

## 青岛啤酒 (600600.SH)

## 啤酒行业

评级: 买入 上调评级

公司研究简报

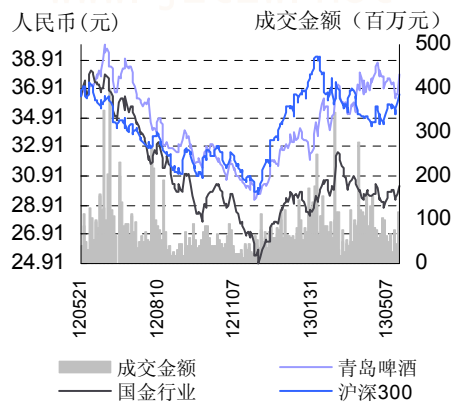
市价(人民币): 37.94元  
目标(人民币): 44.40-47.58元

## 2013年进入行业和青啤的大年

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	695.91
流通港股(百万股)	655.07
总市值(百万元)	512.56
年内股价最高最低(元)	39.95/29.29
沪深300指数	2592.05
上证指数	2282.87



## 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	1.283	1.291	1.586	1.927	2.316
每股净资产(元)	8.22	9.23	10.50	12.08	13.99
每股经营性现金流(元)	1.39	2.30	2.77	3.17	3.74
市盈率(倍)	26.09	25.61	23.92	19.69	16.38
行业优化市盈率(倍)	21.34	21.42	23.22	23.22	23.22
净利润增长率(%)	14.75%	0.59%	22.87%	21.47%	20.19%
净资产收益率(%)	15.60%	13.99%	15.10%	15.95%	16.55%
总股本(百万股)	1,350.98	1,350.98	1,350.98	1,350.98	1,350.98

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **第一, 12年是啤酒行业增长、青啤利润率低谷一年。**受12年消费减速影响, 啤酒行业的销量增长为01年以来最低, 降至3.06%, 从利润率水平来看, 行业整体的成本费用利润率也处于05年以来的较低水平, 不符合行业集中度提升利润率提升的一般规律。从青啤来看, 12年青啤产能利用率位于历史低点; 从利润率看, 12年青啤主品牌销量增长低于整体增长, 拉低毛利率水平, 13年一季度开始, 销量增长恢复, 且高端产品增长更快, 同时, 青啤13年主要原材料都保持稳中有降趋势, 12年是体育营销大年, 13年营销费用下降。
- **第二, 高端品质是企业基础, 青啤品牌更受益消费升级。**中高端产品是青啤优势, 青啤更收益消费升级, 加大对高端(吨价6000-8000, 纯生、易拉罐)和超高端产品开发也进一步提升品牌高度; 预计13年高端产品增长速度进一步提升, 一季度高端20%增长。公司原料优中选优, 选用二次发酵工艺, 高端产品毛利率在60%以上, 青啤主品牌毛利率在48-49%, 奥古特、纯生毛利率在80%以上, 崂山、汉斯、山水毛利率30%。
- **第三, 管理层对公司发展目标是收入利润兼顾。**新管理层对公司发展战略有延续性, 仍是收入利润兼顾。同时, 今年广东市场止跌, 公司盈利区域经营好转, 通过完善销售和激励体系提升广东市场活力。
- **第四, 行业集中度提升加速, 利润率加速赶底, 长期啤酒行业投资价值极高。**目前CR5约70%(雪花、青啤、英博、燕京、嘉士伯+重啤), CR4约64%(雪花、青啤、英博、燕京)。从美国经验可见, CR4超过60%, 进入利润率赶底阶段, 在5-10年完成, 之后进入利润率上升阶段。

