

全球最大的牛磺酸生产商

永安药业 (002365) 新股询价报告

投资要点:

- 公司基本情况。公司集中在牛磺酸的研发、生产和销售，该产品的销售收入和毛利占同期经营数据的比例超过99%，且以出口为主，出口收入占到总收入的80%以上。2006~2009年收入复合增长率为25.27%，而同期净利润的复合增长率为20.2%。
- 技术优势明显，为全球最大牛磺酸生产商。公司自创了以环氧乙烷为主要原料生产合成牛磺酸，是全球采用此工艺生产牛磺酸最具代表性的企业，这也是最近几年发展起来的新技术，有利于公司显著降低原材料成本波动。同时，公司研制出具备专利的球形颗粒牛磺酸，使以往因客户长途运输、长期贮存致使产品结块的技术难题得以攻克。而在成本上面，公司也具有明显的优势，毛利率要高出同行业其他公司近30个百分点，盈利能力突出。

技术、成本上的优势赋予了公司行业内的垄断地位，永安药业目前是全球最大的牛磺酸生产国和出口国，从08年国内总产量来看，公司产量占据了46.8%；从出口统计数据看，牛磺酸产品的出口市场占有率为2006年33.6%提高到2008年的48.8%，市场占有率提升较快。

- 估值情况。我们预计公司2010~2012年的EPS为1.14、1.39、1.79元/股，综合比较各种估值结果，我们认为永安药业最终合理价值水平在29.37~36.48元/股之间。
- 风险因素：牛磺酸产品价格波动影响较大的风险、全球性金融危机及外汇冲击风险、主要原材料价格波动风险、对环氧乙烷主要供应商存在一定依赖的风险、环保政策风险等。

公司主要财务指标预测表

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	310	450	540	648
同比%	-30.66	45.00	20.00	20.00
归属母公司净利润(百万元)	65	107	130	168
同比%	-36.59	63.76	22.05	28.95
毛利率%	33.10	36.60	37.62	38.64
ROE%	20.07	9.47	10.47	12.04
每股收益(元)	0.93	1.14	1.39	1.79
每股净资产(元)	4.63	12.03	13.28	14.90
市盈率(倍)	32.28	26.33	21.57	16.73
市净率(倍)	6.48	2.49	2.26	2.01

资料来源：东莞证券研发中心、Wind资讯

询价区间：29.37~36.48元

2010年2月10日

俞春燕、谭小兵
电话：0769-22119455
邮箱：txb@dgzq.com.cn

主要数据 2009年2月10日

发行价(元)	-
发行前总股本(万股)	7000
本次发行股数(万股)	2350
发行后总股本(万股)	9350

股价走势

相关报告

目 录

1、估值与投资建议	4
1.1 关键假设	4
1.2 相对估值法	4
1.3 绝对估值法	5
1.4 投资建议	6
2. 公司基本情况	7
2.1 公司发展历程	7
2.2 主营业务概况	7
2.3 公司经营分析	8
3. 全球最大的牛磺酸生产商	8
3.1 牛磺酸下游需求强劲，中国企业占有绝对优势	8
3.2 技术、规模优势明显，市场占有率节节上升	9
4. 募集资金投向	10
5. 风险因素	11
5.1 牛磺酸产品价格波动影响较大的风险	11
5.2 全球性金融危机及外汇冲击的风险	11
5.3 主要原材料价格波动的风险	11
5.4 对环氧乙烷的主要供应商存在一定依赖的风险	11
5.5 环保政策风险	12

插图目录

图 1: 公司的股权结构	7
图 2: 公司出口收入占营业收入 80%以上	8
图 3: 主要出口地为美国和欧洲	8
图 4: 公司近年业绩情况 (万元, %)	8
图 5: 牛磺酸主要生产商出口份额	10
图 6: 2008 年我国牛磺酸生产厂商产量分布	10

表格目录

表 1: 同行业上市公司估值对比	4
表 2: 09 年已上市的中小板公司发行价市盈率情况	5
表 3: 自由现金流量 (百万元)	5
表 4: 假设、结果及敏感性分析	5
表 5: “环氧乙烷”法与“乙醇胺”法工艺对比	10
表 6: 募集资金运用情况	11

