



承德露露 (000848)

重营销促规模 经营机制将可能理顺

——承德露露调研报告

	胡春霞	许娟娟
	021-38676186	021-38676545
	huchunxia@gtjas.com	xujuanjuan@gtjas.com
	S0880208060347	S0880209110635

本报告导读:

公司治理朝着理顺的方向发展, 蛋白饮料行业仍有较大的发展空间, 中长期增持。短期公司收入规模仍维持较高增速, 但成本和费用压力较大, 谨慎增持。

投资要点:

- 过去的一年公司完成了渠道梳理和营销力度。去年下半年至今年年中公司完成了渠道梳理, 增强了销售力量和激励幅度, 夏季饮用的宣传策略很快将见效, 将提升全年收入增速。
- 加大市场开发是下一步重要工作。包括加大餐饮市场开发, 深耕现有北方市场, 逐步开发临近省份。2010 年终端产品标准化有利于市场开发, 实施大品牌战略便于快速推广, 增加生产线可快速扩产能。
- 近几年公司收入规模扩张较快、成本压力较大。目前核桃露增长较好, 未来东北三省增量较大, 预计 2010 年收入增速 35%。然而新建产能最快于 2-3 年后投产, 近两年收入增速将逐步放缓。考虑到一方面新品的推出提升整体毛利率, 另一方面下半年成本上涨降低毛利率, 而公司尽量不提价, 因此毛利率可能有所下滑。
- 营业费用率继续维持高位或略有上升。公司目前的工作重心是市场开发, 该阶段营业费用支出较多, 公司前期对销售人员的激励已经较大、进一步增加幅度放缓, 未来营业费用率将维持高位或略有上升。
- 市场关心的几个问题。商标使用权问题有可能由本届董事会解决, 但难度较大; 南方露露的销售渠道与上市公司冲突不明显, 需要找到各方都能接受的解决方法; 关联交易解决的概率增大; 公司排名下滑, 主要由于统计范围扩大; 现任管理层 2-3 年内不太可能替换。
- 预计 10、11 年收入增速 47.6%、11.4%, 净利润增速 55.8%、15.6%; EPS1.14 元、1.31 元。按目前股价 2010 年动态 PE36 倍, 考虑可能的公司治理理顺以及行业发展前景较好, 估值基本合理, “谨慎增持”。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,517	1,329	1,962	2,185	2,759
(+/-)%	9%	-12%	48%	11%	26%
经营利润 (EBIT)	162	197	309	359	453
(+/-)%	-6%	21%	57%	16%	26%
净利润	109.84	138.70	216.04	249.79	314.65
(+/-)%	26%	26%	56%	16%	26%
每股净收益 (元)	0.58	0.73	1.14	1.31	1.66
每股股利 (元)	0.40	0.40	0.36	0.41	0.52

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	10.7%	14.8%	15.8%	16.4%	16.4%
净资产收益率 (%)	18.9%	21.5%	24.9%	25.2%	27.4%
投入资本回报率 (%)	26.4%	39.1%	25.5%	25.7%	22.9%
EV/EBITDA	37.8	33.3	22.4	18.4	14.8
市盈率	70.9	56.2	36.1	31.2	24.8
股息率 (%)	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%	1.3%

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 44.00

上次预测: 44.00

当前价格: 41.68

2010.06.28

交易数据

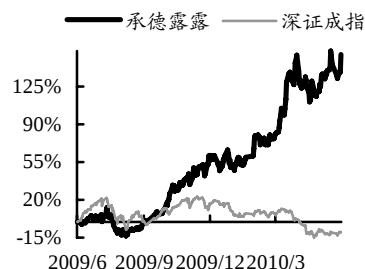
52 周内股价区间 (元)	14.00-44.38
总市值 (百万元)	7,923
总股本/流通 A 股 (百万股)	190/190
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	2
日均成交值 (百万元)	64

