

业务协同程度高 开启千亿征程

——厦门国贸（600755）调研简报

报告摘要：

全年业绩高增长。依据当前业务规模和增速进行预测，我们认为公司 2016 年营收或达到 900 亿，奠定了公司营收规模增长超 40% 的坚实基础，同时归母净利润有望保持当前趋势，全年同比增速有望近 70%。我们认为今年的好业绩主要来源于两个方面：

- 地产业务受益于自 15 年中开始的行情，今年有部分项目进入结算周期，将大幅提升公司的盈利水平；
- 大宗商品价格反转，供应链业务板块营收增速超过 50%，同时与供应链伴生的金融板块营收增长也非常迅速，利好公司业绩大增。

期限结合产生的跨周期盈利模式。公司近几年在大宗市场上的份额是不断提升的，伴随着产业规模的扩张，是对利率、汇率、资源等管理能力的升级，使公司能够通过期现结合的方式跨越牛熊均能取得良好的收益。

三大业务板块协同程度高。公司主营业务的框架是“供应链+地产+金融”，供应链和地产营收比例为 9: 0.6: 0.4，发展格局是：供应链营收贡献较大，地产利润贡献较大，金融增速较快。三大业务板块形成有效协同发展模式：

- 首先，从大宗商品现货和期货的买卖，到供应链金融和理财等需求，整个供应链板块和金融板块已经形成了较强的共生；
- 其次，提供盈利能力巨大支撑的房地产业务，天然与金融业务密不可分，金融+地产业是对行业主流趋势的跟随，也是对未来业务共成长的判断；
- 最后，供应链板块巨大的现金流与地产业务的强盈利能力形成了流动性和盈利性两方的互补，且两者的相互作用真正实现了力量上的匹配。

公司盈利预测及投资评级。公司是厦门区域供应链和地产领域龙头企业，随着产业规模扩张和业务模式清晰，看好公司在供应链领域形成的“期现结合”的跨周期盈利能力。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.85/0.96/1.23 元，对应 PE 分别为 10.11/8.96/6.99 倍，给予公司“强烈推荐”评级。

风险提示：地产销售不及预期、大宗商业价格大跌、政策调控风险

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	55,287.8	64,219.8	91,481.2	105,505.	121,004.
增长率(%)	12.67%	16.16%	42.45%	15.33%	14.69%
净利润(百万元)	849.03	650.50	1,412.63	1,594.06	2,043.57
增长率(%)	117.16%	12.84%	117.16%	12.84%	28.20%
净资产收益率(%)	11.45%	8.19%	15.49%	15.19%	16.68%
每股收益(元)	0.57	0.39	0.85	0.96	1.23
PE	15.05	22.00	10.11	8.96	6.99
PB	1.93	1.80	1.57	1.36	1.17

2017 年 01 月 13 日

强烈推荐/维持

厦门国贸

调研简报

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

联系人：梁小翠

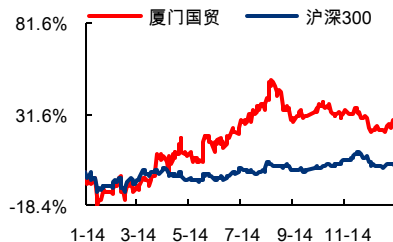
010-66554023

liangxc@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间(元)	8.29-6.61
总市值(亿元)	137.99
流通市值(亿元)	137.99
总股本/流通 A 股(万股)	166451/166451
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	1.56

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 《厦门国贸（600755）2015 年年报点评：稳中求进谋转型跨界创新促升级》2016-04-25
- 《厦门国贸（600755）：收入增长强势，自贸区推升估值》2014-10-31
- 《厦门国贸（600755）：收入保持较好增长，行业地位提升》2014-08-28
- 《厦门国贸（600755）：进军能源，公司产业集群走向新兴产业》2014-07-29

目录

1.公司保持快速发展态势	3
1.1 各业务板块协同程度高	3
1.2 全年业绩高增长	4
1.3 大股东实力雄厚	5
2.公司三大核心竞争力	6
2.1 期现结合产生的跨周期盈利模式	6
2.2 土地储备充足确保强盈利能力	7
2.3 金融服务站在巨人肩膀上	8
3.盈利预测及估值	8
4.风险提示	9

