

# 中粮入主给公司带来质的变化

谨慎推荐 (维持)

中粮屯河 (600737) 深度报告

2010年2月4日

## 投资要点:

### ◇ 中粮入主给公司带来质的变化。

**改善公司财务，提高经营管理效率。**中粮集团实力雄厚，几经资产重组后，使公司财务结构得到改善。同时，改变其过去粗放的事业部制，变为扁平化、职能化的管理模式增加了企业竞争能力。  
**打造中粮集团的非粮加工平台，探索全产业链模式。**除了原有业务产能的扩张外，公司也开始向产业链的上下游延伸，打造完整的全产业链。近期，屯河宣布正式进军国内番茄和林果深加工市场，推出高浓度番茄汁、杏汁。

### ◇ 番茄酱加工：目前面临番茄酱供给过剩和国内的无序竞争。

尽管新疆番茄酱产业有着优越的自然地理和成本优势，在国际上的地位日益重要，但是价格上涨和气候的配合，刺激2009年番茄产量大增，WPTC预计全球番茄产量同比增长15.31%。

### ◇ 糖和林果业务：进入甘蔗糖是必然，林果也蕴含较大空间。

屯河是国内最大的甜菜糖生产企业，产能达到50万吨。不过，公司近几个榨季的甜菜糖产销量也逐步下降，未来公司进入甘蔗糖领域是可以预见的。另外，新疆丰富的林果资源，也给公司该业务带来巨大的想象空间。

### ◇ 盈利预测和估值探讨。

我们预计09-11年的每股收益分别为0.39元、0.54元和0.56元，估值基本处于合理水平。但考虑到公司的大股东背景、行业地位以及中长期发展前景，我们维持“谨慎推荐”评级，具有良好的中长期投资价值。另外，国家对新疆的支持，也给公司带来丰富的短期交易性机会。

黄黎明

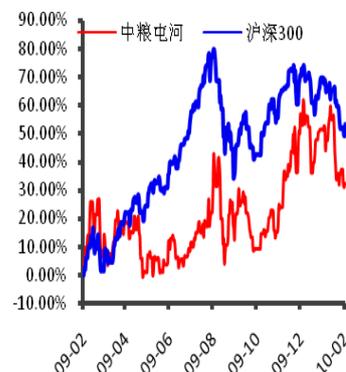
电话：0769-22119270

邮箱：hlm@dgzq.com.cn

## 主要数据 2010年2月4日

收盘价(元)	14.920
总股本(万股)	10.056
流通A股股本(万股)	8.056
12月最高价(元)	18.090
12月最低价(元)	10.750

## 股价走势



资料来源：东莞证券研发中心，Wind 资讯

## 公司主要财务指标预测表

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3,430	3,596	3,732	3,841
同比%	15.2%	4.8%	3.8%	2.9%
归属母公司净利润(百万元)	311	391	545	568
同比%	25.6%	25.9%	39.2%	4.2%
毛利率%	30.9%	29.7%	33.3%	33.2%
ROE%	10.8%	12.0%	14.3%	13.0%
每股收益(元)	0.31	0.39	0.54	0.56
市盈率(倍)	47.32	37.60	27.01	25.92

