

纺织服装业/可选消费品

奥康国际 (603001)

渠道调整逐渐到位，斯凯奇表现可期

——奥康国际更新报告

	吕明 (分析师)	郭彬 (研究助理)	姚咏絮 (研究助理)
	0755-23976166	021-38674929	021-38676520
	lvming@gtjas.com	guobin@gtjas.com	yaoyongxu@gtjas.com
证书编号	S0880514080005	S0880116080148	S0880116030030

本报告导读：

公司主业渠道结构调整逐渐到位，存品牌并购预期，未来代理运动品牌斯凯奇将为公司带来增长点，新股东入股兰亭集势后，业绩有望触底，“增持”评级。

投资要点：

- **维持“增持”评级。**公司前期渠道调整逐步到位，运动品牌斯凯奇明年布局速度加快。考虑到 16-17 年部分店面关闭影响收入；斯凯奇渠道前期拓展尚不能盈利，我们下调公司 2016-18 年 EPS 预测为 0.94/1.06/1.34 元（原预测 2016-17 年 EPS 0.96/1.17 元）。给予 2017 年 30 倍 PE，下调目标价至 31.80 元。
- **传统主业渠道结构调整逐渐到位，预计 2018 年主业收入增长较快，存品牌外延预期。**1) 街边店：用国际馆和休闲馆替代原来的小店，预计销售额占比约 70% 的街边店渠道不再会大幅关店，升级后的大店坪效会大幅提升。2) 购物中心：预计 2017 年开始国际馆、休闲馆或更大规模的集合店会大举进驻购物中心。3) 品牌：公司的品牌外延包括现有品牌在不同价格带的外延，也包括外部品牌并购预期。
- **斯凯奇进入渠道布局高峰期，2017 年为上量年，预计 2018 年增厚盈利。**1) 预计 2016 年斯凯奇新开店逾 120 家，2017 年开店或提速，预计三年后可开到 1000 家。2) 预计斯凯奇新店月盈亏平衡点在 8-12 个月左右，成熟后毛利率逾 40%，预计 2018 年开始增厚盈利。
- **新股东武汉浔尔入股兰亭集势，业绩触底可期。**跨境出口电商行业仍处爆发增长期，行业龙头公司除了兰亭集势均业绩靓丽，我们认为其管理问题是主因。随着新股东进入，公司管理水平有望提升，预计兰亭集势未来业绩向上弹性较大。

风险提示：产品滞销风险；业务整合风险；兰亭集势盈利风险。

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,965	3,319	3,205	3,560	4,213
(+/-)%	6%	12%	-3%	11%	18%
经营利润 (EBIT)	395	413	450	499	641
(+/-)%	7%	4%	9%	11%	28%
净利润	258	390	378	427	539
(+/-)%	-6%	51%	-3%	13%	26%
每股净收益 (元)	0.64	0.97	0.94	1.06	1.34
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	13.3%	12.4%	14.0%	14.0%	15.2%
净资产收益率 (%)	6.6%	9.6%	8.6%	9.0%	10.4%
投入资本回报率 (%)	10.2%	12.8%	18.2%	23.1%	22.2%
EV/EBITDA	14.4	14.9	15.5	12.7	10.0
市盈率	36.8	24.3	25.1	22.3	17.6
股息率 (%)	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：31.80

上次预测：40.94

当前价格：23.68

2016.12.27

交易数据

52 周内股价区间 (元)	18.50-38.29
总市值 (百万元)	9,495
总股本/流通 A 股 (百万股)	401/401
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	616.67
日均成交值 (百万元)	143.61

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,046
每股净资产	10.09
市净率	2.3
净负债率	-15.78%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	0.27	0.27
Q2	0.27	0.27
Q3	0.13	0.10
Q4	0.30	0.30
全年	0.97	0.94

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	5%	12%	-35%
相对指数	9%	10%	-20%

相关报告

《渠道优化稳增长，体育谱写新篇章》
2015.11.25

模型更新时间: 2016.12.26

股票研究

可选消费品

纺织服装业

奥康国际 (603001)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 31.80

上次预测: 40.94

当前价格: 23.68

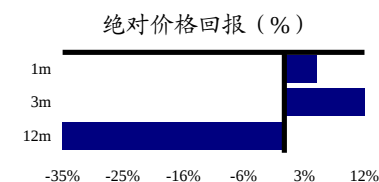
公司网址

www.aokang.com

公司简介

公司是中国领先的零售服务运营商,经过多年的发展,现已成为中国最大的民营制鞋企业之一,是北京 2008 年奥运会皮具产品供应商。

企业连续四年位列中国工业行业效益十佳企业第一位。



52 周价格范围

18.50-38.29

市值 (百万)

