

涪陵榨菜 (002507.SZ) 食品行业

评级: 买入 首次评级

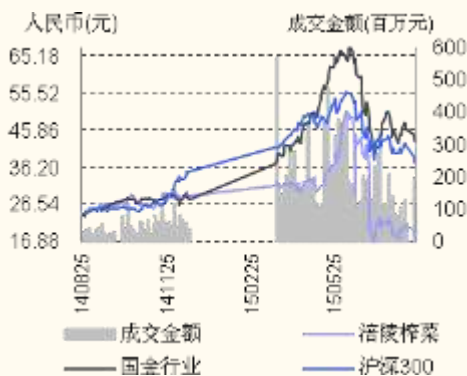
公司研究

市场价格 (人民币): 16.35 元
 目标价格 (人民币): 20.00-24.00 元

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) 185.38
 总市值(百万元) 5,271.24
 年内股价最高最低(元) 50.90/16.35
 沪深 300 指数 3589.54
 深证成指 11902.05



榨菜龙头，期待国企改革再创辉煌；

公司基本情况 (人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.907	0.655	0.503	0.658	0.785
每股净资产(元)	6.70	5.66	6.45	7.34	8.40
每股经营性现金流(元)	1.29	0.54	1.50	1.31	1.53
市盈率(倍)	41.66	43.97	29.24	22.37	18.76
行业优化市盈率(倍)	50.65	52.07	150.36	150.36	150.36
净利润增长率(%)	11.22%	-6.15%	22.97%	30.70%	19.24%
净资产收益率(%)	13.54%	11.58%	12.41%	14.26%	14.85%
总股本(百万股)	155.00	201.50	322.40	322.40	322.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **股权结构变化，期待国企改革：**公司二股东持股比例不断下降，管理层抓住并购契机增发持股比例略有提升，至 3.98%。我们期待引入战略投资者启动国企改革，公司进入新的发展阶段。
- **主业龙头地位不可撼动：**公司榨菜小包装市场份额在 28% 左右，比行业第二至第五的总份额还高，榨菜龙头地位不可撼动。公司收入规模虽然只有 9 亿出头，但渠道数量不输于海天酱油、老干妈辣酱，渠道价值不可小视。
- **榨菜收入稳健增长，成本端有下降空间：**过去 7 年公司收入增速并不高，在 11% 左右，公司主要依靠提价保持净利润 25% 的复合增速。预计未来公司主要采取榨菜原材料采购价格管控和终端产品销售价格调整策略，保持毛利率稳步提升。
- **新品佐餐开胃菜明后年发力：**新品海带丝、萝卜干去年收入达 8000 多万，今年渠道经营思路有调整，新品只由直控终端的经销商、新经销商代理。上半年只销售了 1600 万，预计明后年恢复增长。
- **惠通泡菜空间巨大：**2015 年 8 月 20 日，公司发行股份及支付现金合计 1.29 亿购买惠通食品 100% 股份并募集配套资金暨关联交易事项获得证监会无条件通过。惠通 2014 年收入 7000 多万，净利润 400-500 万，主要产品为泡菜。由于惠通泡菜的销售渠道与公司渠道可以高度重合、泡菜的行业空间比榨菜大，预计未来该产品可快速放量，未来 2 年收入增速可观。
- **外延发展依然值得期待：**随着榨菜主产品步入成熟发展期，公司未来将通过研发新品和外延并购方式，丰富品类增加营收。收购方向上，我们认为豆瓣、橄榄菜、辣椒、酱类、竹笋、蘑菇、豆腐干等方向都值得期待。

投资建议

- 我们认为公司的渠道价值突出，随着国企改革的推进，新品及潜在品种利用现有渠道高速发展可期。我们预计 2015-2017 年公司 EPS0.50、0.66、0.79 元/股。目前股价 14.72 元，对应 PE29、22、19 倍。我们认为目前估值已经不贵，建议买入。

刘枝花 分析师 SAC 执业编号: S1130515060001
 (8621)61038289
 liuzhizhi@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
 (8621)60230220
 huangting@gjzq.com.cn

估值

我们给予公司未来 6-12 个月 20-24 元目标价位，对应 2016 年 PE30-35 倍。

风险

- 国企改革低于预期。
- 主品牌榨菜收入增速低于预期。
- 天气因素等导致榨菜原料欠收。

国企改革可期

2007 年底涪陵榨菜由国有独资公司转变为股份公司，同步实施增资扩股行动。东北长泰投资集团有限公司持股 28%、核心管理层周斌全、向瑞玺、肖大波、赵平、毛翔、童敏、张显海、贺云川、黄正坤等价购买了涪陵榨菜 10% 股份。

