



食品饮料

2011.06.16

白酒产销增速维持高景气

——食品饮料产量点评之 2011 年 5 月

 **胡春霞** **林园远**
 021-38676186 021-38676654
 huchunxia@gtjas.com linyuanyuan@gtjas.com
 编号 S0880511010015 S0880511010018

本报告导读：

1-5 月白酒继续保持较快增速，啤酒增速回升，液体乳维稳。肉价、奶价接近顶部。

首推估值便宜、增长确定的一线白酒和葡萄酒。

摘要：

- **白酒产量继续快速增长，1-5 月累计增速 30.4%**：5 月产量 80.6 万千升，同比增长 29.2%，增速比 4 月略降 1.8 个百分点，比去年同期降 3.3 个百分点；1-5 月份累计产量 395.8 万千升，同比增长 30.4%，增速比 1-4 月上升 2.6 个百分点，比去年同期略降 0.2 个百分点。
- **啤酒产量增速回升，1-5 月增速 11.3%**：5 月产量 475.1 万千升，同比增长 12.8%，增速比 4 月上升 2.9 个百分点，比去年同期提高 12.3 个百分点；1-5 月份累计产量 1792.4 万千升，同比增长 11.3%，增速比 1-4 月高 1.6 个百分点，比去年同期快 6.5 个百分点。4 月份大麦进口价格 \$353.9/吨，5 月加麦现货价 \$208.72/吨，同比分别上涨 56.7%、46%，行业成本压力较大，提价恐难完全覆盖成本上升；长期，看好行业集中度提升和企业规模扩大后的费用率下降、盈利能力上升。
- **葡萄酒产量增速同比下降**：5 月产量 8.1 万千升，同比增长 1.4%，增速比 4 月低 4.5 个百分点，比去年同期低 23.9 个百分点；1-5 月累计产量 40.1 万千升，同比增长 16.6%，增速比 1-4 月降 4.4 个百分点，比去年同期降 1.9 个百分点。葡萄酒 4 月进口 2.9 万千升，1-4 月累计增速为 44%，进口酒占比为 27%。葡萄酒消费在国内还处于快速发展阶段，市场空间大，预计未来拥有品牌优势的国内葡萄酒龙头企业将有望保持较快增速。
- **液体乳行业增速稳定**：1-4 月累计产量 732.1 万吨，同比增长 11.6%，增速比 1-4 月降 1.2 个百分点，比去年同期快 1.8 个百分点。2 月至今，原奶价格一直维持在 3.2 元/kg 左右。进口奶粉均价 2 月虽有反弹，但基本趋势维持，因此我们维持原有判断，认为原奶价或已见顶，但价格会持续在高位。
- **猪肉价格继续上涨**：6 月第二周猪肉均价上涨至 26.29 元/kg，生猪价格 18.05 元/kg，同比上涨 73.6%、82.7%。国泰君安农业研究团队预测，本轮猪价上涨的高点或将出现在 4Q11 到 1Q12 这个时段。我们认为猪价长期看大幅下降的概率也不大。
- **浓香型主产区四川继续维持较高增速**：1-5 月，四川地区累计产量 117 万千升，产量权重为 30%，同比增长 40%；贵州、江苏、安徽、山西地区累计产量增速分别为 51%、11%、13%、17%。
- **山东、广东啤酒产量增速喜人**：1-4 月山东、广东、广西、北京累计产量增速分别为 20.7%、17.5%、-6.5%、7.1%。
- **投资策略**：继续看好国内食品饮料消费增长，建议增持食品饮料行业。子行业推荐顺序为：一线白酒、一线葡萄酒、二线白酒、大众消费品。公司：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、张裕 A、山西汾酒、古井贡、青岛啤酒，双汇发展。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

增持

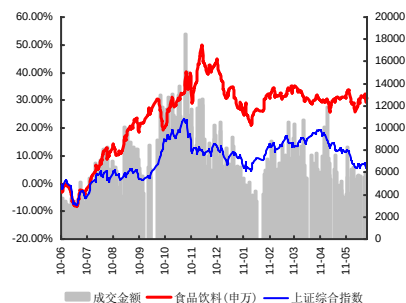
上次评级：

增持

细分行业评级

食品	增持
饮料	增持

2010.06.15-2011.05.15:



相关报告

食品饮料：《增长稳定，防御制胜》

2011.06.13

食品饮料：《可见的提价?可预期的稳定增长?防御》

2011.06.10

食品饮料：《用发展的眼光看待高档消费品价格上涨》

2011.06.05

食品饮料：《高档白酒将受益中国奢侈品消费的成长》

2011.05.29

食品饮料：《估值安全，继续首推一线白酒》

2011.05.23

目 录

1. 食品饮料行业 5 月产量简评	3
1.1. 白酒 1-5 月累计增速 30.4%，啤酒产量增速继续回升	3
1.2. 液体乳业增速稳定	3
2. 下游成本跟踪	5
2.1. 大麦价格继续上涨	5
2.2. 猪肉价格同比上涨 50%，或将见顶	6
2.3. 原奶价格维持 3.2 元/kg，或已见顶	7
2.4. 苹果汁出口量增价涨	7
3. 子行业区域数据分析	8
3.1. 四川地区白酒产量继续保持高增长	8
3.2. 山东、广东啤酒产量增速喜人	8
4. 投资策略	9

图 1: 白酒单月产量及同比增速（万千升 %）	4
图 2: 白酒累计产量及同比增速（万千升 %）	4
图 3: 啤酒单月产量及同比增速（万千升 %）	4
图 4: 啤酒累计产量及同比增速（万千升 %）	4
图 5: 葡萄酒单月产量及同比增速（万千升 %）	4
图 6: 葡萄酒累计产量及同比增速（万千升 %）	4
图 7: 葡萄酒单月进口量（千升 %）	5
图 8: 葡萄酒累计进口量（万千升 %）	5
图 9: 液体乳单月产量及同比增速（万吨 %）	5
图 10: 液体乳累计产量及同比增速（万吨 %）	5
图 11: 大麦进口数量和进口均价	6
图 12: 加拿大大麦现货价	6
图 13: 玉米批发价与猪粮比	6
图 14: 猪肉与生猪价格持续上涨	6
图 15: 全国生猪存栏量	7
图 16: 全国能繁母猪存栏量	7
图 17: 原奶收购价格	7
图 18: 奶粉进口均价	7
图 19: 苹果汁累计出口年度对比（万吨 %）	8
图 20: 苹果汁出口价量数据	8

表 1: 产量数据速递	3
表 2: 白酒重点产区产量数据	8
表 3: 啤酒重点产区产量数据	9
表 4: 重点公司盈利预测表（截止日期：2011-6-15）:	10

1. 食品饮料行业 5 月产量简评

1.1. 白酒 1-5 月累计增速 30.4%，啤酒产量增速继续回升

- **白酒产量增速维持高景气：**5 月单月产量 80.6 万千升，同比增长 29.2%，增速比 4 月略降 1.8 个百分点，比去年同期降 3.3 个百分点；1-5 月份累计产量 395.8 万千升，同比增长 30.4%，增速比 1-4 月上升 2.6 个百分点，比去年同期略降 0.2 个百分点。

今年以来白酒增速稳健，增速绝对值也处于历史的高点，在产业政策保持稳定与经济不出现大幅波动的情况下，预计 2011 年白酒产量依然能保持 20% 增速。

- **啤酒产量同比增速回升：**5 月单月产量 475.1 万千升，同比增长 12.8%，增速比 4 月上升 2.9 个百分点，比去年同期提高 12.3 个百分点；1-5 月份累计产量 1792.4 万千升，同比增长 11.3%，增速比 1-4 月快 1.6 个百分点，比去年同期快 6.5 个百分点。

啤酒行业增长稳定，人均消费量已经达到世界平均水平，处于生命周期之成熟期，但收购兼并有望加速行业达到利润释放的临界点。

- **葡萄酒产量增速同比下降：**5 月单月产量 8.1 万千升，同比增长 1.4%，增速比 4 月低 4.5 个百分点，比去年同期低 23.9 个百分点；1-5 月累计产量 40.1 万千升，同比增长 16.6%，增速比 1-4 月降 4.4 个百分点，比去年同期降 1.9 个百分点。葡萄酒 4 月进口 2.9 万千升，1-4 月累计增速为 44%，进口酒占比为 27%。

葡萄酒消费在国内还处于快速发展阶段，市场空间大，因此我们预计未来几年中，进口葡萄酒和国内葡萄酒市场将处于共生共增阶段。长期看，国内葡萄酒品质的提升和文化内涵的培养，拥有品牌优势的国内葡萄酒龙头企业有望保持较快增速。

1.2. 液体乳业增速稳定

- **液体乳行业增速略快于 10%：**5 月单月产量 155.3 万吨，同比增长 13.2%，增速较 4 月上升 3.5 个百分点，较去年同期快 8.6 个百分点；1-4 月累计产量 732.1 万吨，同比增长 11.6%，增速比 1-4 月降 1.2 个百分点，比去年同期快 1.8 个百分点。