9,495

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

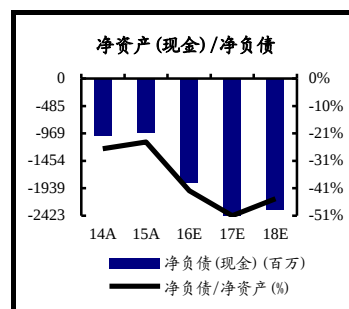
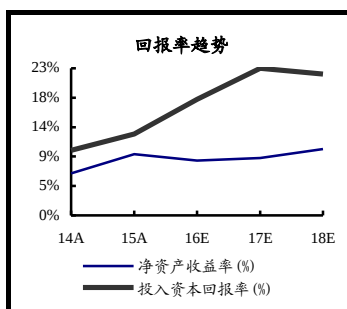
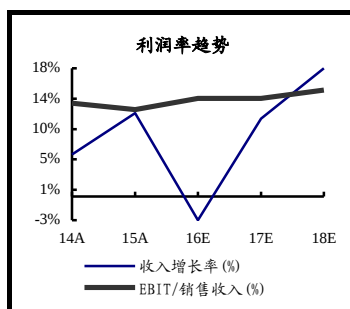
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,965	3,319	3,205	3,560	4,213
营业成本	1,913	2,200	2,073	2,304	2,676
税金及附加	19	23	22	25	29
销售费用	426	414	400	444	525
管理费用	212	269	260	289	342
EBIT	395	413	450	499	641
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	28	12	12	12	12
财务费用	-16	-14	-11	-26	-31
营业利润	328	489	473	537	684
所得税	92	121	117	133	167
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	258	390	378	427	539
货币资金、交易性金融资产	1,021	1,332	2,203	2,791	2,698
其他流动资产	564	868	0	0	0
长期投资	7	654	654	654	654
固定资产合计	430	467	461	439	403
无形资产及其他资产	340	385	372	360	347
资产合计	4,739	5,645	5,635	6,514	6,769
流动负债	849	1,194	885	1,416	1,209
非流动负债	0	364	365	367	370
股东权益	3,890	4,080	4,377	4,724	5,182
投入资本(IC)	2,862	2,459	1,886	1,646	2,200
NOPLAT	291	315	343	381	489
折旧与摊销	195	158	44	59	74
流动资金增量	-348	757	-470	205	-603
资本支出	-144	-220	-3	-3	-3
自由现金流	-6	1,010	-86	642	-43
经营现金流	146	1,300	886	682	1
投资现金流	-246	-1,192	9	9	9
融资现金流	-101	-222	-24	-104	-103
现金流净增加额	-202	-115	871	588	-93
收入增长率	6.0%	11.9%	-3.4%	11.1%	18.3%
EBIT 增长率	6.6%	4.5%	9.0%	10.8%	28.4%
净利润增长率	-5.8%	51.1%	-3.1%	12.9%	26.3%
利润率					
毛利率	35.5%	33.7%	35.3%	35.3%	36.5%
EBIT 率	13.3%	12.4%	14.0%	14.0%	15.2%
净利率	8.7%	11.8%	11.8%	12.0%	12.8%
净资产收益率(ROE)	6.6%	9.6%	8.6%	9.0%	10.4%
总资产收益率(ROA)	5.4%	6.9%	6.7%	6.6%	8.0%
投入资本回报率(ROIC)	10.2%	12.8%	18.2%	23.1%	22.2%
存货周转天数	163	149	149	149	149
应收账款周转天数	132	104	104	104	104
总资产周转天数	586	571	642	623	575
净利润现金含量	0.56	3.33	2.35	1.60	0.00
资本支出/收入	5%	7%	0%	0%	0%
资产负债率	17.9%	27.6%	22.2%	27.4%	23.3%
净负债率	-26.2%	-23.7%	-42.0%	-51.3%	-44.9%
PE	36.8	24.3	25.1	22.3	17.6
PB	2.4	2.3	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	14.4	14.9	15.5	12.7	10.0
P/S	3.2	2.9	3.0	2.7	2.3
股息率	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%



