

恒顺醋业 (600305)

期待公司向品牌、资本经营型企业转型

——恒顺醋业调研报告

	胡春霞 (分析师)	吕明 (分析师)
	021-38676186	021-38675864
	huchunxia@gtjas.com	lvming@gtjas.com
证书编号	S0880511010015	S0880514080005

本报告导读:

股份公司新的董事会成员确定,管理层趋于稳定。新的领导班子提出将公司从生产经营型企业向品牌、资本经营型企业转型,我们看好公司在营销、管理上的改善。

投资要点:

- **维持增持评级。**市场认为公司在国企机制下缺乏市场意识且改善进度较慢,我们认为公司新领导班子提出由生产经营型企业向品牌、资本型企业转型,转型步伐或超市场预期。我们预测2014年业绩较难超市场预期,但2015年是新领导班子第一个完整工作年,对于完成三年目标至关重要,我们预测2015年收入可以实现20%以上的增长。上调14-15年EPS至0.28、0.51元(+3.7%、+30.8%),预测14-15年调味品收入分别为10.98亿、13.28亿,调味品业务14-15年EPS为0.42、0.57元,维持目标价19.32元,对应15年调味品业务PE29倍。
- **向品牌型企业转型,渠道下沉伴随品牌宣传,产品及品牌逐步走向全国。**1)公司已着手产品结构梳理,打造更多过亿单品,同时向营养健康食品方向转型,研发储备新产品,为营销奠定基础。2)公司成立了市场部,将成立营销中心,做强成熟市场,深耕成长市场,拓展开发市场,产品及品牌逐步走向全国。3)在东北市场已有合作开发品牌的案例,有利于公司快速实现异地品牌和产能的扩张。
- **向资本型企业转型,引入战略投资者、股权激励、兼并收购或提速。**1)公司体制、机制问题逐步改善,为向资本型企业转型铺平道路。机制上,2014年推行激励基金、加大了对经销商的奖励力度等;体制上,江苏明确提出竞争性企业混合所有制、向主管部门申请股权激励等。2)公司作为上市公司,具有平台优势,存在外延扩张可能性。
- **催化剂:** 国企改革、外延式扩张、管理层股权激励。
- **风险提示:** 食品安全问题、公司转型进展不顺利、竞争对手冲击。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,147	1,111	1,154	1,415	1,727
(+/-)%	13%	-3%	4%	23%	22%
经营利润 (EBIT)	99	150	189	253	307
(+/-)%	55%	52%	26%	33%	21%
净利润	-37	39	83	155	194
(+/-)%	-468%	206%	113%	86%	26%
每股净收益 (元)	-0.12	0.13	0.28	0.51	0.65
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	8.6%	13.5%	16.4%	17.9%	17.8%
净资产收益率 (%)	-7.3%	7.1%	6.8%	11.8%	13.4%
投入资本回报率 (%)	10.7%	17.7%	11.8%	13.7%	15.8%
EV/EBITDA	19.2	22.7	21.8	16.5	13.3
市盈率	-133.3	126.3	59.4	31.9	25.4
股息率 (%)	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 19.32

上次预测: 19.32

当前价格: 16.39

2014.11.07

交易数据

52周内股价区间 (元)	14.08-32.55
总市值 (百万元)	4,939
总股本/流通A股 (百万股)	301/254
流通B股/H股 (百万股)	0/0
流通股比例	84%
日均成交量 (百万股)	3.57
日均成交值 (百万元)	60.54

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,242
每股净资产	4.12
市净率	4.0
净负债率	5.56%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.02	0.05
Q2	0.04	0.08
Q3	0.03	0.06
Q4	0.04	0.09
全年	0.13	0.28

