

白酒+地产=低估值，静待业绩释放

买入维持

目标价 25.88 元

事件：我们于2012年3月19日前往顺鑫农业，参加公司股东大会，会后我们与董秘及证券事务代表就公司发展现状、未来方向进行讨论交流。

投资要点：

- 白酒升级产品结构，发力外阜市场：**公司的牛栏山产品以前集中在低端产品，近几年产品升级初见成效，中高端产品销售占比超过50%，出现了6个销售过亿的产品，但吨酒价格和其他品牌横向对比仍然处于低位，未来升级潜力巨大；外阜市场增长迅速，目前有4个外阜省份销售过亿，还有5个接近亿元，外阜销售增速超过50%，今年有望9个省份全部过亿。
- 围绕民生发展大农业，顺鑫成为北京民生支柱：**大农业包括生猪屠宰加工产业链以及农产品交易、物流和精加工产业链。在北京地区，除了白酒市占率超过50%，在鲜肉市场上顺鑫的份额也超过50%，创新食品作为奥运会鲜肉和蔬菜供应企业，成为公司食品安全的有力背书。
- 种猪挑战技术跨越，屠宰谋求异地扩张：**公司小店种猪是国内一流的种猪繁育基地，公司准备研发拥有自主知识产权的种猪品种，摆脱对国外品种的依赖；屠宰业务在全国各地兴建屠宰场，计划在三五期间实现翻番增长，短期内受益于猪价下跌，屠宰量有望出现回升。
- 杨镇三期开始销售，房地产业务或将盈利：**2011年房地产亏损的原因在于收入没有结算，随着杨镇三期的销售以及包头一期建设进程的推进，今年房地产业务有望扭亏为盈。
- 价值被低估，可作为战略性品种配置：**分项目对顺鑫农业的业务资产进行估值，牛栏山、宁城老窖、屠宰业务、种猪业务、石门农批、建筑业务以及房地产业务的估值分别为70.8亿元、12.5亿元、7.6亿元、12亿元、5.6亿元、3.1亿元以及1.9亿元，公司的合理市值为113.5亿元，对应目标价25.88元，建议“买入”。

食品饮料行业

联系人：

苏青青

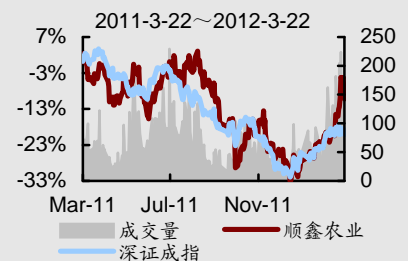
电话：021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

分析师：

郇彬 (S1180511050001)

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20111231	7871	
20110930	7920	
20110630	7367	

数据来源：港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股		
占流通A股比		
持股家数及进出情况		

数据来源：港澳资讯

相关研究

1 《宏源证券-分析报告-顺鑫农业：被忽视的三线酒，存在补涨机会-000860-食品饮料-苏青青》，2012.3

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	6268	7580	11229	15720	20436
YOY	4.5%	33.1%	36.7%	31.3%	33.2%
净利润	282	322	468	736	1074
YOY	54%	14%	45%	57%	46%
EPS	0.61	0.7	1.02	1.59	2.33
净利率	4%	4%	4%	5%	5%

一、白酒业务情况介绍

公司现在有两个酒厂，北京的牛栏山和内蒙古的宁城老窖。公司产品分三个系列两种香型，**三个系列包括二锅头、百年牛栏山系列和宁城老窖，每个系列里面都有中高端酒。两种香型包括清香型和浓香型，清香型的代表就是二锅头，浓香型一个是百年系列，一个是宁城老窖。**

