

产品结构优化，关注 SBU 建设

买入 维持

事件:

我们近期调研了贝因美，与公司董事长就行业状况、公司经营情况以及未来发展进行了交流。

报告摘要:

- **12 年收入增速基本同步于行业，产品结构进一步优化:** 预计 2012 年公司销售收入增长 12.55%，基本同步于行业增速；此外，公司高档产品增速相对较快，产品结构进一步优化，高档奶粉爱+系列销售收入增长 50%左右，收入占比提高至 30%；中档产品冠军宝贝增速相对较慢，收入占比 60%左右，低档产品金美正装收入有所下滑，收入占比 10%。
- **13 年公司将着力推进战略业务单元 (SBU) 建设，针对网络渠道推出新的单品:** 目前公司经销渠道收入占比 80%以上，KA 渠道收入占比 10%以上，渠道已经铺设至镇一级，进一步拓展空间有限，公司未来将着力提高单店销售能力；新任总经理王振泰上任后，公司针对网络、医务、经销商、婴童、KA 五大渠道推动 SBU 建设，计划今年在网络渠道推出新的单品，推进渠道精细化运作。
- **新西兰奶粉事件难以撼动洋奶粉地位，未来国内奶粉行业集中度有望进一步提升:** 洋奶粉在国内的品牌影响力难以撼动，新西兰双氰胺事件不会改变洋奶粉占据优势的竞争格局，香港的限购政策也难以改变进口奶粉消费量，洋奶粉优势地位短期内不会改变；此外，国产奶粉品牌相对较多，未来集中度有望进一步提升，公司作为国产奶粉龙头，与其他国产奶粉企业相比拥有品牌和渠道优势，未来有望在市场集中度进一步提升中分得更多的市场蛋糕。
- **盈利预测、估值及投资建议:** 预计 2012-2014 年收入分别为 53.2 亿元、62.8 亿元和 75.2 亿元，YOY 分别为 12.6%、18%和 19.8%；2012-2014 年归属母公司净利润分别为 5.05 亿元、6.79 亿元和 8.29 亿元，YOY 分别为 15.5%、34.5%和 22.1%，对应 2012-2014 年 EPS 分别为 1.185 元、1.594 元和 1.947 元，维持“买入”评级。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	4,028	4,727	5,321	6,281	7,523
增长率 (%)	24.1%	17.3%	12.6%	18.0%	19.8%
归母净利润(百万)	422	437	505	679	829
增长率 (%)	28.9%	3.5%	15.5%	34.5%	22.1%
每股收益	0.991	1.026	1.185	1.594	1.947
市盈率	0	23	29	22	18

食品饮料行业

分析师:

苏青青 (S1180512060001)

电话: 021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

研究助理:

陈嵩昆

电话: 021-51782231

Email: chensongkun@hysec.com

刘洋

电话: 021-51782230

Email: liuyang1@hysec.com

市场表现



相关研究

《山西汾酒：省外扩张迅速，竹叶青酒潜力大》

2013/3/10

《建议战略性买入白酒股》

2013/3/10

《伊力特：值得长期布局的疆酒龙头》

2013/3/7

《两年期战略性买入白酒时机已到》

2013/3/6

《关注业绩有保障的食品和三线酒》

2013/3/4

奶粉行业情况

问：奶粉行业现状和竞争格局如何？贝因美的市场占有率和未来的目标？

答：2012 年公司市场占有率位居行业第四位，前面是美赞臣、多美滋、惠氏，我们和惠氏差不多，均为 10% 左右，多美滋 13% 左右，美赞臣 15% 左右。

新西兰奶粉事件及香港限购政策对行业竞争格局影响有限，限购不会影响进口奶粉消费量，因为它品牌能力不变，这只是对这种渠道有一些限制，大的格局不会产生变化。

问：合生元近几年增长情况，从他们那学到什么？

答：公司从合生元学了很多，他们市场细分、精耕细作比我们好。但合生元对母婴渠道依赖较大，我们是全渠道覆盖，母婴、KA、经销商都有，每种渠道容纳的有限，同样一件产品比如合生元在一种渠道卖得好，到另一种渠道可能卖不动了。

问：对二胎政策逻辑的看法？

答：我认为以二胎政策为理由推荐奶粉有点牵强，去年的龙宝宝也是一样，我们是计划生育国家，出生率很难大幅度提高。

问：国外奶粉企业净利率如何？

答：国外企业在国外的利润率不太清楚，但是他们在国内的利润率比我们高，高一倍左右。主要原因是销售成本，公司每年的销售成本都比较高。

国外品牌和公司走的路线不一样，他们逻辑起点是走专业路线，通过母婴、医院渠道，基本是专业营销，这个见效比较快，成本比较小。而公司科研能力与国外相比仍有差距，目前国内很多奶粉企业将奶粉当消费品来卖，配方奶也比较同质。公司消费者教育一直在做，体系和营销工具是比较全的。

问：国外原料成本如何？

答：国外比较便宜，奶源质量比较好控制。国内的好处是近、方便；不好的地方是质量控制比较困难。

问：洋品牌什么时候开始占据优势？

答：洋品牌一直在，但 03 年阜阳大头娃娃和 08 年三聚氰胺事件强化了洋品牌的优势，最近几年还在强化，现在看还很难逆转。

衡量一个产品好坏主要有三个方面：其一，研发，加的什么东西起什么作用，洋品牌能做到很好；其二，原材料是不是有保证；其三，质量控制。把这三件事说清楚就没有大问题

了。但中国的产品很多从源头上就不清楚，例如 OPO 为什么加，很多企业只能告诉你老外加了，老外为什么加，却说不清楚。

未来三年市场集中度倾向洋品牌，就现在看，正常进程应该是这样的。消费者对中国制造有怀疑，产品上还是相信国外的东西。

问：行业生态格局是不是行业老大抢占下面的份额？

答：是的。奶粉行业发展一是自然增长，一是提高行业集中度，受安全事件刺激，前面几年增长很快，去年量上增长不是很明显。

国内奶粉企业洗牌的结果到最后可能有 7、8 家，现在有几十家。但是现在很小的区域里的地方企业也能活。剩 7-8 家的时候费用投入会少一些。

问：三年内有没有可能看到行业费用率下降？

答：很难说，现在竞争格局太复杂了，还不是完全市场竞争，很多企业后面还有政府，很难消失。

问：600 亿市场，农村和城市占比多少？如果主要是城市，农村市场增长潜力？

答：数据上的空间和实际差距大。

城镇化的过程很漫长，广大农村对中国很重要，不能全变成城镇。农村孩子很多以母乳喂养，况且母乳还是最好的，农村一个是没钱买奶粉再一个也没有必要。

产品结构及收入构成

问：公司产品中哪个价位段卖的好？中高端销售额占比？

答：公司产品比总的来说较贵，金美正装 100 多，其他产品都是 200 以上，在价格上基本算高端了。

产品结构中中端产品冠军宝贝收入占比 60%，最高端爱+收入占比 30%（毛利 65%左右）；低端金美正装很少。

问：12 年爱+收入增速多少？主要销售渠道是什么？

答：去年爱+销售额有 50%左右的增速，从今年 1-2 月销售情况看，爱+增速比去年更高。

爱+销售渠道 ka、婴童都有，但主要集中在 ka。

未来产品结构上爱+占比会高一些，产品配方在不断改良，但售价上不会差太多。

问：贝因美产品定价策略？今年会不会提价？

答：外资奶粉每年提 10%左右，提价是双刃剑，公司主要还是跟随的提价策略，12 年没提价，今年暂时也没有。

问：爱+竞品情况？

答：主要是外资的多美滋和美赞臣。12 年多美滋发展比较快，美赞臣感觉上差不多，惠氏高端做的比较好。总体行业增速不高，高端增速很快。两个因素越来越有钱和对便宜食品不放心。现在奶粉在消费者心目中已经不同于普通食品。

问：产品终端销售有没有统一价格？

答：价格是统一的，超市打折活动一般要跟我们商量。

问：去年除了爱+外，其他产品是不是几乎没有增长？

答：其他产品是没什么增长，低端的品类还有下降。

问：贝因美会不会在爱尔兰或者其他天然条件比较好的地方投资，提高奶源质量？

答：目前我们奶源两条腿走路，爱+的基粉基本全部是国外的了，到目前为止奶源已经足够了，以后会做原装进口。

问：爱尔兰子公司有没有新品推出时间表？

答：新品时间表现在还没有，老外合作比较慢，13 年可能不会有产品进来。

问：爱+产品标注为进口奶源，主要是哪些国家？

答：进口奶源有爱尔兰和欧洲，爱尔兰比较高。

问：公司有没有产能问题？

答：基本没有，SBU 多了以后，比如原来 5 万吨单一品种变成 4 万吨，SBU 特别多可能变成 2.5 万吨，干粉产能比较容易实现，短缺也是短期的。

如果量增长 20%，产能也不会有太大的问题。黑龙江项目明年初就可以有产能释放。

问：怎么提高消费者认知和公司品牌美誉度？

答：如果我们能为提高中国奶粉形象做一些贡献，是非常自豪的事。但是董事会不会这个作为准则去做，要让个人或整个公司肩负这让的责任有点太大了。

提高产品美誉度是当然的，公关营销也可以做一些尝试，现在变成公司要跟两部分人作斗争，一个是竞争对手，一个是消费者心中崇洋媚外的观念。

渠道模式

问：渠道结构如何，目前渠道铺到什么程度了？

答：公司除了 KA 商超是直营外，其他主要采用经销模式，目前渠道已经铺设到镇一级，外资品牌在一二线比较多。

目前看地理上的铺设已经结束，公司将着力提高单店销售能力。

问：公司重点的区域市场？有没有增长比较快的样板市场？

答：安徽、江苏比较好，浙江本地还可以。主要和当地的经销商有关。

问：经销商有多少家？多少个零售终端？渠道利润空间

答：公司目前拥有经销商 2000 家左右。零售终端在变化，公司没有实际统计。渠道利润按零售价倒推，给一级经销商 6 折，利润渠道空间 60% 多。

问：公司策略是否是向三线扩展？优势是什么？

答：渠道方面公司现在是往上走，不是往下走。下沉不是主要的，我们的产品价格还是比较高，与外国品牌没有差太多。

问：渠道在推广高端产品的意愿如何？不同产品推广策略有什么差异？

答：渠道肯定喜欢卖贵的，但还要看他们卖不卖的出去。

不同产品推广策略有很大差异。高端产品在推广上用了医用渠道，向医生解释我们产品的配方、医学研究等。

问：公司经销、直营渠道收入占比？

答：现在的数没有，以前的数据是经销商占 80% 多，KA 占百分之十几，Ka 主要针对全国连锁商超。

问：商超的进场费多少？导购员费用是否由公司出？

答：商超对于比较显眼的位置（大的过道）有两个要求：一个是出的钱要多，一个是业绩卖的比较好。

外国品牌在商超实现了良性循环。像在华商，在去年销售额最好的 10 家左右，用最好的柜台，本来产品就卖的好，放在显眼的地方卖的更好，进入良性循环。相反，本来就卖的不太好的产品，又放在不显眼的地方，卖的更差。例如，杭州华商一家店的美赞臣每年走 400 多万，平均每天 1 万多。超市的作用越来越大，但是费用也大。

进场费数据暂时没有。导购员费用由公司出。

问：全国婴童店有多少家，公司占多少？未来发展前景如何？

答：全国婴童店有 3 万家左右，公司直营的婴童店有 2500 家左右，未来也不会去增加，现在着力提高单店收入。

婴童业态是近几年发展起来的，公司从 11 年就开始做，目前还没有特别的产品放在婴童店。合生元婴童渠道做的特别好，近几年发展特别快，他们渠道控制特别严，盘货物流做的特别精细，但在婴童渠道他们可能做到极限了，合生元去年尝试 KA 渠道，但不是很成功。合生元首先产品过硬，其次销售管理售后服务都做的相当不错，值得我们学习。公司以后可能会有专门的产品去做婴童渠道。

问：公司有没有专门的团队开发婴童渠道？婴童渠道利润率如何？

答：有，但春节后成立的，还没正式运行过，今年将开放针对该渠道的产品。婴童利润率比商超高，高很多。

问：经销商库存时间？

答：经销商库存 2 个月，国内奶粉企业正常情况库存是 3 个月左右，洋奶粉在 40 几天左右。

销售情况

问：母婴渠道推广的主要产品是什么，销售情况如何？

答：母婴店主要推的是 OPO 配方奶粉，它是冠军宝贝的升级版。去年 10 月份推的，现在销售情况比较好。

问：公司有没有聚焦推广品牌这一块？

答：贝因美品牌在奶粉企业里还是可以的，铺货率和国外的品牌都差不多，但是美誉度还

是有点差距。

问：公司在广告宣传上的思路？

贝因美广告投入挺多，研发投入比以前高的多，质量上现在大的奶企生产配方都可以达到要求。宣传上还是主打针对中国宝贝，但是这种话也不能说太多

问：今年冠名很多活动如妈妈咪呀，销售额有没有明显提升？13年销售目标是多少？

答：现在看很难评估，广告投入考量眼光和运气。“妈妈咪呀”局限在上海，专业度也比较低，不如“我是歌手”。总体说“妈妈咪呀”应该还是达到预期效果了。

13年销售目标现在还没出了，比去年好，去年不是很满意。

问：奶粉行业销售额增长情况？去年公司收入增长的原因？

答：这个市场每年自然增长有限，销售额增长 11%-12%左右，量上增长在 4%左右。

公司去年增长主要有两个原因：一是前年 9 月提价 10%；二是高端产品卖得比较好。

问：增长是不是主要靠提价，不是靠量，未来增长靠什么？

答：目前奶粉在中国已经卖成奢侈品了，奶粉在国外很便宜，美国雅培也就 80-90 块钱，现在价格已经有所偏离了，预计价格也很难在提上去。

美国、欧洲奶粉行业品牌相对比较集中，国内品牌很多，未来增长还是要靠提高集中度，再一个靠城市化进程。

问：今年费用投放是否会大幅增加？

答：上市公司有两个考核指标，一个是销售额一个是利润。如果公司判断下来明年是个很好的战略机会，这时会稍微提高费率。今年的费用率预计不会有太大变化。

问：公司在哪些省份销售情况较好？下一步重点开拓区域？

答：销售比较好的五个省份是江苏、安徽、浙江、江西、湖南。从大的区域来看，华东地区相对比较多，主要因为这边经济比较好，此外，公司所在地就在华东，有一定的区域优势。主要在省会城市卖的好，跟外资同台竞争，消费者还是接受我们的品牌，12 年在上海销售还可以。

2012 年西北市场（陕西、甘肃）增长不错，北京销售一般，华北是洋品牌比较强；东北是本地品牌。

广东现在是全国奶粉消费最大的省，有 50 多亿，但公司现广东做的比较一般，广东主销

品牌是美赞臣（洋品牌）和雅士利（当地）。

下一步将重点开拓中西部、华南市场。

问：华东五省去年和今年以来增速有多少？

答：暂时没有统计，但这些省份基数高，增速不会很大。

公司战略、SBU 建设

问：公司未来战略是什么？

答：公司目标是成为国内最顶级的婴幼儿产品提供商和服务商。

公司产品主要是奶粉和辅食，公司是做米粉出身的（92年开始做），奶粉01年开始做，由于公司是按销售额考核，所以现在米粉的销售是不升反减的。未来诸如米粉、辅食、肉松、饼干等产品都会有，公司计划在不同的渠道里推广这些产品。

问：公司产品是否都是自己生产的？未来产品线重点是什么，是不是聚焦奶粉？

答：目前公司米粉、奶粉都100%自己生产。奶粉前期有些供应不足的时候会OEM，其他时候100%都是自己做的。因为现在产品质量太重要，还是比较谨慎的。

奶粉行业销售额每年有600多亿，米粉大概才20-30亿，奶粉基础比较大，未来产品中奶粉还是第一的。

问：去年下半年开始，公司在内部管理和外部销售方面有哪些积极变化？

答：变化比较多：（1）业务上把非食品业务放到集团里了；

（2）计划推出新的产品拓展线上和医院渠道：原来不分线上线下渠道，一个锅里搅，这样只能强化原来就比较强势的渠道，而线上和医务的渠道没有做起来。

近几年来，线上业务发展特别快，有些国外品牌单品线上收入过10亿了。公司以前把线上业务作为辅助，但近年来有些经销商把公司产品放到淘宝旗舰店卖了，由于未来前景很好，公司决定自己来做线上渠道。

问：目前线上有没有专门的产品？线上线下有没有冲突？

答：去年是一样的产品，渠道上会有冲突。今年会分成两种产品，配方包装售价都不一样。

现在育龄妇女多是80后90后，线上消费是趋势性的，公司刚刚开始做线上，还在尝试，已经晚走一步了，现状是网上的销售已经很大了。

问：公司针对 SBU 有哪些渠道，13 年开拓重点哪方面？

答：公司渠道有网络、医务、经销商、婴童、KA，渠道想全面做 SBU，相对比较新的 SBU 可能会增速比较快（例如网络），因为基数小。

问：新总经理王总上任后有何新的举措？

答：王总 2001 年就在贝因美，一直负责奶粉，2008 年到集团里负责儿童蜂蜜、肉松等产品，他闯劲比较大，上任后公司主要做了 SBU 和考核方式。

问：贝因美在那些方面可以改善？

答：贝因美成长到现在有它“运气”的成分，是很多事件的受益者，再一个本身有它的特点，比较早意识到品牌作用，在机会来的时候能抓住。

跟外资比，公司科研积累现在比较弱，技术含量太低；渠道品牌广告运用的比较粗，前期基本上还是跑马圈地，还没有很细节化。现在跑马圈地的阶段基本过去了，公司在这些地方有待改善。

问：有无管理层股权激励计划？

答：前年讨论过，后面没有再提，比较难操作，限制比较多，而且能不能兑现也是个问题。

图表 1: 分产品收入预测

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
奶粉类						
销售收入 (百万元)	2730	3470	4247	4926	6010	7212
YoY	81.9%	27.1%	22.4%	16.0%	22.0%	20.0%
销售成本 (百万元)	1005	1213	1475	1773	2133	2524
毛利 (百万元)	1725	2258	2772	3153	3876	4688
毛利率	63.2%	65.1%	65.3%	64.0%	64.5%	65.0%
米粉类						
销售收入 (百万元)	257	290	262	236	271	312
YoY	3.7%	12.8%	-9.7%	-10.0%	15.0%	15.0%
销售成本 (百万元)	116	125	108	94	122	140
毛利 (百万元)	141	165	154	141	149	171
毛利率	54.9%	56.8%	58.8%	60.0%	55.0%	55.0%
其他类						
销售收入 (百万元)	252	261	212	159.14	0.00	0.00
YoY	37.8%	3.4%	-18.6%	-25.0%	-100.0%	0.0%
销售成本 (百万元)	180	171	115	95.48	0.00	0.00
毛利 (百万元)	72.16	89.23	97.36	63.66	0.00	0.00
毛利率	28.6%	34.2%	45.9%	40.0%	0.0%	0.0%
主营业务收入	3239	4021	4721	5321	6281	7523
其他业务收入	6.55	7.37	6.17			
业务总收入	3245	4028	4727	5320.85	6280.78	7523.39
YoY	67%	24%	17%	13%	18%	20%
主营业务成本	1,300.46	1,509.24	1,697.19	1,963.13	2,255.43	2,664.35
其他业务成本	2.45	2.21	2.15			
业务总成本	1303	1511	1699	1963.13	2255.43	2664.35
毛利率	59.9%	62.5%	64.0%	63.1%	64.1%	64.6%

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图表 2: 三张财务报表分析摘要

财务报表预测 (单位: 百万元)									
利润表					资产负债表				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	4,727	5,321	6,281	7,523	货币资金	2004	2104	2210	2500
YOY	17%	13%	18%	20%	应收和预付款项	427	604	746	951
营业成本	1,699	1,963	2,255	2,664	存货	566	538	742	876
毛利	3027	3358	4025	4859	其他流动资产	12	1	1	1
% 营业收入	64%	63%	64%	65%	长期股权投资	0	0	0	0
营业税金及附加	53	60	71	85	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产和在建工程	1110	1330	1730	2330
销售费用	2077	2208	2607	3122	无形资产和开发支出	119	123	126	130
% 营业收入	43.9%	41.5%	41.5%	41.5%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	348	404	477	572	资产总计	4289	4632	5395	6519
% 营业收入	7.4%	7.6%	7.6%	7.6%	短期借款	80	0	0	179
财务费用	1	-30	-34	-33	应付和预收款项	758	801	885	1000
% 营业收入	0.0%	-0.6%	-0.5%	-0.4%	长期借款	147	147	147	147
资产减值损失	4	0	0	7	其他负债	26	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	1104	948	1032	1326
投资收益	0	0	0	0	股本	426	426	426	426
营业利润	544	715	905	1106	资本公积	1737	1737	1737	1737
% 营业收入	11.5%	13.4%	14.4%	14.7%	留存收益	1022	1521	2200	3030
营业外收支	45	-14	0	0	归属母公司股东权益	3185	3685	4364	5193
利润总额	589	701	905	1106	少数股东权益	0	0	0	0
% 营业收入	12.5%	13.2%	14.4%	14.7%	股东权益合计	3185	3685	4364	5193
所得税费用	153	196	226	276	负债和股东权益合计	4289	4633	5396	6519
净利润	436	505	679	829					
归属于母公司所有者的净利润	437	505	679	829					
少数股东损益	-1	0	0	0					
现金流量表					财务指标				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	420	542	526	737	毛利率	64%	63%	64%	65%
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	三费/销售收入	51%	49%	49%	49%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	12%	13%	14%	14%
无形资产投资	-185	-235	-410	-610	EBITDA/销售收入	14%	15%	15%	16%
固定资产投资	0	-120	-200	-300	销售净利率	9%	9%	11%	11%
其他	0	10	0	0	ROE	14%	14%	16%	16%
投资活动现金流净额	-185	-236	-410	-610	ROA	10%	11%	13%	13%
债券融资	-483	-108	0	0	ROIC	12%	13%	14%	15%
股权融资	1704	-5	0	0	销售收入增长率	17%	13%	18%	20%
银行贷款增加(减少)	0	-80	0	179	EBIT 增长率	-7%	25%	27%	24%
筹资成本	1	-30	-34	-33	EBITDA 增长率	-3%	21%	25%	23%
其他	16	0	0	0	净利润增长率	3%	16%	35%	22%
筹资活动现金流净额	1205	-206	-10	163	总资产增长率	61%	8%	16%	21%
现金净流量	1440	100	106	290	股东权益增长率	68%	29%	-3%	40%
					经营现金净流增长率	68%	29%	-3%	40%
					流动比率	3.2	4.1	4.2	3.7
					速动比率	2.6	3.4	3.4	2.9
					应收账款周转天数	36.2	32.0	34.0	36.0

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

作者简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业首席分析师, 上海交通大学材料学硕士, 曾任职于国金证券, 2010年新财富团队成员, 2011年加盟宏源证券研究所, 2012年获新财富最佳分析师第四名, 水晶球公募类第五、非公募第三名。

主要研究覆盖公司: 汤臣倍健、酒鬼酒、五粮液、古越龙山、山西汾酒、青青稞酒、贵州茅台、伊利股份等。

机构销售团队

区域	姓名	电话	电话	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。