



东兴证券
DONGXING SECURITIES

国内制革龙头 上市将推进产能大幅提升

——兴业科技（002674）

2012年4月26日

建议申购

兴业科技

新股定价

摘要:

- 公司为技术水平领先的国内制革龙头企业。公司始终专注于中高档牛头层鞋面革的开发、生产与销售，主要产品包括纳帕、自然摔、特殊效应革三大系列，下游覆盖皮鞋、箱包、皮夹、皮带等众多领域，目前在牛头层鞋面革市场占有率居全国首位。
- 皮革行业发展潜力巨大，公司目标市场增速可观。公司生产的牛皮革是以黄牛皮为原料的头层革，在整个皮革行业中处于较高档次水平，未来仍有较大发展空间，在下游皮制品需求稳步增长的背景下，公司目标市场将呈快速增长趋势。
- 公司形成了采购、生产、销售、研发多位一体的成熟经营模式。公司在坚持订单先行的原则下辅以备货生产，实行成本加成定价，销售以直销为主、经销为辅，全面贯彻从生产到销售的纵深一体化运营链条。
- 募集资金主要用于扩大产能扩张。公司现有产能6700万SF，募投项目达产后制革产能将达到21100万SF，生产规模大幅增长200%以上，有利于公司进一步拓展市场，强化自身在细分领域的领先地位。
- 盈利预测及投资建议：预计公司2012-2014年EPS分别为0.69、0.94和1.23元，对应12元的上市定价，2012年动态PE为17.39倍，略低于纺织服装制造板块19.5倍的估值中枢。公司作为细分皮革行业龙头企业，在技术、规模及品牌影响力等方面均具有明显先发优势，上市将推进产能的大幅提升强化龙头地位。给予公司2012年20倍动态PE，对应6个月目标价13.8元，距离发行价有15%的成长空间，建议“申购”。

谭可

执业证书编号：S1480510120013

纺织服装行业分析师

010-66554011

tanke@dxzq.net.cn

询价区间

上市首日定价区间 12.0

发行上市资料

总股本（万股）	18000
发行量（万股）	6000
发行日期	2012-4-25
发行方式	公开发行
保荐机构	平安证券
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产（元）	3.27
净资产收益率（%）	21.28
资产负债率（%）	26.77

主要股东和持股比例（%）

万兴公司	47.08
荣通公司	17.65
恒大公司	17.48
华佳公司	9.00
通大公司	5.69
润亨公司	3.10

财务指标预测

指标	11A	12E	13	14E
营业收入（百万元）	1,041.66	1,281.28	1,594.91	2,150.74
营业收入增长率	27.09%	23.00%	24.48%	34.85%
EBITDA（百万元）	142.86	170.35	221.56	302.28
EBITDA增长率	28.64%	19.24%	30.06%	36.44%
净利润（百万元）	106.56	122.99	165.86	226.01
净利润增长率	32.42%	15.42%	34.85%	36.27%
ROE	21.28%	20.92%	11.18%	13.76%
EPS（元）	0.59	0.68	0.69	0.94

目 录

1. 公司概况.....	4
2. 皮革市场巨大 公司龙头地位稳固.....	6
2.1 皮革市场容量巨大、增速可观.....	6
2.2 持续研发投入造就细分行业龙头.....	6
3. 公司运营模式特征.....	8
3.1 三位一体的采购模式.....	8
3.2 订单先行与备货生产相结合的生产模式.....	8
3.3 直销为主、经销为辅的销售模式.....	9
4. 募集资金项目.....	9
4.1 公司年 150 万张高档皮革后整饰新技术加工项目.....	9
4.2 瑞森皮革年加工 120 万张牛原皮、30 万张牛蓝湿皮项目.....	10
5. 盈利预测与估值.....	11

表格目录

表 1: 公司上市前后股权结构变化.....	5
表 2: 公司募投项目拟投资金额.....	9
表 3: 150 万张高档皮革后整饰项目投资估算.....	9
表 4: 项目实施阶段和建设期.....	10
表 5: 120 万张牛原皮、30 万张牛蓝湿皮项目投资估算.....	10
表 6: 项目实施阶段和建设期.....	11

