



食品饮料

2011.08.15

白酒产量延续高增长势头

——食品饮料产量点评之 2011 年 7 月

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

本报告导读：

1-7 月白酒继续保持较快增速，啤酒增速放缓。肉价小幅回落、奶价维持高位。首推估值便宜、增长确定的一线白酒和葡萄酒。

摘要：

- **白酒 1-7 月累计增速 28.8%，高增长势头不减：**7 月单月产量 69.7 万千升，同比增长 33.8%，增速比 6 月上升 0.2 个百分点，比去年同期快 27.8 个百分点；1-7 月份累计产量 547.3 万千升，同比增长 28.8%，增速比 1-6 月上升 0.8 个百分点，比去年同期上升 2.5 个百分点。行业维持较高景气，坚定了我们继续推荐白酒的信心。
- **啤酒 1-7 月累计增速 10.2%，增速环比放缓：**7 月单月产量 580.4 万千升，同比增长 6.4%，增速比 6 月下降 5.9 个百分点，比去年同期下降 2.7 个百分点；1-7 月份累计产量 2930.3 万千升，同比增长 10.2%，增速比 1-6 月下降 1.2 个百分点，比去年同期上升 4.2 个百分点。
- **葡萄酒 1-7 月累计增速 18.6%，7 月增速较 6 月上升 10.2 个百分点：**7 月单月产量 8.4 万千升，同比增长 26.9%，增速比 6 月上升 10.2 个百分点，比去年同期上升 33.3 个百分点；1-7 月累计产量 58.5 万千升，同比增长 18.6%，增速比 1-6 月上升 2.2 个百分点，比去年同期快 1.3 个百分点。葡萄酒 6 月进口 3.2 万千升，1-6 月累计增速为 41%，进口酒占国产酒比重为 26.6%。
- **液体乳 1-7 月累计增速 14.1%，原奶收购价格维持高位：**7 月单月产量 199.2 万吨，同比增长 16.3%，增速较 6 月下降 4.1 个百分点，较去年同期上升 6 个百分点；1-7 月累计产量 1133.2 万吨，同比增长 14.1%，增速比 1-6 月上升 1.1 个百分点，比去年同期快 5 个百分点。预计原奶收购价格仍将高位运行，但继续大幅上涨可能性不大。
- **猪肉价格小幅回落，但仍面临上涨的压力：**近期猪肉价格上涨的高点出现在 7 月中下旬，达 29.80 元/kg。8 月份开始猪肉价格有所回落，8 月 5 日猪肉价格为 29.55 元/kg，周环比下降 0.6%，生猪价格 19.27 元/kg，猪粮比 8.04，猪肉、生猪、玉米均价分别同比上涨 57.6%、51.0%、16.4%。由于供给不足的局面短期内难得到很好的缓解，而四季度又为猪肉的销售旺季，故预计下半年猪肉价格仍将保持高位。
- **四川、贵州白酒产量维持较高增速，河南地区增长明显：**四川 1-7 月累计产量 161.22 万千升，产量占全国权重为 29.57%，同比增长 37.3%；贵州 1-7 月累计产量增速 38.5%；河南 1-7 月累计产量增速 53.2%。
- **山东、广东增速超越行业平均：**1-7 月山东、广东、广西、北京累计产量增速分别为 18.3%、17.8%、1.6%、2.8%。
- **投资策略：**白酒、葡萄酒行业产量增速数据靓丽，坚定了我们继续推荐食品饮料行业的信心。站在这个时点看到年底，继续首推一线白酒和葡萄酒，部分重点推荐品种至 10 月底仍有 15-20% 左右收益空间，预计二线白酒上涨行情将延续。具体推荐顺序为：五粮液、贵州茅台、泸州老窖、张裕 A、山西汾酒、古井贡酒、金种子酒、青岛啤酒、双汇发展、伊利股份。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

增持

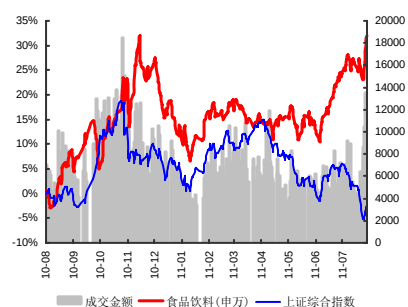
上次评级：

增持

细分行业评级

食品	增持
饮料	增持

2010.08.16-2011.08.12:



相关报告

食品饮料：《坚定持有“确定的增长”》

2011.08.07

食品饮料：《继续分享食品饮料确定性增长》

2011.07.31

食品饮料：《让食品饮料行情再飞一会》

2011.07.25

食品饮料：《白酒产量新高 持续高增长 增持》

2011.07.18

食品饮料：《食品饮料持续旺销 板块行情有望延续》

2011.07.18

目 录

1. 食品饮料行业 7 月产量简评.....	3
1.1. 白酒势头不减，持续高增长，葡萄酒产量同比上升 26.9%.....	3
1.2. 液体乳业增速稳定，同比增长 16.3%.....	3
2. 下游成本跟踪.....	5
2.1. 大麦价格小幅回落，但仍在高位运行.....	5
2.2. 猪肉价格小幅回落，预计下半年猪肉价格仍将保持高位.....	5
2.3. 原奶价格维持高位，保持稳定.....	6
2.4. 苹果汁出口增速放缓.....	7
3. 子行业区域数据分析.....	7
3.1. 河南 1-7 月白酒产量累计同比增长 53.2%.....	7
3.2. 湖南 1-7 月啤酒产量累计同比增速最高，达 65.54%.....	8
4. 投资策略.....	9
图 1: 白酒单月产量及同比增速（万千升 %）.....	3
图 2: 白酒累计产量及同比增速（万千升 %）.....	3
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 %）.....	4
图 8: 葡萄酒累计进口量（万千升 %）.....	4
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.....	5
图 12: 加拿大大麦现货价.....	5
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.....	6
图 16: 全国能繁母猪存栏量.....	6
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 %）.....	7
图 20: 苹果汁出口价量数据.....	7
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.....	8
表 4: 重点公司盈利预测表（截止日期：2011-08-12）.....	9

1. 食品饮料行业 7 月产量简评

1.1. 白酒势头不减，持续高增长，葡萄酒产量同比增长 26.9%

- **白酒行业势头不减，持续高速增长：**7 月单月产量 69.7 万千升，同比增长 33.8%，增速比 6 月上升 0.2 个百分点，比去年同期快 27.8 个百分点；1-7 月份累计产量 547.3 万千升，同比增长 28.8%，增速比 1-6 月上升 0.8 个百分点，比去年同期上升 2.5 个百分点。

白酒增速稳健，增速绝对值仍处于历史的高点，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% 以上增速。

- **啤酒产量增速放缓：**7 月单月产量 580.4 万千升，同比增长 6.4%，增速比 6 月下降 5.9 个百分点，比去年同期下降 2.7 个百分点；1-7 月份累计产量 2930.3 万千升，同比增长 10.2%，增速比 1-6 月下降 1.2 个百分点，比去年同期上升 4.2 个百分点。

去年高基数导致 7 月产量增速下滑，但全年预计年啤酒产量增速仍将稳定在 10%。中短期等待下半年成本压力预期缓解后的行情，长期看好行业集中度提升、企业规模化后带来的费用率下行，净利率提升。

- **葡萄酒产量同比增速上升明显：**7 月单月产量 8.4 万千升，同比增长 26.9%，增速比 6 月上升 10.2 个百分点，比去年同期上升 33.3 个百分点；1-7 月累计产量 58.5 万千升，同比增长 18.6%，增速比 1-6 月上升 2.2 个百分点，比去年同期快 1.3 个百分点。葡萄酒 6 月进口 3.2 万千升，1-6 月累计增速为 41%，进口酒占国产酒比重为 26.6%。

我国的葡萄酒销售还处于快速成长阶段，目前国内外葡萄酒处于共生共增状态。我们对未来的销售增长仍报乐观态度，市场无需过虑进口冲击。

1.2. 液体乳业增速稳定，同比增长 16.3%

- **1-7 月液体乳行业增速 14.1%：**7 月单月产量 199.2 万吨，同比增长 16.3%，增速较 6 月下降 4.1 个百分点，较去年同期上升 6 个百分点；1-7 月累计产量 1133.2 万吨，同比增长 14.1%，增速比 1-6 月上升 1.1 个百分点，比去年同期快 5 个百分点。

