

上海梅林 (600073)

2016年02月29日

分析师: 马浩博

执业资格证书编号: S0850513090003

联系电话: 18917609091

mahb@research.dwstock.com.cn

联系人: 丁一

联系电话: 0512-62936057

1Q 业绩拐点+牛肉龙头+国企改革

买入 (维持)

盈利预测及估值	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	10,590.81	15,649.89	25,597.38	29,076.85
同比(+/-%)	2.1%	47.7%	63.6%	13.6%
净利润(百万元)	132.75	182.60	461.32	540.70
同比(+/-%)	-14.5%	37.7%	153.3%	18.0%
毛利率(%)	14.5%	13.8%	14.5%	14.5%
净资产收益率(%)	4.3%	6.0%	12.1%	13.6%
每股收益(元)	0.14	0.20	0.44	0.59
PE	95.29	68.4	25.8	22.7
PB	4.12	4.15	4.19	4.25

投资要点:

■ **业绩拐点显现, 带来明确投资机会: 1) 收购+渠道资源整合打造国内第一牛肉产业, 预计明年牛肉业绩超预期:** 公司收购 SFF 后将成为中国最大的牛羊肉综合加工企业。此次收购在为公司获得两国牛羊肉价差红利的同时, 发挥多方面的协同效应, 逐渐打造形成从肉源供应到渠道零售的牛肉全产业链, 并有望成长为国内牛羊肉龙头企业。SFF 预计 16 年净利润约为 2.1 亿元, 50% 股权对应净利润约为 1.05 亿元左右。看好公司对牛肉资源的布局和掌控, 牛肉供需缺口将长期存在, 同时, 收购后与联豪食品等深加工业务协同联动, 利用公司丰富的终端渠道资源铺展提升销量, 实现牛肉业务超预期高速增长。

(2) **生猪养殖业务高景气, 公司业绩释放有望超预期:** 预计 16 年猪肉价格高位整荡, 同时光明生猪养殖资产注入, 全产业链优势继续加强: Q4 生猪资产注入将会并表, 预计 2016 年头均盈利 500 元左右, 出栏量由于新增资产注入增加 70-80 万头左右, 合计 100 万头, 对应 51% 的控股股权, 公司将由此块业务增厚净利润 2.55 亿元左右。中美猪肉市场追踪预计猪周期价格 16 年将处于高位整荡: 15 年 11 月中国进口美国猪肉量同比上升 91.4%, 环比 10 月下降 4.6%, 维持高位, 预计未来猪肉需求量将继续增加。春节期间猪价高位平稳: 2 月 14 日猪 e 网报价外三元生猪 18.41 元/千克, 后高位平稳。历来春节后需求回落会导致猪价出现调整, 目前生猪输出地东北三省猪价仍坚挺。中长期看, 供给紧缩仍将维持, 16 年猪价下行的空间较小, 均价将保持高位, 向上很可能突破前期高点, 超过 20 元/kg。(3) **公司配股募资偿还贷款和补充流动资金, 财务费用将大幅减少进一步保障净利润。**

■ **主业聚焦肉类, 剥离亏损业务:** 捷克申请破产清算, 荣成和重庆逐步减亏, 资产清理加速, 公司整体盈利能力将得到很大程度的提升。

■ **公司战略日渐清晰, 国企改革预期强烈:** 新管理层上任之后, 管理效率显著提高。光明集团也聚焦肉类业务的发展壮大, 实行股权激励, 机制激活, 未来也将全方面支持公司发展。公司存在较强国企改革预期, 未来较大可能推出股权激励或员工持股计划, 看好公司长远发展。

■ **盈利预测与投资建议: 业绩高速增长, 估值合理。** 预计公司 16 年收入将达到 250-300 亿元, 利润增加一倍, 资产注入和海外收购并表, 公司业绩将大幅增厚, 实现跨越式发展。SFF 并表 16 年预计上市公司净利润增加约 1.05 亿, 猪肉业务将增厚净利润 2.55 亿元左右, 传统业务净利润 1 亿元左右, 全年整体净利润 4.61 亿元, 对应 16 年 25.8XPE, 对应 15-17 年 EPS 分别为 0.20、0.44、0.59 元, 维持“买入”评级。

■ **风险因素:** 食品风险; 市场竞争风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.31
一年最低价/最高价(元)	7.95/19.10
市净率	2.78
流通 A 股市值(百万元)	8730

