

公司具有城投背景，北部新城开发带来想象空间，维持“推荐”评级

推荐（维持）

黑牡丹（600510）深度报告

投资要点：

2009年1月19日

- ◇ **公司股东具有城投背景** 黑牡丹的控股股东常高新，是由常州高新区管理委员会出资组建的国有独资企业，高新区管理委员会即新北区政府，具有常州城投背景，未来有持续资产注入的预期。
- ◇ **双业并举，未来盈利稳定** 本次重组完成后，黑牡丹在纺织业务的基础上，新增加了新北区城市综合功能开发业务，形成棉纺织业务、城市综合功能开发业务双业并举的局面。其中纺织业务走出行业低谷，09年将扭亏为盈，预计每年实现5000万左右的净利润。安置房及城市综合开发这一块业务虽然毛利并不高，但是收益稳定、受经济周期影响较小。
- ◇ **大股东承诺锁定未来业绩，未来5年复合增长率达到30%** 公司曾出台了“二〇〇九年～二〇一四年发展规划纲要”，着力把黑牡丹打造成常州市的城市名片，规划纲要提出了一个总体要求，相当于给出了一个业绩承诺，即规划期间的平均年度净资产收益率不低于10%、上市公司资产收益率增幅应达到常州地区生产总值增幅的150%；规划末期（2014年），上市公司的年度利润总额达到15~20亿元。公司大股东承诺09年的业绩每股0.45元/股，我们预计09年利润总额约为4.9亿元，上述利润目标意味着2009到2014年公司利润总额的年均复合增长率将达到30%。
- ◇ **参与北部新城开发给公司未来业务带来想象空间** 常州市近10年重点开发的北部新城有70平方公里，目前处于初级开发阶段，京沪高铁2010年通车，常州站就在北部新城中部，公司作为常州市的城市名片和大股东唯一的上市平台，以及在相关方面的经验非常丰富，因此北部新城的开发由黑牡丹参与的可能性是非常大的。如果公司能成功参与到高达70平方公里的一级开发，公司未来的业绩也将有质的飞跃。
- ◇ **投资评级：未来业绩稳定增长，给予公司“推荐”评级** 公司09年实现0.46元的业绩承诺基本无悬念，预计公司2010年EPS为0.57元，目前的股价对应的2009年、2010年PE分别为29倍和23倍，公司估值合理。另外公司大股东雄厚的实力和城投背景也为公司未来可持续发展提供了保障，北部新城的开发也给公司未来发展带来巨大想象空间，继续维持公司“推荐”评级。

吴煜、黄凡

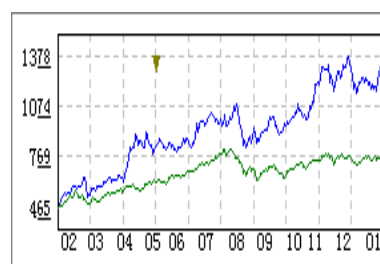
电话：0769-22119416

邮箱：hf@dgzq.com.cn

主要数据 2009年1月19日

收盘价(元)	13.06
总股本(万股)	7.96
流通 A 股股本(万股)	2.55
12 月最高价(元)	14.03
12 月最低价(元)	2.43

股价走势



资料来源：东莞证券研发中心，Wind 资讯

相关报告

目录

1. 公司股权结构	3
2. 公司业务：纺织、安置房及城市综合开发、商品房开发。	4
2.1 纺织业务走出行业低谷，09 年将扭亏为盈	4
2.2 安置房及城市综合开发前景广阔，将为公司贡献持续稳定的利润	4
2.3 注入的商品房资产成本低、位置优、规模大，但是业绩贡献将在 2010 年以后	5
3. 常州地区的市场情况	6
3.1 常州地理位置优越，特别是新北区发展潜力巨大	6
3.2 民营经济发达，购买能力强	6
4. 注入资产价值分析	7
4.1 高新城投	7
4.2 火炬置业	7
5. 江苏银行上市将带来较大的投资收益	8
6. 参与北部新城开发给公司未来业务带来想象空间	8
7. 大股东承诺锁定未来业绩，未来 5 年复合增长率达到 30%	8
8. 盈利预测	9
9. 投资评级：未来几年业绩稳定增长，大股东城投背景有想象空间，维持公司“推荐”评级	9