目 录

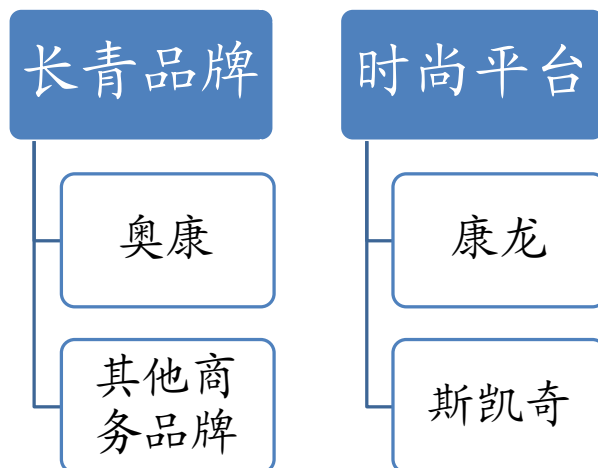
1. 传统主业：品牌定位清晰，渠道结构调整逐渐到位	4
2. 斯凯奇：2017 是上量年，净利润贡献期待 2018 年	5
3. 兰亭集势：新股东武汉卓尔入股，预计业绩触底	7
4. 员工持股计划：预计 2017 年实施完成	7
5. 盈利预测与估值	8
6. 风险提示	9

1. 传统主业：品牌定位清晰，渠道结构调整逐渐到位

公司品牌体系定位逐步清晰，未来构建“长青品牌+时尚平台”，存品牌并购预期。随着近年来的经营和摸索，公司逐步确立了“长青品牌和时尚平台”的品牌体系，实施品牌战略、商企战略、渠道战略、零售战略、供应链战略，推动公司转型升级。

- **长青品牌**（未来渠道主要为国际馆）：指以奥康为主的商务品牌。主要是公司传统经典品牌奥康皮鞋，其价格定位在 500-600 元，也有 1000 元以上的产品。我们认为长青品牌体系下，其产品未来价格带有望扩展至 600-1000 元，考虑到孵化高端皮鞋品牌较难，我们认为高端品牌方面有一定的外延预期。
- **时尚平台**（未来渠道主要为休闲馆和时尚运动类单品牌店铺）：主要是以康龙、斯凯奇等商务休闲、运动品牌为主，康龙是自有品牌，主打户外休闲商务，斯凯奇是运动品牌为主，时尚平台基于未来发展壮大存品牌并购预期。

图 1：品牌定位逐渐清晰，未来构建“长青品牌+时尚平台”

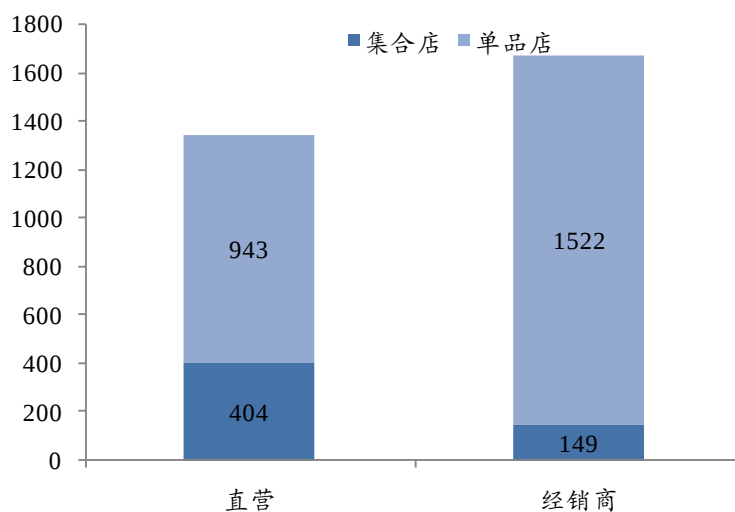


数据来源：国泰君安证券研究

主业销售结构调研逐渐到位，打造“集合店+国际馆+休闲馆”体系。预计 2017 年主业收入可有高单位数增长。

- 截至 2016H1，公司共有 3018 家线下店，其中直营 1347 家（集合店 404 家，单品店 943 家），经销商 1671 家（集合店 149 家，单品店 1522 家）。2016H1，公司新增国际馆 117 家，休闲馆 24 家。
- **街边店**：两年开始调整，用国际馆和休闲馆替代原来的小店，预计公司销售额占比约 70% 的街边店渠道不再会大幅关店，升级后的大店平效会大幅提升。
- **购物中心**：预计 2017 年开始国际馆、休闲馆或更大规模的集合店会大举进驻购物中心，完善渠道布局。

