

公司研究/更新报告

2018年07月20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): 20.40  
合理价格区间(元): 25.20~27.00

**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

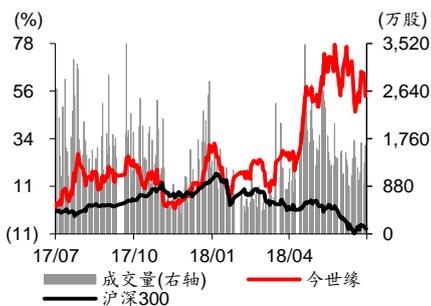
**张晋溢** 010-56793951  
联系人 zhangjinyi@htsc.com

**李晴** 021-28972093  
联系人 liqing3@htsc.com

相关研究

- 1《今世缘(603369,买入): 产品结构持续优化, Q1 迎来开门红》2018.04
- 2《今世缘(603369,买入): 国缘开启全国化新战略》2018.02
- 3《今世缘(603369,买入): 业绩稳健增长, 产品结构持续优化》2017.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

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)	13.78-24.16
总市值 (百万元)	25,592
总资产 (百万元)	7,230
每股净资产 (元)	4.60

资料来源: 公司公告

# 三大增长点助推公司经营业绩提速

## 今世缘(603369)

### 五年翻番到三年翻番, 公司经营目标提速

2018年7月7日, 公司董事长提出“奋斗后三年、实现翻一番”的目标, 而2015年底公司提出的目标为: 十三五期间实现营收、利润翻一番。我们认为, 2018-2020年公司经营目标明显加速, 是基于2017年以来公司主要经济指标的良好表现, 同时也彰显了管理层对于公司未来发展的信心。2018上半年, 公司呈现出“快、进、热”三个特点, 我们预计, 2018-2020年EPS分别为0.90、1.15和1.46元, 维持“买入”评级。

### 增长点一: 产品结构持续升级

2012年-2017年, 以国缘为主的特A类产品营业收入年平均增速为11.9%, 远高于其他品类产品。2018年一季度, 特A类产品进一步提速, 营业收入为12.37亿元, 同比增速为44.8%, 为有统计数据以来的最高水平。2018年1月8日, 公司将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, 公司也将投入更多的资源进行品牌树立和渠道深耕, 国缘系列产品提速将成为未来公司营收的主要增长点之一。

### 增长点二: 省内空白市场覆盖

2018年一季度, 苏南地区(除南京)贡献全省GDP的43.8%, 而苏南地区仅占今世缘收入的11.1%; 苏中地区(除盐城)贡献全省GDP的20.4%, 而苏中地区仅占今世缘收入的10.4%。我们认为, 今世缘在苏南、苏中地区的布局仍处初期, 未来有较大的发展空间。2018年公司将推进省内“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, 提高空白市场的覆盖广度和深度, 进而带动公司业绩持续增长。

### 增长点三: 省外核心市场开拓

今世缘产品结构中绝大部分来自于省内市场, 2018年一季度, 省外收入为0.66亿元, 占比仅为4.4%。2018年5月5日, 今世缘省外开拓取得实质性进展, 公司和浙江商源集团签署战略合作协议, 今世缘将借助商源集团的渠道运作平台, 整合供应链上下游资源, 帮助公司取得浙江市场的突破。今世缘与省外优秀渠道运营平台进行全方位的合作, 能够整合双方资源, 借助平台优势打造更加精准的营销政策, 进而实现省外市场的突破。

### 省内市场销售加速, 维持“买入”评级

2018年上半年, 公司“主要经济指标实现了高开高走, 增幅喜人”, 省内重点市场终端销售加速, 我们上调了盈利预测, 预计2018-2020年公司归母净利润增速分别为25.8%、27.9%和26.9%, EPS分别为0.90、1.15和1.48元(前值为0.73、0.92和1.11元)。同业可比公司2018年PE平均为33.86倍, 由于公司产品以省内销售为主, 给予公司2018年28-30倍的PE估值, 目标价为25.2-27.0元(前值为20.16-21.84元), 维持“买入”评级。