插图目录

图 1：黑牡丹股权结构图	3
图 2：黑牡丹三项业务营业收入占比分布	5
图 3：黑牡丹三项业务毛利率对比	5

表格目录

表 1：公司近三年财务指标	5
表 2：公司商品房业务土地储备	6
表 3：高新城投盈利预测简要情况	7
表 4：火炬置业盈利预测简要情况	8
表 5：公司安置房结算情况	9
表 6：公司盈利预测表	10

1. 公司股权结构

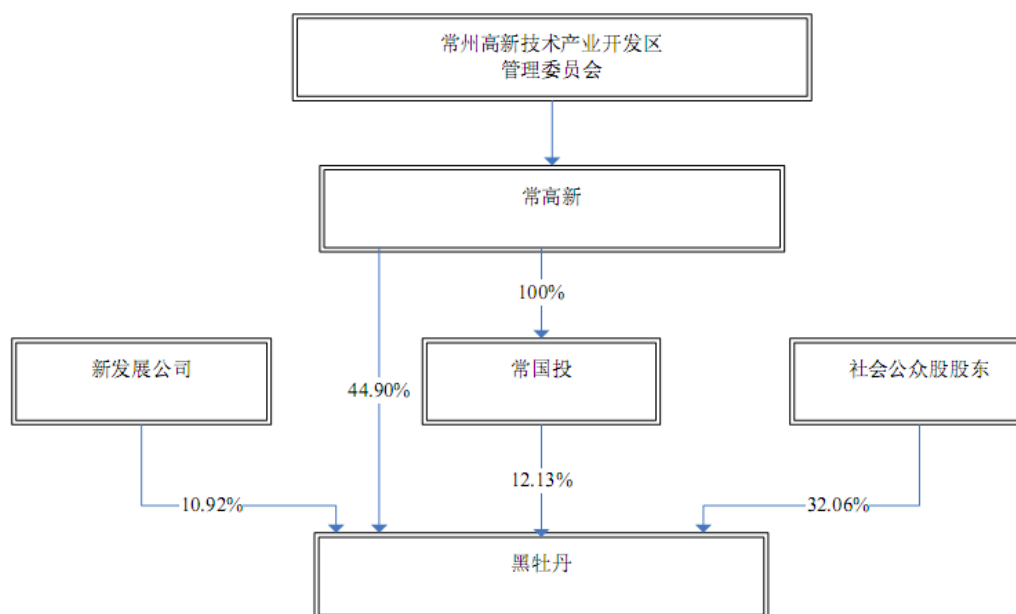
黑牡丹的控股股东常高新，是由常州高新区管理委员会出资组建的国有独资企业。高新区管理委员会即新北区政府，新北区政府代表新北区政府履行出资人职责。

根据常州市人民政府常政复[2003]11 号文，常高新作为高新区（新北区）政府的投资、融资和建设平台，主要承担高新区（新北区）城市综合功能的开发建设，同时参与承担常州市区相关基础设施和重大项目建设任务，拥有丰富的城市综合功能开发建设资源和经验。

09 年初，公司完成了非公开发行，向常高新定向增发 35715 万股，增发价格 6.51 元。购买其持有的常州高新城投 100%股权和常州火炬置业 100%股权。在此之前，黑牡丹总股本 43,837.08 万股，常高新的全资子公司常国投为其第一大股东，持有 22%股份。非公开发行后黑牡丹总股本增至 79,552.27 万股，其中常高新持有 35,715.19 万股，占 44.9%，为公司第一大股东；常国投持有 9,645.84 万股，占 12.13%。常高新合并持有本公司 45,361.03 万股份，占总股本的 57.02%。公司大股东是常州高新技术开发区技术委员会，具城投背景，未来有进一步资产注入的预期。公司要在新材料、新能源、节能环保等行业进行产品生产和投资，未来新产业投资值得期待。公司目前的产权控制图如下：