资料来源：东莞证券研发中心，Wind 资讯

## 相关报告

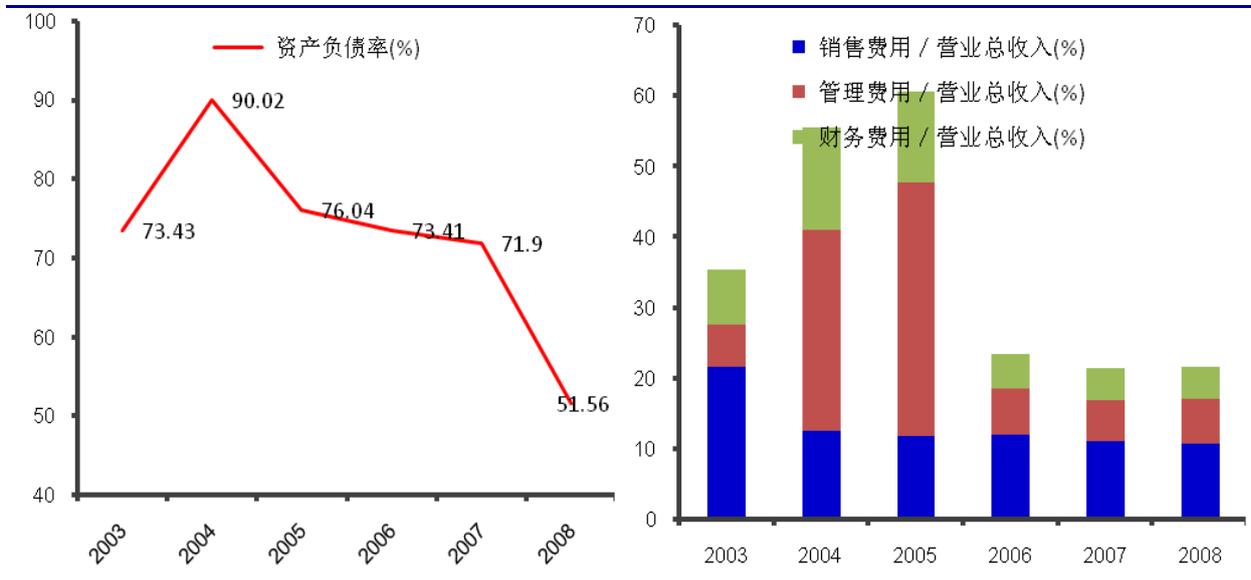
## 1. 中粮集团入主给公司带来质的变化

### 1.1. 改善公司财务，提高经营管理效率

中粮集团是中国从事农产品和食品进出口贸易历史最悠久、实力最雄厚的企业，名列美国《财富》杂志全球企业 500 强，居中国食品工业百强之首。作为投资控股企业，中粮有效利用自身遍及世界的业务网络来组织、调配各项经营资源。

2004 年，“德隆危机”爆发后，中粮集团开始介入中粮屯河的日常经营管理事务，几经股权收购，并在 2008 年向集团定向增发 2 亿股认购 12.28 亿元债务后，中粮集团控股 59.60%，使公司资产负债率降低至 51.56%，也使得公司财务费用压力大幅减轻。

图 1：中粮集团入主前后屯河的资产负债率和期间费用变化



资料来源：WIND 资讯

中粮入主新疆屯河后，2005 年开始，改变其过去粗放的事业部制（番茄事业部、糖事业部、果业事业部等），变为扁平化、职能化的管理模式（成立产业部、销售部、财务部、企业管理部，统一管理生产、销售、财务和公司管理）。屯河建立和逐步完善了从番茄种子研发、农业种植、采摘/运输、大包装、深加工到终端营销的产业链系统，形成产业协同，为企业带来低成本的核心优势，增加了企业竞争能力。

### 1.2. 打造中粮集团的非粮加工平台，探索全产业链模式

中粮集团战略上实施有限相关多元化，行业之间一定要具备相关、协同性，形成合力。并且中粮在所进入的主营行业具有竞争力、影响力、控制力和市场占有率，通过寻求有效的商业模式不断成长，**达到行业领导地位。**

中粮集团目前下设中粮粮油、中国粮油、中国食品、地产酒店、中国土畜、中粮屯河、中粮包装、中粮发展、金融等 9 大业务板块，拥有中国食品、中粮控股、蒙牛乳业、中粮包装 4 家香港上市公司，中粮屯河、中粮地产和丰原生化 3 家内地上市公司。其中，

中粮屯河定位于农副产品加工资产平台（非粮加工），在资产整合方面具有丰富的想象空间。

目前，中粮屯河的主营包括番茄加工及贸易、制糖及贸易、林果加工及贸易三大业务。根据中粮集团的战略定位和长远规划，屯河主营业务，特别是番茄制品和甜菜糖业务将被打造成业内的具备较强竞争力的业务。计划从 2007 年起，未来五年将累计投资 15 亿元，控制 100 万吨的食糖产能规模，占据 10% 的市场份额；将使 2011 年番茄酱大包装的产销能力达到 55 万吨/年，番茄酱小包装 7 万吨/年，番茄沙司/调味酱 3 万吨/年的规模。

