

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

三个改变下, 公司的表现预期增强

——舍得酒业(600702)公司深度分析

证券研究报告-公司深度分析

买入(首次)

市场数据(2019-03-07)

发布日期: 2019年03月08日

收盘价(元)	27.74
一年内最高/最低(元)	44.88/18.61
沪深300指数	3808.85
市净率(倍)	3.72
流通市值(亿元)	91.41

基础数据(2018-12-31)

每股净资产(元)	7.46
每股经营现金流(元)	1.31
毛利率(%)	72.63
净资产收益率-摊薄(%)	13.58
资产负债率(%)	43.94
总股本/流通股(万股)	33730/33730
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点:

- 2015年以来, 舍得系列酒的销量大幅度增长: 2017、2018年, 舍得系列酒的销量分别增长28.8%和21.8%, 截至2018年, 舍得系列酒的销量达到约5000吨。这与公司的营销策略和消费市场的变化均有关系。一方面, 公司力图拔高产品结构和品牌定位, 在渠道和宣传的辅助下, 通过营销资源的投入, 推动代表公司高度的“舍得”系列酒大幅增长; 另一方面, 经过2012年至2015年的调整, 市场重拾白酒消费升级, 对中高端的白酒需求空间再次打开, 公司的营销策略迎合了市场的变化。相比之下, 沱牌系列酒的出品得以成功地削减。舍得进、沱牌退是公司主动采用的品牌和营销策略: 相比2016年的11%, 2018年时, 舍得在公司的销量结构中的占比已经达到40%。
- 在经历了2013、2014、2015年的业绩下滑后, 通过对产品结构的调整, 公司的白酒毛利率开始不断地提升, 盈利水平跻身高档白酒的行列。2017年公司对中高端酒提价77%、2018年继而提价16%, 两年合计93%, 价格接近翻番, 提价幅度高于竞品。在普遍提价和舍得系销量大增的推动下, 公司2016、2017、2018年的销售收入增长分别达到28.72%、20.86%和23.75%, 白酒销售规模达到18.5亿元。
- 早在2016年, 公司的省外销售占比就已经达到70%, 2018年达到75%。根据2016年的分区域数据, 我们了解到: 公司过亿元的市场有成都、川渝、京津冀、东北、山东和河南等, 其中销售增长超快的市场包括东北、河南、四川和华南, 这些区域市场的销售增长在30%至70%区间。
- 我们对公司首次覆盖, 给予公司“买入”评级。预计公司2019、2020、2021年的EPS为1.47、1.98、2.46元, 同比分别增44.12%、34.69%、24.24%, 相比2017年分别增2.4倍、3.6倍、4.7倍。公司3月7日的收盘价27.74元, 对应的PE为19.5倍、14.6倍、11.7倍。考虑到白酒板块当前的PE接近25倍, 我们认为公司的股价明显被市场低估。我们给予公司22倍的估值, 对应2019年业绩, 公司合理股价为32.34元, 年内仍有16.58%的上涨空间。

风险提示: 如果公司产品的渠道动销欠佳, 公司业绩恐不达预期。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1638.4	2212.3	2681.8	3264.3	3733.0
增长比率	12.1%	35.0%	21.2%	21.7%	14.4%
净利润(百万元)	143.6	341.8	497.1	667.0	830.5
增长比率	79.0%	138.1%	45.5%	34.2%	24.5%
每股收益(元)	0.43	1.01	1.47	1.98	2.46
市盈率(倍)	67.6	28.4	19.5	14.6	11.7

资料来源: 贝格数据, 中原证券

1. 产品结构

按品牌划分，公司产品分为两大品牌：“舍得”和“沱牌”。“舍得”是后期开发的较新品牌，价格定位在 400 至 2000 元，属性高端；沱牌是传统品牌，产品定价在 20 至 200 元，属于中低档次。

按价格划分，公司产品分为“中高档”和“低档”。中高档产品自上而下包括舍得系列（包括智慧舍得和品味舍得）、陶醉和天曲，价格区间 2000 至 200 元；低档产品包括天曲以下的特曲、优曲和沱小酒，定价 200 至 20 元。

图表 1: 公司的产品结构

档次	品名	终端价 (元/瓶)	销量 (2018 年)
超高端	吞之乎 53 度	2580	5000 吨
	吞之乎 52 度	1880	
高端	智慧舍得	668	3000 吨
	品味舍得	468	
	陶醉	308	
中高档	天曲	268	5000 吨
	特曲	136	
	优曲	118	
低端	沱小九	25	

资料来源：中原证券；公司 2018、2017、2016 年年报；WIND

2. 升级趋势

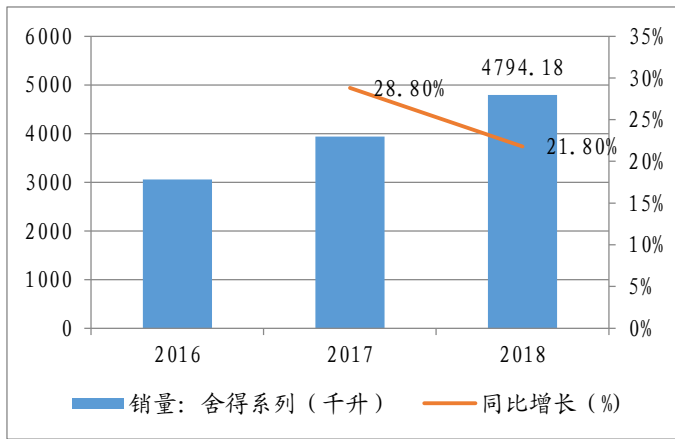
2.1 舍得进、沱牌退

2015 年以来，舍得系列酒的销量大幅度增长：2017、2018 年，舍得系列酒的销量分别增长 28.8% 和 21.8%，截至 2018 年，舍得系列酒的销量达到 4794.19 千升，约 5000 吨。这与公司的营销策略和消费市场的变化均有关系。一方面，公司力图拔高产品结构和品牌定位，在渠道和宣传的辅助下，通过营销资源的投入，推动代表公司高度的“舍得”系列酒大幅增长；另一方面，经过 2012 年至 2015 年的调整，市场重拾白酒消费升级，对中高档的白酒需求空间再次打开，公司的营销策略迎合了市场的变化。