本次重组完成后，黑牡丹在原有牛仔布、色织布、服装的生产与销售的主营业务基础上，新增加了新北区城市综合功能开发业务，形成棉纺织业务、城市综合功能开发业务双业并举的局面。

图 1：黑牡丹股权结构图



资料来源：东莞证券研发中心，公司公告

2. 公司业务：纺织、安置房及城市综合开发、商品房开发。

2.1 纺织业务走出行业低谷，09 年将扭亏为盈

公司纺织服装业务主要包括牛仔布、牛仔服装和色织布三项，是国内生产牛仔布历史最长、规模最大、效益最好的集科研、生产、贸易于一体的现代化企业，是全球著名牛仔服装品牌运营商 Levi's 全球战略合作伙伴。目前占据 Levi's 在大陆采购量的 40% 以上。产品 80% 以上出口，分产品来看，牛仔服装出口中，日本和欧盟各占 50%。

公司盈利能力受成本价格（主要是棉花）变动和国外需求影响较大。近年来受棉花价格波动、人力成本上升、前期人民币快速持续升值、出口退税率下调、周边国家竞争力提升等因素影响，公司业绩从 06 年开始持续下滑，08 年前三季度更是在股票投资亏损和棉价上升、国际需求下降等负面因素之下亏损 3530 万元。主业的持续低迷正是公司进行重组的触发因素之一。但公司依然是技术和品牌非常优秀的公司，常州市政府仍然非常重视和大力支持公司发展，此次重组市政府也算是把常高新最好的资产注入进来了。

进入 09 年公司纺织业务明显好转，订单逐步稳定，开工率较为充足，预计 09 年该业务能实现盈利。当前人民币汇率的相对稳定、出口退税率的提高对公司纺织业务的好转也将产生一定推动作用，外围实体经济好转也使得公司产品的出口形势逐步乐观。公司在 05~06 年度实现的净利润都在 1 个多亿。预计公司 09 年纺织业务将会扭亏为盈，按照公司的预计大概能实现 5000 万左右的净利润。不过资产注入后，纺织业务在公司盈利中占比较小。

2.2 安置房及城市综合开发前景广阔，将为公司贡献持续稳定的利润

新北区政府投资的市政基础设施工程项目、安置房项目目前均由高新城投、火炬置业承担。根据《关于变更区市政绿化及拆迁安置房工程投资主体的通知》（常新政[2004]160 号）“因区城市建设投融资体制调整，决定区市政绿化工程投资主体变更为常州市新区城市建设投资公司，区拆迁安置房工程投资主体变更为常州火炬置业有限公司”，以及《关于明确常州新区城市建设投资公司基础设施建设职能等有关事项的通知》（常开委[2004]27 号）“高新城投负责新北区城市基础设施项目建设”。我们可以看出高新城投、火炬置业在新北区内的安置房以及城市综合开发业务经营具有区域垄断性，而这一块业务虽然毛利并不高，但是收益稳定、受经济周期影响较小，有利于增长上市公司抵御经济周期风险的能力。而且这项业务的业务空间很大，常州市新北区规划面积为 439.16 平方公里，区内经济发展迅速，包括京沪高铁常州段在内的重点建设项目较多，在可预见的将来，城市综合功能开发业务需求量仍会保持一定速度的增长。而且常州市和新区政府持续加大城市及基础设施建设投入，当前又受国务院“加快建设保障性安居工程；加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设”等十项扩大内需政策以及《进一步推进长江三角洲地区改革开放和经济社会发展的指导意见》的积极鼓励和支持，公司城市综合开发业务前景广阔。

