

“豆奶还是黑牛好”

黑牛食品调研报告

报告关键点:

- 行业成长空间大;
- 豆奶粉和液态豆奶业务双轮驱动;
- 深度分销的渠道模式赢得终端;

报告摘要:

- 行业成长空间大:** 当前我国豆奶每年几十万吨的产量与每年5000多万吨饮料总产量的规模不相称,与国外豆奶发展趋势比也有较大差距。日本和中国同属亚洲国家,在大豆食品的食用方面基本相同。以日本2亿人口年消费20万吨豆奶为测算基础,我国13亿人未来每年消费80万吨豆奶也并非难事,目前20多万吨市场总量明显偏低,以此计算市场需求量至少还可扩大4倍以上。
- 豆奶粉和液态豆奶业务双轮驱动:** 未来公司的豆奶粉业务看好西南市场,原因是当地人口多,冬季湿冷,居民喜爱休闲生活,喝茶聊天,未来的市场空间巨大,而且当地也没有强劲的竞争对手。公司在陕西杨凌的新建项目主要就是针对西南和西北的广阔豆奶粉消费市场。未来公司主要的业绩贡献除传统的豆奶粉业务之外,液态豆奶将成为新的利润增长点,公司计划在未来的三年内打造一个以安徽市场为基点,辐射全国大部分地区的双蛋白液态豆奶的营销网络。我们预计公司2011年两项业务的销售额将分别达到6.05和3.72亿元。
- 深度分销的渠道模式赢得终端:** 公司在初期采用大经销的模式,随着几个样板市场的逐步成熟,公司采用以深度分销的扁平化管理模式取代原来的各省一个大代理,目前经销商规模控制在50-100万元的销售额。主要作用有两个,一是小经销商更便于掌控,可以将渠道终端掌握在自己手中;另外,公司通过减少经销商的层级,实现扁平化,使得渠道中的利润更加丰厚,提升了渠道成员的忠诚度。公司独具特色的“终端车销服务模式”也是公司深度分销的一种辅助形式,通过帮助经销商铺货,一方面掌握了经销商的渠道终端情况,一方面对其进行监督,同时能够了解市场的一手信息。
- 盈利预测和投资评级:** 我们以当前公司各种主要产品的产能情况,结合公司上市募集资金投资新建的项目进行保守地测算,公司2010、2011年的销售额分别为7.8和11.51亿元,同比分别增长48%和51%,对应每股收益0.78和1.12元,尽管以当前的股价计算公司的PE约为63倍,2011年就降为30倍,考虑到公司未来的成长空间较大,业绩的弹性也大,很可能大幅超过市场的预期,我们建议这种成长性的公司值得长期关注。给予公司2011年35倍的PE,6个月的目标价为50元,给予增持-A的投资评级。

评级:
增持-A

上次评级:

目标价格: 50.00 元

期限: 6个月 上次预测:

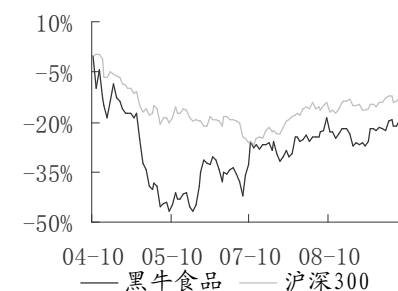
现价: 45.85元

报告日期: 2010-09-15

市场数据

总市值(百万元)	6,120.98
流通市值(百万元)	1,535.98
总股本(百万股)	133.50
流通股本(百万股)	33.50
12个月最高/最低	29.38/64.87元
十大流通股股东(%)	25.21%
股东户数	13,622

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(0.47)	8.17	(10.65)
绝对收益	3.36	15.64	(20.87)

研究员

李铁
行业分析师

010-66581633

litie2@essence.com.cn

证书编号

S1450210010314

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	502.0	586.2	782.4	1,151.3	1,483.0
Growth(%)	46.7%	16.8%	33.5%	47.1%	28.8%
净利润	56.3	67.3	103.9	157.3	220.2
Growth(%)	52.7%	19.4%	46.8%	51.4%	40.0%
毛利率(%)	31.7%	32.4%	34.2%	34.9%	35.8%
净利润率(%)	11.2%	11.5%	12.6%	13.0%	14.1%
每股收益(元)	0.42	0.50	0.74	1.12	1.57
每股净资产(元)	1.61	2.11	3.02	4.02	5.43
市盈率	111.1	93.1	63.4	41.9	29.9
市净率	29.2	22.2	15.5	11.7	8.6
净资产收益率(%)	26.3%	23.9%	25.8%	29.3%	30.4%
ROIC(%)	35.0%	26.5%	42.7%	68.0%	110.5%
EV/EBITDA	56.0	43.8	40.2	26.5	19.1
股息收益率	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%