表格目录

表 1: 厦门市场 2016 年销售排行榜	4
表 2: 大股东 2016 年融资情况	6
表 3: 同类型上市公司市盈率比较（元/股）	9
表 4: 公司盈利预测表	10

插图目录

图 1:公司“大宗+地产+金融”业务发展脉络	3
图 2:公司三大板块业务形成巨大协同效应	3
图 3:营收总额及同比增速	5
图 4:归母净利润及同比增速	5
图 5:房地产营收、同比增速及毛利率	5
图 6: 供应链营收、同比增速及毛利率	5
图 7:控股股东厦门国贸控股控股、参股的公司	5
图 8: 公司近几年销售额、销售面积和地产行业利润贡献率	7
图 9:近 5 年公司土地储备情况	7

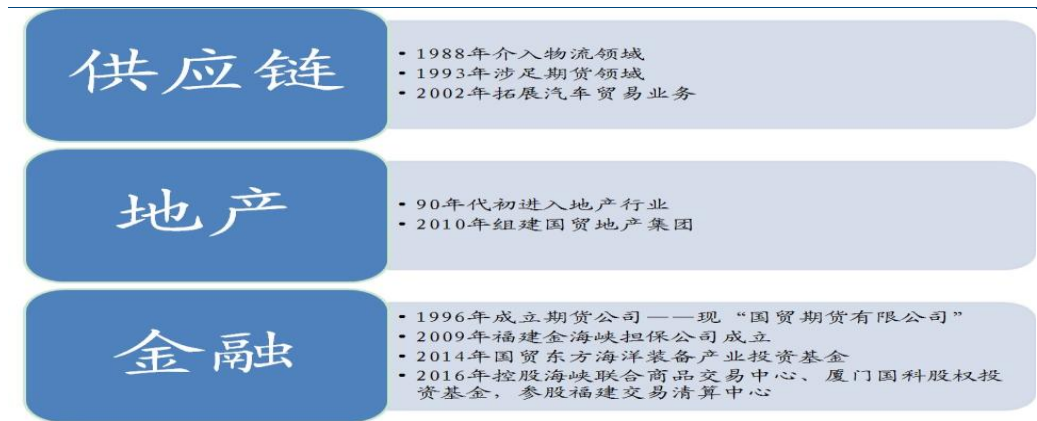
1. 公司保持快速发展态势

公司于1990年成立，1996年于上交所上市。控股股东为厦门国贸控股，截止2016年3季度持股比例为33.28%（包含直接持股32.85%+间接持股0.43%），实际控制人为厦门市国资委。

1.1 各业务板块协同程度高

从公司的发展思路来看，主要沿着“供应链—地产—金融”这一脉络进行延伸，具体来看，公司以外贸作为最初业务领域，后入物流领域，根据供应链行业现金流充裕的情况拓展了地产业务作为另一主业，后随着套期保值需求的增长拓展至期货领域，并以此为基础，开拓了金融板块作为第三大主业。