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	756
每股净资产	3.98
市净率	10.5
净负债率	0%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.21	0.59
Q2	0.07	0.07
Q3	0.14	0.14
Q4	0.32	0.33
全年	0.73	1.14

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	16%	44%	152%
相对指数	15%	61%	162%

相关报告

《承德露露公司 2010-06-22 调研提纲》	2010.06.11
《成本下降提升业绩 公司改制促进发展》	2010.04.25
《销量逐步恢复 毛利率有望回升》	2009.04.28
《业绩符合预期, 维持稳定增长》	2008.08.08
《承德露露经营稳定, 股权激励还需等待》	2008.03.12

模型更新时间: 2010.06.24

股票研究

必需消费

食品饮料

承德露露 (000848)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 44.00

上次预测: 44.00

当前价格: 41.68

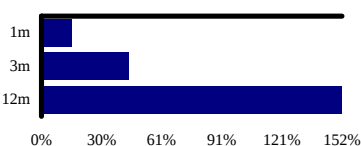
公司网址

www.lolo.com.cn

公司简介

公司以生产露露系列天然饮料为主业,跨地区、跨行业和跨国多元化经营的现代企业集团,是中国最大 10 家饮料企业之一。继露露杏仁露以后,又开发出纯净水、矿泉水、果汁饮料、米奥渴酸奶系列等八大门类,40 多个品种规格的优质系列产品。公司引进国际最先进的设备,还拥有覆盖全国的销售网络,现在露露已成为消费者信得过的名牌产品。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

14.00-44.38

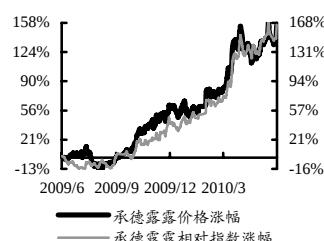
市值 (百万)

7,923

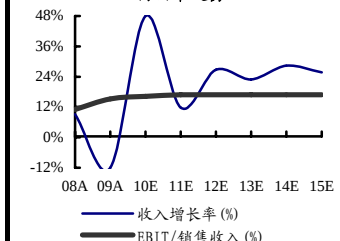
财务预测 (单位: 百万元)