风险提示: 经营业绩低于目标, 宏观经济表现不佳, 省内竞争压力加剧, 食品安全问题。

### 经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2,562	2,957	3,705	4,627	5,757
+/-%	5.65	15.44	25.27	24.88	24.44
归属母公司净利润 (百万元)	757.88	895.88	1,126	1,447	1,853
+/-%	10.60	18.21	25.69	28.53	28.04
EPS (元, 最新摊薄)	0.60	0.71	0.90	1.15	1.48
PE (倍)	33.77	28.57	22.73	17.68	13.81

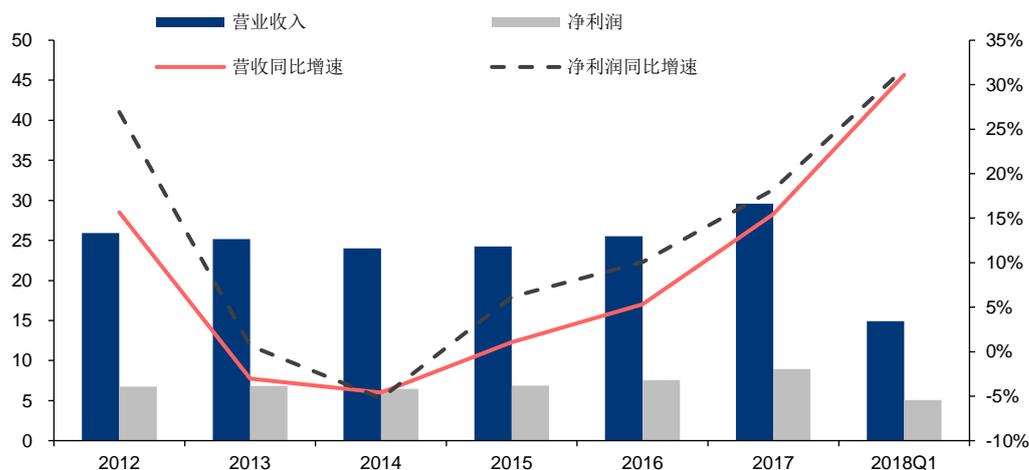
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 五年翻番到三年翻番，公司经营目标提速

2018年7月7日，今世缘召开2018年上半年工作总结暨下半年工作部署大会，公司董事长周素明会上表示，以“紧扣主要矛盾，立足酒缘大业，追求更好更快”为总体要求，以解放思想为先导，以高质量发展为核心，以赶超跨越为目标，“奋斗后三年、实现翻一番”。

我们认为，公司此次提出的“奋斗后三年、实现翻一番”，如果目标达成，则意味着2018年-2020年实现营业收入翻番，即2018年、2019年和2020年公司营收年平均复合增长25%左右。而2015年底今世缘提出的目标为：十三五期间实现营收、利润翻一番，即2016年-2020年平均复合增速为15%左右。

图表1：2012-2018年Q1今世缘营业收入、净利润及同比增速（亿元）



资料来源:Wind,华泰证券研究所

对比两次公司所提出的目标，2018-2020年公司经营目标明显加速，是基于2017年以来公司主要经济指标的良好表现，同时也彰显了管理层对于公司未来发展的信心。2018年1季度，公司收入和归母净利润都分别达到14.91亿元和5.09亿元，同比分别增长31.10%和31.79%，是自2012年以来的最高水平。根据草根调研显示，2018上半年淮安、南京、盐城、南通等省内核心地区延续今年以来的良好态势，销售任务超额完成。

我们认为，“十三五”后三年，公司业绩或将显著提速，增长点主要来自三个方面：产品结构升级、省内空白市场覆盖以及省外核心市场开拓。

### 增长点一：产品结构持续升级

公司产品主要分为国缘系列、今世缘系列和高沟系列，分别对应次高端、中档和低档白酒。公司收入拆分中的特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。