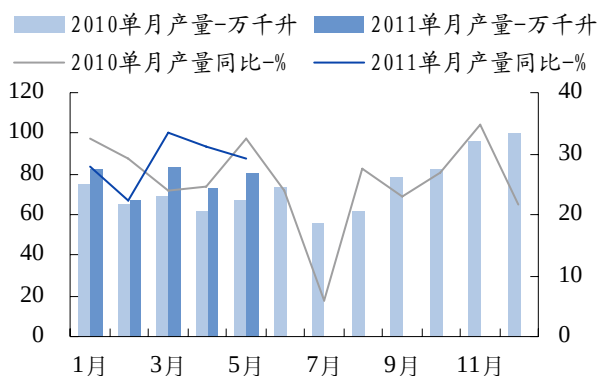
我国乳制品行业开始进入平稳发展期，预计 2010 年产量增速将保持在 10% 左右。

表 1：产量数据速递

	2011 年 5 月		1-5 月累计 同比增长	2011 年 4 月		1-4 月累计 同比增长
	产量	同比增长		产量	同比增长	
白酒	80.6 万千升	29.2%	30.4%	73.1 万千升	31.0%	27.8%
啤酒	475.1 万千升	12.8%	11.3%	390.8 万千升	9.9%	9.8%
葡萄酒	8.1 万千升	1.4%	16.6%	7.0 万千升	5.9%	20.9%
液体乳	155.3 万吨	13.2%	11.6%	152.4 万吨	9.7%	12.8%

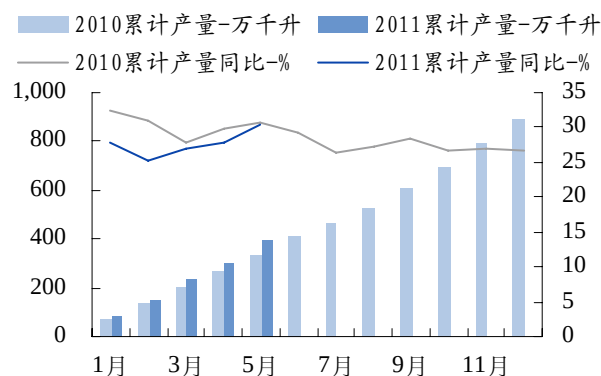
数据来源：WIND、国泰君安证券

图 1: 白酒单月产量及同比增速 (万千升 %)



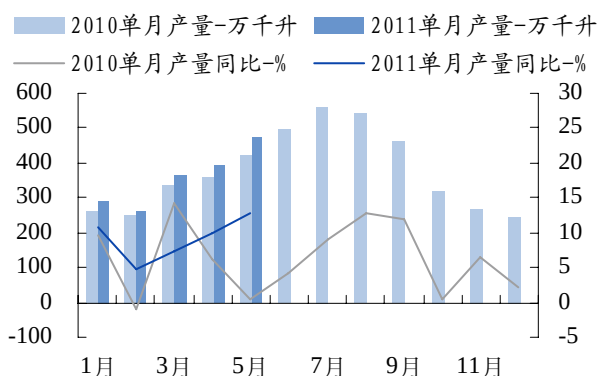
数据来源: WINDEDB, 国泰君安证券研究

图 2: 白酒累计产量及同比增速 (万千升 %)



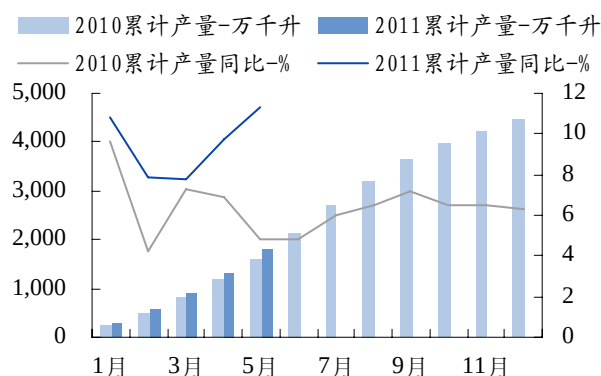
数据来源: WINDEDB, 国泰君安证券研究

图 3: 啤酒单月产量及同比增速 (万千升 %)



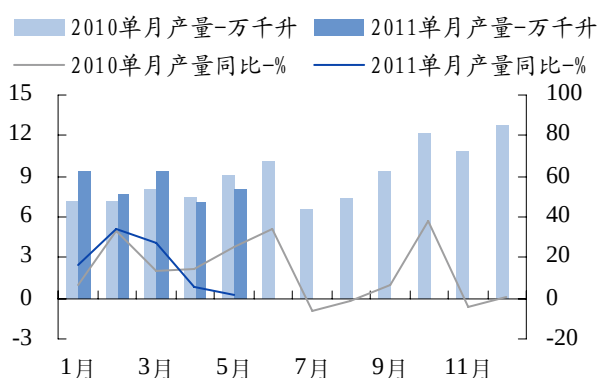
数据来源: WINDEDB, 国泰君安证券研究

图 4: 啤酒累计产量及同比增速 (万千升 %)