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
损益表								
主营业务收入	1,517	1,329	1,962	2,185	2,759	3,380	4,326	5,422
主营业务成本	1,077	875	1,298	1,444	1,825	2,235	2,860	3,585
税金及附加	9	11	16	17	22	27	34	43
主营业务利润	430	443	648	725	912	1,118	1,431	1,793
其他业务利润	0	0	0	0	0	0	0	0
营业费用	191	190	291	313	395	484	620	777
管理费用	69	48	48	52	64	78	100	125
EBIT	162	197	309	359	453	555	711	891
财务费用	8	-1	-3	-2	-2	-1	-1	0
营业利润	153	197	312	361	455	556	711	891
所得税	35	54	86	99	125	153	195	244
少数股东损益	6	3	9	10	13	15	20	25
净利润	110	139	216	250	315	385	492	616
资产负债表								
货币资金、短期投资	144	278	294	328	414	406	476	542
其他流动资产	296	287	425	473	597	732	937	1,174
长期投资	26	20	20	20	20	20	20	20
固定资产合计	221	217	711	838	1,260	1,555	2,031	2,569
无形及其他资产	320	310	300	290	280	271	263	254
资产合计	1,014	1,117	1,754	1,953	2,577	2,988	3,730	4,564
流动负债	412	445	851	915	1,368	1,572	2,048	2,549
长期负债	0	0	0	0	0	0	0	0
股东权益	581	644	866	991	1,148	1,341	1,587	1,895
投入资本(IC)	482	366	879	1,012	1,437	1,739	2,237	2,809
现金流量表								
NOPLAT	127	143	224	260	328	403	516	647
折旧与摊销	46	39	39	66	75	101	121	153
流动资金增量	286	102	(30)	(16)	(11)	(17)	(31)	(43)
资本支出	(306)	(25)	(522)	(183)	(489)	(387)	(589)	(682)
自由现金流	(305)	(28)	(522)	(183)	(489)	(387)	(589)	(682)
经营现金流	465	291	231	308	390	484	602	751
投资现金流	(305)	(28)	(522)	(183)	(489)	(387)	(589)	(682)
融资现金流	(184)	(125)	307	(92)	185	(105)	57	(2)
现金流净增加额	(24)	138	16	34	86	(8)	70	66
财务指标								
成长性								
收入增长率	8.8%	-12.4%	47.6%	11.4%	26.3%	22.5%	28.0%	25.3%
EBIT 增长率	-6.0%	21.4%	57.2%	16.2%	26.0%	22.5%	28.0%	25.4%
净利润增长率	25.8%	26.3%	55.8%	15.6%	26.0%	22.3%	27.9%	25.2%
利润率								
毛利率	29.0%	34.1%	33.8%	33.9%	33.9%	33.9%	33.9%	33.9%
EBIT 率	10.7%	14.8%	15.8%	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%
净利润率	7.2%	10.4%	11.0%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%
收益率								
净资产收益率(ROE)	18.9%	21.5%	24.9%	25.2%	27.4%	28.7%	31.0%	32.5%
总资产收益率(ROA)	10.8%	12.4%	12.3%	12.8%	12.2%	12.9%	13.2%	13.5%
投入资本回报率(ROIC)	26.4%	39.1%	25.5%	25.7%	22.9%	23.2%	23.1%	23.0%
运营能力								
存货周转天数	64.92	92.40	76.47	86.64	81.71	82.83	81.24	82.00
应收账款周转天数	0.24	0.21	0.12	0.20	0.19	0.19	0.19	0.19
总资产周转天数	249.99	292.75	267.13	309.54	299.59	300.45	283.45	279.19
净利润现金含量	4.23	2.10	1.07	1.23	1.24	1.26	1.22	1.22
资本支出/收入	-20%	-2%	-27%	-8%	-18%	-11%	-14%	-13%
偿债能力								
资产负债率	40.6%	40.5%	49.0%	47.3%	53.4%	52.9%	55.1%	56.0%
净负债率	8.6%	0.0%	34.4%	33.3%	58.4%	56.4%	66.7%	72.0%
估值比率								
PE	70.9	56.2	36.1	31.2	24.8	20.3	15.8	12.6
PB	13.4	12.1	9.0	7.9	6.8	5.8	4.9	4.1
EV/EBITDA	37.8	33.3	22.4	18.4	14.8	11.9	9.4	7.5
P/S	5.14	5.86	6.36	5.70	4.52	3.69	2.88	2.30
股息率	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%	1.3%	1.5%	2.0%	2.5%

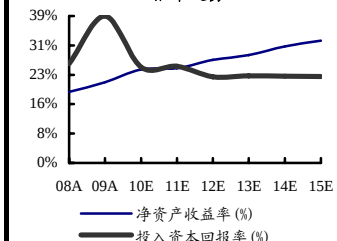
股票绝对涨幅和相对涨幅



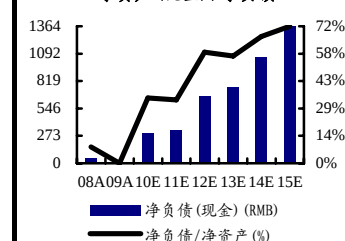
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



1. 主要观点

董事会换届选举，新一届董事会与公司的利益趋于一致，上一届董事会没有解决的关键问题可能由本届董事会解决（包括关联交易、集团与公司商标使用权的问题），公司治理正朝着逐渐理顺的方向发展。此外蛋白饮料行业仍有较大的发展空间，所以中长期增持。

公司在营销方面投入力度很大，包括渠道改革、增加营销人员的数量和奖励的力度、产品标准化等，这些将提升公司的收入规模。目前公司的产能利用率较高，新产能扩张尚在选址中，最快 2-3 年后投产，近期收入规模的提升依靠营销力度的加大，长期看新产能的投放会迎来收入的快速发展。