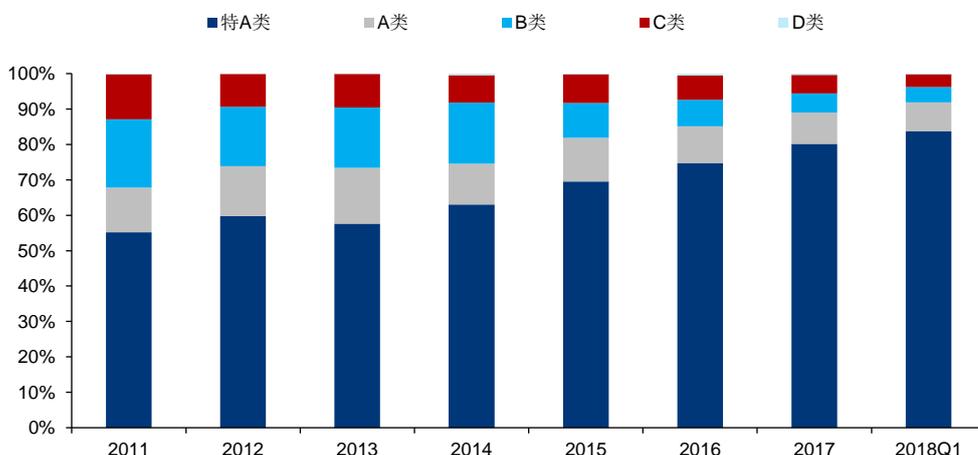
**图表2： 2018年一季度公司产品结构**

类别	出厂指导价	销售收入(亿元)	销售占比	主要产品
特A+类	300元以上	7.07	47.71%	国缘四开、国缘对开、国缘柔雅、V系列、K系列
特A类	100-300元	5.31	35.83%	国缘淡雅、典藏15年
A类	50-100元	1.2	8.10%	典藏5年、典藏8年、典藏10年
B类	20-50元	0.64	4.32%	典藏3年、佳酿、兰纪元
C类	10-20元	0.53	3.58%	高沟系列
D类	10元以下	0.03	0.20%	大曲系列
其他	-	0.04	0.27%	婚庆相关用品

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

从公司产品结构来看，公司特A类产品收入占比不断提升，产品结构持续优化。2011年，公司特A类产品收入占白酒业务的比重为55.21%，2018年一季度，特A类产品占比提升至83.75%。2012年-2017年，特A类产品营业收入年平均增速为11.9%，远高于其他品类产品。2018年一季度，特A类产品进一步提速，营业收入为12.37亿元，同比增速为44.8%，为有统计数据以来的最高水平。

**图表3： 2011-2018Q1公司白酒营业收入构成情况**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表4： 2011-2018Q1公司特A类产品收入及同比增速**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

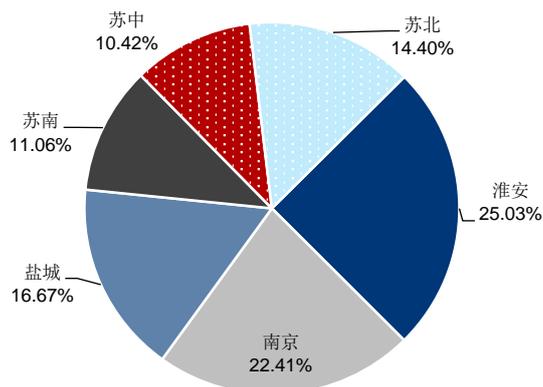
国缘系列为特A+产品和部分特A类产品，我们预计，2018年上半年，国缘系列产品收入占比或超过60%，是公司产品结构升级的主力军。2018年1月8日，公司将国缘品牌的定位正式从“江苏高端白酒创导品牌”升级为“中国高端中度白酒”创领者，公司也将投

入更多的资源进行品牌树立和渠道深耕。我们认为，公司将继续重点打造国缘系列，产品结构持续提升，国缘系列产品提速将成为未来公司营收的主要增长点之一。

### 增长点二：省内空白市场覆盖

江苏省是公司的大本营市场，2018 年一季度，省内收入占比高达 95%。目前，公司在省内深耕的市场仅有淮安、南京和盐城，2018 年一季度，淮安、南京和盐城占比分别为 25.03%、22.43%和 16.67%，三者总计 64.13%。

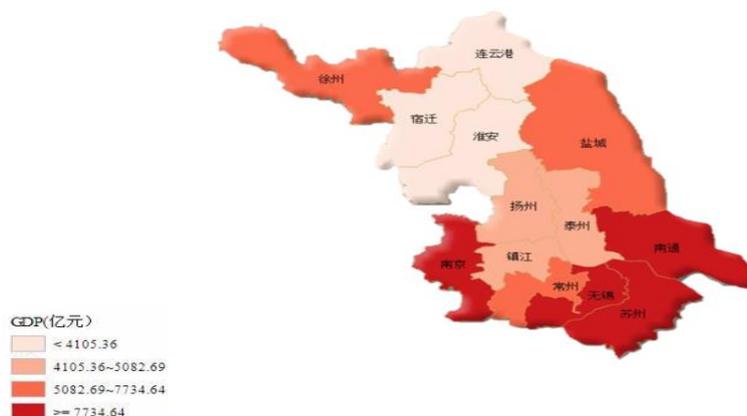
图表5：2018 年一季度公司省内营收结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：苏南表示苏州、无锡、常州、镇江，苏中表示扬州、泰州、南通，苏北表示宿迁、连云港、徐州。