1、估值与投资建议

1.1 关键假设

☆ 根据公司募投项目的投产情况，以及过去3年公司产销量的增速，我们预计公司2010年基本恢复2008年的销售规模，而2011~2012年在新投入产品环氧乙烷及牛磺酸下游产品的拉动下保持着20%的行业平均销售增速。

☆ 在全球经济回暖背景下，牛磺酸产品出口的触底回升，我们预计2010年综合毛利率大致恢复至2008年的水平，而2011~2012年在自产原材料环氧乙烷陆续投产的情况下，毛利率大致呈1%的速度增长。

☆ 费用方面假定受到销售规模扩大影响，假设2010~2012年销售费用率维持在5%，管理费用率维持在4%，基本持平前三年的数据。

☆ 公司的税收优惠不变，仍保持15%的所得税率。

1.2 相对估值法

预计公司2010~2012年摊薄后EPS分别为1.14、1.39、1.79元/股，2009~2012年的年复合增长率达到37.11%。公司作为全球最大的牛磺酸上市公司，严格意义上无法找到完全可比公司，但公司产品下游链主要为食品、医药，因此可以一定程度上参考保龄宝、星湖科技、安琪酵母、新和成、广济药业、鑫富药业等性质类似的六家企业，特别是保龄宝，属于09年在中小板上市的企业，且下游客户与公司类同，故我们在估值指标选择上更倾向于其。同时由于公司属于中小板，我们还参考了09年上市中小板公司发行市盈率情况。

表1：同行业上市公司估值对比

代码	名称	收盘价 (元)	EPS			市盈率		
			2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2010E
002286	保龄宝	20.56	0.58	0.88	1.43	35.45	23.36	14.38
600866	星湖科技	12.01	0.42	0.78	1.09	28.60	15.40	11.02
600298	安琪酵母	31.65	0.77	1.05	1.3	41.10	30.14	24.35
002001	新和成	44.4	3.15	4.36	4.98	14.10	10.18	8.92
000952	广济药业	14.33	0.15	0.35	0.49	95.53	40.94	29.24
002019	鑫富药业	20.42	0.15	0.3	0.38	136.13	68.07	53.74
平均						58.48	31.35	23.61

注：保龄宝的收盘价用的是其发行价格

数据来源：东莞证券研究所、Wind资讯

上述可比公司2010年动态市盈率在15~68倍范围内，09年至今已上市的85家中小板公司发行价对应的2010年市盈率平均值为27.78倍。考虑到公司工艺技术优势明显，产品下游需求强劲，且公司盈利能力强，毛利率要高出同行业其他公司近30个百分点，综合给予公司2010年24~32倍市盈率，对应股价区间为27.36~36.48元。

表 2: 09 年已上市的中小板公司发行价市盈率情况

	2009E	2010E	2011E
最小值	22.05	17.04	12.50
最大值	58.94	42.15	39.68
中值	36.78	27.78	21.49

数据来源: 东莞证券研究所、Wind资讯

1.3 绝对估值法

在对三大表进行预测的基础上, 我们对公司进行DCF估值, 假设条件及结果如表3、表4, 最后得出永安药业的每股合理价值为29.37元, 合理的波动区间为27.69~32.66元。

表 3: 自由现金流量 (百万元)

	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
NOPLAT	64.01	105.55	129.05	157.71	183.66	202.03	222.23
折旧与摊销	11.84	21.20	25.64	28.27	30.11	31.41	31.41
营运资金净变动	-40.48	-17.26	-10.89	-13.13	-10.81	-6.23	-6.35
资本支出	-45.98	-113.78	-72.47	-69.62	-24.58	-34.04	-37.68
自由现金流	-10.60	-4.30	71.33	103.23	178.39	193.17	209.61