2010 年 11 月，公司上市后，国资委持股比例下降至 35.57%，东北持股比例下降至 20.77%。管理层持股比例下降至 7.42%。

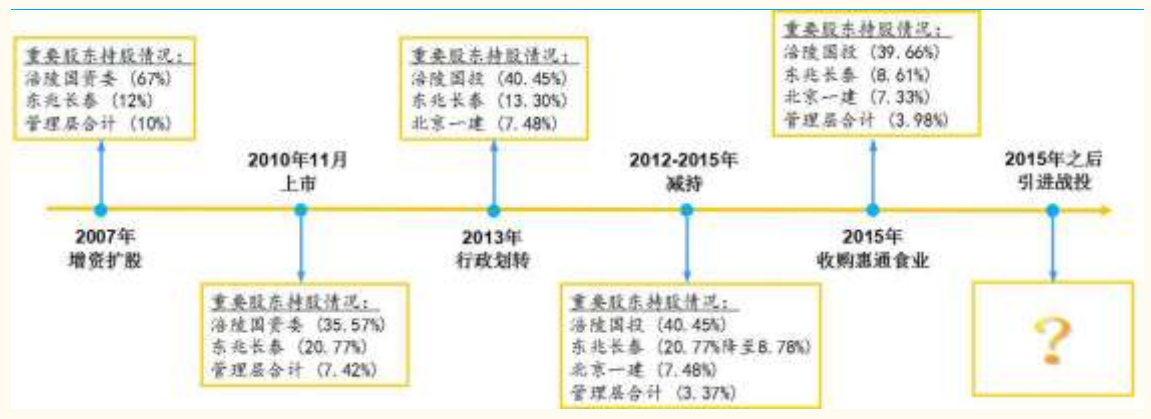
2013 年 9 月，重庆市涪陵区国资委持有的 35.57% 股权行政划转至重庆市涪陵国有资产投资经营有限公司，至此，重庆市涪陵国有资产投资经营有限公司持有上市公司 40.45% 股权。

2012 和 2015 年期间，东北长泰投资集团有限公司股份转让和减持，持股比例下降到 8.78%。

2015 年公司以现金+股权方式收购惠通食业公司。同时以定向增发方式向公司管理层筹集部分资金。预计完成后，涪陵国投持股比例 39.66%，管理层持股比例增加 0.61% 达到 3.98%。

考虑到公司的渠道价值和品牌影响力，我们认为公司未来通过增发或主要股东部分股权转让给战略投资者等多种方式以实现强强联合，对公司最为有利。

图表 1：公司股权结构变化



来源：国金证券研究所

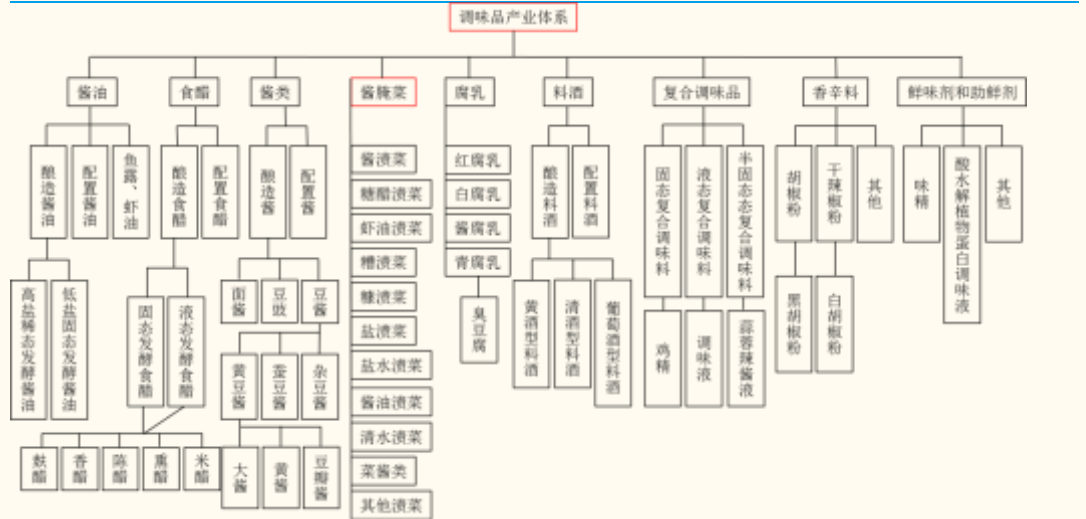
公司经营

行业基本情况

■ 行业分类

调味品行业按产业体系通常分为 9 大类，即酱油、食醋、酱类、酱腌菜、腐乳、料酒、复合调味品、香辛料、鲜味剂和助鲜剂。西方以复合调味料、洋葱粉、芥子粉、香辛料、橄榄油为主，东方以酱油、食醋、酱油、复合调味料、香辛料为主。