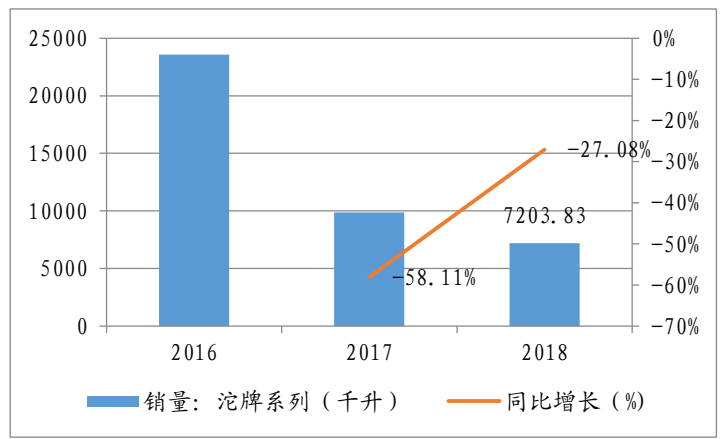
相比之下，沱牌系列酒的出品得以成功地削减：2017 年销量减少 58.11%、2018 年再减少 27.08%，截至 2018 年，沱牌系列酒的销量 7203.83 千升，较 2016 年减少了 2/3，仅剩下约 1/3。沱牌是传统老品牌，受众群体广泛，市场对价格较为敏感。考虑到沱牌对公司收入和利润的贡献过低，不符合公司长远的发展利益，公司大幅削减了沱牌的出产，在促进资源聚焦的同时，也节省了营业性成本。

