

中炬高新 (600872.SH)

安全边际充分，边际改善迎催化

公司基本面最差的时候逐渐过去，随着调味品行业进入新一轮修复和扩张，中炬内部激励优化，目标设定合理，团队稳定性增强，渠道库存良性轻装上阵，成本压力逐步缓解，经营层面开启复苏阶段。近期公司二股东及一致行动人增持，引入专业战投，股权结构变化有望逐步明朗。综合考虑：1) 21Q2-22Q1 低基数带来业绩弹性；2) 疫情有效管控，调味品行业进入新一轮修复与扩张；3) 调味品好赛道，行业估值体系未发生明显变化；4) 公司内部管理改善带来催化，我们给予 23 年 35 倍 PE，给予地产业务 30 亿市值，对应目标市值 361 亿，目标价 45 元，上调至“强烈推荐”评级。

□ **行业修复：寒冬已过，复苏途中。**今年疫情对餐饮渠道冲击更甚于 20 年疫情，但 5/6 月份随着疫情有效管控，餐饮场景恢复，终端动销改善，调味品行业度过最艰难时期，进入新一轮修复和扩张。去年 Q2/Q3 多数企业处于去库存阶段，叠加成本压力，收入利润基数普遍较低，今年疫情下市场对各企业下半年及全年业绩预期都不高，低基数+低预期下，关注边际改善带来的催化。

□ **管理改善：薪酬机制优化，团队稳定性增强。**厨邦品牌基础扎实，尤其是在家庭端以及中高端餐饮渠道美誉度较高，管理上的改善有望充分释放品牌红利。今年以来公司进一步优化薪酬机制，加大销售人员奖金的区分度，完成保底、挑战、冲刺三档目标分别可以拿到 1 倍、1.5 倍、2 倍奖金，考核向业绩为王靠拢，有利于凝聚团队士气。同时今年增长目标设定更客观理性，分为三档目标，达成更有希望，团队稳定性有明显改善。此外公司股东层面也有一些新变化，近期二股东及一致行动人增持，引入专业战投机构，股权结构变化有望逐步明朗。

□ **成本回落：成本压力缓解，提价效果兑现。**年初大豆、白砂糖、PET 等原材料成本进一步走高，中炬未对原材料锁价或囤货，去年提价幅度难以覆盖成本涨幅，Q1/Q2 是成本压制最明显的两个季度。4/5 月份开始玻璃、纸箱等部分包材成本回落，同比去年下滑，6 月下旬原油、大豆等大宗商品期货价格快速回落，H2 成本压力有望继续缓解，叠加去年成本前低后高的基数效应，提价对利润率的贡献有望在下半年逐步显现。

□ **投资建议：经营治理双重底，边际改善迎催化，上调至“强烈推荐”评级。**经营层面，行业逐渐进入新一轮修复和扩张，美味鲜内部激励进一步优化，目标设定更合理，团队稳定性增强，经销商库存良性，轻装上阵更能享受复苏红利。治理层面，近期公司二股东及一致行动人增持，引入专业战投机构。综合考虑：1) 21Q2-22Q1 低基数带来业绩弹性；2) 疫情有效管控，调味品行业进入新一轮修复与扩张；3) 调味品好赛道，行业估值体系未发生明显变化；4) 公司内部管理改善带来催化，我们给予 23 年 35 倍 PE，给予地产业务 30 亿市值，对应目标市值 361 亿，目标价 45 元，上调至“强烈推荐”评级。

□ **风险提示：疫情反复，成本上涨，行业竞争加剧，新品不及预期**

强烈推荐 (上调)

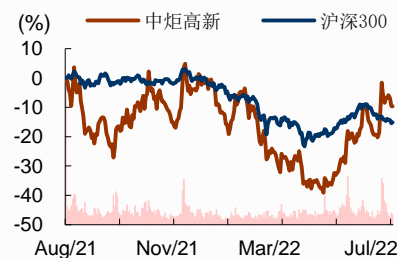
消费品/食品饮料
目标股价：45.00 元
当前股价：34.68 元

基础数据

总股本 (万股)	79664
已上市流通股 (万股)	79664
总市值 (亿元)	276
流通市值 (亿元)	276
每股净资产 (MRQ)	5.0
ROE (TTM)	18.2
资产负债率	24.0%
主要股东	中山润田投资有限公司
主要股东持股比例	20.81%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	12	0
相对表现	16	21	14



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《中炬高新 (600872) —短期疫情影响，成本拖累盈利》2022-04-25
- 《中炬高新 (600872) —房地产增厚业绩，美味鲜环比恢复》2022-02-09
- 《中炬高新 (600872) —Q3 仍在调整，期待明年发力》2021-11-01

于佳琦 S1090518090005

✉ yujiaqi@cmschina.com.cn

田地 研究助理

✉ tiandi@cmschina.com.cn

正文目录

一、行业修复：寒冬已过，复苏途中	3
二、管理改善：薪酬机制优化，团队稳定性增强	4
三、成本回落：成本压力有望缓解，提价效果逐渐兑现	5
四、投资建议：安全边际充分，边际改善迎催化	5
风险提示	6

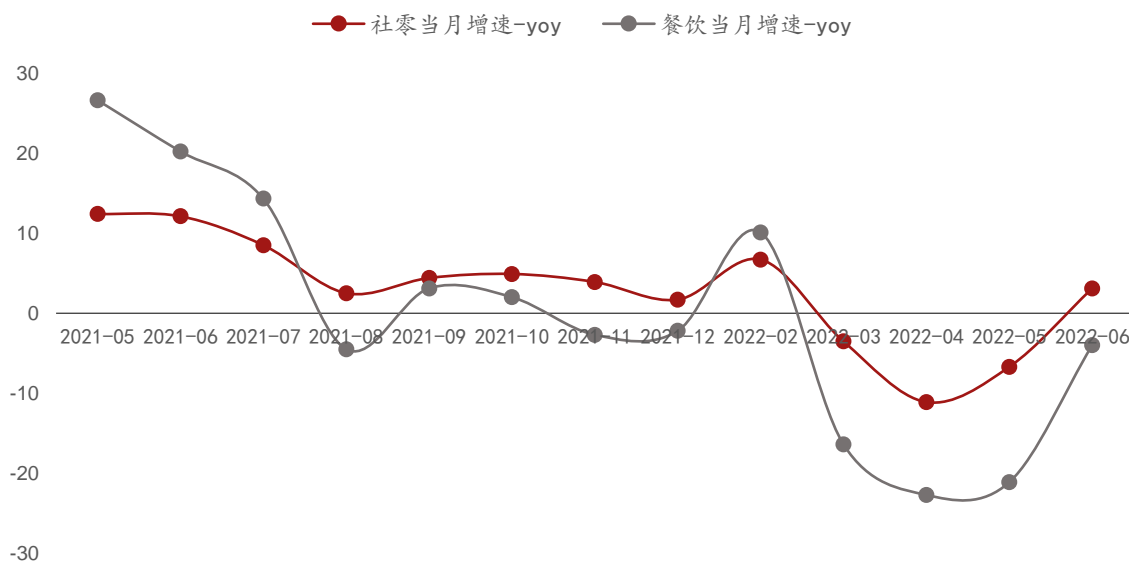
图表目录

图 1：全国社零、餐饮当月同比增长情况（YOY）	3
图 2：调味品板块 Q2/Q3 存在低基数（收入增速）	3
图 3：21 年 Q2/Q3 美味鲜净利率处于低位	3
图 4：厨邦酱油“晒足 180 天”	4
图 5：今年美味鲜加大销售团队激励的区隔度	4
图 6：今年以来美味鲜经销商库存变动	4
图 7：调味品原材料成本分季度同比变动	5
图 8：中炬高新历史 PE Band	7
图 9：中炬高新历史 PB Band	7
表 1：中炬二股东及其一致行动人增持，引入战投	5
表 2：中炬高新盈利预测及估值	6
附：财务预测表	8

一、行业修复：寒冬已过，复苏途中

疫情阶段性影响较大，5/6 月份以来调味品行业逐步恢复。今年疫情涉及范围更广，传播地区更多，管控也更严格，餐饮大面积关店，经营长期萧条也导致渠道备货意愿较差，对调味品行业的影响更甚于 2020 年疫情。但随着 5/6 月份疫情得到有效控制，餐饮场景逐步恢复，6 月份全国餐饮收入 3766 亿，同比下降 4.0%，相比 4/5 月份明显改善（同比下降 22.7%/22.1%）。渠道调研反馈，5/6 月份以来部分调味品龙头终端实际动销也恢复到双位数以上增长，发货端叠加补库存增速或更高。即使后续仍有散点疫情，但大规模封控较少，而且对消费的“指引作用”弱于前期一线城市爆发的影响。

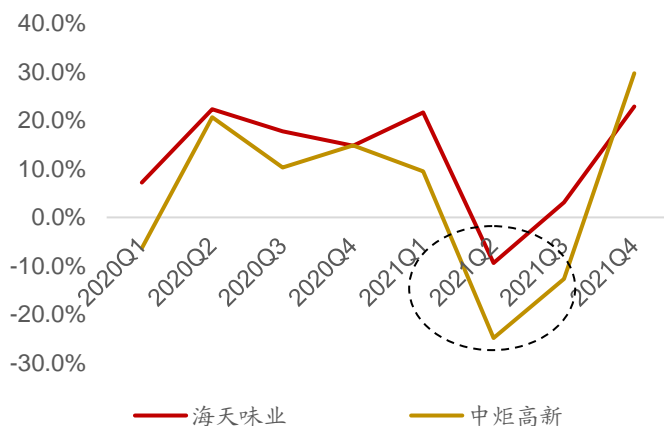
图 1：全国社零、餐饮当月同比增长情况（YOY）



资料来源：国家统计局、招商证券

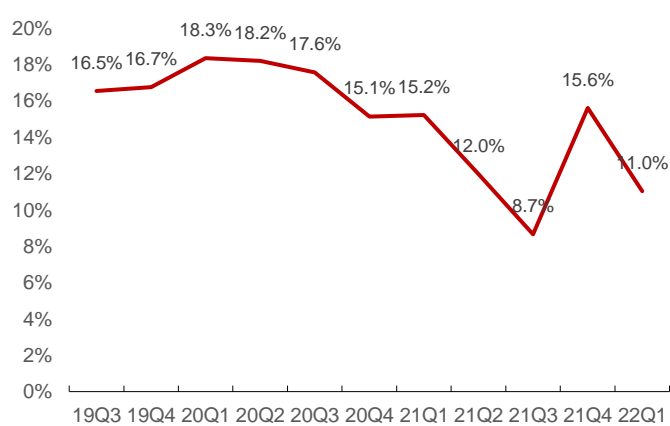
板块低基数+低预期，关注边际改善。去年 Q3 社区团购冲击持续，疫情反复压制需求，多数企业处于渠道去库存阶段，叠加成本压力，收入利润基数都较低。以美味鲜为例，去年 Q3 收入延续下滑，净利率也处于近几年低点。今年上半年疫情反复和成本上涨，市场普遍调低对板块的盈利预测，当前对各企业下半年以及全年业绩预期都不高。低基数+低预期下，关注经营以及报表上边际改善带来的催化。

图 2：调味品板块 Q2/Q3 存在低基数（收入增速）



资料来源：公司公告、招商证券

图 3：21 年 Q2/Q3 美味鲜净利率处于低位



资料来源：公司公告、招商证券

二、管理改善：薪酬机制优化，团队稳定性增强

品牌基础扎实，管理短板补齐后，品牌红利有望释放。厨邦酱油全部以黄豆酿造，品质上乘，早期通过氨基酸态氮含量为 1.3 的酱油将产品定位调整至中高端，并聚焦家庭渠道，与海天错位竞争。晒足 180 天的广告语与绿格子桌布的形象深入人心，使得厨邦在家庭端以及中高端餐饮渠道有着扎实的的品牌基础。

图 4：厨邦酱油“晒足 180 天”

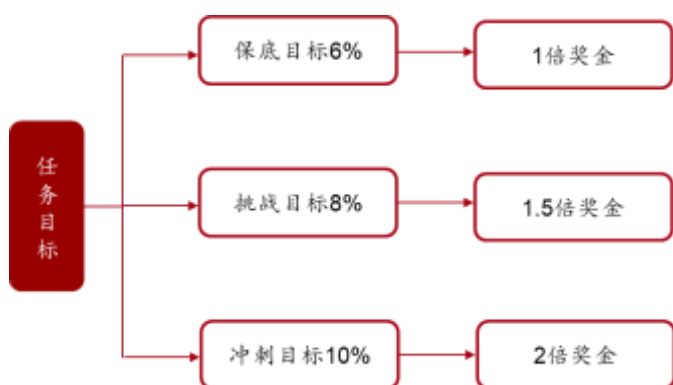


资料来源：公司官网、招商证券

专业人管专业事，内部分工更明确。21 年 4 月公司重新聘任张卫华总为副总经理，负责美味鲜营销工作。集团内部合作更融合，分工也更明确，针对营销端的问题做了实际的改革和推动，比如成立电商部，区分线上线下价格、规定产品红线，目标设定上也更加理性。

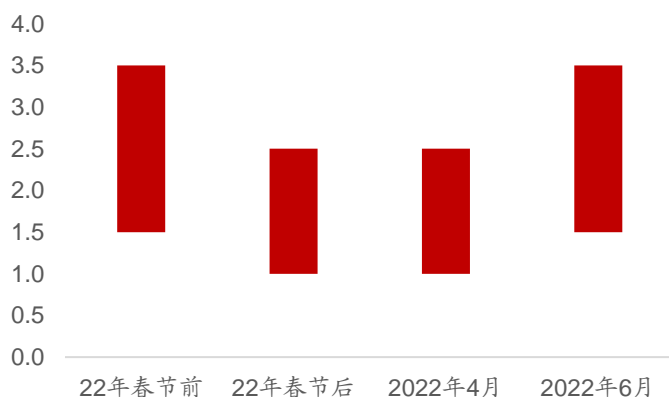
薪酬机制继续优化，团队稳定性增强，凝聚士气。2019 年管理团队调整后，8 月份出台薪酬与绩效考核管理制度，期望激发员工积极性。但渠道调研反馈，此前奖金区隔度不大，是否完成目标差别不大，激励效果不明显。尤其是在 21 年销售承压的情况下，销售团队人员流失较多。今年以来，公司进一步优化奖励机制，减少琐碎的考核，向业绩为王靠拢。销售团队设置三档目标，加大奖金的区隔度，完成保底、挑战、冲刺三档目标分别可以拿到 1 倍、1.5 倍、2 倍奖金，渠道调研反馈，部分大区经理达成目标甚至可以多拿十几万、二十万的薪酬。此外，公司今年目标设定客观理性，分为保底 6%、挑战 8%、冲刺 10% 三档，达成更有希望，同时加大年度考核的比例，因此薪酬机制进一步改革后，今年销售团队士气以及稳定性都有明显改善。

图 5：今年美味鲜加大销售团队激励的区隔度



资料来源：渠道调研、招商证券

图 6：今年以来美味鲜经销商库存变动



资料来源：渠道调研、招商证券

渠道库存一直保持良性，经销商利润率稳定。自从去年去库存后，美味鲜渠道库存一直保持在 1.5-2 个月左右的良性水平，经销商库存压力不大。如果后续疫情恢复，终端动销继续改善，或存在补库存带来的弹性。经销商毛利率相比

疫情前略有下降（2-3 个点），但整体稳定，主要由于部分渠道价格没有完全提上来，后续完全顺价盈利有望增厚。

股权结构新变化，引入外部战投。今年以来公司股东层面发生较多变化，中山润田部分质押股份被动减持，目前持股占比约 17.84%。7 月份公司发布公告，二股东火炬集团及一致行动人鼎晖寰盈通过大宗交易的方式增持公司股份 1.09%，引入专业战投机构，增持后二股东火炬集团持股占比 10.72%，二股东及一致行动人合计持股占比 12.31%，股权结构变化有望逐步明朗。

表 1：中炬二股东及其一致行动人增持，引入战投

序号	股东名称	股份性质	本次权益变动前		本次权益变动后	
			持股数量 (股)	持股 比例	持股数量 (股)	持股 比例
1	火炬集团	无限售流通 A 股	85,425,450	10.72%	85,425,450	10.72%
2	鼎晖寰盈	无限售流通 A 股	0	0	8,680,000	1.09%
3	国泰君安 QFII-CC	无限售流通 A 股	3,983,219	0.50%	3,983,219	0.50%
合计			89,408,669	11.22%	98,088,669	12.31%

资料来源：公司公告、招商证券

三、成本回落：成本压力有望缓解，提价效果逐渐兑现

H1 成本压制最明显，Q2 开始部分包材价格回落。今年年初受俄乌冲突以及极端天气影响，大豆、白砂糖等原材料以及 PET、玻璃瓶等包材、运费成本进一步走高，由于中炬未对上游原材料进行锁价或囤货，去年提价幅度难以覆盖成本涨幅，对上半年利润压制较为明显。但 4/5 月份开始玻璃、纸箱等部分包材成本回落，同比去年开始下滑，企业成本压力相比一季度有所收窄。

H2 成本压力有望继续缓解，期待提价对利润贡献。6 月下旬以来原油、大豆等大宗商品期货价格快速回落，农产品供需边际宽松趋势下，H2 成本压力有望继续缓解。叠加去年成本前低后高的基数效应，预计 H2 成本涨幅进一步收窄，公司去年底对 70% 的产品提价，平均幅度 3%-10%，提价对利润率的贡献有望在下半年逐步显现。

图 7：调味品原材料成本分季度同比变动

类别	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	6月环比
大豆	35.1%	29.5%	19.8%	23.1%	9.6%	11.9%	-0.2%
白砂糖	-8.7%	0.6%	4.6%	7.8%	7.2%	6.8%	1.2%
玻璃	30.0%	97.7%	49.7%	6.0%	28.5%	-17.3%	-4.2%
PET	4.7%	23.7%	32.3%	55.0%	27.5%	27.9%	2.9%
瓦楞纸	18.7%	37.9%	21.0%	28.0%	3.3%	-2.7%	0.2%

资料来源：国家统计局、招商证券

四、投资建议：安全边际充分，边际改善迎催化

调味品主业逐季恢复，地产业务增厚收入利润。收入端，22 年美味鲜设定中高个位数增长目标，疫情下目标客观理性，考虑提价贡献，预计完成难度不大，23 年随着餐饮场景恢复，预计调味品主业恢复双位数增长。22Q1 由于“岐江东岸”项目确认收入，公司总部实现营收 0.83 亿元，预计全年房地产贡献 4 亿收入。利润端，原材料成本是影响

美味鲜及公司整体利润率的重要变量,22年成本大幅上涨下预计美味鲜净利润下滑,23年成本回落后利润弹性较大。季度间看,22Q2开始成本压力逐季收窄,预计利润呈现逐季恢复的趋势。

安全边际充分,边际改善迎催化,上调至“强烈推荐”评级。经营层面看,随着餐饮场景恢复,调味品行业进入新一轮修复与扩张,今年美味鲜目标设定更合理,分为三档目标,薪酬考核进一步优化,完成与否奖金区隔度加大,有利于凝聚士气,调研反馈今年团队人员也更稳定。经销商库存处于良性水平,盈利相对稳定,轻装上阵更能充分享受复苏红利。治理层面看,近期公司二股东及一致行动人增持,引入专业战投机构。综合考虑:1)21Q2-22Q1低基数带来业绩弹性;2)疫情有效管控,调味品行业进入新一轮修复与扩张;3)调味品好赛道,行业估值体系未发生明显变化;4)公司内部管理改善带来催化,我们给予23年35倍PE,给予地产业务30亿市值,对应目标市值361亿,目标价45元,上调至“强烈推荐”评级。

表2:中炬高新盈利预测及估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	5123	5116	5404	5946	6454
同比增长	10%	0%	6%	10%	9%
营业利润(百万元)	1169	877	866	1146	1291
同比增长	26%	-25%	-1%	32%	13%
归母净利润(百万元)	890	742	724	947	1041
同比增长	24%	-17%	-2%	31%	10%
每股收益(元)	1.12	0.93	0.91	1.19	1.31
P/E(倍)	31.1	37.3	38.2	29.2	26.6
P/B(倍)	6.0	7.2	6.4	5.5	4.8

资料来源:公司公告,招商证券

风险提示

- 1、疫情持续反复,餐饮渠道受损;
- 2、原材料成本继续上涨,短期利润波动加剧;
- 3、行业竞争加剧;
- 4、新品类扩张不及预期

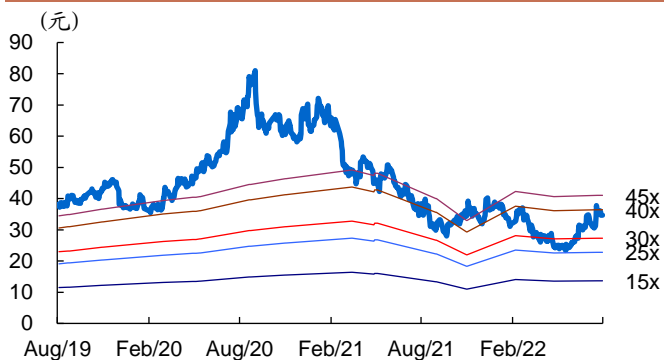
中炬高新单季度利润表

单位:百万元	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	2020	2021
一、营业总收入	1401	1255	1314	1263	1053	1096	1704	1347	5123	5116
二、营业总成本	1096	996	1069	1058	921	1001	1323	1163	4066	4301
其中:营业成本	793	748	778	771	671	841	1049	912	3163	3332
营业税金及附加	14	12	19	14	13	12	74	27	58	113
营业费用	181	121	142	153	122	25	112	118	397	412
管理费用	70	73	77	74	64	79	37	68	281	254
研发费用	43	38	42	42	45	39	45	39	154	170
财务费用	-5	2	10	4	6	4	6	-1	13	20
资产减值损失	0	0	-1	0	0	0	0	0	-2	-1
三、其他经营收益	20	13	64	10	13	11	30	15	112	63
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0	0	0	1	0
投资收益	7	11	54	6	4	8	19	9	83	37

其他收益	14	4	8	4	9	3	11	5	30	27
四、营业利润	325	272	309	216	145	106	411	198	1169	877
加：营业外收入	0	0	0	2	2	3	1	1	2	7
减：营业外支出	2	3	34	1	3	4	1	2	40	8
五、利润总额	323	270	275	217	143	105	411	197	1130	877
减：所得税	50	39	32	30	29	11	23	28	159	92
六、净利润	273	231	243	187	115	95	388	169	971	784
减：少数股东损益	25	19	21	12	10	8	13	10	81	42
七、归属母公司净利润	249	213	222	175	105	87	375	158	890	742
EPS	0.31	0.27	0.28	0.22	0.13	0.11	0.47	0.20	1.12	0.93
主要比率										
毛利率	43.4%	40.4%	40.8%	38.9%	36.2%	23.3%	38.5%	32.3%	38.3%	34.9%
主营税金率	1.0%	1.0%	1.4%	1.1%	1.2%	1.1%	4.4%	2.0%	1.1%	2.2%
营业费率	12.9%	9.6%	10.8%	12.1%	11.6%	2.3%	6.6%	8.8%	7.7%	8.1%
管理费	5.0%	5.8%	5.8%	5.9%	6.0%	7.2%	2.2%	5.0%	5.5%	5.0%
营业利润率	23.2%	21.7%	23.5%	17.1%	13.7%	9.7%	24.1%	14.7%	22.8%	17.2%
实际税率	15.3%	14.4%	11.5%	13.9%	19.9%	10.1%	5.6%	14.1%	15.2%	11.0%
净利率	17.8%	16.9%	16.9%	13.9%	10.0%	7.9%	22.0%	11.8%	19.0%	15.3%
YoY										
收入增长率	20.7%	10.3%	14.8%	9.5%	-24.9%	-12.7%	29.7%	6.6%	9.6%	-0.2%
营业利润增长率	40.4%	20.2%	38.4%	-18.0%	-55.5%	-61.0%	33.1%	-8.1%	25.5%	-24.9%
净利润增长率	40.8%	18.5%	28.9%	-15.2%	-57.9%	-59.2%	68.9%	-9.5%	24.0%	-16.6%

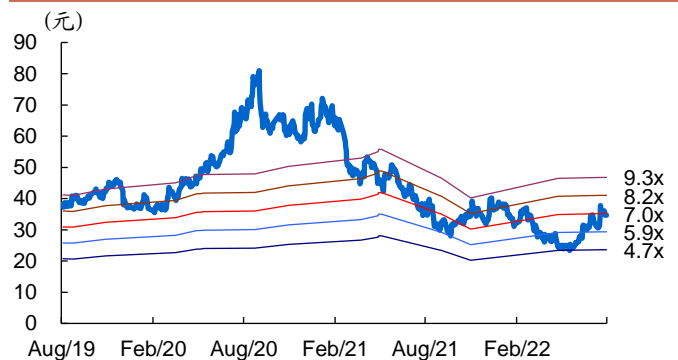
资料来源：公司报表

图 8：中炬高新历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 9：中炬高新历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告：

- 1、《中炬高新（600872）—短期疫情影响，成本拖累盈利》2022-04-25
- 2、《中炬高新（600872）—房地产增厚业绩，美味鲜环比恢复》2022-02-09
- 3、《中炬高新（600872）—Q3 仍在调整，期待明年发力》2021-11-01

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	4099	3123	3627	4374	5203
现金	242	549	893	1455	2045
交易性投资	779	0	0	0	0
应收票据	1	1	1	1	1
应收款项	33	30	19	21	22
其它应收款	33	28	29	32	35
存货	1682	1678	1799	1891	2042
其他	1329	838	886	974	1057
非流动资产	2560	2795	2904	3004	3095
长期股权投资	5	5	5	5	5
固定资产	1458	1601	1733	1853	1962
无形资产商誉	199	194	174	157	141
其他	898	995	992	989	986
资产总计	6659	5918	6531	7378	8297
流动负债	1557	1532	1620	1683	1787
短期借款	360	0	0	0	0
应付账款	552	921	993	1043	1127
预收账款	185	206	222	234	252
其他	460	405	405	406	408
长期负债	110	135	135	135	135
长期借款	0	0	0	0	0
其他	110	135	135	135	135
负债合计	1667	1667	1755	1818	1922
股本	797	797	797	797	797
资本公积金	91	(892)	(892)	(892)	(892)
留存收益	3728	3928	4413	5142	5899
少数股东权益	376	418	459	513	572
归属于母公司所有者权益	4616	3832	4317	5047	5803
负债及权益合计	6659	5918	6531	7378	8297

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1001	1212	812	997	1081
净利润	890	742	724	947	1041
折旧摊销	154	157	174	184	193
财务费用	10	20	(7)	(12)	(17)
投资收益	(85)	(37)	(50)	(55)	(61)
营运资金变动	(56)	289	(64)	(124)	(137)
其它	89	42	36	57	62
投资活动现金流	(1125)	944	(235)	(230)	(224)
资本支出	(328)	(367)	(285)	(285)	(285)
其他投资	(797)	1312	50	55	61
筹资活动现金流	(407)	(1924)	(233)	(205)	(267)
借款变动	(165)	(373)	(2)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	(984)	0	0	0
股利分配	(223)	(542)	(239)	(217)	(284)
其他	(19)	(25)	7	12	17
现金净增加额	(531)	233	344	562	590

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5123	5116	5404	5946	6454
营业成本	3163	3332	3591	3774	4075
营业税金及附加	58	113	119	131	142
营业费用	397	412	436	473	501
管理费用	281	254	269	290	308
研发费用	154	170	180	198	215
财务费用	13	20	(7)	(12)	(17)
资产减值损失	(2)	(1)	(1)	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
其他收益	30	27	20	22	24
投资收益	83	37	30	33	36
营业利润	1169	877	866	1146	1291
营业外收入	2	7	7	7	7
营业外支出	40	8	8	8	8
利润总额	1130	877	865	1145	1290
所得税	159	92	100	145	190
少数股东损益	81	42	41	54	59
归属于母公司净利润	890	742	724	947	1041

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	10%	0%	6%	10%	9%
营业利润	26%	-25%	-1%	32%	13%
归母净利润	24%	-17%	-2%	31%	10%
获利能力					
毛利率	38.3%	34.9%	33.6%	36.5%	36.9%
净利率	17.4%	14.5%	13.4%	15.9%	16.1%
ROE	19.3%	19.4%	16.8%	18.8%	17.9%
ROIC	18.7%	18.8%	15.8%	17.8%	16.9%
偿债能力					
资产负债率	25.0%	28.2%	26.9%	24.6%	23.2%
净负债比率	5.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.6	2.0	2.2	2.6	2.9
速动比率	1.6	0.9	1.1	1.5	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8
存货周转率	1.9	2.0	2.1	2.0	2.1
应收账款周转率	172.0	160.0	216.0	289.0	287.0
应付账款周转率	6.4	4.5	3.8	3.7	3.8
每股资料(元)					
EPS	1.12	0.93	0.91	1.19	1.31
每股经营净现金	1.26	1.52	1.02	1.25	1.36
每股净资产	5.79	4.81	5.42	6.34	7.28
每股股利	0.68	0.30	0.27	0.36	0.39
估值比率					
PE	31.1	37.3	38.2	29.2	26.6
PB	6.0	7.2	6.4	5.5	4.8
EV/EBITDA	22.0	27.9	28.2	22.1	19.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

于佳琦：食品饮料首席分析师，南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16年就职安信证券，17年加入招商证券食品饮料团队，6年消费品研究经验。

田地：复旦大学本科，复旦大学硕士，20年加入招商证券。

欧阳廷昊：中山大学本科，香港科技大学硕士，3年买方投研工作经验，21年加入招商证券。

陈书慧：美国加州大学圣地亚哥分校本科，美国哥伦比亚大学硕士，20年加入招商证券。

任龙：美国伊利诺伊理工斯图尔特商学院硕士，20年加入招商证券，5年消费品公司工作经验。

刘成：上海交通大学本科，上海交通大学硕士，21年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队传承十八年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾连续15年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，2021年获得wind金牌分析师第一名。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。