插图目录

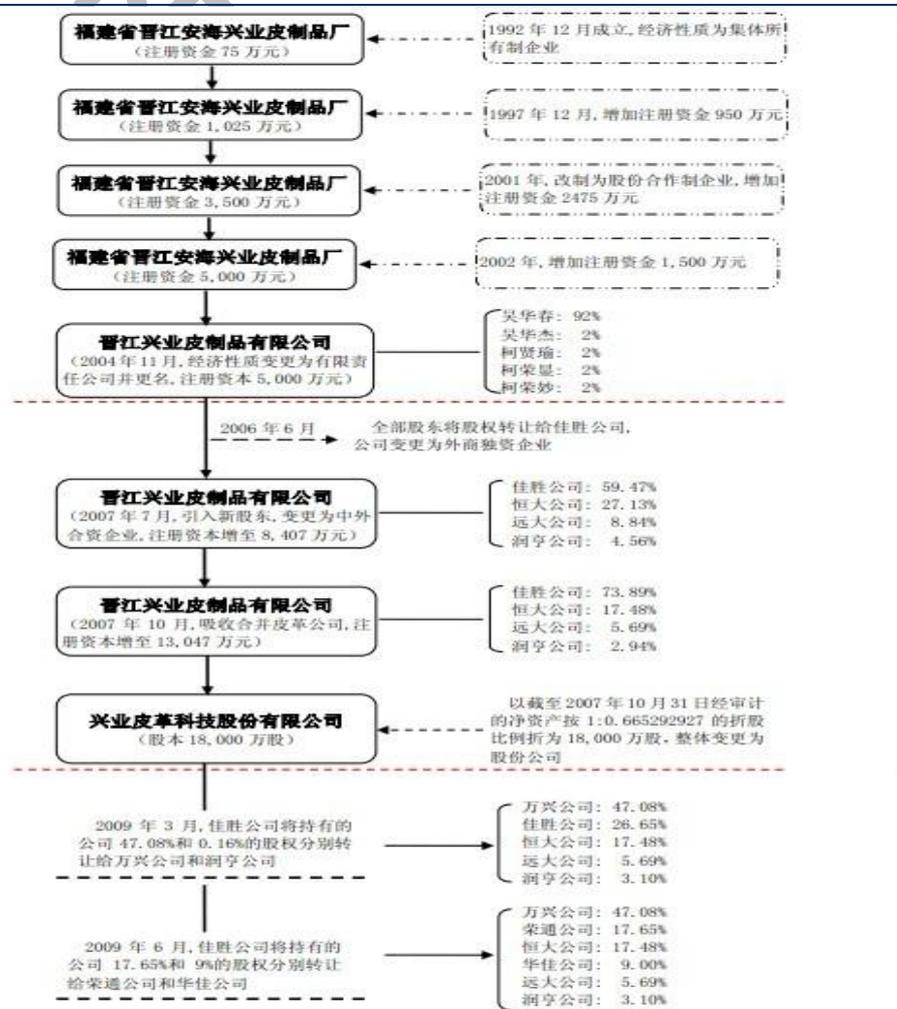
图 1: 公司上市前股本形成及变化图.....	4
图 2: 发行前股权结构图.....	5
图 3: 主营业务与净利润.....	7
图 4: 主营业务收入构成.....	7
图 5: 我国皮革及制品的市场规模.....	6
图 6: 采购流程示意图.....	8

1. 公司概况

兴业皮革科技股份有限公司成立于2007年，其前身是福建晋江安海兴业皮制品厂，自皮制品厂设立之初就专注于中高档牛头层鞋面革的开发、生产与销售，主要产品包括纳帕系列、自然摔系列、特殊效应革三大系列，被广泛用于皮鞋、箱包、皮夹、皮带等皮革制品制造。公司立足于国内市场，目前已与包括富贵鸟、达芙妮、奥康、天美意、百丽等许多国内一线知名品牌建立了长期稳定的合作关系。经过十余年的发展，公司目前已成为技术水平领先的国内大型制革企业，牛头层鞋面革市场占有率全国排名第一。