2.3 注入的商品房资产成本低、位置优、规模大，但是业绩贡献将在 2010 年以后

2008 年 5 月 10 日，常高新将其由出让方式取得的 1523 亩（飞龙 A 地块、飞龙 B 地块、新龙 AB 地块和新龙 D 地块）土地使用权以评估价 16.26 亿元对火炬置业增资，均价约 106 万/亩，目前周边的商业用地价格高达 200 多万/亩，这个价格明显低于周边土地市场价格，这次注入的项目均为商品住宅或商铺开发用地，都已经足额缴纳出让金。虽然目前公司的这些土地还处于市场调研和规划论证阶段，公司初步规划上述土地在未来 4-5 年内开发完毕。按照目前周边楼盘银河湾一城的项目均价 6000 元/平方米计算，预计项目容积率为 2.5，毛利率为 50%，预计商品房开发能够带来净利为 31.97 亿元。但是鉴于土地的开发、项目规划期和建设期时间较长，短期可能很难有利润体现，2010 年后公司的业绩才会有爆发性的增长。另外公司将在近 2 年中将市区的纺织生产线均予以搬迁，原有 2 个厂区近 200 亩土地预计也将用于开发商品房。

此外，公司与常州广景房地产开发有限公司合资成立了常州市牡丹广景置业有限公司。双方在公司的原厂区合作开发“东城名居”住宅项目，总建筑面积 10.25 万平方米（容积率为 2.52，占地面积为 4.08 万平方米）。

图 2：黑牡丹三项业务营业收入占比分布

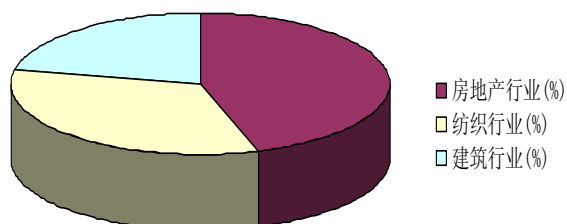
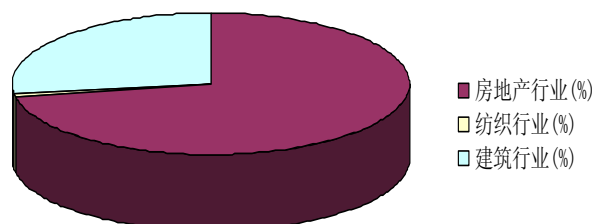


图 3：黑牡丹三项业务毛利率对比



资料来源：东莞证券研发中心，公司公告

资料来源：东莞证券研发中心，公司公告

表 1：公司近三年财务指标

	2009 三季报	2009 中报	2009 一季报	2008 年报	2007 年报	2006 年报
每股收益-基本(元)	0.39	0.24	0.06	0.01	0.19	0.2
净资产收益率-平均(%)	13.6	8.82	2.36	0.35	8	9.65
总资产净利率-平均(%)	7.78	4.55	1.28	0.15	6.54	8.02
销售毛利率(%)	28.32	27	17.69	11.71	12.05	20.42
销售净利率(%)	16.6	16	9.66	0.24	8.69	10.53
资产负债率(%)	45.82	52.2	48.87	25.73	16.91	19.9
净利润同比增长率(%)	4,969.77	1,281.85	268.79	-95.65	-16.13	-16.74
营业总收入(亿元)	18.47	12.1	5.2	8.59	9.84	9.7
净利润(亿元)	3.07	1.94	0.5	0.02	0.85	1.02
资产总计(亿元)	64.75	71.02	64.37	14.05	13.03	13.1

资料来源：东莞证券研发中心，公司公告

表 2：公司商品房业务土地储备

小区名称	权益（%）	占地面积（平米）	建筑面积（平米）	权益待售面积（平米）
原厂区	50	66,700	166,750	83,375
飞龙地块	51	38,752	77,500	39,525
飞龙 A	51	498,428	1,246,000	635,460
飞龙 B	51	223,756	462,760	236,008
飞龙 AB	51	155,317	310,600	158,406
飞龙 D	51	137,570	275,140	140,321
合计				1,088,030