图表 2：调味品行业构成

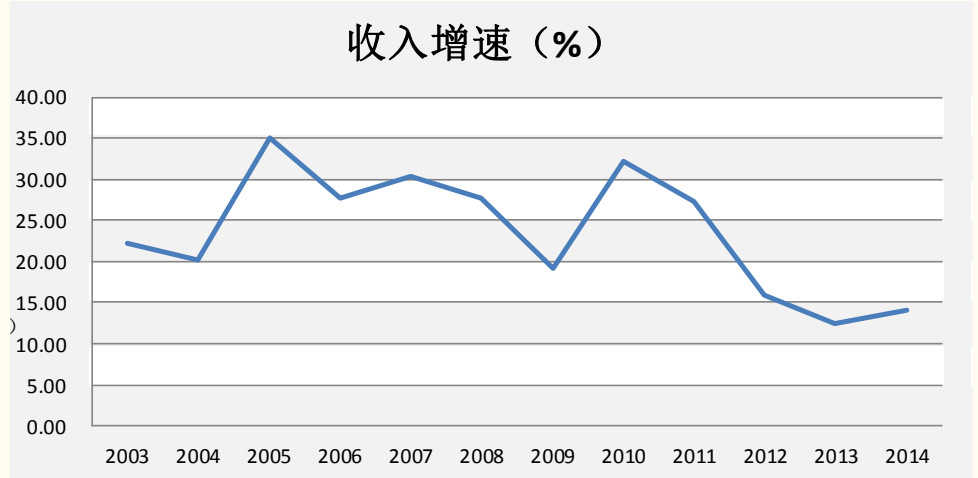


来源：国金证券研究所、网络整理

■ 行业增速

调味品行业是典型“小产品大市场”行业，2014 年中国调味品产值突破 2600 亿。行业增速上，03-2011 年收入复合增速超过 20%，2012-2014 年复合增速下降至 12%左右。预计未来 3-5 年行业收入增速会在 10%左右，其中酱油、食醋增速最快，超过 10%，味精、腐乳、罐头增速较慢，在 5%左右，酱腌菜行业增速也在个位数。