宁城老窖是 2008 年收购过来的，最早接触的时候停产停销将近三年，后来公司跟大龙地产一起去谈收购，我们是看中了宁城老窖的资产，认为没问题，宁城老窖被誉为塞外茅台，加上做了大量的市场调研工作，现在销售额逐年增长。刚进去的时候主要做复产复销，宁城老窖是一个大厂，人员很多，公司进入后将人员从 5000 人精简到 200 多人（不包括销售人员）。最开始的时候并没有打算注入到上市公司，对宁城老窖信心不是很足，最初向集团租赁酒厂的设备生产，后来在当年三季度实现了 400 多万元的净利，才决定将宁城老窖收进来，当年实现了 500 多万的净利。宁城老窖的主要销售地区是东蒙地区，西蒙主要是河套酒，价位覆盖中高低端，现在销量较多的是中低端，还是在拓展市场刚刚起步的阶段，所以先集中做自己的优势地区。在宁城老窖倒闭以前是内蒙古的老大，现在河套酒是内蒙古销量最大的品牌，蒙古王还比较小。现在在政府销售用酒方面进行推广，原来它的销售地区主要是内蒙和东北地区，去年开始在山东、河南、山西、河北都开始有销售，暂时没有做到北京这边，现在宁城老窖的销售和生产与牛栏山完全是两套班子两套运行模式。

牛栏山酒厂这两年销量上来了，大概从 2004 年开始调整产品结构和扩大市场推广力度，原来二锅头就是低端酒的代言。去年收入和销量都增加了很多。公司低端与高端酒的分界是 50 元，低端占到销量的 86%，中高端占 14%，但利润占比已经达到 50% 以上。现在还处于起步阶段，不是全国的市场都能覆盖到，还是一个一个市场的做，原来主要做二锅头的北京市场，现在逐步往“一城两州三区”扩展，这两年有些区域的销售不错，但还是一个区域品牌，以往二锅头的单品销售主要在北京。销售费用也上升的很快，原因是加大了外阜地区的扩展，广告费用和促销费用都快速的增长，给经销商的返点也要跟上，只要销量还在继续增长，这些费用短期难以降低。利润率不高还在于低端酒，公司增加中高端的研发和生产力度，公司是我国亩均产量最高的企业，原因是占地很小，不到 300 亩，今年新征的 300 亩地主要用于中高端酒的研发、生产和贮藏。

二、投资者提问部分

1. 白酒部分

问：牛栏山酒在外阜的推广策略是怎么样的？

答：外阜策略与其他企业不太一样，红星原来是市属企业，低端二锅头在全国销量比较好，虽然牛栏山的销量已经超过红星，但红星在低端酒的覆盖率还是要高于牛栏山的，所以在外阜不跟他们争低端市场，因为低端几块钱一瓶的二锅头利润本来就很低，加上销售和物流费用很难盈利。

在外阜主推中高端，低端如果经销商有意愿就附带着销，但是对低端酒没有政策。对外阜市场的开拓不能一下子全部铺开，而是有重点的攻破，每进入一个市场都要有很多费用的

投入，目前的利润水平不能支撑全国性的铺开。

公司要做到站住脚就不能失去，对市场采取养的策略，包括经销商的选择，市场的推广，哪些产品适合在这个市场的销售。

公司产品低端是主要的，摊到低端上不怎么赚钱，所以如果全国铺开可能全年下来是亏损的，现在这些利润只能支撑两个市场的推广。

问：公司低端酒的价格一般是多少？

答：以前低端酒一般指 10 元以下的酒，这两年随着产品线的丰富，特别是卖到南方地区的一些低端酒，算上运费等因素，价格范围波动也较大，现在低端酒一般指十几块钱左右的酒（出厂价）。零售价上，陈酿系列一般 15 元/瓶。低端出厂价和终端价差距不大，利润率不高，因此在外阜都不给政策，经销商作为附属产品来销。

问：低端酒利润很低，为什么不放弃低端，把主要精力集中在中高端酒的生产与销售上？

答：低端不能放弃，原因是二锅头这个品牌在老百姓心目中根深蒂固，特别是北京地区。虽然低端酒是微利，虽然销售占比较大，但也不能失去。低端市场是中高端的品牌基础。中高端虽然销量占比只有 13、14%，但利润占比已经达到 50%以上。

问：在低端酒市场，牛栏山已经超过红星，低端酒里面缺少竞争对手，低端酒是否可能提价？

答：低端很难提价，只能跟着成本上涨调价。高端酒比较容易涨价，几百元的酒涨十几块钱感觉不明显，而且消费场合也是宴请为多，对价格不敏感；低价酒的消费群体对价格最敏感，虽然市面上看不到十几块钱的其他品牌，但提价的连锁反应很快，提价对销量的影响很明显，万一哪个超市被对手控制住，覆盖面在一个月内就会看到迅速的下滑。