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-3%	1%	8%
相对指数	-5%	-8%	-6%

相关报告

《再耐心一点儿,静候机会》2014.10.16

《调味品收入略低预期,期待新领导班子》2014.08.12

《聚焦主业有助调味品业务快速增长》2014.03.26

《收入低于预期,预计净利率将继续回升》2014.02.11

《营销改革、区域扩张渐行渐近》2013.11.06

模型更新时间: 2014.11.06

股票研究

必需消费
食品饮料

恒顺醋业 (600305)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 19.32

上次预测: 19.32

当前价格: 16.39

公司网址

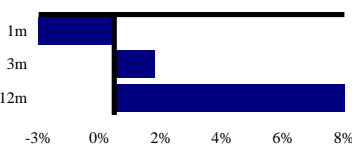
www.zhengshun.com

公司简介

公司是中国规模最大、经济效益最好的酱醋生产企业、国家农业产业化重点龙头企业。

公司是镇江香醋的发源地,前身是成立于1840年清朝时期的一家制醋企业,拥有古老的历史,公司拥有的“恒顺香醋酿造技艺”更被列入第一批国家级非物质文化遗产名录。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

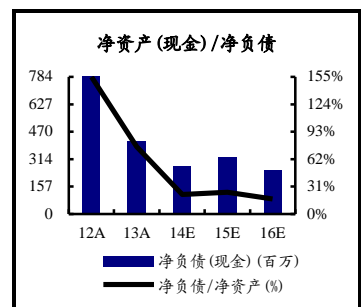
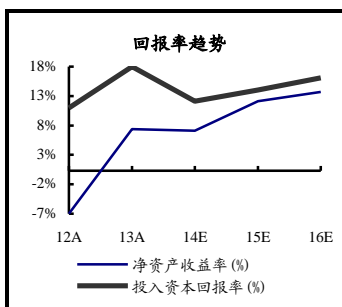
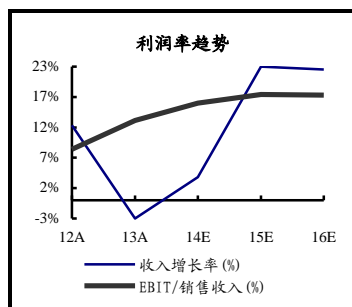
14.08-32.55

市值 (百万)

4,939

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表					
营业总收入	1,147	1,111	1,154	1,415	1,727
营业成本	762	683	693	829	1,013
税金及附加	28	18	18	22	27
销售费用	137	151	156	191	233
管理费用	121	110	98	120	147
EBIT	99	150	189	253	307
公允价值变动收益	12	1	0	0	0
投资收益	5	2	-17	0	0
财务费用	138	94	48	11	3
营业利润	-66	67	124	242	303
所得税	-10	19	41	76	95
少数股东损益	-21	3	6	11	13
净利润	-37	39	83	155	194
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	598	659	145	-307	-226
其他流动资产	2	0	0	0	0
长期投资	562	443	443	443	443
固定资产合计	639	640	946	1,260	1,177
无形及其他资产	166	166	166	165	165
资产合计	2,730	2,458	2,470	2,355	2,674
流动负债	2,126	1,821	1,196	974	1,143
非流动负债	56	42	1	3	6
股东权益	507	548	1,221	1,316	1,450
投入资本(IC)	783	581	1,101	1,260	1,330
现金流量表					
NOPLAT	84	103	130	173	210
折旧与摊销	51	51	49	66	83
流动资金增量	290	203	-234	154	-154
资本支出	-130	-44	-349	-380	0
自由现金流	295	313	-404	14	140
经营现金流	178	416	-53	403	139
投资现金流	-8	82	-366	-380	0
融资现金流	-297	-369	-95	-475	-59
现金流净增加额	-127	129	-514	-452	80
财务指标					
成长性					
收入增长率	12.7%	-3.1%	3.9%	22.6%	22.1%
EBIT 增长率	54.7%	52.3%	26.0%	33.4%	21.3%
净利润增长率	-467.6%	205.6%	112.6%	86.2%	25.5%
利润率					
毛利率	33.5%	38.5%	40.0%	41.4%	41.3%
EBIT 率	8.6%	13.5%	16.4%	17.9%	17.8%
净利润率	-3.2%	3.5%	7.2%	10.9%	11.3%
收益率					
净资产收益率(ROE)	-7.3%	7.1%	6.8%	11.8%	13.4%
总资产收益率(ROA)	-1.4%	1.6%	3.4%	6.6%	7.3%
投入资本回报率(ROIC)	10.7%	17.7%	11.8%	13.7%	15.8%
运营能力					
存货周转天数	313	216	216	216	216
应收账款周转天数	23	25	25	25	25
总资产周转天数	957	852	779	622	531
净利润现金含量	-4.80	10.63	-0.64	2.60	0.71
资本支出/收入	11%	4%	30%	27%	0%
偿债能力					
资产负债率	79.9%	75.8%	48.5%	41.5%	43.0%
净负债率	154.6%	75.9%	22.2%	24.7%	17.1%
估值比率					
PE	-133.3	126.3	59.4	31.9	25.4
PB	4.1	7.6	4.0	3.8	3.4
EV/EBITDA	19.2	22.7	21.8	16.5	13.3
P/S	1.8	3.8	4.3	3.5	2.9
股息率	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%