## 相关报告

1. 《竞争激烈程度趋缓仍需等待》, 2012.8.16

赵晓媛 联系人  
(8621)61038227  
zhaoxy@gjzq.com.cn

陈钢 分析师 SAC 执业编号: S1130511030031  
(8621)61038215  
cheng@gjzq.com.cn

## 投资建议和估值

- 我们认为啤酒行业在长期投资价值明确, 短期来看, 13年是行业和青啤的大年, 在目前估值水平下是较好的介入机会。预计13-14年实现收入296.6亿/352.5亿, 同比增长15.1%/18.8%; 净利润21.4亿/26.03亿, 同比增长22.87%/21.47%; 实现EPS为1.586元/1.927元。目标价44.4-47.58元, 相当于28x-30x13E PE (23.1x-24.7x 14E PE), 买入评级。

## 风险

- 经济增速下降、气温低于同期。

## 内容目录

一、12年是啤酒行业增长、青啤利润率低谷一年 .....	3
行业小年，12年产量增速是十余年来最低，行业利润率较低 .....	3
12年青啤利润率也处于较低水平，13年毛利率、净利润率提升趋势明显 ...	3
二、高端品质是企业基础，青啤品牌更受益消费升级 .....	4
中高端产品是青啤优势，青啤更收益消费升级 .....	4
加大对高端（吨价 6000-8000，纯生、易拉罐）和超高端产品开发，13年高 端产品增长速度进一步提升，一季度高端 20%增长 .....	5
三、管理层对公司发展目标是收入利润兼顾 .....	5
新管理层对公司发展战略有延续性，仍是收入利润兼顾 .....	5
广东市场止跌，完善销售和激励体系提升广东市场活力 .....	6
四、行业集中度提升加速，利润率加速赶底 .....	6
从美国经验来看，目前是利润率赶底阶段 .....	6
中小企业进一步被挤压，有收购价值的可被收购，其他小企业则将慢慢消 亡，大企业则通过收购和自建进一步提升行业集中度 .....	6
附录：三张报表预测摘要 .....	7

## 图表目录

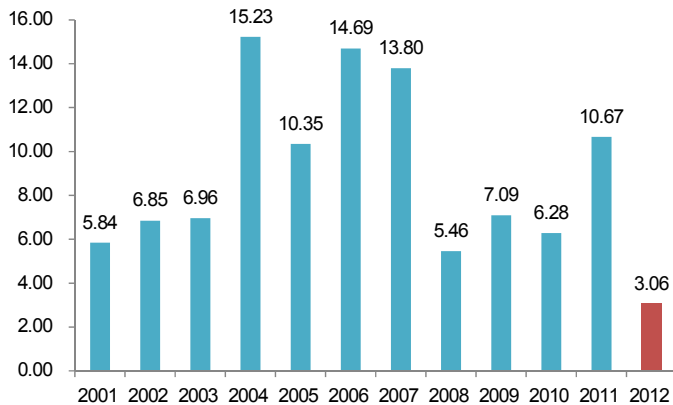
图表 1：中国啤酒行业产量增速（单位：% ，01-12） .....	3
图表 2：中国啤酒行业成本利润率（单位：% ，05-12） .....	3
图表 3：13年啤酒行业月度产量累计同比增长（单位：% ），Q1 增速开始回 升 .....	3
图表 4：带瓶销售啤酒企业（如青啤）的成本构成 .....	4
图表 5：不带瓶销售啤酒企业的成本构成 .....	4
图表 6：美国啤酒销售利润年率的提升经验 .....	6

## 一、12年是啤酒行业增长、青啤利润率低谷一年

### 行业小年，12年产量增速是十余年来最低，行业利润率较低

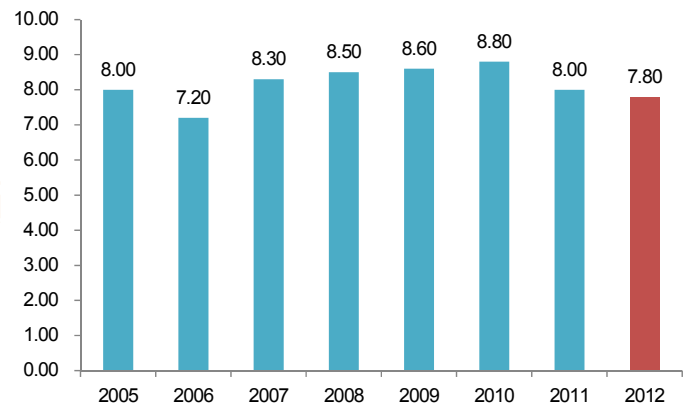
- 受宏观经济不振影响，2012年啤酒行业产量增速为01年以来最低。受12年消费减速影响，啤酒行业的销量增长为01年以来最低，降至3.06%，从利润率水平来看，行业整体的成本费用利润率也处于05年以来的较低水平，不符合行业集中度提升利润率提升的一般规律。