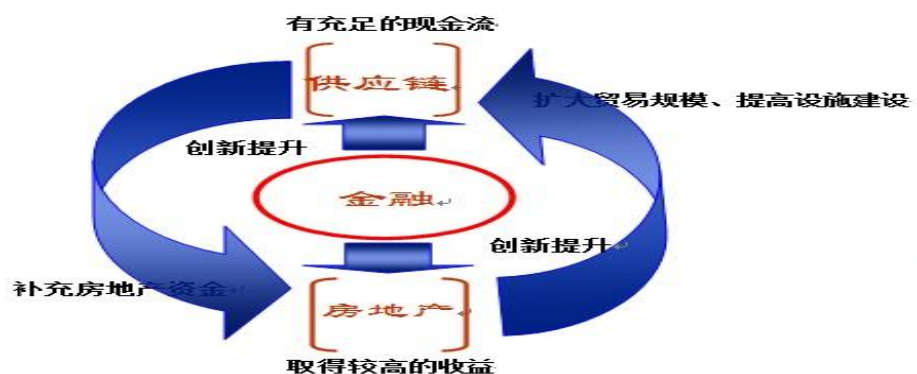
图1:公司“大宗+地产+金融”业务发展脉络



资料来源：东兴证券研究所

公司主营业务的框架是“供应链+地产+金融”，供应链和地产营收比例为9:0.6:0.4，目前的发展格局是：供应链营收贡献较大，地产利润贡献较大，金融增速较快。

图2:公司三大板块业务形成巨大协同效应



资料来源：东兴证券研究所

我们认为，就当前公司发展的业务格局来看，已经形成了如下业务链条：

- ◆ 首先,从大宗商品现货和期货的买卖,到供应链金融和理财等需求,整个供应链板块和金融板块已经形成了较强的共生;
- ◆ 其次,提供盈利能力巨大支撑的房地产业务,天然与金融业务密不可分,金融+房地产业务不仅是对行业主流趋势的跟随,也是对未来业务共同成长的判断;
- ◆ 最后,供应链板块巨大的现金流与房地产业务的强盈利能力形成了流动性和盈利性两方的互补,且两者的相互作用真正实现了力量上的匹配。

总体来看,公司各项业务协同程度非常高,集中体现为贸易的市场份额不断提升,金融业务发展迅速,地产的区域知名度快速提升。

表 1: 厦门市场 2016 年销售排行榜

企业名称	在售项目	销售套数(套)	销售面积(m ²)	销售金额(万元)
建发房地产集团有限公司	5	1401	136484	510927.43
厦门国贸集团股份有限公司	7	3279	241224	381219.56
泰禾集团股份有限公司	2	1050	100886	302963.75
中国恒大集团	1	828	98157	254414.8
万科企业股份有限公司	5	2028	122774	242209.77
厦门住宅建设集团有限公司	7	1589	122804	225344.08
世茂房地产控股有限公司	3	1363	119810	214824.71
保利房地产(集团)股份有限公司	2	1007	91557	214016.99
信和(厦门)房地产发展有限公司	1	264	26962	140085.1
北京首都开发股份有限公司	2	1054	86267	128627.66

数据来源: CRIES, 东兴证券研究所

1.2 全年业绩高增长

依据当前业务规模和增速进行预测,我们认为公司 2016 年营收或达到 900 亿,奠定了公司营收规模增长超 40%的坚实基础,同时归母净利润有望保持当前趋势,全年同比增速有望近 70%。

总体来看,公司扭转了前两年的振荡态势,有望实现全年业绩高增长,我们认为今年的好业绩主要来源于两个方面:

- ◆ 一方面,房地产业务受益于自 15 年中开始的行情,今年有部分项目进入结算周期,将大幅提升公司的盈利水平;
- ◆ 另一方面,大宗商品价格反转,供应链业务板块营收增速超过 50%,同时与供应链伴生的金融板块营收增长也非常迅速。