图表 3：调味品行业整体收入增速

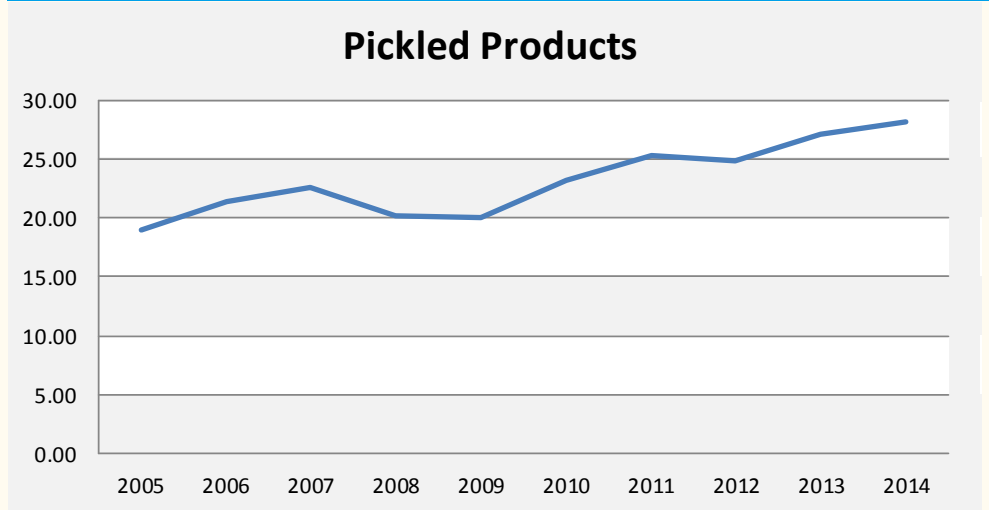


来源：国金证券研究所、WIND

■ 市场竞争格局

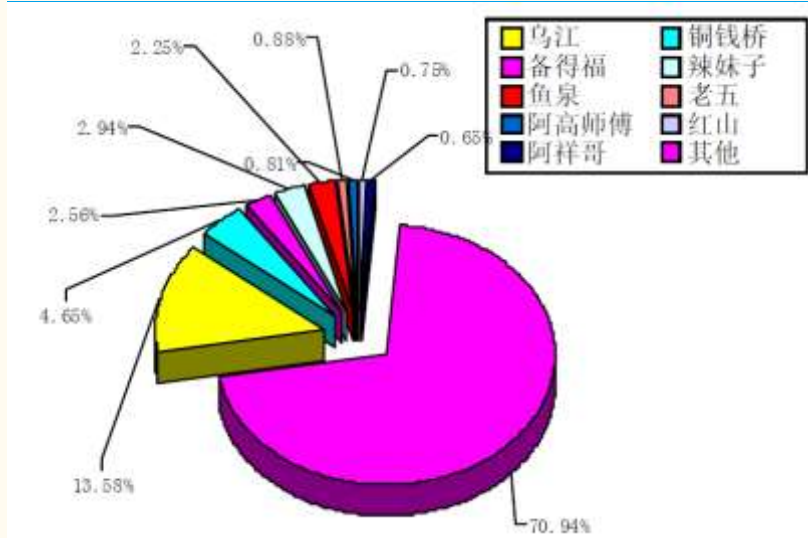
国内榨菜分为小包装和大包装，由于大包装为散货，统计难度较大，粗略测算，榨菜行业规模在 70-80 万吨左右，大小包装收入规模比例大约为 1: 1，涪陵榨菜占小包装份额 28%左右，占整体份额 14%左右，超过份额第二到第五的合计份额，龙头地位突出。考虑到竞争对手的品牌、市场网络、管理和技术装备差距，行业内并购协同效应不大，预期公司榨菜主业以内生性发展为主。

图表 4：涪陵榨菜在腌制品种的市场份额



来源：国金证券研究所、euromonitor

图表 5：08 年榨菜市场竞争格局

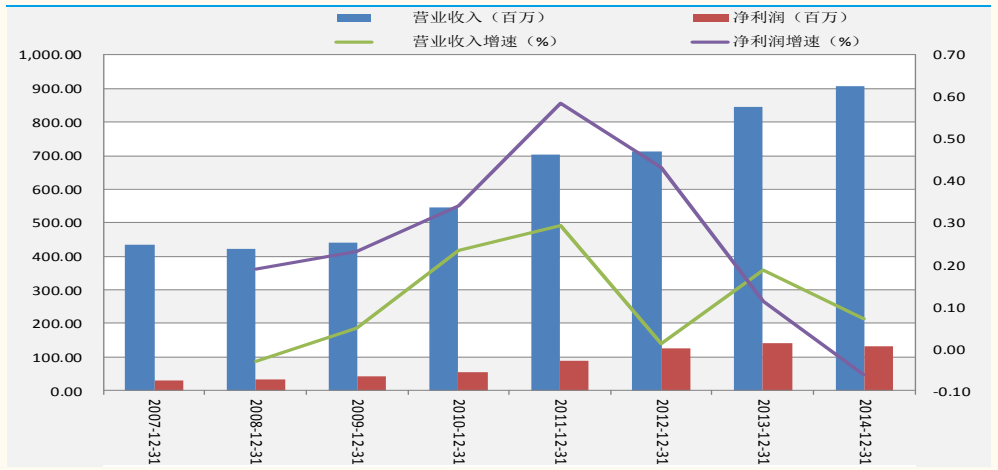


来源：国金证券研究所、招股说明书

公司经营表现

过去 7 年，2007-2014 年公司收入复合增速 11%，其中销量复合增速 9%。净利润复合增速 25%。净利润率从 7%提升到 15%，毛利率从 35%提升到了 42%。过去提价支撑了公司净利润高增长。

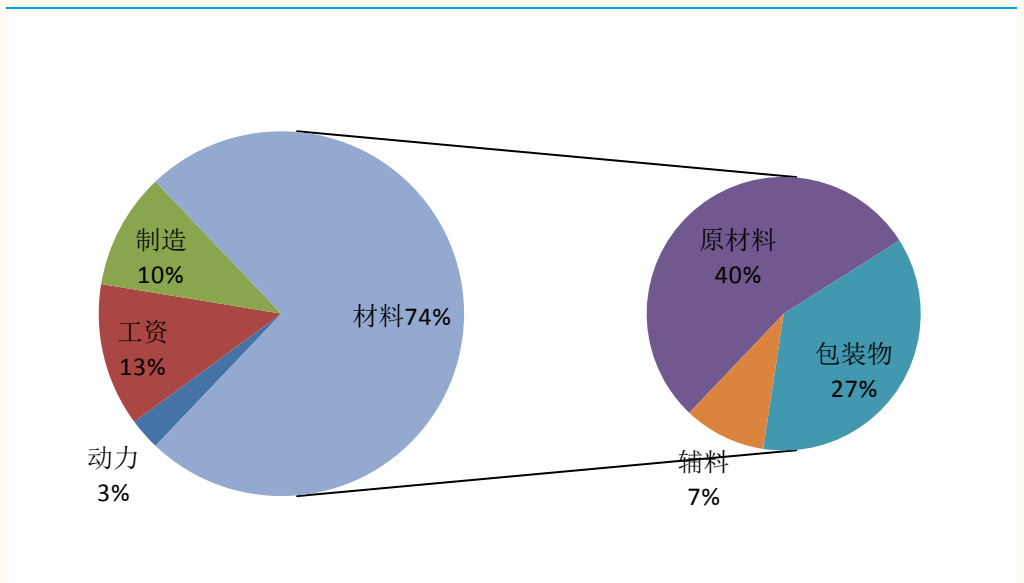
图表 6: 公司收入、净利润规模、增速



来源: 国金证券研究所 WIND

虽然公司产品单价并不高, 依然有提价空间, 但考虑经济形势和互联网冲击, 我们预期提价趋势近 2 年会适当放缓。未来 2 年毛利率提升将主要依靠成本的下降。占成本 40% 的榨菜原材料随着惠通收购的完成, 未来将呈现波动率变小的趋势。