从公司结构来看，苏南和苏中是今世缘销售较为薄弱的地区，2018 年一季度，苏州、无锡、常州、镇江等苏南地区销售收入占比为 11.06%，扬州、泰州和南通等苏北地区销售占比为 10.42%。但从江苏省各市经济体量来看，2017 年，江苏各市 GDP 排名前五名的城市均来自于苏南和苏中地区。

图表6：2017 年江苏各市 GDP 情况



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

我们将江苏各市 GDP 按照今世缘的拆分方法组合来看，2018 年一季度，苏南地区（除南京）贡献全省 GDP 的 43.8%，而苏南地区仅占今世缘收入的 11.1%；苏中地区（除盐城）贡献全省 GDP 的 20.4%，而苏中地区仅占今世缘收入的 10.4%。

**图表7：2018年一季度江苏各地区GDP和今世缘各地收入情况对比（亿元）**

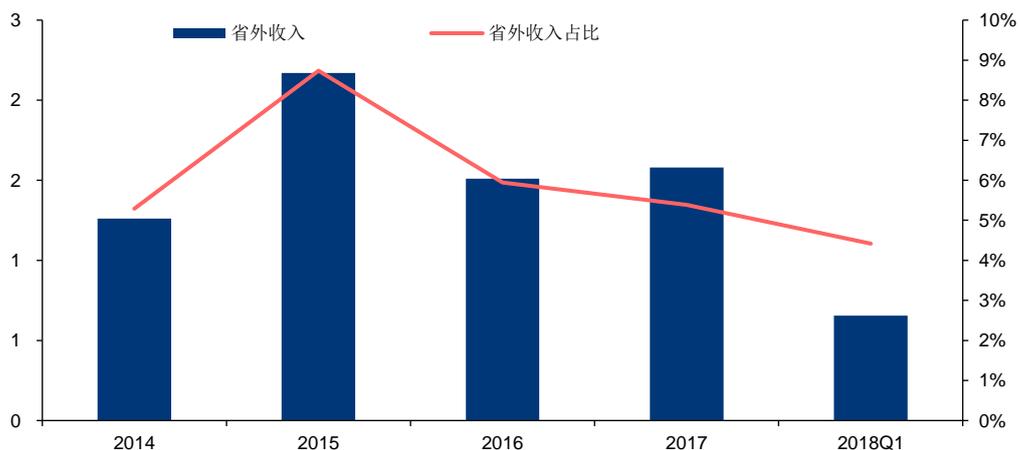
地区	包含城市	GDP	GDP 占比	今世缘省内收入	今世缘省内占比
淮安	淮安	736.7	3.7%	3.55	25.0%
南京	南京	2680.3	13.3%	3.17	22.4%
盐城	盐城	1204.8	6.0%	2.36	16.7%
苏南	苏州、无锡、常州、镇江	8834.3	43.8%	1.57	11.1%
苏中	扬州、泰州、南通	4119.3	20.4%	1.48	10.4%
苏北	宿迁、连云港、徐州	2603.6	12.9%	2.04	14.4%

资料来源：国家统计局、公司公告，华泰证券研究所

我们认为，今世缘在苏南、苏中地区的布局仍处初期，未来有较大的发展空间。2018年公司将推进省内“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，提高空白市场的覆盖广度和深度，进而带动公司业绩持续增长。

### 增长点三：省外核心市场开拓

目前，今世缘产品结构中绝大部分来自于省内市场，2018年一季度，省外收入为0.66亿元，占比仅为4.4%。但公司十三五规划中提出，2020年，省外收入占比要提升至20%。