图 3: 营收总额及同比增速

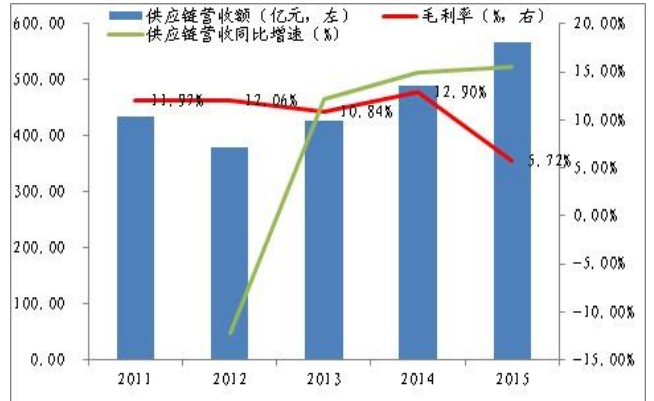

资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 4: 归母净利润及同比增速


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 5: 房地产营收、同比增速及毛利率

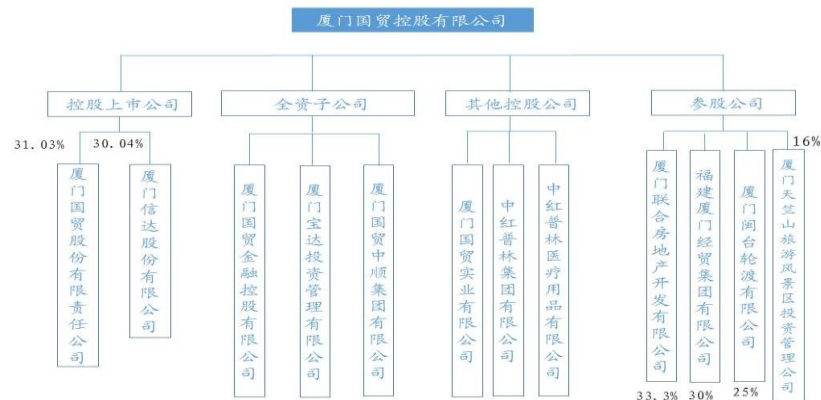

资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 6: 供应链营收、同比增速及毛利率


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

1.3 大股东实力雄厚

大股东厦门国贸控股是厦门市属直管国有企业之一, 2015 年, 公司营业收入达 1,026.16 亿元, 稳居厦门百强企业综合排名第二。

图 7: 控股股东厦门国贸控股控股、参股的公司


资料来源: 厦门国贸控股官网, 东兴证券研究所

表 2：大股东 2016 年融资情况

日期	融资工具	融资金额	天数	票面利率	评级
2016/1/5	A 股可转换公司债	28 亿	-	-	-
2016/1/20	第 1 期超短期融资券	13 亿	90 天	3.22%	-
2016/2/24	第 2 期超短期融资券	10 亿	90 天	2.73%	-
2016/3/14	第 3 期超短期融资券	10 亿	269 天	2.79%	-
2016/3/15	第 4 期超短期融资券	10 亿	85 天	2.73%	-
2016/6/27	第 8 期超短期融资券	10 亿	87 天	3.00%	-
2016/7/6	第 9 期超短期融资券	12 亿	84 天	2.75%	-
2016/7/11	第 10 期超短期融资券	12 亿	143 天	2.75%	-
2016/9/20	第 11 期超短期融资券	10 亿	90 天	2.99%	-
2016/9/26	第 12 期超短期融资券	10 亿	87 天	2.90%	-
2016/12/26	可续期中期票据	20 亿	2+N 年	5%	AAA

数据来源：公司官网，东兴证券研究所

2. 公司三大核心竞争力

经过多年经营，公司已经在三个业务领域形成了三大核心竞争力，分别为：**在供应链业务形成“期现结合”的跨周期盈利模式、在地产业务形成了高品质住宅开发商品牌、在金融业务中形成了“根植于供应链、客户粘性高的特色金融”。**

2.1 期现结合产生的跨周期盈利模式

公司主要选择关系国计民生的大宗产品作为主营产品，**对品种的选择思路是：进入门槛较高，要求企业有较强的资金实力的；要求选择的品种对应有期货品种，便于做价格管理。**

目前公司拥有两种年营收超过百亿的大宗品种，铁矿和钢铁，还有十几个品种超过十亿规模，包括棉花、PTA、黄金、白银、纸张、木材等。公司未来将深耕现有的几个超过 50 亿的大宗品类，未来 3-5 年打造 5 条百亿级产业链。

公司近几年在大宗市场上的份额是不断提升的，交易量与营收迅速增长，伴随着产业规模的扩张，是对利率、汇率、资源等管理能力的升级，使公司能够通过期现结合的方式跨越牛熊，均能取得良好的收益。

这种跨周期的盈利模式可以简述为：**期现结合，做风险管理业务。**

- ◆ 公司传统的业务是大宗现货贸易，通过提供高效的现货交易功能为客户实现大宗商品的流动性。大宗现货交易具有较高的门槛，不仅需要大宗商品趋势的准确判断，还需要有相匹配的现货存储等功能。
- ◆ 期货方面收益主要来源于两个方面：一方面，通过对市场的熟知获取基差交易的收益，另一方面，利用对期货的了解为客户做管理，提供从现货交易、套期保值、价格和库存管理、融资服务等全产业链服务，实现了全产业链树状价值链的覆