图表1: 中国啤酒行业产量增速(单位: %, 01-12)



来源: Wind, 国金证券研究所

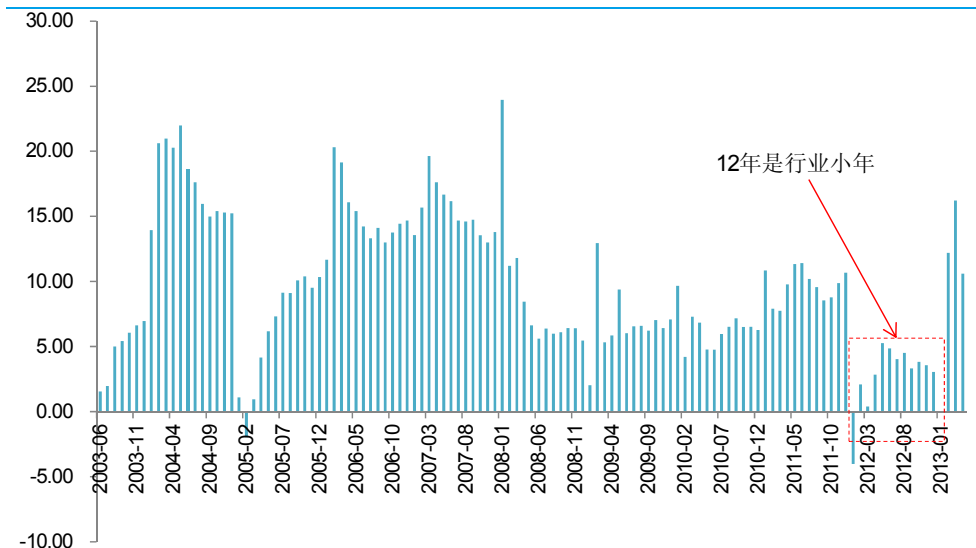
图表2: 中国啤酒行业成本利润率(单位: %, 05-12)



### ■ 13年一季度行业产量增长开始回升

- 2013年1-3月份，啤酒行业累计产量达到1044千升，同比增长达到16.21%，1-4月份，累计产量达到1441千升，同比增长10.6%，相比12年全年3.06%的增长，有了显著的复苏。

