



证券研究报告 • 三季度业绩评述

整体呈现高增长，龙头更显风骚

白酒增长强劲 板块差异显现

2011 年前三季度食品饮料板块收入整体增长 30% 左右，其中白酒板块增幅高达 47%。龙头企业茅台、洋河、张裕、伊利实现加速增长，青啤、五粮液、老窖保持的较为稳定。但一些中小企业，安琪酵母、惠泉啤酒、海南椰岛、双汇发展等出现了业绩下降。

简评：抵御通胀+盈利能力提高

需求强劲+涨价拉动食品饮料企业收入较高增长

食品饮料企业收入之所以能实现高增长，一方面来自需求旺盛，政府增加中低收入人群收入，推进城镇化进城以及增加节假日等的一系列举措增强了食品消费欲望和消费频率，酒类、乳制品等消费量增长均 10% 以上；消费升级使中高端产品消费量比重不断提高。另一方面涨价也是企业收入提高的又一因素。这说明在品牌消费基本形成，以及大企业市场占有率提高后议价能力明显增强。几乎所有上市的白酒企业、乳制品和啤酒企业都在今年或者去年年底完成一次涨价。涨价幅度在 5-20% 之间。

成功化解成本压力，毛利率非常稳定

我们在今年 6 月份深度报告《从成本变动把握投资节奏》中对白酒以外快消品的原材料降价弹性和涨价弹性对企业毛利率影响分析中发现，涨价对企业利润率的正面影响幅度更大。伴随着企业完成价格上涨，有效化解农副产品原料以及包材和能源价格上涨，各子行业中只有屠宰与肉制品企业由于其产业链短，毛利率有下降，啤酒微降，绝大多数子行业毛利率均稳定，白酒和葡萄酒还出现逆市上升。

营销费用率普遍下降，盈利能力有所提高

我们认为营销费用率普遍下降说明食品饮料竞争格局趋向集中化，大型企业市场占比不断提高，品牌拉动效应显著，必然带来营销费用的使用效率提高，

估值与评级：

板块三季报业绩多数表现靓丽，可分享本次大盘的反弹成果，年底旺季即将来临，高端酒涨价预期走强，板块或跟随周期股上涨之后开始表现。随着通胀回落，预计 12 年板块增速会有所下降，但公司盈利能力和经营质量会大幅改善。当前食品饮料绝对估值水平为 28 倍，处于历史较低位置，如切换至 2012 年，估值水平仅为 20 倍，安全边际较高。我们维持板块的“增持”评级。重点推荐公司：茅台、汾酒、洋河、伊利、张裕和露露。

食品饮料

维持评级

增持

郑绮

zhengqi@csc.com.cn

010-85130985

执业证书编号：S1440510120003

黄付生

huangfusheng@csc.com.cn

010-85130307

执业证书编号：S1440510120024

联系人：张萍

zhangpingbj@csc.com.cn

010-85156382

吕昌

lvchang@csc.com.cn

010-85136328

发布日期：2011 年 11 月 1 日

市场表现



相关研究报告

11.10.31	食品饮料行业市场周报第 34 期（10 月第 4 周）：三季报业绩多数符合预期
11.10.24	食品饮料行业市场周报第 33 期：强于大市 魅力不减
11.10.17	食品饮料市场周报：再次进入“有吸引力”区间



目 录

一、食品饮料板块 1-9 月份整体经营情况：	3
1、收入延续高增长，食品制造排第一	3
2、净利润增长 40%，位居各行业第四	3
二、细分子板块比较：	4
1、依然强劲 乳制品潜力大	4
2、毛利率整体稳定 葡萄酒上升较快	4
3、营销费用率延续整体下降趋势	5
4、白酒高增长态势不变，业绩符合预期	6
5、葡萄酒、乳制品龙头表现突出	7
6、啤酒、调味品受制于成本压力，毛利率下降	7
三、盈利预测及投资建议：	7
四、重点推荐公司：	10
1、白酒板块： 山西汾酒、贵州茅台	10
1.1 山西汾酒：瑕不掩瑜，买入正当时	10
1.2 贵州茅台：量价齐升仍将助推 2012	10
2、乳制品：伊利股份	10
2.1 伊利股份：营费退一小步 净利进一大步	10
3、红酒：张裕 A	11
3.1 张裕：毛利稳步向上，业绩加速增长产品	11
4、其他：承德露露	11
4.1 承德露露：成本下降效果已出现，大幅增长期待 2012	11