基础数据

每股净资产(元)	3.35
资产负债率(%)	51.39
总股本(百万股)	938
流通 A 股(百万股)	938

相关研究

1. A 股进口牛肉平台龙头+国企改革+新团队新思路——20151103
2. 并购新西兰第二大农产品出口商, 布局牛羊肉上游资源——20150915

1. 业绩拐点显现，带来明确投资机会

1.1 收购+渠道资源整合打造国内第一牛肉产业,预计明年牛肉超预期提升

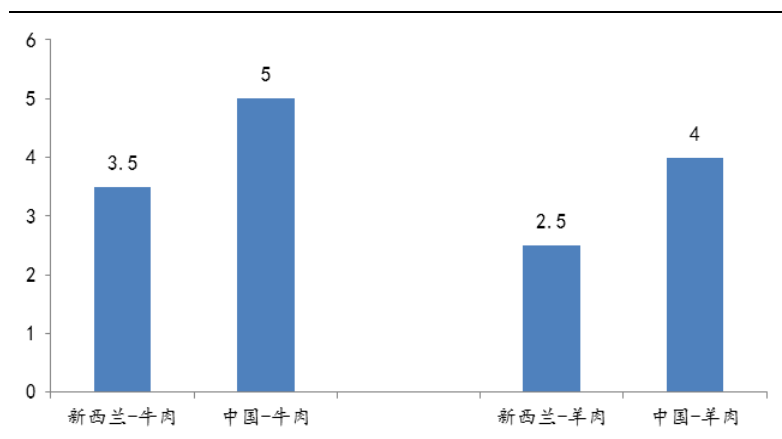
公司于 2015 年 9 月公告收购新西兰第最大的牛羊鹿肉加工企业 Silver Fern Farms Limited 50% 股权，收购完成后，公司成为中国最大的牛羊肉综合加工企业。此次收购在为公司获得两国牛羊肉价差红利的同时，发挥多方面的协同效应，逐渐打造形成从肉源供应到渠道零售的牛肉全产业链，并有望成长为国内牛羊肉龙头企业。

1.1.1 SFF 并表后将直接产生 1 亿利润，大幅增厚公司业绩

经市场法估值合算，SFF 的股权价值 3.5 亿新西兰元，人民币 14.9 亿元，50% 的股权为人民币 7.45 亿元。企业价值 6.2 亿新西兰元，人民币 26.3 亿元，50% 约为 13.15 亿元。上市公司合并报表层面预计将新增资产 34.00 亿元，新增负债为 19.30 亿元。预计 15 年销售额 22.55 亿新西兰元，16 年 25 亿新西兰元，人民币 105 亿元，按照对应 2% 的净利润率水平估算，16 年净利润约为 2.1 亿元，50% 股权对应净利润约为 1.05 亿元左右。看好公司对牛肉资源的布局和掌控，牛肉供需缺口将长期存在。

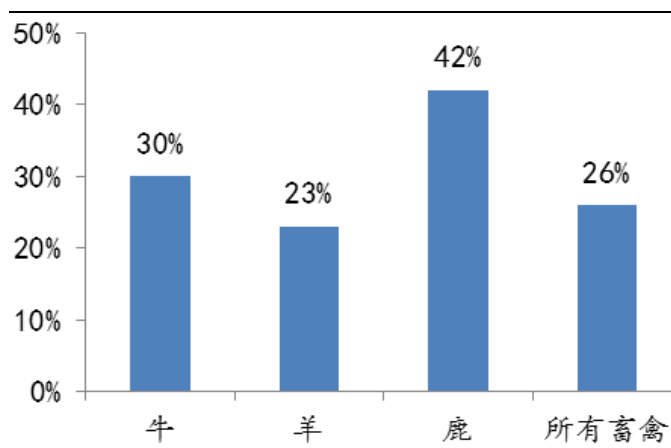
在产业链环节上，我们更看好收购牧场资源。牧场资源可以从上游提供优质肉牛来源，在国内属于稀缺资源。SFF 集团资源为公司提供低价、优质且充足的牛羊肉资源。SFF 集团是新西兰最大的牛羊鹿肉加工企业，同时还是新西兰第二大农产品出口商，仅次于乳制品巨头恒天然公司。SFF 集团屠宰畜源几乎全为外购，其中股东供应商占比 50%。新西兰具有天然良好的牛羊牧场环境，牛羊肉品质上乘，是世界主要的牛羊肉出口国（新西兰牛肉出口占全球贸易比重 7%，羊肉占 45%）。SFF 是新西兰最大的牛羊鹿肉加工企业，拥有超过 1.5 万家供应商和 19 家加工生产基地，其 95% 的牛羊鹿肉产品出口至 60 多个国家。2014 年 SFF 集团肉牛屠宰量 120 万头，肉羊屠宰量 600 万头，总屠宰量占新西兰畜禽屠宰总量的四分之一以上；牛肉销售量达 15.5 万吨，羊肉销售量达 16.2 万吨。在目前国内优质牛肉来源短缺的现状之下，公司控股 SFF 50% 股权将保证 SFF 为公司提供充足的优质牛肉资源。