舍得进、沱牌退是公司主动采用的品牌和营销策略：相比 2016 年的 11%，2018 年时，舍得在公司的销量结构中的占比已经达到 40%。

图表 2: 舍得系列酒销量大幅增长

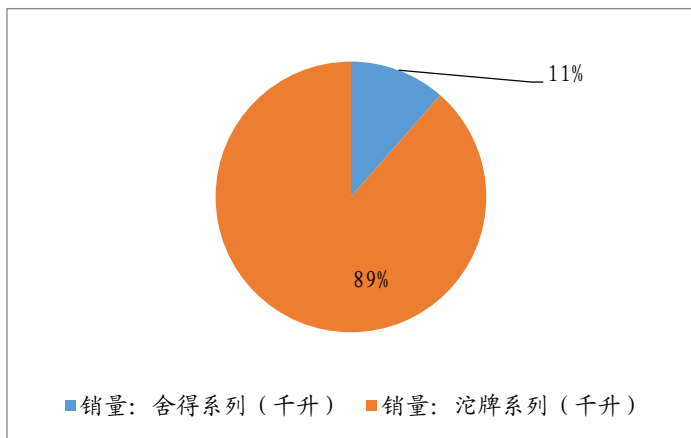


图表 3: 沱牌系列酒销量大幅削减

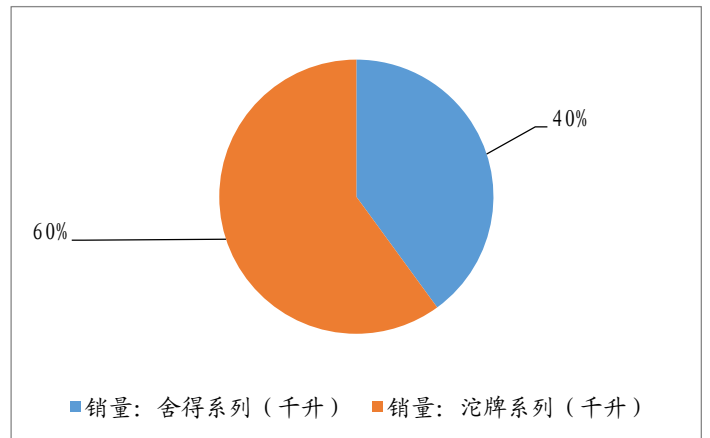


资料来源: 中原证券; 公司 2018、2017、2016 年年报; WIND

图表 4: 舍得系列酒的销量占比: 2016 年



图表 5: 舍得系列酒的销量占比: 2018 年



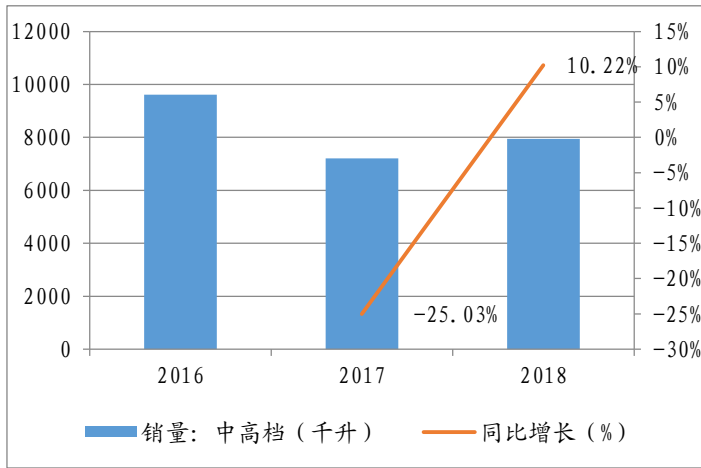
资料来源: 中原证券; 公司 2018、2017、2016 年年报; WIND

2.2 高档进、低档退

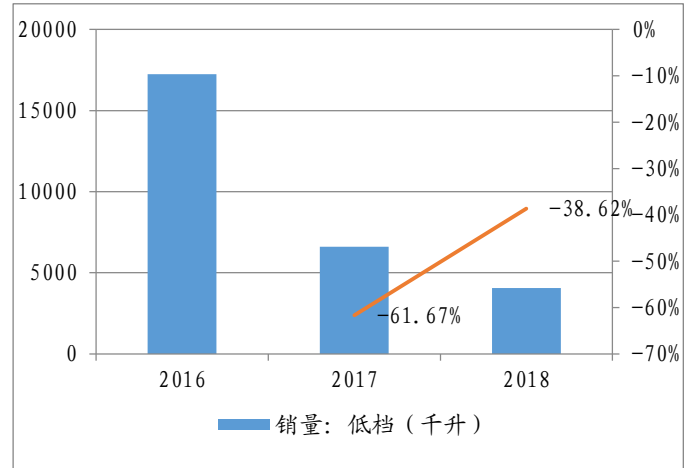
舍得系列、陶醉和天曲属于公司的中高档产品, 价格定位在 2000 至 200 元区间。2018 年, 中高档产品的销量接近 8000 吨, 销量占比达到 66%, 其中舍得占比 40%, 陶醉和天曲的销量占比大概达到 26%。此外, 考虑到舍得系酒的高增长, 而中高档酒的销量于 2017、2018 年期间整体减少, 故可判断: 陶醉和天曲的市场销售是在缩减的。

低档酒包括特曲、优曲、沱小九等 200 元以下的产品。2017 至 2018 期间, 低档酒的产销被公司主动大幅地削减, 截至 2018 年, 低档销量不足 5000 吨、占比 34%。

图表 6: 中高档酒销量

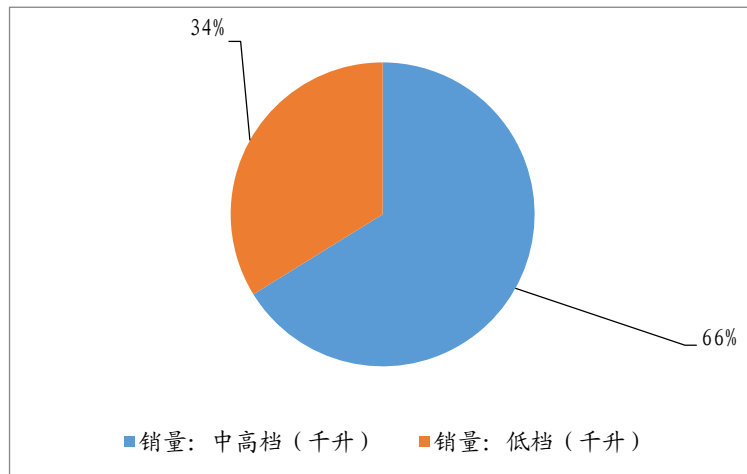


图表 7: 低档酒销量



资料来源: 中原证券; 公司 2018、2017、2016 年年报; WIND

图 8: 公司的销售结构 (2018 年)



资料来源: 中原证券; 公司 2018、2017、2016 年年报; WIND

2.3 盈利能力提升

在经历了 2013、2014、2015 年的业绩下滑后, 通过对产品结构的调整, 公司的白酒毛利率开始不断地提升: 2018 年白酒毛利率达到 79.99%, 较 2017 年提升超过 3 个百分点, 盈利水平跻身高档白酒的行列。

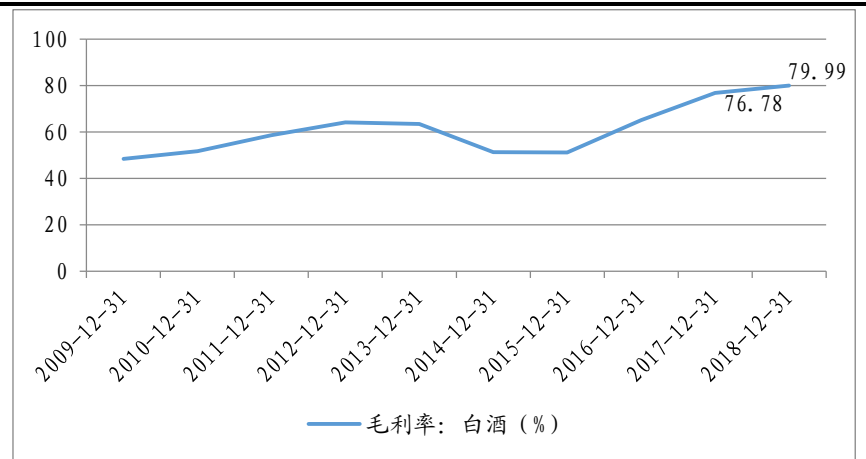
将中高档和低档白酒分开来看:

2015 年以来, 中高档酒的毛利率抬升幅度很大, 2018 年达到 81.85%。经过测算, 2017 年公司对中高档酒提价 77%、2018 年继而提价 16%, 两年合计 93%, 价格接近翻番, 提价幅度高于竞品。但是, 2018 年的提价幅度小于 2017 和 2016 年, 中高档酒毛利率提升的曲线趋缓, 提价对业绩的边际效果正在减小。目前舍得系列的毛利率已经接近五粮液, 超过了水井坊。舍得作为后继品牌, 品牌力略逊于五粮液和水井坊, 由此, 市场对舍得系列的接受程度还需要考察。

对于低价酒，公司也同样地尝试大幅度提价，比如，2017 年低价酒的提价幅度超过 40%，低价酒的毛利率于 2016、2017 年有所上升，但是 2018 年掉头回落。市场的消极反应形成阻力，导致 2018 年低价酒的毛利率较 2012 年还低 4 个百分点。

