

公司研究/更新报告

2018年02月05日

食品饮料/饮料制造 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 15.36
合理价格区间(元): 18.40~21.16

贺琪 执业证书编号: S0570515050002
研究员 0755-22660839
heqi@htsc.com

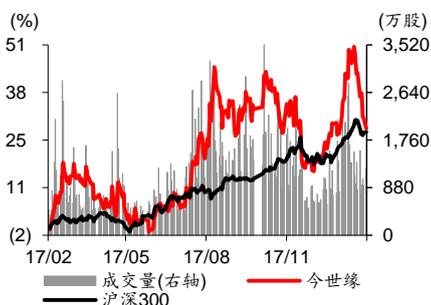
王楠 执业证书编号: S0570516040004
研究员 010-63211166
wangnan2@htsc.com

李晴 021-28972093
联系人 liqing3@htsc.com

相关研究

- 1《今世缘(603369,买入): 业绩稳健增长, 产品结构持续优化》2017.10
- 2《今世缘(603369,买入): 重点市场突破, 共享升级盛宴》2017.09
- 3《今世缘(603369,买入): 区域次高端, 经营稳健安全边际高》2017.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

国缘开启全国化新战略

今世缘(603369)

国缘开启新战略, 向全国高端白酒转变

作为公司拳头产品, 国缘系列自 2004 年 8 月创立以来, 一直定位为“江苏高端白酒创导品牌”。2018 年 1 月 8 日, 在今世缘 2018 年发展大会上, 公司董事长周素明表示, 国缘品牌的定位, 正式从“江苏高端白酒创导品牌”升级为“中国高端中度白酒”创领者。我们预计, 公司将受益于省内消费升级以及产品结构优化, 国缘全国化战略也有助于省外市场的突破, 未来公司将保持稳健增长的趋势, 维持“买入”评级。

国缘定位次高端, 收入占比或过半

公司特 A+类产品均为出厂指导价大于 300 元以上的产品, 主要包含国缘四开、V 系列和 K 系列; 特 A 类为出厂指导价为 100-300 元的产品, 主要包含国缘双开、国缘淡雅和典藏 15 年。特 A+类和特 A 类是公司主要的收入来源, 2017 前三季度, 二者收入分别占公司主营业务收入比例为 44.72% 和 35.47%。我们估计, 2017 年国缘系列收入占比或将超过 60%, 其中四开占国缘系列的约 30%, 对开占国缘系列的约 25%, 柔雅和淡雅占国缘系列 35%左右。

全国次高端集中度或提升, 公司重点打造四开大单品

此次对于国缘品牌定位的调整, 意味着公司今后将目光从目前的省内区域放眼至全国市场。根据中研普华的调研数据, 2016 年次高端白酒规模约为 463 亿, 较 2015 年增加 10%, 全国次高端白酒 CR3 仅为 16%, 相比于高端白酒 CR3 (95%) 的集中度, 我们认为未来主要品牌份额提升空间较大。未来公司将重点打造四开大单品, 重视策划全国市场的公关事件和传播推广, 并向省外重点目标市场有序渗透。

省内推进“对标工程”, 省外市场重点突破

对于江苏省内市场的营销政策, 2018 年公司推进省内“对标工程”, 营销渠道继续下沉至县区, 通过厂商与经销商 1+1 的深度协作和重点经销商的全面培训, 提升省内市占率。2017 前三季度, 公司省内经销商增加的地区主要是苏中和苏北, 分别净增加了 3 家和 4 家, 我们预计未来公司有望在苏南市场继续推进渠道细化工作。对于江苏省外市场, 按照今世缘的“2+5+N”区域拓展规划, 实施重点突破, 坚定“重点突破, 周边辐射, 梯次开发, 滚动发展”开发策略。

公司或将保持稳健增长, 维持“买入”评级

公司受益于省内消费升级以及产品结构优化, 我们预计未来将保持稳健增长的趋势, 国缘全国化战略也有助于省外市场的突破。预计 17-19 年 EPS 分别为 0.73、0.92 和 1.11 元, 归母净利润增速分别为 21%、26%和 21%。同业可比公司 2018 年 PE 平均为 26.3 倍, 考虑到公司稳健的经营风格以及省外扩张仍需循序渐进, 给予公司 2018 年 20-23 倍的 PE 估值, 目标价为 18.4-21.16 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济表现不佳, 省内竞争压力加剧, 消费升级低于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,255
流通 A 股 (百万股)	1,255
52 周内股价区间 (元)	11.89-18.09
总市值 (百万元)	19,269
总资产 (百万元)	6,565
每股净资产 (元)	4.10