数据来源: 东莞证券研究所、Wind资讯

表 4: 假设、结果及敏感性分析

主要估值参数假设及结果				敏感性分析						
无风险利率 (%)	2.25	永续增长率 (%)	2.00	29.37	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%	6.00%
市场风险溢价 (%)	7.50	预测期现值合计(百万元)	647.96	7.50%	31.56	35.82	41.99	51.67	69.10	109.76
BETA 值	1.00	后续期现值(百万元)	2021.8	8.00%	29.13	32.66	37.60	45.02	57.38	82.09
股权成本 (%)	9.00	非经营性资产(百万元)	76.74	8.50%	27.02	29.98	34.02	39.84	49.00	65.49
所得税率 (%)	25.00	债务价值(百万元)	0.00	9.00%	25.18	27.69	31.03	35.70	42.72	54.41
税前债务成本 (%)	5.50	少数股东权益比例 (%)	0.00%	9.50%	23.56	25.70	28.50	32.32	37.83	46.50
税后债务成本 (%)	4.13	股东权益价值(百万元)	2746.5	10.00%	22.11	23.96	26.33	29.49	33.92	40.56
权益比例 (%)	80.00	总股本(万股)	9350	10.50%	20.82	22.43	24.45	27.11	30.72	35.94
目标债务比例 (%)	20.00	每股价值(元)	29.37	11.00%	19.67	21.06	22.81	25.06	28.05	32.25

加权平均
资本成本 8.03
(%)

数据来源：东莞证券研究所

1.4 投资建议

综合比较各种估值结果，取相对估值区间的上限36.48元作为公司合理价值的上限，取DCF绝对估值的股权价值29.37元作为公司合理价值的下限，则我们认为公司最终合理价值水平在29.37~36.48元/股之间。