图表3: 13年啤酒行业月度产量累计同比增长(单位: %), Q1增速开始回升



来源: Wind, 国金证券研究所

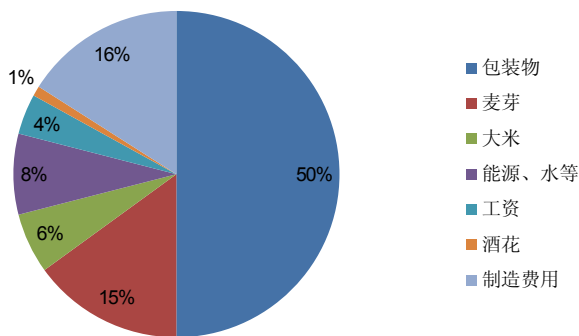
### 12年青啤利润率也处于较低水平，13年毛利率、净利润率提升趋势明显

### ■ 12年青啤主品牌销量增长低于整体增长，拉低毛利率水平

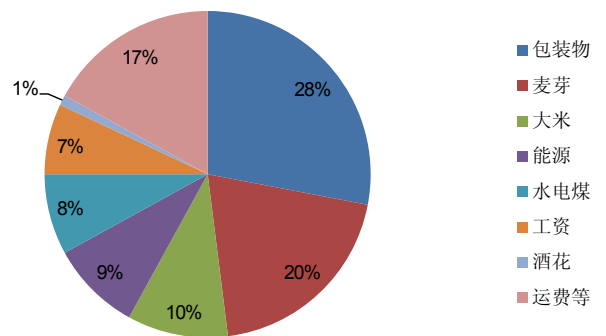
- 12年主品牌销量增长7.34%，收购银麦后低端品牌增长提速，第二品牌带动整体销量增长达到10.48%。12年全年，实现啤酒销量790万千升，同比增长10.48%；主品牌“青岛啤酒”429万千升，同比增长7.34%，收入170.15亿，同比增长7.87%；第二品牌323万千升，同比增长15.77%，收入73.17亿，同比增长19.76%。

- 12 年低端产品发力，使青啤占据了全行业增量的接近一半，被收购的银麦带动第二品牌高速增长，在山东地区协同效应明显。银麦（11 年 4 月正式加盟公司）被收购后，与崂山品牌协同效应明显，公司提高了银麦员工的待遇水平，激发了员工的生产销售热情，12 年增长 60%，在协同效应下，崂山品牌也增长 20%，使在山东份额大幅度提升（如果去掉银麦因素，则第二品牌增速与主品牌增速一致）。通过收购银麦的协同效应，青啤在山东的实战率从 50% 提升到了 65%。
- 13 年产品结构预计好于 12 年，一季度主品牌与第二品牌销量增速差距大大缩小。今年 1 季度，实现啤酒销量 182.9 万千升，同比增长 11.7%；其中主品牌“青岛啤酒”104.6 万千升，同比增长 10.4%；第二品牌 70 万千升，同比增长 14.2%（4 月份总量增长 5% 点多，主品牌增长 8%）。
- 青啤 13 年主要原材料都保持稳中有降趋势，12 年是体育营销大年，13 年营销费用下降
- 成本中一半是包装，13 年包材价格稳中有降，12 年人工成本上升较多，13 年人工成本同比增长下降。新瓶价格降低、易拉罐的成本下降，易拉罐有 80 万吨，占比 10%，远距离的是纸箱，纸箱今年价格下降，大麦今年稳中有降，去年 7 月份开始，美国旱灾后，量价涨大麦涨，去年年底 400 美金，今年 5 月份报价 360 美金，价格现在还能回落，8-9 月份澳洲开始收，如果风调雨顺下半年还会降，公司现在还是低库存，大米还是有降的，上涨的还是人工。人工去年涨了 20%，扣除新员工，涨了 10%，去年涨的相对多些，一个是多年没动，另外，银麦 11 年收购后，香港经营时期临沂工资低，收购后，即使农民工，也按当地最低给。

图表4：带瓶销售啤酒企业（如青啤）的成本构成



图表5：不带瓶销售啤酒企业的成本构成



来源：Wind，网络资料，国金证券研究所

- 产能利用率是历史相对低点，拖累毛利率水平。1 年产能利用率 72%，历史最高是 84%-85%。12 年产能利用率是相对低点，是内部整合集中完成的时候。
- 2012 年，面临欧洲杯和奥运会，是公司重点宣传的年份，但体育赛事对整体销量营销远不及经济周期对销量的影响。13 年，体育赛事减少，公司的体育营销费用相比 12 年会有所下降，并转入对销售带动更强的一般营销活动中去（体育营销更多是对品牌的打造）。

## 二、高端品质是企业基础，青啤品牌更受益消费升级

### 中高端产品是青啤优势，青啤更收益消费升级

- 消费升级带来对消费体验需求的提升，公司原料和工艺胜出

- **原料优中选优。**与其他啤酒企业使用国产大麦相比，公司主品牌的啤酒均采用进口，高端是加拿大的啤酒，再次是澳大利亚（比法国和国产都好），啤酒花是捷克的。
- **两次发酵达到国际一流口感。**全球仅喜力和青啤生产采用两次发酵工艺，取出啤酒酿造过程中产生的高机纯，一般啤酒企业投料+出酒 20 天，青啤要 40 天。

