

2014年7月21日

会稽山 (601579.SH)

公司新股定价

证券研究报告

黄酒龙头企业 外延扩张谋发展

■国内黄酒行业龙头企业。公司2013年营业收入为9.34亿元，市占率为6.07%。收入规模位于古越龙山、金枫酒业之后，位列第三。销售区域主要集中在浙江，其中浙江绍兴占销售比重的42%。且公司为民营企业，相比行业前两位的国有体制更为灵活。

■竞争优势：黄酒行业目前销售主要集中在江浙沪一带，相比白酒行业在规模上具有较大的差距。公司作为国内历史最悠久的黄酒企业之一，具有销售渠道优势和原酒储量优势。随着黄酒口感改良，以及黄酒的健康性被大众所认识，黄酒行业仍具有较大的发展空间。伴随公司上市后带来的募集资金及品牌声誉度的提高，使得公司有望获得超越行业的发展。

■财务分析：1) 收入构成：中高端和普通产品2013年分别占公司收入的44.5%和49.1%，由于三公消费对高端产品销售的影响，13年普通产品的收入占比第一次超过中高端。2) 盈利能力：毛利率持续提升，同行业比较低于金枫酒业，高于古越龙山。3) 费用管控能力：近几年期间费用率持续下降，可见公司具有较好的费用管控能力，同行业比较优于金枫酒业，和古越龙山相差无几。

■募投资金主要用于年产4万千升中高档优质绍兴黄酒项目，扩大公司产能，为公司外延扩张获得更大的市场份额提供基础。

■投资建议：预计2013-2015年净利润分别为1.28亿元、1.42亿元、1.59亿元，净利润增速分别为3.3%、10.8%和11.8%。按照发行1亿股来计算，全面摊薄的EPS分别为0.32元、0.35元和0.40元。根据可比上市公司2014年PE估值的对比，同时我们考虑到一季度黄酒行业盈利能力有所下滑，我们认为给予公司2014年PE为25-27倍相对合理，建议定价区间为8.01元-8.65元，询价区间为3.80元-4.20元。

■风险提示：1) 外延扩张的进度低于预期；2) 外延扩张的过程中费用投入过大，使得业绩承压；3) 三公消费对中高档黄酒消费的影响。

询价区间：3.80—4.20元
定价区间：8.01—8.65元

发行数据

总股本(万股)	30,000
发行数量(万股)	10,000
网下发行(万股)	6,000
网上发行(万股)	4,000
保荐机构	
发行日期	2014/7/24
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

精功集团有限公司	44.00%
浙江中国轻纺城集团股份有限公司	34.00%
绵阳科技城产业投资基金(有限合伙)	16.66%
浙江涌金中富投资有限公司	2.67%
上海盛万投资有限公司	2.67%

%	1M	3M	12M
相对收益			
绝对收益			

苏青青

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514020001
suqq@essence.com.cn
021-68765076

报告联系人

王园园

021-68765661

wangyy7@essence.com.cn

张龙

021-68763897

zhanglong2@essence.com.cn

相关报告

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	974.8	933.8	945.7	1,008.6	1,093.4
净利润	127.2	124.0	128.1	142.0	158.7
每股收益(元)	0.42	0.41	0.32	0.35	0.40
每股净资产(元)	2.76	3.16	3.63	3.99	4.38

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
毛利率	45.1%	45.8%	45.0%	45.4%	46.0%
净利润率	13.1%	13.3%	13.5%	14.1%	14.5%
净资产收益率	15.0%	12.9%	8.7%	8.8%	9.0%
ROIC	16.7%	13.3%	10.7%	11.1%	12.7%

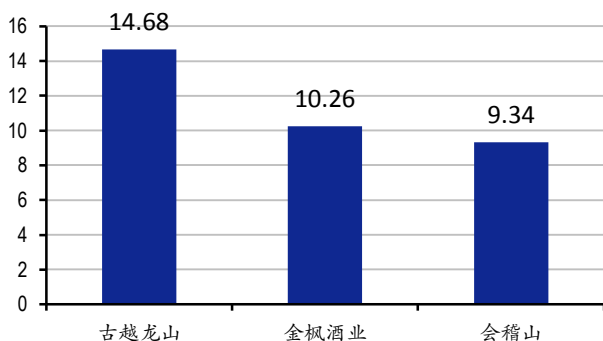
数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

1. 公司简介

1.1. 主营业务

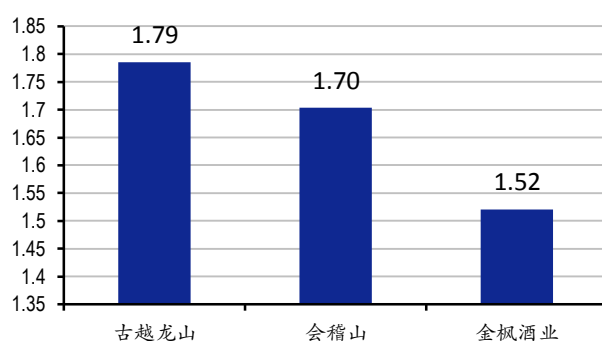
会稽山绍兴酒股份有限公司是国内黄酒行业龙头企业，在国内同类企业中收入规模位于古越龙山、金枫酒业之后，位列第三；净利规模位列古越龙山之后，位列第二。2013 年公司营业收入 9.34 亿元，同比递减 4.21%；净利润为 1.25 亿元，同比下滑 1.55%。2013 年公司营业收入占国内黄酒行业 6.07%。