相对应地，公司2010年市盈率区间为25.76~32倍，2011年市盈率区间为21.13~26.24倍，2012年市盈率区间为16.4~20.38倍。

2. 公司基本情况

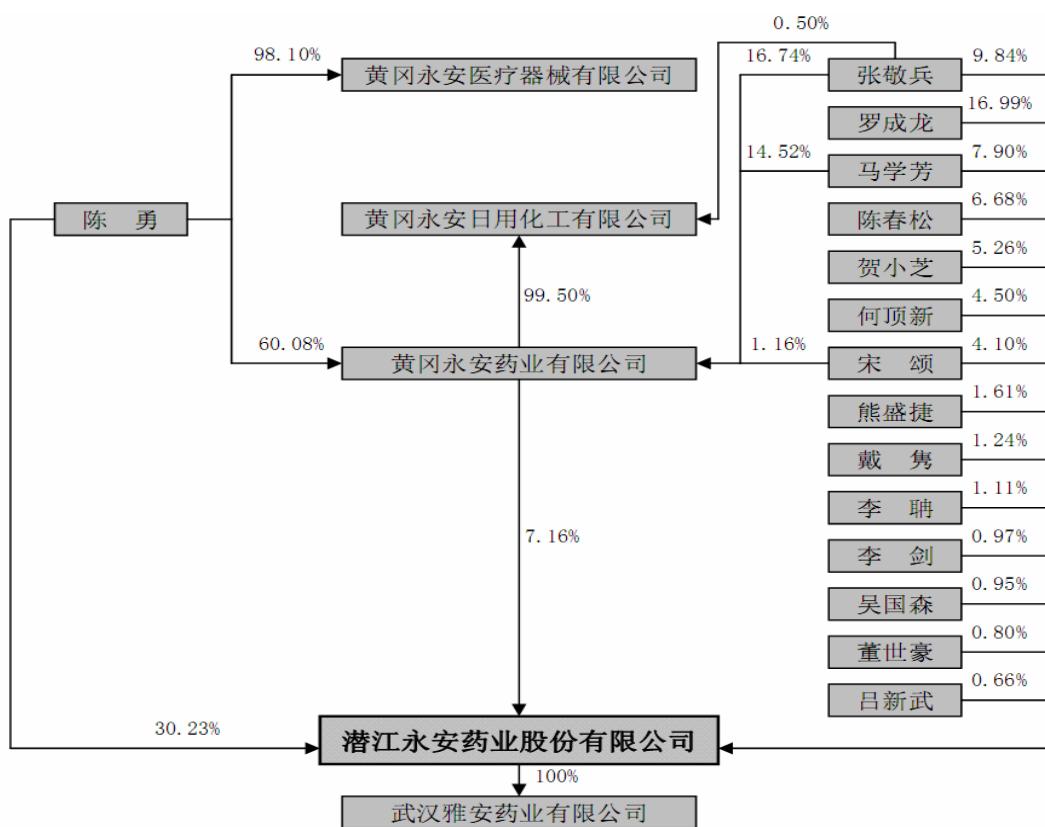
2.1 公司发展历程

公司成立于2001年，是一家拥有自营进出口权的高新技术企业。公司具有雄厚的技术开发能力，技术中心被认定为省级企业技术中心，运用自创工艺技术“环氧乙烷法”生产主要产品牛磺酸，其被广泛应用于医药、食品添加剂、饲料及表面活性剂、增白剂等领域，且应用范围和市场需求日趋扩大，近年来产品一直供不应求。

目前牛磺酸产品的主要生产企业均在我国，公司为国内乃至全球牛磺酸行业的龙头企业，现有牛磺酸生产能力21000t/a左右，产量占国内总产量50%以上。

发行前，陈勇直接持有30.23%的股份，通过黄冈永安间接持有4.30%的股份，合计持有34.53%的股份，为公司第一大股东和实际控制人。本次发行后陈勇合计持股比例将下降至25.84%，仍为公司实际控制人。

图1：公司的股权结构



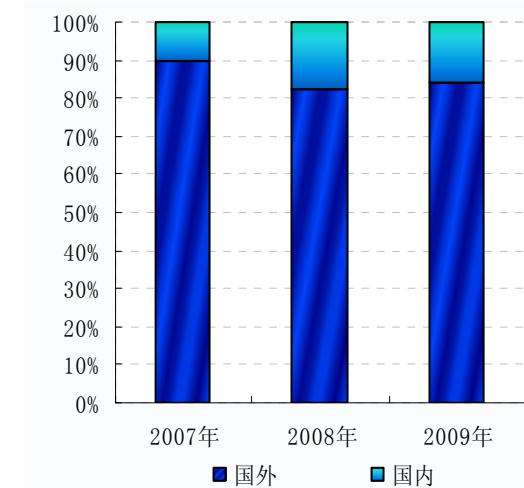
资料来源：东莞证券研究所、招股说明书

1.2 主营业务概况

公司目前主营业务集中在牛磺酸的研发、生产和销售，该产品的销售收入和毛利占同期经营数据的比例超过99%。同时其作为食品添加剂以出口为主，出口收入占到总收入

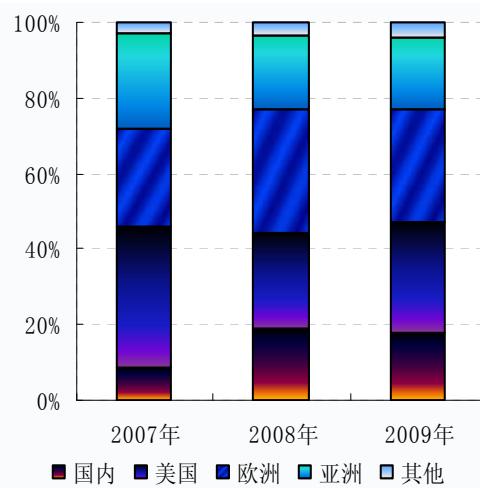
的80%以上,出口地集中在美国和欧洲,目前两地的出口量占总生产量的比例已超过50%。