图表 1 新西兰牛羊肉价格与国内比有明显优势（万元/吨）



来源 东吴证券研究所

图表 2 2014 年 SFFF 屠宰量占新西兰整体比重

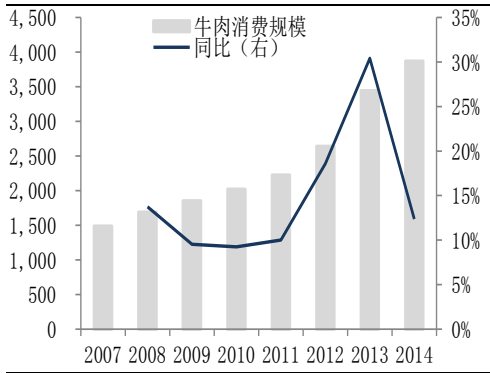


来源 东吴证券研究所

1.1.2 国内牛肉价格提升，消费需求增长空间

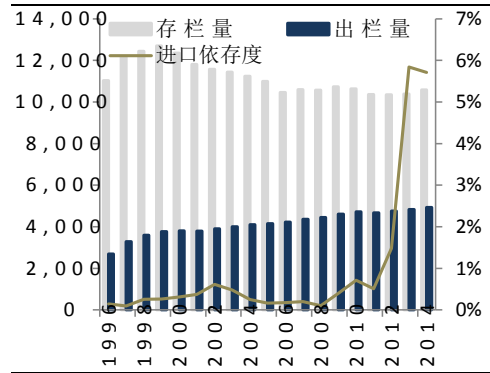
中国牛肉消费需求高，上游母牛繁育少，供给长期不足：牛肉消费需求增长空间大，供需缺口长期存在。牛肉消费需求旺盛，增长空间大，但是供给不足。中等偏上及更高收入的人群牛肉消费是低收入人群的 1.5-2 倍。随着收入的增长，中产阶级迅速扩大，牛肉消费量呈递增的趋势，自 2007-2014 年我国牛肉消费复合增速高达 14.64%。2013 年我国人均牛肉消费量 4.92 公斤左右，而世界人均消费量为 10 公斤，还存在 1 倍的差距。但是我国牛肉供给增长缓慢，进口依存度大幅攀升。另一方面，在出栏量增加的同时，肉牛存栏量持续下降，未来牛肉供需缺口长期存在。

图表 3 牛肉消费持续增长 (万吨)



来源 东吴证券研究所

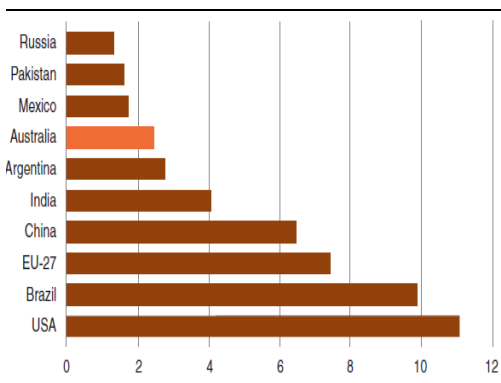
图表 4 国内牛肉供给不足



来源 东吴证券研究所

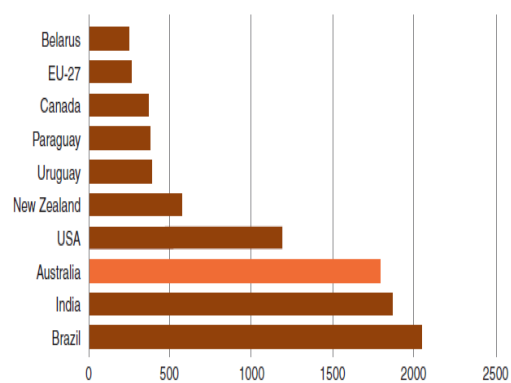
澳洲将近 70%的牛肉用于出口，出口量占据全球贸易量的 13%，全球排名第 3。澳洲牛种良种率高，生产性能强。我国的肉牛品种仍处于以黄牛为主的状态，良种率低，改良肉牛比例仅占 30%~40%，而澳洲改良肉牛比例占 90%以上