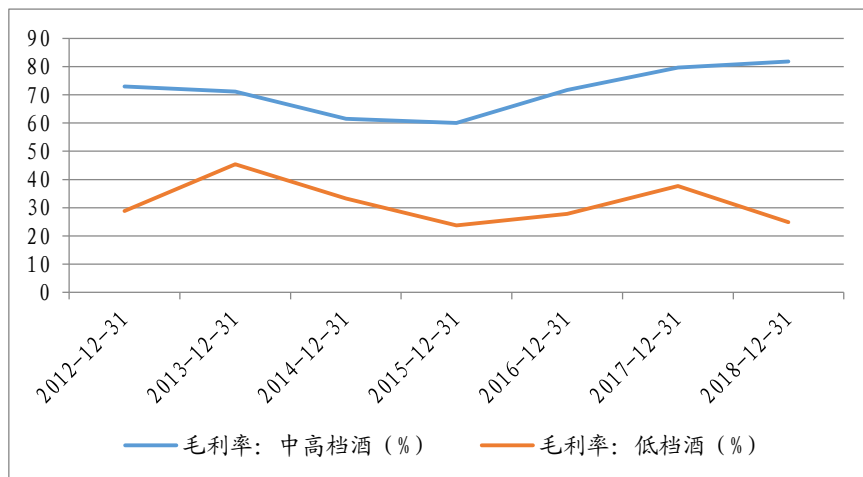
我们认为，公司提升产品结构和盈利的战略非常清晰，2016、2017 年也围绕这一战略做了大量工作。当前的问题是：市场能够多大程度地接受舍得作为高档白酒的定位和定价，通过 2019 年四个季度的观察，我们应该可以有一个基本的答案。

图表 9：公司的白酒毛利率



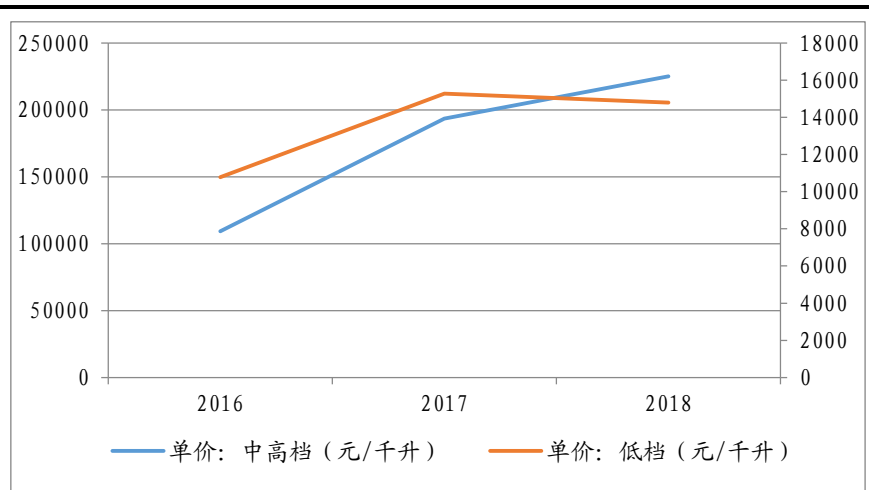
资料来源：中原证券；公司 2018、2017、2016 年年报；WIND

图表 10：中高档和低档酒的毛利率



资料来源：中原证券；公司 2018、2017、2016 年年报；WIND

图表 11: 中高档和低档酒的吨价测算



资料来源: 中原证券; 公司 2018、2017、2016 年年报; WIND

3. 市场和销售

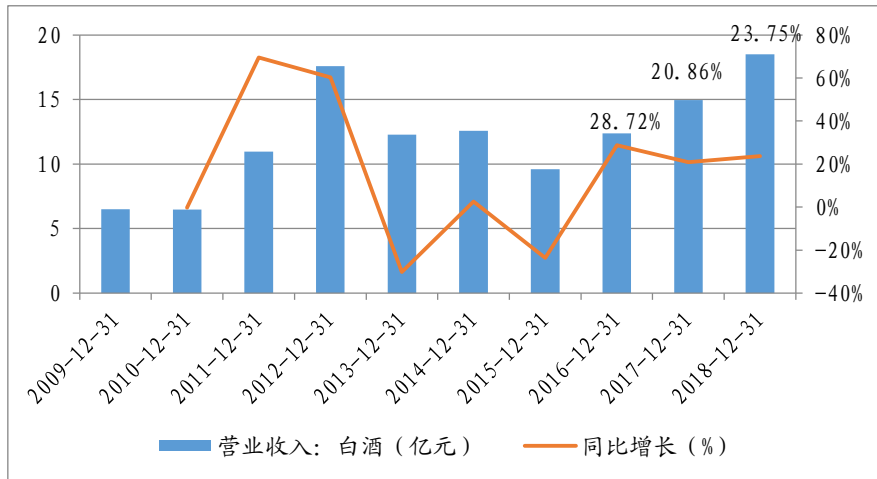
3.1 销售增长

在普遍提价和舍得系销量大增的推动下, 公司 2016、2017、2018 年的销售收入增长分别达到 28.72%、20.86%和 23.75%, 平均为 24.44%, 白酒销售规模达到 18.5 亿元。此外, 公司自 2017 年执行了新的会计政策, 即将应付经销商的折扣从当期营收中计提, 并计入当期的应付账款。故, 2017、2018 年的销售收入是已经计提了经销折扣的收入。

销售现金比营业收入更能准确的反映销售增长: 2016、2017、2018 年, 公司销售商品流入现金同比分别增 14.56%、34.04%、33.99%, 平均为 27.53%, 略高于营业收入。考虑到销售现金中包含了给予经销商的折扣, 我们继而从 2017、2018 年的销售现金中减掉了当期的经销商折扣, 2017、2018 年的销售现金仍然增长 13.82%和 39.44%, 可以看到, 2018 年的销售现金加速流入。