图 1：2013 年黄酒行业前三营业收入 单位：亿元



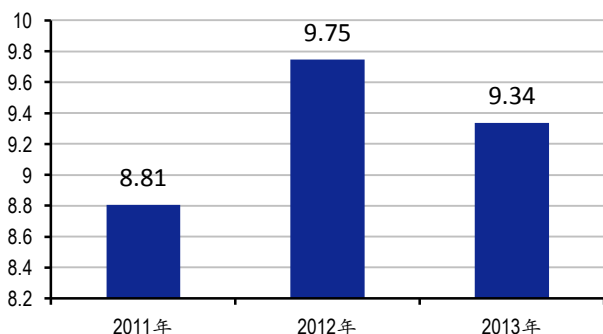
数据来源：wind 资讯，安信证券研究中心

图 2：2013 年黄酒行业前三营业利润 单位：亿元



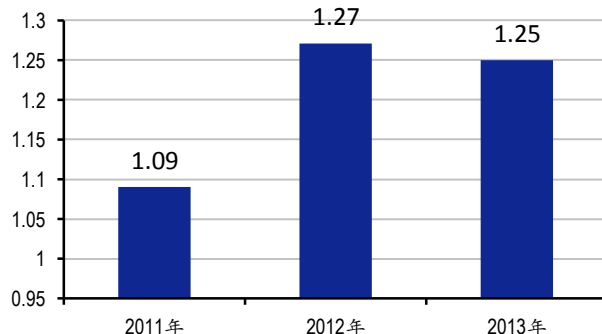
数据来源：wind 资讯，安信证券研究中心

图 3：会稽山营业收入 单位：亿元



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

图 4：会稽山净利润 单位：亿元

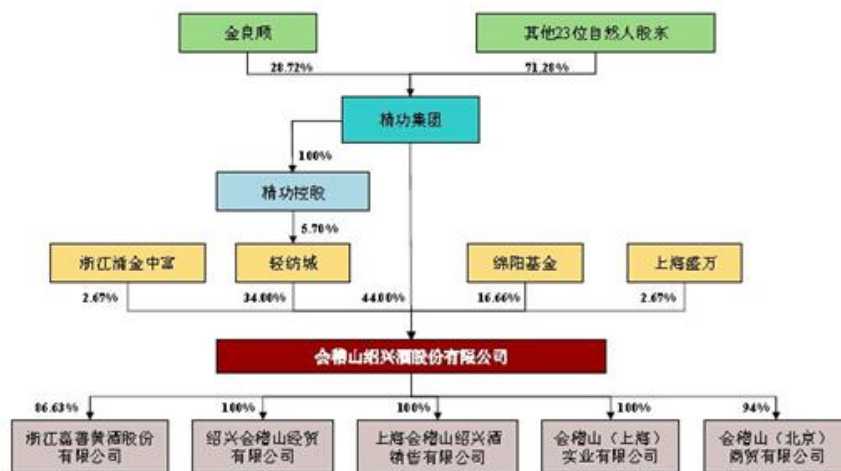


数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

1.2. 股权结构

本次发行前，公司总股本为 30000 万股，前三大股东为精功集团、轻纺城和绵阳基金，分别持有会稽山绍兴酒股份有限公司 44%、34%和 16.6%的股权比例。截至 2014 年 3 月 27 日，精功集团控股子公司精功控股持有轻纺城 5.70%的股份，是轻纺城的第二大股东。金良顺先生持有精功集团 28.72%的股份，是精功集团的第一大股东，是公司的实际控制人。本次发行人拟公开发行股票不超过 10,000 万股，公司现有股东将其于本次发行前持有的公司股份以公开发行方式向投资者转让的股份合计不超过 5,500 万股，预计实际控制人地位不会发生变。