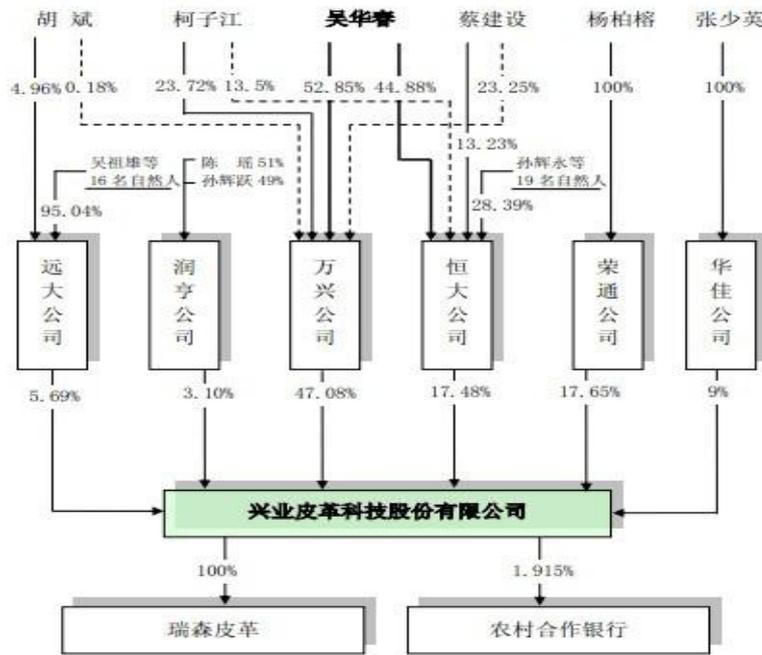
公司前身——福建晋江安海兴业皮制品厂的注册资本为75万元。通过五次增资及两次公司改制，公司形成上市前最终的股权结构，其中第一股东为万兴公司，持股比例为47.08%；实际控制人为吴华春，间接控制本公司32.73%的股权。

图 1：公司上市前股本形成及变化图



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图 2：发行前股权结构图



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

公司上市发行前总股本为 18,000 万股，上市后公司总股本将增至 24,000 万股，主要股东持股比例相应下降，如表 1 所示：

表 1：公司上市前后股权结构变化

	股份数（万股）	股份比例（%）	股份数（万股）	股份比例（%）
一、有限售条件的流通股	18,000	100.00	18,000	75.00
万兴公司	8,474	47.08	8,474	35.31
荣通公司	3,177	17.65	3,177	13.24
恒大公司	3,146	17.48	3,146	13.11
华佳公司	1,620	9.00	1,620	6.75
通大公司	1,024	5.69	1,024	4.27
润亨公司	558	3.10	558	2.32
二、本次发行流通股	-	-	6,000	25.00
合计	18,000	100.00	24,000	100.00

资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

2. 皮革市场巨大 公司龙头地位稳固

2.1 皮革市场容量巨大、增速可观

皮革分为天然革和非天然革两类，天然革由天然动物皮制成，相比于非天然革有不可替代的优势。而在天然革中，牛皮是质量最好、适用范围最广的一类皮革。兴业公司生产的牛皮革系以黄牛皮为原料的头层革，在整个皮革行业中处于较高档次水平。而我国制革行业经过多年的快速发展，当前已经进入产业提升时期，现正处于低档产品生产能力过剩，高档产品生产能力不足阶段，因而皮革行业未来仍有较大发展空间。

一方面，目前我国已经成为全球鞋类、皮衣、皮包袋、皮革箱包等皮革制品的生产大国，全球六成以上的鞋产自中国，而我国皮衣、皮包袋、皮革箱包等皮革制品产量已居世界第一位。作为皮革制品的原材料，未来的皮革需求量将稳步增长，。