图表 5 全球牛肉前十生产国 (百万吨)



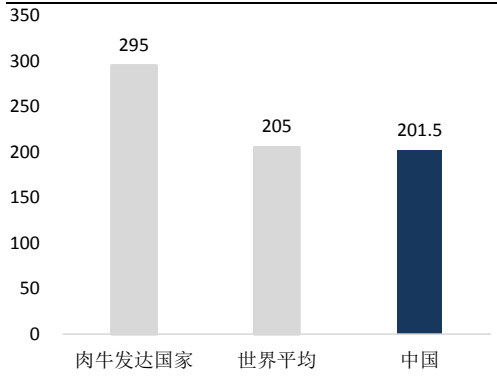
来源 东吴证券研究所

图表 6 全球牛肉出口前十 (千吨)



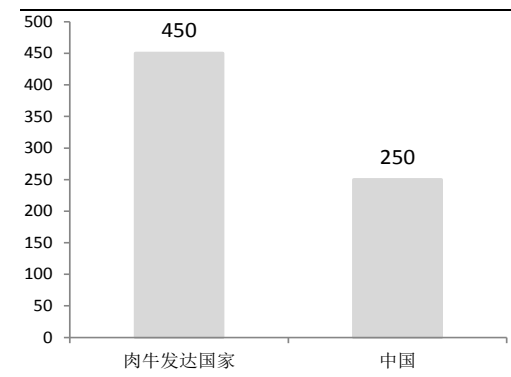
来源 东吴证券研究所

图表 7 各国牛胴体重 (千克)



来源 东吴证券研究所

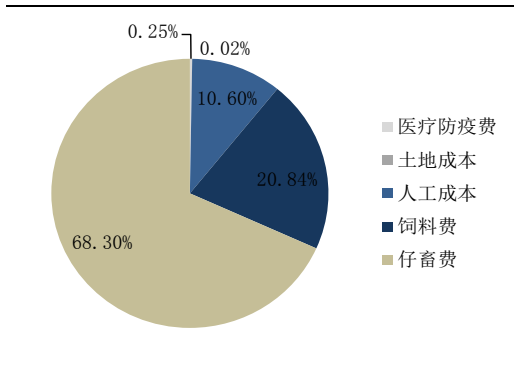
图表 8 各国肉牛 12~18 月龄体重 (千克)



来源 东吴证券研究所

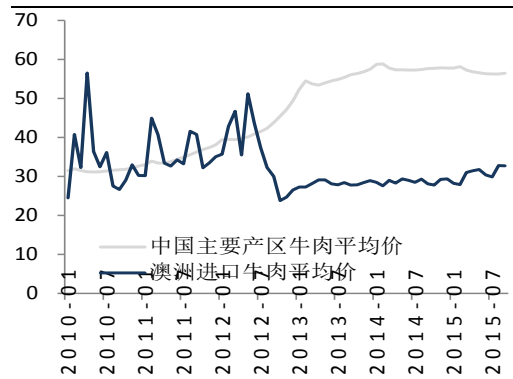
在饲料、人工成本优势下，澳洲肉牛养殖成本比国内低 40%-80% 左右。即使考虑关税和运费，澳洲的肉牛仍然比国内便宜 30% 以上。天然防疫条件好，追溯体系世界领先，牛肉食品安全有保障。