前期研究成果

黑牛食品: 营养健康生活的引领者

2010-03-26

1. 行业发展空间大

1.1. 大豆蛋白饮料兴起

大豆蛋白饮料包括豆奶、豆粉、豆浆、液态豆奶等品种，我国的大豆蛋白饮料行业起步于 1983 年。大豆饮料生产所需的大豆原料供应充足、成本低廉、而且豆奶饮料是动、植物蛋白互相结合的品种，其营养更加全面，发展豆奶产业有利于我国城乡居民膳食营养结构的优化。

在国外豆奶粉及大豆蛋白饮料产品的售价比牛奶还高，在欧洲和美国高将近一倍。即便如此，其发展仍呈上升趋势。当前我国豆奶粉每年几十万吨的产量与我国每年 5000 多万吨饮料总产量的发展不相称，与国外豆奶发展趋势比也有较大差距。我国豆奶粉的生产一直保持平稳发展的态势，增长速度约为 20%。日本和中国同属亚洲国家，在大豆食品的食用方面基本相同。因此，以日本 2 亿人口年消费 20 万吨豆奶为测算基础，我国 13 亿人未来每年消费 80 万吨豆奶也并非难事，目前 20 多万吨市场总量明显偏低，以此计算市场需求量至少还可扩大 4 倍以上。

作为大豆食品的代表品种之一，液态豆奶具有牛奶所不能代替的健康价值，液态豆奶在国外是新兴的大豆工业产品，在我国工业化的液态豆奶也属于新兴产品。在全国还未出现公认的覆盖率高的强势品牌，行业还处于相对比较分散的阶段，给强势企业进入市场提供了良好的机遇。

1.2. 复合麦片市场潜力巨大

90 年代初，以复合麦片为代表的麦片产品开始在我国市场出现。我国的复合麦片市场潜力很大，经历了市场培育、发展和阶段性调整之后，近几年来复合麦片的年销售量在明显增长。2006 年、2007 年和 2008 年，复合麦片的行业销售规模分别是 12.45 亿元、14.70 亿元和 17.13 亿元，预计 2009-2011 年年成长率达到 18%，行业的发展态势良好。

表 1：2009-2011 年我国复合麦片市场规模预测表

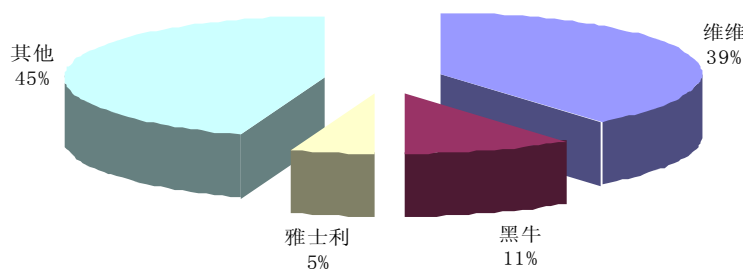
项目	2009	2010E	2011E
市场规模（亿元）	20.21	23.85	28.15
年均增长率	18%	18%	18%

数据来源：《中国复合营养麦片市场行业环境与竞争态势调查研究报告（2006-2008）》

1.3. 坚定不移地做豆奶

经过多年的市场竞争洗牌，大豆蛋白饮料行业已基本形成稳定的竞争格局。其中，豆奶粉行业的代表主要是“维维”、“黑牛”、“雅士利”等知名品牌。2008 年，“维维”、“黑牛”、“雅士利”三家企业的市场占有率合计达到 55.14%，居市场主导地位。

图 1：我国豆奶粉市场份额



数据来源：公司资料 安信证券研究中心

行业数据显示：液态饮料的蛋白质含量超过 2.5% 就基本可以替代牛奶。大豆蛋白饮料正好解决我国奶牛饲养以及原奶供应严重不足的问题，行业未来的成长空间巨大。公司表示：大豆蛋白产品既健康又营养，公司的定位也很清晰，就是专心做大豆蛋白产品，不断推出新产品。我们注意到行业龙头公司维维似乎在近几年的兴趣颇广，涉足牛奶甚至白酒业务，但其 2009 年豆奶粉业务收入甚至滑落到 8.9 亿元左右的水平。因此我们认为尽管其目前还是行业的龙头，但其市场份额肯定是下降了，未来有可能被黑牛赶超。