实际上，在中粮入主后的四年时间里，公司番茄酱和甜菜糖的产能规模大幅增长。股改通过后，中粮集团注入新疆四方和山西朔州糖厂，使公司的甜菜糖产能扩大至 50 万吨，国内甜菜糖龙头地位更加巩固，预计未来几年将通过收购等方式进入空间更广阔的甘蔗糖领域；而番茄酱的产能也扩大至 60 万吨，较 2004 年翻了一倍。

图 2：主营业务产能变化（万吨）

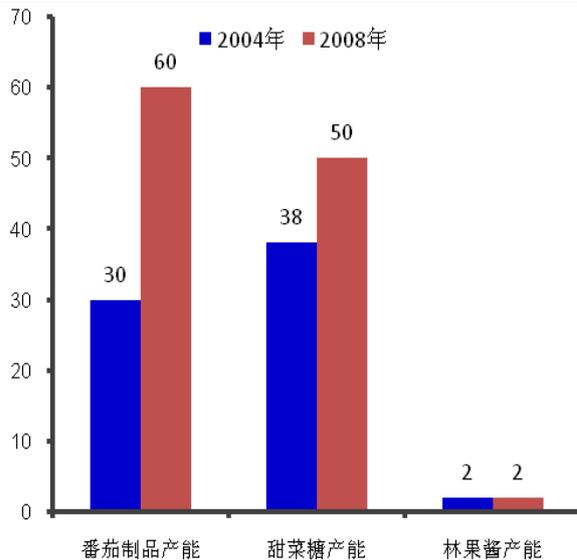
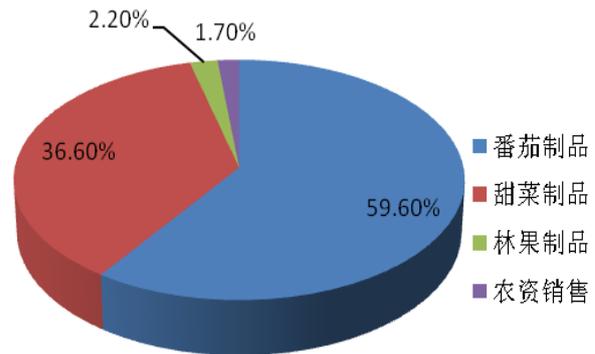


图 3：主营业务收入比例（2008 年）



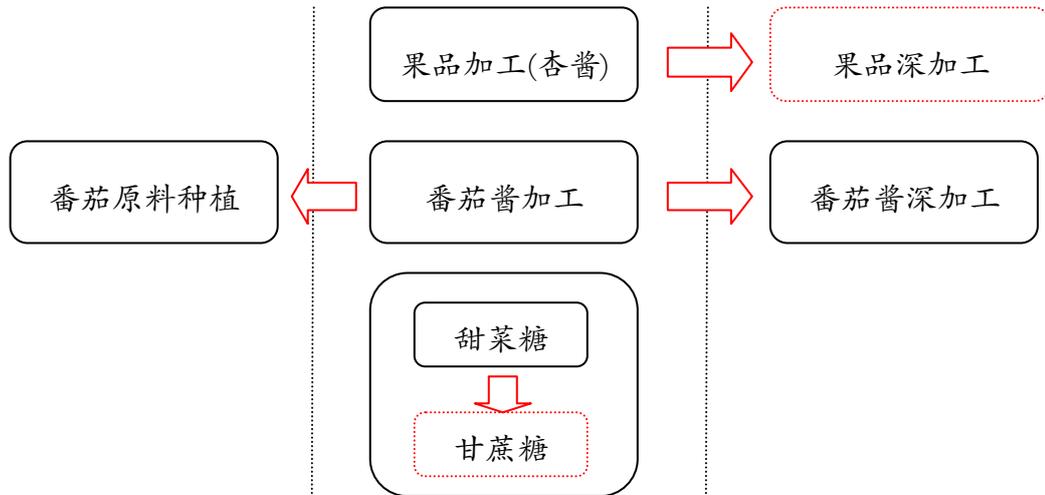
资料来源：WIND 资讯；注：以上数据为估算

除了原有业务产能的扩张外，公司也开始向产业链的上下游延伸，打造完整的全产业链，减少业绩的波动，更快更好的发展。

以番茄业务为例。近几年，公司一直在引进国外优良的番茄品种，推广新的种植模式和全套的农业种植、采摘和运输机械，全面引导番茄产业升级。截至 2009 年中期，在新疆、宁夏、内蒙等地通过购买、租赁土地自种番茄约 18.5 万亩，建立机械化、高效率的种植、采收和拉运体系，以保证番茄原料高质量、低成本和均衡供应。

