

牵手云南中烟，把握新型烟草机遇 买入（维持）

2018 年 08 月 28 日

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002
021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632
mal@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2,945	3,443	4,008	4,682
同比（%）	6.1%	16.9%	16.4%	16.8%
归母净利润（百万元）	574	742	894	1,086
同比（%）	0.6%	29.2%	20.5%	21.4%
每股收益（元/股）	0.38	0.50	0.60	0.73
P/E（倍）	21.86	16.92	14.05	11.57

投资要点

- **事件：**为抢抓新型烟草业务发展机遇，充分发挥各自在新型烟草领域的客户、研发、市场、技术等方面的优势，2018 年 8 月 24 日，公司与云南中烟签署了《云南中烟工业有限责任公司与深圳劲嘉集团股份有限公司之战略合作框架协议》，共同推进新型烟草的研发和销售。
- **牵手云南中烟，优势互补加速布局。**此次劲嘉和云南中烟强强联合，合作范围涉及研发、生产、品牌、渠道、推广等多个层面，除了加速双方技术互补和产品研发，有望通过品牌联盟及共享销售渠道等方式实现优势资源的高效整合。云南中烟是我国新型烟草领域的翘楚，此前已经设立技术中心深圳研创平台进行新型烟草研发的储备，具备电子烟研发制造、集成的完备技术，拥有多项加热不燃烧产品专利，并且目前已有加热不燃烧烟草的成熟产品（烟具+烟弹）进行海外试点推广。
- **外延合作、新品研发前期布局深厚。**劲嘉股份的新型烟草业务前期布局深厚。分别于 2014 年与合元科技合资成立电子烟公司，并与和而泰签署关于智能电子烟业务的发展框架，截至 17 年末已获得电子烟相关专利共 47 项。公司两款产品已经先后上市。近期公司又与小米生态链的米物科技成立合资公司，强化新型烟草的研发和合作。
- **政策东风下有望率先抢占烟具市场。**7 月国家烟草专卖局召开座谈会强调促进新型烟草稳步发展，随后各中烟公司纷纷加大研发合作。依照 IQOS 的发展模式，未来中烟公司与烟标企业的合作最有可能以烟具为突破，且烟标龙头依赖于上游产业链地位有望成为综合的供应链整合商。根据我们的测算 2021 年我国的烟具市场规模有望达到 278 亿元，空间较为广阔。劲嘉股份与云南、江苏、贵州、四川等中烟公司具有长期稳定的合作关系，在该赛道的产业东风下有望抢占先机。
- **“大包装+大健康”拓展顺利，长期发展看点颇丰。**公司烟标主业定位高端，在烟草行业结构升级大势下预计稳健扩张；同时大力发展精品彩盒业务，与茅台合作渐入佳境，酒包业务放量可期；此外，公司率先布局新型烟草朝阳行业，有望顺政策东风抢占先机，贡献增长动力。公司近期回购动作频繁，未来发展信心坚定。
- **盈利预测与投资评级：**预计 2018-2020 年公司营业收入分别为 34.43 亿元、40.08 亿元、46.82 亿元，同比增速分别为 16.9%、16.4%和 16.8%；归母净利润分别为 7.42 亿元、8.94 亿元、10.86 亿元，同比增速分别为 29.2%、20.5%和 21.4%；当前股价对应 18-20 年 PE 分别为 16.9X、14.1X 和 11.6X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**烟草行业调控超预期，业务拓展不达预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.40
一年最低/最高价	6.93/10.77
市净率(倍)	2.17
流通 A 股市值(百万元)	10936.83

基础数据

每股净资产(元)	3.88
资产负债率(%)	20.61
总股本(百万股)	1494.83
流通 A 股(百万股)	1302.00

相关研究

- 1、《劲嘉股份 (002191)：精品彩盒高增长，新型烟草布局具看点》2018-08-24
- 2、《劲嘉股份：烟标主业恢复，精品包装 18 年有望放量》2018-01-31
- 3、《劲嘉股份：茅台合作事宜落地，精品包装渐入佳境》2017-12-25