表 2 黑牛与维维近年豆粉业务对比（单位：万元）

年份	维维股份			黑牛股份		
	销售额	增长率	销售占比	销售额	增长率	销售占比
2007	107009.5	6.26%	36.47%	22704.89	182.17%	66.37%
2008	106081.6	-0.91%	37.43%	38374.38	69.01%	76.44%
2009	89506.4	-15.62%	31.52%	41171.28	7.29%	70.59%

数据来源：公司资料 Wind 安信证券研究中心

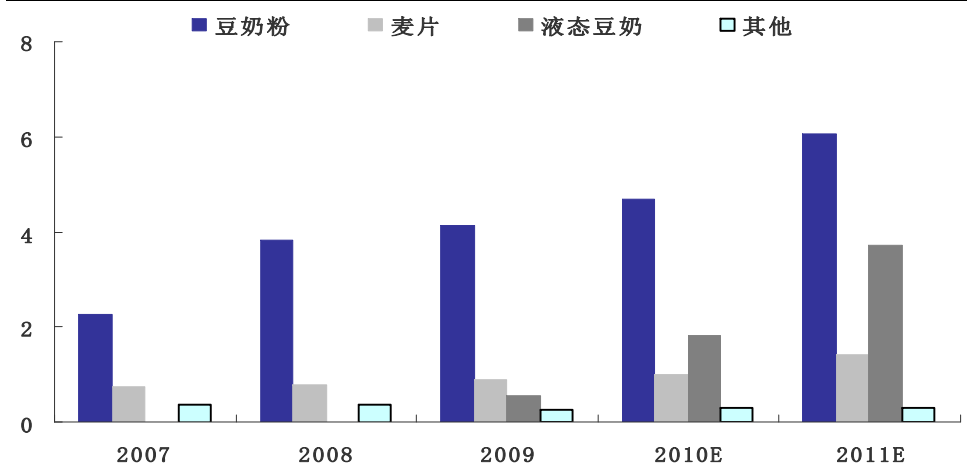
2. 豆奶粉和液态豆奶双轮驱动

2.1. 消费季节性和目标消费人群都具有互补性

从产品销售的季节性来看，由于公司目前豆奶粉的产能还远不能满足市场的需求，没有表现出很强的季节性特点，但液态豆奶业务的季节性就比较明显，在气温较高的夏季的销量会明显高于其他季节。我们认为，随着未来豆奶粉业务的产能逐步释放，也会表现出一定的季节性特征。例如：天气热时消费量会有所下降，冬天的销量会明显好于夏季，正好与液态豆奶形成销售季节性的互补。

从目标人群分析，豆奶粉市场主要定位的消费人群为中、老年人，他们的消费特点是有大量的闲暇时间，但对价格的敏感度较高。液态豆奶的目标消费人群则主要为“80 后”甚至“90 后”他们消费的主要特点是追求时尚、讲求效率、价格敏感度低。因此从消费人群分析这两种主要产品也具有互补性。

图 2 公司主要业务销售额增长情况 (单位: 亿元)



数据来源: 公司资料 安信证券研究中心

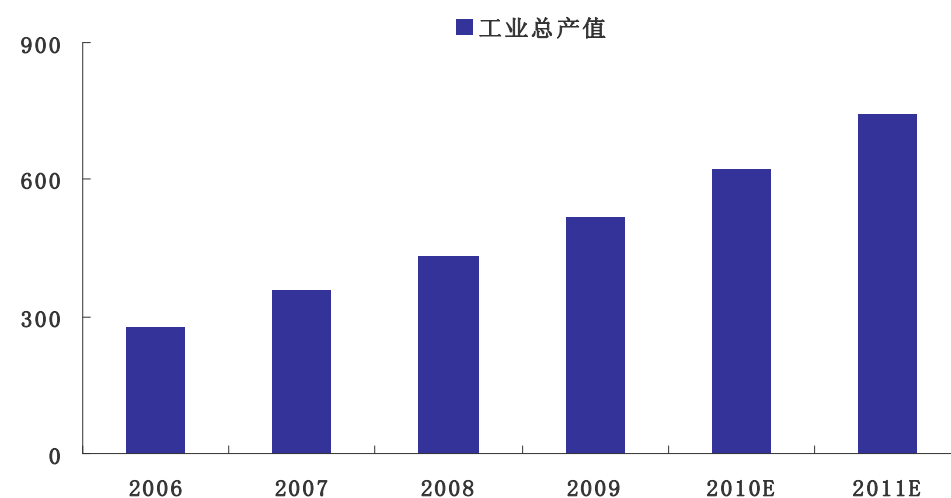
未来公司主要的业绩贡献除传统的豆奶粉业务之外, 液态豆奶将成为新的利润增长点, 我们预计公司 2011 年两项业务的销售额将分别达到 6.05 和 3.72 亿元。