**图表8：2014-2018年Q1公司省外收入及占比情况（亿元）**


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

针对省外市场布局，今世缘制定了“2+5+N”发展战略，即北京、上海两个城市、浙江、安徽、山东、河南等五个周边省份和其他重点布局的县市。虽然公司制定了详细的省外发展战略，但是在实施中仍然存在运作分散、优质营销队伍匮乏、市场开发缓慢、同业竞争加剧等问题，阻碍了公司省外扩张步伐，省外收入占比从2015年的8.7%下降至2018年一季度的4.4%。

值得注意的是，2018年5月5日，今世缘省外开拓取得实质性进展，公司和浙江商源集团签署战略合作协议。商源集团是白酒运营“平台+”专业公司，今世缘将借助商源集团的渠道运作平台，整合供应链上下游资源，帮助公司取得浙江市场的突破。

我们认为，今世缘与省外优秀渠道运营平台进行全方位的合作，能够整合双方资源，借助平台优势打造更加精准的营销政策，进而实现省外市场的突破。对于具有一定实力的优秀经销商，该种模式可以复制，对于其他“2+5+N”区域，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:

我们认为，在产品结构升级、省内空白市场覆盖以及省外核心市场开拓的三个增长点共同作用下，公司业绩有望加速。由于公司省内重点市场终端销售加速，多地销售任务超额完成，我们上调了盈利预测。

1. 产品结构：我们认为，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，公司也将投入更多的资源进行品牌树立和渠道深耕，公司产品结构有望继续提升。其中，以国缘对开和四开为主的特 A+类产品销量受益于省内消费升级，同时叠加价格上涨预期，预计未来三年将保持 35% 以上的增速，收入占比将继续提升；以淡雅国缘、今世缘典藏 15 年为代表的特 A 类受婚庆市场消费强劲的带动，以量增为主，预计未来将保持 10% 以上增长，收入占比保持在 25% 以上；A 类产品价格带在 50-100 元，主要以大众消费为主，近两年增速降幅收窄，预计未来三年基本持平，收入占比在 5% 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，B 类、C 类、D 类产品未来三年将出现不同程度的下滑，收入占比也进一步下降。

图表9：今世缘分产品收入预测（百万元）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
特 A+类	934.94	1293.08	1952.55	2733.57	3717.66
YoY 增速	-	38.31%	51.00%	40.00%	36.00%
占比	36.60%	44.09%	52.70%	59.08%	64.57%
特 A 类	953.26	1047.54	1204.67	1373.33	1538.13
YoY 增速	-	9.89%	15.00%	14.00%	12.00%
占比	37.32%	35.72%	32.52%	29.68%	26.72%
A 类	260.90	256.07	261.19	261.19	261.19
YoY 增速	-12.07%	-1.85%	2.00%	0.00%	0.00%
占比	10.21%	8.73%	7.05%	5.65%	4.54%
B 类	190.10	159.49	143.54	129.19	117.56
YoY 增速	-20.04%	-16.10%	-10.00%	-10.00%	-9.00%
占比	7.44%	5.44%	3.87%	2.79%	2.04%
C 类	174.26	151.79	121.43	109.29	103.82
YoY 增速	-10.64%	-12.89%	-20.00%	-10.00%	-5.00%
占比	6.82%	5.18%	3.28%	2.36%	1.80%
D 类	13.23	10.91	7.64	6.11	5.20
YoY 增速	249.08%	-17.47%	-30.00%	-20.00%	-15.00%
占比	0.52%	0.37%	0.21%	0.13%	0.09%
营业总收入	2554.38	2932.76	3704.90	4626.55	5757.43
YoY 增速	5.34%	14.81%	26.33%	24.88%	24.44%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2. 毛利率：国缘系列产品 2018 年年初已经提高出厂价，未来仍有提价预期，因此我们预计特 A+类和特 A 毛利率将逐步提升，预计 2020 年特 A+毛利率提升至 84%，特 A 类毛利率提升至 73%；其他类别产品毛利率基本保持不变。公司整体毛利率水平将随着特 A+类产品占比的提高而上升，预计未来三年毛利率将逐步由 71.74% 上升到 78.3% 左右。

**图表10: 分产品毛利率预测**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
白酒毛利率	70.95%	71.74%	74.60%	76.57%	78.26%
特A+	83.58%	82.74%	83.00%	83.50%	84.00%
特A	73.62%	71.67%	72.00%	72.30%	73.00%
A类	63.55%	62.06%	62.00%	62.20%	62.00%
B类	44.53%	43.03%	44.00%	44.00%	44.00%
C类	32.36%	28.91%	27.00%	27.00%	27.00%
D类	22.69%	18.90%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