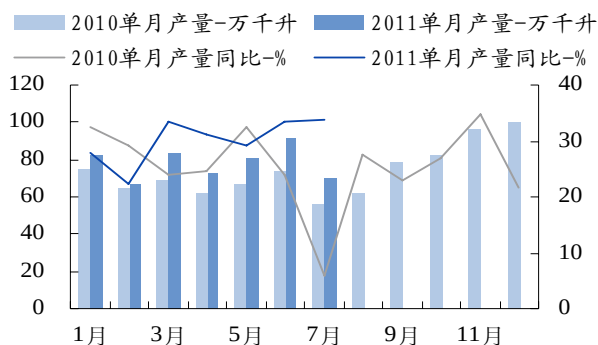
表 1: 产量数据速递

	2011 年 7 月		1-7 月累计	2011 年 6 月		1-6 月累计
	产量	同比增长		产量	同比增长	
白酒	69.7 万千升	33.8%	28.8%	91.8 万千升	33.6%	28.0%
啤酒	580.4 万千升	6.4%	10.2%	553.9 万千升	12.4%	11.4%
葡萄酒	0.0 万千升	0.0%	0.0%	0.0 万千升	0.0%	0.0%
液体乳	8.4 万千升	26.9%	18.6%	10.0 万千升	16.7%	16.4%

数据来源：WIND 数据库、国泰君安证券

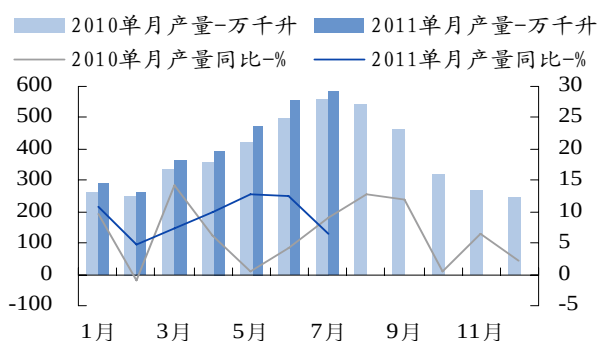
图 1: 白酒单月产量及同比增速（万千升 %）

图 2: 白酒累计产量及同比增速（万千升 %）



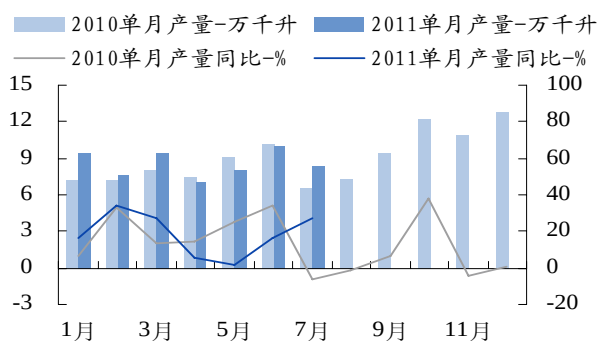
数据来源: WINDEDB、国泰君安证券

图 3: 啤酒单月产量及同比增速 (万千升 %)



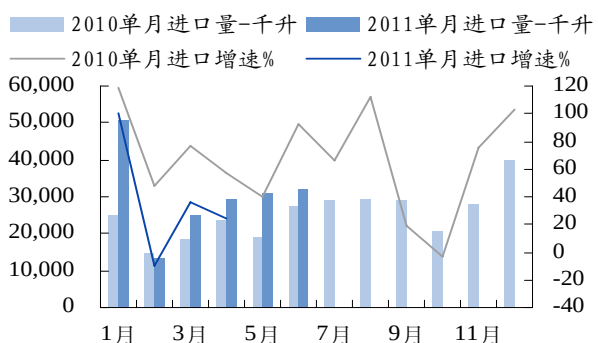
数据来源: WINDEDB、国泰君安证券

图 5: 葡萄酒单月产量及同比增速 (万千升 %)

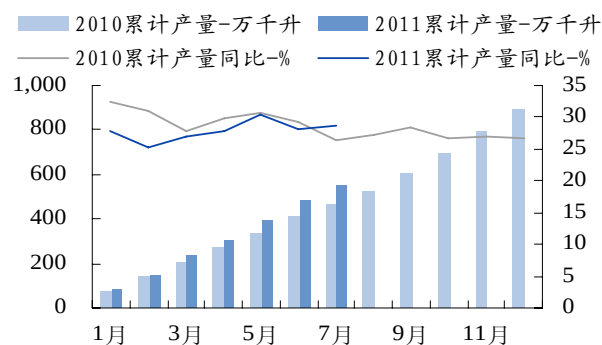


数据来源: WINDEDB、国泰君安证券

图 7: 葡萄酒单月进口量 (千升 %)