目 录

1. 管理层趋于稳定，未来三年高目标.....	4
2. 向品牌经营型企业转型.....	5
2.1. 产品转型：打造更多过亿单品，向营养健康食品转型.....	5
2.2. 营销管理细化：因地制宜，增加品牌和渠道覆盖率.....	6
2.2.1. 区域市场因地制宜.....	6
2.2.2. 区域扩张潜力巨大.....	7
2.2.3. 品类扩张潜力巨大：重点是料酒和白醋.....	8
3. 向资本经营型企业转型.....	8
3.1. 体制、机制问题逐步解决，为转型铺平道路.....	8
3.2. 存在外延式扩张可能性.....	9
4. 投资建议.....	10
5. 风险提示.....	10
图 1: 公司 2014 年前三季度收入略降 1.6%.....	4
图 2: 母公司 2014 年前三季度收入增长 13.4%.....	4
图 3: 公司 2012 年后净利润较快增长.....	4
图 4: 母公司 2014 年前三季度净利润较快增长.....	4
图 5: 公司 2014 年推出高端保健产品玛咖黄酒.....	5
图 6: 公司 2014 年推出高端保健产品玛咖香醋.....	5
图 7: 2013 年根据地市场收入占比 70%+.....	7
图 8: 2013 年江苏农村居民消费为城镇的三分之一.....	8
图 9: 2013 年苏浙沪皖最终消费支出占全国的 23%.....	8
表 1: 公司市场划分.....	6
表 2: 恒顺醋业调味品业务合理净利率估算 (百万).....	10
表 3: 恒顺醋业调味品业务 EPS 估算 (百万).....	10

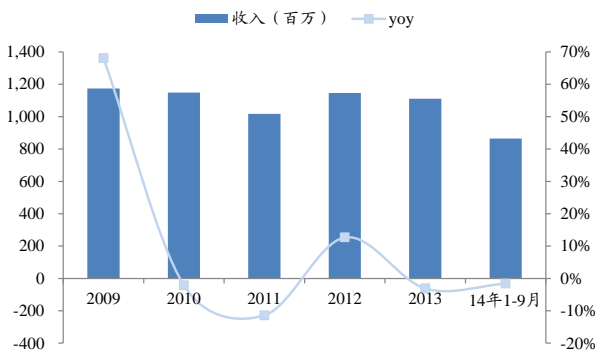
1. 管理层趋于稳定，未来三年高目标

2014年11月股份公司新一届董事会成员确定，管理层趋于稳定，未来三年为公司发展制订高目标。新领导班子经营目标为2017年调味品收入较2014年翻一番，我们预计2015-2017调味品收入CAGR为20%-25%。

2014年6月集团领导班子新上任，当时股份公司新一届董事会成员还没选出，处于管理层政策空窗期，一定程度上影响了公司销售收入。前三季度收入8.6亿(-1.6%)，归母净利5512万(+104.5%)；第三季度收入2.8亿(-15.6%)，归母净利1797万(+103.7%)。由于母公司实现约80%左右的调味品收入，我们通过母公司的报表估算公司前三季度调味品收入增长15%左右，低于市场预期的20%，我们预计公司全年调味品收入增速15%-18%。