图 表

图 1: 各板块收入增速比较	3
图 2: 食品饮料子板块收入增速比较	3
图 3: 各板块净利润增速比较	3
图 4: 食品饮料子板块净利润增速比较	3
图 5: 食品饮料行业各子板块前三季度营业收入同比增长率	4
图 6: 食品饮料行业各子板块前三季度净利润同比增长率	4
图 7: 食品饮料行业各子板块前三季度毛利率对比	5
图 8: 食品饮料行业各子板块前三季度营销费用率对比	5
图 9: 进口大麦均价（美元/吨）	7
图 10: 柳州、昆明现货糖价走势	7
图 11: 2009 年以来食品饮料市盈率与 A 股市场平均对比（周变化）	9
图 12: 历年食品饮料板块基金配置比例走势	9

表 1: 白酒上市公司营收及净利润增速情况	6
表 2: 白酒上市公司毛利率、净利率情况	6
表 3: 重点覆盖公司最新盈利预测及调整情况	7

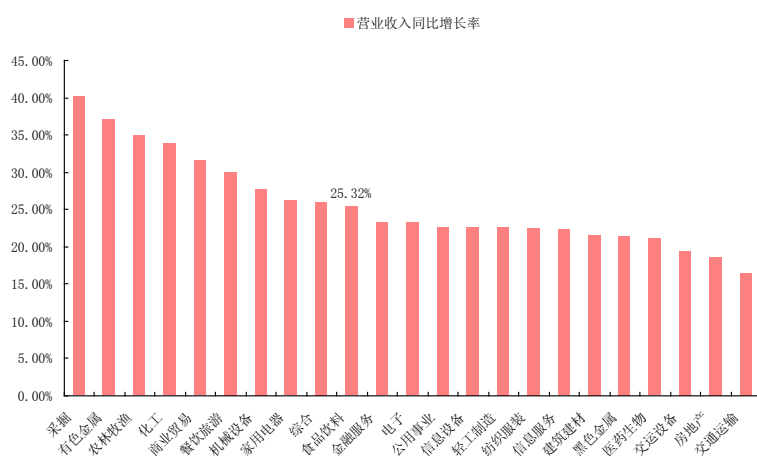


一、食品饮料板块 1-9 月份整体经营情况：

1、收入延续高增长，食品制造排第一

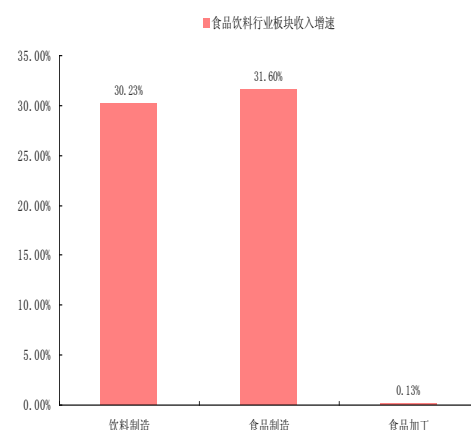
前三季度板块营业收入同比增长 25%，跟上半年基本持平。子板块中食品制造增速为 32%，引领整个板块的增长，饮料制造增速放缓至 30%。