2.2. 产品和区域都具有增长点

液态豆奶产品是公司未来业绩的主要增长点。由于在我国乳糖不耐受症的成年人饮用牛奶后乳糖吸收不良的发病率超过 80%, 一个好的解决办法是提供以大豆蛋白为主、牛奶蛋白为辅的“奶”饮品, 也就是“双蛋白液态豆奶”, 从而可以大大降低乳糖不耐受带来的不适问题, 这也是双蛋白液态豆奶发展的契机。

双蛋白液态豆奶是含乳饮料与植物蛋白饮料的交叉品种、兼有两者的好处, 酸性双蛋白液态豆奶更揉合了广受欢迎的酸性含乳饮料的优点, 非常有利于扩大市场。按双蛋白液态豆奶占含乳饮料和植物蛋白饮料市场规模总额 15% 的份额测算, 预计 2011 年双蛋白液态豆奶市场规模可达 111.87 亿元。

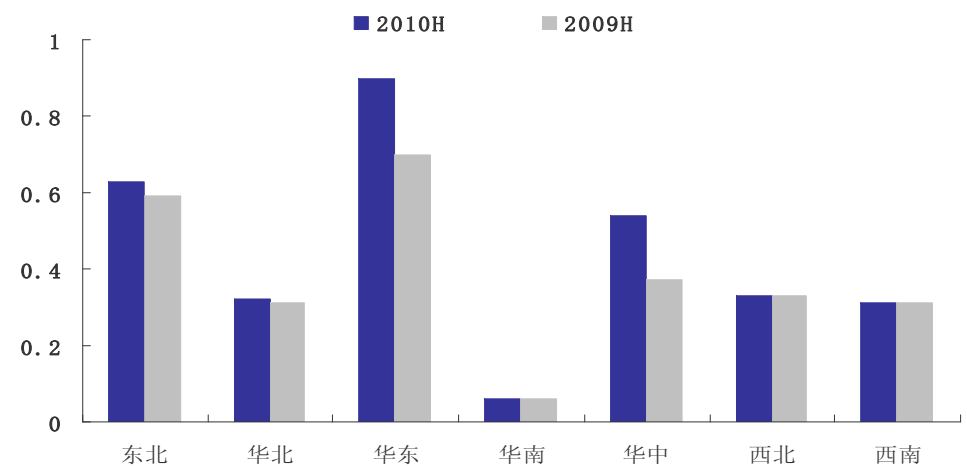
图 3 2006-2008 年含乳饮料和植物蛋白饮料制造行业工业总产值 (单位: 亿元)



数据来源: 《中国复合营养麦片市场行业环境与竞争态势调查研究报告 (2006-2008)》

由于含乳饮料和植物蛋白饮料行业近几年的高速发展, 作为大豆蛋白饮料及含乳饮料的一个创新品种, 双蛋白豆奶具有广阔的市场前景, 公司的新型双蛋白液态豆奶饮料将成为公司未来的业绩增长点。我们认为: 快速增长的含乳饮料和大豆蛋白饮品市场完全可以消化公司双蛋白液态豆奶的新增产能。