而在 2010 年 1 月底，中粮屯河宣布正式进军国内番茄和林果深加工市场，推出高浓度番茄汁、杏汁。公司对媒体表示，今年中粮屯河还将投入 4 亿元开发推广“屯河”番茄专家旗下 4 大类产品，预计番茄酱用量将达 2000 吨。此外，中粮屯河还计划在未来 2 至 3 年内，投资 2 亿至 3 亿元，使自种与收购鲜番茄的比例争取从目前的 1：2 提升至 1：1，预计 2010 年中粮屯河自种面积将由目前的 18 万亩增至 23 万亩。

图 4：中粮屯河主营业务产能扩张和产业链延伸示意图（箭头所示）



资料来源：东莞证券研发中心

## 2.番茄酱：产业链向上下游延伸

### 2.1.新疆在世界番茄产业的地位举足轻重

番茄营养价格较高，是一种符合健康消费趋势的食品，也是欧美居民的不可或缺的日常消费品，具有较强的需求刚性，且基本不存在替代品。经过80年代和90年代的高速增长，近10年，番茄制品的消费量增速放缓至3%，欧美市场日趋成熟，而亚太地区、非洲以及俄罗斯对番茄酱的消费量日益增加。虽然人均基数很低，但由于人口众多，亚太市场已经成为全球第三大消费市场，也是未来需求的增量所在。我国居民还没有形成对番茄制品的消费习惯，每年仅有10多万吨的消费量。

图 5：全球主要国家番茄产量（千吨）

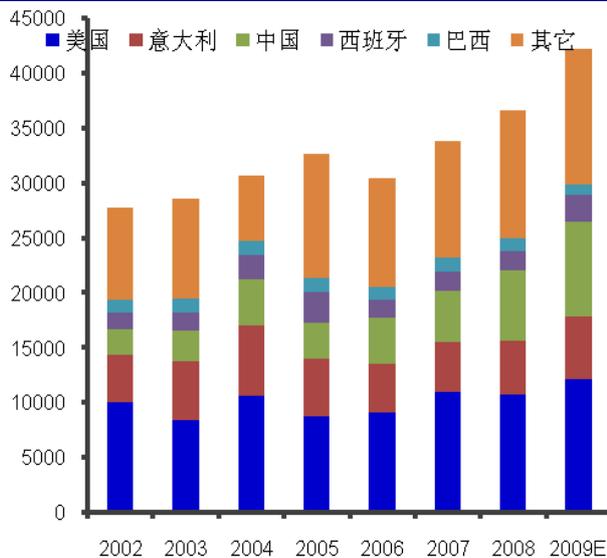
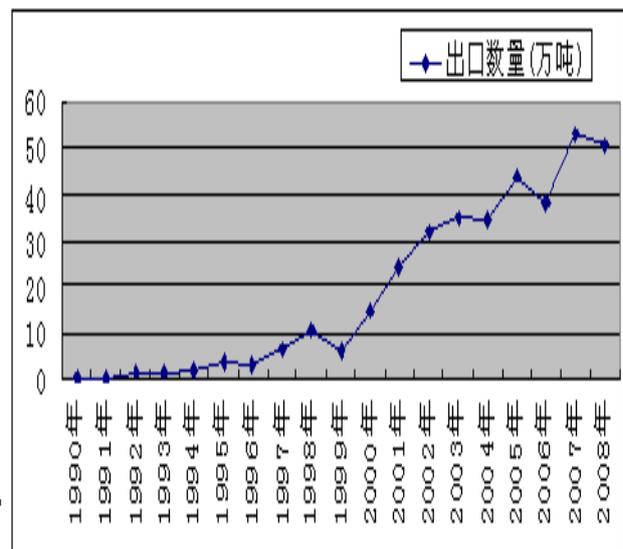