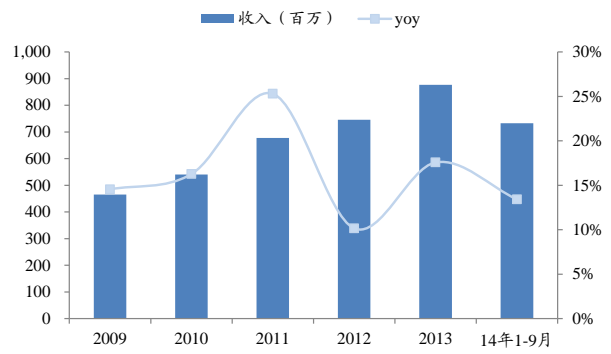
我们认为2014年或许收入难超市预期，但2015年是新领导班子上任第一个完整工作年，对于完成三年目标至关重要，因为我们预测2015年收入可以实现20%+的增长。

图 1: 公司 2014 年前三季度收入略降 1.6%



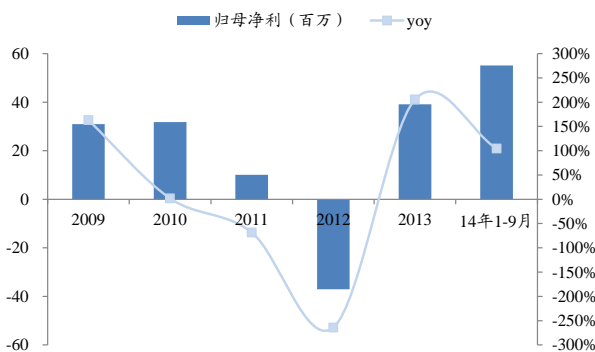
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 2: 母公司 2014 年前三季度收入增长 13.4%



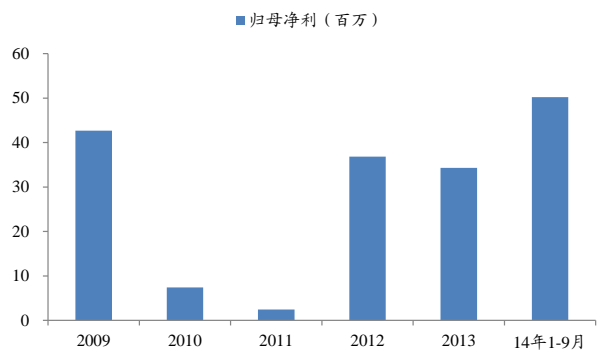
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 3: 公司 2012 年后净利润较快增长



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 4: 母公司 2014 年前三季度净利润较快增长



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2. 向品牌经营型企业转型

2.1. 产品转型：打造更多过亿单品，向营养健康食品转型

目前公司缺少诸如海天的草菇老抽、金标生抽这样的拳头产品，产品转型提上日程。

第一，公司计划梳理现有产品，打造过亿单品。公司计划对产品包装和形象进行升级，提高产品竞争力，我们预计 2014 年两个单品过亿。

第二，储备新产品，逐步从调味品转型到健康食品。①开发高端产品和功能性产品，高端产品的生产线正在规划建设，年份醋、玛咖香醋、玛咖黄酒产品已在市场上试销，效果尚可。②已经申报了保健醋产品，我们预计有 1-2 个产品于 2015 年有望能批准。

第三，抓两头，稳中间。公司计划高端产品通过 2-3 年市场份额达到 20%，以高端产品盈利；以低端产品抢占市场份额，低端市场目前是公司短板，2014 年公司针对餐饮市场，开发了三款 2L 大包装产品，主要针对相对低端的餐饮市场；中端产品保持行业平均水平增长。

我们认为产品转型有利于增强恒顺醋业的品牌覆盖率以及开拓新的增长领域。①大的单品可以支撑渠道走量并获得稳定的利润，便于公司向渠道投放更多品类产品，也利于形成消费者对产品品牌的认知和定位。②醋具有降低血压、降低血脂和软化血管的作用，除了调味功能，醋的保健功能也逐步被消费者所接受。以广东天地壹号为例，主打“第五道菜”佐餐概念，2012 年销售收入就达 10 亿元，恒顺醋业于 2014 年秋季糖酒会也推出了自己的醋饮料产品，保健醋产品预计 2015 年有 1-2 个产品获批，虽然短期难以对公司业绩带来贡献，但如果未来能有 1-2 个产品能够做大，都将为公司开启新的增长领域。