图表 7: 2014 年公司产品成本结构图



来源: 国金证券研究所、公告

收购惠通影响分析

2015 年 8 月 20 日, 公司发行股份及支付现金合计 1.29 亿购买惠通食业 100% 股份并募集配套资金暨关联交易事项获得证监会无条件通过。惠通食业主营泡菜产品, 销售区域主要在北上广、浙江、辽宁区域市场, 2014 年收入规模 7420 万, 净利润 400-500 万。同时, 公司拟非公开发行配套融资 3206 万, 管理层持股比例增加 0.61% 达到 3.98%。

图表 8：收购惠通食业

序号	股东名称	出资额 (万元)	持惠通食业 股权比例	交易总额(元)	获得涪陵榨菜 股份数(股)	获得现金额 (元)
1	王爱萍	1,750	50%	64,600,000	1,397,214	31,500,000
2	曹绍明	1,575	45%	58,140,000	1,257,493	28,350,000
3	曹晓玲	175	5%	6,460,000	139,721	3,150,000
合计		3,500	100%	129,200,000	2,794,428	63,000,000

来源：国金证券研究所、公告

图表 9：非公开发行配套融资

序号	特定对象姓名	认购股数	占发行后总股份的比例(%)	认购金额(元)
1	周斌全	1,030,000	0.50%	26,419,500.00
2	贺云川	80,000	0.04%	2,052,000.00
3	赵平	50,000	0.02%	1,282,500.00
4	袁国胜	40,000	0.02%	1,026,000.00
5	刘洁	20,000	0.01%	513,000.00
6	聂川	20,000	0.01%	513,000.00
7	韦永生	10,000	0.005%	256,500.00
合计		1,250,000	0.61%	32,062,500.00

来源：国金证券研究所、公告

公司收购惠通后，能在三方面产生协同效应：

收入的增长：公司渠道价值凸显：虽然收入规模是海天的 1/10，是老干妈的 1/6，但考虑产品单价，公司的渠道覆盖率、品牌影响力并不输于海天和老干妈。惠通产品虽然产品品类丰富，在北上广销售还不错，但渠道数量远不及公司。被收购后，惠通泡菜等拳头产品可迅速借助公司渠道铺开。借助公司渠道，我们预计惠通产品将在 3 年左右的时间实现 3 倍以上的增长，达到 2 亿元以上销售额。

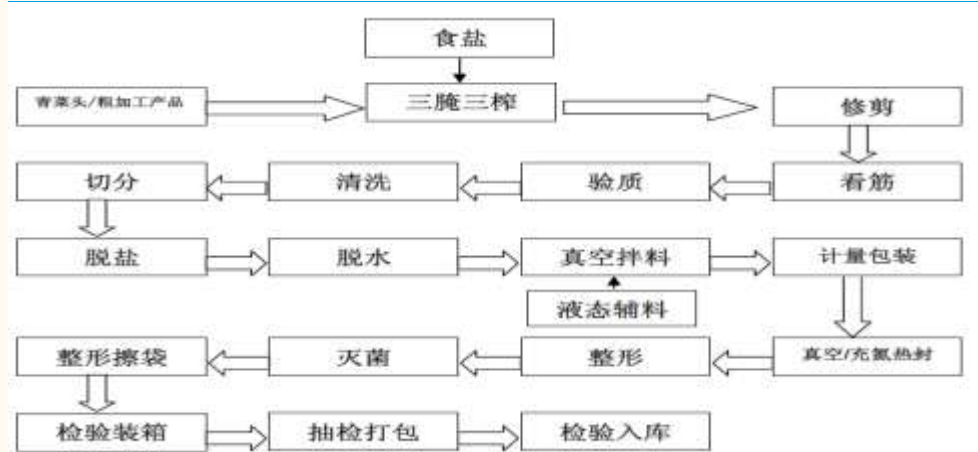
图表 10：惠通部分产品图示



来源：国金证券研究所

成本的下降：历史上榨菜原材料价格波动较大，高时 2000 元/吨，低时 700 元/吨。部分商户根据当地榨菜的产量甚至会炒作榨菜。惠通所在地四川省眉山市的榨菜原材料受益于当地政府补贴，收购价格比公司所在的涪陵区域平均便宜 200 元/吨左右。随着惠通项目收购完成，泡菜生产线和榨菜生产线大部分可以互通互用，公司未来可根据两地收购价差，调剂两地收购计划。预计未来占成本 40%的榨菜原料价格波动率会变小。