我们预计, 2018-2020年公司营业收入同比分别增长25.3%、24.9%、24.4%, 归母净利润增速分别为25.8%、27.9%和26.9%, EPS分别为0.90、1.15和1.48元(前值为0.73、0.92和1.11元)。同业可比公司2018年PE平均为33.86倍, 由于公司产品主要在省内销售, 给予公司2018年28-30倍的PE估值, 目标价为25.2-27.0元(前值为20.16-21.84元), 维持“买入”评级。

**图表11: 可比公司一致预期**

代码	公司	PE (TTM)	PE (2018E)	PE (2019E)	PE (2020E)
000799.SZ	酒鬼酒	37.58	28.35	19.30	14.09
600702.SH	舍得酒业	61.78	29.49	18.00	12.41
600809.SH	山西汾酒	46.93	35.38	25.74	19.71
600779.SH	水井坊	68.92	42.20	28.07	20.59
平均数		53.80	33.86	22.78	16.70

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7月18日

## 风险提示

经营业绩低于目标。若产品终端销售不达预期, 公司有可能再次调整目标, 则销售收入和利润均受到影响。

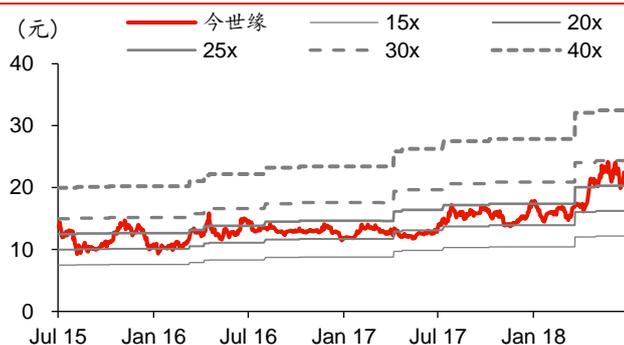
宏观经济表现不佳。如果由于宏观经济增长不达预期等因素导致中高端白酒的需求下滑, 国缘系列销售将受到影响, 目前国缘系列对公司业绩贡献不断提升, 如果产品销售不佳, 收入和利润增长将受到有影响。

省内竞争压力加剧。省内市场今世缘的大本营市场, 倘若省内竞争加剧, 则空白市场开拓受阻, 影响公司业绩。

食品安全问题。如果白酒出现食品安全问题, 公司销售也会受到影响。

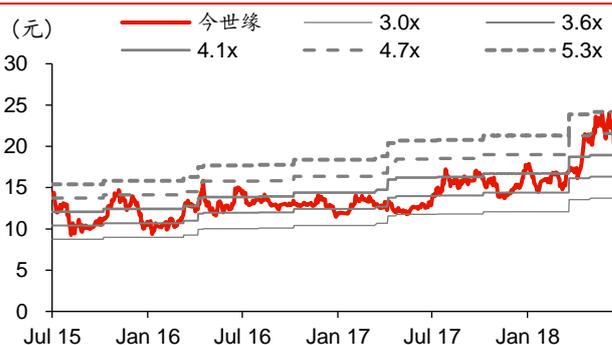
## PE/PB - Bands

**图表12: 今世缘历史 PE-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表13: 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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4,599	5,044	6,045	7,332	9,021
现金	1,052	1,289	2,117	3,046	4,379
应收账款	22.05	16.28	27.22	31.70	39.20
其他应收账款	16.30	16.55	21.07	26.72	32.90
预付账款	13.61	10.14	16.53	17.23	19.81
存货	1,514	1,704	1,920	2,212	2,555
其他流动资产	1,981	2,007	1,942	1,998	1,995
非流动资产	1,663	2,180	2,143	2,389	2,635
长期投资	8.92	10.02	4.73	5.92	7.40
固定投资	741.42	761.80	1,051	1,326	1,590
无形资产	126.09	111.49	71.89	31.03	(9.86)
其他非流动资产	786.57	1,296	1,016	1,026	1,047
资产总计	6,262	7,223	8,188	9,721	11,656
流动负债	1,539	1,927	2,085	2,422	2,754
短期借款	150.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	84.33	165.36	159.84	194.34	220.49
其他流动负债	1,305	1,761	1,925	2,228	2,534
非流动负债	20.79	17.45	14.48	15.57	16.92
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	20.79	17.45	14.48	15.57	16.92
负债合计	1,560	1,944	2,099	2,438	2,771
少数股东权益	22.56	16.71	13.92	11.46	9.39
股本	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255
资本公积	782.71	717.09	717.09	717.09	717.09
留存公积	2,609	3,267	4,103	5,299	6,902
归属母公司股东权益	4,679	5,262	6,075	7,272	8,875
负债和股东权益	6,262	7,223	8,188	9,721	11,656