另一方面，随着人们生活水平的提高和城市化进程的较快发展，未来几年皮革将会继续大量应用在皮鞋、皮衣等方面。另外，国内住房和汽车市场的兴起也将进一步拉动对汽车坐垫和家具革的需求。因此，预计未来几年皮革，特别是高档牛皮鞋面革的需求将保持良好的增长态势。

根据中国皮革工业协会的预计，2015 年我国皮革产业市场规模将达到 1,826.19 亿元，与 2009 年相比增幅为 42.75%。我国皮革及其制品的市场规模如下图

图 5：我国皮革及制品的市场规模



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

2.2 持续研发投入造就细分行业龙头

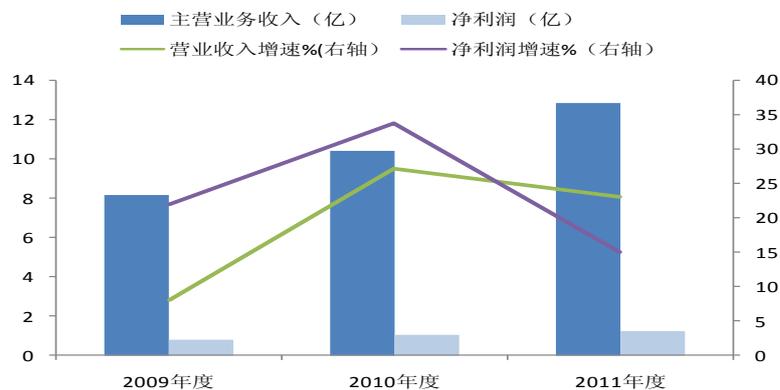
目前，由于大多数制革企业技术壁垒偏低、企业规模较小，整个行业生产集中度低。公司凭借在研发上的不断创新和持续投入，已跻身国内最大制革企业之列，并在牛皮鞋面革细分市场稳居市占率第一。

公司持续加强研发能力，不断研制出高附加值、具有较强市场竞争力的产品。设立了专门的技术中心，并于2006年被评为福建省省级企业技术中心。目前，公司拥有四项外观设计专利，两项制革技术发明专利，五项实用新型专利，其中小牛纳帕革和软面革已经成为公司的主打产品。

公司本着“生产一代、储备一代、研发一代”的原则，依托强大的技术平台，不断进行前瞻性的技术研究及新产品开发。这种阶梯状的技术储备及迅速产业化的研发成果转化能力，使得公司得以不断推出技术含量更高、市场竞争力更强、附加值更大、更加适销对路的新产品，不断提高公司的市场竞争能力与盈利能力，从而在一定程度上抵消原材料价格波动所带来的不利影响。

公司主营业务收入由2009年的8.2亿元增至2011年的12.8亿，复合增长率达到25%；净利润由2009年的0.8亿元增至2011年的1.2亿元，复合增长率达到24%。