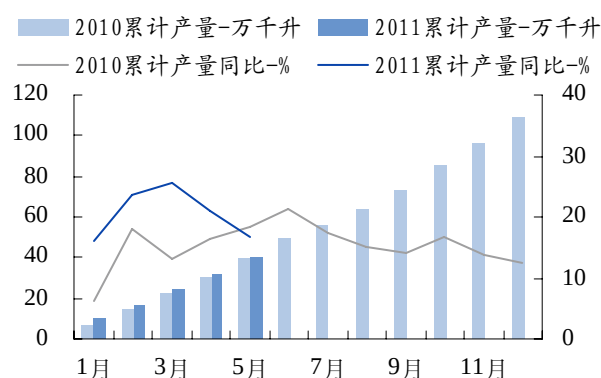
数据来源: WINDEDB, 国泰君安证券研究

图 5: 葡萄酒单月产量及同比增速 (万千升 %)



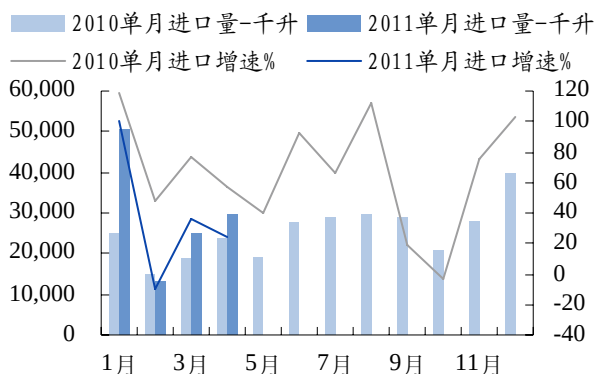
数据来源: WINDEDB, 国泰君安证券研究

图 6: 葡萄酒累计产量及同比增速 (万千升 %)



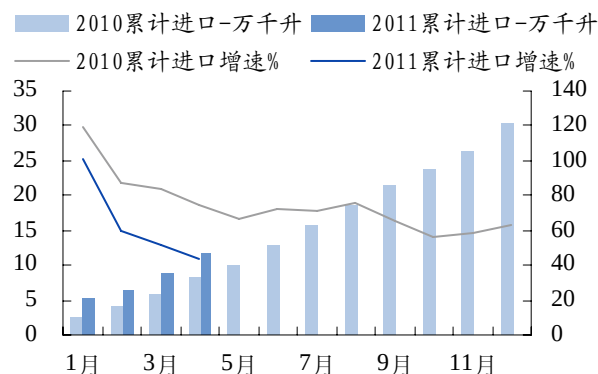
数据来源: WINDEDB, 国泰君安证券研究

图 7: 葡萄酒单月进口量 (千升 %)



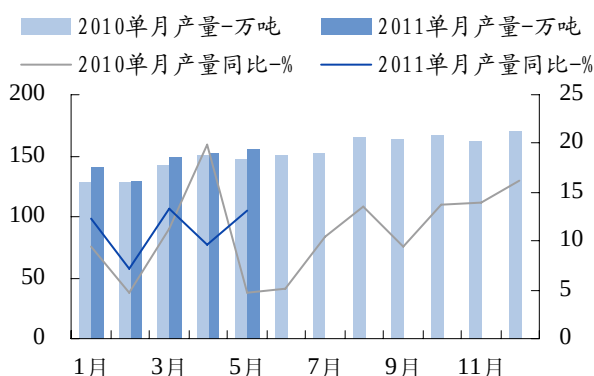
数据来源: WINDEDB, 国泰君安证券研究

图 8: 葡萄酒累计进口量 (万千升 %)



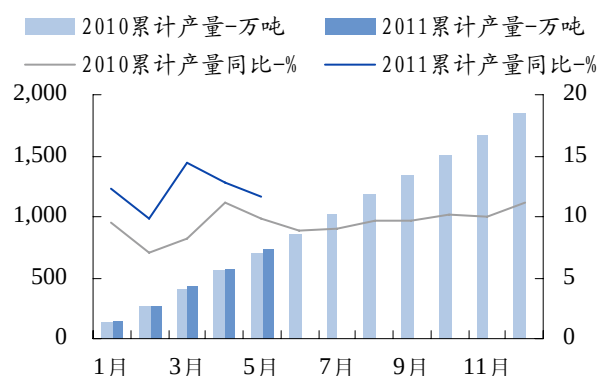
数据来源: WINDEDB, 国泰君安证券研究

图 9: 液体乳单月产量及同比增速 (万吨 %)