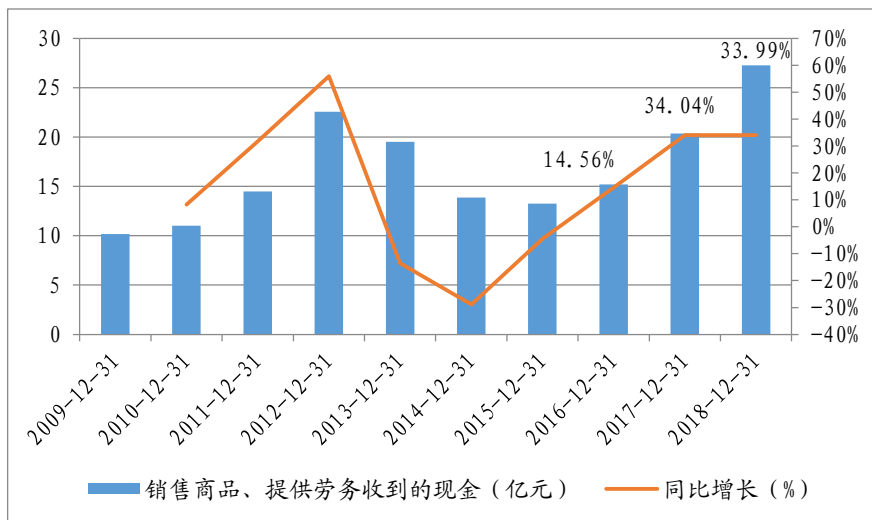
我们看到, 2016、2017、2018 年的销售运输费分别增长了 50%、33.33%和 80%, 销售人员工资分别增长 91.89%、138.03%和 49.7%, 期间消费税也有大幅的增加。各项销售相关数据佐证了公司白酒销售的增长。

图表 12: 公司的白酒收入及其增长



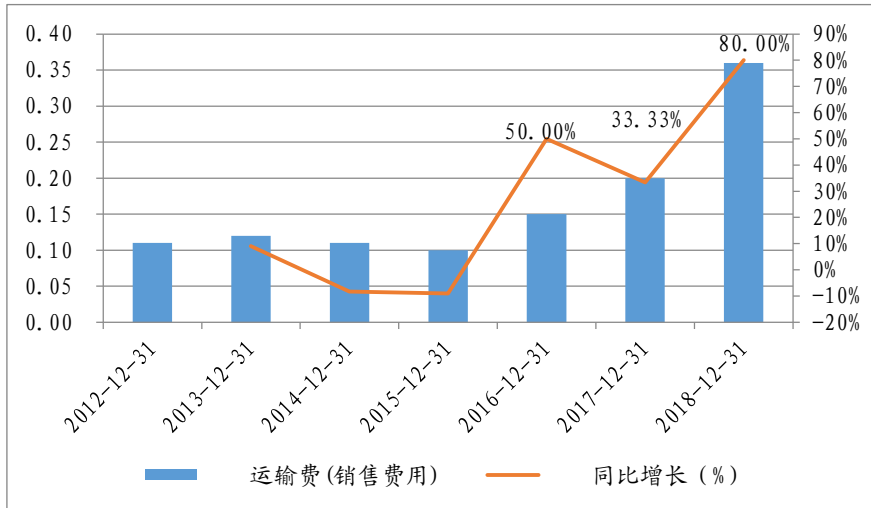
资料来源: 中原证券; 公司 2018、2017、2016 年年报; WIND

图表 13: 公司的销售现金加速流入



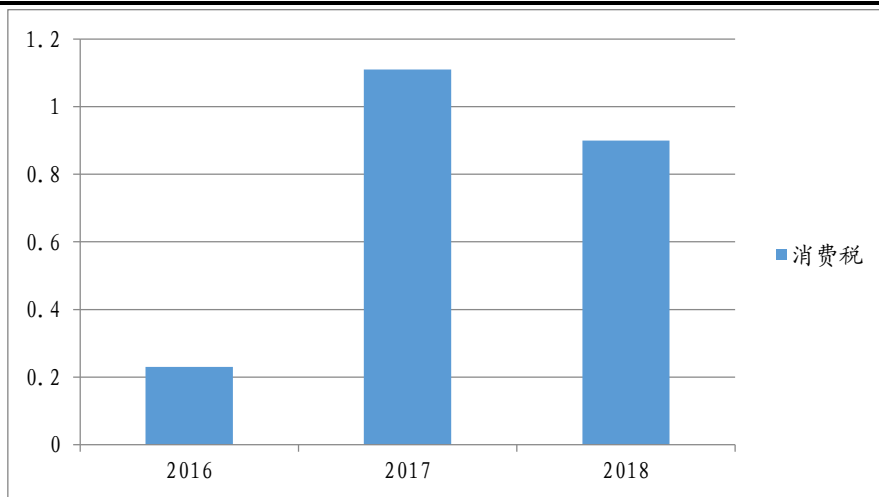
资料来源: 中原证券; 公司 2018、2017、2016 年年报; WIND

图表 14: 销售运输费用的增长 (单位: 亿元)



资料来源: 中原证券; 公司 2018、2017、2016 年年报; WIND

图表 15: 消费税大幅增加 (单位: 亿元)



资料来源: 中原证券; 公司 2018、2017、2016 年年报; WIND

注: 2018 年消费税较 2017 年减少, 主要因为 2018 年产品提价幅度远小于 2017 年, 从而从价部分的消费税边际减少。

3.2 市场扩张

早在 2016 年, 公司的省外销售占比就已经达到 70%, 2018 年达到 75%。从省外市场的贡献来看, 公司应属于全国性的白酒企业。

根据 2016 年的分区域数据, 我们了解到: 公司过亿元的市场有成都、川渝、京津冀、东北、山东和河南等, 其中销售增长超快的市场包括东北、河南、四川和华南, 这些区域市场的销售增长在 30%至 70%区间。