图 5：公司 2014 年推出高端保健产品玛咖黄酒



数据来源：调研资料

图 6：公司 2014 年推出高端保健产品玛咖香醋



数据来源：调研资料

2.2. 营销管理细化：因地制宜，增加品牌和渠道覆盖率

公司 2014 年成立了市场部，营销中心也将成立，我们认为营销人员从销售人员中独立出来，有利于公司营销管理更精细化、专业化。

营销管理未来的重点在于增加品牌和渠道覆盖率。品牌覆盖率指公司产品品类的下沉，渠道覆盖率是指除了开发流通和 KA 渠道外，公司还计划开发专卖形象店、社区便利店以及一些被忽视的渠道，如团购、企业食堂等。

公司采取因地制宜的策略落实营销计划，在根据地市场以提高品牌覆盖率为重，在成长市场和开发市场，以提高渠道覆盖率为重。

2.2.1. 区域市场因地制宜

目前，公司将市场划分为根据地市场、成长市场和开发市场，根据地市场以提高品牌覆盖率为重，成长市场和开发市场以提高渠道覆盖率为重。

①做强成熟市场：下沉到乡镇，重点是品类扩张

成熟市场包括位于华东的苏、浙、沪、皖，公司目标是渠道下沉到乡镇，另外，目前公司投放渠道的产品品类还较少，未来将通过提高渠道掌控权，将更多品类投放到渠道。

②深耕成长性市场：下沉到县，逐渐单加单一经销商品类

成长性市场主要包括鄂、赣、豫、京、鲁、陕、闽、粤等，渠道已下沉到地级市，目标是继续下沉到县，花三年时间实现每个县都有经销商。

③拓展开发市场：下沉到地级市

开发市场主要是东北三省、西南、西北，目标是每个地级市有经销商。

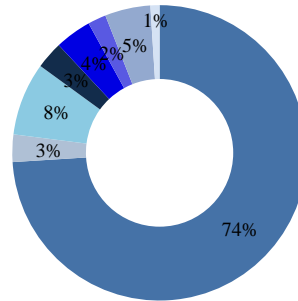
表 1: 公司市场划分

市场类型	区域	市场策略
根据地市场	苏、浙、沪、皖	目标是下沉到乡镇，重点是品类扩张
成长市场	鄂、赣、豫、京、鲁、陕、闽、粤等	已下沉到地级市，目标是继续逐步下沉到县
开发市场	东北三省、西南各省、西北各省	目标是下沉到地级市

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 7：2013 年根据地市场收入占比 70%+

■ 华东 ■ 华南 ■ 华中 ■ 华北 ■ 西南 ■ 东北 ■ 西北 ■ 海外



数据来源：调研资料，国泰君安证券研究

2.2.2. 区域扩张潜力巨大

公司目前已在国内建立 20 多个办事处，形成了 1300 多家经销商的销售网络，覆盖全国 60 多万个终端销售网点，但公司超过 70% 的销售收入来自华东地区。公司目前策略是：华东根据地市场进一步下沉到乡镇，重点是品类扩张，提高品牌覆盖率，华东以外市场以提高渠道覆盖率为重。

① 华东成熟市场渠道进一步下沉

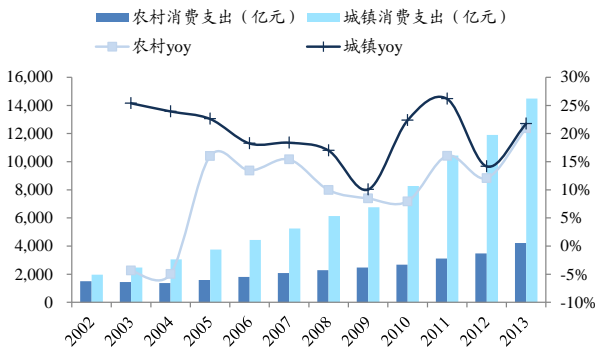
我们估算 2013 年，公司在苏浙沪皖四地实现销售收入约 7 亿，占总收入约 74%。公司未来对于华东成熟市场的策略是渠道下沉至乡镇，重点是品类扩张，提高品牌覆盖率。目前，虽然公司的主力产品已经开始下沉到华东乡镇市场，但品类还较少，随着公司继续纵深华东，配合新品类投放，华东乡镇市场有望带动华东市场继续快速增长。