内容目录

1. 牵手云南中烟，新型烟草布局再下一城	4
2. 新型烟草大势所趋，政策助力下劲嘉有望率先受益	4
3. 业务多点开花，“大包装”拓展顺利	7
4. 盈利预测与投资评级	8
5. 风险提示	8

图表目录

图 1：劲嘉科技“探索者”加热不燃烧电子烟	4
图 2：劲嘉科技“蒸汽生活”烟油式电子烟	4
表 1：三类新型烟草制品对比	5
表 2：国际巨头新型烟草制品研发情况	5
表 3：我国新型烟草相关政策态度	6
表 4：我国电子烟具市场规模测算	6
表 5：劲嘉股份季度经营数据	7
表 6：劲嘉股份收入拆分	7

1. 牵手云南中烟，新型烟草布局再下一城

为抢抓新型烟草业务发展机遇，充分发挥各自在新型烟草领域的客户、研发、市场、技术等方面的优势，2018年8月24日，劲嘉股份与云南中烟签署了《云南中烟工业有限责任公司与深圳劲嘉集团股份有限公司之战略合作框架协议》，共同推进新型烟草的研发和销售。

此次劲嘉和云南中烟强强联合，合作范围涉及研发、生产、品牌、渠道、推广等多个层面，除了加速双方技术互补和产品研发，有望通过品牌联盟及共享销售渠道等方式实现优势资源的高效整合。云南中烟是我国新型烟草领域的翘楚，此前已经设立技术中心深圳研创平台进行新型烟草研发的储备，具备电子烟研发制造、集成的完备技术，拥有多项加热不燃烧产品专利，并且目前已有加热不燃烧烟草的成熟产品（烟具+烟弹）进行海外试点推广。

公司的新型烟草业务前期布局深厚。公司是国内较早探索“大健康”领域并布局新型烟草业务的烟标龙头之一，2014年就设立劲嘉科技研发电子烟产品，并与和而泰签署关于智能电子烟业务的发展框架，截至17年末已获得电子烟相关专利共47项，公司两款产品已经先后面市，2015年推出“君品”和“探索者”两款低温加热不燃烧实体产品，2018年又推出“蒸汽生活”首创共享电子烟。随后公司陆续取得与英美烟草，雷诺烟草，菲莫国际三家国际烟草龙头电子烟包装盒业务的合作，国内则已与云南、上海、河南等多个中烟公司展开新型烟草业务合作。2018年8月，劲嘉科技又与小米旗下生态链企业北京米物科技设立合资公司嘉物科技，强化新型烟草的研发和合作。

图 1：劲嘉科技“探索者”加热不燃烧电子烟



数据来源：京东，东吴证券研究所

图 2：劲嘉科技“蒸汽生活”烟油式电子烟



数据来源：京东，东吴证券研究所

2. 新型烟草大势所趋，政策助力下劲嘉有望率先受益

替代需求推动新型烟草制品蓬勃发展。随着全球控烟力度加大、环保健康理念普及，

1990 年至 2015 年期间全球吸烟率从 29.4% 下降到 15.3%，替代需求推动了新型烟草制品蓬勃发展。新型烟草制品定位于“一种可接受的、正常的、安全的上瘾物质”，不仅还原了消费者的基本满足感，还回应了消费者对于健康的关注诉求。新型烟草制品可进一步划分为电子烟、加热不燃烧烟草制品以及其他无烟气烟草制品（如口含烟等）。目前，发展较快的两类新型烟草制品是电子烟和加热不燃烧烟草制品，2017 年市场规模分别达到 120 亿美元（同增 20%）、50 亿美元（较 16 年翻倍）。