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2,425	2,554	3,016	3,536	4,105
+/-%	1.05	5.34	18.09	17.22	16.10
归属母公司净利润 (百万元)	685.25	754.16	915.33	1,155	1,395
+/-%	6.14	10.06	21.37	26.17	20.78
EPS (元, 最新摊薄)	0.55	0.60	0.73	0.92	1.11
PE (倍)	27.66	25.13	20.71	16.41	13.59

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

国缘开启新战略，向全国高端白酒转变

作为公司拳头产品，国缘系列自 2004 年 8 月创立以来，一直定位为“江苏高端白酒创导品牌”。2018 年 1 月 8 日，在今世缘 2018 年发展大会上，公司董事长周素明表示，国缘品牌的定位，正式从“江苏高端白酒创导品牌”升级为“中国高端中度白酒”创领者，在全国市场上卡位 300-600 元价格带，并在省内及北上广深等省制高点市场培育 700-1000 元价格区间的国缘 V 系产品。

国缘定位次高端，2017 年预计收入占比过半

从公司产品结构来看，公司特 A+类产品均为出厂指导价大于 300 元以上的产品，主要包含国缘四开、V 系列和 K 系列；特 A 类为出厂指导价为 100-300 元的产品，主要包含国缘双开、国缘淡雅和典藏 15 年。

特 A+类和特 A 类是公司主要的收入来源，2017 前三季度，二者收入分别占公司主营业务收入比例为 44.72%和 35.47%。我们估计，2017 年国缘系列收入占比超过 60%，其中四开占国缘系列的约 30%，对开占国缘系列的约 25%，柔雅和淡雅占国缘系列 35%左右。

图表1：公司国缘系列产品

产品系列	产品名称	零售价格（元）	商品图片
V 系列	国缘 V3	780	
	国缘 V6	1280	
K 系列	国缘 K5	549	
	国缘 K3	418	
经典系列	四开国缘	518	
	双开国缘	388	
	单开国缘	329	
其他	柔雅国缘	298	
	淡雅国缘	160	

资料来源：1 号店，华泰证券研究所

图表2：2017 年前三季度公司产品结构

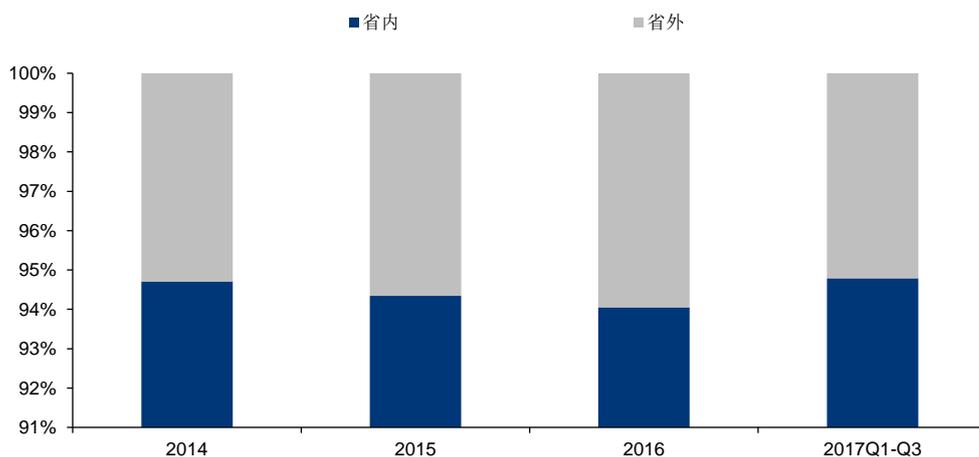
类别	出厂指导价	销售收入	销售占比	主要产品
特 A+类	300 元以上	10.65 亿	44.72%	国缘四开、国缘对开、国缘柔雅、V 系列、K 系列
特 A 类	100-300 元	8.45 亿	35.47%	国缘淡雅、典藏 15 年
A 类	50-100 元	2.02 亿	8.50%	典藏 5 年、典藏 8 年、典藏 10 年
B 类	20-50 元	1.29 亿	5.40%	典藏 3 年、佳酿、兰纪元
C 类	10-20 元	1.24 亿	5.24%	高沟系列
D 类	10 元以下	0.08 亿	0.33%	大曲系列
其他	-	0.08 亿	0.34%	婚庆相关用品