资料来源：东莞证券研发中心，公司公告

3.常州地区的市场情况

3.1 常州地理位置优越，特别是新北区发展潜力巨大

长江三角洲是我国人口稠密、经济发达、人民生活富裕的区域，也是我国经济增长的重要贡献地区。常州地处长江三角洲中心地带，位于江苏省南部，北临长江，南滨太湖，与南京和上海等距相望。目前，长三角地区正积极打造“3 小时交通圈”，交通设施的建设将极大地促进区域经济发展和融合，更好的发挥上海、南京、杭州等区域经济中心的辐射作用。2008 年 7 月 1 日，沪宁城际铁路正式动工，预计 2010 年通车，建成后，南京到上海有望 1 小时到达，其中常州到上海只需要 40 分钟，到南京只需要 20 多分钟。2008 年 4 月 18 日，京沪高速铁路正式开工，其中常州段 44.74 公里，常州境内唯一的车站设于新北区新龙分区南部，预计 2010 年基本建成。

根据《常州市国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》，新北区将建成为布局合理、功能完善、环境优美、可持续发展的新城区，按照“高新技术密集区、新型工业园区、现代新城区”三位一体的功能目标要求，建成为新的市级行政中心。《常州新区总体规划（2001~2020）》对新区的城市建设提出了明确的要求，如，城市建设的城市化率 2010 年达 76%、2020 年达 87%；城区人均城市道路面积 2010 年达 15 平方米、2020 年达 18 平方米以上。新区城区的用地规模 2010 年总建设用地为 52~56 平方公里、2020 年为 66~70 平方公里；新北区实际规划总建设用地 2010 年为 183.5 平方公里、2020 年为 211.3 平方公里。这些规划的执行和实施，将带动常州新区城市建设的规模。同时，新的国家重点建设工程项目也将拉动城市建设新的发展机遇。

3.2 民营经济发达，购买能力强

2008 年，常州市共完成地区生产总值(GDP)2202.2 亿元，按可比价计算增长 12.4%，按常住人口计算的人均 GDP 达 50283 元。2008 年常州市城市居民人均可支配收入突破 2 万元，达到 21,592 元，同比增长 13.1%。根据中国社科院《2007 年中国城市竞争力蓝皮书》百强城市综合竞争力排名，常州在 200 座地级以上城市（含直辖市、港澳台城市）中综合竞争力排在第 20 位。常州市民营经济较为发达人民富足程度较大，由此带动的住房改善需求也更多。常州的房价涨幅不大，常州城市核心区房价在 6000~7000 元

/平米，周边地区（包括新北区）在 4000 元/平米。相比起当地居民收入，房价相对合理。

4.注入资产价值分析

4.1 高新城投

高新城投主要从事新北区市政道路、管道、桥梁等基础设施及商业配套设施的建设开发业务。根据高新区管委员《关于明确常州新区城市建设投资公司基础设施建设职能等有关事项的通知》高新城投总承包负责新北区城市基础设施项目建设，具体包括项目立项、规划设计、组织招投标、工程发包、合同管理、竣工验收等工程管理工作。

这些市政基础设施项目建成后由新北区政府及其下设机构按约定的毛利率回购。根据新北区财政局常新财经[2008]005 号文，2008 年 1 月 1 日后高新城投市政工程投资建设业务毛利率提高到 10%。根据公司的预计，2009 年高新城投主营收入将达到 7.66 亿元，实现净利润 6612 万元，净利润率约为 8.6%。2010 年也将基本达到这一水平。

表 3：高新城投盈利预测简要情况

项目	2008 年（万元）	2009 年（万元）
营业收入	58,131.68	76,560.62
营业利润	7,661.17	8,861.32
净利润	5,742.33	6,612.65

资料来源：东莞证券研发中心，公司公告

4.2 火炬置业

火炬置业是一家房地产开发公司，其业务分两块：一是根据新北区政府下达的建设项目计划投资建设的安置房、标准厂房及配套设施等工程项目，建成后由区政府回购，回购价格采取成本加利润的方式约定毛利率为 15%。二是市场化方式运作的商品房开发（主要是安置房周边的商铺等配套设施建设）。