图 4：按区域划分的销售分布（单位：亿元）



数据来源：公司资料 安信证券研究中心

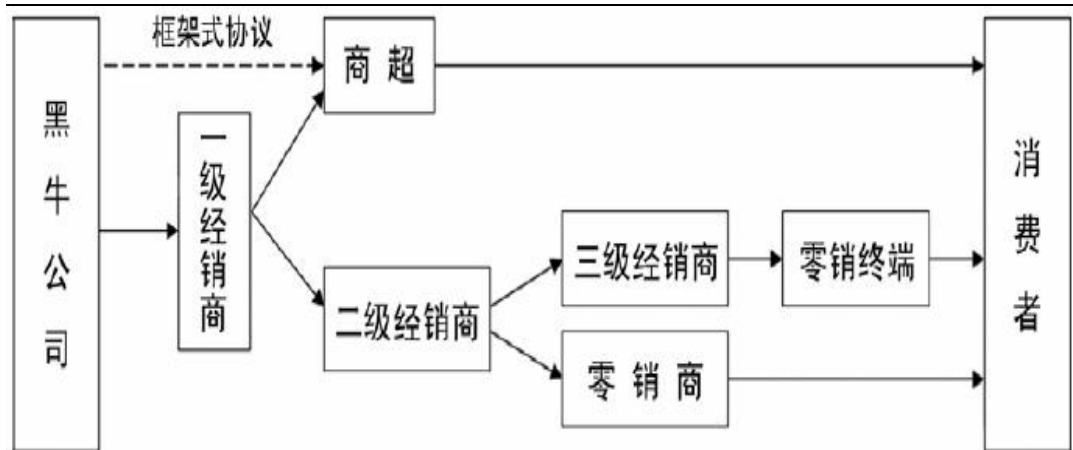
从销售区域的角度来看，公司虽然总部设在汕头，但真正发展起来确是在内地。公司重点培育了第一个样板市场-安徽市场，经过近 10 年的培育，这个市场逐渐成熟，公司之后开始复制周边的样板市场如河南、山东市场。在全国布点选择了辽宁，结果 2007 年当年就销了 8000 万。未来公司的豆奶粉业务看好西南（四川、重庆）市场，主要原因是西南市场人口多，冬季湿冷。另外，四川人喜爱休闲生活，喝茶聊天，未来的市场空间巨大，而且当地也没有强劲竞争对手。公司在陕西杨凌的新建项目主要就是针对西南和西北的广阔豆奶消费市场。

目前液态豆奶的生产和市场基地仍选在公司多年经营的安徽市场，主要是黑牛产品在本地已经有了很高的品牌知名度。公司计划在未来的三年内打造一个以安徽市场为基点，辐射全国大部分地区的双蛋白液态豆奶的营销网络达到约 4 亿元以上的年销售目标。

3. 深度分销的渠道模式赢得终端

作为快速消费品，市场竞争激烈，渠道模式往往成为胜负的关键。公司的销售渠道中 95% 为传统分销渠道，商超占比不到 5%。

图 5 公司的销售渠道



数据来源：公司资料 安信证券研究中心

3.1. 扁平化管理深度分销

公司在初期采用大经销的模式，这样使公司在短期迅速打开了局面。随着几个样板市场的逐步成熟，公司采用以深度分销的扁平化管理模式取代原来的大代理模式，将原

来的各省一个代理，改为目前的经销商规模控制在销售额 50-100 万元。我们分析认为公司这样做的主要目的有两个，一是将大经销商改为小经销商便于掌控，这样就将渠道终端掌握在自己手中；另外，公司通过减少经销商的层级，实现扁平化，使得渠道中的利润更加丰厚，提升了渠道成员对公司的忠诚度。

3.2. 独具特色的“终端车销服务模式”

公司独具特色的“终端车销服务模式”主要是通过公司自己的运输车辆帮助经销商铺货。我们认为这种服务主要是公司深度分销的一种辅助形式，通过帮助经销商铺货，一方面掌握了经销商的渠道终端情况，一方面是对其进行监督和检查，同时能够了解到市场的一手信息。另外，采用终端车销服务提高了营销效率，在适应市场销售变化方面具有显著的灵活性和主动性。

4. 毛利率提升，产品更具竞争力

中报显示公司上半年比去年同期主要产品的毛利率都有所提升，而据我们所了解到的情况，上半年主要原料大豆和白糖的价格上涨幅度都不小。公司的高管解释主要原因如下：1、公司成本控制较好（大豆采购价格监控以及以淀粉糖取代白糖）；2、上市以后提高了公司产品的品牌形象，经销商的积极性高涨，促销费用降下来了（原来买 100 赠 10，逐步降为买 100 赠 8，买 100 赠 5）；3、生产规模扩大，体现出规模效应。