盖。

期现结合主要体现为：公司可以将期货持有到期并实现交割，与单纯只能参与期货市场的投资者相比具有先天性的优势，从而保障了公司能够在套期保值的基础上实现增值，而同时公司对于期货头寸的持有也有严格的风险管控，不允许有超过现货头寸的期货品种，从而使公司能够从容面对期货市场的波动。

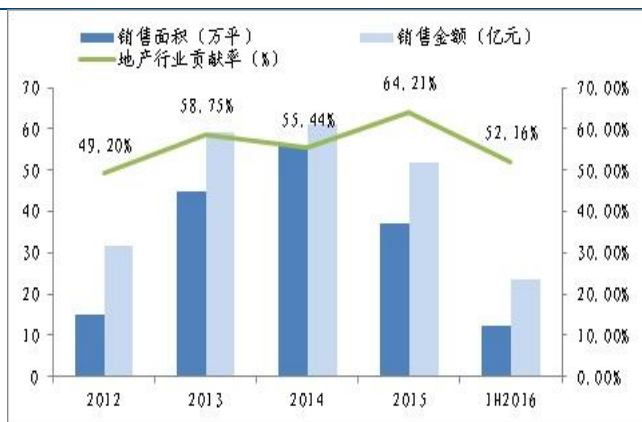
我们认为，公司控股海易中心和参建福建清算中心是对这种盈利模式的拓展和延伸，用更广阔的平台实现该商业模式，进一步奠定公司在厦门，及至中国范围内供应链的重要地位。

2.2 土地储备充足确保强盈利能力

截止 2016 年上半年，公司在建和储备的土地约 360 万方，基本覆盖未来 3-5 年的开发体量。储备的分布情况：厦门 71.8 万方，上海约 33.5 万方，合肥约 54 万方，南昌约 60.8 万方，漳州约 120 万方。

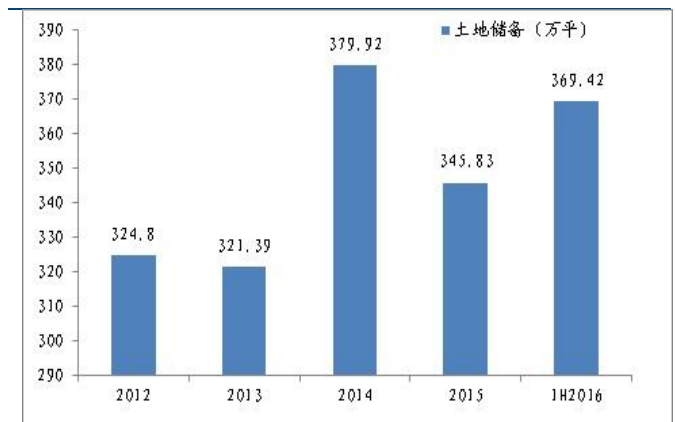
据公司 2016 年半年报数据显示，公司 13 个在售项目实现额 47.9 亿元，同比增长 56.23%，销售面积 32.25 万平，奠定未来两年增长的稳定性。

图 8:公司近几年销售额、销售面积和房地产行业利润贡献率



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图 9:近 5 年公司土地储备情况



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

公

公司地产业务受限购政策影响较小，主要是受如下几个方面的影响：

- ◆ 厦门区域的项目基本上只剩尾盘，调控对厦门区域的销售影响不大；
- ◆ 上海区域的限购效应还在发酵，预期还需要一段时间才能显现出来，同时，上海项目的定位与周边项目有显著差异，不仅户型面积多集中于 90-100 多平，户型设计也沿续了以往公司高品质的传统，从而保证公司项目与其他开发商项目比较存在一定程度的溢价。

公司在高品质产品打造上已经形成了一定的品牌效应，未来有望涉足养老地产等领域。目前房地产业务营收占总营收的比例约为 10%-15%，但贡献了超过 50% 的利润，预期在未来两年的营收占比和贡献度有望慢慢降低。

公司地产业务的发展定位与其他开发商存在本质性的差别，由于不是专业的地产公司，并不存在追求规模从而杠杆拿地的情况，只选择优质的项目，同时从以往拿地的历史来看，也可以确定这一点，基本上大举拿地的年份都是与地产周期底的时候。