我们通过对比华东农村与城镇居民消费支出，来估算华东乡镇市场规模。以江苏省为例，江苏省农村居民消费支出约占城镇居民的三分之一，我们预计华东乡镇市场收入有望达到 1-2 亿。

② 向华东以外市场扩张

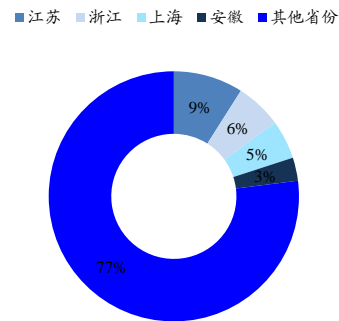
考虑到 2012 年，苏浙沪皖居民最终消费支出占全国的 23%，如果公司在华东区域扩张顺利，预计未来公司在华东以外区域的销售规模可以达到 15-20 亿，助力公司总收入规模在三年内翻倍。

图 8: 2013 年江苏农村居民消费为城镇的三分之一



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 9: 2013 年苏浙沪皖最终消费支出占全国的 23%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2.2.3. 品类扩张潜力巨大: 重点是料酒和白醋, 看好料酒市场潜力

料酒市场潜力大, 我们预计未来三年恒顺醋业料酒业务收入每年增长 20%左右。2013 年恒顺醋业料酒类产品销售 0.98 亿 (含税), 约占年销售额的 9%, 同比增长 22%, 我们预计 2014 年料酒业务增长 15%-20%。

根据 Euromonitor 报告, 按中国料酒市场零售额计, 2008 年至 2012 年, 中国料酒市场零售额的年复合增长率为 23.4%, 预期 2012 年至 2017 年的年复合增长率为 20.3%, 2017 年零售额将达到约人民币 106 亿。按产量计, 2008 年至 2012 年, 中国料酒市场的年复合增长率为 14.9%, 预期 2012 年至 2017 年的年复合增长率将为 11.8%, 2017 年产量将达到约 290 万吨。

目前国内有超过 1000 家料酒生产企业, CR5 市场份额以零售额及零售量计分别约为 28%及 14%, 行业集中度仍有提升空间, 恒顺醋业有望借助现有调味品渠道及酿造工艺受益于行业快速发展。

料酒行业的龙头企业湖州老恒和, 销售区域上集中于浙江、上海、广东、辽宁、山东及北京等少数几个关键地区市场, 在全国范围内拥有约 200 名经销商, 遍布于 30 个省、市及自治区。老恒和 2010 年、2011 年及 2012 年, 料酒类收入分别为人民币 1512 万元、人民币 6015 万元及人民币 2.92 亿, 复合增长率达 339.67%。

公司有望借助现在经销商渠道发力料酒市场。公司目前在料酒上尚无营销投入, 但市场对恒顺醋业料酒品牌认可度高、需求旺盛, 主要由经销商推动销售。公司已确定把料酒作为重点发展的产品, 我们预计恒顺醋业料酒业务未来三年收入每年增长可达 20%左右。

3. 向资本经营型企业转型

3.1. 体制、机制问题逐步解决, 为转型铺平道路

①机制上：员工奖励基金+加大经销商奖励力度

我们预计公司或酝酿新的员工激励制度。2014年4月，公司针对中高层管理人员及骨干员工推行了激励基金制度，如果当年归母净利润增速超过10%，以当年度净利润增加额为基数，按30%的比例提取年度业绩激励基金。由于本次激励基金涉及的员工较多，激励效果并不明显，我们预计公司或酝酿员工股权激励。