表 1：三类新型烟草制品对比

组成	原理	减害	口感	烟雾/烟味	市场规模 (2017)	主要市场	首发企业/ 产品	代表企业/ 产品	产品示意图	
加热不燃烧产品	加热棒、充电盒、专用烟弹	将传统卷烟再度深加工，使用电子元器件加热	有害物质降低90%以上	近似真烟	少	约50亿美元	日本、韩国	IQOS (美)	IQOS (美)	
电子烟	雾化器、电池盒、烟油	将含有尼古丁的烟油雾化为蒸汽	产品本身并没有烟草，对人体的危害仅仅是卷烟的5%	与真烟口感有较大差距	大	约120亿美元	美国、英国等	如烟 (中)	艾维普斯 (中)、欧凡尔 (意)	
无烟气烟草制品	吸鼻烟、含烟、嚼烟等	不经燃烧过程，而直接通过口腔或鼻腔吸食消费	对人体危害最小	-	无	-	美国、北欧	-	火柴公司 (瑞典)	

数据来源：2017 世界烟草发展报告，中国烟草资讯网，东方烟草网，烟悦网等，东吴证券研究所整理

IQOS 走红，加热不燃烧产品发展受到重视。区别于蒸汽电子烟中的烟油，加热不燃烧烟草使用的烟弹口味与使用感更接近传统烟草，因此消费者更易接受和转换。根据欧睿国际预测，2017 年加热烟草制品销售额约 50 亿美元，同比增长约 150%，预计至 2021 年将达到 154 亿美元。菲莫国际作为入局最早、投资力度最大的跨国烟草公司，公司的加热不燃烧产品 IQOS 推出后迅速走红，为公司贡献不菲业绩。近年表现来看，IQOS 在 2015 年的烟弹销量仅 3.96 亿支，到 2017 年达到 362.26 亿支，增长近 100 倍；对应菲莫国际的 RRP 业务（基本为 IQOS 烟弹和烟具，含少量蒸汽电子烟）的收入也由 0.66 亿美元增长至 36.4 亿美元（其中 IQOS 烟具收入约 9 亿美元）。2017 年 IQOS 不含税销售额约为 36.4 亿美元，在全球加热不燃烧产品销售额中占比接近 70%。

表 2：国际巨头新型烟草制品研发情况

公司名称	研发时间	新型烟草制品	2017 收入 / 亿	2017 净利润 / 亿	销量 / 万箱	新型烟草收入 / 亿	新型烟草收入占比
菲莫国际	2008	加热不燃烧烟草 IQOS，2014 年发布后迅速风靡	\$287	\$63	1596	\$36.4	13%
日本烟草	2011	加热不燃烧烟草 Ploom tech，电子烟 logic	¥21,397	¥3,924	983	-	-
英美烟草	2012	加热不燃烧烟草 glo，电子烟 Vype 和 Ten Motives	£203	£377	1373	£2.2	1%
帝国烟草	2012	电子烟 Blu	£303	£15	530	-	-

注：菲莫国际为不含消费税收入

数据来源：各公司年报，世界烟草发展报告，东吴证券研究所整理

我国政策或迎窗口，加热不燃烧市场有望扩容。IQOS 在国际上的火爆引起了国内烟草产业的重视。7月5日召开的新型烟草制品发展座谈会提出要积极稳妥地推进新型烟草制品的发展；7月17日烟草局印发《国家烟草专卖局2018年全面深化改革工作要点》，提出三个“推进”深化新型烟草制品创新改革；7月25日国家烟草专卖局新局长张建民（前内蒙古自治区党委常委）走马上任，并在随后浙江烟草、上海烟草的调研中强调，要在新型烟草制品领域积极探索创新。政策东风持续释放积极信号，我国新型烟草的推广或迎来扩容时期。