资料来源：公司公告，1 号店，华泰证券研究所

江苏次高端市场容量大，国缘份额提升空间较大

2017 年前三季度，公司收入中 94.78% 来自于省内市场，省内市场是其核心市场。根据调研显示，2016 年整个江苏市场的白酒规模按出厂价计算为 300 亿元左右，300-500 元次高端价格带占比约为 30%，即次高端白酒出厂价口径市场规模为 90 亿左右，而 2016 年今世缘出厂指导价 300 元以上的特 A+ 类产品收入为 9.35 亿元，今世缘 A+ 类产品占江苏次高端市场的 10% 左右，在省内次高端市场提升空间较大。

图表3： 公司省内外收入结构



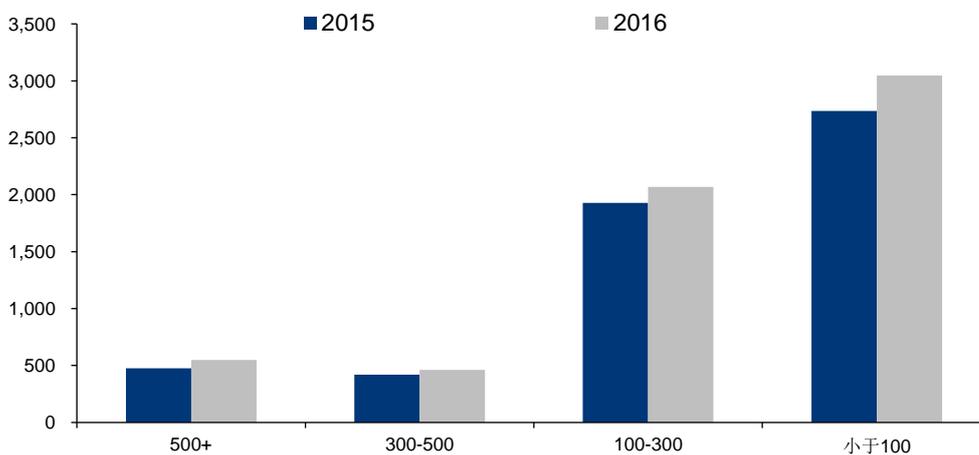
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

全国次高端市场集中度低，龙头集中度或将快速提升

此次对于国缘品牌定位的调整，“从‘江苏高端白酒创导品牌’升级为‘中国高端中度白酒’创领者，在全国市场上卡位 300-600 元价格带”，意味着公司今后将目光从目前的省内区域试访放眼至全国市场。

根据中研普华的调研数据，2016 年次高端白酒规模约为 463 亿，较 2015 年同比增加 10%。目前，全国次高端白酒品牌主要为剑南春、郎酒、山西汾酒、水井坊、舍得和酒鬼酒等，相比于高端白酒 CR3 (95%) 的集中度，次高端 CR3 仅为 16%，集中度较低，同时消费者可选择的名优酒品牌较少，我们认为未来主要品牌份额提升空间较大，未来有可能出现龙头集中度的快速提升。

图表4： 2015-2016 年白酒行业分价格段规模变化（纵轴为亿元，横轴为元）



资料来源：中研普华，华泰证券研究所

此外，次高端主要品牌目前都积极实施大单品战略，如剑南春的水晶剑、郎酒的红花郎、山西汾酒的青花系列、水井坊的臻酿八号和井台以及舍得酒业的品味舍得，我们认为，大单品战略的实施，有助于突出重点主导品牌、增强消费者记忆，因此，此次发展大会上，公司董事长周素明也提出了“聚焦打造四开大单品、有序推广国缘新 K 系、重视培育国缘 V 系、理性布局国缘雅系”的策略，理清系列产品定位，未来公司将重点打造四开大单品，重视策划全国制高形象市场的公关事件传播推广及样板市场培育，向省外重点目标市场有序渗透。