加大对经销商的奖励，凭此给经销商更大销售压力。2014年12月公司将在上海召开全国50大优秀经销商大会，对于核心经销商给予较之前更大力度的奖励。

恒顺醋业与经销商的关系在调味品行业中算是相对稳定和温和的，我们本次调研了解到，约有三分之一经销商已经与恒顺醋业合作了三代，这种相对和谐的关系一方面体现了恒顺醋业追求与经销商的长期合作，给经销商足够的安全感，另一方面也说明给经销商的压力不足，我们认为随着公司加大对经销商的奖励力度，可以适当增加给经销商的销售压力，提高现有渠道的效率。

②体制上：或引入战略投资者+管理层股权激励

江苏国企改革细则明确提到竞争类企业在股权多元化改革中，国有股权比例不设限制，按照市场化规则有序进退、合理流动，我们认为这意味着，江苏省属企业中大多数竞争类企业将全面发展成为混合所有制企业。

本次调研了解到，恒顺醋业也在积极推进体制改革，预计会向上级部门申请引进战略投资者，激活现有管理体制，虽然暂无时间表，但我们认为引入战略投资者符合国家及江苏省的政策方向，如果恒顺醋业能引入战略投资者，解决国企机制带来的管理效率较低的束缚，恒顺醋业将迎来发展的新春天。

此外，由于公司管理层的薪酬在竞争性的调味品行业没有竞争力，大幅低于海天味业等，预计公司也可能通过高管股权激励，或者更大规模的激励基金方式实现对公司管理层的激励。

3.2. 存在外延式扩张可能性

并购方向或是行业内具有地方渠道资源的区域性企业。恒顺醋业是上市公司及中国调味品协会会长单位，在调味品行业具有平台优势。由于公司产能并不紧张，我们认为公司的并购方式不太可能是纯产能或会计数字上的并购，真正困扰公司、需要公司快速解决的问题是华东以外市场的渠道问题，因此，我们认为公司未来并购方向是行业内具有地方渠道资源的区域性企业，一方面，能帮助恒顺醋业将产品快速投入当地，另一方面，可以借助恒顺醋业现有渠道，将地方性产品推广至全国。

4. 投资建议

维持增持评级。市场认为国企机制束缚下的恒顺醋业缺乏市场意识且改善进度较慢，我们认为公司新的领导班子提出由生产经营性企业向品牌、资本型企业转型，转型步伐或超市场预期。

恒顺醋业目前有调味品和房地产业务两块业务，市场主要是基于公司调味品业务来计算公司的价值。

首先我们剥离公司的房地产业务，估算公司的调味品业务净利率。截至目前，我们预计公司仍有约 2 亿的存量房地产业务（存货）以及约 2.9 亿的经营性物业（投资性房地产）。

2012 年底公司剥离地产业务，我们假设 2013 年以后地产业务盈亏平衡，不拖累公司价值。由于调味品业务先款后货的模式，公司的负债主要由于房地产业务产生，因此我们认为财务费用也均由房地产业务产生，由此我们估算公司调味品业务净利率在 8%-13% 之间。

表 2: 恒顺醋业调味品业务合理净利率估算 (百万)

	2013 年	2014 年 1-6 月
调味品收入	946.48	533.51
公司净利润	39.12	37.15
财务费用	38.93	31.01
调味品合理净利润	78.05	68.16
估算净利率	8%	13%

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

我们预测 2014 年业绩较难超市场预期，但 2015 年是新领导班子上任第一个完整工作年，对于完成三年目标至关重要，我们预测 2015 年收入可以实现 20% 以上的增长。上调 2014-2015 年 EPS 至 0.28、0.51 元 (+3.7%, +30.8%)，预测 2014-2015 年调味品收入分别为 10.98 亿、13.28 亿，调味品业务 14-15 年 EPS 为 0.42、0.57 元，维持目标价 19.32 元，对应 15 年调味品业务 PE29 倍。

表 3: 恒顺醋业调味品业务 EPS 估算 (百万)

	2014E	2015E	2016E
调味品收入	1097.92	1328.48	1620.74
估算净利率	11.5%	13%	13%
净利润	126.26	172.70	210.70
EPS	0.42	0.57	0.70
对应 PE	39	29	23

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

5. 风险提示

食品安全问题、公司转型进展不顺利、竞争对手冲击。

本公司具有中国证监会核准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

	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。	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
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。	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:	gt.jaresearch@gt.jas.com		