表 3：我国新型烟草相关政策态度

时间	政策/态度
2014年1月	全国烟草工作会议：高度重视加热不燃烧卷烟、电子烟、口含烟等新型烟草制品研发
2017年1月	2017年全国烟草工作会议：深入实施新型烟草制品研制重大专项，超前研发储备一批战略性产品
2018年7月	烟草行业新型烟草制品发展座谈会：准确把握新型烟草制品战略定位，紧密结合市场实际，积极稳妥地推进新型烟草制品与传统卷烟协调发展。
2018年7月	国家烟草专卖局印发《国家烟草专卖局2018年全面深化改革工作要点》：推进新型烟草制品监管的政策法规研究；推进新型烟草制品全产业链创新发展；推进新型烟草制品产品国际拓展。

数据来源：国家烟草专卖局，东方烟草网，东吴证券研究所

烟具市场较为广阔，前期布局有望逐渐发力。依照 IQOS 的发展模式，未来中烟公司与烟标企业的合作最有可能以烟具为突破，且烟标龙头依赖于上游产业链地位有望成为综合的供应链整合商。假设我国总人口年增速 0.5%、吸烟率每年下滑 0.2pct，烟具价格 600 元（IQOS 烟具均价 110 美元），根据我们的测算 2021 年我国的烟具市场规模有望达到 278 亿元。劲嘉股份与云南、江苏、贵州、四川等中烟公司具有长期稳定的合作关系，在该赛道的产业东风下有望抢占先机。

表 4：我国电子烟具市场规模测算

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
总人口（亿）	13.75	13.83	13.90	13.97	14.04	14.11	14.18
YOY	-	0.59%	0.53%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
吸烟率	23.0%	22.8%	22.6%	22.4%	22.2%	22.0%	21.8%
吸烟人数（亿）	3.16	3.15	3.14	3.13	3.12	3.10	3.09
电子烟渗透率	0.30%	0.60%	1%	3%	5%	10%	15%
烟具价格（元）	600	600	600	600	600	600	600
烟具更换频率（次/年）	1	1	1	1	1	1	1
市场规模测算	5.7	11.3	18.8	56.3	93.5	186.3	278.2

数据来源：Wind，中国报告网，《2015 中国成人烟草调查报告》，东吴证券研究所

3. 业务多点开花,“大包装”拓展顺利

此前劲嘉股份发布半年度业绩，上半年收入 16.09 亿（同增 13.14%）、归母净利 3.79 亿元（+25.06%），传统烟标业务和彩盒业务均有靓丽表现。上半年烟草行业发展形势总体向好，完成卷烟产量 2350.7 万箱（+4.52%），工业总产值同比增长 11.68%。顺应烟草行业调状态、优结构的趋势，公司烟标主业实现收入 12.57 亿元（+8.19%），而高端化定位使得公司持续受益于消费升级，产品结构优化领跑行业。

精品彩盒业务方面，公司通过收购茅台技开司子公司申仁包装 29%股份切入酒包业务，18 年上半年增资成为二股东，直接和间接持股申仁 40.6%。根据此前战略合作协议，茅台技开司及子公司的酒包业务将优先与申仁、劲嘉合作，与白酒行业标杆客户的合作也大大提升了劲嘉的业内认可度，为后续与五粮液等品牌合作打下良好基础，未来公司酒包业务有望迎来放量。