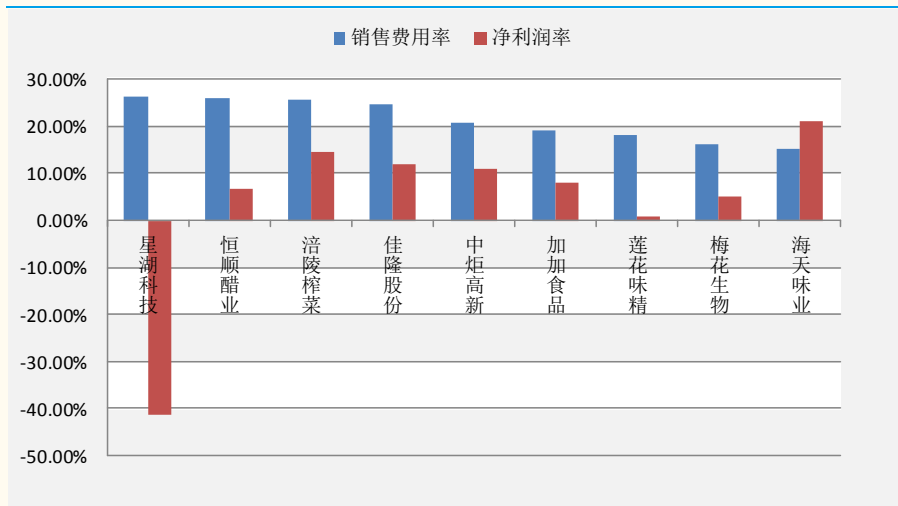
图表 11：榨菜生产流程



来源：国金证券研究所、公告

期间费用率的下降：公司销售渠道 90%以上为流通渠道，产品由于单价低，在拓展新品和空白市场时，往往给经销商的激励费用很大，最高时能够达到 45% 的费用率，即将公司毛利率全部返给经销商。随着产品品类的丰富，经销商整体盈利能力将加强，整体的销售费用率从长期看将出现下降趋势。

图表 12：调味品上市企业销售费用率、净利润率对比



来源：国金证券研究所

图表 12：生产、销售人均产出

	涪陵榨菜	恒顺醋业	海天味业	加加食品	莲花味精
生产工人人均产出	214.18	147.02	757.48	184.96	36.99
销售工人人均产出	225.37	214.77	720.25	333.66	507.34
收入(亿)	9.06	12.07	98.17	16.85	20.04
生产人数	423	821	1296	911	5417
销售销售人数	402	562	1363	505	395
员工总人数	1,085	2317	3995	1886	6276
收入(亿)	9.06	12.07	98.17	16.85	20.04
生产工人人均产出	214.18	147.02	757.48	184.96	36.99
生产工人占比	38.99%	35.43%	32.44%	48.30%	86.31%
销售工人人均产出	225.37	214.77	720.25	333.66	507.34
销售工人占比	37.05%	24.26%	34.12%	26.78%	6.29%

来源：国金证券研究所、WIND

新品渠道调整再发力

新品海带丝、萝卜干去年一推出就受到经销商热烈追捧，收入达 8000 多万。但由于新品推出后，部分未直接控制终端的经销商供应链条过长，部分产品滞留在渠道环节。今年公司调整经营思路，新品海带丝、萝卜干只由直控经销商、新的扁平化经销商代理，导致上半年只销售了 1600 万。随着渠道调整到位，我们预计新品明今后将恢复稳步增长。新品的毛利率比榨菜毛利率高，从长期来看，新品收入占比提升将有助于提升公司整体毛利率。

图表 13：新品海带丝、萝卜干图示



来源：国金证券研究所、网络

积极外延式并购发展

随着榨菜主产品步入成熟发展期，公司未来将通过研发新品和外延并购方式，丰富品类增加营收。

收购方向上，我们认为：1、销售渠道与公司高度重合，生产管控重合更好。2、市场容量大，消费者教育比较充分。3、没有很强的龙头或者竞争对手。

因此，潜在的并购领域包括：豆瓣、橄榄菜、辣椒、酱类、竹笋、蘑菇、豆腐干等。

图表 14：酱腌菜行业分类

分类	主要类别	主要品牌	2014年规模
榨菜	四川榨菜	乌江、辣妹子、鱼泉	80万吨
	浙江榨菜	余姚、铜钱桥、国良	
酱渍菜	腌渍菜、醋渍菜、酱渍菜、糖渍菜等	北京六必居、三和四美、恒顺醋业、内蒙古万佳	50万吨
泡菜	川式泡菜	吉香居、味聚特、李记	200万吨
	韩式泡菜	延边金刚山	
其他	辣椒、萝卜、海带、泡菜、豆瓣、竹笋等		100万吨
合计			430万吨