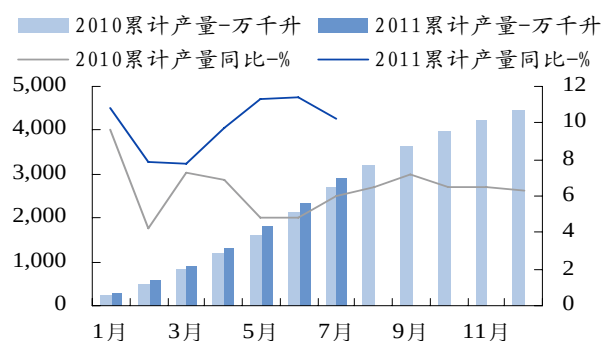


数据来源: WINDEDB、国泰君安证券



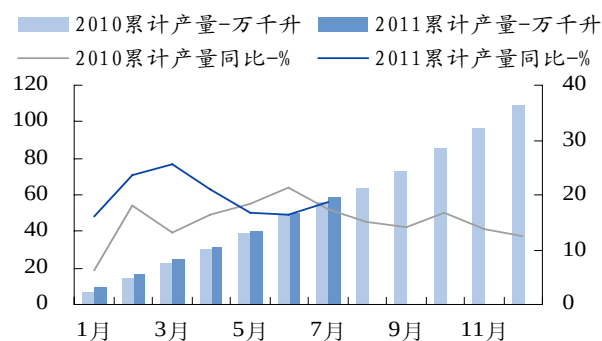
数据来源: WINDEDB、国泰君安证券

图 4: 啤酒累计产量及同比增速 (万千升 %)



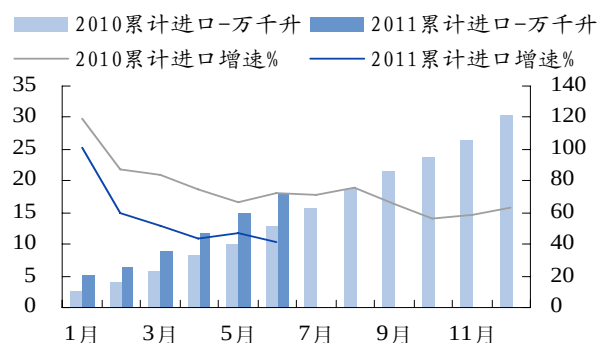
数据来源: WINDEDB、国泰君安证券

图 6: 葡萄酒累计产量及同比增速 (万千升 %)



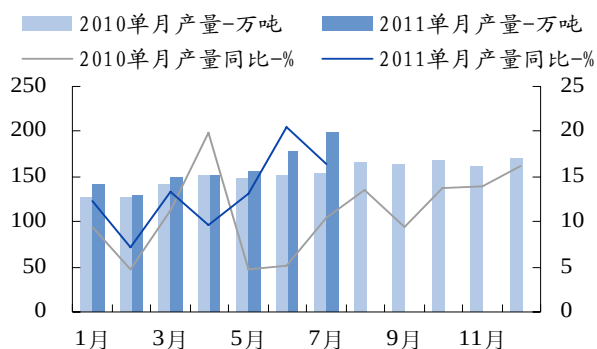
数据来源: WINDEDB、国泰君安证券

图 8: 葡萄酒累计进口量 (万千升 %)