数据来源: WINDEDB, 国泰君安证券研究

图 10: 液体乳累计产量及同比增速 (万吨 %)



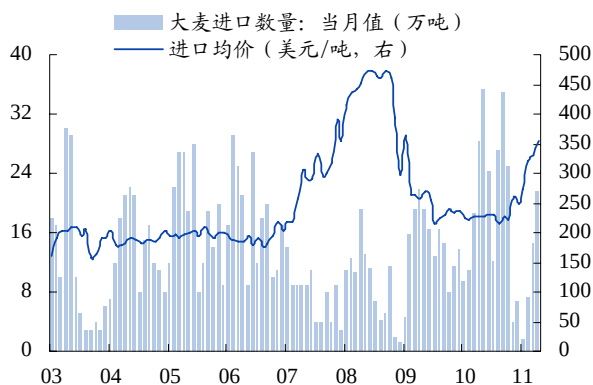
数据来源: WINDEDB, 国泰君安证券研究

2. 下游成本跟踪

2.1. 大麦价格继续上涨

- **大麦价格继续上涨:** 2011 年 4 月份大麦进口价格已上升至 353.9 美元/吨, 相比 1 月上涨了 29.8%, 比去年同期上涨 56.7%; 加麦 5 月现货价 208.72 美元/吨, 同比上涨 46%。
- **啤酒行业成本压力较大, 提价恐难覆盖成本上升:** 今年啤酒行业成本压力较大, 提价恐难以完全覆盖成本上升; 长期继续等待行业集中度提升和企业规模扩大后的费用率下降、盈利能力上升。

图 11: 大麦进口数量和进口均价



数据来源: WINDEDB, 国泰君安证券研究

图 12: 加拿大大麦现货价

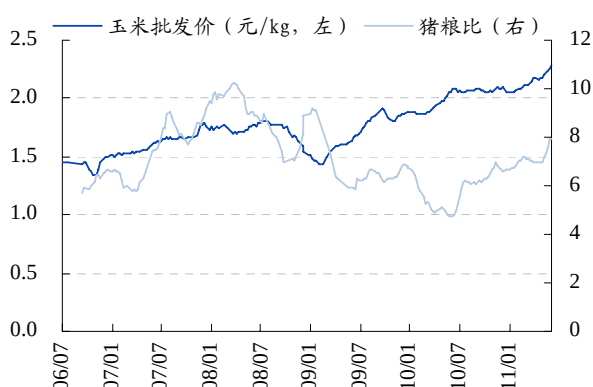


数据来源: WINDEDB, 国泰君安证券研究

2.2. 猪肉价格同比上涨 50%，或将见顶

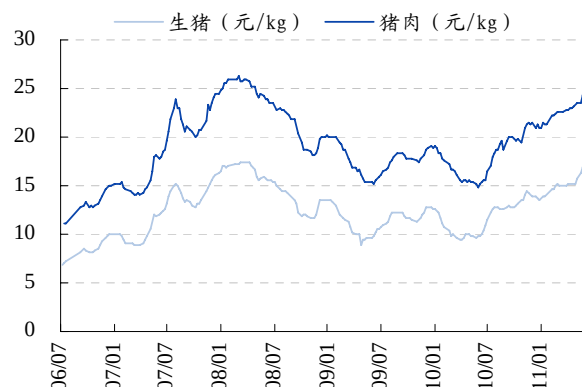
- **猪肉价格连续上涨:** 6月第二周猪肉均价上涨至 26.29 元/kg，生猪价格 18.05 元/kg，玉米批发价 2.28 元/kg，猪粮比 7.91，猪肉、生猪、玉米均价分别同比上涨 73.6%、82.7%、9.6%。
- **预计今年猪肉价格仍将维持高位:** 本轮价格上涨的推动因素主要是生猪价格本身的周期性变动和上游饲料价格的上涨。从猪肉价格波动的历史经验周期来看，这一轮猪价上涨周期在时间、幅度上都已经达到历史平均水平，根据国泰君安农业研究团队预测，本轮猪价上涨的高点或将出现在 4Q11 到 1Q12 这个时段。我们认为猪价长期看大幅下降的概率也不大。
- **瘦肉精事件最坏的时刻已过去，6 个月内彻底恢复完全有可能:** 从近期舆情风向的角度来看，双汇负面消息频发的时期已经过去，销售也在逐步恢复，以目前 4300 吨肉制品的日均出货量可能有补货因素，但预计 6 个月内彻底恢复是完全有可能的。