图 5：会稽山上市前股权结构



数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

2. 行业分析

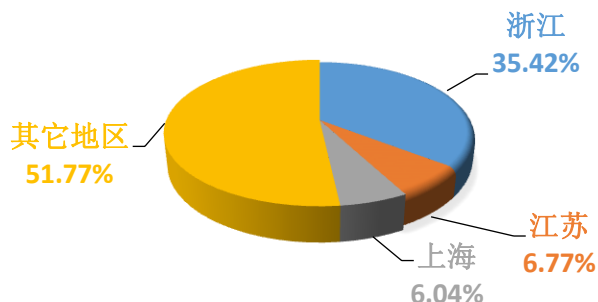
2.1. 黄酒行业地域性分析

黄酒的定义十分重要，是做菜的佐料，还是一种酒水饮料？黄酒的消费场合同样重要。但目前来看黄酒尚未找到准确的市场定位。宴请贵宾或者领导，会考虑来瓶白酒体现“尊重别人”；和老朋友吃饭，会考虑啤酒来体现“热情”；和几个朋友去酒吧，洋酒或者红酒肯定是第一选择。这是不同场合下的选择不同，也代表了几种不同酒种不同的功能。在这里，白酒代表的是尊重文化；啤酒代表的是激情文化；红酒代表的是浪漫特征；洋酒代表的高贵品质。黄酒、啤酒、葡萄酒被誉为世界三大古酒，根据《吕氏春秋》记载，黄酒的起源就在绍兴，距今已有 2500 年历史。但是，目前中国黄酒企业都在坐吃中国黄酒文化，缺乏在传承基础上的创新，只是一味的重生产，重技术，轻市场，轻营销，不善于驱动市场。

受历史、文化和地理等诸多因素影响，我国黄酒行业地域特征明显，其生产、消费主要集中在江浙沪等传统黄酒消费区域。2006 年江浙沪三地黄酒行业销售收入占全国比例高达 76.94%。但是，黄酒行业的地域性分布问题已经有所好转，随着近年来其他地区市场的开拓，江浙沪的比重已经呈现逐年下降趋势，但是分布仍然十分不平衡。2012 年浙江黄酒行业销售收入占全国的比重最大，为 35.42%，江浙沪三地比重高达 48.13%。

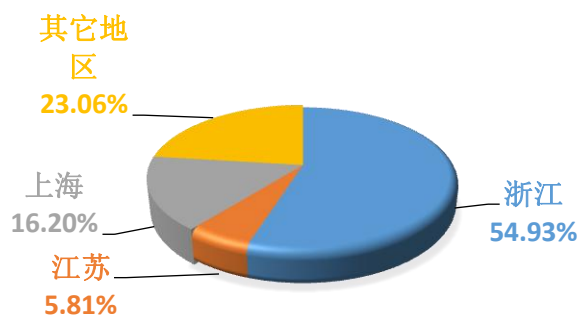
会稽山绍兴酒股份有限公司的销售地域性问题也十分突出，严重依赖本地消费。2013 年公司在绍兴市本地的销售金额比重就达到了 42.17%，江浙沪三地的比重更是高达 92.33%。同时，比较 2012 年公司的销售金额比重，销售地域性问题基本没有变化。但是这也体现了黄酒行业的潜力。

图 6：2012 年全国黄酒行业全国不同区域销售比重



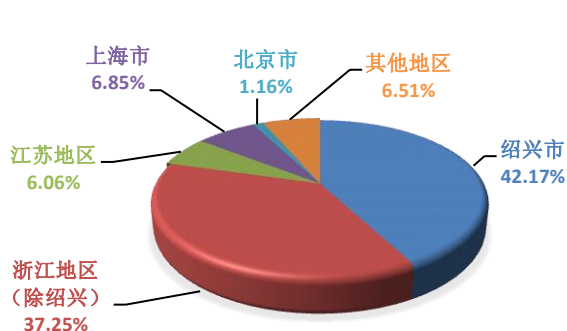
数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

图 7：2006 年全国黄酒行业全国不同区域销售比重



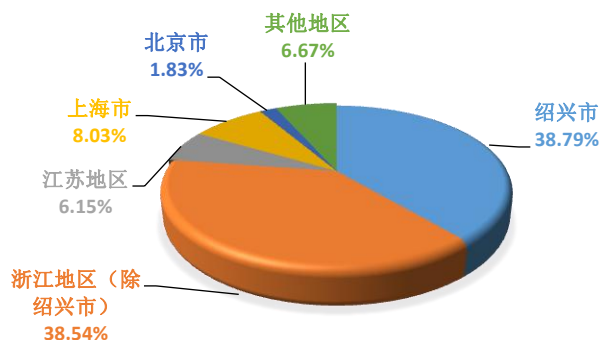
数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

图 8：2013 年会稽山产品全国不同区域销售金额比重



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

图 9：2012 年会稽山产品全国不同区域销售金额比重



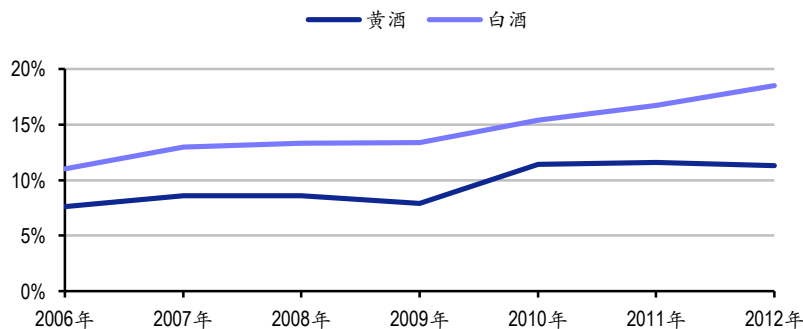
数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