问：公司中高端酒的消费情况怎么样？

答：一瓶茅台 2000 多块，一桌酒要一万多块，黄瓷现在酒店价格 500 左右，什么场合都可以用；百年系列在酒店里 150 元，外面买 115 左右，消费起来压力小很多。中高端酒主要是拓展外阜市场为主，北京增速比外阜要低很多，原因是北京的市场份额已经比较大了。

很多白酒企业都向中高端发展，但是不可能所有人都去喝中高端酒，中低端市场还是很大的。

酒的价格提高到高不可及的时候会伤害到行业的发展，把自己的客户基础伤害了。要针对不同层次的市场需求，形成合理的产品结构，什么样的价位针对什么样的消费群体要逐渐丰富和完善，形成高中低端不同的系列。

问：有哪些产品销售情况较好？

答：白酒有 6 个产品销售过亿，其中销售最好的百年系列在 2011 年达到 6 个亿，红色系列目前还没有发力，未来也十分看好。

问：公司优质基酒的存量情况？

答：不是所有酒都能长期储存，对酿造好的酒每年都要化验微生物，对不达标就淘汰下来，合格的继续储存。进入优质酒库的都在五年以上，最多目前有 50 年的老酒。高档酒用的基酒基本是 20 年以上的，黄瓷用的是 30 年。公司技术没问题，研究所是全国第二家国家认可的实验室，茅台是第一家，公司出具的检验报告代表国家标准。

问：北京市场为什么去年只增长了 7%，未来的增速情况怎样？

答：根据公司自己的估算，北京白酒市场的容量不超过 80 亿元，大概是 70 亿多，公司牛栏山酒已经占到北京市场销量份额的 50%，销售额的占比也是第一名，在北京二锅头市场中，份额超过 70%，红星只有 20% 多，因此未来北京市场以后增长不会特别快，主要还是要看外阜的市场。

问：外阜哪些市场开拓的比较成功一些？

答：华北、东北、西北、珠三角地区都比较好，公司有 “1+4+5” 的销售策略，1 是大北京地区，4 是重点销售的省份，5 是未来重点扩张的省份。4 个重点销售省份去年的销量全都过亿，5 个未来重点省份也接近亿元，预计今年这 9 个省份的销售增速都会超过 50%。

问：公司的价格体系和销售的渠道层级是怎么样？

答：青瓷终端价 2、3 百块钱。出厂价不好说，因为各种渠道的出厂价不同。销售渠道结构方面，北京是全覆盖，经销商渠道和自己的渠道都有，餐饮渠道和政府机关都会做。外地主要是依靠经销商，至于做餐饮还是零售渠道，主要看经销商在哪个渠道力量更强。对餐饮和零售的经销商，公司会给不同的政策，流通就是商超，餐饮经销商一般拥有一定的餐饮人脉等，因为餐饮的价格比较零售高，因此对餐饮和流通经销商的出厂价是不一样的。

销售层级上，一个大区目前就扶持一个大的经销商，下面再有二批、三批。北京每个渠道扶持一个大经销商，外阜有些地方刚刚开始，所有渠道就支持一个经销商，经销商再去分渠道管理。

问：公务消费方面，是不是顺义消费牛栏山多一点，其他区县有其他的品牌？

答：市里面的会和中央的会都有我们的酒，公司现在争取在领导的后备箱里面白酒是牛栏山，啤酒是燕京，这两年基本能做到。现在市里面的政务场合，中午和晚上的例行工作餐，基本上都有公司的酒。王岐山当时参观时提出要把牛栏山做成北京一张名片，希望能把

牛栏山酒作为北京的特产，像北京烤鸭一样可以带到其他地方。

问：宁城老窖去年利润下滑的原因？

答：宁城老窖并入股份公司才两年多，所有的市场都要重新开发，内蒙的费用可能还比较少，去年开拓了山东、山西、河北、河南市场，进入这些市场前期的广告、促销费用已经支出，但是短期内还见不到效益。