图表 9 肉牛养殖成本结构



来源 东吴证券研究所

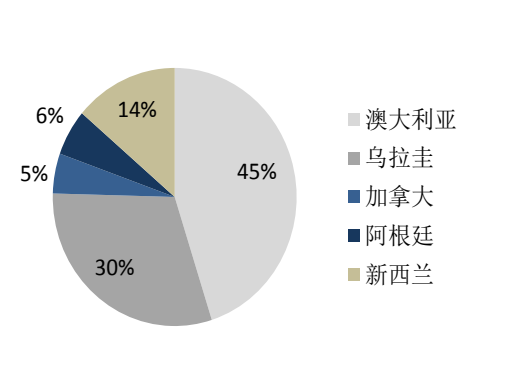
图表 10 澳洲进口牛肉价格低



来源 东吴证券研究所

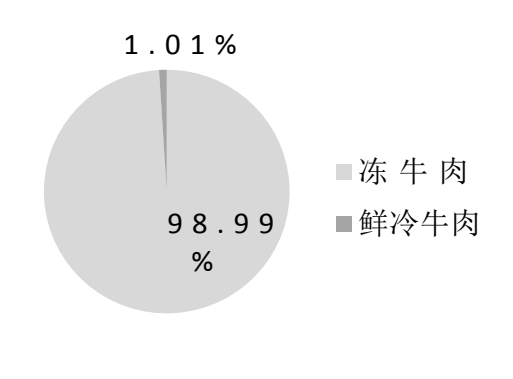
1.1.3 合法进口途径仍然无法满足供需缺口:根据海关总署数据，目前我国合法牛肉进口量为 29.8 万吨，其中澳洲牛肉占比接近 45%。澳洲每年将向中国出口 100 万头火牛，新增贡献牛肉大约 20 万吨。但是我国牛肉年供给缺口至少达 240 万吨，再加上进口牛肉 90% 以上采取冻肉形式，进口即使双倍增加也无法满足鲜冷牛肉的供给缺口。另外从食品安全和民族产业的战略角度看，中国企业走出国门战略收购上游优质牛源是十分正确的选择。

图表 11 中国牛肉进口来源



来源 东吴证券研究所

图表 12 进口牛肉构成



来源 东吴证券研究所

图表 13 2013 年中国牛肉进口增值税和关税税率

商品名称	增值税	关税税率		
		印度、澳洲、日本、韩国	新西兰	东盟 10 国
整头及半头鲜或冷藏的牛肉	13%	20%	4.4%	0
冻藏的整头及半头牛肉	13%	25%	5.6%	0

鲜或冷藏的带骨牛肉	13%	12%	2.7%	0
鲜或冷藏的去骨牛肉	13%	12%	2.7%	0
冻藏的带骨牛肉	13%	12%	2.7%	0
冻藏的去骨牛肉	13%	12%	2.7%	0
干、熏、盐制的牛肉	13%	25%	0	0
牛肉及牛杂碎罐头	17%	12%	0	0
制作或爆仓的牛肉，杂碎，血	17%	12%	0	0

来源 东吴证券研究所

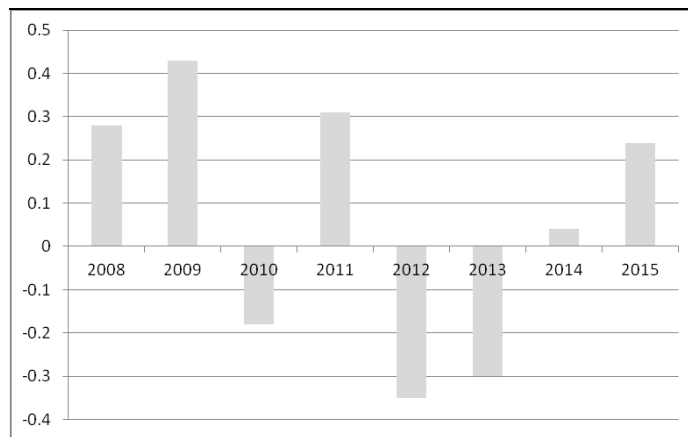
1.1.4 SFF 收购后与联豪食品等深加工业务协同联动，利用公司渠道铺展提升销量

SFF 牛肉的产品与梅林下属联豪食品的深加工业务相配合，同时与外食公司的牛羊如进口业务相配合，并且于艾森公司、苏食肉品以及光明食品集团下属其他企业牛羊肉的零售和分割业务相配合，将梅林打造成集牛羊肉资源、屠宰、加工、批发、零售为一体的综合性肉类专业平台。同时梅林及光明集团旗下广阔的渠道将为 SFF 牛肉产品提供直接高效的销售推广途径，提升 SFF 对中国的销售量和占比。同时，消费升级促进高端牛羊肉消费增长。由于中国居民的消费需求升级，进口高端牛羊肉消费需求也随之增长。因此，高端产品方面，上海梅林可利用下游渠道优势，协助标的公司在中国开拓高端产品市场，提升利润水平；新产品开发方面，上海梅林及光明食品集团在国内有强大的客户资源，可根据客户需求定制肉类产品，进一步提升标的公司利润水平。

充分利用上、下游资源，打造华东生鲜连锁电商平台构建完整 O2O 闭环：爱森目前在上海有网点数近 900 个，是上海第一品牌。光明集团+百联集团共有 7000 个商超的直控终端，进入商超的谈判效率和成本明显优于行业竞争者，同时梅林的屠宰和分销可以满足客户定制化和即时的需求，这些都成为梅林在上海乃至华东的竞争优势。爱森优选+光明里也在不断增加门店数，高密度的专卖店和专柜布局为 O2O 发展奠定了稳定基础。