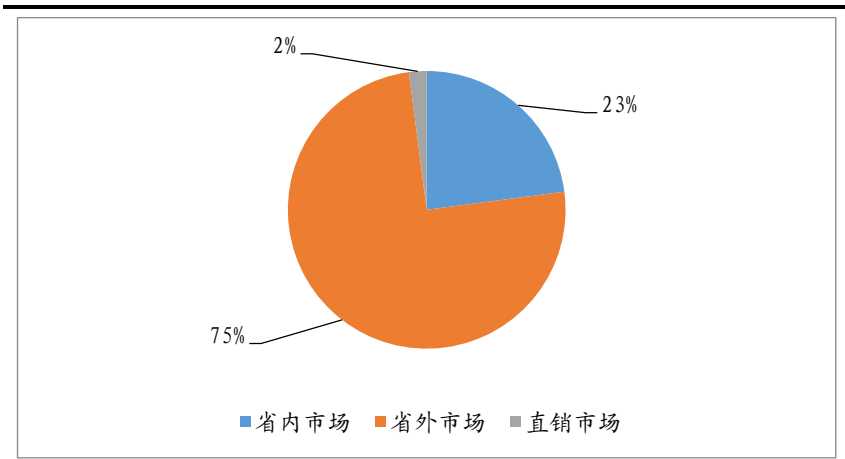
招募更多的经销商是消费品销售增长的重要途径。截至 2018 年, 公司的省内经销商 295

个、省外 1335 个，2016 至 2018 年期间的平均增幅分别达到 23.83%和 33.29%，可见，省外经销商数量增加较省内快、增量。经过两年的市场布局，2018 年，经销商数量的增加速度明显放缓。我们考察了经销商的增加对销售的拉动效率：每增加经销商 1 个点，2016 年：拉动当期销售增长 0.38 个点；2017 年：拉动当期销售长 0.87 个点；2018 年：拉动当期销售增长 2.09 个点。目前来看，经销商数量的增加对销售增长的拉动效率是很高的。

作为销售增长的伴生，一方面是经销商数量的增加，另一方面是公司经销团队的扩大和销售人员工资的增加。2016、2017、2018 年，公司的销售人员工资同比分别增长 91.89%、138.03%和 49.7%。销售人员投入所产生的效率如何？我们测算了下：对销售团队的投入每增加 1 个点，2017 年：销售现金增加 0.15 个点；2018 年：销售现金增加 0.48 个点。2018 年，销售团队产生的效益明显增强。

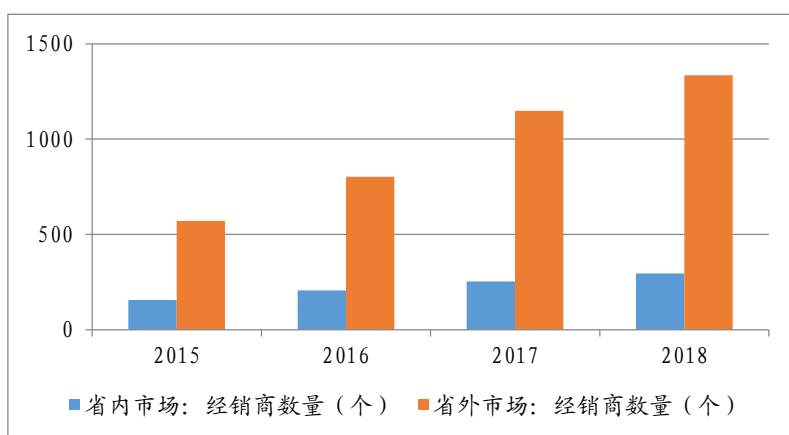
2018 年，前五大经销商贡献销售收入 2.37 亿元，在公司销售收入中的占比 10.69%。尽管公司对大商的依存度较几年前有所减轻，但是与竞品相比仍偏高。大商的议价能力强，公司不得不给出更大的出厂折扣；而且，大商销售占比过大，会为公司的业绩波动埋下隐患。