表 5：劲嘉股份季度经营数据

单位: 百万元	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业总收入	631.38	669.87	594.80	880.91	752.81	669.09	677.63	845.76	813.62	795.18
YOY	-20.78%	22.15%	8.81%	6.38%	19.23%	-0.12%	13.93%	-3.99%	8.08%	18.84%
归母净利润	237.76	114.32	88.83	129.82	175.65	127.43	132.34	138.99	212.69	166.32
YOY	-10.18%	-11.02%	-25.49%	-37.69%	-26.12%	11.47%	48.97%	7.07%	21.09%	30.52%
毛利率	45.79%	39.68%	41.06%	39.57%	43.73%	45.86%	44.53%	42.74%	47.14%	40.88%
期间费用率	17.58%	16.85%	22.15%	16.34%	13.49%	17.13%	18.03%	19.82%	14.23%	13.25%
其中: 销售费用率	2.38%	2.66%	3.42%	3.90%	2.50%	3.39%	3.60%	4.63%	3.32%	3.23%
管理费用率	15.08%	14.22%	18.13%	12.26%	10.73%	13.08%	13.73%	15.32%	11.97%	11.36%
财务费用率	0.12%	-0.02%	0.60%	0.18%	0.26%	0.66%	0.70%	-0.13%	-1.07%	-1.34%
归母净利率	37.66%	17.07%	14.94%	14.74%	23.33%	19.05%	19.53%	16.43%	26.14%	20.92%
ROE	5.57%	2.65%	2.07%	2.93%	3.80%	2.74%	2.87%	2.50%	3.26%	2.59%
YOY (±)	-1.78%	-0.77%	-1.04%	-2.25%	-1.77%	0.09%	0.80%	-0.44%	-0.54%	-0.15%
资产负债率	21.17%	27.85%	24.55%	27.98%	20.62%	24.82%	23.26%	17.64%	17.18%	20.61%
YOY (±)	-3.18%	6.64%	6.24%	9.47%	-0.55%	-3.03%	-1.29%	-10.34%	-3.44%	-4.21%
存货周转天数	122.58	102.95	116.13	115.45	119.86	130.31	144.34	147.29	148.42	141.15
较上年同期增减	34.08	1.66	1.07	7.17	-2.73	27.37	28.20	31.84	28.56	10.84
应收账款天数	110.29	114.84	116.47	93.58	95.46	102.70	95.12	90.58	79.26	78.24
较上年同期增减	50.05	52.52	53.86	25.48	-14.83	-12.14	-21.35	-3.00	-16.20	-24.46
经营性现金流净额	153.83	152.69	128.80	482.86	111.65	267.71	223.27	217.20	205.81	209.35
较上年同期增减	-35.21	-0.38	-78.24	232.40	-42.19	115.02	94.47	-265.66	94.17	-58.36
筹资性现金流净额	-18.17	83.73	-206.02	-80.67	-52.49	-199.14	-11.61	1222.82	-136.81	-93.21
较上年同期增减	109.67	261.75	-155.18	-8.90	-34.32	-282.87	194.41	1303.50	-84.33	105.93
资本开支	98.49	57.31	49.58	156.11	109.28	58.58	81.77	117.99	75.90	67.46
较上年同期增减	59.97	-22.50	-5.78	73.19	10.79	1.27	32.18	-38.12	-33.38	8.88

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 6：劲嘉股份收入拆分

单位：百万元	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1
主营业务收入	2323.24	2720.05	2776.95	2945.29	1421.90	1608.80
YOY	8.74%	17.08%	2.09%	6.06%	9.27%	13.14%
烟标业务收入	2002.63	2390.94	2342.07	2375.02	1162.33	1257.48
占比	86.20%	87.90%	84.34%	80.64%	81.74%	78.16%
YOY	7.10%	19.39%	-2.04%	1.41%	4.83%	8.19%
毛利率	42.31%	45.16%	39.35%	44.93%	44.51%	43.97%
彩盒业务收入	75.59	140.34	187.26	267.13	112.45	186.18
占比	3.25%	5.16%	6.74%	9.07%	7.91%	11.57%
YOY	-13.12%	85.65%	33.44%	42.65%	75.02%	65.56%
毛利率	6.90%	10.88%	-	-	-	-
镭射包装材料收入	458.10	497.68	468.54	581.58	270.35	318.16
占比	19.72%	18.30%	16.87%	19.75%	19.01%	19.78%
YOY	78.74%	8.64%	-5.86%	24.13%	31.18%	17.69%
毛利率	17.14%	22.83%	25.20%	23.08%	31.18%	23.78%