图 2: 公司渠道结构, 单品店占比较高



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

电商渠道稳步发力, 未来打通线上线下。公司此前线上渠道主要是为了清库存, 未来电商策略是线上线下同款价, 并打通线上线下。消费者在线上下单, 由最近的门店发货, 能提高消费的体验, 时效性高, 能提供统一的售后服务, 并且能降低物流成本和减少电商渠道库存, 现在已经打通 500-600 家店。未来线上渠道中唯品会主要定位为清库存。我们预计 2016 年电商渠道销售额增长将超过 30%。

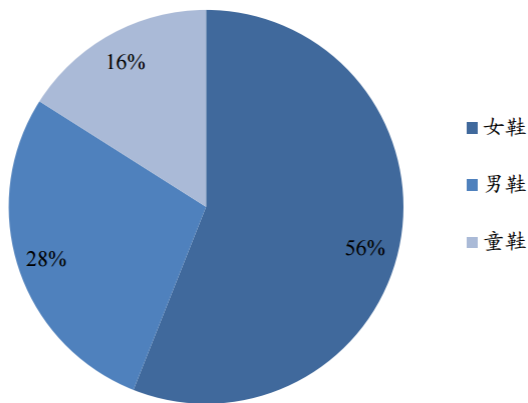
2. 斯凯奇: 2017 是上量年, 净利润贡献期待 2018 年

2015 年 8 月, 奥康国际与广州凯捷签署战略框架合作协议, 计划在中国用五年时间新开 1000 家斯凯奇品牌专卖店。

斯凯奇是美国知名的运动鞋企业, 定位于年轻、时尚、有活力的消费群体, 旗下拥有“Skechers”、“Mark Nason”、“Marc Echo”和“Zoo York”等四个品牌, 产品包含男鞋、女鞋、童鞋等品类。

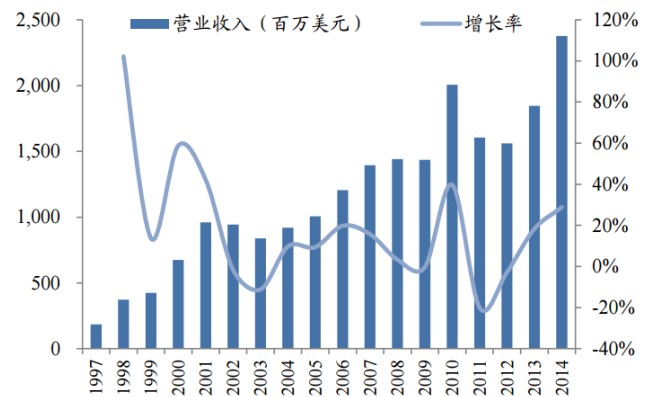
斯凯奇品牌特色显著, 引入中国市场发展可期。斯凯奇品牌诞生于 1992 年的加州, 2016 年斯凯奇超过了阿迪达斯, 成为美国第二大运动鞋品牌, 其品牌特色是充满时尚与活力元素, 受专业运动爱好者喜爱。2015 年年报斯凯奇营收规模达到 31.5 亿美元 (+28.77%), 净利润 2.32 亿美元 (+67.07%), 是北美发展速度最快的鞋类品牌。斯凯奇品牌目前在中国渠道渗透率较低, 门店数量约 1100 家左右, 与同类品牌水平相差较大(阿迪达斯 8000 家, 耐克近 7000 家), 且依托其清晰的品牌特色和年轻群体的喜爱, 我们认为斯凯奇在中国未来发展空间较大。

图 1: 斯凯奇品牌营收中女鞋占比较高



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 2: 斯凯奇营收规模持续攀升



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

斯凯奇渠道将继续扩张, 2017 年为上量年, 2018 年增厚利润。2015 年公司斯凯奇品牌开 16 家店, 预计 2016 年新开店 120 家左右, 预计 2017 年全年新开店会提速, 未来有望开到 1000 家, 店重点区域在二到四线城市为主。2017 年仍以上量为主, 销售端有所贡献, 预计 2016 年公司代理斯凯奇终端零售额不到 1 亿。