图 1：各板块收入增速比较



资料来源：WIND, 中信建投研发部

图 2：食品饮料子板块收入增速比较

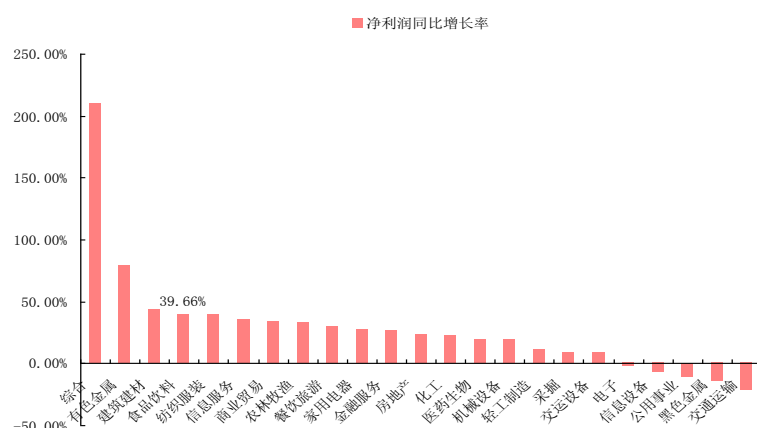


资料来源：WIND, 中信建投研发部

2、净利润增长 40%，位居各行业第四

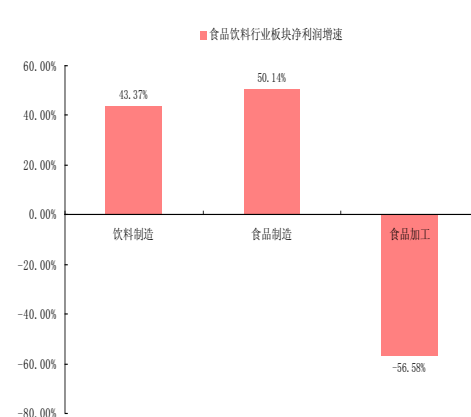
子板块中食品制造增速最高为 50%，饮料制造略低为 43%。

图 3：各板块净利润增速比较



资料来源：WIND, 中信建投研发部

图 4：食品饮料子板块净利润增速比较



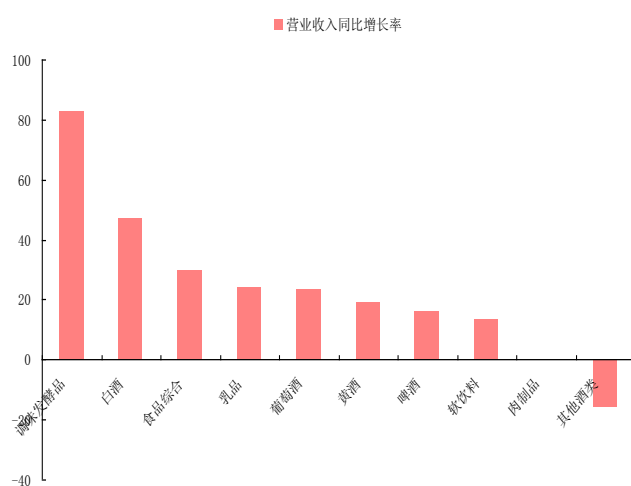
资料来源：WIND, 中信建投研发部

二、细分子板块比较：

1、白酒依然强劲 乳制品潜力大

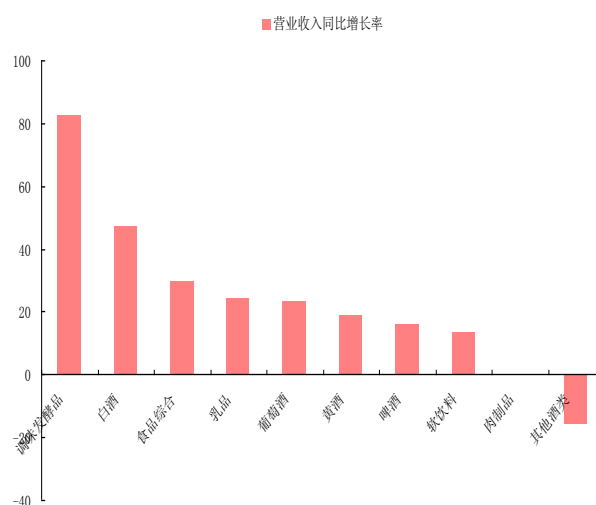
前三个季度各子板块中，营业收入同比增长最快的是调味发酵品板块（83%），主要由于梅花集团（原五洲明珠）借壳上市后转变主业，收入大幅增长。白酒板块增长 47%，对整个板块有强劲的提振作用。乳制品净利润同比增长 114% 领跑整个板块，这主要是由于乳制品上市公司营销费用率整体下降所致。净利润增长较高的还有葡萄酒（71%）和白酒（54%）。