**加大对高端（吨价 6000-8000，纯生、易拉罐）和超高端产品开发，13 年高端产品增长速度进一步提升，一季度高端 20%增长**

- **高端产品毛利率更高，带动整体利润率的提升**
  - **中高端产品的全国化推进更顺利，低端产品只能区域销售，受制于 200 公里的运输半径。**高端产品毛利率在 60%以上，青啤主品牌毛利率在 48-49%，奥古特、纯生毛利率在 80%以上，崂山、汉斯、山水毛利率 30%。
  - **去年高端总共 155 万吨，同比增长 16.97%，高于整体 10.48%的增长。**消费升级趋势明显，比如易拉罐，商超走货量大，新的现象是农村送礼，农村白酒塑化剂后，低端白酒市场萎缩，青啤食品安全好形象好，一箱易拉罐 100 元多点，成熟市场是自己喝。吨价 6000-8000 算高端，一季度高端是 20%增长。
  - **无论是新建还是搬迁，青啤都是高配，配置易拉罐、小瓶生产线，为未来的产品线升级做准备。**刚投产时有可能用高端设备生产 2 线的酒，易拉罐，原来是 20 来万吨，现在一年 70-80 万，每年增长 20%。
  - **纯生上，国内的占比还有很大提升空间，因消费升级会刺激大众对口感的追求。**日本、西欧纯生占比 50%以上，熟啤酒毛利率 40%，纯生 60%多，纯生工艺特殊，全程无菌生产，熟啤酒要巴士杀菌，便于长期保存，但是损失了营养成分和口感。未来消费升级，除了易拉罐空间大，纯生还有很大增长空间。
- **开发超高端产品提升品牌高度，奥古特、一品纯生、鸿运当头、黑啤，市场影响很好**
  - **奥古特，对青岛啤酒老的口味感兴趣的喜欢喝，奥古特 2 年不到 3 万吨酒，提升品牌形象。**一品纯生，加拿大麦芽捷克酒花最好的菌种，酒精度低，吨酒价格 8000-10000。13 年开发鸿运当头，铝制瓶子，春节前有一批，国内没有生产线，国际进口瓶子，运费高，空瓶 5-6 元，售价 30 多，中粮上生产线生产铝制瓶子，8-9 月份，能把成本降下来，6 瓶，礼品装，装出口酒的标准，把产品形象拉得更高。黑啤，这两年会把它做大，产品链拉长，产品提升，出厂价 10 元左右，今年为中秋节准备，明年更好。

### 三、管理层对公司发展目标是收入利润兼顾

**新管理层对公司发展战略有延续性，仍是收入利润兼顾**

- **青啤管理层收入水平较好，销售体系平均待遇高，但股权激励难施行**
  - **国有企业上市公司的股权激励实施难度大，且激励因素有限。**但是从公司整体收入待遇水平来看，青啤、海信等山东地域的国有集团在全国居前，且销售体系平均待遇远高于后台，整个公司有合理的人员激励机制。
- **12 年第二品牌增长更快的主要原因是新收购的银麦增长显著，不是管理层放弃利润**
  - **青啤战略目标仍是既要份额又要利润。**通过与公司管理层的沟通，公司兼顾市场份额和利润的目标明确，但由于收购银麦后，山东地区发生协同效应，使银麦带动二线品牌高增长，使公司毛利率有所下降。