2.3 金融服务站在巨人肩膀上

公司金融业务主要包括三大板块：期货及衍生品、中小微企业金融平台和投资业务。

- ◆ 期货及衍生品板块。与金融行业的其他机构不同，公司专注于围绕原有大宗产业链的特色金融业务，地产和物流的金融属性较高，自然产生服务客户和自身的金融需求，正是基于此效应，公司开始布局金融领域，主要集中于期货和衍生品，均与公司原有的大宗产业链息息相关，实现了供应链+金融业务的巨大协同效应，最集中的体现是国贸期货的资管子公司于 2014 年成立，至 2015 年管理的总规模已经高达 150 亿，表现出高速成长的态势。
- ◆ 中小微企业融资平台。公司主要以厦门金海峡投资有限公司为主要平台，下属机构包括融资担保、典当、融资租赁等。成员公司的经营范围涵盖担保、典当、融资租赁、资金业务、股权投资、保理等，拥有相对完整的类金融业务体系，并专注于为中小微企业提供一体化的综合金融服务。
- ◆ 投资板块。投资业务主要以厦门国贸投资有限公司为主要平台，结合公司主业在产业链开展投资活动，包括但不限于股权投资和证券投资等形式。公司成功投资可以三钢闽光为案例，财务性投资、战略性投资等多种形式，灵活度较高。

在供应链业务的部分品类，公司做到了营收来源于整个产业链，从设计、原材料、议价、运输、经销等，远高于一般的供应商的毛利率，从专业化的角度为整个产业链的各业务环节主体提供服务，粘合度非常高，将很多产业链的节点收归自身体系内。未来有望通过品类扩张和深耕，成就营收更高速的增长。

值得一提的是，市场关注的一个重点是公司可转债转股的情况。据公司公告，截止 2016 年底，累计有 33.6 万元转债转股，约占公司已发行股份总额的 0.0023%，转换价格为 8.93 元/股，目前公司股票市价 8.42 元，仅折价 5.7%，预期未来随着估值修复进程的推进，转股资金比例有望持续提升，转债总体规模高达 28 亿元，充实公司的股本的同时减轻财务费用压力，有望显著利好公司业绩。

3. 盈利预测及估值

公司是厦门区域供应链和地产领域龙头企业，随着产业规模扩张和业务模式清晰，看好公司在供应链领域形成的“期现结合”的跨周期盈利能力。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.85/0.96/1.23 元，对应 PE 分别为 10.11/8.96/6.99 倍，给予公司“强烈推荐”评级。

我们选取了 4 家主业与公司相仿的企业进行比较, 公司估值水平高于行业均值。考虑到公司面临国企改革带来的新机遇; 以及厦门市国资委对于公司金融领域布局的大力支持, 我们看好三大业务板块的巨大协同效应, 认为公司目前估值较为合理。

表 3: 同类型上市公司市盈率比较 (元/股)

代码	公司	EPS				PE				股价
		2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E	
600153	建发股份	0.93	1.03	1.16	1.28	18.58	10.53	9.29	8.42	10.81
600587	阳光城	0.35	0.43	0.56	0.73	25.56	12.81	9.86	7.64	5.57
2223	信达地产	0.56	0.60	0.85	1.03	12.32	10.52	7.46	6.15	6.33
300206	光明地产	0.39	0.90	1.18	1.46	33.05	10.07	7.69	6.23	9.1
	均值						10.98	8.58		