2.2. 黄酒行业与白酒行业对比分析

2013 年国内黄酒行业的年营业收入在 154 亿元左右，与同年白酒行业 5018 亿元营业收入相比，只有白酒行业的 3%左右；而黄酒的主要消费群体仍然是江、浙、沪、闽的大龄消费者，因为大众化中老年群体，关注身心健康，易存在心脑血管、抵抗力和免疫力下降的潜在性疾病，饮用黄酒更多是追求一种保健、养生和营养的实际价值性健康消费。同时，黄酒不被注重口感的年轻消费者所喜欢，所以黄酒的消费缺乏新生力量，得不到主力消费人群的认可，这是黄酒发展的薄弱环节。虽然黄酒行业近年来努力改善黄酒口感，使之更符合年青消费者群体喜爱，但是这部分消费群体所占份额少之又少，这是一个挑战，也是一个机遇。

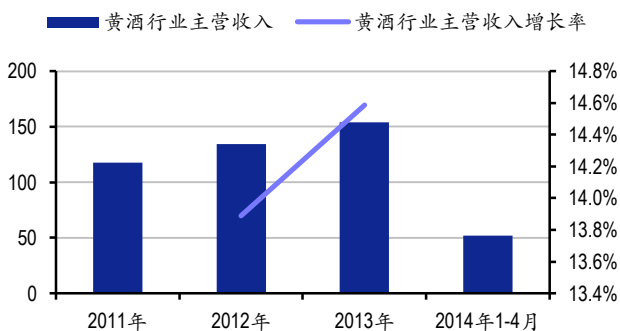
黄酒行业和白酒行业的利润率都呈逐年上升趋势，但是白酒行业利润率始终高于黄酒行业，且利润率差距呈逐年变大趋势，差距从 2006 年 3.40% 变大到 2012 年 7.20%。在行业收入规模方面，白酒行业收入远远高于黄酒行业，是黄酒行业收入的 30 多倍；利润总额方面差距同样较大，白酒行业是黄酒行业利润的 40 多倍。

图 10: 黄酒和白酒行业利润率比较



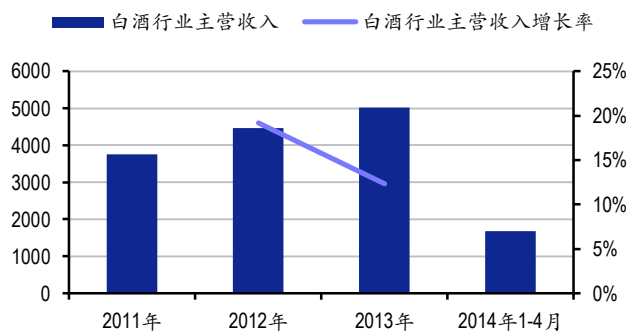
数据来源: wind 资讯、安信证券研究中心

图 11: 黄酒行业收入规模及增速



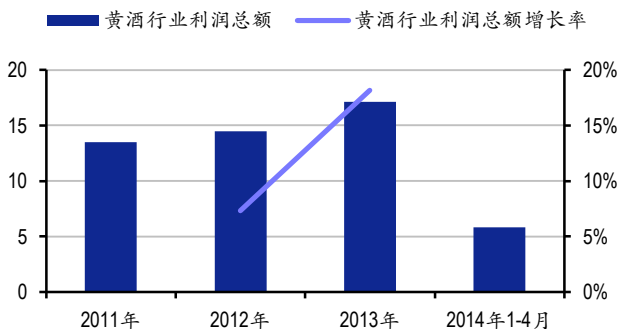
数据来源: wind 资讯、安信证券研究中心

图 12: 白酒行业收入规模及增速



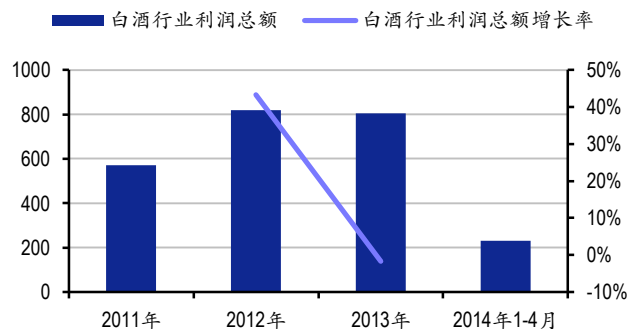
数据来源: wind 资讯、安信证券研究中心

图 13: 黄酒行业利润总额规模及增速



数据来源: wind 资讯、安信证券研究中心

图 14: 白酒行业利润总额规模及增速



数据来源: wind 资讯、安信证券研究中心

3. 公司竞争优势分析

会稽山绍兴酒股份有限公司是国内黄酒行业龙头企业, 2013 年产能为 10 万千升黄酒, 实际产量为 9.81 万千升, 上市募投项目年产 4 万千升中高端优质绍兴黄酒项目能够进一步扩大公司产能, 增加市场份额。