考虑到近期原材料成本的大幅上升和营销力度成本的提升，净利润增速高于收入增速的幅度不会很大。

预计 2010、2011 年公司的收入增速分别为 47.6%、11.4%，净利润增速分别为 55.8%、15.6%；EPS 分别为 1.14 元、1.31 元。2010 年动态估值 36 倍，估值基本合理，维持短期“谨慎增持”评级，三季度有可能将出现合适的投资机会。

2. 加大市场开发是重点

2.1. 完成了渠道梳理、营销力度正在加大

2009 年下半年至 10 年上半年完成了渠道梳理：目前公司的经销商中，除了终端的大卖场，大部分是规模不大的传统经销商。

A) 09 年下半年整顿经销商，去除了两类经销商：一类是销售规模大，但经营思路过于陈旧的（某经销商收入规模 2000 万元，打款及时，但该经销商将公司的商品经常降价处理，公司认为该经销商打乱了公司的产品定价体系）；另一类是只做通路，不做终端或终端进货量小的客户不送货，公司认为必须重视终端。

B) 选择了特约经销商，每个特约经销商下带了分销商。

C) 加强货物管理，公司对经销私预收保证金，从 09 年 7 月份开始调整，公司要求经销商在出厂价上基础上每箱多打 1 元，占出厂价的 2%。

销售力量增强、激励幅度增大：2009 年 7 月 1 日开始，公司销售人员的数量翻番（新增了 200 多名销售人员，共 500 多人）、对销售的奖励逐步加大，7.1 日开始，考核到达城市经理，奖励数额翻倍。

夏季饮用的宣传策略很快将见效：目前公司广告宣传是夏天也能喝露露，效果如何得看 2010 年 7、8 月份销售同比增速，若同比增速较高，则旺季销售更好。

2.2. 加大市场开发是公司下一步的重要工作

加大餐饮市场开发：餐饮市场的开发潜力很大，公司产品在东北地区销售较好的原因是进入了餐饮市场，而华东地区由于没有进入餐饮市场，因而销售并不理想（上海地区 09 年销售收入只有数千万）。公司将进一步增强各地的餐饮市场开发。

深耕现有北方市场、逐步开发临近省份市场：公司目前的主要市场在北方，京津唐是主要的收入来源，东北属于中度开发地区。公司未来几年收入增长一方面来自深耕现有市场，另一方面将在现有地区周边逐步开发新的邻省市场，2010 年将重点开发湖北市场。

2010 年终端产品标准化有利于市场开发：2010 年 5 月至今，公司正在从事终端产品的标准化，公司测算若终端陈列展示标准化，销售收入可提升 10-20%。

实施大品牌战略、便于快速推广：公司之前开发的美颜坊小品牌战略收效甚微，现转变思路、开始实施蛋白饮料品类延伸的大品牌战略，即生产市场上出现的所有品类的蛋白饮料，目前已新增了花生和核桃的新蛋白饮品，所有产品均使用露露这个大品牌。

增加生产线可尽快扩充产能：目前公司产能利用率已超过 70%，新增产能近期来自在现有生产基地增加生产线，公司 09 年至今已新增加了 40 名生产人员。短期新增生产线可以小幅提升产能，长期产能的扩张来自新生产基地的建设投产。

竞争对手威胁不大：承德目前是公司的重要市场，承德市有三个较大的蛋白饮料生产销售商，其中最大河北养元 09 年的销售规模 5 亿元，产量 7-8 万吨。收入规模约为公司的 40%，对公司的威胁不大。

3. 近期收入规模扩张较快、成本压力较大

3.1. 2010 年收入增速较高，2011-2012 年收入增速放缓

核桃露增长较好：公司收入增长目前主要来自原有的杏仁露产品；核桃露于 09 年春节前推出至 2010 年 6 月，7-8 个月销售收入 2 亿元，计划 2010 年收入 4 亿元；美颜坊现已停产，主要由于产品没有特色、包装太小，销售情况并不理想。