广东市场止跌，完善销售和激励体系提升广东市场活力

- 12 年最赚钱的广东区域竞争力有所下降。广东是青啤最赚钱的区域，广东产品结构最好，主品牌占比 75%以上，在广东工厂规模在 40 万吨以上，在公司赢利前三大的子公司中，广东占 2 个子公司。广东的情况是，淡旺季不明显，消费水平最高，全国最赚钱，公司在广东 5 个工厂 100 万左右销量，产能 150 万吨以上，雪花和百威也建了新工厂，竞争压力大，原来青啤在广东主要依赖大客户，遇到竞争后，他们不愿意积极主动开拓市场。
- 13 年，广东市场在管理和激励上进一步完善，1 季度广东市场止跌，贡献 13 年利润增长。公司 12 年年底换了广东地区销售经理，从山东派人过去进行微观管理，通过更细化的管理，使 1 季度止跌。因为广东的竞争对手是最强的，是肥肉，竞争压力最大。同时，为了激励经销商，13 年同意广东地区大经销商入股揭阳工厂，进一步激励广东地区经销商的积极性。

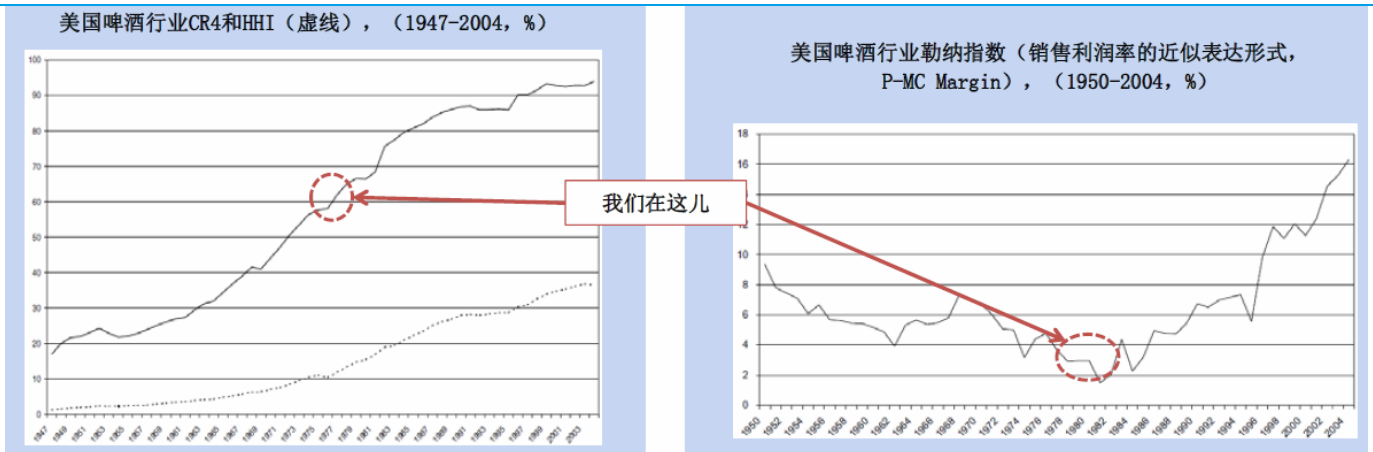
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

四、行业集中度提升加速，利润率加速赶底

从美国经验来看，目前是利润率赶底阶段

- CR5 约 70% (雪花、青啤、英博、燕京、嘉士伯+重啤，约 70%)，CR4 约 64% (雪花、青啤、英博、燕京)。从图中可见，CR4 超过 60%后，进入利润率赶底阶段，这个阶段在 5-10 年完成，之后进入利润率上升阶段。