3.1. 销售渠道优势

作为全国运营历史最悠久的黄酒企业之一，公司建立了全国性的销售渠道，拥有超过一千家的营销网点，由经销商、商超卖场和直销网点等共同组成，覆盖全国 20 余个省、直辖市及自治区，有利于公司产品在全国范围的推广。

3.2. 原酒储量优势

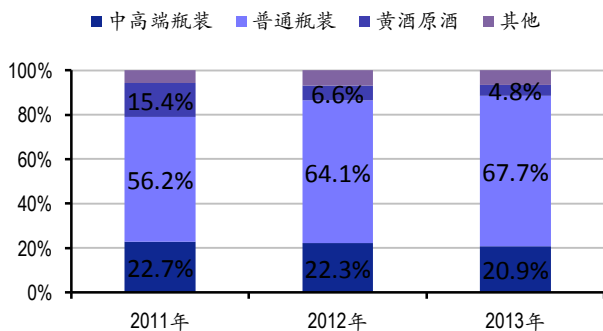
原酒是生产高档黄酒的必要基础。由于原酒陈化需要时间，因此黄酒生产企业在短时间内无法获得大量优质原酒储量，故而原酒储量具有一定稀缺性。由于会稽山黄酒历史悠久，270 多年生产从未间断，因此公司的原酒储量较大，目前合计拥有各年份的原酒储量约 12 万千升，处于行业领先地位。由于公司的原酒储量充足，各类黄酒产品销量得到有效保证，为未来业务的可持续发展提供了坚实有力的保障。

4. 财务分析

4.1. 收入及收入结构分析

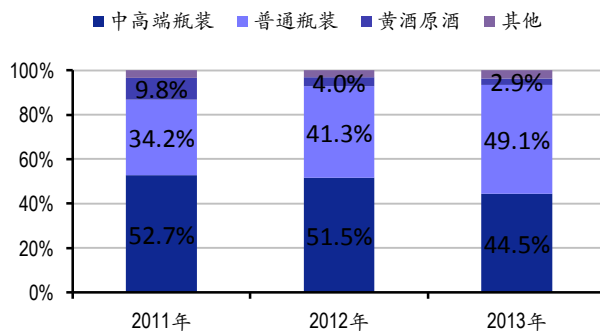
公司主营产品分中高端瓶装黄酒，普通瓶装黄酒和黄酒原酒三大类。产品构成中，普通瓶装酒的销售占比不断提高，中高端及原酒均有所下滑。其中，中高端瓶装黄酒占公司 2013 年销售数量的 20.91% 和销售金额的 44.47%，同比分别下滑 1.4pct 和 7.0pct；普通瓶装黄酒是公司产品的最重要组成部分，销售数量和金额占比最高，达到 67.72% 和 49.90%，同比分别上升 3.6pct 和 7.8pct。公司去年营业收入下滑，主要是因为三公消费减少冲击了中高端瓶装黄酒的销售，但是普通瓶装黄酒和黄酒原酒的销量有所上升。

图 15: 会稽山产品数量构成 (单位: %)



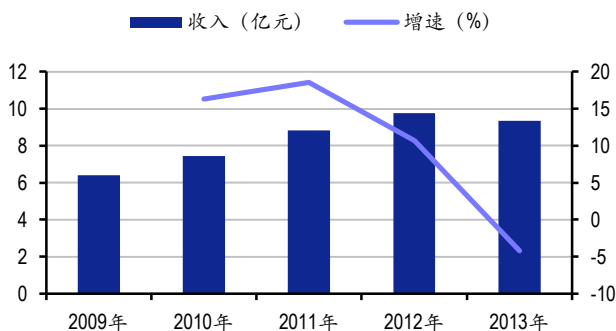
数据来源: 招股意向书、安信证券研究中心

图 16: 会稽山产品收入构成 (单位: %)