省内推进“对标工程”，省外市场重点突破

2017年前三季度，公司95%的收入来自省内，但市占率仅为10%左右，提升空间较大。对于江苏省内市场的营销政策，2018年公司推进省内“对标工程”，营销渠道继续下沉至县区，通过厂商与经销商1+1的深度协作和重点经销商的全面培训，提升省内市占率。

2017年前三季度，公司省内经销商增加的主要是苏中和苏北地区，分别净增加了3家和4家，我们预计未来公司有望在苏南市场继续推进渠道细化工作。

图表5：公司2017年前三季度经销商数量变化情况

区域名称	报告期末经销商数量	报告期内增加数量	报告期内减少数量
省内	297	12	6
淮安地区	23	0	0
南京地区	60	1	0
盐城地区	20	0	0
省内苏南	67	1	3
省内苏中	52	3	0
省内苏北	75	7	3
省外	257	22	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

对于江苏省外市场，按照今世缘的“2+5+N”区域拓展规划，实施重点突破，坚定“重点突破，周边辐射，梯次开发，滚动发展”开发策略。其中“2+5”重点省份作为省外市场整体销售的主要支撑，公司甄选省外重点市场，派驻营销人员对新市场进行前期开发和培育，继而交予经销商进行运营。通过这样一种“前期公司开发、后期经销商运营”的模式，公司能够更加充分调动公司营销资源，节约公司人力成本的同时打造一支强有力的营销精英，并且提高经销商积极性。

盈利预测与假设

核心假设:

1. 产品结构: 公司国缘产品受益于次高端白酒扩容以及全国化布局, 预计未来将保持高速增长, 其中特 A+ 未来三年将保持 25%-35% 之间, 收入占比将继续提升; 特 A 类预计未来保持 10% 左右增长, 收入占比保持在 30% 以上; A 类产品增速保持在 2% 左右; 受消费升级冲击, 公司中低档白酒未来增速将逐年放缓, 其中 B 类、C 类产品未来三年将实现 10% 的负增长, D 类产品或将实现 20% 左右的负增长, 并且随着公司产品结构升级的深化, 未来三年预计这三类在总收入中占比将降低至 10% 左右。

图表6: 分产品收入预测 (百万元)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
特 A+ 类	740	935	1,262	1,704	2,181
YoY 增速		26%	35%	35%	28%
占比	30%	37%	42%	48%	53%
特 A 类	894	953	1,068	1,174	1,292
YoY 增速		7%	12%	10%	10%
占比	37%	37%	35%	33%	31%
A 类	297	261	266	271	277
YoY 增速		-12%	2%	2%	2%
占比	12%	10%	9%	8%	7%
B 类	238	190	165	149	134
YoY 增速		-20%	-13%	-10%	-10%
占比	10%	7%	5%	4%	3%
C 类	195	174	159	143	128
YoY 增速		-11%	-9%	-10%	-10%
占比	8%	7%	5%	4%	3%
D 类	3.8	13.2	10	8	6
YoY 增速		249%	-27%	-20%	-20%
占比	0%	1%	0%	0%	0%
其他主营业务		13	87	87	87
YoY 增速			584%	0%	0%
占比	0%	0%	3%	2%	2%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

2. 毛利率: 公司毛利率水平将随着产品结构升级, 尤其是高毛利率的中高档白酒占比上升而逐年上升, 预计未来三年毛利率将逐步由 70% 上升到 76% 左右。

图表7: 分产品毛利率预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
白酒毛利率	70.9%	70.8%	71.6%	74.8%	76.0%
特 A+	83.6%	81.0%	83.6%	83.0%	83.0%
特 A	73.6%	71.0%	73.6%	73.0%	73.0%
A 类	63.6%	63.6%	63.6%	63.6%	63.6%
B 类	44.5%	44.5%	44.5%	44.5%	44.5%
C 类	32.4%	32.4%	32.4%	32.4%	32.4%
D 类	22.7%	22.7%	22.7%	22.7%	22.7%
其他	151.3%	20.0%	25.0%	25.0%	25.0%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