表 3 2010 年上半年各主要产品的毛利率变化

	2010H1 毛利率	同比增长
豆奶粉	33.24%	1.34%
麦片	32.95%	2.19%
芝麻糊	31.28%	0.21%
核桃粉	40.64%	9.02%
液态豆奶	37.81%	10.82%

数据来源：公司中报 安信证券研究中心

公司并未将与自身产品相似公司的杨协成、维他奶国际等作为主要的竞争对手，公司认为主要的竞争来自生产“牛奶+果汁”产品的娃哈哈，因为除了他们的产品具有一定的同质性之外，主要是娃哈哈的销售规模在 2009 年就已经达到了 436 亿元，差距巨大，好在公司产品的成本比娃哈哈的产品低很多，因为液态豆奶的主要原料大豆的吨价仅为 3000 元，而娃哈哈的牛奶将近 30000 元/吨，因此公司的利润空间更大，很多经销商选择黑牛的双蛋产品，例如上半年江西市场的增长特别快。公司表示即使娃哈哈采用降价策略公司在成本上也有空间应对，而娃哈哈受到的损失会更大。

5. 加大广告投放力度，提升品牌力

“豆奶还是黑牛好”这句广告语响彻大江南北。我们注意到公司 2010 年中报披露的销售费用率同比基本没有变化。公司解释为：上半年公司 IPO 成功是对公司以及产品最好的宣传，具有一定的惯性，因此上半年公司基本没有投入广告。但从下半年开始，公司将加大广告投放力度，聘请新产品的形象代言人。我们认为尽管这样做可能会提升公司的销售费用率，但有益于公司长期品牌建设，形成品牌拉力。

6. 产能成为制约快速发展的瓶颈

从公司的当前发展情况看，制约公司快速增长的瓶颈主要来自产能。公司募集资金投资的项目预计要在明年 4 月份才能竣工投产。也就是说下半年由于没有新增产能的释放，业绩环比增幅有限。然而，我们认为：在公司上市募集资金后，只要有旺盛的市场需求，产能建设不是问题，除自建产能外，并购也是快速增长的方式之一。因此，未来公司的增长极大的可能是大幅超出我们以当前和募集资金新建产能为依据计算的盈利预测。

表 4：公司产能预测（单位：吨）

	2010	2011E	2012E
豆奶粉	35090	50714	57410
麦片	8100	11862	13860
液态豆奶	19805	59405	99005

数据来源：公司资料 安信证券研究中心

7. 盈利预测和投资评级

我们以当前公司各种主要产品的产能情况，结合公司上市募集资金所投资新建的项目进行保守地测算，公司 2010、2011 年的销售额分别为 7.8 和 11.51 亿元，同比分别增长 48%和 51%，对应每股收益 0.78 和 1.12 元，尽管以当前的股价计算公司的 PE 约为 63 倍，但 2011 年就降为 30 倍，考虑到公司未来的成长空间较大，业绩的弹性也大，很可能大幅超过市场的预期，我们建议这种成长性的公司值得长期关注。给予公司 2011 年 35 倍的 PE，6 个月的目标价为 50 元，给予增持-A 的投资评级。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-9-8