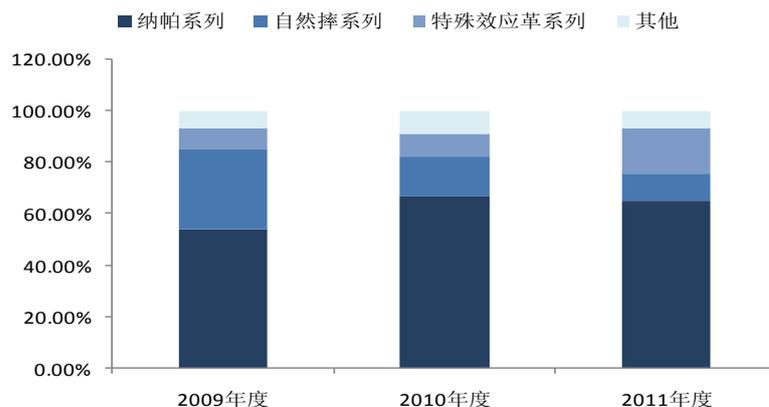
图 3：主营业务与净利润



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

而从主营业务收入构成情况来看，公司牛头层鞋面革主营业务突出，其中纳帕系列占收入比最高。

图 4：主营业务收入构成



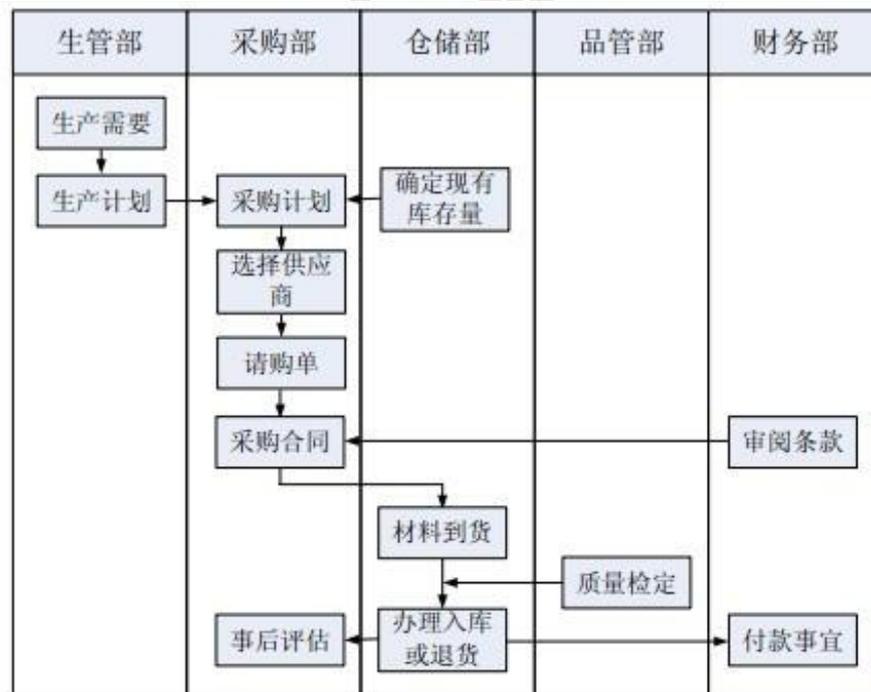
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

3. 公司运营模式特征

3.1 三位一体的采购模式

首先，公司生管部、仓管部根据年度经营指标及市场预测指定原材料需求计划，采购部据此指定原材料采购计划，经向合格供应商进行询价、比价、议价后实施采购，流程如下图：

图 6：采购流程示意图



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

原材料采购分三类：原材料日常采购、定制产品所需原材料的特定采购、战略储备原材料采购。其中，日常采购是为了应付公司正常生产经营所进行的采购；定制产品所需原材料的特定采购是根据客户的个性化需求及定制要求所进行的在特定供应商、特定原材料类别、材料等级等方面有特别要求的材料采购；战略储备原材料采购是在原材料的市场供求、价格等外部环境发生重大变化时，公司根据预期生产经营的需要所进行的超常规材料采购。通过这种“三位一体”的采购模式，公司可以在确保原材料供给充足的条件下将存货控制在适度范围。

3.2 订单先行与备货生产相结合的生产模式

公司具有完整的生产体系，所有产品均为自产。公司根据客户的需求，先打样并经客户确认后，根据订单进行生产同时，公司会根据以往的市场供求状况，提前自行备货生产部分常规产品，以利于提高交货四度，提高生产效率。

3.3 直销为主、经销为辅的销售模式

经过多年发展，公司已建立较为完善的销售网络和售后服务体系。公司设立营销中心，销售模式为直销和经销，其中直销为主，2011年直销比例达到80%以上。针对经销商模式，公司会选择一些资信良好、熟悉当地终端厂商需求、服务能力强的客户作为公司产品的经销商，由经销商向公司下订单采购产品，再销售给终端客户。

在产品定价方面，公司按照成本加成法确定基准价，综合考虑产品供求情况、价格波动情况、竞争对手报价情况等多方面因素，对基准价进行调整。对于中小型直销客户，一般按照挂牌价进行销售；对于采购量大、常年合作的大型直销企业，在挂牌价的一定幅度内向下浮动；对于经销客户，一般执行比挂牌价略低的销售价格；对于新增的知名、大型客户也会在第一年采取适度的低价策略。