东北三省增量较大：09 年公司制定的业务年收入增速为 20%、实际增长 25%。其中兰州地区增速较快；东北三省公司正打造成样板市场，09 年收入 3 亿元，2010 年计划收入翻番。

2010 年全年收入增速可能达到 35%：2010 业务年计划收入同比增长 25%（2010 年 7 月 1 日至 2011 年 6 月 30 日），换算成财务年，2010 年上半年收入同比增长 45%，若下半年同比增长 25%，则 2010 年财务年收入同比增速约为 35%-38%，即 2010 年销售额较 2009 年增加 5 亿元，其中东北市场应该贡献大部分增量。

新建产能最快于 2-3 年后投产，近期产能增长有所放缓

目前公司对外产能 30 万吨，承德 8 条，廊坊 2 条（尚未完全投产）。2009 年产量 20 多万吨，全年平均产能利用率 70%以上。

公司杏仁露最先广告时宣传过度、给消费者留下露露必须冬天喝的印象，产品的销售淡旺季十分明显（旺季是当年 9 月至来年 3 月，收入占全年的 60%-65%），而承德的货运并不方便、主要依靠铁路，年底旺季时为了确保交通安全、铁路局会控制发货，因此出现旺季产品运不出去的现象。此外，饮料行业的有效运输半径大约是 500 公里，因此有必要在异地设立生产分子公司。

然而我们推测承德市政府为了防止税收异地缴纳对本地税收贡献的减少、并不鼓励异地设生产线。承担地区贡献了大部分产能而生产基地仅占地 100 亩，因此市政府正在帮公司找地扩产能，而选址问题由于拆迁等因素屡次重新选址，预计新产能最快于 2 年后投产。

3.2. 毛利率可能有所下滑

2009 年下半年至 2010 年上半年原材料价格较低：公司收入中，印铁占 1/3、毛利 1/3、杏仁白糖人工占 1/3。2010 年一季报，公司净利润增速高于收入增速，关键是原料采购便宜。公司每年 8 月集中采购原料，其中杏仁源于收购农户的野生杏仁（包括签约大户）；马口铁主要是日本铁，价格随国际价格波动而波动，09 年利润增速高于收入增速，部分由于马口铁成本下降。

2010 年 8 月的原材料采购生产成本均有较大幅度上涨：09 年 7 月份杏仁采购价格 1.5 万元/吨，公司锁定了接下去一年的采购价格，2010 年春节市场价格上涨至 2.3 万元/吨、最高到达过 2.6 万元/吨；公司使用的马口铁（日本铁），2009 年 7-8 月份国际价格较低，公司与国际贸易商锁定了全年材料价格；目前的蒸汽价格较上年大幅提升；纸箱质量也大幅提升了。

公司尽量不提价：与经销商方面，涨价可弥补毛利率下降的趋势，但目前的批发价格过滤了一批对手，如果公司提价，竞争对手数量将增加，因此公司只要成本和利润增长基本保持平衡，尽量不提价。

考虑到一方面新品的推出提升整体毛利率，另一方面下半年成本上涨降低毛利率，公司尽量不提价，因此毛利率可能有所下滑。

3.3. 营业费用率继续维持高位或略有上升

公司目前的工作重心是市场开发，该阶段营业费用支出较多（包括销售人员数量翻倍、中层销售奖金大幅增长以及广告宣传投入的持续加大），公司前期对销售人员的激励已经较大、进一步增加的幅度将放缓，未来营业费用率将继续维持高位或略有上升。