2. 农业部分

问：公司屠宰业务每头猪只能赚 10 元，是不是和双汇、雨润等行业其他企业相比比较低？

答：全行业都是这个利润水平，公司并不只在北京本地采购生猪，也到河南、内蒙等地区采购，但这个利润水平是行业目前合理的水平。生猪屠宰未来主要依靠增加深加工，增加分割肉的比例，提高产品的附加值。公司这两年才开始做分割肉，设备是 06 年投产，是 04 年的募投项目，目前是国内单条线屠宰能力最大的，达到 350 万头/每年。

问：屠宰的市场份额很高，为什么利润率还是很低？能否介绍一下生产和销售流程？

答：公司冷鲜肉供应占北京 50%以上，去年屠宰的 200 多万头基本都在北京。猪肉是生活必需品，虽然政府没有限价，但提价的反应很大，市领导也会有压力，而且涉及民生的问题，还有社会责任在里面。

流程主要是从各地收猪后在北京集中屠宰，通过加盟店的形式销售，中间没有多个层级，因为层级多了食品安全没法保证。目前大约有 3000 个销售终端。冷鲜肉是按照区域配送，冻肉主要是储备肉，大约 6 千吨，其余的销售基本上都是冷鲜肉。冻肉的利润主要是政府给的保管费，由政府出钱收猪，公司负责屠宰，然后在冷库中保存，按照政府规定的时间和价格销售，作为调节市场的手段，政府会给公司固定的费用。另外针对大宗团体专门有集团采购部。

问：猪价下行对屠宰和肉制品利润率的影响？

答：猪价上涨和下跌对屠宰企业影响都是一样的，原因是企业就赚中间的屠宰费。价格涨的原因是毛猪价格上涨，引起下游屠宰鲜肉价格的上涨，屠宰企业比较喜欢平稳的波动，可以从中赚取差价。

猪肉价格上涨对肉制品并非正面影响，肉制品的提价空间有限，肉价上涨带来的成本压力更大。现在外地养猪的农民，主要靠政府每头 300-500 元的补贴赚钱，由于人工成本和原材料的上涨，没有补贴很难赚钱，这也是公司不做育肥环节养殖的原因。

问：猪价波动对种猪养殖有什么影响？

答：公司种猪业务在全国也是领先的位置，除了台湾和西藏，全国都有销售。投资了十个左右的养殖基地，主要生产原种猪，最少是母代以上，主要生产祖代，规模化养殖场购买以后繁殖两代才是育肥猪。

猪价波动对种猪基本没有影响，**种猪繁育 2-3 代才是商品猪**，商品猪波动比较大，但种猪波动不大。种猪是有淘汰率的，好的屠宰企业公猪可以用 3-4 年，但一般企业只能用一年，母猪是 2-3 年。这里面包括一个基本种群的建立，80-100 头形成一个基本种群，需要建立一个基本种群后才能开始繁育，否则产仔率会下降。

因此养殖场也在不停的购买和淘汰种猪，所以种猪的毛利率是固定的，前几年在 40-50% 波动，原因并非是价格的上涨，而是前几年由于猪源紧张，造成养殖场对种猪的需求量突然增加。

正常情况下，种猪需要养殖半年后出栏，在猪源紧张的时候，3 个月一断奶就被养殖场买走。种猪的销售价格是按照头来计算，而不是按照重量，3 个月的猪的销售价格与半年猪的价格是相同的，但是由于节省了饲料成本等，造成毛利率上升。

问：公司屠宰加工的利润率较低，未来准备怎么提高利润空间？

答：公司只能通过增加附加值提高利润。公司负责了奥运会期间的食品安全工作，包括猪肉、切分蔬菜等。胡总书记还考察过创新食品公司，主要是做农产品精细加工。熟食也刚开始起步，双汇是高温肉制品，雨润是低温肉制品，公司主要做低温肉制品。做熟食的原因之一是受制于冷鲜肉的运输半径，冷鲜肉需要用冷链运输，超过一定运输半径不能保证食品安全和质量，公司全程的冷链物流是自己做的，北京的本厂只能覆盖到北京及周边地区。