图 2: 公司出口收入占营业收入 80%以上



资料来源: 东莞证券研究所, 招股说明书

图 3: 主要出口地为美国和欧洲



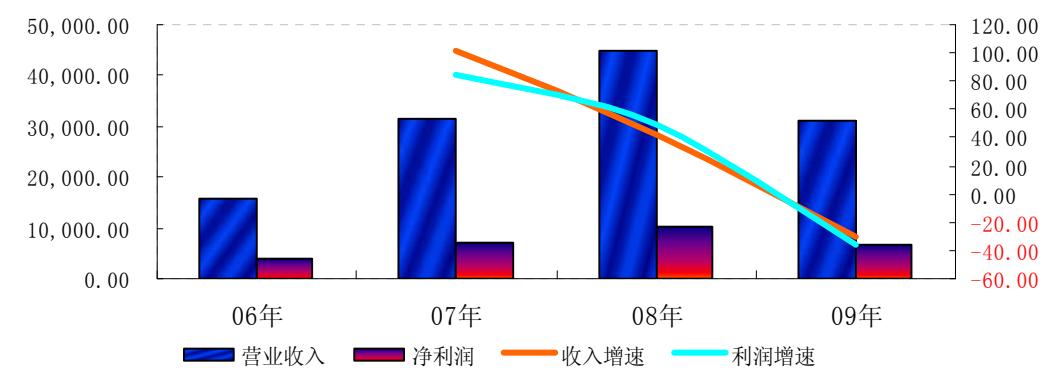
资料来源: 东莞证券研究所, 招股说明书

1.3 公司经营分析

公司 2006~2009 年收入复合增长率为 25.27%, 而同期净利润的复合增长率为 20.2%。不过由于金融危机的突袭, 牛磺酸 2009 年的价格出现了大幅下滑, 国内平均价格从 08 年的近 3 万元/吨下降至 09 年的 1.6 万元/吨, 国外出口价从 08 年的高位 4.7 美元/KG 降至 09 年中旬的 2.2 美元/KG, 虽然在销量大幅提升 30% 的作用下, 09 年全年的收入和净利润仍然同比减少了 30.66%、36.59%。

但自 2009 年 9 月开始, 牛磺酸产品价格开始呈现企稳上升态势, 2009 年 12 月牛磺酸产品价格达 2.42 美元/公斤左右, 这为今年业绩出现恢复性增长创造了良好的条件。

图 4: 公司近年业绩情况 (万元, %)



资料来源: 东莞证券研究所, 招股说明书

3. 全球最大的牛磺酸生产商

3.1 牛磺酸下游需求强劲, 中国企业占有绝对优势

★ 牛磺酸用途广泛，下游需求强劲

牛磺酸，又名牛胆酸、牛胆碱、牛胆素，是一种非蛋白质类氨基酸，国内外研究表明，牛磺酸是人体内具有多种生理功能的氨基酸，在人体内起重要作用。能促进婴幼儿大脑发育及对钙、脂肪和纤维素的吸收，能维持婴幼儿视网膜生理机能，保持和增强视力，能调节神经传导系统，能在人体内脂质和磷质代谢中及对心脏、肝脏、内分泌机能中起重要的生理和药理作用，能促进体内代谢，增强体质，解除疲劳，提高工作效率。牛磺酸这些独特生理、药理功能决定了它具有广泛的应用领域和市场，据中国化工信息中心的统计资料，目前国际市场中牛磺酸约 45%用于饮料，30%用于宠物食品，14%用于保健食品，8%用于饲料，2%用于药品，1%用于如活性染料的制备和其他有机化合物的合成其他领域。

基于牛磺酸消费具有刚性特征，随着科技的进步及其功用的进一步发掘，牛磺酸综合开发利用大大得到了提高，从传统的行业逐渐扩展到农业、水产业以及化学工业等领域，需求保持着快速增长态势。根据中国化工信息中心数据显示，2007 年牛磺酸全球需求量为 58000 吨，2008 年约 70000 吨，预计 2010 年全球需求量将超过 100000 吨，年均复合增长率达 20%，并且市场供需缺口逐渐加大，目前仍存在 30000 吨左右的缺口。

★★ 中国是全球最大的生产国和出口国

由于原材料、成本、制造工艺等方面原因，牛磺酸制造逐渐向中国转移，据相关资料显示，近年来我国牛磺酸的产量大幅度增长，从 2001 年的 7000 吨到 2008 年的 33800 吨，年均复合增长率超过 25%，而 2008 年全球牛磺酸产量约 40000 吨，中国企业产量占比在 80% 以上，是目前全球最大的牛磺酸生产国和出口国。产量尚不足以满足日本国内市场的需求，仍需从中国大量进口。