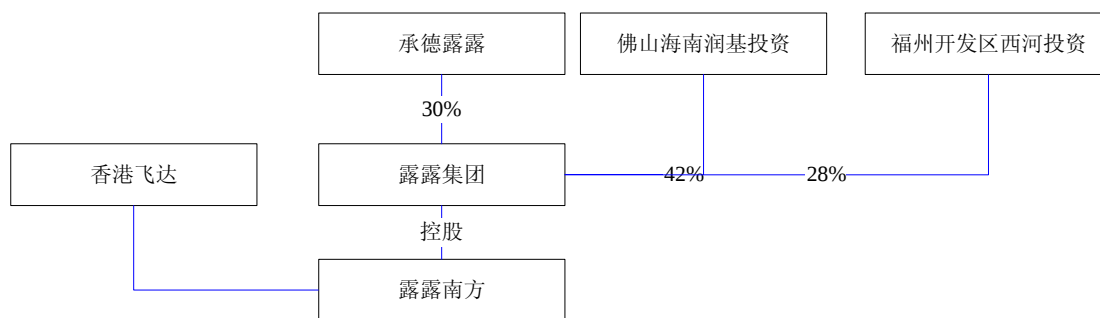
4. 市场关心的几个问题

商标使用权问题有可能由本届董事会解决、但难度较大

商标原属集团所有，2006 年 12 月公司以 3 亿元购买，使用权到期可以申请延展。目前集团也在使用该商标，且授权了集团下属的子公司如南方露露在使用该商标，因此在承德市出现同一超市中，部分露露产品属于集团所有、部分属于集团旗下其余公司所有的竞争情况。对公司的销售市场。

商标问题有可能由本届董事会解决，但难度较大。

图 1：露露集团和南方露露的股权结构



数据来源：国泰君安证券销售交易总部

南方露露的销售渠道与上市公司冲突不明显、需要找到各方都能接受的解决方法

南方露露与公司同一董事长，公司委托其生产利乐包杏仁露，按市场价扣除 18% 销售费用后购入再销售。2009 年南方露露共销售 1.2 亿元利乐包杏仁露，其中向公司销售 2000 万元，其余 1 亿元为南方露露自行销售。

南方露露成立于 1995 年，公司重组上市前由露露集团有限责任公司与香港飞达企业公司合资成立，该企业设立时就确定其主营业务是生产和销售杏仁露。集团公司设立该公司的目的主要是为了加快开发和拓展广东、广西、贵州、湖南等南方市场。南方露露当时与集团签订了关于商标使用和销售地区划分的协议。1) 商标为股份公司使用、但没有产生费用；2) 南方露露原在广东和湖南地区销售，现在珠三角地区销售，而公司主要在北方、部分中部城市和少数南方城市销售，南方露露与公司的销售渠道冲突并不明显，目前集团销售的利乐包不影响公司的市场份额。

投资者希望公司向集团定向增发收购南方露露，寄希望于本届董事会以双方都能接受的、不损害股东利益的价格和方式解决该问题。

关联交易解决的概率增大：关联企业，3 家为前任董事长的亲戚所有，本届董事会可能会解决关联交易的问题。

表 1：公司关联交易的比例

关联方名称	2009	
	交易金额 (万元)	占同类交易比例

承德顺天食品有限公司	3,429	30%
凌源市杏仁加工厂	4,990	43%
承德市露露新彩印有限责任公司	1,909	33%
汕头高新区南方露露有限公司	2,036	100%
廊坊凯虹包装容器有限公司	7,714	27%

数据来源：国泰君安证券销售交易总部

公司排名下滑，主要由于统计范围扩大：轻工联合会的综合实力排名前十位，公司一直排名前十，现在统一、康师傅、可口可乐进入排名，公司排名延后至 10-20 名了。

现任管理层 2-3 年内不太可能替换：有投资者担心待董事会换届后，管理层会发生很大变动。但我们认为公司现任管理层对公司影响渠道的掌控力极强，且大股东不具备饮料行业经营经验，因此 2-3 年内管理层不会变动。

作者简介:**胡春霞:**

武汉大学金融学硕士，国泰君安证券食品饮料行业研究员，从业六年。2007 年进入国泰君安，2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

许娟娟:

复旦大学经济学硕士，2007 年进入国泰君安证券，曾从事商贸零售行业研究，现从事食品饮料行业研究。

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，保证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理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		