问：能否介绍一下创新食品公司以及蔬菜精加工业务的进展？

答：创新主要做蔬菜的精细加工，农产品高端物流配送。07 年投产后，被政府封闭，支持奥运会的蔬菜供应。

08 年奥运会结束后，提出要做北京市的后厨房。在食品安全方面做到全程可追溯；在精细加工能力上，全套设备从日本进口，可以做到符合客户要求的各种规格；在成本控制上，可以保证客户的采购成本与原来持平甚至略低，在国内算是比较新颖的概念，接受度还比较低。

目前由于超市费用比较高，量也比较小，没法覆盖生产和物流费用，因此还不针对零售客户。主要客户是机关团体、大中院校、集团采购、连锁餐饮。在北京目前还没有其他竞争对手。

问：石门市场的盈利模式？检测水平如何？

石门市场就是收摊位费，理解为固定收益，按照摊位费而不是按照量和价收费。部分原因是蔬菜的利润也不高，按照交易量收费农民也无法负担。摊位费的提高要通过提高服务质量来实现。这两年租金在提高，原因是配套设施逐渐完善，包括银行结算、农场检测等。

检测是根据国家标准，可以出具国家认可的报告，很多菜运到石门市场后要求出具报告，封箱后发往全国各地。

公司深加工业务需要的蔬菜也从石门市场采购和检测，深加工主要是做大中院校，党政机关，连锁餐饮。例如百盛集团、吉野家的沙拉都是公司供应和检测的，这个是全程可追溯的。外部企业需要的检测项目是可选的，不同项目收费不同。总体来说，石门市场的收入是比较固定的。

3. 房地产业务部分

问：去年房地产亏损 4000 多万的原因？今年销售情况是否会有所改善？是否会继续亏损？

答：一个原因是增加的财务费用，还有去年基本没有什么结算项目，只有杨镇三期一个项目。杨镇三期分三次开盘，一二期已经销售完了，只有三期在去年年底才开始销售。包头项目还在建，顺义的项目也是刚刚开工。还有些折旧，如办公楼等。

今年杨镇三期的第三期将开始销售，今年包头项目一期如果能完成的话，也将在下半年开始销售。杨镇三期大约还有 200 多套房，平均一套房 100 平米左右，目前房价约为 1.2 万元/平，销售额大约 2 个多亿。房地产主要看政策，杨镇三期 200 套已经达到可销售状态，但是北京的限购政策可能对销售有些影响。包头主要看二期的开发的销售。

目前公司在建和建完的房地产项目包括：杨镇已经建完，包头分三期，站前街（顺义）今年准备开工，下屯是回迁房项目，还有一块新拍的工业用地，主要用做农产品加工和物流。公司的土地预付款会在 12 年结算掉。

问：地产回迁房项目的进展？

答：今年差不多可以建完，回迁都有协议的，必须在固定时间内建完，否则就要赔偿。在回迁户搬入后，政府会给固定的费用。

问：为了完成增发，是否考虑将房地产业务剥离出去？

答：原来准备做募集资金项目，但由于房地产业务做不了，现在只能根据资金情况逐步投入。酒厂扩建就要 10 亿左右，种猪场的扩建还需要 7、8 个亿。

增发项目短期重启可能不大，因为有房地产业务，虽然是从事新农村建设，但证监会还是不放松。剥离房地产业务比较困难，现有的几块地要处理掉需要 10 个亿的资金，小的房地产公司没有实力，大的企业由于地块不在市中心也不愿意做，集团也没有这么多现金。

4. 其他问题

问：集团还有什么业务？

答：集团没什么业务，还有一个药厂，一个药材公司，一个度假村，其他就不多了。我们是大股份公司，小集团，精华的业务都在上市公司。牵手以前也是在上市公司，后来为了公司更好的发展，把它从股份公司剥离出来，目前是海航控股。上市公司董事长也是集团的实际控制人，股份公司和集团公司是两套人马两个体系，公司是国内上市公司非常规范的企业。

问：公司怎样对管理层和员工进行激励的？

答：国企搞不了股权激励，不代表企业管理层没有动力。政府有政府的考核，国资有国资的衡量标准，公司内部也有自己的考核和管理机制。总部按照工作分管面考核，实体企业考核销售和利润，从政府层面一般考核税收和增加值，尽管简单但很实用。分子公司的考核是跟绩效挂钩的，总部是统一考核。