当前，在肉类食品行业内部，牛羊肉在中国一方面在迅速替代猪肉和鸡肉的市场份额，另一方面，也在不断推出新的深加工产品，消费者对牛羊肉的需求量在不断增长，与上世纪 80 年代中国猪肉市场崛起的时期类似，正处于快速发展阶段。公司若能顺利完成本次海外收购，将迅速成为中国最大的牛羊肉综合产业集团，营业收入高达 250-300 亿元人民币，实现跨越式发展。

图表 14 SFFF 历年净利润



来源 东吴证券研究所

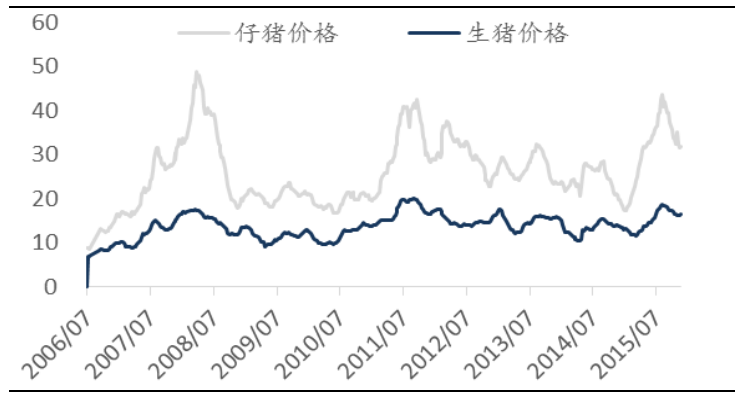
1.2 生猪养殖业务高景气，预计 16 年猪肉价格高位整荡

光明生猪养殖资产注入，猪肉全产业链优势继续加强：2015 年 7 月公司公告光明集团拟将旗下上海农场、川东农场生猪养殖资产注入公司。Q4 生猪资产注入将会计并表，预计 2015 年头均盈利 500 元左右，出栏量由于新增长资产注入增加 70-80 万头左右，合计 100 万头，对应 51% 的控股股权，公司将由此快业务增厚净利润 2.55 亿元左右。

中美猪肉市场追踪，预计猪周期价格 16 年将处于高位整荡：2015 年 11 月中国生猪均价 16.2 元/公斤，同比增长 16.8%，环比 10 月下降 3.3%；美国 11 月猪价仍处于较低水平的 6.27 元/公斤（45.9 美元/英担），中美生猪价差维持在 158.7% 的较高水平。11 月中国进口美国猪肉量同比上升 91.4%，环比 10 月下降 4.6%，维持高位，预计未来猪肉需求量将继续增加。

春节期间猪价高位平稳：2 月 14 日猪 e 网报价外三元生猪 18.41 元/千克，比节前上涨 0.1 元/kg。春节期间，猪价最高达到 18.79 元/kg，后高位平稳。历年来春节后需求回落会导致猪价出现调整，目前生猪输出地东北三省猪价仍坚挺。12 月能繁母猪、生猪存栏降幅扩大。12 月母猪存栏环比下降 0.7%，全国减少 27 万头，存栏量跌至 3798 万头，生猪存栏环比下降 1.1%，降幅均扩大。主要由于养殖户正常淘汰母猪，生猪出栏节奏冬季略有加快，但补栏较少。中长期看，供给紧缩仍将维持，16 年猪价下行的空间较小，均价将保持高位，向上很可能突破前期高点，超过 20 元/kg。