火炬置业的安置房建设规模是每年新北区政府根据区发展规划及各年的城市建设任务下达的，常州市 2009 年将开发建设经济适用房 50 万平方米，收购和建设安置房和定销房 35 万平方米。其中火炬置业因长年接受政府委托从事经济适用房、安置房和定销商品房开发建设，承担的建设任务为 28.74 万平方米，占全部经济适用房、安置房和定销商品房总面积的 33.81%。公司所建的安置房均用于新北区城市建设开发所导致的安置需求，因此火炬置业的安置房的开发规模与安置需求是匹配的，不存在销售风险。根据公司的预计，2009 年火炬置业主营收入将达到 19.96 亿元，实现净利润 2.52 亿元。由于 2009 年火炬置业绩增长较为明显主要是因为安置房小区底层一般都配有商铺出售，公司 09 年的可结转的有百草园、新龙花苑、百馨西苑、春江花苑四个安置房小区的商铺。但是 2010 年这部分收入可能不存在，2010 年公司业绩将有所回落。

表 4：火炬置业盈利预测简要情况

项目	2008 年（万元）	2009 年（万元）
营业收入	106,175.66	199,590.31
营业利润	13,077.77	33,719.79
净利润	9,903.73	25,195.71

资料来源：东莞证券研发中心，公司公告

5.江苏银行上市将带来较大的投资收益

江苏银行股权或给公司带来较大收益。公司持有江苏银行 1.5 亿股股权，占江苏银行股权比例为 1.91%，原始投资成本为 1.2 元/股。江苏银行所在地区富庶，经济发达，一直筹划着上市事项，按照其盈利水平和资产质量，江苏银行上市后将成为最有潜力的城市商业银行之一，目前江苏银行原始股内部转让价都已经高达 8 块以上，按照目前兴业、北京银行等估值水平，江苏银行上市后股价极有可能达到 20 元以上，将给公司带来较大的投资收益。

6.参与北部新城开发给公司未来业务带来想象空间

按照常州市的规划，目前重点开发的新北区有 70 平方公里，目前城市处于初级开发阶段，京沪高铁 2010 年通车，常州站就在北部新城中部，从常州到上海，南京缩短在半个小时以内，新北区的区域优势将大大提高，常州北部新城也是常州未来 10 年的建设重点，公司作为常州市的城市名片，是市政府未来重点发展的对象，公司作为大股东唯一的上市平台，也有业绩注入的动能，而且上市公司在相关方面的经验非常丰富，因此北部新城的开发由黑牡丹参与的可能性是非常大的。如果公司能成功参与到高达 70 平方公里的一级开发，公司未来的业绩也将有质的飞跃。

7.大股东承诺锁定未来业绩，未来 5 年复合增长率达到 30%

公司还出台了“二〇〇九年～二〇一四年发展规划纲要”，着力把黑牡丹打造成常州市的城市名片，黑牡丹作为国有控股公司，承担新区和常州建设的重任，新区和常州建设包括城市基础设施、城市商业设施的建设，还包括城市产业群的建设。由于黑牡丹特殊的股东背景和重组后赋予的任务，黑牡丹的经营实质已经从单一的产品生产向促进城市发展、创新美好新生活、向中国和世界传递常州的使命转变。而常州市政府为了把黑牡丹打造成城市名片，必然会下大力气支持黑牡丹的发展，这就为公司的后续快速增长奠定了坚实的基础。而且，规划纲要提出了一个总体要求，相当于给出了一个业绩承诺，即规划期间的平均年度净资产收益率不低于 10%、上市公司资产收益率增幅应达到常州地区生产总值增幅的 150%；规划末期（2014 年），上市公司的年度利润总额达到 15~20 亿元。根据 09 年的业绩承诺每股 0.45 元/股，我们预计 09 年净利润约为 3.58 亿元，上述利润目标意味着 2009 到 2014 年公司利润总额的年均复合增长率将达到 30%。