图 5：食品饮料行业各子板块前三季度营业收入同比增长率



资料来源：WIND, 中信建投研发部

图 6：食品饮料行业各子板块前三季度净利润同比增长率

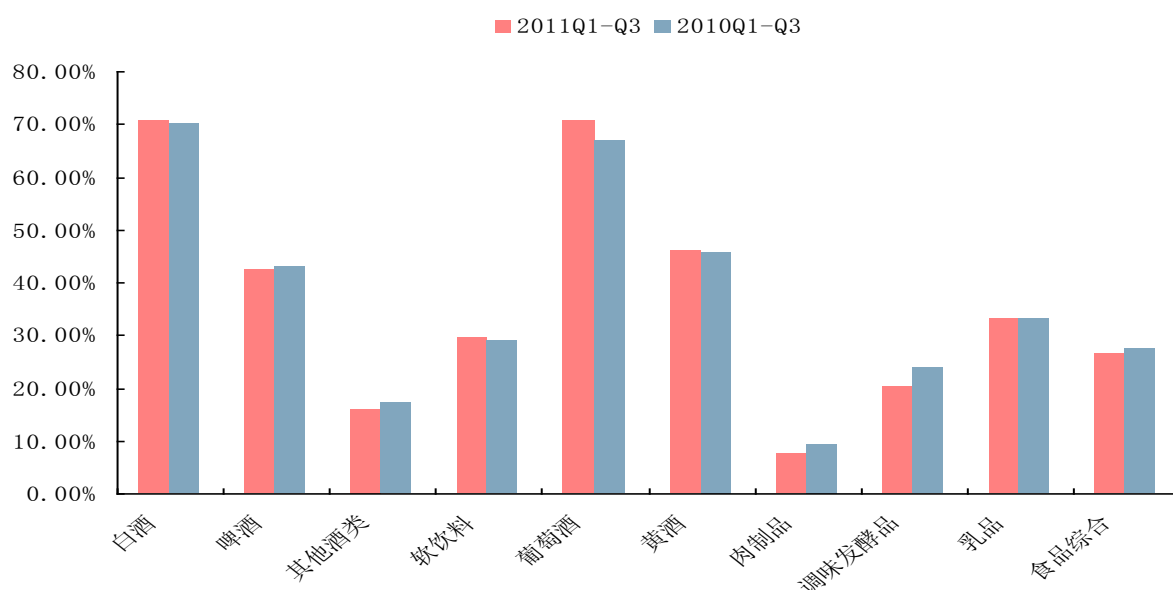


资料来源：WIND, 中信建投研发部

2、毛利率整体稳定 葡萄酒上升较快

葡萄酒的毛利率最高达到 71%，同比增长 4 个百分点。毛利率下降最多的是调味发酵品，前三季度同比下降了 3.5 个百分点，主要是原材料价格今年大幅攀升而公司又未能通过提价等手段有效转移成本。其次为肉制品板块跌 1.75 个百分点，主要是生猪价格维持高位所致，但近期猪价有所回落，四季度毛利率有望提高。

图 7：食品饮料行业各子板块前三季度毛利率对比

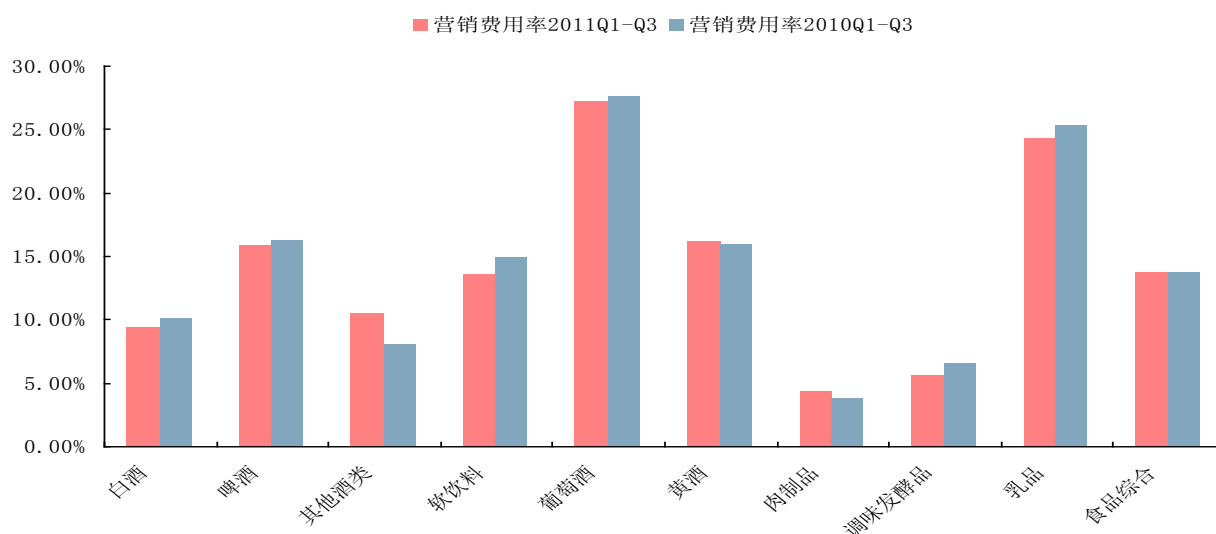


资料来源：WIND，中信建投研究所

3、营销费用率延续整体下降趋势

营销费用率下降明显的为软饮料和乳制品，均下降约 1 个百分点。业绩增长强劲的白酒板块前三季营销费用率也略微下降，并处于 2001 年以来的低点(9.4%)。在行业维持快速增长背景下，营销费用率不升反降，充分说明“消费需求拉动”对板块业绩起主导作用。在我国转变经济增长方式以“消费”促增长的背景下，食品饮料板块还将维持较高的景气度和增长动力。

图 8：食品饮料行业各子板块前三季度营销费用率对比



资料来源：WIND，中信建投研究所



4、白酒高增长态势不变，业绩符合预期

前三季度白酒板块实现收入 563 亿，同比增长 47%。上市公司实现归属母公司股东净利润 182 亿元，同比增长 54%。

表 1：白酒上市公司营收及净利润增速情况

证券代码	证券简称	营业收入（百万）			归属母公司股东的净利润（百万）		
		2011Q1-Q3	2010Q1-Q3	增速	2011Q1-Q3	2010Q1-Q3	增速
000568.SZ	泸州老窖	5628	3765	49%	2008	1581	27%
000596.SZ	古井贡酒	2237	1246	80%	350	143	145%
000799.SZ	酒鬼酒	658	345	90%	86	59	46%
000858.SZ	五粮液	15649	11472	36%	4818	3395	42%
600197.SH	伊力特	951	853	12%	128	109	17%
600199.SH	金种子酒	1402	1002	40%	284	112	152%
600519.SH	贵州茅台	13642	9328	46%	6569	4174	57%
600559.SH	老白干酒	982	810	21%	41	28	44%
600702.SH	沱牌舍得	807	650	24%	94	60	57%
600779.SH	水井坊	1059	902	17%	213	117	82%
600809.SH	山西汾酒	3564	2393	49%	708	537	32%
000995.SZ	ST 皇台	70	43	62%	12	-20	162%
002304.SZ	洋河股份	9697	5554	75%	2916	1536	90%

资料来源：WIND, 中信建投研发部

表 2：白酒上市公司毛利率、净利率情况

证券简称	销售毛利率		销售净利率		营业总收入(同比增长率)		归属母公司股东的净利润(同比增长率)	
	2011Q1-Q3	2010Q1-Q3	2011Q1-Q3	2010Q1-Q3	2011Q1-Q3	2010Q1-Q3	2011Q1-Q3	2010Q1-Q3
泸州老窖	67%	70%	38%	43%	49%	17%	27%	26%
古井贡酒	75%	71%	16%	11%	80%	28%	145%	211%
酒鬼酒	74%	74%	13%	17%	90%	31%	46%	58%
五粮液	66%	66%	32%	31%	36%	43%	42%	48%
伊力特	48%	46%	13%	13%	12%	21%	17%	10%
金种子酒	59%	42%	20%	11%	40%	35%	152%	148%
贵州茅台	92%	91%	51%	47%	46%	19%	57%	10%
老白干酒	41%	44%	4%	4%	21%	28%	44%	64%
沱牌舍得	51%	41%	12%	9%	24%	19%	57%	32%
水井坊	72%	70%	20%	13%	17%	7%	82%	-23%
山西汾酒	76%	77%	24%	27%	49%	40%	32%	46%
ST 皇台	49%	51%	18%	-47%	62%	51%	162%	45%
洋河股份	56%	55%	31%	28%	75%	92%	90%	70%

资料来源：WIND, 中信建投研发部

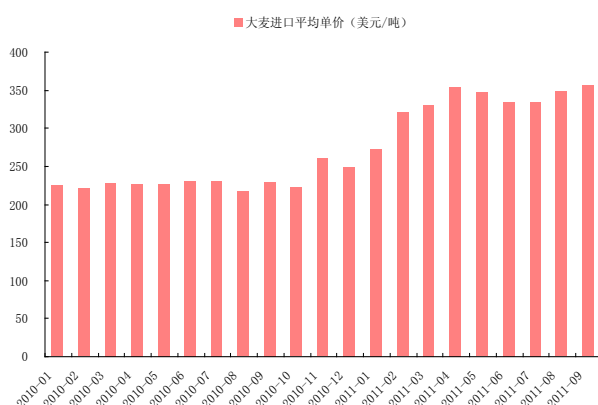
5、葡萄酒、乳制品龙头表现突出

在龙头企业张裕的带动下，葡萄酒板块实现收入 51 亿，同比增长 23%，净利润 12.4 亿，同比增长 71%，毛利率提高 4 个百分点，居各板块之首；乳制品板块前三季度实现营业收入 439 亿、净利润 19.5 亿，同比增长分别为 24%和 114%。主要由于伊利股份业绩大幅攀升，表现抢眼，净利润同比增长 158%，原因为营销费率出现拐点，大幅下降了约 2 个百分点。

6、啤酒、调味品受制于成本压力，毛利率下降

啤酒前三季度实现收入同比增长 16%，净利润同比增长 4%。进口大麦依然徘徊在 340-350 美元/吨的高位，啤酒毛利率继续下降至 42%。龙头企业青岛啤酒和燕京啤酒业绩稳定，第二梯队的珠江啤酒虽然营收增长强劲，但盈利能力较弱。

图 9：进口大麦均价（美元/吨）



资料来源：WIND, 中信建投研发部

图 10：柳州、昆明现货糖价走势



资料来源：WIND, 中信建投研发部

调味品整体延续了上半年的高增长态势，收入同比增长 83%。但净利润基本同比下降了 3%，盈利能力依然没有起色，主要原因是糖价回落幅度有限，对公司影响不大，板块毛利率下降了 3.5 个百分点，在各板块中下降最多。

三、盈利预测及投资建议：

表 3：重点覆盖公司最新盈利预测及调整情况

公司简称	最新股价 (2011/10/31)	净利润增长幅度		EPS		PE		最新评 级	是否调整	调整原因	年初以来涨 跌幅
		2011E	2012E	2011E	2012E	11PE	12PE				
五粮液	36.69	46.50%	35.50%	1.70	2.30	22	16	买入	否		12.94
贵州茅台	204.21	41.10%	39.70%	7.55	10.55	27	19	买入	否		31.01
山西汾酒	67.37	73.4%	42.4%	1.98	2.82	34	24	买入	否		19.60
洋河股份	146.20	82.1%	57.2%	4.46	7.01	33	21	买入	否		38.85
张裕 A	112.50	36.7%	32.0%	3.72	4.91	30	23	买入	否		28.06



伊利股份	20.97	135.0%	16.7%	1.14	1.33	18	16	买入	未调整评级, 小幅上调盈利预测	前三季度业绩超出预期, 营销费用率下降带来净利率的大幅提升	19.28
安琪酵母	29.00	4.0%	40.0%	1.02	1.43	28	20	买入	未调整评级, 小幅下调盈利预测	前三季度业绩低于预期, 消费需求不旺, 成本压力依旧较高	-19.82
泸州老窖	41.50	25.2%	32.3%	1.98	2.62	21	16	增持	否		4.66
青岛啤酒	33.69	21.1%	24.0%	1.36	1.69	25	20	增持	否		8.58
承德露露	17.20	19.4%	42.2%	0.58	0.83	30	21	增持	未调整评级, 小幅下调盈利预测	净利率水平低于预期, 四季度毛利率上升对全年业绩贡献有限	-7.30
古越龙山	11.49	47.3%	24.9%	0.29	0.36	40	32	增持	否		-5.67
古井贡酒	90.00	79.1%	53.3%	2.40	3.68	38	24	增持	否		23.52
酒鬼酒	21.98	37.4%	38.9%	0.36	0.50	61	44	增持	否		23.76
金种子酒	19.32	71.5%	58.5%	0.55	0.87	35	22	增持	否		8.42
老白干酒	26.51	96.7%	30.5%	0.59	0.77	45	34	增持	否		-20.67
水井坊	22.27	34.4%	29.4%	0.65	0.84	35	27	增持	否		11.08
燕京啤酒	15.26	29.4%	23.1%	0.82	1.01	19	15	增持	否		-17.21
海南椰岛	9.18	-17.1%	99.9%	0.36	0.72	26	13	增持	否		-10.75
金枫酒业	9.78	26.7%	18.4%	0.38	0.45	26	22	增持	否		-15.19
皇氏乳业	17.20	71.1%	41.2%	0.91	1.28	19	13	增持	否		-21.10
三全食品	35.97	31.2%	32.1%	0.87	1.14	42	31	增持	否		15.35
保龄宝	18.45	90.2%	38.5%	0.78	1.08	24	17	增持	否		-22.05
顺鑫农业	14.76	57.9%	3.2%	0.96	0.99	15	15	增持	否		-24.63
双汇发展	74.40	45.2%	5.2%	2.61	2.74	29	27	增持	否		-9.48
金字火腿	24.90	3.1%	36.4%	0.86	1.17	29	21	增持	否		-29.33
珠江啤酒	12.83	15.2%	14.4%	0.16	0.18	80	70	中性	否		-27.72
三元股份	6.65	50.4%	27.9%	0.16	0.21	42	32	中性	否		1.68
光明乳业	8.93	35.4%	25.2%	0.26	0.32	35	28	中性	否		-4.28
恒顺醋业	12.40	42.9%	28.2%	0.36	0.46	35	27	中性	否		-23.99
星湖科技	7.78	14.6%	31.6%	0.63	0.82	12	9	中性	否		-38.84
得利斯	13.05	19.0%	61.9%	0.21	0.34	62	38	中性	否		-14.31
梅花集团	10.36	15.7%	18.5%	0.34	0.40	31	26	不评级	否		-16.30

