2010 年。消费税率的提升我们也给予了充分考虑。来自华西证券的投资收益 09 年有望超预期，不过我们仍维持 09-11 年投资收益 0.25、0.20、0.20 元的预测。

表 2、泸州老窖单季度及年度利润表

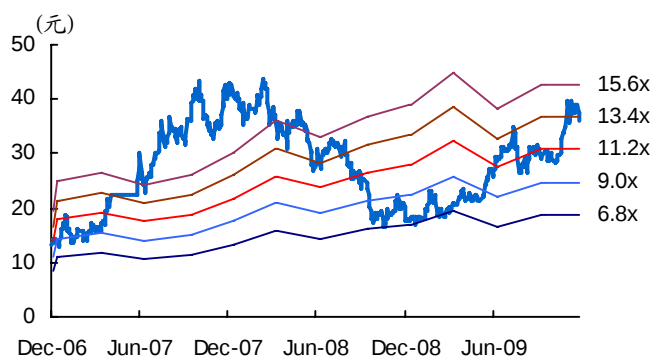
单位：百万元	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	08Q1-3	09Q1-3
一、营业总收入	680	614	704	929	1267	843	967	3077	3211
二、营业总成本	450	442	469	662	661	570	593	1824	1868
其中：营业成本	282	260	303	415	396	347	331	1074	1105
营业税金及附加	39	49	55	73	76	66	75	218	198
营业费用	93	85	56	119	147	95	135	377	352
管理费用	36	36	42	53	43	60	54	156	210
财务费用	0	-4	13	4	-1	2	-1	0	-1
资产减值损失	0	15	-1	-2	0	1	-1	0	4
三、其他经营收益	0	1	0	158	96	30	38	164	261
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	158	96	30	38	164	261
四、营业利润	230	173	235	425	702	304	411	1417	1604
加：营业外收入	0	0	1	2	1	1	1	3	3
减：营业外支出	0	0	0	2	0	27	0	28	9
五、利润总额	230	173	235	425	703	278	411	1392	1598
减：所得税	89	61	81	61	190	49	67	306	334
六、净利润	141	112	155	364	513	229	344	1085	1264
减：少数股东损益	0	0	0	-1	0	0	1	1	9
七、归属母公司所有者净利润	142	112	155	365	513	229	343	1085	1255
EPS	0.10	0.08	0.11	0.26	0.37	0.16	0.25	0.78	0.90
主要比率									
毛利率	69%	59%	66%	70%	63%	67%	68%	65%	66%
主营税金率	6%	8%	8%	6%	4%	7%	8%	7%	6%
营业利润率	55%	36%	43%	36%	53%	46%	51%	46%	50%
净利率	40%	27%	36%	25%	41%	35%	40%	35%	39%
营业费用率	12%	11%	14%	19%	9%	16%	10%	12%	11.0%
管理费用率	3%	7%	6%	10%	4%	6%	10%	5%	6.5%
实际税率	27%	18%	16%	31%	21%	23%	19%	22%	21%
YoY									

单位: 百万元	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	08Q1-3	09Q1-3
收入增长率	86%	37%	37%	-22%	1%	9%	4%	54%	4%
营业利润增长率	205%	75%	75%	-39%	-4%	38%	24%	122%	13%
净利润增长率	262%	104%	122%	-50%	4%	40%	18%	165%	16%

资料来源: 公司公告、招商证券研究

图 1: 泸州老窖历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 泸州老窖历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《食品饮料业 2010 年度投资策略 - 消费泡沫化》2009/12/6
- 2、《食品饮料业 2009 年第四季度投资策略 - 理性消费，理性投资》2009/10/27
- 3、《食品饮料业 2009 年 8 月月报 - 禁酒驾下的消费抉择》2009/8/31
- 4、《泸州老窖（000568） - 销售大区股份化开辟新模式》2009/7/8
- 5、《食品饮料业 2009 年中期投资策略 - 大众品正黄金时期，高端品承通胀预期》2009/6/15
- 6、《食品饮料业 2009 年 2 季度投资策略 - 寻找补涨机会》2009/5/4
- 7、《泸州老窖（000568） - 经济形势转弱，公司积极应对》2008/12/26
- 8、《泸州老窖（000568） - 建议关注 12 月份经销商春节备货情况》2008/10/27
- 9、《泸州老窖（000568） - 酒业主营增长强劲，公司对未来需求信心十足》2008/8/18
- 10、《食品饮料业 2008 年中期投资策略 - 高端需求结构分析》2008/6/16
- 11、《高端白酒公司调研纪要 - 贵州茅台、五粮液、泸州老窖》2008/6/10