图表 15 中国猪价走势图

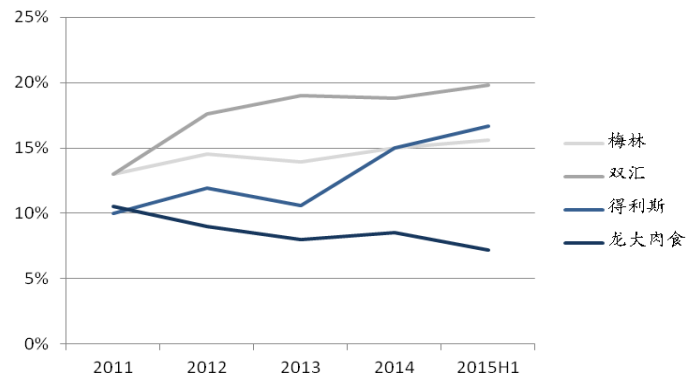


来源 东吴证券研究所

1.3 配股募资偿还贷款和补充流动资金，财务费用将大幅减少保障净利润

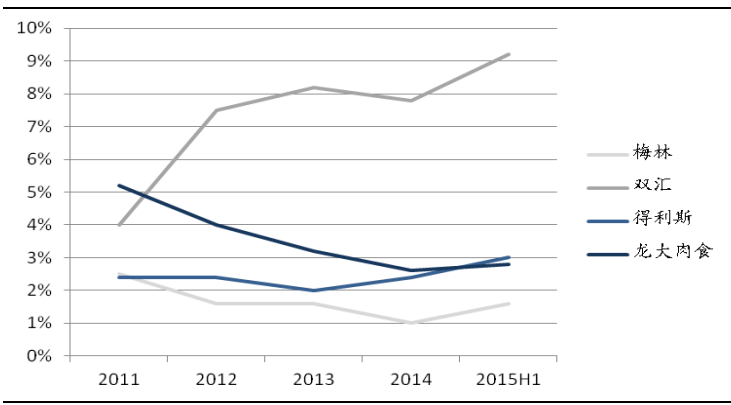
公司 7 月 15 日发布公告，拟按每 10 股配售不超过 3 股的比例向全体股东进行配售，本次配股预计募集资金总额不超过 12 亿元(含发行费用)，全部用于偿还贷款和补充流动资金。2014 年公司短期借款高达 15.8 亿元、财务费用 1.07 亿元，整体负债率达 45%以上，在同行业中处于较高水平，配股募资主要用于偿还银行贷款。预计公司的财务费用将大幅减少，为公司净利润向上恢复性增长提供保障。

图表 16 可比公司历年毛利率变化趋势



来源 东吴证券研究所

图表 17 可比公司历年净利率变化趋势



来源 东吴证券研究所

2. 主业聚焦肉类，加速对亏损企业的清理，且力度超出预期

随着亏损企业的逐步清理和剥离，公司的整体盈利能力将得到很大程度的提升。

公司于 2 月 15 日公司发布《关于债权人向法院申请捷克梅林破产清算的提示性公告》，因上海梅林（捷克）有限公司无能力偿还到期债务，债权人向捷克布拉格市政法院申请捷克梅林破产清算，法院正式受理债权人对捷克梅林的破产清算申请。

捷克梅林成立于 2006 年 1 月，主要从事罐头食品的生产及销售，梅林持有 70% 的股权。捷克梅林自成立之日起长期亏损，目前已资不抵债，截止 2015 年 12 月 31 日，捷克梅林资产总额 8530 万元，负债总额 17439 万元，净资产-8909 万元，2015 年亏损达 3452 万元。

我们认为由于捷克梅林的罐头生产及收入体量都很小，认为即使最终关停对公司的影响也相对较小。公司开始加速对亏损企业的清理，彰显新管理层解决长期困扰公司“亏损企业问题”的决心。目前公司主要有三家亏损企业，分别为捷克、荣成、重庆梅林。三家企业每年的亏损额高达 1-1.5 亿元，而公司 14 年整体净利润仅 1.3 亿元。目前重庆和荣成也在逐步减亏，随着亏损企业的逐步清理和剥离，公司的整体盈利能力将得到很大程度的提升。

3 公司战略日渐清晰，国企改革预期强烈

公司牛肉战略稳定落地，未来将聚焦肉类主业，打造国内肉制品领导品牌。新管理层上任之后，管理效率显著提高。光明集团也聚焦肉类业务的发展壮大，实行股权激励，机制激活，未来也将全方面支持公司发展。公司存在较强国企改革预期，未来较大可能推出股权激励或员工持股计划，看好公司长远发展。

伴随着上市公司对优质牛羊肉资源控制力的增强，结合已具备的生猪养殖、屠宰加工、肉制品制造、物流配送及终端销售一体化经营全产业链布局的能力，上市公司在肉类领域的产业集中能力将大幅增强，从而更容易提高公司对产业链各个环节的资源整合及精细化管理，建设系统化的运营体系，有助于企业发挥内部的协同效应，实现各个业务链之间的相互支持与均衡发展，提升抵抗行业周期性波动风险的能力，进而形成综合竞争能力，同时，公司的资产质量将得到显著提升，通过发挥协同效应进一步提高公司的盈利能力。