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	949.30	1,001	1,174	1,362	1,721
净利润	758.10	895.37	1,123	1,445	1,851
折旧摊销	91.76	99.37	108.56	141.25	174.60
财务费用	(18.45)	(10.49)	(70.52)	(106.88)	(153.70)
投资损失	(70.68)	(100.97)	(84.70)	(87.79)	(88.96)
营运资金变动	183.50	115.67	(79.77)	(5.37)	(34.92)
其他经营现金	5.08	2.34	176.85	(23.67)	(26.85)
投资活动现金	(1,008)	(529.94)	(102.27)	(289.88)	(290.81)
资本支出	127.21	246.76	300.00	355.00	400.00
长期投资	952.06	318.62	(43.92)	14.06	(2.81)
其他投资现金	71.56	35.44	153.81	79.18	106.38
筹资活动现金	(352.25)	(230.65)	(243.11)	(144.02)	(97.20)
短期借款	(150.01)	(150.00)	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	752.70	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(210.90)	(65.62)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(744.04)	(15.03)	(243.11)	(144.02)	(97.20)
现金净增加额	(410.68)	240.70	828.25	928.40	1,333

### 利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,562	2,957	3,705	4,627	5,757
营业成本	741.70	835.27	940.92	1,084	1,252
营业税金及附加	245.58	405.13	518.69	647.72	806.04
营业费用	467.22	428.28	629.83	809.65	1,036
管理费用	194.47	195.46	265.10	340.96	422.91
财务费用	(18.45)	(10.49)	(70.52)	(106.88)	(153.70)
资产减值损失	0.81	5.27	1.49	1.82	2.03
公允价值变动收益	0.00	2.04	0.51	0.59	0.79
投资净收益	70.68	100.97	84.70	87.79	88.96
营业利润	1,001	1,208	1,505	1,937	2,482
营业外收入	17.02	2.74	8.67	8.67	9.10
营业外支出	6.14	7.14	6.81	6.92	6.88
利润总额	1,012	1,204	1,506	1,939	2,484
所得税	254.06	308.26	383.26	494.46	632.85
净利润	758.10	895.37	1,123	1,445	1,851
少数股东损益	0.22	(0.51)	(2.79)	(2.47)	(2.06)
归属母公司净利润	757.88	895.88	1,126	1,447	1,853
EBITDA	1,075	1,297	1,543	1,972	2,503
EPS (元, 基本)	0.60	0.71	0.90	1.15	1.48

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	5.65	15.44	25.27	24.88	24.44
营业利润	11.62	20.65	24.55	28.77	28.09
归属母公司净利润	10.60	18.21	25.69	28.53	28.04
获利能力 (%)					
毛利率	71.05	71.76	74.60	76.57	78.26
净利率	29.58	30.29	30.39	31.28	32.19
ROE	16.20	17.02	18.53	19.90	20.88
ROIC	24.98	33.55	36.68	43.71	51.52
偿债能力					
资产负债率 (%)	24.91	26.92	25.63	25.08	23.78
净负债比率 (%)	9.62	0	0	0	0
流动比率	2.99	2.62	2.90	3.03	3.28
速动比率	2.00	1.73	1.98	2.11	2.35
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.44	0.48	0.52	0.54
应收账款周转率	87.38	126.19	135.18	125.35	129.28
应付账款周转率	10.97	6.69	5.79	6.12	6.04
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.71	0.90	1.15	1.48
每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	0.80	0.94	1.09	1.37
每股净资产(最新摊薄)	3.73	4.19	4.84	5.80	7.07
估值比率					
PE (倍)	33.77	28.57	22.73	17.68	13.81
PB (倍)	5.47	4.86	4.21	3.52	2.88
EV_EBITDA (倍)	21.64	17.93	15.08	11.79	9.29

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：91320000704041011J。

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