问：公司是否应考虑向其他比较成功的企业学习，例如洋河？

答：公司每年总公司管理层和分子公司管理层都组织外出调研，参观学习和座谈交流，各企业也会自己组织交流，我们也形成了自己的特色。

问：公司账上 50 亿贷款的用途大致有哪些？

答：贷款的主要用途，一方面是牛栏山酒厂的改造项目，以及房地产业务占用，还有种猪扩建项目；另外一方面是流动资金的需求，屠宰收猪主要以现金支付，酒厂的原材料需要提前储备，也有较大的资金需求。原酒储备和土地储备也有资金需求。

问：公司资产负债率已经超过 70%，未来是不是有融资压力？

答：从企业运作的角度，资金什么时候都是不够的，但是够与不够，要看销售是否能跟上，现金流是否能在一段时间内保持正常的流转。不能像德隆把资金链弄断，德隆的几大产业都是在亚洲前列的，但是问题出在经营方面步子迈的太大，加上外部环境收缩。所以资金任何时候都不够，但是资金利用要和产业发展产生互动。

问：领导对公司未来发展怎么判断？

答：从基础的角度来看，公司业务符不符合政策导向？政策是消费拉动内需，公司的酒、肉、菜，都和民生相关，只要公司管理架构没问题，市场策略正确，保持平稳、正常的增长势头就没问题。

酒从 05 年年底的 4.6 亿做到 20 几个亿，当年的酒行业政策大波动，当年的八大名酒真正做出来的很少。就像董酒现在销售不到一个亿，主要靠独特的董香型秘方受到国家保护，但最后市场做不起来保护也没用。西凤也偏居一隅，近几年做的还可以。除了一线品牌，二线品牌先把自己的地区做起来，洋河也是这几年起来，但是真正的大本营还是在江苏，想达到茅台、五粮液的地位还是很难。虽然广告不少，但是要获得这个地位还是需要时间

和其他的手段。从产量角度，牛栏山全国排第二，五粮液第一。

问：公司对未来是否有发展规划？

答：从集团的规划来看，集团在 2010 年年底销售收入 80 亿，去年实现了 100 亿的销售收入，今年定的计划是 120 亿，2015 年的目标是 160 亿，争取做到 200 亿。三五结束时候要在二五的基础上翻番。

白酒以升级改造为主，既要保持产能的投入，也要优化产品结构，还要保持技术和研发的领先，保持市场的正常发展。三五期间白酒要形成 5、60 亿的销售规模，产量能达到 2、30 万吨。今年目标是 30% 以上的增长，目标定得保守一点，实际往往能超预期。

生猪屠宰产业链上，既要保证种猪基地的建设，还要形成自主知识产权的种猪品种，现在规模已经领先，但国内还没有形成自主品牌、自主知识产权的品种。这个是一步大的跨越，从技术引进到技术创新。公司已经具备这个基础，小店计划在今年拿下国内种猪行业的驰名商标，接下来形成自主产权的品牌，形成包括品种、谱系、基因序列等整个系统。我们现在十六七家自有养殖基地，和合作养殖基地，未来都会引入自己的种猪，规模在现有基础上翻一番、翻两番都没有问题。这一块在全国都很分散，我们目前年存栏 10 万头左右，年出栏 6 万头左右已经是全国领先的了。

中游包括屠宰加工生鲜，生鲜要对物流系统和品种结构进行调整；熟食主打低温肉制品，目前已经有核心品种，台湾烤肠在北京的市场份额已经是最大，但是受到产量制约，今年肉制品方面主要围绕这些进行。肉制品加工今年可以达到 40 亿左右，主要通过结构调整和增加销售规模，三五末保守估计翻一番达到 80 亿。

分析师简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学材料学硕士, 曾任职于国金证券, 2010 年新财富团队成员, 2011 年加盟宏源证券研究所。推介成绩: 在 2011 年 6 月 13 日伊利股份大跌时指出若快速复牌则大跌即是买入机会, 后股价最高绝对涨幅达 40%; 成功在 57 元时推荐汤臣倍健, 截止到近日股价绝对涨幅达 55%; 在好想你上市时指出股价被低估, 合理价值区间在 58-64 元, 股价表现与分析结论一致; 近期成功挖掘酒鬼酒的投资机会。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。