图 13: 玉米批发价与猪粮比



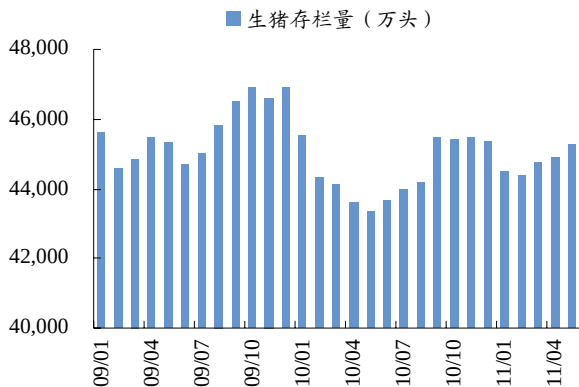
数据来源: WINDEDB, 国泰君安证券研究

图 14: 猪肉与生猪价格持续上涨



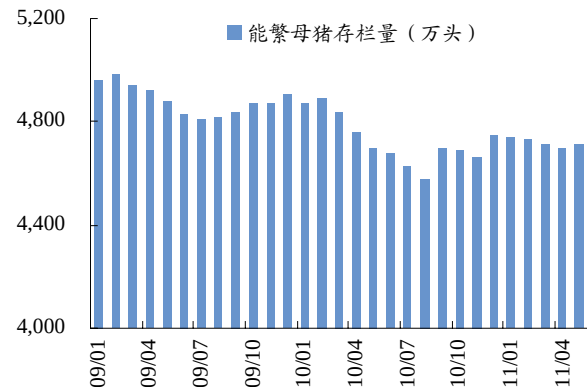
数据来源: WINDEDB, 国泰君安证券研究

图 15: 全国生猪存栏量



数据来源: WINDEDB, 国泰君安证券研究

图 16: 全国能繁母猪存栏量

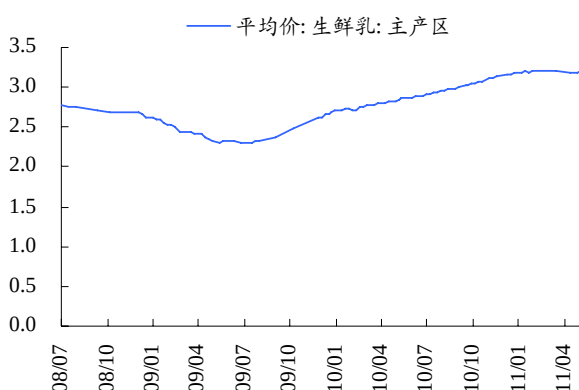


数据来源: WINDEDB, 国泰君安证券研究

2.3. 原奶价格维持 3.2 元/kg, 或已见顶

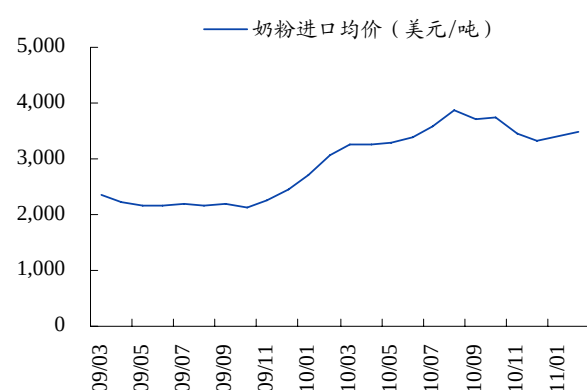
- **原奶收购价格维持高位:** 2 月至今, 原奶价格一直维持在 3.2 元/kg 左右。
- **对原奶价格的判断:** 此轮原奶价格上涨主要原因是饲料涨价、奶牛存栏不高, 以及国家对原奶收购严管带来的额外收购成本, 这三个因素短期看都不会改变, 因此我们预计原奶收购价格仍将在高位运行。但原奶价格比 09 年 7 月的相对底部上涨了近 40%, 进口奶粉均价 2 月虽有反弹, 但基本趋势维持, 因此我们维持原有判断, 认为原奶价格或已见顶, 但价格会持续在高位。
- **乳品业的提价:** 年初以来, 不少乳制品业 (包括高端奶粉、冰激凌、乳饮料等) 均通过提单价、改包装等方式, 减少成本压力。