来源：国金证券研究所、《2014年酱腌菜行业市场分析》

财务预测

核心假设:

预计榨菜业务未来3年收入增速降到10%左右。

海带丝等其他佐餐开胃菜业务今年调整后明年开始恢复增长, 预期增速30%。

惠通泡菜业务空间大, 渠道协同效应强, 预计未来3年会有3倍的增长。

公司主产品榨菜随着成本的稳步下降, 毛利率每年略有提升。

业绩预测:

我们预计2015-2017年公司EPS0.50、0.66、0.79元/股。目前股价14.72元, 对应PE29、22、19倍。我们认为目前估值已经不贵, 建议买入。未来6-12月目标价20-24元, 对应2016年PE30-35倍。

图表 14: 业务分拆

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
单位: 百万人民币										
销售收入	422	442	545	705	713	846	906	956	1,150	1,333
主营业务	417	433	531	691	692	845	904	954	1,059	1,188
榨菜	404	421	527	686	678	831	821	903	994	1,096
榨菜酱油	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2
建筑工程	3	5	-	-	-	-	-	-	-	-
其他佐餐开胃菜	9	7	3	3	13	14	82	49	64	89
其他业务	5	9	14	14	20	1	2	2	91	145
销售增速		4.8%	23.3%	29.3%	1.1%	18.7%	7.1%	5.5%	20.3%	15.9%
主营业务		3.9%	22.6%	30.0%	0.3%	22.1%	7.0%	5.5%	11.0%	12.1%
榨菜		4.2%	25.3%	30.1%	-1.2%	22.5%	-1.2%	10.0%	10.0%	10.3%
榨菜酱油		19.4%	-17.3%	20.9%	15.2%	-2.4%	46.6%	20.1%	19.9%	21.0%
建筑工程		57.9%								
其他佐餐开胃菜		-27.9%	-53.1%	9.2%	287.0%	3.1%	505.4%	-40.0%	30.0%	40.0%
其他业务		73.8%	57.8%	1.5%	44.2%	-96.2%	161.0%	10.0%	4000.0%	60.0%
营业成本	268	273	369	448	410	511	522	531	634	728
主营业务	264	266	356	434	391	510	520	530	583	647
榨菜	254	257	354	431	383	502	475	506	551	603
榨菜酱油	1	1	0	1	1	1	1	1	1	2
建筑工程	3	3	-	-	-	-	-	-	-	-
其他佐餐开胃菜	6	5	2	2	7	7	43	23	30	42
其他业务	4	7	13	14	20	1	2	1	51	81
毛利润	154	169	176	257	302	335	384	425	516	605
主营业务	153	168	175	257	302	335	385	424	477	541
榨菜	150	163	174	255	296	329	346	397	442	493
榨菜酱油	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1
建筑工程	0	2	-	-	-	-	-	-	-	-
其他佐餐开胃菜	3	2	1	2	6	6	38	26	34	47
其他业务	1	1	1	-0	1	-0	-0	1	40	64
毛利润率	36.5%	38.2%	32.4%	36.4%	42.4%	39.6%	42.4%	44.4%	44.9%	45.4%
主营业务	36.7%	38.7%	33.0%	37.2%	43.6%	39.7%	42.5%	44.4%	45.0%	45.6%
榨菜	37.1%	38.8%	32.9%	37.2%	43.6%	39.6%	42.2%	44.0%	44.5%	45.0%
榨菜酱油	29.9%	31.1%	40.3%	27.9%	25.8%	24.3%	3.2%	34.0%	26.7%	26.0%
建筑工程	5.2%	35.9%								
其他佐餐开胃菜	33.9%	30.8%	40.9%	46.7%	46.5%	44.9%	46.9%	53.0%	53.0%	53.0%
其他业务	15.3%	16.2%	8.0%	-1.2%	2.6%	-11.8%	-21.7%	44.0%	44.0%	44.0%