图表 16：省内外市场占比



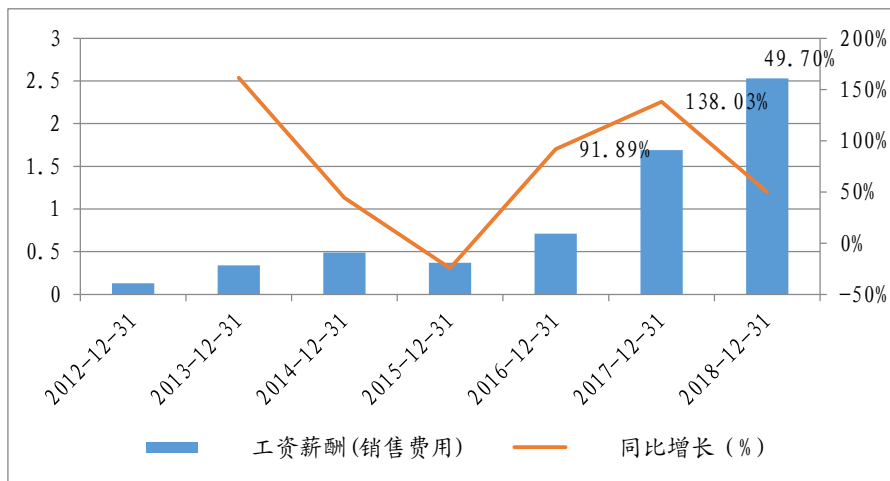
资料来源：中原证券；公司 2018、2017、2016 年年报；WIND

图表 17：经销商数量增加



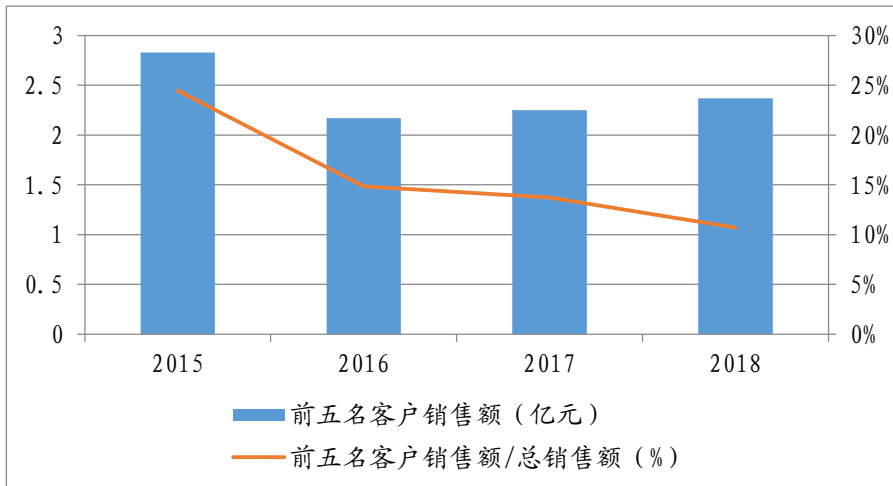
资料来源：中原证券；公司 2018、2017、2016 年年报；WIND

图表 18: 销售人员工资增加 (单位: 亿元)



资料来源: 中原证券; 公司 2018、2017、2016 年年报; WIND

图表 19: 前五名客户的销售依赖度



资料来源: 中原证券; 公司 2018、2017、2016 年年报; WIND

4. 股权激励

2015 年之前，公司是四川省遂宁市射洪县的国有企业。2015 年，民营实业集团天洋控股从西南联交所协议受让了射洪县政府所持有的沱牌集团 38.78% 的股权，并向沱牌集团新增了注册资本。由此，天洋控股集团直接持有沱牌集团 70% 的股权（射洪县政府持有另外 30%），间接持有公司 29.85% 的股份，成为二者的实际控制人，而公司性质也由国营变更为民营。2017 年，公司向沱牌集团和天洋控股实施定向增发，完成之后天洋控股除间接持股外，仍直接持有公司 6.67% 股份，仍为公司的实际控制人。

2018 年，在实控人的主导下，公司推行实施了股权激励计划。具体地，公司授予 418 名骨干员工 919 万股限制性股票，授予价格每股 10.51 元，自 2018 年 12 月 24 日开始股份于 72 个月后完全解禁。股权激励计划的考核年度为 2019 至 2022 年期间的每个会计年度：以 2017 年为基准，公司的归母净利润 2019 年增 260%、2020 年增 350%、2021 年增 460%、2022 年增 600%，以上可比业绩均须刨除股权激励计划的成本。

参考水井坊（600779）和山西汾酒（600809）在股权激励计划推出后的二级市场表现，我们认为，公司在基本面改善的预期下，股价在二级市场上也会打开向上的空间。

5. 投资策略

公司有着几个改变：一是经营性质的改变，国营体制下公司长期经营不善，后引入战略投资者，也正是迎合了后来中央提出的混改政策。民营体制更为灵活机动，适应于竞争性消费品瞬息万变的市场。关于这点，我们可以参考海天味业在性质变更后的巨大蜕变。二是内部激励制度的完善，“干多干少都一样”的日子肯定不能继续。公司给予员工的股价非常低，行权收益确定且可观，但是激励计划对业绩的要求也异常严苛。制订较高的业绩标杆，也是基于公司可挖掘的潜力较大，有其制订依据。三是经过了 2017 和 2018 年，公司的基本面已经有了本质的改变，未来追求的是更高更远的目标。目前的投资应属于右侧投资，基本面带来的风险小于之前，对公司的业绩预期也可相对坚定。

我们对公司首次覆盖，给予公司“买入”评级。预计公司 2019、2020、2021 年的 EPS 为 1.47、1.98、2.46 元，同比分别增 44.12%、34.69%、24.24%，相比 2017 年分别增 2.4 倍、3.6 倍、4.7 倍。公司 3 月 7 日的收盘价 27.74 元，对应的 PE 为 19.5 倍、14.6 倍、11.7 倍。考虑到白酒板块当前的 PE 接近 25 倍，以及公司业绩的增长性好于竞品公司，我们认为公司的股价明显被市场低估。若分别给予公司 20 倍、22 倍和 25 倍的估值，公司 2019 年的合理股价应是 29.4 元、32.34 元和 36.75 元。鉴于公司的成长性，我们给予公司 22 倍的估值，对应 2019 年业绩，公司合理股价为 32.34 元，年内仍有 16.58% 的上涨空间。