图 17: 原奶收购价格



数据来源: WINDEDB, 国泰君安证券研究

图 18: 奶粉进口均价



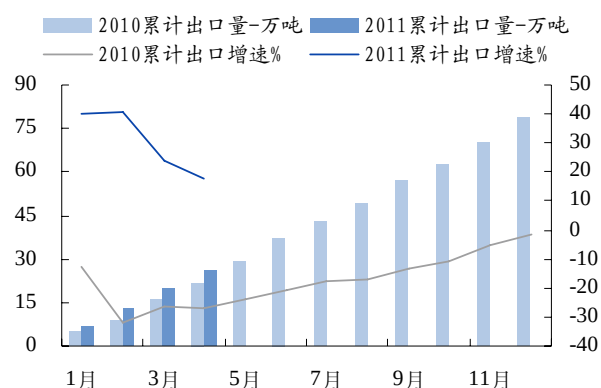
数据来源: WINDEDB, 国泰君安证券研究

2.4. 苹果汁出口量增价涨

- **海外苹果汁需求回暖:** 2011 年 4 月, 苹果汁出口 6 万吨, 1-4 月苹果汁累计出口 26 万吨, 同比上升 18%, 苹果汁海外需求逐渐回暖。
- **苹果汁价格略回调:** 国内苹果收购成本上涨、欧洲苹果减产导致国际市场苹果汁价格上涨是造成苹果汁出口价格上涨的主要原因。在

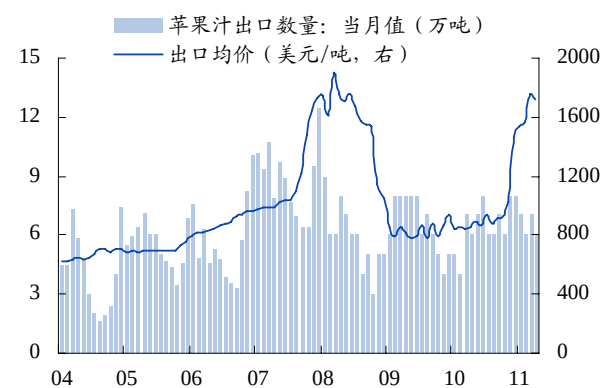
持续7个月上涨后，2011年4月苹果汁出口均价为1725美元/吨，环比略降1.9%。

图 19: 苹果汁累计出口年度对比 (万吨 %)



数据来源: WINDEDB, 国泰君安证券研究

图 20: 苹果汁出口价量数据



数据来源: WINDEDB, 国泰君安证券研究

3. 子行业区域数据分析

3.1. 四川地区白酒产量继续保持高增长

国内地区二线白酒销售、销售收入大幅增长，区域白酒未来增长趋势、增长空间等将受到更多关注，我们期望进一步仔细的分析白酒区域市场情况。

1-5 月，四川地区累计产量 117 万千升，产量占全国权重为 30%，同比增长 40%；贵州地区累计产量增速 51%；江苏地区累计产量增速 11%；安徽地区累计产量增速为 13%；山西地区累计产量增速 17%。

苏徽两地数据的统计口径可能调整过，因而增速有所异常，浓香型主产区四川维持较高增速，带动全国白酒产量高增长。

表 2: 白酒重点产区产量数据

白酒-分地区	2011 年 5 月		1-5 月累计 同比增长	2011 年 4 月		1-4 月累计 同比增长
	产量-万千升	同比增长		产量-万千升	同比增长	
四川	22.0	17.6%	40%	19.6	41.3%	46%
贵州	2.1	74.9%	51%	1.9	58.1%	44%
江苏	5.1	15.5%	11%	4.5	10.9%	10%
安徽	2.9	21.9%	13%	2.9	22.2%	11%
河南	9.1	71.6%	52%	8.1	45.0%	48%
河北	1.7	0.3%	12%	2.0	24.7%	15%
山西	1.2	28.1%	17%	1.3	18.2%	15%
新疆	0.4	17.1%	11%	0.6	18.3%	9%
湖南	0.8	-11.9%	26%	0.7	1.0%	41%

数据来源: WINDEDB, 国泰君安证券

3.2. 山东、广东啤酒产量增速喜人

啤酒行业 1-5 月产量居前 10 的区域是：山东、广东、河南、浙江、江苏、辽宁、安徽、湖北、四川、福建。其中 1-5 月增速最快的是西藏、湖南、湖北、新疆、天津、云南。我们重点关注青啤和燕京的重点销售区域，占产量权重最大的山东地区 1-5 月累计产量增速 20.7%，广东地区 1-5 月增速 17.5%，广西增速-6.5%，北京也有 7.1%的增速。