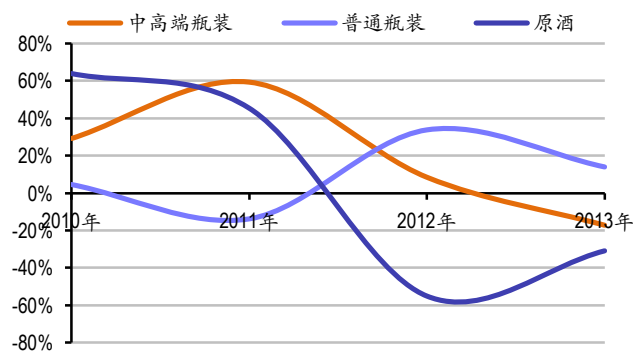
数据来源: 招股意向书、安信证券研究中心

图 17: 会稽山收入及增速



数据来源: 招股意向书、安信证券研究中心

图 18: 会稽山主要产品收入增速



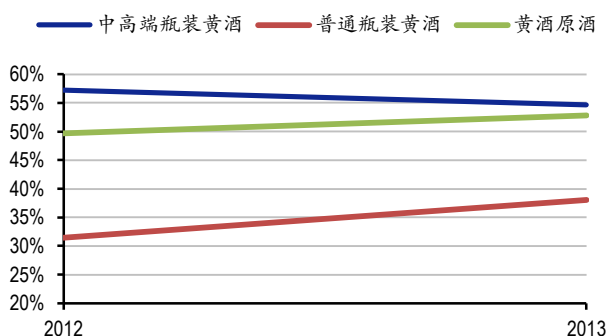
数据来源: 招股意向书、安信证券研究中心

4.2. 毛利率分析

近几年，公司毛利率持续上升，2013 年毛利率为 45.76%，同比上升 0.66pct。其中，普通瓶装黄酒和原酒原酒 2013 年毛利率较去年有所上升，主要原因是 2013 年公司对其产品进行了提价。中高端瓶装黄酒 2013 年毛利率比 2012 年下降，主要原因是抑制三公消费冲击了中高端黄酒市场，公司通过促销等活动降低了毛利率。

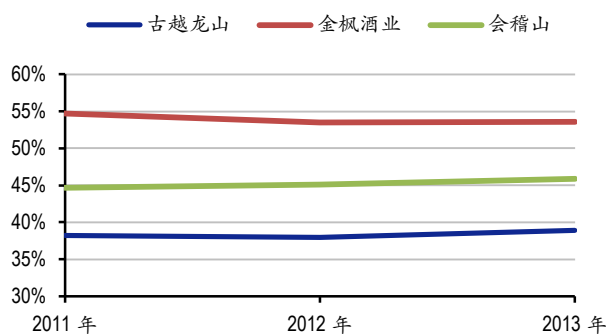
黄酒行业前三名企业的整体毛利率三年来都基本维持稳定。其中，金枫酒业的整体毛利率最高，会稽山的整体毛利率其次，古越龙山最低。究其原因，金枫酒业销售区域主要位于上海，2013 年营业收入 10.24 亿元，上海市占 9.53 亿元，产品定价更高，同时中高档产品销量增长强势，2013 年提升了 7.1%。古越龙山除了生产黄酒之外，还生产包括玻璃瓶等其它毛利率低的产品，所以拉低了公司的整体毛利率。

图 19: 会稽山各类黄酒的毛利率情况



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

图 20: 黄酒行业前三整体毛利率变化

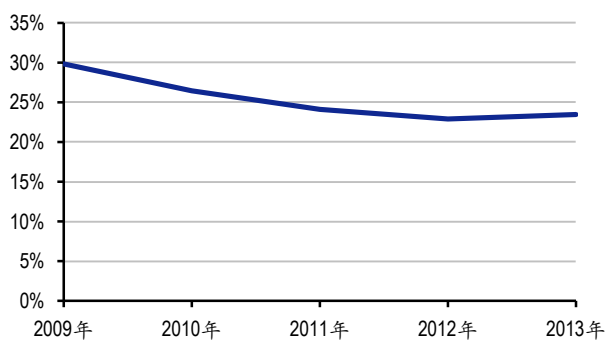


数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

4.3. 期间费用率分析

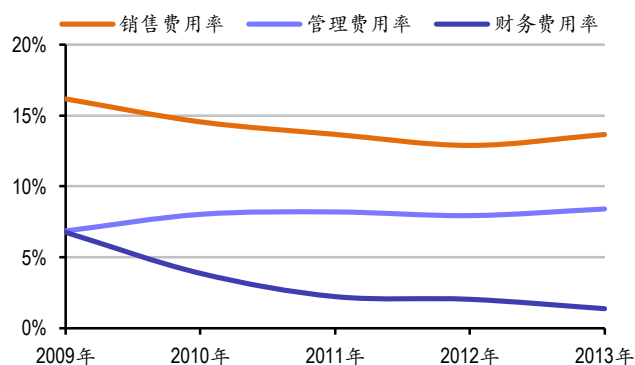
公司成本控制能力较强，销售费用和管理费用呈稳定趋势，同时财务费用近年来有所下降。与黄酒行业上市公司金枫酒业和古越龙山相比，会稽山和古越龙山同样位于浙江省绍兴市，销售费用和管理费用相似。但是金枫酒业前身系上海市第一食品股份有限公司，销售区域以上海为主，区域差异带来了铺货，营销等方面的成本差异，所以销售费用更高，同样的，上海地区的人员和场所经营管理等成本更高，所以金枫酒业的管理费用率高于其它两家公司。与可比公司相比，会稽山的财务费用比较高，但是近年来呈现逐步减少趋势。