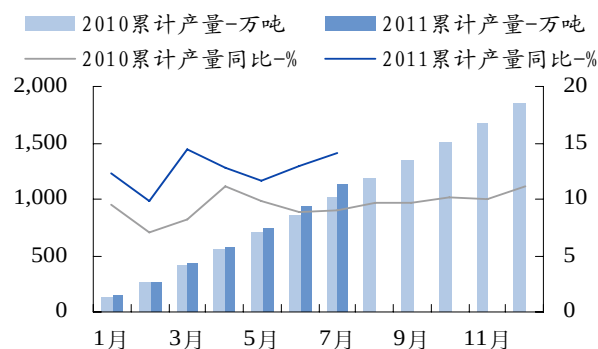
数据来源: WINDEDB、国泰君安证券

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

图 10：液体乳累计产量及同比增速（万吨 %）



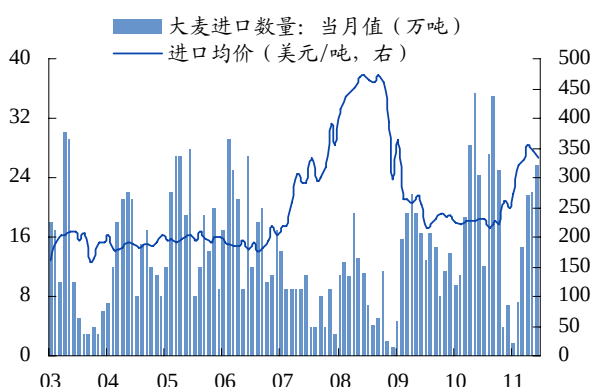
数据来源：WINDEDB、国泰君安证券

2. 下游成本跟踪

2.1. 大麦价格小幅回落，但仍在高位运行

- **大麦价格小幅回落，但仍在高位运行：**2011年6月份大麦进口价格较5月份有所下降，为334.5美元/吨，环比下降3%，但大麦价格仍在高位运行，比去年同期上涨45%。结合国内通胀高企的背景，国内啤酒企业仍然面临较高的成本压力。待今年四季度大麦价格变动趋势进一步明朗化后，或现啤酒大规模建仓良机。
- **加拿大小麦局对未来大麦价格判断：**虽然2011/12年度全球期末库存有望增长，但是今年欧洲干旱天气导致的大麦减产将继续使全球大麦供给维持趋紧的局面，这种情况可能将持续到明年1月份，在此之前，大麦价格难有回落的空间。

图 11：大麦进口数量和进口均价



数据来源：WINDEDB、国泰君安证券

图 12：加拿大大麦现货价



数据来源：WIND、国泰君安证券

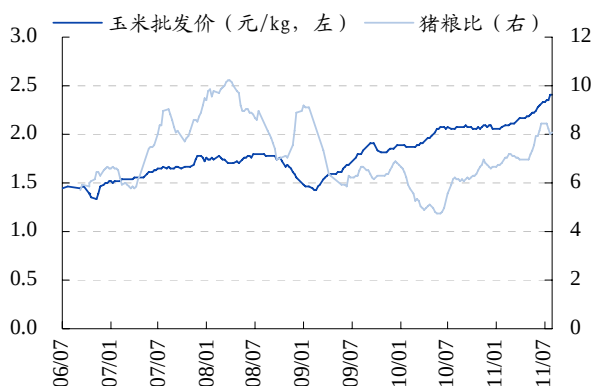
2.2. 猪肉价格小幅回落，预计下半年猪肉价格仍将保持高位

- **猪肉价格小幅回落，但仍面临上涨的压力：**近期猪肉价格上涨的高点出现在7月中下旬，达29.80元/kg。8月份开始猪肉价格有所回落，8月5日猪肉价格为29.55元/kg，周环比下降0.6%，生猪价格19.27元/kg，猪粮比8.04，猪肉、生猪、玉米均价分别同比上涨57.6%、

51.0%、16.4%。

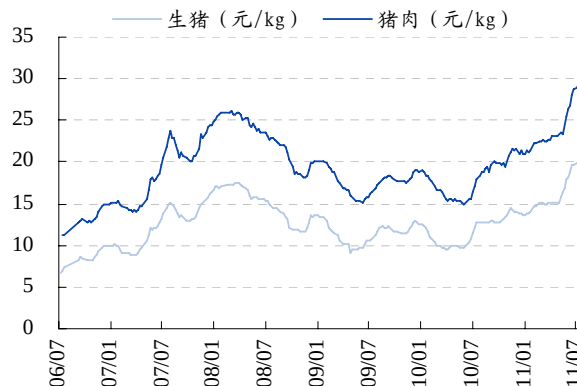
- **对猪价的判断：**由于从母猪补栏到商品生猪出栏要经历 12-14 个月的时间，因此去年 2 月份到 8 月份持续下降的母猪存栏量直接导致今年 3-10 月份商品生猪供给量不足。去年 8 月份之后，农户补栏积极性有所回升，但能繁母猪的存栏量仍保持较低水平，供给不足的局面在三、四季度也很难得到很好的缓解。即使地方政府抛售冻肉储备，但由于政府收储冻肉量不足消费总量的 1%，所以对猪肉价格的影响有限。而四季度为猪肉的销售旺季，故预计下半年猪肉价格仍将保持高位。

图 13: 玉米批发价与猪粮比



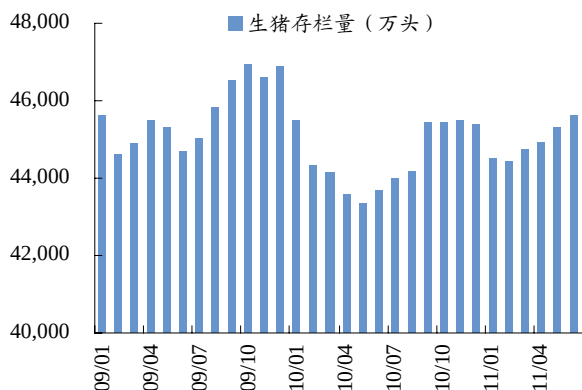
数据来源：WINDDB、国泰君安证券

图 14: 猪肉与生猪价格持续上涨



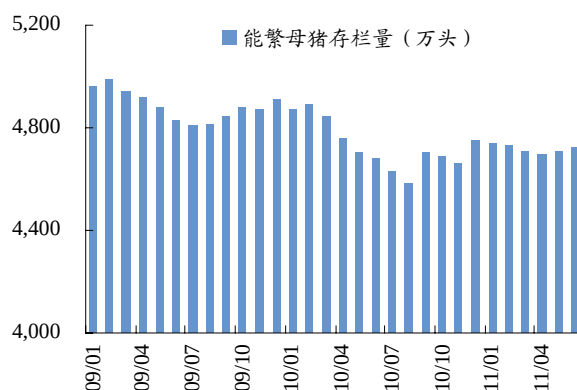
数据来源：WINDDB、国泰君安证券

图 15: 全国生猪存栏量



数据来源：WINDDB、国泰君安证券

图 16: 全国能繁母猪存栏量

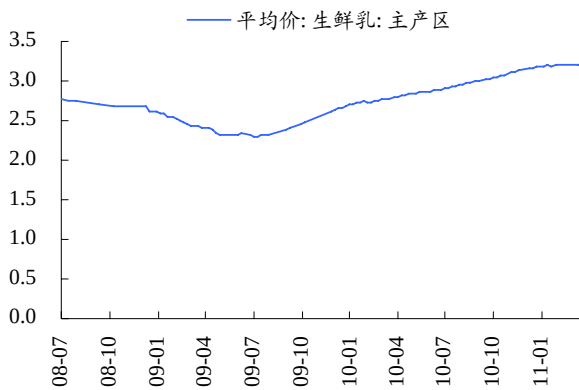


数据来源：WINDDB、国泰君安证券

2.3. 原奶价格维持高位，保持稳定

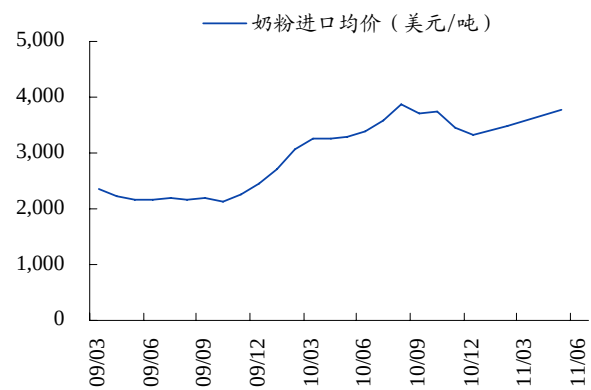
- **原奶收购价格维持高位：**最近几周商务部和农业部未披露原奶价格数据，截止 7 月 27 日，原奶价格维持在 3.18 元/kg，保持稳定。
- **对原奶价格的判断：**我们仍维持原先的观点，原奶收购价格仍将高位运行，但上涨幅度不大。短期来看，影响原奶价格的三大因素饲料、奶牛存栏数以及国家对原奶收购严管带来的额外收购成本不会发生太大的改变，故原奶收购价格下降的空间不大。同时乳企淘汰落后产能可能减少下游对于原奶的部分需求，抑制奶价大幅上涨。

图 17: 原奶收购价格



数据来源：WINDEDB、国泰君安证券

图 18: 奶粉进口均价

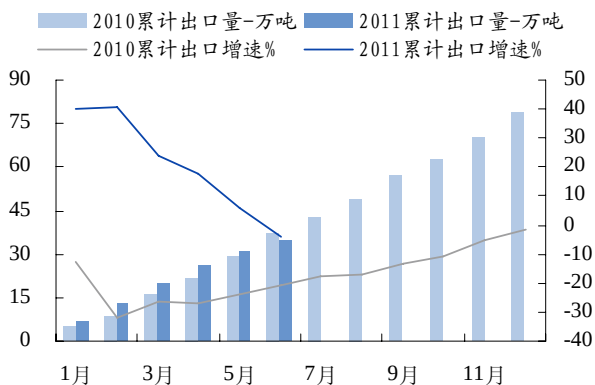


数据来源：WIND、国泰君安证券

2.4. 苹果汁出口增速放缓

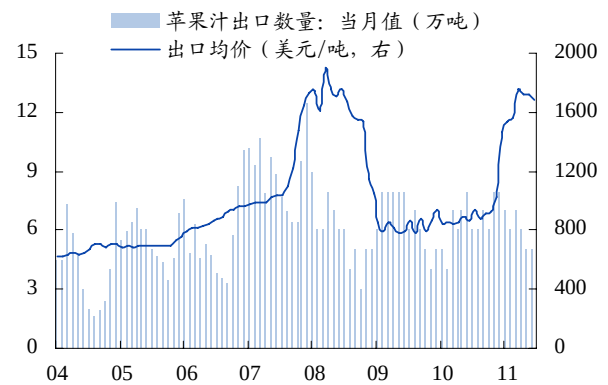
- **苹果汁出口增速持续回落，同比下降 3.9%：**2011 年 6 月，苹果汁出口 5 万吨，1-6 月苹果汁累计出口 35 万吨，同比下降 3.9%。
- **苹果汁价格小幅下降：**由于国内苹果收购成本上涨、欧洲苹果减产等因素的影响，苹果汁价格上涨的行情从去年 9 月份持续到今年 3 月份，从 4 月份开始出现小幅回落，6 月份苹果汁出口均价为 1677.6 美元/吨，较 5 月份下降 2.29%，但仍去年同期上涨 92.5%。

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

图 20: 苹果汁出口价量数据



数据来源：WINDEDB、国泰君安证券

3. 子行业区域数据分析

3.1. 四川 1-7 月白酒产量累计同比增长 37.3%

四川地区 1-7 月累计产量 161.22 万千升，产量占全国权重为 29.57%，同比增长 37.3%；贵州地区 1-7 月累计产量增速 38.5%；江苏地区 1-7 月累计产量增速 16.0%；安徽地区 1-7 月累计产量增速为 24.5%；河南地区 1-7 月累计产量增速为 53.2%；山西地区 1-7 月累计产量增速 31.1%。

表 2: 白酒重点产区产量数据

白酒-分地区	2011 年 7 月		1-7 月累计 同比增长	2011 年 6 月		1-6 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	17.9	45.6%	37.3%	27.3	28.7%	37.3%
贵州	1.9	41%	38.5%	2.5	67.8%	54.0%
江苏	4.8	29.9%	16.0%	5.9	37.4%	15.2%
安徽	2.1	15.9%	24.5%	4.4	90.7%	24.2%
河南	7.1	47.5%	53.2%	9.8	61.2%	54.0%
河北	1.3	-8.9%	12.1%	2.3	28.3%	14.7%
山西	0.9	99.2%	31.1%	1.4	90.7%	25.9%
新疆	0.4	-0.8%	6.6%	0.4	-7.1%	7.8%
湖南	0.9	-3.0%	13.8%	0.8	-12.3%	17.6%

数据来源: WINDEDB、国泰君安证券

3.2. 山东 1-7 月啤酒产量累计同比增速 18.3%

啤酒行业 1-7 月产量居前 10 的区域是: 山东、广东、河南、浙江、江苏、辽宁、湖北、四川、安徽、黑龙江。其中 1-7 月增速最快的是湖南 (65.54%)、西藏 (37.74%)、山西 (34.38%)、湖北 (30.54%)、云南 (28.06%)。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 1-7 月累计产量增速 18.3%, 广东地区 1-7 月增速 17.8%, 广西增速 1.6%, 北京增速 2.8%。