表 3：啤酒重点产区产量数据

啤酒-分地区	2011 年 5 月		1-5 月累计同比增长	2011 年 4 月		1-4 月累计同比增长
	产量-万千升	同比增长		产量-万千升	同比增长	
山东	67.8	15.3%	20.7%	61.8	19.5%	21.5%
广东	40.0	18.5%	17.5%	34.3	21.6%	17.1%
河南	37.8	-4.8%	-9.0%	33.8	-10.6%	-10.4%
浙江	30.9	5.9%	2.7%	22.9	13.8%	1.1%
江苏	28.6	16.4%	12.5%	24.0	8.2%	8.0%
辽宁	22.3	14.8%	4.3%	19.6	-20.1%	1.5%
安徽	21.4	11.5%	18.7%	14.4	51.8%	22.3%
湖北	20.3	36.1%	47.1%	15.2	16.5%	50.9%
四川	19.8	27.3%	3.2%	13.3	9.0%	-3.6%
福建	18.9	16.3%	10.5%	15.0	16.1%	8.5%
北京	17.6	-2.7%	7.1%	14.3	10.5%	11.7%
黑龙江	16.7	23.0%	14.2%	15.4	31.7%	11.8%
河北	14.0	5.7%	11.1%	12.1	17.4%	13.3%
湖南	13.4	70.7%	67.2%	10.5	67.3%	49.8%
吉林	13.1	22.0%	15.0%	10.3	18.2%	12.9%
广西	12.2	3.2%	-6.5%	8.9	-17.6%	-9.3%
陕西	11.2	19.5%	16.9%	9.0	24.2%	16.1%
江西	10.8	-13.0%	-7.4%	7.3	-15.3%	-23.4%
内蒙古	9.6	2.3%	9.9%	9.6	13.5%	12.2%
重庆	9.0	46.6%	11.0%	5.0	4.2%	-0.9%

数据来源：WIND、国泰君安证券

4. 投资策略

在目前 PE 水平继续强烈建议增持食品饮料行业，即便估值保持如此低的水平，很多公司也仍能有 30%左右由于净利润增长带来的收益。继续维持 2 季度的推荐策略，子行业推荐顺序为：一线白酒、一线葡萄酒、二线白酒、大众消费品。公司：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、张裕 A、山西汾酒、古井贡、青岛啤酒，双汇发展。

风险提示：宏观经济出现硬着陆可能会影响高档酒类销售。

表 4：重点公司盈利预测表（截止日期：2011-6-15）：

	总市值 (亿元)	EPS			CAGR 10-12 年	PE			PS 2010 年	PEG	评级
		10A	11E	12E		10A	11E	12E			
贵州茅台	1,918	5.35	8.22	10.76	42%	38	24.7	19	16.5	0.59	增持
五粮液	1,313	1.16	1.55	2.06	33%	30	22.3	17	8.5	0.67	增持
泸州老窖	620	1.58	2.00	2.63	29%	28	22.2	17	11.5	0.77	增持
洋河股份	953	2.45	4.00	5.67	52%	43	26.5	19	12.5	0.51	增持
山西汾酒	287	1.14	1.90	2.82	57%	58	34.9	24	9.5	0.61	增持
古井贡酒	175	1.34	2.40	3.57	64%	56	31.0	21	9.3	0.49	增持
水井坊	99	0.48	0.61	0.73	23%	42	33.1	28	5.4	1.43	谨慎增持
伊力特	55	0.30	0.39	0.57	37%	41	32.0	22	5.1	0.87	增持
双汇发展	385	1.80	3.00	3.70	43%	35	21.2	17	1.0	0.49	增持
张裕 A	499	2.72	3.54	4.48	28%	35	26.7	21	10.0	0.94	增持
伊利股份	259	0.49	0.74	0.90	36%	33	21.9	18	0.9	0.12	增持
承德露露	62	0.49	0.69	0.89	35%	35	24.4	19	3.4	0.70	谨慎增持
青岛啤酒	460	1.13	1.40	1.93	31%	30	24.3	18	2.3	0.79	增持
燕京啤酒	220	0.64	0.83	1.07	30%	29	21.9	17	2.1	0.74	增持
恒顺醋业	19	0.25	0.32	0.45	34%	59	46.2	33	1.6	1.36	谨慎增持
三全食品	65	0.66	0.77	1.00	23%	53	45.3	35	3.4	1.96	谨慎增持

数据来源：国泰君安证券研究

作者简介:**胡春霞:**

执业资格证书编号: S0880511010015

电话: 021-38676186

邮箱: huchunxia@gtjas.com

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, 2010 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

林园远:

执业资格证书编号: S0880511010018

电话: 021-38676654

邮箱: linyuanyuan@gtjas.com

上海财经大学会计学硕士, 国泰君安证券食品饮料行业研究员。2007 年进入国泰君安, 2009 年新财富交运行业最佳分析师第四名, 2011 年加盟食品饮料行业。

张楷湔 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110090037

电话: 021-38674752

邮箱: zhangkaixi008735@gtjas.com

武汉大学金融学硕士, 国泰君安证券食品饮料行业助理研究员, 2010 年进入国泰君安。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

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		