公司受益于省内消费升级以及产品结构优化, 我们预计未来将保持稳健增长的趋势, 国缘全国化战略也有助于省外市场的突破。预计 17-19 年 EPS 分别为 0.73、0.92 和 1.11 元, 归母净利润增速分别为 21%、26% 和 21%。同业可比公司 2018 年 PE 平均为 26.3 倍, 考虑到公司稳健的经营风格以及省外扩张仍需循序渐进, 给予公司 2018 年 20-23 倍的 PE 估值, 目标价为 18.4-21.16 元, 维持“买入”评级。

图表8: 可比公司一致预期

代码	公司	PE (TTM)	PE (2017E)	PE (2018E)	PE (2019E)
000568.SZ	泸州老窖	38.4	35.7	27.0	21.1
000596.SZ	古井贡酒	30.8	29.5	23.2	18.3
000799.SZ	酒鬼酒	46.0	41.8	28.1	19.6
000858.SZ	五粮液	36.1	34.5	26.7	21.6
000860.SZ	顺鑫农业	25.8	24.5	20.1	15.9
002304.SZ	洋河股份	29.6	28.6	23.6	19.6
600197.SH	伊力特	36.9	30.4	23.2	18.8
600519.SH	贵州茅台	38.4	36.4	27.4	22.2
600559.SH	老白干酒	83.6	73.3	36.2	25.6
600702.SH	舍得酒业	114.1	82.2	32.8	20.5
600779.SH	水井坊	65.2	59.5	32.2	22.0
600809.SH	山西汾酒	59.0	57.4	37.7	27.7
603198.SH	迎驾贡酒	20.0	18.0	15.7	13.8
603589.SH	口子窖	27.8	26.5	21.1	17.2
603919.SH	金徽酒	26.3	24.3	20.0	16.3
平均估值		45.2	40.2	26.3	20.0

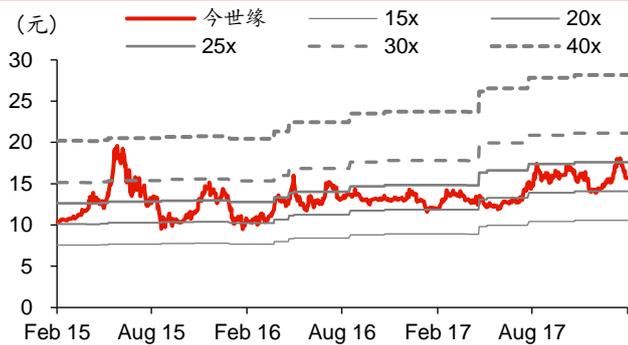
资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 估值为 Wind 一致预期, 估值日期为 2018 年 2 月 2 日

风险提示

宏观经济表现不佳, 省内竞争压力加剧, 消费升级低于预期。

PE/PB - Bands

图表9: 今世缘历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表10: 今世缘历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,169	4,545	5,160	6,187	7,480
现金	1,434	997.81	2,718	3,318	4,179
应收账款	28.92	22.05	37.69	42.51	49.10
其他应收账款	9.98	16.25	14.18	17.84	21.09
预付账款	23.50	13.61	29.11	27.47	31.83
存货	1,383	1,514	1,471	1,718	1,942
其他流动资产	1,290	1,981	889.85	1,063	1,256
非流动资产	1,254	1,634	1,470	1,474	1,466
长期投资	0.00	8.92	0.00	0.00	0.00
固定投资	698.45	741.42	771.56	795.90	812.62
无形资产	148.84	126.09	86.20	45.85	4.08
其他非流动资产	406.85	757.47	612.63	632.55	649.43
资产总计	5,423	6,179	6,631	7,661	8,946
流动负债	1,371	1,537	1,310	1,429	1,557
短期借款	300.01	150.00	90.00	108.00	129.60
应付账款	50.85	84.33	90.15	96.92	102.39
其他流动负债	1,021	1,303	1,129	1,224	1,325
非流动负债	10.00	20.79	23.30	17.43	17.96
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	10.00	20.79	23.30	17.43	17.96
负债合计	1,381	1,558	1,333	1,447	1,575
少数股东权益	8.23	6.43	6.43	6.43	6.43
股本	501.80	1,255	1,255	1,255	1,255
资本公积	993.61	742.71	742.71	742.71	742.71
留存公积	2,538	2,585	3,294	4,211	5,367
归属母公司股	4,034	4,614	5,291	6,208	7,364
负债和股东权益	5,423	6,179	6,631	7,661	8,946