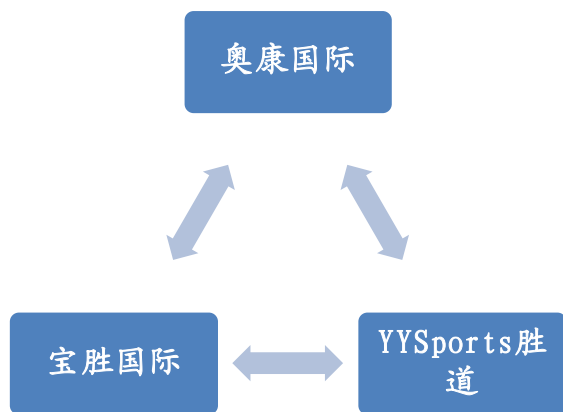
斯凯奇品牌渠道主要以购物中心店为主, 预计 2017 年推出针对二三线和街边店市场的产品。目前斯凯奇店 130 家左右, 以购物中心为主, 街边店 10%左右, 其中约有 20%是公司发展的加盟商开的店。前期侧重购物中心店有利于树立品牌形象, 为未来在街边店开店打下好基础。预计 2017 年逐渐推出二三线和街边店产品。

经销商各有区域侧重, 代理商之间不会有太大冲突。斯凯奇中国共有两大代理商分别为奥康、宝胜 (宝胜和 YY 隶属同一集团公司)。不同代理商区域性上各有侧重: 奥康 (侧重华南)、宝胜 (侧重华东, 华北, 江苏为代表)。奥康主要侧重华南区域, 包括浙江、湖南、湖北、广东、福建、江西、广西等。斯凯奇总代理商的报店制度等管理措施, 使各代理商之间不会有太大冲突。

斯凯奇单店成本较低, 渠道易于铺开。斯凯奇店铺装修简单, 成本较低, 以购物中心店为例, 除基本的租金成本外, 购物中心店平均装修成本 1000 块/平; 人工成本方面, 每个店人工约 5-8 个人。综合来看, 在同类品牌中, 开店成本处于相对较低水平, 有利于其渠道店面的快速铺开。我们预计斯凯奇购物中心店的租售比在 25%以上。

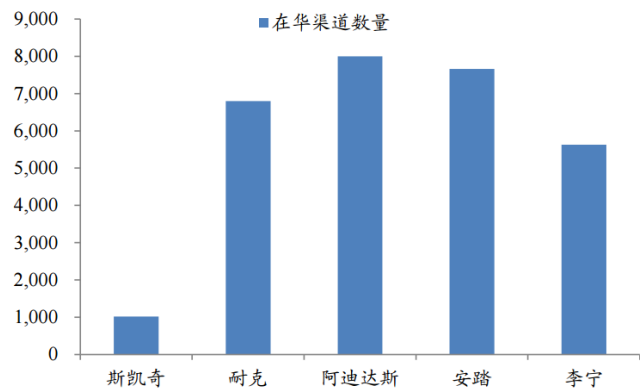
斯凯奇品牌盈利能力较强, 月盈利平衡点约 8-12 个月。斯凯奇成熟门店的毛利率在 40%以上, 高于奥康主品牌毛利率。预计 2016 年代理斯凯奇微亏近盈亏平衡, 预计店铺都成熟后, 净利率也会超过奥康自有品牌。据我们草根调研了解到, 购物中心的店面积一般在 100-200 平左右, 平效在 2 万/年左右, 预计 2018 年成熟的门店至少有 150 家左右, 会开始增厚奥康盈利。

图 3: 斯凯奇中国本土两大代理商 (宝胜和 YY 隶属同一集团公司)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 4: 斯凯奇在华渠道数远低于同类、空间较大



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

3. 兰亭集势: 新股东武汉卓尔入股, 预计业绩触底

新股东加强管控, 预计兰亭集势业绩触底。2016年3月武汉卓尔集团入股兰亭集势成为第一大股东, 奥康退为第二大股东。截至2016年前三季度财报显示, 兰亭集势净营收为6440万美元, 同比下滑8.3%; 净亏损为230万美元, 相比去年同期的净亏损为860万美元亏损有所收窄, 武汉卓尔入股后, 预计会联合奥康对管理层提出更好建议, 我们预计兰亭集势业绩即将触底。

SKU 过多、研发费用大等管理问题是兰亭集势的问题症结。目前兰亭集势的SKU数量超过了100万, 产品品类的丰富带来了管理上的问题和质量把控方面的困难。另一方面, 截止2016年第三季度, 公司研发投入费用约为310万美元, 居高不下, 占比相对同行业公司较高。奥康对兰亭的管理层面, 主要通过奥康在兰亭集势的两位董事。预计未来会加强对管理层经营建议, 逐步解决兰亭经营方面的问题。