图表6: 美国啤酒销售利润年率的提升经验



来源: 'Brewing-games Firms Play', 国金证券研究所

中小企业进一步被挤压，有收购价值的可被收购，其他小企业则将慢慢消亡，大企业则通过收购和自建进一步提升行业集中度

- 从目前行业来看，200 来家 10 万吨以下的啤酒企业，另有 10 万吨以上 30 家左右能收购。青啤现在是现有企业的扩建和搬迁，青岛二厂扩建，从 30 万扩大到 70 万，平洲 3 厂也在扩建，投资很少，1000 来万就能有 1000 万产能，第二个是新建，一个是有市场支撑，石家庄、成都、九江，河南 11 万吨，九江 9 万吨，才考虑建厂，中档产品转到当地，还可以向下延伸，生产低端产品，达产后利用率都在 50%以上。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	19,898	23,158	25,782	29,663	35,246	41,896	货币资金	7,598	6,108	7,118	7,829	11,469	15,706
增长率		16.4%	11.3%	15.1%	18.8%	18.9%	应收款项	291	301	232	254	302	359
主营业务成本	-11,234	-13,417	-15,434	-17,376	-20,593	-24,420	存货	1,942	2,718	2,360	2,856	3,385	4,014
%销售收入	56.5%	57.9%	59.9%	58.6%	58.4%	58.3%	其他流动资产	63	457	432	176	208	246
毛利	8,663	9,741	10,348	12,288	14,653	17,476	流动资产	9,895	9,583	10,142	11,116	15,364	20,325
%销售收入	43.5%	42.1%	40.1%	41.4%	41.6%	41.7%	%总资产	55.7%	66.4%	66.2%	44.7%	53.5%	61.0%
营业税金及附加	-1,663	-2,024	-2,201	-2,527	-2,996	-3,561	长期投资	155	152	171	172	171	171
%销售收入	8.4%	8.7%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	固定资产	5,797	628	688	9,136	8,795	8,514
营业费用	-3,918	-4,415	-4,931	-5,666	-6,697	-7,960	%总资产	32.6%	4.4%	4.5%	36.7%	30.6%	25.6%
%销售收入	19.7%	19.1%	19.1%	19.1%	19.0%	19.0%	无形资产	1,450	3,468	3,635	4,455	4,366	4,281
管理费用	-1,079	-1,184	-1,269	-1,459	-1,727	-2,053	非流动资产	7,882	4,846	5,175	13,765	13,334	12,968
%销售收入	5.4%	5.1%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	%总资产	44.3%	33.6%	33.8%	55.3%	46.5%	39.0%
息税前利润 (EBIT)	2,003	2,118	1,946	2,635	3,233	3,901	<b>资产总计</b>	<b>17,777</b>	<b>14,429</b>	<b>15,317</b>	<b>24,880</b>	<b>28,699</b>	<b>33,294</b>
%销售收入	10.1%	9.1%	7.5%	8.9%	9.2%	9.3%	短期借款	214	165	150	0	0	0
财务费用	-5	36	178	119	168	250	应付款项	4,629	5,661	5,945	6,556	7,770	9,220
%销售收入	0.0%	-0.2%	-0.7%	-0.4%	-0.5%	-0.6%	其他流动负债	1,173	1,330	1,240	1,841	2,175	2,561
资产减值损失	-72	-17	-1	0	0	0	流动负债	6,016	7,156	7,336	8,397	9,945	11,781
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	11	454	452	452	452	453
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	2,031	2,747	3,089	1,409	1,409	1,409
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>8,057</b>	<b>10,357</b>	<b>10,878</b>	<b>10,259</b>	<b>11,807</b>	<b>13,644</b>
营业利润	1,926	2,137	2,123	2,754	3,402	4,151	<b>普通股股东权益</b>	<b>9,603</b>	<b>11,110</b>	<b>12,468</b>	<b>14,186</b>	<b>16,316</b>	<b>18,904</b>
营业利润率	9.7%	9.2%	8.2%	9.3%	9.7%	9.9%	少数股东权益	117	166	315	435	575	745
营业外收支	187	313	346	300	300	300	<b>负债股东权益合计</b>	<b>17,777</b>	<b>21,634</b>	<b>23,661</b>	<b>24,880</b>	<b>28,699</b>	<b>33,294</b>
税前利润	2,114	2,451	2,469	3,054	3,702	4,451	<b>比率分析</b>						