除中国企业外，仅有日本等国有少量生产。现日本主要生产企业有 Taisho (大正公司)、Sogo (相互工业)、Honjo (本庄化成)，其中大正公司自产自用，其他两家生产的牛磺酸也仅在日本国内销售，合计年产量在 5000 吨左右。

3.2 技术、规模优势明显，市场占有率先节节上升

◆ 公司技术优势领先

目前工业上牛磺酸的化学合成方法主要有二氯乙烷法、乙醇胺法和乙醇亚胺法三种。二氯乙烷法和乙醇亚胺法原料剧毒、收率低，所以乙醇胺法成为当今国际上牛磺酸生产企业采用最多的一种生产方法，该方法原料易得，合成工艺简单，设备投资少。

而公司自创了以环氧乙烷为主要原料生产合成牛磺酸，是全球采用此工艺生产牛磺酸最具代表性的企业，这也是最近几年发展起来的新技术，其优点是成本低、消耗少、收率高、周期短、投资回报率高、适合大规模生产以及对环境影响较小等，技术领先优势明显，具有强大的生产力，是公司的生产能力得以成倍扩增的重要保障。

此外，公司依据原有领先工艺，针对业内现有牛磺酸产品存在“针状结晶流动性、分散性、溶解性差，影响使用效果”问题，经研究提出了一套生产球形颗粒牛磺酸的技术方案，使以往因客户长途运输、长期贮存致使产品结块的技术难题得以攻克。公司独创的“一种球状颗粒牛磺酸及其制备方法”已于 2008 年 7 月 2 日获国家知识产权局核发的《发明专利证书》。

表 5: “环氧乙烷”法与“乙醇胺”法工艺对比

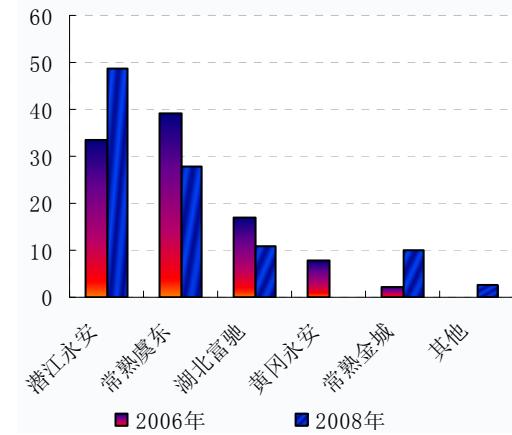
项目	环氧乙烷	乙醇胺
生产成本	原料成本约占 60%	原料成本约占 85%
产品收率	收率超过 80%以上	收率在 65%左右
生产周期	30 小时	52 小时
产能	一条生产线可产 5000t/a	一条生产线产 800t/a
生产效率	自动化程度高, 人均生产 50t/a	自动化程度低, 人均生产 15t/a
环保成本	结晶母液闭路循环, 无废液排出, 产生的废渣主要成份为硫酸钠, 经再次加工可作工业原料出售, 实现清洁化生产	废物排放量较大

资料来源: 东莞证券研究所、招股说明书

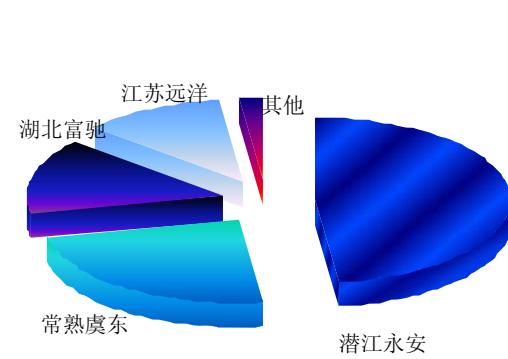
◆◆ 公司产量几乎占据了国内半壁江山

自 2001 年 9 月公司成功完成生产线建设并实现产品下线以来, 产能已从最初的 2000t/a 扩增到目前的 21000t/a, 成为全球最大的牛磺酸生产基地。而从国内的竞争格局来看, 目前已形成潜江永安、常熟虞东、湖北富驰及江苏远洋四家企业寡头竞争局面。从 08 年国内总产量来看, 公司占据了 46.8%, 无论技术上、成本上还是规模上, 都占据了绝对的优势。