来源: 国金证券研究所

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)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	713	846	906	956	1,150	1,333	货币资金	498	511	383	651	830	900
增长率		18.7%	7.1%	5.5%	20.3%	15.9%	应收款项	7	15	7	16	18	18
主营业务成本	-410	-511	-522	-531	-634	-728	存货	113	114	142	137	162	186
%销售收入	57.6%	60.4%	57.6%	55.6%	55.1%	54.6%	其他流动资产	12	64	171	115	116	122
毛利	302	335	384	425	516	605	流动资产	630	704	702	919	1,126	1,226
%销售收入	42.4%	39.6%	42.4%	44.4%	44.9%	45.4%	%总资产	56.1%	54.2%	51.2%	57.3%	61.6%	58.8%
营业税金及附加	-9	-10	-11	-10	-12	-14	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	470	518	560	583	602	763
营业费用	-132	-153	-204	-201	-230	-264	%总资产	41.8%	39.9%	40.8%	36.3%	32.9%	36.6%
%销售收入	18.6%	18.1%	22.6%	21.0%	20.0%	19.8%	无形资产	17	62	93	87	82	78
管理费用	-31	-33	-40	-40	-47	-56	非流动资产	493	595	670	686	701	858
%销售收入	4.3%	3.8%	4.4%	4.2%	4.1%	4.2%	%总资产	43.9%	45.8%	48.8%	42.7%	38.4%	41.2%
息税前利润 (EBIT)	131	139	129	174	227	271	资产总计	1,123	1,299	1,372	1,605	1,827	2,083
%销售收入	18.3%	16.5%	14.2%	18.2%	19.7%	20.4%	短期借款	0	0	0	0	0	3
财务费用	14	14	13	11	15	18	应付款项	127	158	130	172	200	226
%销售收入	-2.0%	-1.7%	-1.4%	-1.1%	-1.3%	-1.3%	其他流动负债	18	26	18	45	57	69
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	流动负债	145	184	148	217	257	298
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	2	1	1	1	其他长期负债	26	76	85	80	82	81
%税前利润	0.0%	0.2%	1.5%	0.3%	0.2%	0.2%	负债	171	260	232	297	339	380
营业利润	145	154	144	185	243	290	普通股股东权益	952	1,039	1,140	1,308	1,488	1,703
营业利润率	20.3%	18.2%	15.9%	19.4%	21.1%	21.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	5	11	12	6	7	8	负债股东权益合计	1,123	1,299	1,372	1,605	1,827	2,083
税前利润	149	165	156	192	250	298	比率分析						
利润率	20.9%	19.5%	17.2%	20.0%	21.7%	22.3%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-23	-24	-24	-29	-38	-45	每股指标						
所得税率	15.2%	14.6%	15.2%	15.3%	15.1%	15.1%	每股收益	0.816	0.907	0.655	0.503	0.658	0.785
净利润	126	141	132	162	212	253	每股净资产	6.143	6.701	5.656	6.449	7.339	8.400
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.983	1.289	0.542	1.500	1.307	1.531
归属于母公司的净利润	126	141	132	162	212	253	每股股利	0.350	0.200	0.100	0.130	0.156	0.187
净利率	17.7%	16.6%	14.6%	17.0%	18.4%	19.0%	回报率						
							净资产收益率	13.28%	13.54%	11.58%	12.41%	14.26%	14.85%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	11.26%	10.83%	9.62%	10.11%	11.61%	12.14%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	11.63%	11.46%	9.58%	11.28%	12.94%	13.50%
净利润	126	141	132	162	212	253	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	1.14%	18.74%	7.12%	5.50%	20.28%	15.91%
非现金支出	32	34	34	53	55	63	EBIT 增长率	42.87%	6.72%	-7.62%	35.28%	30.29%	19.57%
非经营收益	0	-8	-9	-5	-8	-8	净利润增长率	43.04%	11.22%	-6.15%	22.97%	30.70%	19.24%
营运资金变动	-6	34	-48	94	6	2	总资产增长率	4.36%	15.64%	5.65%	16.98%	13.87%	13.99%
经营活动现金净流	152	200	109	304	265	310	资产管理能力						
资本开支	-92	-97	-103	-64	-63	-212	应收账款周转天数	1.0	1.8	2.1	1.3	1.4	1.5
投资	0	-35	-105	0	0	0	存货周转天数	107.7	81.4	89.4	94.3	93.2	93.2
其他	0	0	2	1	1	1	应付账款周转天数	50.7	43.8	39.7	40.5	42.4	43.4
投资活动现金净流	-92	-132	-206	-63	-62	-211	固定资产周转天数	213.1	195.2	203.3	197.6	167.3	185.6
股权募资	0	0	0	32	0	0	偿债能力						
债权募资	0	0	0	-4	2	3	净负债/股东权益	-52.26%	-49.17%	-33.58%	-49.81%	-55.76%	-52.61%
其他	-54	-54	-31	0	-26	-32	EBIT 利息保障倍数	-9.3	-9.7	-10.0	-16.3	-14.8	-15.3
筹资活动现金净流	-54	-54	-31	28	-24	-29	资产负债率	15.21%	20.02%	16.94%	18.53%	18.57%	18.25%
现金净流量	6	13	-128	269	178	70							

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

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。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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：021-60753903

传真：021-61038200

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：010-66216979

传真：010-66216793

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：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD