



食品饮料

2015.05.11

新均衡市场下食品饮料再起防御价值

食品饮料行业周报 157 期: 2015/5/4-2015/5/8

	柯海东 (分析师)	区少萍 (研究助理)	胡春霞 (分析师)
	0755-23976221	0755-23976861	021-38676186
	kehaidong013145@gtjas.com	oushaoping@gtjas.com	huchunxia@gtjas.com
证书编号	S0880513050001	S0880115040044	S0880511010015

本报告导读:

市场波动加剧, 进入新均衡下食品饮料防御价值再显现, 其中海天味业、中炬高新打开调味品行业的市值空间值得重视。

摘要:

- **市场回顾:** 上周食品饮料板块下跌 0.3%, 跑赢上证综指 5.0pct。软饮料、食品综合、葡萄酒、乳制品板块分别上涨 8.7%、5.0%、2.6%、0.5%, 肉制品、白酒、啤酒、调味品板块分别下跌 0.1%、1.2%、2.8%、3.9%。其中张裕 A、双塔食品涨幅居前。
- **近期观点:** 1) **新均衡市场下食品饮料再起防御价值:** 一季报显示, 公募基金对食品饮料行业持仓比例再降至历史最低, 在市场新均衡的背景下行业再起防御价值, 在子行业上, 我们认为海天味业、中炬高新大幅上涨后, 有望提振调味品行业的市值; 2) **降息有利于低估值的龙头公司:** 伊利股份 (业绩稳健增长, 外延扩张蓄势待发)、洋河股份 (移动互联网战略快速推进, 深港通推进有利公司估值提升)、白云山 (推进一罐一码, 发力移动互联网营销策略)、贵州茅台 (有望估值修复); 3) **继续从国企改革、外延预期、新模式等方向推荐主题品种:** 我们继续重点推荐中炬高新 (股权争夺战打响, 有利于公司价值重估)、加加食品 (大股东高价参与定增, 主业改善且存在并购预期, 股价跟随市场调整后迎来买入良机), 推荐双塔食品 (员工高价持股, 彰显长期发展信心)、涪陵榨菜、汤臣倍健 (类创投平台型公司, 大健康业务布局持续推进)。
- **重要信息更新:** 1) **白酒:** 本周上海、广深茅台一批价 830-850 元, 五粮液一批价 560-570 元, 环比持平; 2) **原奶:** 截止 4 月 29 日, 原奶收购价同比降 19.2%、环比不变; 截止 5 月 5 日, 全球全脂奶粉拍卖价环比降 1.8%; 3) **猪价:** 截止 4 月 30 日, 生猪价环比升 0.5%、同比升 5.2%, 猪肉价环比升 0.1%、同比升 12.1%。
- **近期报告:** 1) **行业更新:** 高端品筑底回升, 乳品、调味品增长较快; 2) **中炬高新:** 收入符合预期, 期待管理层激励有突破; 3) **洋河股份:** 主业如期回升, 加速创新提升估值; 4) **白云山:** 后续业绩改善仍可期待; 5) **好想你:** 商超放量增长, 单店效益大幅提升。
- **行业新闻聚焦:** 王老吉“一罐一码”谋互联网平台入口; 泸州老窖在香港设立公司布局海外市场; 百威英博 2015Q1 纯利增 95.6%; 光明食品集团证实将与良友集团联合重组。
- **推荐:** 1) **稳健组合:** 伊利股份、洋河股份、贵州茅台、白云山; 2) **弹性组合:** 中炬高新、加加食品、涪陵榨菜、双塔食品、汤臣倍健。

评级:

增持

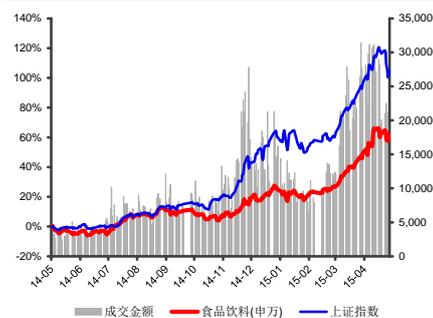
上次评级:

增持

细分行业评级

食品	增持
饮料	增持

2014/5/4-2015/5/8



本周重点公司涨跌幅%:

涨幅榜前五		涨幅榜后五	
张裕 A	14.8	金枫酒业	-8.1
双塔食品	12.8	泸州老窖	-6.9
沱牌舍得	12.1	深深宝 A	-6.9
贵州茅台	0.8	黑芝麻	-6.3
伊利股份	0.5	涪陵榨菜	-6.0

部分重点公司盈利预测:

	14Eps	15Eps	评级
伊利股份	1.35	1.82	增持
光明乳业	0.46	0.59	增持
中炬高新	0.36	0.44	增持
海天味业	1.40	0.94	增持
白云山	0.92	1.22	增持
洋河股份	4.19	4.79	增持
贵州茅台	13.44	14.29	增持

相关报告

食品饮料:《高端品筑底回升, 乳品、调味品增长较快》

2015.05.04

食品饮料:《险资举牌中炬高新, 为行业补涨行情空中加油》

2015.04.26

食品饮料:《行业攻守相宜, 迎来补涨机遇》

2015.04.19

食品饮料:《海天味业有望打开大众食品的市值空间》

2015.04.14

食品饮料:《龙头继续起防御价值, 关注港股食品股机遇》

2015.04.08

目录

1. 市场回顾及观点.....	3
2. 近期行业重要日程安排.....	5
3. 近期报告.....	6
3.1. 行业更新：高端品筑底回升，乳品、调味品增长较快.....	6
3.2. 中炬高新：收入符合预期，期待管理层激励有突破.....	7
3.3. 洋河股份：主业如期回升，加速创新提升估值.....	8
3.4. 白云山：风物长宜放眼量，后续业绩改善仍可期待.....	8
3.5. 好想你：商超放量增长，单店效益大幅提升.....	9
4. 数据跟踪.....	10
4.1. 渠道数据.....	10
4.2. 行业数据跟踪.....	12
5. 行业新闻聚焦.....	13
☞ 王老吉“一罐一码”谋互联网平台入口.....	13
☞ 泸州老窖在香港设立公司布局海外市场.....	13
☞ 百威英博 2015 年一季度纯利 26.8 亿美元，增加 95.6%.....	13
☞ 光明食品集团证实将与良友集团联合重组.....	13
6. 附录：盈利预测表及周报观点回顾.....	15
图 1: 本周食品饮料行业下跌 0.3%.....	5
图 2: 本周重点公司涨跌幅.....	5
图 3: 53 度飞天茅台批零价格走势.....	10
图 4: 52 度五粮液批零价格走势.....	10
图 5: 主产区生鲜乳价格环比不变.....	12
图 6: 生猪价格环比上升.....	12
图 7: 2015/5/5 全球全脂奶粉拍卖价格环比下降 1.8%.....	12
表 1: 港股及 A 股主要食品饮料公司指标对比 (2015/5/8).....	4
表 2: 近期食品饮料公司股东大会时间安排.....	5
表 3: 白酒终端草根调研价格表.....	10
表 4: 重点公司盈利预测表.....	15

1. 市场回顾及观点

市场回顾：上周食品饮料板块下跌 0.3%，跑赢上证综指 5.0pct。软饮料、食品综合、葡萄酒、乳制品板块分别上涨 8.7%、5.0%、2.6%、0.5%，肉制品、白酒、啤酒、调味品板块分别下跌 0.1%、1.2%、2.8%、3.9%。其中张裕 A、双塔食品涨幅居前。

近期核心观点：

- **新均衡市场下食品饮料再起防御价值：**近期市场波动加剧，迎来风险评价改善后的新平衡，一季报显示，基金重仓食品饮料比例降至 1.2%（2014 年末为 3.8%），处于历史最底部，其中大众品、白酒重仓比为 0.9%、0.3%，在基金低配忌市场面临新均衡的情况下，食品饮料行业再起防御价值，在子行业上，我们认为海天味业、中炬高新大幅上涨后，有望提振调味品行业的市值。
- **降息有利于低估值的龙头公司：**伊利股份（业绩稳健增长，外延扩张蓄势待发）、洋河股份（移动互联网战略快速推进，深港通推进有利公司估值提升）、白云山（推进一罐一码，发力移动互联网营销策略）、贵州茅台（有望估值修复）。
- **继续从国企改革、外延预期、新模式等方向推荐主题品种：**我们继续重点推荐中炬高新（股权争夺战打响，有利于公司价值重估）、加加食品（大股东高价参与定增，主业改善且存在并购预期，股价跟随市场调整后迎来买入良机），推荐双塔食品（员工高价持股，彰显长期发展信心）、涪陵榨菜、汤臣倍健（类创投平台型公司，大健康业务布局持续推进）。
- **我们主要围绕低估值、基本面改善、相对 A 股具稀缺性三个角度挖掘港股食品饮料行业投资机遇：**1) **低估值：**白云山 H 股（AH 差价大，H 股股价为 A 股股价 67%）、万洲国际（2015 年 PE10 倍）；2) **基本面改善：**中国食品（央企改革+葡萄酒行业见底）；3) **稀缺性：**原奶企业基本属于 H 股独有，而且原奶价格有望在 2015 年逐步筑底，上游企业包括中国圣牧（预计 2015 年有望实现 50%以上增长，当前动态 PE 不到 10 倍）、现代牧业、辉山乳业等公司，这些公司股价在经过 2014 年大幅调整后，已经充分反映悲观预期，预计均存在投资机会。

重要信息更新：

- **白酒：**本周上海、广深茅台一批价 830-850 元，五粮液一批价 560-570 元，环比均持平。
- **主产区生鲜乳价格环比不变，全球全脂奶粉拍卖价格下降：**截止至 4 月 29 日，主产区的原奶收购价格同比下降 19.2%，环比不变；

截止 5 月 5 日，全球全脂奶粉拍卖价格环比下降 1.8%。

- **生猪价格环比上升：**截止至 4 月 30 日，生猪价格环比上升 0.5%、同比上升 5.2%，猪肉价格环比上升 0.1%、同比上升 12.1%。

推荐：1) 稳健组合：伊利股份、洋河股份、贵州茅台、白云山；**2) 弹性组合：**中炬高新、加加食品、涪陵榨菜、双塔食品、汤臣倍健。

表 1：港股及 A 股主要食品饮料公司指标对比（2015/5/8）

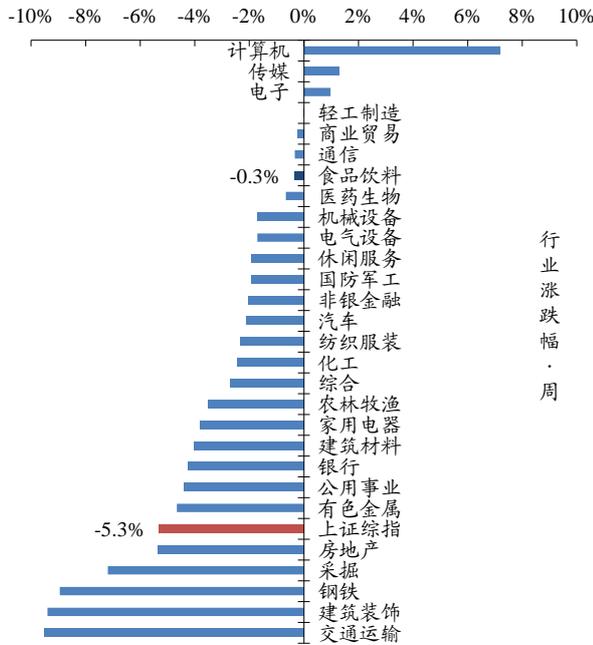
子行业	类别	名称	市值 亿元	2014 年 (亿元)		PE			PS	2014 年盈利水平(%)		
				收入	净利润	13A	14A	15E	15E	毛利率	净利率	ROE
软饮料	H 股	太古股份	752	485	87.3	7	9	6	2	38	22	5
软饮料	H 股	康师傅控股	735	632	24.5	29	30	23	1	30	5	14
软饮料	A 股	白云山	425	188	11.9	43	36	28	2	35	6	16
软饮料	H 股	白云山 (H)	425	186	11.9	43	36	27	2	35	6	16
软饮料	H 股	统一企业中国	242	227	2.9	26	85	34	1	32	1	3
软饮料	A 股	承德露露	129	27	4.4	39	29	25	4	42	17	38
软饮料	A 股	维维股份	149	45	2.0	185	74	63	3	35	4	8
软饮料	A 股	黑牛食品	87	6	0.1	600	711	147	10	39	2	1
软饮料	H 股	西藏 5100	60	8	3.4	14	18	-	7	63	50	13
软饮料	H 股	汇源果汁	56	46	-1.0	26	-56	-	1	35	-3	-1
食品综合	A 股	汤臣倍健	307	17	5.0	73	61	46	14	66	29	22
食品综合	A 股	双塔食品	162	11	1.5	143	109	57	13	25	14	14
食品综合	A 股	三全食品	122	41	0.8	103	151	84	2	35	2	4
食品综合	A 股	洽洽食品	89	31	2.9	35	30	25	2	31	9	11
食品综合	A 股	中国食品	117	212	-1.8	-17	-66	52	-	24	0	-4
食品综合	H 股	天喔国际	48	51	3.5	17	14	12	1	17	7	14
乳制品	H 股	伊利股份	1123	544	41.4	35	27	21	2	33	8	24
乳制品	H 股	中国旺旺	871	232	38.0	21	23	19	4	40	16	31
乳制品	H 股	蒙牛乳业	636	502	23.5	39	27	24	1	31	5	13
乳制品	A 股	光明乳业	244	204	5.7	60	43	31	1	35	3	13
乳制品	A 股	贝因美	200	50	0.7	28	291	57	4	54	1	2
乳制品	H 股	辉山乳业	180	-	0.0	14	-	11	4	20	35	13
乳制品	A 股	三元股份	153	45	0.5	-68	288	220	3	25	1	3
乳制品	H 股	合生元	163	47	8.1	20	20	18	3	62	17	30
乳制品	H 股	现代牧业	117	50	7.4	-	16	13	2	37	15	12
乳制品	H 股	雅士利国际	98	28	2.5	22	39	21	3	51	9	8
乳制品	H 股	中国圣牧	96	21	7.1	29	14	9	5	50	41	27
乳制品	A 股	燕塘乳业	42	9	0.8	60	53	37	4	32	8	20
乳制品	H 股	原生态牧业	30	12	4.2	14	7	7	2	46	36	10
乳制品	H 股	澳优乳业	22	20	0.9	18	24	-	1	29	6	8
肉制品	A 股	双汇发展	830	457	40.4	22	21	18	2	20	9	29
肉制品	H 股	万洲国际	623	1363	46.9	-39	13	11	-	15	4	21
肉制品	H 股	神冠控股	57	14	5.5	7	10	9	4	55	39	21
肉制品	A 股	龙大肉食	62	35	1.0	53	61	42	2	8	3	9
肉制品	A 股	得利斯	69	16	0.4	165	197	127	4	15	2	3
肉制品	A 股	煌上煌	47	10	1.0	39	48	36	4	31	10	7

肉制品	H股	雨润食品	41	152	0.4	118	91	-	0	5	0	0
肉制品	H股	森宝食品	28	12	-0.1	-223	-278	-	2	9	-1	-2

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

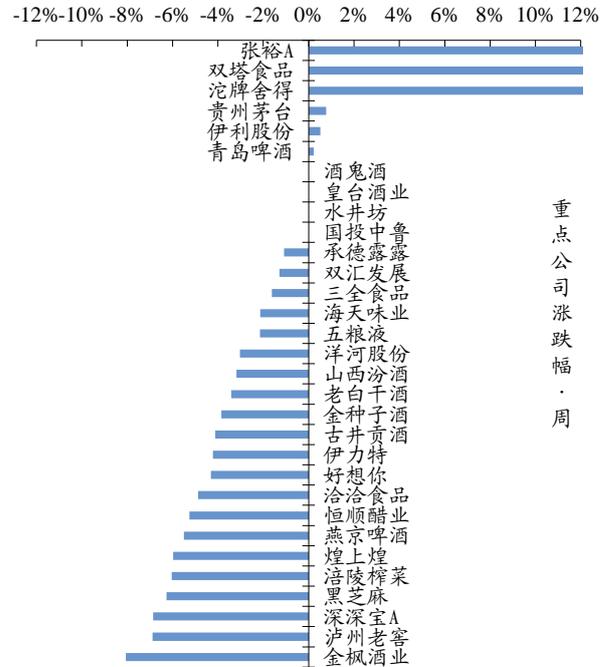
注: 港股公司市值、收入、净利润等已按汇率调整为人民币。日期截至 2015/5/8。辉山乳业尚未披露 2014 年报, 表中所列收入及净利润为 Wind 一致预期数据, 所列盈利水平数据为 2013 年末数据。

图 1: 本周食品饮料行业下跌 0.3%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 2: 本周重点公司涨跌幅



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2. 近期行业重要日程安排

表 2: 近期食品饮料公司股东大会时间安排

证券名称	近期股东大会召开日期	现场会议地点
贝因美	5月11日 10:00	杭州市滨江区南环路3758号贝因美大厦
深深宝A	5月12日 14:30	深圳市南山区学府路科技园南区软件产业基地4栋B座8层会议室
兰州黄河	5月12日 14:30	兰州市庆阳路219号金运大厦22层公司会议室
燕塘乳业	5月12日 15:00	广州市天河区燕岭路29号燕岭大厦三楼燕逸2号厅
洽洽食品	5月12日 9:00	安徽省合肥经济技术开发区莲花路1307号公司五楼会议室
古越龙山	5月15日 14:00	浙江省绍兴市北海桥公司新二楼会议室
伊利股份	5月15日 14:00	内蒙古呼和浩特市金川开发区金四路8号公司二楼会议室
承德露露	5月15日 14:30	承德市开发区京承公路28号白楼宾馆
山西汾酒	5月18日 14:00	山西省汾阳市杏花村山西汾酒公司酒都宾馆会议室
沱牌舍得	5月18日 9:30	四川省遂宁市射洪县沱牌镇沱牌大道999号公司总部办公楼圆厅会议室
啤酒花	5月19日 14:30	新疆乌鲁木齐上海路130号新价格啤酒花公司3楼会议室
易食股份	5月20日 14:00	北京市朝阳区霄云路甲26号海航大厦17层
双塔食品	5月20日 14:00	山东省招远市金岭镇寨里村西双塔食品公司会议室
三元股份	5月20日 14:00	北京市大兴区瀛海瀛昌街8号公司工业园南区四楼会议室
贵州茅台	5月20日 9:30	贵州省贵阳市云岩区北京路66号贵州饭店国际会议中心

爱普股份	5月21日 13:30	上海市江场三路258号北高新商务中心3F宴会厅
金枫酒业	5月22日 13:00	上海影城五楼多功能厅
青青稞酒	5月22日 13:30	北京市朝阳区京顺东街六号院八号楼公司三层会议室
金种子酒	5月22日 14:00	安徽省阜阳市莲花路259号公司三楼会议室
五粮液	5月22日 14:30	四川省宜宾市翠屏区岷江西路150号公司怡心园会议厅
张裕 A	5月22日 9:00	山东省烟台市大马路56号本公司酒文化博物馆
洋河股份	5月26日 14:30	江苏省南京市雨花经济开发区凤汇大道18号洋河酒厂南京营运中心四楼会议室
古井贡酒	5月26日 9:30	安徽省亳州市古井镇公司总部(产业园)10楼会议室
莲花味精	5月27日 15:00	河南省项城市莲花达到18号公司会议室
莫高股份	5月28日 15:00	甘肃省兰州市城关区东岗西路638号财富中心23层公司会议室
*ST酒鬼	5月28日 9:30	湖南省吉首市振武营酒鬼酒股份有限公司三会议室
恒顺醋业	5月28日 9:30	江苏省镇江市丹徒新城恒顺大道66号公司会议室
西藏发展	6月4日 10:00	成都市高新区神仙树南路41号成都新东方千禧大酒店4楼会议室
青岛啤酒	6月16日 9:00	青岛市市北区登州路56号青岛啤酒厂综合楼一楼会议室
白云山	6月26日 10:00	广州市荔湾区沙面北街45号公司会议室

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3. 近期报告

3.1. 行业更新: 高端品筑底回升, 乳品、调味品增长较快

2014年食品饮料板块收入、净利增1%、-10%，2015Q1增7%、7%；2014年高端品下滑明显但2015Q1业绩靓丽，筑底回升；大众品中乳品、调味品增长较快。

2014年板块整体增速排名靠后，高端品现底部迹象。2014年，食品饮料板块收入、净利润增1%、-10%，增速回落。白酒收入、净利润降9%、17%，葡萄酒收入降4%，净利增1%，高端品底部已基本确定；大众品收入、净利润增长6%、10%，增速同比回落9pct、18pct。

2015Q1板块整体增速回升，调味品、乳制品业绩增速较快。2015Q1板块收入、净利润增长7%、7%，业绩增速显著回升，在所有A股中排名靠前；白酒、葡萄酒收入增速为8%、22%，净利润增速6%、10%，业绩改善迹象明显；调味品、乳制品、食品综合等板块净利润保持双位数增长，软饮料、啤酒增速缓慢。基金重仓食品饮料比例降至1.2%，处于历史底部，其中大众品、白酒重仓比为0.9%、0.3%。

高端白酒调整已基本到位，2015Q1迎来弱复苏。2014年一线白酒收入、净利润下滑10%、16%，二三线白酒下滑7%、31%。2015Q1伴随春节错期带动的销售提升，白酒板块筑底回升，收入、净利增8%、6%，其中一线白酒增10%、6%，二三线白酒增5%、3%。

葡萄酒深度调整后走出业绩底部。2014年板块收入、净利增-4%、1%，张裕A降4%、7%。2015Q1板块收入、净利增22%、10%，收入增速领先其他子板块，净利增速位列第4；张裕A增21%、16%。

乳制品延续较快增长趋势，板块盈利有所提升。2014 年板块收入、净利增 14%、18%，为食品饮料板块收入增速最快品种；2015Q1 板块收入、净利增 10%、23%；得益于龙头提价、高端奶需求提升及原奶成本下降，板块毛利率、净利率同比提升 2.4pct、0.6pct。

调味品受益产品结构升级及品类扩张，业绩持续快速增长。2014 年板块收入、净利增 13%、25%，2015Q1 增 10%、27%，继续保持双位数增长。受益于龙头公司产品结构调整及品类扩张战略，2015Q1 板块毛利率 41.5%、净利率 21.1%，同比增 2.8pct、2.9pct，为食品饮料行业中盈利能力提升最大的子板块。

啤酒行业增速放缓，板块业绩欠佳。受经济下行及竞争加剧影响，2014 年板块收入持平，净利降 4%；2015Q1 因春节错期及餐饮业回升，板块收入、净利微弱改善，同比增 1%、2%。

投资建议：1) 近期市场波动加剧，正迎来风险评价改善后的新平衡，食品饮料行业具有较强的确定性，有望获得超额收益；2) 推荐低估值、稳健增长的龙头公司伊利股份、洋河股份、贵州茅台、白云山；3) 主题品种：中炬高新、加加食品、双塔食品、涪陵榨菜、汤臣倍健。

详情请参见食品饮料行业 2014 年报及 2015 一季度业绩分析报告《高端品筑底回升，乳品、调味品增长较快》2015/5/4

3.2. 中炬高新：收入符合预期，期待管理层激励有突破

(2014Q4+2015Q1) 调味品收入增 15%，利息、阳西基地折旧等使 2015Q1 归母净利下滑，但调味品主业仍稳定增长，如果管理层激励有突破，预计公司将迎来二次成长。

维持“增持”。考虑到 2015 年财务费用、折旧增加，小幅下调 2015-16 年 EPS 预测至 0.41、0.54 元（此前为 0.44、0.56 元），考虑到管理层激励有望突破，维持 2016 年调味品收入预测为 35 亿，维持目标价 24.7 元，对应 2016 年调味品业务 5.5 倍 PS。

调味品主业收入符合我们预期，预计未来几年仍稳定增长。2015Q1 收入、归母净利分别为 6.6 亿 (-2.9%)、5324 万 (-32.8%)，预计美味鲜收入 6.3 亿 (+5%)。美味鲜收入只有 5% 的增长主要由于 2014Q4 阳西基地投产后，向经销商多压了一轮货，以 (2014Q4+2015Q1) 为口径，调味品收入增 15% 左右，完成 2015 年 28 亿目标可能性较大。

利息、阳西基地折旧及母公司无物业转让使 2015Q1 归母净利下滑。2014-15 先后发债 9 亿，预计未来每年财务费用约 5000 万；预计随着阳西基地逐步转固未来三年每年折旧费用约 3000-4000 万；2014Q1 母公司物业转让获得非经常性利得 2000 万左右而本期无此收入。

前海人寿举牌，管理层激励有望突破。如果前海人寿取得控股权，公司将由国企变为民企，管理层激励问题迎刃而解；如果未能取得控股

权，预计也会促使中山市加快对公司国企改革的进度。前海人寿曾试图举牌天健集团和南玻 A，均加快了两家公司的国企改革进度。公司过去 10 年收入 CAGR 达 20%，充分证明管理层能力优秀，管理层激励改善后，预计盈利能力有较大提升潜力。

风险提示：竞争加剧；产能利用率不足；管理层激励具不确定性。

详情请参见中炬高新 2015 年一季报点评《收入符合预期，期待管理层激励有突破》2015/4/30

3.3. 洋河股份：主业如期回升，加速创新提升估值

业绩符合预期，大比例分红彰显价值，公司 2015 年业绩有望加速回升，且随着互联网营销、产品创新不断深化，估值亦有望提升，仍为我们白酒行业首推品种，增持。

□

维持“增持”。维持 2015-16 年 EPS 预测为 4.79、5.36 元，继续看好估值修复，上调目标价至 107.2 元(对应 2016 年 20 倍 PE)，维持“增持”评级，仍作为白酒行业首推品种。

□

业绩符合预期，大比例分红彰显价值：2014 年收入、利润分别为 146.7、45 亿元，同比增-2.3%、-9.9%，EPS4.19 元。2015Q1 收入、利润分别为 62.6、22.1 亿元，同比增 10.4%、10.6%，EPS2.07 元。每股派现 2 元(含税)，且 10 股转增 4 股。规划 2015 年收入增长 5%，预告上半年盈利增长区间为[5%,15%]。

□

2015 年开局良好，全年增速回升可期：1) 一季报销售商品收到现金、经营活动产生现金流量净额分别同比增长 31%、66%，反映下游渠道结构已经稳定，信心恢复；2) 渠道调研显示 3 月起公司对海之蓝、天之蓝提价，提价幅度约为 2-3%，且提价同时未加大促销力度。预计对全年业绩影响不大，但彰显竞争优势，全年收入有望超出规划。

□

平台价值凸显，中国版 DIAGEO 路径清晰：1) 公司有 7000 家经销商，3 万名地面推广人员，目前基于阿米巴模式不断完善管理，形成白酒行业内最强大的平台价值；2) 我们认为公司 O2O 与品类扩张相辅相成，借助强大的渠道平台，洋河 1 号已覆盖 23 个省 102 个地级市，而公司通过并购、开发新品不断拓展品类，如预调酒、葡萄酒，满足消费者的多元需求，因此我们判断公司 O2O 成功概率较高。

□

风险提示：行业竞争加剧。

详情请参见洋河股份 2014 年报及 2015 年一季报点评《主业如期回升，加速创新提升估值》2015/4/29

3.4. 白云山：风物长宜放眼量，后续业绩改善仍可期待

业绩略低于预期。应对竞品清理渠道库存是业绩低于预期原因，但竞

品换装使胜利天平已向王老吉倾斜，期待公司把握机遇实现份额及盈利拐点，维持“增持”评级。

维持“增持”。根据一季报，略微下调 2015、2016 年 EPS 预测为 1.22、1.61（此前为 1.3、1.7 元），看好国企改革助推公司未来三年持续成长，上调目标价至 44 元（对应 2015 年 PE36 倍，此前 39 元）。

业绩略低于预期：收入、净利为 47、3.7 亿，同比增 1.2%、15%，EPS0.28 元，从三大业务收入看，红罐王老吉增长 7.6%、大南药下滑 5%、大商业增长 4%，表现低于预期。

期待公司把握历史性机遇，迎来王老吉份额提升：1）为应对竞品甩货，及公司主动梳理渠道库存使得王老吉收入低于预期，预计公司以终端份额为导向，加大了对经销商支持力度，销量仍保持双位数增长，但吨价下降导致收入仅增长 7.6%，毛利率有所降低；2）预计王老吉后续有望逐季改善，原因：一是竞品近期换包装，若装潢权官司终审维持原判，及公司定增资金到位，公司竞争优势将更显著；二是根据新快报报道，公司春节期间一批商销量增速超过 50%，远超出报表表现，预示着经销商库存已经大幅减负，后续有望轻装上阵；三是预计绿盒王老吉股权纠纷年内消除，合并报表将产生较大的盈利弹性。

医药业务处于调整期，但 2015 年仍存亮点：1）行业整体疲弱及公司药厂搬迁导致大南药收入下滑 5%，期待后续整合及外延并购落地驱动增速回升；2）预期公司定增在 Q3 落地后，加速药房托管及在医疗器械方面展开并购；3）公司与阿里健康合作有望逐步深入。

风险分析：竞争加剧、摊薄盈利、诉讼失利、多元化导致整合难度大

详情请参见白云山 2015 年一季报点评《风物长宜放眼量，后续业绩改善仍可期待》2015/4/28

3.5. 好想你：商超放量增长，单店效益大幅提升

公司精耕商超渠道提升单店效益推动渠道结构持续优化，无核枣放量增长推动产品休闲化转型顺利。期待激励完善提升经营潜力，维持增持。

投资建议：维持增持。维持 2015-16 年 EPS 预测 0.43、0.56 元。Q1 商超收入超预期推动渠道结构持续优化，参考相关公司给予 2016 年平均 PS3.8 倍，上调目标价至 35.6 元（前次预测 26.4 元），维持增持。

2015Q1 收入超预期。2015Q1 营业收入、营业利润、归母净利润 3.9、0.34、0.35 亿，增 41%、8%、11%。收入超市场预期，主因春节错位，以及商超单店效益提升带来商超收入高增长（+174%）。

商超延续高增长，专卖店效益大幅提升。Q1 专卖店收入占比降至 50%，商超、电商为 36%、7%。**商超**：2014Q4、2015Q1 收入增 64%、

174%，春节精耕商超取得良好效果，Q1 单店月收入增 100%以上。但在冲量目标指引下，商超可能存在一定压货。**专卖店**：Q1 收入增 2%，单店收入增 30%以上。2015 年公司重点推广直营店合伙制，目前已有 86% 门店参与，经营潜力显著提升。2015 年收入有望持平。**电商**：受原负责人离职影响 Q1 收入增 9%，但目前团队基本稳定。2015 年电商费用支持将加大，亦将扩张品类，收入望增 50%左右。

即食无核枣放量增长推动产品休闲化转型顺利。2014 年即食无核枣实现 1.2 亿收入，占收入比 13%，已成为公司大单品。2015 年公司亦将重点推广红枣脆片等其他无核产品，红枣脆片食用方式休闲、简便，是产品休闲化转型的另一重要产品。预计 2015 年无核系列产品占整体收入比重将达到 35%以上。

催化剂：期待激励措施完善提升经营潜力。

核心风险：商超收入不达预期；食品安全问题。

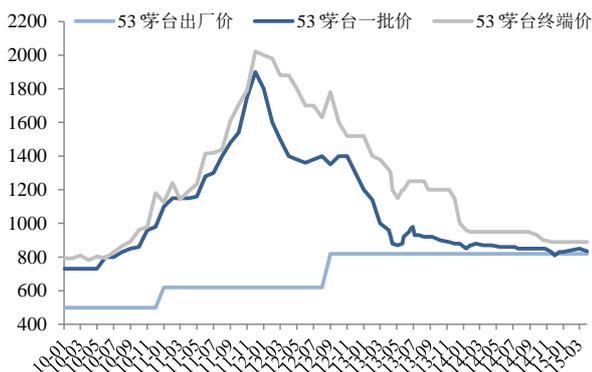
详情请参见好想你调研报告《商超放量增长，单店效益大幅提升》
2015/4/28

4. 数据跟踪

4.1. 渠道数据

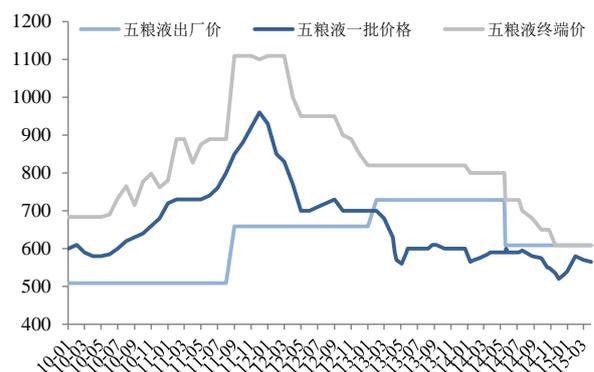
本周上海、广深茅台一批价 830-850 元，五粮液 560-570 元，环比持平。

图 3: 53 度飞天茅台批零价格走势



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 4: 52 度五粮液批零价格走势



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

本期酒类价格终端草根调研：酒仙网飞天茅台价格 843 元，五粮液水晶瓶价格 599 元，国窖 1573 价格 609 元。

表 3: 白酒终端草根调研价格表

日期	来源	茅台	五粮液	剑南春	老窖	水井坊	洋河
----	----	----	-----	-----	----	-----	----

			水晶	1618		1573	特曲	品味		海	天	梦
2013-09-01	酒仙网	1,159	698	699	498	1,389	258	2,380	679	196	279	688
2013-09-08	酒仙网	1,159	659	699	368	1,589	-	2,380	679	129	279	688
2013-09-13	酒仙网	1,159	698	699	368	1,589	248	2,380	679	196	279	688
2013-09-22	酒仙网	1,159	659	699	368	1,589	258	2,380	679	196	299	659
2013-10-08	酒仙网	1,159	699	739	399	1,589	258	2,380	829	129	299	659
2013-11-03	酒仙网	1,159	699	999	399	1,589	258	2,380	858	138	279	659
2013-11-10	酒仙网	1,159	699	999	368	1,589	258	2,380	858	196	279	499
2013-11-15	酒仙网	1,159	699	1399	368	1,589	135	2,380	858	196	399	688
2013-11-24	酒仙网	1,159	699	899	360	1,589	135	2,380	699	196	399	499
2013-11-29	酒仙网	1,159	699	899	360	1,589	135	2,380	699	129	279	469
2013-12-08	酒仙网	1,159	699	699	360	1,589	135	2,380	699	129	279	469
2013-12-15	酒仙网	1,159	659	699	360	1,589	135	2,380	699	129	279	469
2013-12-22	酒仙网	1,159	729	899	498	1,589	159	2,380	699	129	279	469
2013-12-29	酒仙网	1,159	699	699	498	1,589	159	2,380	699	129	279	469
2014-01-06	酒仙网	1,159	699	699	360	1,589	159	2,380	699	196	299	499
2014-01-10	酒仙网	1199	659	699	360	1,589	159	2,380	669	99	299	499
2014-01-19	酒仙网	1199	729	899	360	1,589	-	-	799	99	299	499
2014-01-25	酒仙网	1199	759	899	360	1,589	169	-	669	99	299	499
2014-02-15	酒仙网	1199	799	899	390	1,589	199	-	799	196	399	599
2014-02-22	酒仙网	1199	799	899	360	1,589	149	-	600	99	269	399
2014-02-28	酒仙网	1199	799	699	360	1,589	149	-	599	99	269	399
2014-03-08	酒仙网	1199	799	899	399	1,589	149	-	639	196	269	688
2014-03-15	酒仙网	1199	799	699	399	1,589	258	-	639	129	269	599
2014-03-23	酒仙网	1199	799	699	360	1589	258	-	588	129	269	599
2014-03-30	酒仙网	1199	799	899	360	1589	258	-	549	129	369	659
2014-04-04	酒仙网	980	799	899	360	1589	149	-	499	129	299	599
2014-04-12	酒仙网	980	799	899	375	1589	258	-	858	129	299	599
2014-04-20	酒仙网	980	729	899	375	1589	298	-	858	129	299	599
2014-07-06	酒仙网	956	729	959	359	1499	158	-	499	169	289	679
2014-07-19	酒仙网	959	679	959	359	1499	158	-	478	169	289	659
2014-08-10	酒仙网	849	659	699	349	779	178	-	549	169	289	679
2014-08-24	酒仙网	869	659	699	349	779	178	-	549	129	289	679
2014-09-08	酒仙网	899	659	699	349	779	178	-	549	129	289	679
2014-09-27	酒仙网	899	659	699	349	779	149	-	549	129	289	679
2014-10-26	酒仙网	899	659	699	359	779	149	-	549	129	289	659
2014-11-15	酒仙网	899	659	699	359	779	178	-	549	129	399	679
2014-12-01	酒仙网	869	609	699	359	619	158	-	399	129	399	659
2014-12-14	酒仙网	869	609	699	359	619	158	-	499	129	369	679
2014-12-28	酒仙网	868	609	679	359	619	158	-	549	159	369	679
2015-01-18	酒仙网	868	609	699	359	619	149	-	499	129	399	659
2015-02-02	酒仙网	839	599	679	359	779	149	-	549	129	399	679
2015-02-15	酒仙网	859	599	679	359	680	149	-	459	169	399	679
2015-02-28	酒仙网	859	609	679	359	680	149	-	459	129	289	679
2015-03-14	酒仙网	859	609	679	359	680	149	-	399	129	289	679
2015-03-21	酒仙网	859	609	669	359	680	149	-	399	129	289	679

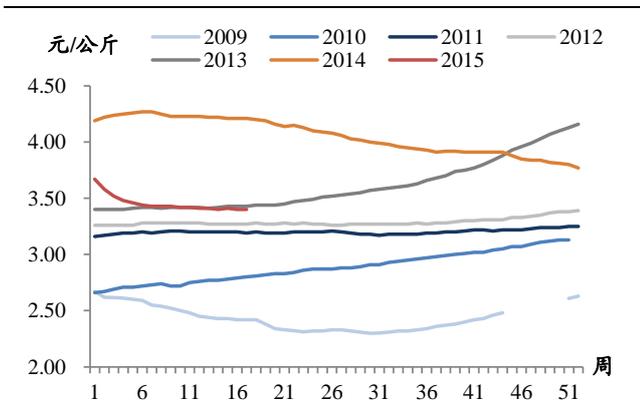
2015-03-28	酒仙网	859	609	669	359	680	159	-	399	129	289	679
2015-04-04	酒仙网	859	609	669	359	680	149	-	399	129	289	679
2015-04-12	酒仙网	843	609	669	359	680	170	-	399	129	289	679
2015-04-18	酒仙网	843	609	669	359	609	149	-	399	129	289	679
2015-04-25	酒仙网	798	599	669	359	609	149	-	399	129	289	679
2015-04-30	酒仙网	859	599	679	379	680	149	-	399	129	289	679
2015-05-10	酒仙网	843	599	679	359	609	149	-	399	129	289	679

数据来源：国泰君安证券研究。酒仙网洋河 42 度，梦之蓝为 52 M3，商超洋河 50 度+

4.2. 行业数据跟踪

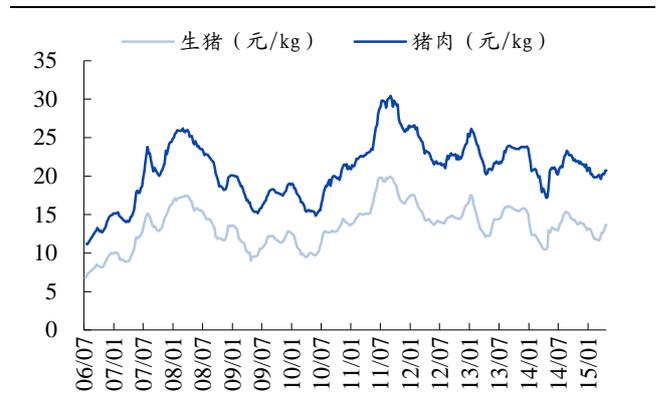
- **主产区生鲜乳价格环比不变：**截止至 4 月 29 日，主产区的原奶收购价格为 3.40 元/kg，同比下降 19.2%，环比不变。
- **全球全脂奶粉拍卖价格环比下降：**截止 5 月 5 日，全球全脂奶粉拍卖价格为 2386 美元/吨，环比下降 1.8%。
- **生猪价格环比上升：**截止至 4 月 30 日，生猪价格 13.67 元/kg，环比上升 0.5%、同比上升 5.2%，猪肉价格 20.75 元/kg，环比上升 0.1%、同比上升 12.1%。

图 5：主产区生鲜乳价格环比不变



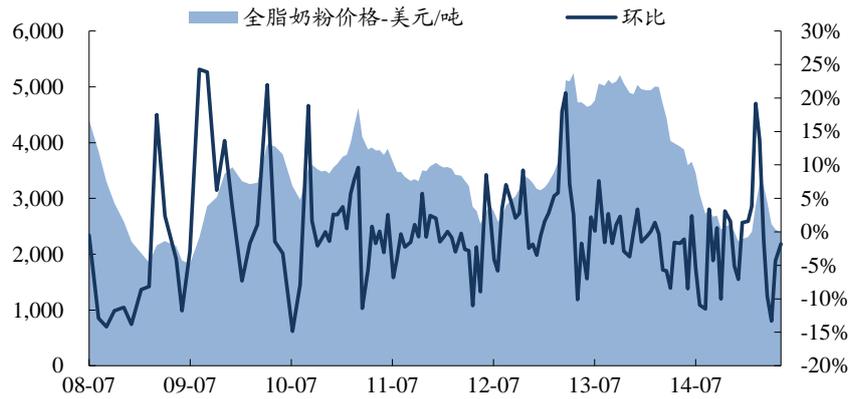
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 6：生猪价格环比上升



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 7：2015/5/5 全球全脂奶粉拍卖价格环比下降 1.8%



数据来源：GlobalDairyTrade，国泰君安证券研究

5. 行业新闻聚焦

- ☞ 王老吉“一罐一码”谋互联网平台入口
- ☞ 泸州老窖在香港设立公司布局海外市场
- ☞ 百威英博 2015 年一季度纯利 26.8 亿美元，增加 95.6%
- ☞ 光明食品集团证实将与良友集团联合重组

王老吉“一罐一码”谋互联网平台入口

5月10日，白云山（600332）公告，公司全资子公司广州王老吉大健康产业公司已在市场上投放实现“一罐一码”技术的新促销罐，并与腾讯等多家互联网企业合作，利用条形码联合培养用户生态圈。

当日下午，在被命名为“超吉+”平台战略的发布会上，王老吉方面称，在产品罐身上印制条形码引流，以王老吉罐身条形码为入口，一方面使王老吉得到对消费人群大数据收集和途径，另一方面也建构了基于移动互联网打造的互动和服务平台。该平台目前分为电商入口、内容通道和互动服务三大部分，包括京东、苏宁易购、优酷、爱奇艺企业该平台上已成为联盟伙伴。

王老吉方面描述，该建构在中国的快消行业尚属首例。王老吉方面回顾，2014年5月，王老吉利用与腾讯的关于移动世界杯竞猜项目的合作，取得了1800万人参与的成绩；2014年10月开始，王老吉与微信合作推出的扫描条形码新功能，利用王老吉罐身上的条形码为主要入口，制造了快消品行业的第一个互联网入口，未来还将以送红包等方式吸引用户流。

广州王老吉大健康产业公司副总经理赵敏描述，王老吉2014年大约售出了60亿罐，未来王老吉的罐身计划全面对外开放，成为互联网媒介，培育快消行业用户生态圈，

微信方面相关负责人在发布会上表示表示，王老吉是全球第一个与微信合作实现扫条形码的品牌，推出罐身扫条形码的数月里，日均参与

扫码互动接近 5000 人次。王老吉方面则形容，通过与微信等互联企业的合作，王老吉得以挖掘用户体验，了解客户需求。

(腾讯财经)

泸州老窖在香港设立公司布局海外市场

4月30日，泸州老窖在投资者关系互动平台上表示，公司已在香港设立窗口公司，布局海外市场。

泸州老窖表示，公司进一步完善产品体系，借助其它三家股东资源平台打造新的利润增长点，实现白酒行业内的全球化营销升级，引领中国白酒行业国际化营销变革时代到来。据泸州老窖董事局主席谢明透露，由于缺乏统一的规划及战略布局，目前公司每年的海外销售仅几千万元，香港公司的成立有望促进集团内部资源的进一步整合。“未来的3到5年，泸州老窖的海外收入突破10亿。”

(糖酒快讯)

百威英博 2015 年一季度纯利 26.8 亿美元，增加 95.6%

全球最大啤酒商百威英博 (AB InBev) 表示，透过衍生工具的得益推高 2015 年首季纯利从 2014 年同期的 13.7 亿美元，增至 26.8 亿美元，升幅接近一倍，有助抵销疲弱的美国需求，但强美元却导致收入从 106.1 亿美元，轻微降至 104.5 亿美元。

该啤酒厂在季内录得 7.57 亿美元的衍生工具得益。为了对冲派发予雇员的股份报酬，因而利用衍生工具。

不过，百威英博在美国以外的销售持续上升，尤其是中国、巴西和俄罗斯的需求强劲。

(中国国际啤酒网)

光明食品集团证实将与良友集团联合重组

上海国资委旗下两大食品集团上海光明食品集团 (以下简称“光明集团”) 与上海良友集团 (以下简称“良友集团”) 联合重组一事昨日终于得到了官方确认，不过重组的具体方案和细节目前尚未披露。此外，在昨日两大集团的联合重组工作会上，还确定了董勤担任光明集团总裁、党委副书记。

光明集团是集现代农业、食品加工制造、食品分销为一体，具有完整食品产业链的综合食品集团，2014 年营业收入超过 1200 亿元。而良友集团则是上海最大的从事粮食经营的国有企业集团，承担政府委托或指定的职能，为保障上海粮食安全和供给稳定服务。

业内人士分析认为，由于这两大集团在产业布局和业务上有一定的重合，均涉足粮油领域，因此重组完成后有利于最大程度地发挥协同效应，成为上海最大的粮油供应集团。而从行业整合背景来看，两大集团的整合也符合上海国资委国企改革提出的要求。另有分析人士指出，此次联合重组最主要是借助光明集团推动良友集团的市场化改革，相对而言，良友集团市场化程度较低，且目前旗下还没有一家上市公司。

对于光明集团而言，根据其战略发展规划，未来8+2板块中，每个板块有一家A股上市公司。尽管其目前已经拥有了4家上市公司，但旗下仍然有大量非上市资产，通过与良友集团的资产重组，或将推动这些板块的上市。”上述分析人士表示。

(糖酒快讯)

6. 附录：盈利预测表及周报观点回顾

表 4: 重点公司盈利预测表

截止日期	总市值 (亿元)	EPS			CAGR 2013-15	PE			PEG	PS			评级
		13A	14A	15E		13A	14A	15E		13A	14A	15E	
2015/5/10													
贵州茅台	2,903	13.25	13.44	14.29	7%	19	19	18	2.6	9.4	9.2	8.9	增持
泸州老窖	336	2.45	0.63	1.32	56%	10	38	18	0.3	3.2	6.3	4.3	增持
洋河股份	977	4.65	4.19	4.79	13%	20	22	19	1.4	6.5	6.7	5.9	增持
山西汾酒	195	1.11	0.41	0.52	21%	20	55	43	2.1	3.2	5.0	4.3	谨慎增持
古井贡酒	182	1.24	1.19	1.36	12%	29	30	27	2.3	4.0	3.9	3.4	增持
沱牌舍得	83	0.03	0.04	0.05	71%	707	621	489	6.9	5.9	5.8	5.6	增持
伊利股份	1,123	1.04	1.35	1.82	26%	35	27	20	0.8	2.4	2.1	1.8	增持
光明乳业	244	0.33	0.46	0.59	27%	60	43	33	1.2	1.5	1.2	1.0	增持
贝因美	200	0.71	0.07	0.99	340%	28	291	20	0.1	3.3	4.0	2.1	增持
青岛啤酒	596	1.46	1.47	1.50	7%	30	30	29	4.1	2.1	2.1	2.0	谨慎增持
汤臣倍健	307	0.58	0.69	0.84	21%	73	61	50	2.4	20.7	18.0	15.0	增持
海天味业	880	2.26	1.40	0.94	20%	55	42	35	1.7	10.5	9.0	7.7	增持
中炬高新	173	0.27	0.36	0.44	25%	81	60	49	2.0	7.5	6.6	5.5	增持
涪陵榨菜	62	0.70	0.66	0.75	16%	44	47	41	2.5	7.3	6.8	5.8	增持
恒顺醋业	78	0.13	0.25	0.58	69%	200	105	45	0.6	7.0	6.5	5.4	增持
加加食品	70	0.35	0.29	0.39	30%	43	53	39	1.3	4.2	4.2	3.7	增持
双汇发展	830	1.75	1.84	2.11	17%	22	21	18	1.1	1.8	1.8	1.6	增持
煌上煌	47	0.96	0.78	1.22	36%	39	48	31	0.9	5.3	4.8	3.7	增持
金枫酒业	66	0.23	0.14	0.25	40%	56	92	52	1.3	6.4	7.0	5.6	增持
好想你	41	0.69	0.36	0.43	24%	40	77	65	2.7	4.5	4.2	3.7	增持
三全食品	122	0.15	0.10	0.16	63%	103	151	96	1.5	3.4	3.0	2.5	增持
白云山	451	0.76	0.92	1.30	36%	46	38	27	0.7	2.6	2.4	2.0	增持
承德露露	129	0.67	0.88	0.98	11%	39	29	26	2.3	4.9	4.8	4.2	增持
南方食品	65	0.13	0.20	0.49	85%	157	104	42	0.5	5.0	4.3	3.3	增持
双塔食品	162	0.22	0.29	0.50	67%	143	109	64	1.0	21.7	15.2	15.5	增持

安琪酵母	83	0.44	0.45	0.65	37%	56	56	38	1.0	2.6	2.3	1.9	增持
------	----	------	------	------	-----	----	----	----	-----	-----	-----	-----	----

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

1、 周报 156 期《险资举牌中炬高新，为行业补涨行情空中加油》 2015/4/26

继海天味业市值一度突破千亿后，前海人寿对我们持续重点推荐的中炬高新举牌，有望完善公司治理及推动公司加速成长，并进一步点燃调味品乃至整体行业投资热情。

2、 周报 155 期《行业攻守相宜，迎来补涨机遇》2015/4/20

在监管层政策频繁导致市场波动加剧的背景下，滞涨、且季报亮丽可期的食品饮料行业具有较强的确定性，攻守相宜，有望迎来补涨机遇。

3、 周报 154 期《海天味业有望打开大众食品的市值空间》2015/4/14

海天味业市值突破千亿后，有望打开调味品行业乃至整体大众食品的市值空间。此外建议从低估值、基本面改善、稀缺性三维度挖掘港股食品股投资机遇。

4、 周报 153 期《龙头继续起防御价值，关注港股食品股机遇》2015/4/9

市场风格再平衡下，价值股配置价值有所提升，食品饮料龙头存在补涨机会。此外近期港股升温，部分港股食品公司相对 A 股折价明显，关注港股食品股的投资机遇。

5、 周报 152 期《市场风格再平衡下，关注龙头补涨机会》2015/3/31

市场风格再平衡下，价值股配置价值有所提升，食品饮料龙头存在补涨机会，仍重点推荐伊利股份、白云山，春季糖酒会白酒调研信息偏正面，预计一季报前无忧。

6、 周报 151 期《龙头有望迎来价值修复，主题机会仍精彩纷呈》 2015/3/23

增量资金推动市场连创新高，低涨幅、低估值的食品饮料存补涨需求，预计部分龙头一季报靓丽，提供补涨的基本面基础；另外关注改革、外延及创新的主题弹性品种。

7、 双周报 150 期《315 不确定性消除，国企改革主题再升温》2015/3/16

315 晚会不涉及食品饮料公司，压制行业短期投资情绪的因素消除。乳品、调味品、白酒等行业龙头一季报值得期待，国企改革、模式创新等主题性机会有望持续升温。

8、 双周报第 149 期《春节白酒销售改善，仍看好估值修复》2015/3/2

降息对行业基本面中性，有望提升行业估值。受益于春节延后，白酒及部分大众品龙头春节销售情况良好，一季报改善值得期待，继续看好白酒及大众品龙头估值修复。

9、 双周报第 148 期《存量博弈下配置价值凸显，新增重点推荐泸州老窖》2015/2/17

存量博弈格局下食品饮料板块配置价值凸显，继续看好估值修复，关注

成长性较高的子品类及模式创新的公司。泸州老窖基本面底部渐已明朗，作重点推荐。

**10、双周报第 147 期《守候估值修复，关注成长品类及模式创新》
2015/2/3**

近期市场波动加大，低估值，低涨幅的食品饮料行业防御价值较强，继续推荐大众品龙头公司，积极关注仍具有较强成长性的细分行业及模式创新的公司。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		