图 6：我国番茄酱出口量（万吨）



资料来源：WPTC；统计局

自 20 世纪 90 年代我国开始大规模种植加工用番茄以来，逐渐成为世界番茄制品生产和出口基地，中国番茄酱出口份额从 2000 年占世界贸易量的近 8% 跃升到 2008 年的 30%。目前，全国年加工番茄酱生产能力超过 100 万吨，新疆日处理番茄能力达到 5.5 万吨，番茄加工总装备能力接近全国的 90%，2008 年，新疆番茄酱出口量达 50.5 万吨。约占全国出口量的 70% 以上。新疆已经成为继美国、意大利之后第三大番茄制品产地，其中，中粮屯河、新中基和新疆天业三大主营番茄制品的上市公司产量占新疆番茄酱总产量的 90% 以上，中粮新疆屯河股份有限公司番茄酱产量名列全国第一、世界第二。

新疆之所以在世界番茄产业的地位快速提升，主要是新疆在**自然环境和成本**方面有独特的优势。

加工番茄不同于鲜食番茄，加工番茄的可溶性固性物含量要求超过 5%，而鲜食番茄固性物含量仅为 1-2%，番茄红素含量高。最适宜种植加工番茄的地域在北纬 30-42 度，该区域湿度适宜，阳光充足，昼夜温差大。具体而言，全球最适合种植加工番茄的区域主要集中在地中海沿岸、美国加州河谷以及中国新疆、内蒙和甘肃地区，三大地区占全球总量的 85% 以上。严格的自然环境是番茄酱产业的竞争基础。

表 1：世界主要番茄酱生产国原料品质情况比较

国家	意大利	土耳其	葡萄牙	西班牙	美国	中国新疆
含量（毫克/100 克）	40	40	40	40	40	62

资料来源：统计局

**成本优势主要体现在两个方面：原材料成本和人工成本。**以 2008 年为例，美国加州原料番茄收购价格约 80 美元/吨，意大利约 120-130 美元/吨，而我国新疆地区约 50-60 美元/吨。另外，新疆劳动力资源充足，劳动力成本远远也低于其他番茄酱生产出口国。

## 2.2. 短期国内番茄加工面临的不利因素。

我们认为主要两个方面：**全球番茄酱供给过剩和国内的无序竞争。**

由于欧盟取消农业补贴，导致 2006 年开始，欧洲主产区番茄产量低位徘徊三年，供给的不足和成本的上升，推动番茄酱价格持续攀升。我国番茄酱出口价格在 2008 年的 11 月份达到历史最高点，之后出口价格就逐步回落，至 2009 年 12 月，已回落至 862 美元/吨。

图 7：我国番茄酱出口价量



资料来源：WIND 资讯

原因也很简单，价格上涨和气候的配合，刺激番茄产量也持续攀升。2009年11月份，世界加工番茄协会（WPTC）对2009年中国番茄收获量的预期是865.5万吨，同比增长约35.13%；而其它两大主产区美国和欧洲均同比增长12%左右，全球番茄产量4222.2万吨，同比增长15.31%，均远超年初预计。

另外，尽管新疆番茄酱产业经过整合，出现了屯河、中基和天业三个在国际市场上举足轻重的企业集团，但新疆50多家番茄加工企业仍未完全摆脱无序竞争的局面，进一步对价格造成压力。

新榨季大企业的签约价格普遍降至900美元/吨左右，小企业甚至低于800美元/吨价格进行竞争，预计2010年番茄酱出口均价在800-900美元/吨。

**表 2：番茄酱产销情况预测**

	2008	2009E	2010E	2011E
榨季产量（万吨）	33.00	40.00	42.00	45.00
YOY（%）	13.79%	21.21%	5.00%	7.14%
年度合计销售量（万吨）	29.95	35.85	41.04	43.56
YOY（%）	15.17%	19.73%	14.46%	6.14%
年度均价（美元/吨）	961.66	1022.37	914.04	900.00
汇率	6.9	6.8	6.8	6.8
年度销售收入（百万元）	1987.01	2492.66	2550.82	2665.87
YOY（%）		25.45%	2.33%	4.51%
年度成本合计（百万元）	1287.49	1571.31	1652.04	1712.16
年度毛利（百万元）	699.519	921.35	898.776	953.712
年度综合毛利率（%）	35.20%	36.96%	35.23%	35.77%