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	702.22	924.57	1,808	739.12	961.45
净利润	682.51	753.46	915.33	1,155	1,395
折旧摊销	81.27	91.76	86.23	98.38	106.99
财务费用	(24.21)	(18.45)	(67.96)	(117.57)	(146.32)
投资损失	(63.93)	(70.68)	(45.11)	(56.00)	(60.00)
营运资金变动	28.23	163.22	851.13	(335.15)	(329.21)
其他经营现金	(1.66)	5.27	68.30	(5.42)	(4.86)
投资活动现金	(669.52)	(1,008)	126.27	(39.90)	(28.50)
资本支出	112.02	127.21	100.00	100.00	100.00
长期投资	(725.14)	(952.06)	(86.10)	0.00	0.00
其他投资现金	(1,283)	(1,833)	140.17	60.10	71.50
筹资活动现金	121.35	(352.25)	(213.54)	(99.42)	(72.00)
短期借款	300.01	(150.01)	(60.00)	18.00	21.60
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	752.70	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(0.20)	(250.90)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(178.46)	(704.04)	(153.54)	(117.42)	(93.60)
现金净增加额	159.47	(435.41)	1,721	599.80	860.95

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,425	2,554	3,016	3,536	4,105
营业成本	727.35	741.70	857.45	955.86	1,052
营业税金及附加	253.54	245.43	289.82	339.74	394.43
营业费用	440.10	467.22	536.91	609.94	697.87
管理费用	194.05	193.35	235.27	274.74	317.74
财务费用	(24.21)	(18.45)	(67.96)	(117.57)	(146.32)
资产减值损失	0.77	0.89	0.89	0.87	0.88
公允价值变动收益	(0.20)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	63.93	70.68	45.11	56.00	60.00
营业利润	897.03	994.93	1,209	1,528	1,849
营业外收入	8.42	16.97	16.97	15.54	16.26
营业外支出	2.69	6.14	4.20	4.60	4.72
利润总额	902.76	1,006	1,222	1,539	1,861
所得税	220.24	252.30	306.51	384.36	465.65
净利润	682.51	753.46	915.33	1,155	1,395
少数股东损益	(2.74)	(0.71)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	685.25	754.16	915.33	1,155	1,395
EBITDA	954.10	1,068	1,227	1,509	1,810
EPS (元, 基本)	1.37	0.60	0.73	0.92	1.11

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	1.05	5.34	18.09	17.22	16.10
营业利润	5.74	10.91	21.52	26.40	20.98
归属母公司净利润	6.14	10.06	21.37	26.17	20.78
获利能力 (%)					
毛利率	70.00	70.96	71.57	72.97	74.38
净利率	28.26	29.52	30.35	32.66	33.98
ROE	16.99	16.34	17.30	18.60	18.94
ROIC	25.60	24.81	40.73	43.64	46.66
偿债能力					
资产负债率 (%)	25.47	25.21	20.10	18.88	17.60
净负债比率 (%)	23.75	9.63	8.02	8.86	9.41
流动比率	3.04	2.96	3.94	4.33	4.80
速动比率	2.03	1.97	2.82	3.13	3.56
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.44	0.47	0.49	0.49
应收账款周转率	67.74	87.13	90.77	81.45	81.40
应付账款周转率	12.22	10.97	9.83	10.22	10.55
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.60	0.73	0.92	1.11
每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	0.74	1.44	0.59	0.77
每股净资产(最新摊薄)	3.22	3.68	4.22	4.95	5.87
估值比率					
PE (倍)	27.66	25.13	20.71	16.41	13.59
PB (倍)	4.70	4.11	3.58	3.05	2.57
EV_EBITDA (倍)	18.39	16.42	14.30	11.63	9.70

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com