图 21: 会稽山期间费用率持续下降



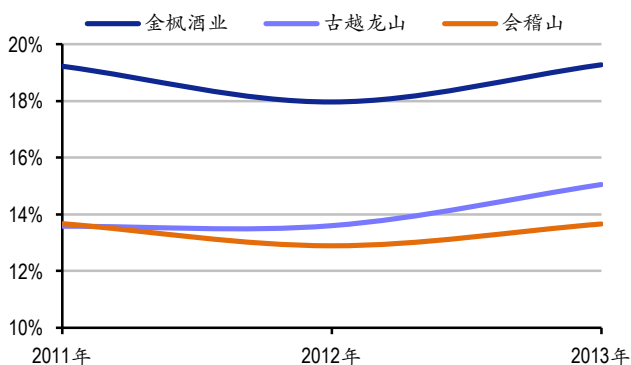
数据来源: 招股意向书, 安信证券研究中心

图 22: 会稽山各项期间费用率变动趋势



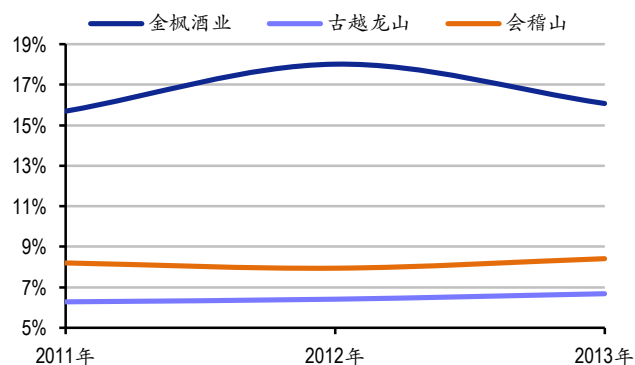
数据来源: 招股意向书, 安信证券研究中心

图 23: 可比上市公司销售费用率比较分析



数据来源: 公司年报, 安信证券研究中心

图 24: 可比上市公司管理费用率比较分析



数据来源: 公司年报, 安信证券研究中心

5. 募投项目分析

本次公司发行募投项目为年产4万千升中高档优质绍兴黄酒项目。项目总投资金额为4.18亿元, 其中募集资金投入金额为3.76亿元。建设期限为5年, 2010年5月份正式开工, 预计2014年竣工。该项目预计投产第一年产能利用率为80%, 第二年达到正常运转, 由于黄酒原酒需要经过一段时间的储藏陈化后才能对外销售, 因此募投项目的经济效益预计在投产后逐步实现, 公司预计的年销售规模在2.38亿元, 年净利在4,450万元。

6. 盈利预测

基于以上分析, 对公司关键财务指标预测如下:

1) 主要产品收入增速

主营业务	2013年	2014E	2015E	2016E
普通瓶装	14.0%	7%	10%	10%
中高端瓶装	-17.2%	-5%	3%	7%
其他酒	7.0%	2%	5%	5%
原酒	-30.9%	0%	3%	5%
主营业务收入	-4.2%	1.3%	6.6%	8.4%

数据来源: 招股意向书, 安信证券研究中心预测

2) 主营业务毛利率

主营业务	2013年	2014E	2015E	2016E
普通瓶装	38.1%	38.1%	38.6%	39.1%
中高端瓶装	54.7%	54.0%	55.0%	56.0%
其他酒	38.9%	38.9%	38.9%	38.9%
原酒	52.8%	52.0%	52.5%	52.7%
主营业务	45.8%	45.0%	45.4%	46.0%

数据来源：招股意向书、安信证券研究中心预测

3) 期间费用率

主营产品	2013年	2014E	2015E	2016E
销售费用率	13.7%	14.0%	14.2%	14.3%
管理费用率	8.4%	8.4%	8.5%	8.5%
财务费用率	1.4%	0.7%	-0.1%	-0.1%
期间费用合计	23.5%	23.1%	22.6%	22.7%

数据来源：招股意向书、安信证券研究中心预测

综合以上分析,我们预计公司 2013-2015 年净利润分别为 1.28 亿元、1.42 亿元、1.59 亿元,净利润增速分别为 3.3%、10.8%和 11.8%。按照发行 1 亿股来计算,全面摊薄的 EPS 分别为 0.32 元、0.35 元和 0.40 元。根据可比上市公司 2014 年 PE 估值的对比,同时我们考虑到一季度黄酒行业盈利能力有所下滑,我们认为给予公司 2014 年 PE 为 25-27 倍相对合理,建议定价区间为 8.01 元-8.65 元,询价区间为 3.80 元-4.20 元。

表 1: 可比上市公司估值比较

公司名称	EPS (元)			PE			PS	PB	总市值
	2013A	2014E	2015E	2013A	2014	2015	2013A	2013A	
古越龙山	0.23	0.20	0.23	33.9	39.4	34.3	4.3	1.8	746 亿元
金枫酒业	0.27	0.28	0.32	28.9	27.5	24.6	3.8	2.1	50 亿元
整体法 PE				31.4	33.5	29.4	4.1	1.9	