注：(1)16年以前年报口径为精品包装，17年改为彩盒；
(2)因存在内部抵消，收入占比之和大于1。

数据来源：Wind，公司年报，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

“大包装+大健康”拓展顺利，长期发展看点颇丰。公司烟标主业定位高端，在烟草行业结构升级大势下预计稳健扩张；同时大力发展精品彩盒业务，与茅台合作渐入佳境，酒包业务放量可期；此外，公司率先布局新型烟草朝阳行业，有望顺政策东风抢占先机，贡献增长动力。公司近期回购动作频繁，未来发展信心坚定。

预计 2018-2020 年公司营业收入分别为 34.43 亿元、40.08 亿元、46.82 亿元，同比增速分别为 16.9%、16.4%和 16.8%；归母净利润分别为 7.42 亿元、8.94 亿元、10.86 亿元，同比增速分别为 29.2%、20.5%和 21.4%；当前股价对应 18-20 年 PE 分别为 16.9X、14.1X 和 11.6X，维持“买入”评级。

5. 风险提示

烟草行业调控超预期：公司烟标主业贡献约 80%的收入，若传统卷烟行业政策调控趋严使得卷烟产销量下滑，则可能导致公司烟标业务承压。

业务拓展不达预期：若公司非烟包装业务客户的拓展进度不及预期，则会给未来业绩增长带来不确定性。

劲嘉股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	3524	3784	4014	4047	营业收入	2945	3443	4008	4682
现金	1227	1072	1169	864	减:营业成本	1646	2010	2341	2730
应收账款	669	790	867	1023	营业税金及附加	42	44	54	63
存货	712	1009	1046	1184	营业费用	105	127	149	176
其他流动资产	916	913	933	977	管理费用	391	457	531	615
非流动资产	4600	4936	5374	5837	财务费用	10	-25	-26	-19
长期股权投资	1019	1019	1019	1019	资产减值损失	23	-2	-1	-0
固定资产	1681	1983	2298	2671	加:投资净收益	35	75	140	238
在建工程	134	271	400	496	其他收益	25	22	25	24
无形资产	293	286	279	272	营业利润	789	959	1157	1409
其他非流动资产	1473	1377	1378	1379	加:营业外净收支	-0	-1	-1	-1
资产总计	8124	8720	9388	9885	利润总额	789	958	1156	1409
流动负债	1395	1625	1929	2002	减:所得税费用	116	128	157	195
短期借款	10	120	142	91	少数股东损益	98	87	105	128
应付账款	660	791	979	1086	归属母公司净利润	574	742	894	1086
其他流动负债	725	713	808	825	EBIT	803	848	988	1161
非流动负债	38	47	51	46	EBITDA	960	954	1107	1295
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	38	47	51	46	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	1433	1672	1981	2048	每股收益(元)	0.38	0.50	0.60	0.73
少数股东权益	242	242	242	242	每股净资产(元)	4.31	4.55	4.79	5.08
归属母公司股东权益	6449	6807	7165	7595	发行在外股份(百万股)	1495	1495	1495	1495
负债和股东权益	8124	8720	9388	9885	ROIC(%)	10.2%	10.2%	11.3%	12.6%
					ROE(%)	10.0%	10.8%	12.4%	14.2%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	44.1%	41.6%	41.6%	41.7%
经营活动现金流	820	238	816	739	销售净利率(%)	22.8%	24.1%	24.9%	25.9%
投资活动现金流	-1300	-1137	-1177	-1222	资产负债率(%)	17.6%	19.2%	21.1%	20.7%
筹资活动现金流	960	804	458	179	收入增长率(%)	6.1%	16.9%	16.4%	16.8%
现金净增加额	477	-95	96	-305	净利润增长率(%)	0.6%	29.2%	20.5%	21.4%
折旧和摊销	156	106	119	134	P/E	21.86	16.92	14.05	11.57
资本开支	368	525	564	605	P/B	1.95	1.84	1.75	1.65
营运资本变动	1476	31	-75	-39	EV/EBITDA	13.09	13.16	11.35	9.70

数据来源: 贝格数据, 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 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>