4. 募集资金项目

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股（A股）不超过6,000万股，占发行后总股本不超过25%。股票发行募集资金将用于下列两个项目：

表 2：公司募投项目拟投资金额

项目名称	总投资额（万元）	拟投入募集资金（万元）	建设期
公司年 150 万张高档皮革后整饰新技术加工项目	19,978.21	19,978.21	2 年
瑞森皮革年加工 120 万张牛原皮、30 万张牛蓝湿皮项目	40,205.23	40,205.23	2 年
合计	60,183.44	60,183.44	—

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

4.1 公司年 150 万张高档皮革后整饰新技术加工项目

通过该项目的建设引进国外先进的设备、技术，进行皮革后整饰新技术加工，提高产品质量、节能降耗、保护环境，在保持兴业皮革特色和风格的基础上，年加工 150 万张牛皮皮胚，年产高档牛皮革 7200 万 SF，主要建设内容包括：后整饰加工车间、仓库、水池、综合研发楼、宿舍、传达室、总图工程等。此举将有利于公司进一步拓展市场，实现特色化、品牌化经营，更好地适应市场需求，增强产品竞争力。

表 3：150 万张高档皮革后整饰项目投资估算

费用名称	建筑工程费	设备购置费	安装工程费	其他费用	合计
建设投资	2,989.77	8,278.97	1,121.92	3,893.87	16,284.53
工程费用	2,989.77	8,278.97	1,121.92	-	12,390.66
其他费用	—	—	—	2,565.79	2,565.79
预备费用	—	—	—	1,328.08	1,328.08
铺底流动资金	—	—	—	—	3,693.68
项目规模总投资	—	—	—	—	19,978.21

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

表 4：项目实施阶段和建设期

项目实施内容	第一年			第二年			第三年
	二季度	三季度	四季度	一季度	二季度	三季度	四季度
可研、立项							
设计							
土建施工							
设备采购							
设备安装调试							
人员培训							
验收投产							

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

本项目投产后第一年负荷可达到设计能力的 50%，第二年达到 70%，第三年达到 90%，第四年达到 100%。

4.2 瑞森皮革年加工 120 万张牛原皮、30 万张牛蓝湿皮项目

瑞森皮革系本公司全资子公司，截至目前尚未开始生产经营，拥有的主要资产为位于福建漳浦县赤湖工业区（皮革园区）的面积为 66,263.10 平方米的土地使用权。由于公司现有生产设备能力的不足，产量受到限制，公司现有产能无法满足市场需求，急需进行一定规模的扩张。故本次募集资金拟在瑞森皮革建设年加工 120 万张牛原皮、30 万张牛蓝湿皮项目，该项目既是落实公司发展战略的需要，也符合国家相关产业政策。

项目建设年加工 120 万张牛原皮、30 万张牛蓝湿皮生产线，年产 7,200 万 SF 高档牛皮革。主要建设内容包括：前处理车间、后加工车间、生皮化工库、成品仓库、机修五金库、空压站、水池、综合办公楼、食堂、宿舍、污水处理站、变电所、传达室、总图工程及废气处理工程等。

本项目拟使用募集资金 40,205.23 万元，其中，建设投资 27,015.23 万元、铺底流动资金 13,190.00 万元，具体如下：

表 5：120 万张牛原皮、30 万张牛蓝湿皮项目投资估算

费用名称	建筑工程费	设备购置费	其他费用	合计
建设投资	7,126.75	14,837.31	5,051.17	27,015.23
工程费用	7,126.75	14,837.31	—	21,964.06
其他费用	—	—	2,649.78	2,649.78
预备费用	—	—	2,401.39	2,401.39
铺底流动资金	—	—	—	13,190.00
项目规模总投资	—	—	—	40,205.23

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

表 6: 项目实施阶段和建设期

项目实施内容	第一年				第二年			
	一季度	二季度	三季度	四季度	一季度	二季度	三季度	四季度
可研、立项								
设计								
土建施工								
设备采购								
设备安装调试								
人员培训								
验收投产								