资料来源：东莞证券研发中心

### 3.食糖和林果

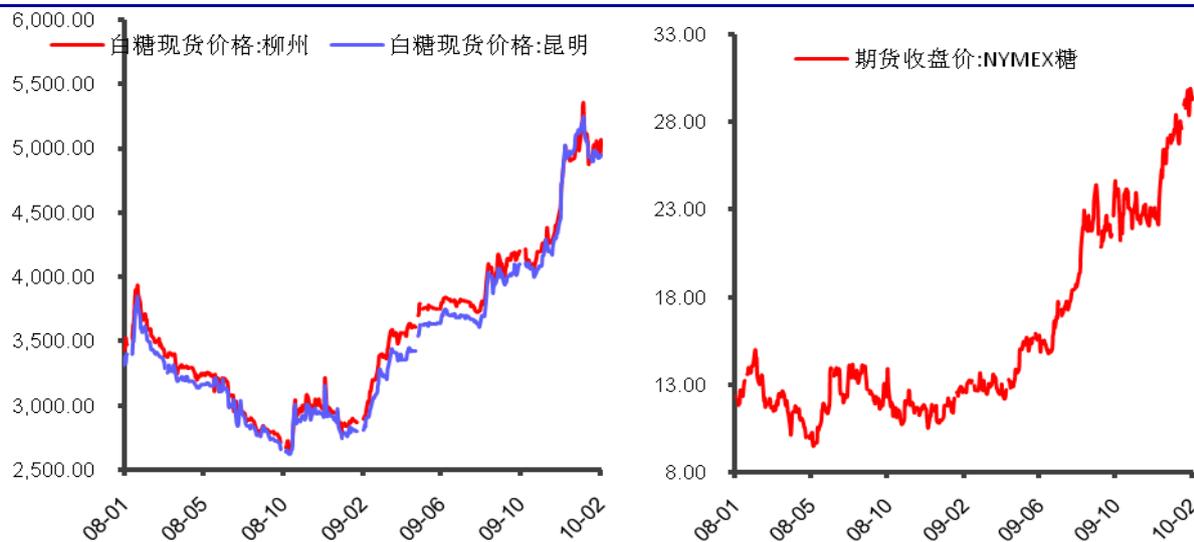
#### 3.1.今年糖价仍可能在高位徘徊

由于印度和我国国内食糖08/09榨季大幅减产，2009年以来，国内外食糖价格呈现单边大幅上涨的走势。

截至2009年12月末，全国已累计产糖309.38万吨，同比增3.57%，其中，产蔗糖256.85万吨，同比增12.8%，产甜菜糖52.53万吨，同比降26%。国际方面，国际糖业组织（ISO）11月份预计，受印度食糖产量有所恢复影响，2009/10榨季全球食糖市场供需缺口从9月份预计的840万吨缩减至720万吨。受泰国、俄罗斯和巴西等国增产影响，2010/11榨季全球食糖供给可能会出现过剩。

我们此前预计，若不出现意外，糖价今年可能见顶。但是，近期广西和云南甘蔗主产区部分地区旱情的持续，又给本榨季产量带来变数，若旱情延续，将使糖价见顶的时间延后。公司食糖销售大部分采取套期保值的策略，预计2010年的销售均价在3800元/吨（扣税）左右，不过，甜菜糖产量的下降制约该业务表现。

图 8：国内食糖价格走势（元/吨，美分/磅）



资料来源：WIND 资讯

### 3.2.甜菜糖产量逐年降低，公司涉足甘蔗糖是必然

新疆是我国甜菜糖的第一大产区，08/09 榨季，新疆产甜菜糖 41.23 万吨，占甜菜糖总产量的 45.7%。也是中国甜菜优势产区之一，已往甜菜含糖率曾高达 17.88%，是全国的甜菜高糖区。

不过，近年来，由于品种退化以及气候等因素，甜菜出糖率却一路滑坡，甜菜出糖率维持在 12%左右。甜菜种植比较效益降低，甜菜种植面积呈减少趋势，2009 年，新疆甜菜实际种植面积 92 万亩，较 08/09 榨季减少 26%。