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	502.0	586.2	782.4	1,151.3	1,483.0	成长性					
减: 营业成本	342.8	396.1	515.2	749.8	951.7	营业收入增长率	46.7%	16.8%	33.5%	47.1%	28.8%
营业税费	3.7	4.2	5.7	8.4	10.8	营业利润增长率	36.4%	25.7%	59.6%	54.1%	38.8%
销售费用	61.7	73.6	98.6	144.6	186.3	净利润增长率	52.7%	19.4%	46.8%	51.4%	40.0%
管理费用	20.4	21.1	28.0	43.7	56.4	EBITDA 增长率	46.4%	25.2%	42.7%	47.4%	33.6%
财务费用	7.1	7.1	0.9	-1.7	-8.7	EBIT 增长率	44.8%	23.3%	48.2%	51.8%	35.7%
资产减值损失	-0.5	0.1	-	-	-	NOPLAT 增长率	-	-	-	49.1%	36.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	55.2%	-10.5%	-6.5%	-15.7%	-29.7%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	35.7%	31.4%	43.3%	33.1%	34.9%
营业利润	66.8	84.0	134.0	206.4	286.6	利润率					
加: 营业外净收支	6.2	3.9	1.0	-1.0	1.0	毛利率	31.7%	32.4%	34.2%	34.9%	35.8%
利润总额	73.0	87.8	135.0	205.4	287.6	营业利润率	13.3%	14.3%	17.1%	17.9%	19.3%
减: 所得税	16.7	20.6	31.0	48.1	67.4	净利润率	11.2%	11.5%	12.6%	13.0%	14.1%
净利润	56.3	67.3	103.9	157.3	220.2	EBITDA/营业收入	16.9%	18.1%	19.4%	19.4%	20.1%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	14.7%	15.5%	17.2%	17.8%	18.7%
货币资金	115.6	208.3	631.7	831.0	1,102.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	108	117	92	68	57
应收帐款	7.5	7.2	9.8	14.4	18.5	流动营业资本周转天数	15	-2	-16	-21	-28
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	146	150	234	264	270
预付帐款	20.9	21.7	22.7	24.1	25.9	应收帐款周转天数	7	3	3	2	3
存货	59.0	49.5	64.3	93.6	118.8	存货周转天数	45	33	26	25	26
其他流动资产	-	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	295	317	366	361	350
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	161	159	109	66	40
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	26.3%	23.9%	25.8%	29.3%	30.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	12.0%	11.9%	10.1%	12.3%	13.8%
固定资产	189.9	191.7	206.8	225.2	241.8	ROIC	35.0%	26.5%	42.7%	68.0%	110.5%
在建工程	3.0	0.7	1.0	1.2	1.3	费用率					
无形资产	69.6	82.9	83.0	83.1	83.2	销售费用率	12.3%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
其他非流动资产	2.7	2.3	7.9	8.2	8.5	管理费用率	4.1%	3.6%	3.6%	3.8%	3.8%
资产总额	468.1	564.3	1,027.1	1,280.8	1,600.1	财务费用率	1.4%	1.2%	0.1%	-0.1%	-0.6%
短期债务	135.0	31.0	300.0	300.0	300.0	三费/营业收入	17.8%	17.4%	16.3%	16.2%	15.8%
应付帐款	35.3	36.1	44.5	64.8	82.3	偿债能力					
应付票据	2.9	-	-	-	-	资产负债率	54.2%	50.1%	60.7%	58.1%	54.7%
其他流动负债	73.3	129.2	183.0	264.4	362.7	负债权益比	118.4%	100.4%	154.6%	138.5%	120.9%
长期借款	-	75.0	75.0	75.0	75.0	流动比率	0.82	1.46	1.38	1.53	1.70
其他非流动负债	7.3	11.5	21.2	39.4	55.9	速动比率	0.58	1.21	1.26	1.38	1.54
负债总额	253.8	282.7	623.7	743.6	875.8	利息保障倍数	10.44	12.84	145.71	#####	-31.76
少数股东权益	-	-	4.4	11.1	20.4	分红指标					
股本	100.0	100.0	133.5	133.5	133.5	DPS(元)	-	-	0.07	0.11	0.16
留存收益	114.3	181.6	265.5	392.6	570.4	分红比率	0.0%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益	214.3	281.6	403.4	537.1	724.3	股息收益率	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	56.3	67.3	103.9	157.3	220.2	EPS(元)	0.42	0.50	0.74	1.12	1.57
加: 折旧和摊销	12.1	16.9	16.6	18.6	20.6	BVPS(元)	1.61	2.11	3.02	4.02	5.43
资产减值准备	-0.5	0.1	-	-	-	PE(X)	111.1	93.1	63.4	41.9	29.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	29.2	22.2	15.5	11.7	8.6
财务费用	2.1	7.2	7.8	0.9	-1.7	P/FCF	-	72.8	16.3	33.7	23.5
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	12.5	10.7	8.0	5.4	4.2
少数股东损益	-	-	5.2	7.9	11.0	EV/EBITDA	56.0	43.8	40.2	26.5	19.1
营运资金的变动	12.7	61.7	52.6	84.6	101.0	CAGR(%)	40.8%	48.5%	34.8%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	100.3	145.6	179.3	266.7	344.1	PEG	2.7	1.9	1.8	-0.4	-0.3
投资活动产生现金流量	-108.7	-34.9	-32.1	-32.1	-32.1	ROIC/WACC	3.7	2.8	4.5	7.2	11.7
融资活动产生现金流量	49.1	-18.0	292.7	-13.3	-12.2	REP	4.7	6.8	5.9	4.3	3.6

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学 (Glasgow University) 会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008 年 1 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

潘艳	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lyye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编：100034