我国生产的牛磺酸 90% 左右出口, 是目前全球最大的牛磺酸生产国和出口国。根据《中国牛磺酸市场调研报告》统计的数据, 公司牛磺酸产品的出口市场占有率为 2006 年 33.6% 提高到 2008 年的 48.8%, 市场占有提升较快。

图 5: 牛磺酸主要生产商出口份额


资料来源: 东莞证券研究所, 招股说明书

图 6: 2008 年我国牛磺酸生产厂商产量分布


资料来源: 东莞证券研究所, 招股说明书

4. 募集资金投向

本次拟募集资金 4.3 亿元, 主要投向三个方面, 包括年产生产环氧乙烷项目、年产 1 万吨球形颗粒牛磺酸项目及其下游系列产品。其中, 年产生产环氧乙烷是为了解决公司外购受石油价格波动明显, 规避其对成本波动所带来的不利; 年产 1 万吨球形颗粒牛

磺酸项目解决了公司核心产品产能不足的困境；而牛磺酸下游系列产品的生产则进一步完善了公司纵向产业链，有利于巩固公司市场地位，改善公司产品结构，提升公司核心竞争力。

表 6：募集资金运用情况

排名	项目名称	总投资	建设期
1	年产 10,000 吨球形颗粒牛磺酸项目	15,000	1 年
2	酒精法生产环氧乙烷（牛磺酸配套原料）项目	18,000	2 年
3	牛磺酸下游系列产品生产建设项目	10,000	1 年
合计		43,000	

资料来源：东莞证券研究所、招股说明书

5. 风险因素

5.1 牛磺酸产品价格波动影响较大的风险

2006~2009年，公司牛磺酸产品的销售收入占同期营业收入的比例超过99%。产品结构的单一使公司的经营业绩过度依赖于牛磺酸产品，一旦牛磺酸产品的价格因市场和/或原材料供应等影响产生重大波动，将对本公司的经营业绩产生较大影响。

5.2 全球性金融危机及外汇冲击的风险

我国牛磺酸行业主要用于出口，而公司在2006~2009年产品出口销售收入占营业收入的比例分别为89.65%、82.36%和84.07%，在全球性金融危机的背景下，欧美等国的经济下滑直接影响我国的外贸出口，导致牛磺酸产品价格出现较大幅度的回落，公司2009年度营业收入和净利润较2008年度分别下降30.66%和36.59%。同时公司外销产品主要以美元结算，截至2009年12月31日，公司以美元结算的应收账款余额为479.36万美元，因此人民币汇率的波动也将在一定程度上影响本公司的盈利能力。

5.3 主要原材料价格波动的风险

公司用以生产牛磺酸产品的主要原材料为石化下游产品环氧乙烷，2006~2009年其年均消耗占公司生产成本的比例分别为51.41%、44.79%和42.92%。由于国际原油价格的剧烈波动，同期环氧乙烷的平均成本价格分别为12,695元/吨、14,502元/吨和8,623元/吨，出现一定幅度的波动。另外，环氧乙烷属易燃易爆品，不易大规模储存和囤积。因此，如果环氧乙烷价格发生重大波动，将对公司的生产成本和盈利产生较大影响。

5.4 对环氧乙烷的主要供应商存在一定依赖的风险

公司2007年度、2008年度和2009年度向中石化下属分公司购买的环氧乙烷分别占当期环氧乙烷采购总量的98.06%、97.79%和91.42%，占同期原材料采购金额的50.39%、

42.09%和40.84%。因此，本公司目前在环氧乙烷的原材料采购方面对中石化下属分公司存在一定的依赖。若中石化下属分公司不能按照合同约定及时按质、按量向本公司供应环氧乙烷，届时可能会对本公司的正常生产经营产生较大影响。