中粮屯河是国内最大的甜菜糖生产企业，在新疆、山西拥有 9 家糖厂，有 50 万吨的甜菜糖产能。不过，公司近几个榨季的甜菜糖产销量也是逐年下降，08/09 榨季产量约 27 万吨，同比减少 10 万吨，2009 年上半年甜菜糖销售收入 5.72 亿元，同比减少 12%。公司甜菜糖产能规模和产销量的减少，与大股东和屯河本身的发展规划不符，预计未来公司进入甘蔗糖领域是可以预见的，并购可能是主要手段。谨慎起见，我们在对公司食糖业务预测时，暂未考虑并购因素。

表 3：甜菜糖产销情况预测

	2008	2009E	2010E	2011E
销售量 (万吨)	41.00	30.00	28.00	28.00
YOY (%)	-6.82%	-26.83%	-6.67%	0.00%
销售均价 (美元/吨)	3180.00	3200.00	3800.00	3600.00
年度销售收入 (百万元)	1303.80	960.00	1064.00	1008.00
YOY (%)		-26.37%	10.83%	-5.26%
甘蔗收购价格 (元/吨)	270	320	300	290
折酱率	7.5	7.5	7.5	7.5

吨糖原料成本(元/吨)	2025	2400	2250	2175
其它成本(元/吨)	440	450	450	450
吨糖成本(元/吨)	2465	2850	2700	2625
<b>年度成本合计(百万元)</b>	<b>1010.65</b>	<b>855</b>	<b>756</b>	<b>735</b>
<b>年度毛利(百万元)</b>	<b>293.15</b>	<b>105</b>	<b>308</b>	<b>273</b>
<b>年度综合毛利率(%)</b>	<b>22.48%</b>	<b>10.94%</b>	<b>28.95%</b>	<b>27.08%</b>

资料来源：东莞证券研发中心

### 3.3.林果：也蕴含着较大的发展空间

新疆也蕴含丰富的林果资源。2008年，新疆全区林果总面积超过1450万亩（今年预计突破1500万亩），在遭受了早春严重冻害的情况下，果品总量仍然达到460万吨，年产值达128亿元。

中粮屯河旗下拥有4家果品加工企业，10万吨鲜杏的加工能力，具有2万吨杏浆的年生产能力，主要产品杏浆远销欧洲、俄罗斯等地区和国家，是世界知名的杏浆产品供应商。

近几年，公司林果制品收入基本在8000万元左右，占主营收入份额很小。不过，依托新疆丰富的林果资源，该业务也有较大的做大空间，而近期公司推出的番茄酱和杏汁下游产品，打造“从田间到餐桌”的全产业链模式，也暗示了未来的发展思路。

表4：林果制品产销情况预测

	2008	2009E	2010E	2011E
年度销售收入(百万元)	79.29	80.00	90.00	100.00
YOY (%)		0.90%	12.50%	11.11%
年度毛利(百万元)	28.12	21.6	24.3	28
年度综合毛利率(%)	35.47%	27.00%	27.00%	28.00%

资料来源：东莞证券研发中心

## 4.盈利预测及估值探讨

值得关注的是，还有公司的对屯河水泥的投资收益。公司持有49%股份的屯河水泥屯河水泥。屯河水泥2008年实现净利润14832万元，中粮屯河获得7268万元投资收益，同比增长200.25%。2009年上半年，公司再次获得屯河水泥2575万元的投资收益，占公司总的净利润的16.43%。我们对公司的该项投资未来进一步看好，主要在于国家振兴新疆的战略规划即将推出，预计对新疆的基建的投入是重要一项。

还有一点需要说明的是，我们对公司主营业务的预测，并没有考虑对食糖业务的并购，对番茄酱和林果加工向下游延伸的深加工业务也谨慎起见，没有考虑。从中长期看，这些都是公司利润的重要增量。

经过分析假设，我们预计09-11年的每股收益分别为0.39元、0.54元和0.56元，动态市盈率（对应2010年）约28倍，基本处于合理水平。但考虑到公司的大股东背景、行业地位以及中长期发展前景，我们维持“谨慎推荐”评级，具有良好的中长期投资价值。另外，国家对新疆的支持，也给公司带来丰富的短期交易性机会。

风险因素：番茄酱和食糖加工业的景气度下滑。

附表：中粮屯河财务报表预测

利润表：					现金流量表：				
科目(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	科目(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	3,430	3,596	3,732	3,841	净利润	319	399	556	579
营业成本	2,369	2,529	2,491	2,564	折旧与摊销	298	241	276	294
营业税金及附加	20	22	19	19	财务支出	135	125	122	128
销售费用	365	324	336	346	投资损失	-76	-80	-85	-90
管理费用	217	288	299	307	净营运资本变动	-694	478	-148	-50
财务费用	159	120	118	116	经营性现金流	-9	1,163	721	861
资产减值损失	92	4	0	0	资本支出	-699	-572	-470	-488
其他经营收益	67	80	85	90	其它投资	41	80	85	90
营业利润	274	389	556	579	投资性现金流	-659	-492	-385	-398
利润总额	314	399	556	579	股权融资	0	-17	0	0
减 所得税	-5	0	0	0	债券融资	3,908	-178	81	64
净利润	319	399	556	579	股利分配及其它	-118	-125	-122	-128
少数股东损益	8	8	11	12	筹资性现金流	3,790	-319	-42	-64
归母公司净利润	311	391	545	568	货币资金变动	3,123	352	294	399
资产负债表：					主要财务比率：				
科目(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	科目(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	197	549	843	1,242	成长能力 (YOY)				
应收账款	655	360	373	384	营业收入	15.2%	4.8%	3.8%	2.9%
预付账款	145	152	149	154	营业利润	16%	41.9%	42.8%	4.2%
存货	1,697	1,798	1,866	1,921	归母公司净利润	25.6%	25.9%	39.2%	4.2%
其它	242	201	82	85	盈利能力				
流动资产合计	2,936	3,059	3,314	3,785	销售毛利率	30.9%	29.7%	33.3%	33.2%
长期股权投资	234	230	230	230	销售净利率	9.1%	10.9%	14.6%	14.8%
固定资产合计	2,670	3,000	3,200	3,400	ROE	10.8%	12.0%	14.3%	13.0%
长期待摊费用	1	0	0	0	ROIC	11.9%	8.7%	8.0%	9.7%
其它	245	254	248	242	偿债能力				
非流动资产合计	3,149	3,485	3,679	3,873	资产负债率	8.7%	8.0%	9.7%	9.0%
资产总计	6,085	6,544	6,993	7,658	流动比率	1.00	0.98	1.10	1.23
短期借款	2,175	2,086	2,165	2,228	速动比率	0.42	0.41	0.48	0.60
应付账款	567	632	498	513	营运能力 (次)				
预收款项	28	38	37	38	资产周转率	0.63	0.57	0.55	0.52
其它	168	353	300	306	存货周转率	1.49	1.45	1.36	1.35
流动负债合计	2,938	3,109	3,000	3,085	应收账款周转率	7.31	7.09	10.19	10.14
长期借款	125	36	37	38	每股指标 (元)				
其它	56	155	70	70	每股收益	0.31	0.39	0.54	0.56
非流动负债合计	181	191	107	108	每股经营现金流	-0.01	1.16	0.72	0.86
负债合计	3,129	3,216	3,108	3,194	每股净资产	2.87	3.24	3.78	4.34

请参阅最后一页的免责声明

实收资本	1,006	1,006	1,006	1,006	每股股利	0.07	0.00	0.00	0.00
资本公积	1,410	1,393	1,393	1,393	<b>估值指标（倍）</b>				
留存收益及其它	532	931	1,487	2,066	PE	47.32	37.60	27.01	25.92
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,947</b>	<b>3,330</b>	<b>3,886</b>	<b>4,465</b>	PB	5.09	4.52	3.87	3.37
<b>负债和权益总计</b>	<b>6,076</b>	<b>6,545</b>	<b>6,994</b>	<b>7,659</b>	EV/EBITDA	22.32	25.02	19.52	18.78

资料来源：东莞证券研发中心

## 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 ±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 ±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

网址：www.dgzq.com.cn