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2506	2532	3183	4101	5144
现金	444	704	1017	1543	2272
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	161	529	600	732	862
应收款项	64	28	31	38	45
其它应收款	29	21	24	29	34
存货	1239	1189	1443	1679	1844
其他	568	61	69	80	88
非流动资产	1986	2561	2538	2517	2498
长期股权投资	789	1343	1343	1343	1343
固定资产	518	791	797	803	808
无形资产	177	299	269	242	218
其他	501	129	129	129	129
资产总计	4492	5093	5720	6618	7642
流动负债	1779	1599	1729	2036	2332
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	171	132	149	173	190
预收账款	472	709	727	846	929
其他	1136	758	853	1018	1214
长期负债	2	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
其他	2	2	2	2	2
负债合计	1781	1600	1730	2038	2334
股本	871	1394	1394	1394	1394
资本公积金	703	351	351	351	351
留存收益	1130	1733	2222	2808	3532
少数股东权益	6	15	23	27	32
母公司所有者权益	2704	3478	3967	4553	5277
负债及权益合计	4492	5093	5720	6618	7642

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	1229	814	1197	1702	2220
净利润			1631	1953	2412
折旧摊销			123	121	119
财务费用			(9)	(13)	(19)
投资收益			(349)	(279)	(279)
营运资金变动			(211)	(89)	(22)
其它			11	8	9
投资活动现金流	(1256)	(67)	(100)	(100)	(100)
资本支出			(100)	(100)	(100)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	(306)	(487)	(784)	(1075)	(1390)
借款变动			0	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(1142)	(1367)	(1688)
其他			357	292	298
现金净增加额	(333)	260	313	526	729

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2927	3798	4303	5252	6181
营业成本	1261	1289	1454	1692	1858
营业税金及附加	217	263	286	375	441
营业费用	352	513	572	646	711
管理费用	168	227	280	315	340
财务费用	14	2	(9)	(13)	(19)
资产减值损失	12	(1)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	159	172	349	279	279
营业利润	1063	1676	2069	2516	3129
营业外收入	4	11	0	0	0
营业外支出	3	34	0	0	0
利润总额	1063	1654	2069	2516	3129
所得税	291	387	430	559	713
净利润	772	1267	1639	1957	2417
少数股东损益	(2)	1	8	4	5
母公司所有者净利润	773	1266	1631	1953	2412
EPS (元)	0.89	0.91	1.17	1.40	1.73

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	52%	30%	13%	22%	18%
营业利润	116%	58%	23%	22%	24%
净利润	140%	64%	29%	20%	24%
获利能力					
毛利率	56.9%	66.1%	66.2%	67.8%	69.9%
净利率	26.4%	33.3%	37.9%	37.2%	39.0%
ROE	28.6%	36.4%	41.1%	42.9%	45.7%
ROIC	28.8%	36.8%	38.7%	41.0%	43.9%
偿债能力					
资产负债率	39.7%	31.4%	30.2%	30.8%	30.5%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.4	1.6	1.8	2.0	2.2
速动比率	0.7	0.8	1.0	1.2	1.4
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
存货周转率	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
应收帐款周转率	55.1	82.3	145.3	152.6	150.1
应付帐款周转率	10.3	8.5	10.4	10.5	10.2
每股资料(元)					
每股收益	0.89	0.91	1.17	1.40	1.73
每股经营现金	1.41	0.58	0.86	1.22	1.59
每股净资产	3.10	2.49	2.85	3.27	3.78
每股股利	0.56	0.65	0.82	0.98	1.21
估值比率					
PE	41.4	40.4	31.4	26.2	21.2
PB	11.8	14.7	12.9	11.2	9.7
EV/EBITDA	27.1	17.6	14.1	11.7	9.5

分析师简介

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券从业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，8 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008、2009 年度第二名，农林牧渔行业 2005 年度第三名。

黄珺：MBA 在读，拥有证券从业资格，4 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

董广阳：食品科学与工程专业学士，经济学双学士，上海财经大学经济学硕士，2008 年进入招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。