数据来源: wind 资讯、安信证券研究中心

7. 风险提示

- 1、公司外延扩张的进度低于预期;
- 2、公司在外延扩张的过程中费用投入过大,使得业绩承压;
- 3、三公消费对中高档黄酒消费的影响。

财务报表预测和估值数据汇总(2014年07月20日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	974.8	933.8	945.7	1,008.6	1,093.4	成长性					
减:营业成本	535.2	506.5	520.3	550.3	590.3	营业收入增长率	10.7%	-4.2%	1.3%	6.6%	8.4%
营业税费	40.4	33.9	36.3	39.0	41.3	营业利润增长率	16.1%	-1.4%	-1.1%	11.5%	12.2%
销售费用	125.6	127.6	132.4	143.2	156.4	净利润增长率	14.3%	-2.5%	3.3%	10.8%	11.8%
管理费用	77.4	78.5	79.5	85.7	92.9	EBITDA 增长率	13.0%	-2.9%	4.3%	5.3%	9.2%
财务费用	19.9	12.9	6.3	-0.9	-1.5	EBIT 增长率	14.4%	-4.9%	-4.6%	6.9%	11.9%
资产减值损失	3.5	4.1	2.6	3.4	3.4	NOPLAT 增长率	14.2%	-3.9%	-2.2%	6.9%	11.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	20.1%	21.7%	3.6%	-2.5%	1.2%
投资和汇兑收益	-	-	0.1	-	0.1	净资产增长率	8.6%	14.6%	51.9%	9.6%	9.8%
营业利润	172.9	170.4	168.5	187.8	210.7	利润率					
加:营业外净收支	2.8	0.7	1.9	1.8	1.4	毛利率	45.1%	45.8%	45.0%	45.4%	46.0%
利润总额	175.6	171.1	170.3	189.6	212.1	营业利润率	17.7%	18.2%	17.8%	18.6%	19.3%
减:所得税	48.5	45.9	42.6	47.4	53.0	净利率	13.1%	13.3%	13.5%	14.1%	14.5%
净利润	127.2	124.0	128.1	142.0	158.7	EBITDA/营业收入	23.2%	23.6%	24.3%	24.0%	24.1%
						EBIT/营业收入	19.8%	19.6%	18.5%	18.5%	19.1%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	118	158	241	265	227
货币资金	301.5	290.3	198.2	372.5	521.4	流动营业资本周转天数	68	78	82	79	83
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	371	390	367	371	417
应收帐款	71.4	83.9	76.5	87.4	94.3	应收帐款周转天数	27	30	31	29	30
应收票据	7.3	11.2	0.4	13.4	3.3	存货周转天数	226	240	237	233	234
预付帐款	3.6	3.6	13.7	5.2	7.9	总资产周转天数	659	757	771	751	755
存货	608.5	635.1	608.5	699.6	721.5	投资资本周转天数	340	429	473	446	409
其他流动资产	1.7	5.2	2.6	3.1	3.6	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	15.0%	12.9%	8.7%	8.8%	9.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.8%	6.0%	6.4%	6.4%	6.8%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	16.7%	13.3%	10.7%	11.1%	12.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	320.5	500.0	766.8	716.1	665.4	销售费用率	12.9%	13.7%	14.0%	14.2%	14.3%
在建工程	279.1	316.9	79.4	99.4	119.4	管理费用率	7.9%	8.4%	8.4%	8.5%	8.5%
无形资产	171.4	167.4	163.3	159.2	155.1	财务费用率	2.0%	1.4%	0.7%	-0.1%	-0.1%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	22.9%	23.5%	23.1%	22.6%	22.7%
资产总额	1,856.0	2,068.8	1,981.3	2,226.5	2,356.9	偿债能力					
短期债务	266.0	245.0	-	-	-	资产负债率	54.4%	53.1%	25.6%	27.4%	24.7%
应付帐款	291.0	379.1	213.8	437.2	280.2	负债权益比	119.2%	113.2%	34.4%	37.8%	32.8%
应付票据	3.0	-	2.0	0.8	2.1	流动比率	1.26	1.30	1.80	1.96	2.36
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.49	0.50	0.58	0.80	1.10
长期借款	222.0	290.0	2.6	-	-	利息保障倍数	9.69	14.20	27.72	-206.09	-141.79
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	1,009.3	1,098.7	507.3	610.4	581.7	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	18.9	21.6	21.3	21.5	21.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	300.0	300.0	400.0	400.0	400.0	股息收益率	-	-	-	-	-
留存收益	527.8	648.5	1,052.7	1,194.6	1,353.3						
股东权益	846.7	970.1	1,473.9	1,616.1	1,775.2						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	127.1	125.1	128.1	142.0	158.7	EPS(元)	0.42	0.41	0.32	0.35	0.40
加:折旧和摊销	36.2	38.4	54.8	54.8	54.8	BVPS(元)	2.76	3.16	3.63	3.99	4.38
资产减值准备	3.5	4.1	-	-	-	PE(X)	-	-	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	21.9	13.7	6.3	-0.9	-1.5	P/FCF	-	-	-	-	-
投资损失	-	-	-0.1	-	-0.1	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-0.1	1.1	-0.4	0.2	0.4	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	23.8	-43.1	-36.2	-2.0	-44.4	CAGR(%)	3.8%	8.3%	5.3%	3.8%	8.3%
经营活动产生现金流量	156.0	139.5	152.5	194.0	168.0	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-177.5	-159.9	-79.9	-20.0	-19.9	ROIC/WACC	8.4	6.7	5.4	5.6	6.4
融资活动产生现金流量	-0.5	12.4	-164.8	0.2	0.9	REP	-	-	-	-	-

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

苏青青声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