4.盈利预测与投资建议

收购使得梅林全产业链协同及聚合效应显现，进一步扩大中国市场占有率，盈利能力实现大幅提升。我国当前的牛羊行业空间很大，在肉类食品行业内部，牛羊肉的需求量和销量成长迅速，市场份额不断提升，深加工产品品类不断丰富，产品快速发展。海外并购顺利推进将带动公司成为中国最大的牛羊肉综合产业集团，打造成全国化的领导品牌。预计公司 16 年收入将达到 250-300 亿元，利润增加一倍，资产注入和海外收购并表，公司业绩将大幅增厚，实现跨越式发展。按照 SFF 公司 15 年预计 EBITDA 为 0.84 亿元新西兰币，人民币 3.53 亿元估算，预计上市公司净利润增加约 1.05 亿元（息税后）。猪肉业务将增厚净利润 2.55 亿元左右。传统业务净利润 1 亿元左右，全年整体净利润 4.61 亿元，对应 16 年 25.8XPE，对应 15-17 年 EPS 分别为 0.20、0.44、0.59 元，维持“买入”评级。

5.风险因素

贸易政策变化风险；市场竞争风险；海外业务管理风险；食品安全风险。

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	3777.1	3500.7	3865.9	4437.0	营业收入	10590.8	15,649.8	25,597.3	29,076.8
现金	1735.3	1000.0	1000.0	1000.0	营业成本	9017.0	9982.8	11391.8	13665.3
应收款项	767.2	925.6	1064.4	1277.3	营业税金及附加	39.6	58.2	67.0	80.4
存货	808.4	984.6	1123.6	1347.8	营业费用	935.6	1048.5	1205.8	1446.9
其他	466.1	590.5	677.9	811.8	管理费用	345.2	356.9	409.2	489.4
非流动资产	2809.6	2864.7	2954.4	3004.7	财务费用	106.6	54.8	52.1	68.0
长期股权投资	286.0	281.9	312.0	312.0	投资净收益	31.5	0.0	0.0	0.0
固定资产	1455.3	1518.9	1582.7	1637.1	其他	-35.2	7.4	7.2	7.1
无形资产	221.4	217.0	212.8	208.7	营业利润	143.0	156.0	278.8	333.9
其他	847.0	847.0	847.0	847.0	营业外净收支	36.7	7.0	7.0	7.0
资产总计	6586.7	6365.4	6820.3	7441.7	利润总额	179.7	163.0	285.8	340.9
流动负债	3046.0	2832.2	3274.1	3918.8	所得税费用	50.8	40.8	71.4	85.2
短期借款	1591.2	1096.8	1292.7	1541.9	少数股东损益	-3.8	0.0	0.0	0.0
应付账款	620.5	711.1	811.5	973.4	归属母公司净利润	132.7	182.60	461.32	540.70
其他	834.4	1024.3	1170.0	1403.5	EBIT	258.7	210.9	330.9	401.9
非流动负债	215.5	230.5	245.5	260.5	EBITDA	376.3	367.0	497.9	580.8
长期借款	23.9	23.9	23.9	23.9					
其他	191.6	206.6	221.6	236.6	重要财务与估值指 标	2014	2015E	2016E	2017E
负债总计	3261.5	3062.7	3519.6	4179.4	每股收益(元)	0.14	0.20	0.44	0.59
少数股东权益	257.5	257.5	257.5	257.5	每股净资产(元)	3.27	3.25	3.22	3.18
归属母公司股东 权益	3067.7	3049.3	3017.2	2978.8	发行在外股份(百万 股)	937.7	937.7	937.7	937.7
负债和股东权益总 计	6586.7	6369.6	6794.3	7415.7	ROIC(%)	4.5%	3.6%	5.9%	6.8%
					ROE(%)	4.3%	4.0%	7.1%	8.6%
现金流量表 (百万 元)	2014	2015E	2016E	2017E	毛利率(%)	14.5%	13.8%	14.5%	14.5%
经营活动现金流	158.7	82.5	277.2	274.0	EBIT Margin(%)	2.4%	1.8%	2.5%	2.5%
投资活动现金流	-288.0	-182.8	-226.6	-229.2	销售净利率(%)	1.3%	1.0%	1.6%	1.6%
筹资活动现金流	823.4	-634.9	-50.6	-44.8	资产负债率(%)	49.5%	48.1%	51.6%	56.2%
现金净增加额	679.1	-735.3	0.0	0.0	收入增长率(%)	2.1%	47.7%	63.6%	13.6%
企业自由现金流	-86.4	-53.5	87.5	93.6	净利润增长率(%)	-14.5%	37.7%	153.3%	18.0%

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