备注：中信建投研发部

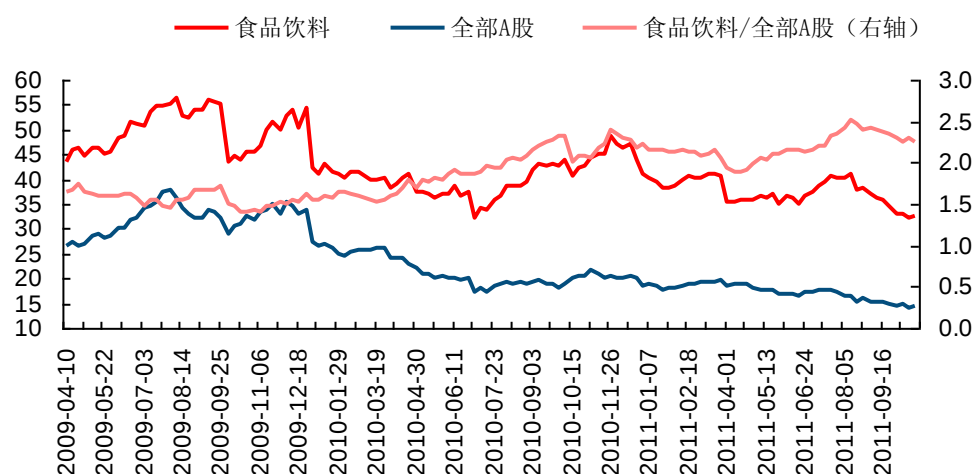
宏观层面数据良好以及政策微调信息释放，刺激 A 股市场本周全面走强，周期板块表现突出，食品饮料防御性作用有所下降。但该板块三季报业绩多数符合市场预期，且表现靓丽，因此仍可分享本次的反弹成果，会

跟随周期板块之后完成上涨。

当前仍可增持白酒和快消品。主要基于：年底旺季即将来临，高端酒尤其是茅台涨价预期越来越强；当前食品饮料相对估值较高，但 11 年绝对估值水平为 28 倍，处于历史较低位置，如切换至 2012 年，估值水平仅为 20 倍，安全边际较高。

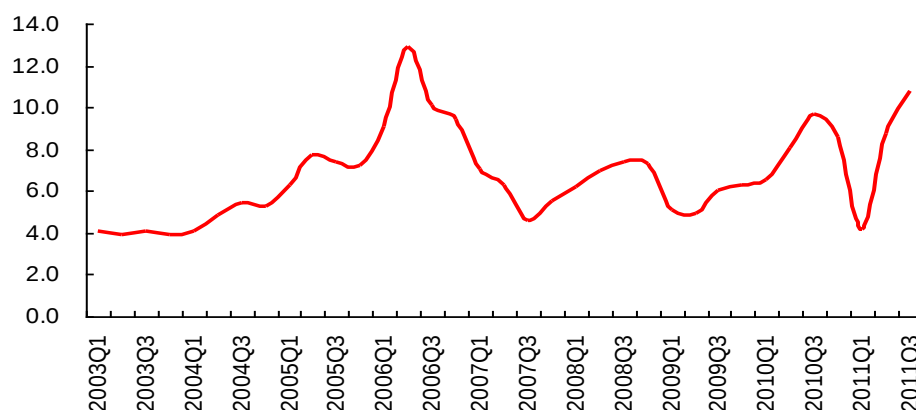
但需要注意的是截至 3 季度末，基金对食品饮料板块的平均配置水平为 10.8%，平均超配 5.76%，达到了历史次高水平。最高点出现在 06 年中期，基金平均配置比例为 12.87%。这一方面显示基金对食品饮料板块的持续青睐，但继续增持也存在空间有限的操作上的风险。

图 11：2009 年以来食品饮料市盈率与 A 股市场平均对比（周变化）



资料来源：WIND，中信建投研究所

图 12：历年食品饮料板块基金配置比例走势



资料来源：WIND, 中信建投研发部

四、重点推荐公司：

1、白酒板块： 山西汾酒、贵州茅台

1.1 山西汾酒：瑕不掩瑜，买入正当时

1、由于公司控制发货造成三季度业绩增速同比下降，近期股价有所反应；2、我们认为本次业绩不如市场预期一是由于公司内部在产品提价后对市场反应估计不足，二是公司采取主动的控货管理收入下降，但这仅仅是公司在发展中一个小“瑕疵”，并不对公司中期的上升趋势造成影响；3、白酒行业的高景气度依旧持续，市场需求状况良好，公司未来在新品推广、扩大产能以及集团资产整合方面还存在诸多值得期待的地方。我们暂不调整公司盈利预测，11-12 年 EPS 分别为 1.98 元、2.82 元。维持“买入”评级。

1.2 贵州茅台：量价齐升仍将助推 2012

1、年底提价预期加强，提价幅度或超市场预期：目前 53 度飞天茅台的出厂价为 619 元，与计划外批条价（959 元）相差 340 元，与一批价（1600 元）相差 981 元，丰厚的渠道利润和供不应求的市场状况给了茅台很大的提价空间；2、预收账款大幅增长，现高达 68 亿元，业绩释放空间很大；3、新管理层上任加大短期业绩释放动力。

我们认为系列酒未来发展还需要接受市场检验。短期内，支撑公司业绩增长还是高度茅台酒的放量。公司从“十二五”开始将逐步释放过去 5 年新增的产能，我们假设 2011-2013 年高度茅台酒每年销量新增 1700 吨、1800 吨、1900 吨。我们预测 11-13 年业绩分别增长 55%、40%和 36%。11-13 年 EPS 分别为 7.55 元、10.55 元、14.33 元。给予公司 11 年 30 倍市盈率，目标价为 226 元。维持“买入”评级。

2、乳制品：伊利股份

2.1 伊利股份：营费退一小步 净利进一大步

中国乳品行业未来发展空间依然较大，今后乳品消费数量和消费质量都将继续提高；作为行业龙头，伊利的市场占有率仅为 17%，公司未来扩大市场份额速度将超越行业整体增速；公司未来盈利模式仍为“扩大销售，加快营收增长来实现业绩快速增长”。

长期以来公司净利率始终无法突破 3%，主要原因是营销费率过高。如果伊利液态奶营销费率与蒙牛一样，奶粉的营费率与贝因美一样，则伊利整体净利润率应该达 5%以上。今年前三季度营销费用率拐点已现，净利率提升至为 4.94%，同比增长 107%。从中长期来看，包括鲜奶在内的农副产品价格将持续上涨，乳制品加工企业无法从原料价格下降中获得更多收益，优化产品结构才能化解成本压力。今年公司的高端产品线持续发力，占比已超过四成，高端液态奶和金领冠等高端奶粉销售量持续增加。奶粉实现了 44 亿元收入，预计全年有望接近 60 亿元。

盈利预测：公司今后将主要受益于高效的经营管理和产能的释放，市场占有率和盈利能力均可突破现有水平。预测 2011-2013 年 EPS 为 1.14 元，1.33 元和 1.67 元，对应 PE 为 18，15，12 倍，给予 6 个月目标价 25 元，维持“买入”评级。

3、红酒：张裕 A

3.1 张裕：毛利稳步向上，业绩加速增长产品

随着酒庄建设的风起云涌以及产区品牌推广，张裕盈利能力将继续保持较高水平。上半年净利润超预期增长 50%。净利润的大幅增长主要由于销量和均价的上升。整体上看，高档酒庄酒、解百纳等中高档产品销量旺盛，产品结构进一步优化带来毛利率提升 3.5 个百分点。此外，公司调整了对经销商的考核政策，分渠道销售列入考核指标，这将提升销售人员的积极性。

收入、利润增长的再次提速，强有力的营销手段，推动张裕快速发展。我们预计公司今年整体销量增长超 12%，净利润增长 40%，高于行业平均水平。我们判断 11-13 年 EPS 分别为 3.72 元、4.85 元和 6.08 元。给予公司 2011 年 35 倍市盈率，目标价为 130 元，“买入”评级。

4、其他：承德露露

4.1 承德露露：成本下降效果已出现，大幅增长长期待 2012

成本下降为看点，四季度毛利率将有所提升：虽然上半年苦杏仁价格大幅上涨 70%，不过今年丰产市场上杏仁价格已有所回落，目前公司在积极备货，预计全年收购均价在 2.6 万元/吨上下，较去年同期下降大约 16%。根据我们前期报告《成本波动把握投资节奏》中测算，露露的成本弹性为 0.29，因此由于杏仁成本下降将带来毛利润提升 4.6%。我们判断全年毛利率有可能达到 36%。

郑州新厂明年投产，解决产能不足问题：公司过去 10 年都未扩充产能，年末和年初旺季产品供求关系紧张，加上承德市运输条件的局限，更加凸显迫切扩能的需求。公司自筹资金 2 亿元在郑州建设年设计能力 10 万吨生产项目。据我们了解的情况，郑州新厂投产最早将在明年 3 月。

承德露露今年依旧制约于产能瓶颈，但全年苦杏仁收购成本较去年下降 16%，加之去年 11 月的提价效应不断显现，谨慎预计全年收入增长 7%，但考虑到今年 4 季度毛利率水平将继续提升，净利率仍然有可能达到 11%，盈利预测：11-13 年的 EPS 分别为 0.58 元、0.83 元和 1.01 元。对应 11 年、12 年的动态市盈率为 28 倍和 20 倍，目前估值水平并不高，维持“增持”评级。



分析师介绍

郑绮: 食品饮料行业首席分析师,北京大学法学院法学学士、硕士。5 年投资银行工作经验,11 年证券研究经验,曾在 2006 年、2010 年《新财富》最佳分析师评选中入围,获得过两届央视与今日投资组织评选的日用消费品行业最佳分析师。

黄付生: 经济学博士,曾在罗林斯大学商学院及哥伦比亚大学商学院进修。农业、食品饮料行业分析师,2 年宏观策略、3 年行业公司研究经验。2010 年入围《新财富》食品饮料行业最佳分析师。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

李冠英 021-68825003 liguanying@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。