表 3: 啤酒重点产区产量数据

啤酒-分地区	2011 年 7 月		1-7 月累计同比 增长	2011 年 6 月		1-6 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	75.0	15.2%	18.3%	74.6	13.5%	19.1%
广东	49.6	16.5%	17.8%	49.1	20.4%	18.1%
河南	49.5	6.7%	-3.7%	47.2	8.0%	-5.3%
浙江	42.7	9.9%	3.8%	31.1	-0.5%	1.8%
江苏	28.9	-15.9%	1.4%	31.5	7.4%	6.4%
辽宁	25.8	-1.5%	7.8%	32.0	30.6%	9.9%
湖北	25.0	17.8%	30.5%	20.8	0.0%	33.9%
四川	21.4	4.0%	7.8%	22.2	32.8%	8.9%
安徽	20.7	-11.5%	11.3%	23.5	9.5%	18.0%
黑龙江	20.2	-1.8%	10.1%	20.9	9.4%	13.1%
福建	23.4	2.8%	9.6%	20.8	14.8%	11.5%
北京	22.3	-7.4%	2.8%	21.5	2.7%	6.0%
河北	20.8	13.4%	12.5%	19.9	15.2%	12.2%
吉林	16.9	12.6%	10.5%	14.7	-4.8%	10.0%
湖南	21.5	66.0%	65.5%	15.9	60.3%	65.4%
广西	16.8	6.1%	1.6%	15.2	33.7%	0.4%
江西	20.6	12.8%	1.3%	16.2	10.3%	-1.0%
陕西	12.8	-4.0%	10.4%	12.5	5.7%	14.3%
内蒙古	12.3	-12.2%	1.6%	11.0	-10.5%	5.2%
重庆	9.9	14.2%	13.1%	8.2	18.7%	12.7%

数据来源: WINDEDB、国泰君安证券

4. 投资策略

白酒、葡萄酒行业产量数据靓丽，坚定了我们继续推荐食品饮料行业的信心。站在这个时点看到年底，我们继续首推一线白酒和葡萄酒，部分重点推荐品种至10月底仍有15-20%左右的收益空间，理由是低估值、业绩仍有望超预期、具备年底提价催化剂。伴随中秋临近，高档白酒批零价继续上涨，出厂价提价预期浓厚，有望推动一线白酒股价更上一层楼。预计二线白酒上涨行情将延续，部分二线白酒高增长预期兑现，估值切换至明年来看，动态PE已有一定幅度下降。具体推荐顺序为：五粮液、贵州茅台、泸州老窖、张裕A、山西汾酒、古井贡酒、金种子酒、青岛啤酒、双汇发展、伊利股份。

表 4：重点公司盈利预测表（截止日期：2011-08-12）

	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	2,250	4.87	7.52	9.87	42%	44.6	28.8	22.0	19.3	0.7	增持
五粮液	1,502	1.16	1.55	2.06	33%	34.2	25.5	19.2	9.7	0.8	增持
泸州老窖	683	1.58	1.99	2.63	29%	31.0	24.6	18.6	12.7	0.9	增持
洋河股份	1,357	2.45	4.00	5.67	52%	61.6	37.7	26.6	17.8	0.7	增持
山西汾酒	385	1.14	2.05	3.09	64%	77.8	43.4	28.8	12.8	0.7	增持
古井贡酒	265	1.25	2.40	3.57	69%	84.5	43.9	29.5	14.1	0.6	增持
水井坊	116	0.48	0.61	0.73	23%	49.4	39.0	32.6	6.4	1.7	谨慎增持
伊力特	63	0.30	0.39	0.57	37%	46.7	36.4	24.9	5.8	1.0	增持
双汇发展	453	2.59	1.32	3.35	14%	28.9	56.7	22.3	1.2	4.1	增持
张裕 A	642	2.72	3.71	4.80	33%	44.8	32.8	25.4	12.9	1.0	增持
伊利股份	338	0.49	0.74	0.90	36%	43.5	28.6	23.5	1.1	0.8	增持
承德露露	73	0.49	0.69	0.89	35%	40.9	29.0	22.4	4.0	0.8	谨慎增持
青岛啤酒	524	1.13	1.38	1.83	28%	34.4	28.1	21.2	2.6	1.0	增持
燕京啤酒	215	0.64	0.83	1.07	30%	27.9	21.4	16.6	2.1	0.7	增持
恒顺醋业	20	0.25	0.32	0.45	34%	61.9	48.4	34.4	1.7	1.4	谨慎增持
三全食品	73	0.66	0.92	1.25	38%	59.3	42.6	31.3	3.8	1.1	谨慎增持

数据来源：国泰君安证券研究

注：表中伊利股份 EPS 为增发后摊薄数（假设 70 亿），如不摊薄，则 2011-2012 年 EPS 为 0.92、1.15。

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, 从业七年。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		