资料来源: wind, 东兴证券研究所

4. 风险提示

地产销售不及预期、大宗商业价格大跌、政策调控风险

表 4：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	30487	34234	42234	45151	50986	营业收入	55288	64220	91481	105505	121004
货币资金	2649	3471	4574	5275	6050	营业成本	52022	60486	86267	99491	114107
应收账款	1844	2324	3258	3758	4310	营业税金及附加	410	734	915	1055	1210
其他应收款	1723	2087	2974	3429	3933	营业费用	1110	1205	1738	2005	2299
预付款项	3443	3424	3424	3424	3424	管理费用	178	189	274	317	363
存货	17324	18393	25998	27258	31262	财务费用	654	868	810	915	695
其他流动资产	910	2006	2006	2006	2006	资产减值损失	142.19	182.33	100.00	100.00	100.00
非流动资产合计	3955	4818	3893	3732	3570	公允价值变动收益	-7.13	-171.51	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1156	1332	1332	1332	1332	投资净收益	350.66	927.49	1000.00	1000.00	#####
固定资产	1179.99	1157.35	1037.82	897.94	758.06	营业利润	1115	1312	2377	2622	3230
无形资产	223	216	195	173	151	营业外收入	47.32	71.63	80.00	80.00	80.00
其他非流动资产	14	8	0	0	0	营业外支出	41.34	46.21	45.00	45.00	45.00
资产总计	34442	39053	46128	48882	54556	利润总额	1121	1337	2412	2657	3265
流动负债合计	24797	28861	32063	31203	32747	所得税	252	376	627	691	849
短期借款	5652	6559	10967	5421	1652	净利润	869	961	1785	1967	2416
应付账款	1546	1709	2363	2726	3126	少数股东损益	20	310	372	372	372
预收款项	5345	6974	9719	12884	16514	归属母公司净利润	849	650	1413	1594	2044
一年内到期的非	602	692	0	0	0	EBITDA	2085	2489	3349	3699	4087
非流动负债合计	1230	1179	3127	4998	6998	BPS (元)	0.57	0.39	0.85	0.96	1.23
长期借款	1126	861	2861	4861	6861	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	26027	30040	35190	36202	39745	成长能力					
少数股东权益	1003	1071	1443	1816	2188	营业收入增长	12.67%	16.16%	42.45%	15.33%	14.69%
实收资本(或股	1664	1664	1665	1665	1665	营业利润增长	-22.98%	17.67%	81.20%	10.31%	23.16%
资本公积	2013	2010	2010	2010	2010	归属于母公司净利润	117.16%	12.84%	117.16%	12.84%	28.20%
未分配利润	3477	3947	4710	5571	6674	获利能力					
归属母公司股东	7412	7942	9121	10492	12249	毛利率(%)	5.91%	5.81%	5.70%	5.70%	5.70%
负债和所有者权	34442	39053	45755	48509	54183	净利率(%)	1.57%	1.50%	1.95%	1.86%	2.00%
现金流量表						总资产净利润(%)	2.47%	1.67%	3.06%	3.26%	3.75%
						ROE(%)	11.45%	8.19%	15.49%	15.19%	16.68%
经营活动现金流	-3726	3161	-4714	4486	2625	偿债能力					
净利润	869	961	1785	1967	2416	资产负债率(%)	76%	77%	77%	75%	73%
折旧摊销	315.93	309.30	0.00	161.51	161.51	流动比率	1.23	1.19	1.32	1.45	1.56
财务费用	654	868	810	915	695	速动比率	0.53	0.55	0.51	0.57	0.60
应收账款减少	0	0	-935	-499	-552	营运能力					
预收帐款增加	0	0	2744	3165	3630	总资产周转率	1.76	1.75	2.16	2.24	2.36
投资活动现金流	-656	355	1714	900	900	应收账款周转率	32	31	33	30	30
公允价值变动收	-7	-172	0	0	0	应付账款周转率	37.12	39.46	44.93	41.46	41.35
长期股权投资减	0	0	352	0	0	每股指标(元)					
投资收益	351	927	1000	1000	1000	每股收益(最新摊薄)	0.57	0.39	0.85	0.96	1.23
筹资活动现金流	4740	-2810	4103	-4685	-2750	每股净现金流(最新	0.22	0.42	0.66	0.42	0.47
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.45	4.77	5.48	6.30	7.36
长期借款增加	0	0	2000	2000	2000	估值比率					
普通股增加	334	0	0	0	0	P/E	15.05	22.00	10.11	8.96	6.99
资本公积增加	1017	-3	0	0	0	P/B	1.93	1.80	1.57	1.36	1.17
现金净增加额	358	706	1103	701	775	EV/EBITDA	9.12	7.60	7.03	5.21	4.10

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员 (D), 基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今, 之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

梁小翠

博士。2015 年加入东兴证券, 从事房地产行业研究, 重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。