5.5 环保政策风险

公司在生产过程中产生的废水、废气、废渣和噪声等，如果处理不当将会污染环境，给人民生活和社会带来不良后果。随着我国政府对环境保护的日益重视和可持续发展战略的实施，国家和地方各级环保部门可能制定或颁布更为严格的环保标准，届时公司可能会提高在环保方面的技术和资金投入，这将导致公司经营成本的升高，从而对公司经营业绩产生一定的影响。

附表：财务报表预测与比例分析

利润表				现金流量表					
科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	310	450	540	648	净利润	65	107	130	168
营业成本	208	285	337	398	折旧与摊销	12	38	44	52
营业税金及附加	2	2	3	6	财务支出	0	0	0	0
销售费用	14	20	27	32	投资损失	0	0	0	0
管理费用	13	18	22	26	净营运资本变动	-40	-17	-11	-13
财务费用	-0	-1	-1	-12	经营活动现金流	36	127	163	207
资产减值损失	1	0	0	0	资本支出	-46	-114	-72	-70
其他经营收益	0	0	0	0	其它投资	0	0	0	0
营业利润	73	125	153	197	投资活动现金流	-46	-114	-72	-70
利润总额	75	125	153	197	股权融资	0	705	0	0
减 所得税	10	19	23	30	债券融资	0	0	0	0
净利润	65	107	130	168	股利分配及其它	-35	-11	-13	-17
减 少数股东损益	0	0	0	0	筹资活动现金流	-35	694	-13	-17
归母公司净利润	65	107	130	168	货币资金净变动	-45	708	78	120
资产负债表				主要财务比率					
科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	科目	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	77	784	862	983	成长能力(YOY)				
应收账款	48	67	81	97	营业收入	-30.66%	45.00%	20.00%	20.00%
预付账款	32	29	34	40	营业利润	-39.37%	72.63%	22.05%	28.95%
存货	9	13	16	19	归母公司净利润	-36.59%	63.76%	22.05%	28.95%
其它	1	2	3	3	盈利能力				
流动资产合计	167	896	996	1,142	销售毛利率	33.10%	36.60%	37.62%	38.64%
长期股权投资	0	3	3	3	销售净利率	20.96%	23.68%	24.08%	25.88%
固定资产合计	134	183	220	237	ROE	20.07%	9.47%	10.47%	12.04%
长期待摊费用	0	0	0	0	ROIC	22.72%	11.04%	12.22%	13.32%
其它	93	78	70	70	偿债能力				
非流动资产合计	227	264	293	310	资产负债率	17.72%	3.04%	3.58%	4.07%
资产总计	394	1,160	1,288	1,452	流动比率	5.45	25.44	21.58	19.34
短期借款	0	0	0	0	速动比率	5.14	25.06	21.23	19.01
应付账款	21	29	37	48	营运能力				
预收款项	1	1	2	2	资产周转率	0.80	0.58	0.44	0.47
其它	9	5	7	9	存货周转率	22.08	24.99	22.68	22.31
流动负债合计	31	35	46	59	应收账款周转率	8.23	7.82	7.27	7.27
长期借款	0	0	0	0	每股指标				
其它	34	39	0	0	每股收益	0.93	1.14	1.39	1.79
非流动负债合计	34	39	0	0	每股经营现金流	0.52	1.36	1.74	2.21
负债合计	70	35	46	59	每股净资产	4.63	12.03	13.28	14.90
实收资本	70	94	94	94	每股股利	0.20	0.11	0.14	0.18
资本公积	31	712	712	712	估值指标				
留存收益及其它	224	320	437	587	PE	32.28	26.33	21.57	16.73
所有者权益合计	324	1,125	1,242	1,393	PB	6.48	2.49	2.26	2.01

负债和权益总计	394	1,160	1,288	1,452
---------	-----	-------	-------	-------

EV/EBITDA	18.84	9.94	8.23	6.77
-----------	-------	------	------	------

资料来源：东莞证券研究所，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±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

东莞证券研究所

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