资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

本项目投产后第 1 年生产负荷达到设计能力的 50%, 第 2 年达到 70%, 第 3 年达到 90%, 第 4 年达到 100%。

5. 盈利预测与估值

我们对公司盈利预测假设如下:

- 1) 预计 2012-2014 年, 公司产量分别增长 25%、35%和 30%; 其中, 纳帕系列产量分别同比增长 30%, 自然摔系列分别同比增长 15%;
- 2) 2012-2014 年纳帕系列价格保持稳定, 自然摔系列价格分别同比增长 5%, 特殊效应革同比增长 5%、2%和 2%;
- 3) 2012-2014 年公司毛利率分别为 14.9%、14.8%和 14.8%。

表 7: 盈利预测假设

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
纳帕系列						
产量 (百万 SF)	27.0	43.3	46.7	60.7	78.9	102.6
YOY		60.4%	7.9%	30.0%	30.0%	30.0%
销量 (百万 SF)	27.8	43.5	47.3	60.7	78.9	102.6
产销率	103.2%	100.5%	101.4%	100.0%	100.0%	100.0%
营业收入 (百万元)	444.0	695.0	835.0	1071.7	1393.2	1829.3
销售价格 (元/SF)	16.0	16.0	17.7	17.7	17.7	17.8
yoy		0.0%	10.5%	0.0%	0.0%	1.0%
营业成本 (百万元)	381.0	590.0	715.0	911.0	1184.3	1554.9
毛利率	14.1%	15.1%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%
自然摔系列						
产量 (百万 SF)	15.9	9.8	7.1	8.2	9.4	10.8
YOY		-38.4%	-27.6%	15.0%	15.0%	15.0%

销量 (百万 SF)	15.8	10.0	7.4	8.0	9.2	10.6
产销率	99.2%	102.0%	104.2%	98.0%	98.0%	98.0%
营业收入 (百万元)	251.0	163.0	131.0	149.5	180.5	217.9
销售价格 (元/SF)	15.9	16.4	17.8	18.7	19.6	20.6
YOY		3.1%	8.5%	5.0%	5.0%	5.0%
营业成本 (百万元)	215.0	138.0	111.0	127.0	153.4	185.2
毛利率	14.5%	1545.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
特殊效应革系列						
产量 (百万 SF)	4.4	6.6	12.3	14.9	24.7	33.6
销量 (百万 SF)	4.4	5.8	12.8	14.9	24.7	33.6
产销率	100.0%	87.9%	104.1%	100.0%	100.0%	100.0%
营业收入 (百万元)	72.0	92.0	228.0	278.2	472.2	653.5
销售价格 (元/SF)	16.2	15.9	17.8	18.7	19.1	19.5
YOY		-2.3%	12.3%	5.0%	2.0%	2.0%
营业成本 (百万元)	60.0	78.0	196.0	237.9	403.7	558.7
毛利率	16.2%	14.9%	14.2%	14.5%	14.5%	14.5%
其他						
营业收入 (百万元)	52.0	89.0	85.0	93.5	102.9	113.1
YOY		71.2%	-4.5%	10.0%	10.0%	10.0%
营业成本 (百万元)	48.0	79.0	74.4	81.8	90.0	99.0
毛利率	7.7%	12.0%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
主营业务合计						
营业收入 (百万元)	820.0	1042.0	1281.0	1594.9	2150.7	2815.9
营业成本 (百万元)	704.0	885.0	1096.0	1357.7	1831.4	2397.9
毛利率	14.2%	15.0%	14.5%	14.9%	14.8%	14.8%

资料来源：东兴证券研究所

预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.69、0.94 和 1.23 元，对应 12 元的上市定价，2012 年动态 PE 为 17.39 倍，略低于纺织服装制造板块 19.5 倍的估值中枢。公司在所处的细分皮革行业为龙头企业，在技术、规模及品牌影响力等方面均具有明显的先发优势，作为该领域第一家上市企业，公司借助资本市场加大研发和规模投入，将进一步稳固其领先地位；近年公司产销两旺，产品供不应求，上市后产能约束打破后，下游消化基本没有障碍，未来业绩增长的确定性较强。综上，我们给予公司 2012 年 20 倍动态 PE，对应 6 个月目标价 13.8 元，距离发行价有 15% 的成长空间，建议“申购”。