6. 风险提示

白酒的渠道库存维持在两个月是比较理想的水平，据草根调研的信息，公司产品的渠道库存目前维持在三个月，不及理想水平。此外，根据公司的财报来看，公司的运营周期确实较竞品长，由于草根调研数据的局限，我们目前尚不清楚是与公司的销售政策有关，还是产品在渠道中的动销情况欠佳所致。如果公司产品的渠道动销欠佳，公司业绩恐不达预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1638.4	2212.3	2681.8	3264.3	3733.0	成长性					
减: 营业成本	415.9	605.6	712.4	819.6	900.8	营业收入增长率	12.1%	35.0%	21.2%	21.7%	14.4%
营业税费	225.0	318.6	399.0	490.8	569.3	营业利润增长率	11.8%	119.1%	32.3%	42.6%	24.5%
销售费用	479.6	610.0	670.4	750.8	821.3	净利润增长率	79.0%	138.1%	45.5%	34.2%	24.5%
管理费用	298.7	270.9	335.2	391.7	440.5	EBITDA 增长率	-0.3%	84.8%	34.3%	39.7%	21.9%
财务费用	0.3	0.0	-12.6	-15.1	-27.8	EBIT 增长率	-0.2%	98.9%	41.1%	43.7%	23.4%
资产减值损失	18.1	8.9	-	-	-	NOPLAT 增长率	60.0%	165.9%	30.1%	34.7%	23.4%
加: 公允价值变动收益	0.1	0.0	-	-	-	投资资本增长率	-18.3%	9.8%	23.8%	25.6%	-39.2%
投资和汇兑收益	-0.1	1.8	-	-	-	净资产增长率	14.2%	2.3%	27.5%	17.4%	18.4%
营业利润	201.8	442.3	585.3	834.5	1,039.1	利润率					
加: 营业外净收支	2.3	-1.7	-	-	-	毛利率	74.6%	72.6%	73.4%	74.9%	75.9%
利润总额	204.1	440.7	585.3	834.5	1,039.1	营业利润率	12.3%	20.0%	21.8%	25.6%	27.8%
减: 所得税	62.0	67.8	87.8	166.9	207.8	净利润率	8.8%	15.4%	18.5%	20.4%	22.2%
净利润	143.6	341.8	497.1	667.0	830.5	EBITDA/营业收入	15.3%	20.9%	23.2%	26.6%	28.3%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	12.3%	18.1%	21.1%	24.9%	26.8%
货币资金	1,137.2	911.0	1,088.2	1,305.7	3,115.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	118	92	80	60	47
应收帐款	52.7	135.5	73.1	180.8	109.5	流动营业资本周转天数	305	212	214	249	191
应收票据	133.6	146.0	151.9	210.7	204.0	流动资产周转天数	726	603	526	476	497
预付帐款	88.7	40.9	97.6	61.8	113.4	应收帐款周转天数	12	15	14	14	14
存货	2,312.5	2,370.9	2,774.1	2,690.1	2,314.3	存货周转天数	493	381	345	301	241
其他流动资产	43.7	42.3	1.0	1.0	2.0	总资产周转天数	952	776	680	595	594
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	505	353	341	349	274
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	14.0	115.8	115.8	115.8	115.8	ROE	5.8%	13.6%	15.2%	17.3%	18.0%
投资性房地产	76.6	112.7	112.7	112.7	112.7	ROA	3.0%	7.7%	9.4%	12.2%	12.2%
固定资产	505.5	619.1	568.4	517.7	467.1	ROIC	5.6%	18.1%	21.5%	23.3%	22.9%
在建工程	153.0	121.6	121.6	121.6	121.6	费用率					
无形资产	149.8	140.3	134.6	129.0	123.3	销售费用率	29.3%	27.6%	25.0%	23.0%	22.0%
其他非流动资产	31.6	86.3	52.2	44.3	36.4	管理费用率	18.2%	12.2%	12.5%	12.0%	11.8%
资产总额	4,698.9	4,842.4	5,291.4	5,491.3	6,835.8	财务费用率	0.0%	0.0%	-0.5%	-0.5%	-0.7%
短期债务	644.2	664.0	600.0	928.5	600.0	三费/营业收入	47.5%	39.8%	37.0%	34.5%	33.1%
应付帐款	612.5	-	791.5	119.2	881.7	偿债能力					
应付票据	212.1	-	237.5	35.7	264.5	资产负债率	43.5%	43.9%	34.6%	26.0%	29.6%
其他流动负债	522.7	1,411.3	200.3	344.9	278.4	负债权益比	77.0%	78.4%	52.8%	35.2%	42.1%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.89	1.76	2.29	3.12	2.89
其他非流动负债	52.6	52.3	-	-	-	速动比率	0.73	0.61	0.77	1.23	1.75
负债总额	2,044.1	2,127.6	1,829.3	1,428.3	2,024.6	利息保障倍数	583.09	23,493.56	-44.85	-53.81	-35.95
少数股东权益	170.9	198.7	199.1	199.7	200.4	分红指标					
股本	337.3	337.3	337.3	337.3	337.3	DPS(元)	0.04	0.10	0.15	0.20	0.25
留存收益	2,146.7	2,478.3	2,925.7	3,526.0	4,273.5	分红比率	10.1%	10.2%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益	2,654.9	2,714.7	3,462.1	4,063.0	4,811.2	股息收益率	0.1%	0.4%	0.5%	0.7%	0.9%
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	142.1	372.9	497.1	667.0	830.5	EPS(元)	0.43	1.01	1.47	1.98	2.46
加: 折旧和摊销	49.2	66.2	56.3	56.3	56.3	BVPS(元)	7.36	7.46	9.67	11.45	13.67
资产减值准备	18.1	8.9	-	-	-	PE(X)	67.6	28.4	19.5	14.6	11.7
公允价值变动损失	-0.1	-0.0	-	-	-	PB(X)	3.9	3.9	3.0	2.5	2.1
财务费用	-0.2	-1.1	-12.6	-15.1	-27.8	P/FCF	23.5	61.3	-90.7	35.2	5.2
投资收益	0.1	-1.8	-	-	-	P/S	5.9	4.4	3.6	3.0	2.6
少数股东损益	-1.5	31.1	0.4	0.6	0.7	EV/EBITDA	37.1	20.5	14.9	10.8	6.8
营运资金的变动	407.7	894.3	-562.4	-768.2	1,333.9	CAGR(%)	67.5%	30.6%	83.7%	67.5%	30.6%
经营活动产生现金流量	425.6	443.2	-21.2	-59.4	2,193.6	PEG	1.0	0.9	0.2	0.2	0.4
投资活动产生现金流量	276.1	-309.5	-	-	-	ROIC/WACC	0.6	1.8	2.1	2.3	2.3
融资活动产生现金流量	-171.0	-418.7	198.4	276.9	-383.7	REP	8.2	2.3	1.6	1.2	1.5

资料来源：贝格数据，中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。