8.盈利预测

房地产业务：

安置房 2009、2010 年结算面积分别为 53.3 万平方米和 47.09 万平方米，贡献的销售收入分别为 17.92 亿和 16.72 亿，按照 10%左右的净利率计算，公司的净利润分别为 1.79 亿和 1.67 亿。对应的 EPS 分别为 0.22 元和 0.21 元。对于商品房业务，公司商品房业务主要集中在 2010 年以后结算，2010 年相对结算资源较少，其中黑牡丹旗下控股 50% 的牡丹广景房地产公司 2010 年预计会有接近 10 万平方米的商品房结转，在加上其他 2010 年预计结算 16 万平方米左右，预计贡献净利润 1.44 亿，对应的 EPS 为 0.18 元。

表 5：公司安置房结算情况

安置房	土地面积	建筑面积	结算面积		均价		销售收入	
			2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E
新龙小区	305,400	481,983	262,365	185,560	3,000	3,000	787095000	556680000
春江花苑	68,200	67,087	33,621	18,524	3,500	3,500	117673500	64834000
百草苑二期	101,300	230,292	132,521	84,265	3,600	3,600	477075600	303354000
百鑫西苑	415,000	68,681	40,893	27,245	3,500	3,500	143125500	95357500
祥龙花园	111,368	222,735	63,548	155,261	4,200	4,200	266901600	652096200
合计	1,001,268	1,070,778	532,948	470,855			1791871200	1672321700

资料来源：东莞证券研发中心，公司公告

另外公司的市政建设，城市综合开发假设每年稳定贡献将近 6000 万利润，对应的 EPS 为 0.08 元。

江苏银行股权投资每年贡献 2000 万利润。对应的 EPS 为 0.03 元。

公司纺织服装业务 09—11 净利润分别为分别为 5000 万元、5500 万元。对应的 EPS 分别为 0.06 元和 0.07 元。

总体来看，公司 09 年实现 0.46 元的业绩承诺基本无悬念，预计公司 2010 年 EPS 为 0.57 元，目前的股价对应的 PE 分别为 29 倍和 23 倍，公司估值合理。

9.投资评级：未来几年业绩稳定增长，大股东城投背景有想象空间，维持公司“推荐”评级

总体来看，公司原有的纺织服装业务目前正处于从最低谷期逐步走出的阶段，未来随着出口需求的好转，公司在子行业的竞争力将重新发挥作用，该业务盈利能力也将逐步回升。而新置入的城市综合功能开发业务将为公司未来至少 3-4 年提供稳定的盈利和现金流。现有的土地资源和商品房业务虽然短期无法实现丰厚的盈利，但是在 10 年以后业绩将得到爆发性增长。另外公司大股东雄厚的实力和城投背景也为公司未来可持续发展提供了巨大的空间，未来也有继续资产注入的空间。维持公司“推荐”评级。

表 6：公司盈利预测表

百万

（百万）	2008.00	2009.00	2010.00
一、营业收入	859.00	3694.11	4267.26
减：营业成本	758.00	2820.00	3215.00
营业税金及附加	3.00		
销售费用	20.00	14.00	15.00
管理费用	79.00	70.00	71.00
财务费用	(7.00)	(8.00)	(6.00)
资产减值损失	(4.00)	0.00	0.00
加：公允价值变动收益	(4.00)	0.00	0.00
投资收益	(6.00)	0.00	0.00
二、营业利润	(1.00)	465.64	588.21
加：营业外收入	5.00	0.00	0.00
减：营业外支出	1.00	0.00	0.00
三、利润总额	4.00	465.64	588.21
减：所得税费用	2.00	102.44	129.41
四、净利润	2.00	363.20	458.80
归属于母公司所有的净利润	4.00	360.00	454.00
少数股东损益	(2.00)	3.20	4.80

资料来源：东莞证券研发中心，Wind 资讯

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，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。在所知情的范围内，本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明出处为东莞证券研究发展中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

东莞证券研究发展中心

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 32 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119450

传真：(0769) 22119453