6. 风险提示

募投项目推进进度慢于预期。

表 8: 盈利预测表 (2010A-2014E)

利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	1,041.66	1,281.28	1,594.91	24.48%	2,150.74	34.85%	2,815.89	30.93%
营业成本	885.48	1,096.12	1,357.70	23.86%	1,831.36	34.89%	2,397.90	30.94%
营业费用	3.71	4.29	5.34	24.48%	7.20	34.85%	9.42	30.93%
管理费用	24.28	25.97	31.90	22.81%	43.01	34.85%	56.32	30.93%
财务费用	5.47	9.34	2.06	-77.93%	-1.18	N/A	-0.94	N/A
投资收益	0.56	3.38	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	122.72	143.93	193.12	34.18%	263.90	36.65%	344.74	30.63%
利润总额	123.75	144.16	195.12	35.35%	265.90	36.27%	346.74	30.40%
所得税	17.19	21.17	29.27	38.25%	39.88	36.27%	52.01	30.40%
净利润	106.56	122.99	165.86	34.85%	226.01	36.27%	294.73	30.40%
归属母公司所有者的净利润	106.56	122.99	165.86	34.85%	226.01	36.27%	294.73	30.40%
NOPLAT	110.39	130.77	165.91	26.88%	223.31	34.60%	292.23	30.86%
资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	154.52	142.14	402.12	182.91%	387.52	-3.63%	422.38	9.00%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	23.46	24.60	30.62	24.48%	41.29	34.85%	54.06	30.93%
预付款项	66.06	92.85	126.02	35.73%	170.77	35.51%	229.37	34.31%
存货	236.93	279.97	371.97	32.86%	451.57	21.40%	525.57	16.39%
流动资产合计	518.59	567.42	944.57	66.47%	1,069.80	13.26%	1,255.80	17.39%
非流动资产	210.00	235.19	677.94	188.25%	748.37	10.39%	822.54	9.91%
资产总计	728.59	802.61	1,622.51	102.15%	1,818.17	12.06%	2,078.34	14.31%
短期借款	121.26	95.97	0.00	N/A	0.00	N/A	9.19	N/A
应付帐款	80.08	85.26	104.16	22.17%	140.50	34.89%	183.96	30.94%
预收款项	9.21	20.53	20.53	0.00%	20.53	0.00%	20.53	0.00%
流动负债合计	227.79	214.82	138.62	-35.47%	176.08	27.02%	229.94	30.59%
非流动负债	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	500.79	587.79	1,483.88	152.45%	1,642.09	10.66%	1,848.40	12.56%
净营运资本	290.79	352.59	805.94	128.58%	893.72	10.89%	1,025.86	14.79%
投入资本 IC	467.54	541.62	1,081.76	99.73%	1,254.58	15.98%	1,435.21	14.40%
现金表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	106.56	122.99	165.86	34.85%	226.01	36.27%	294.73	30.40%
折旧摊销	14.66	17.08	0.00	N/A	39.57	N/A	46.83	18.35%
净营运资金增加	53.97	61.80	453.35	633.59%	87.78	-80.64%	132.14	50.54%

经营活动产生现金流	88.57	92.34	-282.07	N/A	162.01	N/A	234.15	44.53%
投资活动产生现金流	-68.44	-44.58	-90.00	N/A	-110.00	N/A	-121.00	N/A
融资活动产生现金流	6.12	-73.13	632.05	N/A	-66.62	N/A	-78.29	N/A
现金净增（减）	26.25	-25.38	259.98	N/A	-14.61	N/A	34.87	N/A

分析师简介

谭可

纺织服装行业研究员，2007 年加盟东兴证券研究所，曾外派香港研究港股消费板块。

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。