利润率	10.6%	10.6%	9.6%	10.3%	10.5%	10.6%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-539	-657	-639	-791	-959	-1,153	<b>每股指标</b>						
所得税率	25.5%	26.8%	25.9%	25.9%	25.9%	25.9%	每股收益	1.118	1.283	1.291	1.586	1.927	2.316
净利润	1,575	1,793	1,830	2,263	2,743	3,298	每股净资产	7.108	8.224	9.229	10.501	12.077	13.993
少数股东损益	64	60	86	120	140	170	每股经营现金净流	2.431	1.386	2.297	2.768	3.172	3.738
归属于母公司的净利润	1,511	1,734	1,744	2,143	2,603	3,128	每股股利	0.160	0.180	0.260	0.300	0.350	0.400
净利率	7.6%	7.5%	6.8%	7.2%	7.4%	7.5%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	15.73%	15.60%	13.99%	15.10%	15.95%	16.55%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	8.50%	8.01%	7.37%	8.61%	9.07%	9.40%
净利润	1,584	1,798	1,845	2,263	2,743	3,298	投入资本收益率	13.28%	11.53%	9.63%	11.85%	12.77%	13.44%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	631	715	845	889	939	976	主营业务收入增长率	10.38%	16.38%	11.33%	15.06%	18.82%	18.87%
非经营收益	16	62	-282	42	-269	-269	EBIT增长率	17.06%	5.74%	-8.11%	35.39%	22.70%	20.67%
营运资金变动	1,052	-702	696	545	872	1,044	净利润增长率	21.53%	14.75%	0.59%	22.87%	21.47%	20.19%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,284</b>	<b>1,872</b>	<b>3,104</b>	<b>3,739</b>	<b>4,285</b>	<b>5,050</b>	总资产增长率	19.57%	21.70%	9.37%	62.43%	15.35%	16.01%
资本开支	-1,086	-2,405	-2,365	-1,319	-209	-310	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	-1,769	0	-1	0	0	应收账款周转天数	1.7	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2
其他	494	237	375	0	0	0	存货周转天数	62.1	63.4	60.0	60.0	60.0	60.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-592</b>	<b>-3,937</b>	<b>-1,991</b>	<b>-1,320</b>	<b>-209</b>	<b>-310</b>	应付账款周转天数	37.7	39.8	43.2	40.0	40.0	40.0
股权募资	0	30	70	0	0	0	固定资产周转天数	101.1	#DIV/0!	#DIV/0!	102.8	82.0	65.6
债权募资	0	359	-22	-1,652	0	1	<b>偿债能力</b>						
其他	-264	-337	-438	-56	-437	-504	净负债/股东权益	-62.85%	-36.83%	-39.94%	-40.81%	-56.87%	-70.45%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-264</b>	<b>52</b>	<b>-390</b>	<b>-1,708</b>	<b>-437</b>	<b>-503</b>	EBIT利息保障倍数	411.1	-58.5	-10.9	-22.2	-19.2	-15.6
<b>现金净流量</b>	<b>2,428</b>	<b>-2,013</b>	<b>723</b>	<b>711</b>	<b>3,640</b>	<b>4,237</b>	资产负债率	45.32%	47.87%	45.97%	41.23%	41.14%	40.98%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	6	14	14	18
增持	0	4	14	14	34
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.40	1.51	1.53	1.60

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-10-28	增持	33.47	N/A
2 2012-08-16	增持	33.10	38.32 ~ 41.26

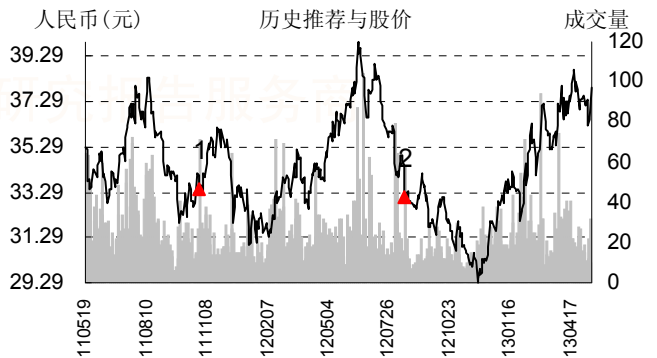
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net



**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net