跨境出口电商行业仍处在爆发增长期, 兰亭集势未来业绩弹性可期。2015年, 我国出口跨境电商交易规模为4.5万亿元, 同比增长26%。未来行业空间依然广阔。截至2016年前三季度, 兰亭集势营收规模达13亿, 仍为跨境出口行业龙头, 随着管理水平的提升和行业经营模式的规范, 我们认为其未来业绩向上弹性巨大。

4. 员工持股计划: 预计2017年实施完成

员工持股计划2017年到期, 预计剩余部分将于2017年实施完成。2014年公司员工持股计划实行, 2014年12月13日, 完成公司员工持股购买, 累计购买1662.5万股, 占总股本4.15%; 购买均价15.38元/股 (截至2016年12月23日, 股价23.68元/股), 购买金额2.5亿。

根据员工持股计划安排, 三年内按不同比例予以考核。(按现价计算市

值约为 1.18 亿、1.57 亿元)

5. 盈利预测与估值

我们提出假设如下:

- 公司继续铺设国际馆, 增加自营渠道, 适度调整渠道, 未来斯凯奇渠道继续扩张;
- 公司积极扩充品类, 提升店面展示和产品营销水平, 单店收入持续增长;
- 未来 OEM/ODM 业务保持稳定。

与上次预测相比, 考虑到 2016-2017 年渠道调整, 部分店面关闭影响收入; 斯凯奇渠道前期拓展尚不能盈利, 对业绩有一定影响。基于上述因素, 我们对公司未来的盈利预测有所下调:

表 1: 公司基本财务数据预测

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	2,796	2,965	3,319	3,205	3,560	4,213
增长率	-19.1%	6.0%	11.9%	-3.4%	11.1%	18.3%
营业成本	-1,677	-1,913	-2,200	-2,073	-2,304	-2,676
%销售收入	60.0%	64.5%	66.3%	64.7%	64.7%	63.5%
毛利	1,119	1,052	1,119	1,132	1,256	1,537
%销售收入	40.0%	35.5%	33.7%	35.3%	35.3%	36.5%
营业利润	362	328	489	473	537	684
营业利润率	12.9%	11.1%	14.7%	14.8%	15.1%	16.2%
净利润	274	258	390	378	426	538

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 2: 可比公司估值水平对比

证券代码	公司	EPS			ROE (2015 年报)	每股净 资产	最新收 盘价	PE			PB
		2015A	2016E	2017E				2015A	2016E	2017E	
603116.SH	红蜻蜓	0.79	0.83	0.90	10.19	7.20	22.70	28.73	27.28	25.12	2.98
603608.SH	天创时尚	0.50	0.38	0.44	12.28	4.04	23.61	46.56	61.26	53.21	4.36
603958.SH	哈森股份	0.73	0.53	0.55	18.59	3.93	30.67	42.60	58.99	56.92	5.91
	行业平均	0.52	0.45	0.51	10.57	4.93	——	39.29	49.17	45.08	4.41
603001.SH	奥康国际	0.97	0.94	1.03	9.55	10.19	23.34	24.33	25.19	22.99	2.35

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究; 最新收盘价日期为 2016 年 12 月 26 日

相对估值法: 我们下调公司 2016-18 年 EPS 预测至 0.94/1.06/1.34 元 (原预测 2016-18 年 EPS 0.96/1.17 元)。按照行业可比公司天创时尚、哈森股份及红蜻蜓的估值水平, 考虑到天创时尚和哈森股份为次新股, 估值存在一定溢价, 基于谨慎原则, 给予奥康国际 2017 年 30 倍 PE, 下调目标价至 31.80 元。

6. 风险提示

产品滞销风险：鞋类企业库存水平较高，如果市场环境恶化导致鞋类滞销，公司的业绩将受到影响。

业务整合风险：公司取得斯凯奇在中国部分地区的代理权，未来渠道扩张的过程中可能与原有经销商产生冲突，从而影响运动鞋的收入水平。

兰亭集势盈利风险：目前兰亭集势尚未实现盈利，而跨境电子商务市场竞争激烈，未来如果兰亭集势仍然持续亏损，公司的股权投资将遭受损失，业绩会受影响。

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作为作出投资决策的唯一参考因素，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，需在允许的范围内使用，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

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。

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。

	评级	说明
股票投资评级	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
行业投资评级	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

国泰君安证券研究所

	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		