



解开毛利率之谜

——罗普斯金 (002333) 调研报告

2010年3月7日

强烈推荐/首次

罗普斯金 调研报告

报告摘要:

- 房地产市场对公司影响不大。**公司在房地产市场占比很低，市场调整对公司实际影响有限，且公司可以利用下游市场调整扩大市场份额，公司目前已经突破了500公里销售半径，未来进入中西部地区将会给公司带来较快增长，公司独特的营销模式将为公司快速发展奠定坚实基础。
- 产量三年翻一倍。**公司原有产能4万吨左右，2009年产能达到5.2万吨，随着募投项目的推进，2010年产能扩张到5.7万吨，2011年产能达到7万吨，2012年9.5万吨，全部产能将达产。我们预计2009-2012年产量为4.2、5.2、6.4、8.4，三年产量将翻一番。
- 公司毛利率的秘密。**公司毛利率连年提升，主要秘密在于公司能够通过不同的定价策略，保持对下游经销商的定价优势，在铝价上涨和下跌阶段，通过调整定价策略，保持较高的毛利率水平。
- 业绩预测、估值及评级。**公司2009、2010、2011年EPS分别为0.67、0.94、1.30元，结合相对估值和绝对估值测算，给予公司6个月目标价32元，距离现价26.31元还有21.6%的上涨空间，首次推荐给予“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	08A	09E	10E	11E
营业收入 (百万元)	812.71	934.50	1,352.0	1,728
增长率 (%)	3.4%	15.0%	44.7%	27.8%
净利润 (百万元)	55.11	104.90	147.92	203.43
增长率 (%)	4.6%	90.3%	41.0%	37.5%
每股收益(元)	0.47	0.669	0.943	1.297
净资产收益率 (%)	23.71%	28.66%	29.63%	29.82%
PE	55.98	39.33	27.89	20.28
PB	13.31	11.27	8.26	6.05

林阳

有色金属行业分析师

010-6650 7321

linyang@dxzq.net.cn

咨询证书编号: S1480208070051

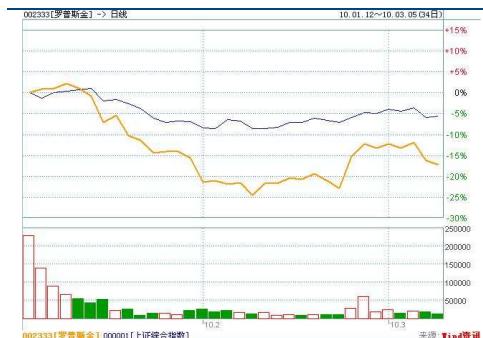
资产负债表数据 (3.07)

总资产 (百万元)	792.70
股东权益 (百万元)	366.05
每股净资产 (元)	2.33
市净率 (X)	11.27
负债率 (%)	53.94

交易数据

52周股价区间 (元)	30.27
总市值 (万元)	41.25
流通市值 (万元)	8.25
总股本/流通 A股	1.56/0.3136
流通 B股/H股	
52周日均换手率	390%

52周股价走势图



资料来源: wind

相关研究报告

目 录

1. 房地产市场调整对公司影响大吗?	4
1.1 铝建筑型材市场集中度很低.....	4
1.2 公司市场占比低, 且竞争力强.....	4
1.3 进军中西部, 突破销售半径.....	5
1.4 独特销售模式保证市场开拓.....	6
2. 产量三年翻一番.....	7
3. 毛利率之谜.....	9
3.1 谁在创造超额收益?	9
3.2 超额收益如何产生?	12
3.3 未来超额收益还在不在?	13
4. 业绩预测	14
5. 估值与评级.....	15
6. 风险因素	16

表格目录

表 1: 公司在各市场占有率情况.....	4
表 2: 公司毛利率、产品售价与行业内比较.....	4
表 3: 公司新股资金投资项目	8
表 4: 铝价不同阶段在不同定价基准条件下的公司与经销商利益对比表.....	12
表 5: 铝价不同阶段在不同定价基准条件下的公司与经销商利益对比表.....	13
表 6: 公司业绩预测假设表.....	14
表 7: 公司业绩预测表	15
表 8: 公司绝对估值表	15

插图目录

图 1: 铝建材公司专利数量对比图	5
图 2: 公司销售地区分布.....	6
图 3: 各地区 2009 年房地产投资增速对比	6
图 4: 公司销售半径内外销售占比 (“500 公里销售半径内” 指沪、苏、浙、皖三省一市)	6
图 5: 公司营销人员占总员工比例的行业对比图	7

图 6: 营销费用率的行业对比图	7
图 7: 公司未来三年的产量和产能预测图	7
图 8: 公司产能利用率和产销率历史趋势图	8
图 9: 公司建筑型材和工业材毛利率对比图	9
图 10: 公司毛利率历史趋势图	9
图 11: 公司单位产品生产成本结构图 单位: 元/吨	10
图 12: 公司单位产品生产费用结构图 单位: 元/吨	10
图 13: 公司单位产品毛利率变化图 单位: 元/吨	11
图 14: 公司生产费用和定价策略对毛利的影响对比图 单位: 元/吨	11
图 15: 铝棒价格不同阶段, 公司与下游经销商的利益对比图	12
图 16: 公司在不同阶段的定价策略与铝价趋势对比图	13

1. 房地产市场调整对公司影响大吗？

1.1 铝建筑型材市场集中度很低

公司主要产品为铝建筑型材，市场担心如果房地产市场出现调整，对公司下游将有比较大的影响，目前看来，全国铝建筑型材市场十分分散，截至 2008 年，中国在产的铝挤压厂约 680 家左右，合计产能约 1,050 万吨，平均产能 1.5 万吨国内目前规模较大的铝挤压材生产企业除公司外还有中国忠旺控股有限公司、山东南山实业股份有限公司、广东凤铝铝业有限公司、广东坚美铝型材厂有限公司、兴发铝业控股有限公司、福建省南平铝业有限公司等，可以看到除了长三角和珠三角有一些较大型企业外，其他地区均以一些中小厂为主，公司在主要市场中占有率最高的江苏市场也只有 6.55%。因此，在下游房地产行业出现调整的时候，首先受到影响的应该是技术含量最低的中小企业。

表 1：公司在各市场占有率情况

	地 区	市场占有率
主要市场	江苏	6.55%
	浙江	4.18%
	福建	3.51%
	安徽	1.62%
战略市场	上海	1.80%
	北京	0.28%
	辽宁	1.84%
	河北	0.59%
	山西	1.27%
	湖南	0.82%
	广东	0.60%
	云南	1.95%

资料来源：公司公告

1.2 公司市场占比低，且竞争力强

公司在建筑型材市场一直开拓中高端市场，公司产品技术含量高，售价也比一般产品高，因此，在下游房地产市场出现调整的时候，公司产品有足够竞争力来抢占市场。而且公司在城市房地产市场中主要产品为铝合金窗，铝合金门的需求主要集中在农村市场，受到政策调控影响较大的是城市房地产市场，国家建材下乡等扶持政策未来对公司门产品将有较大促进作用，公司可以通过调整产品结构来平滑下游市场的波动。

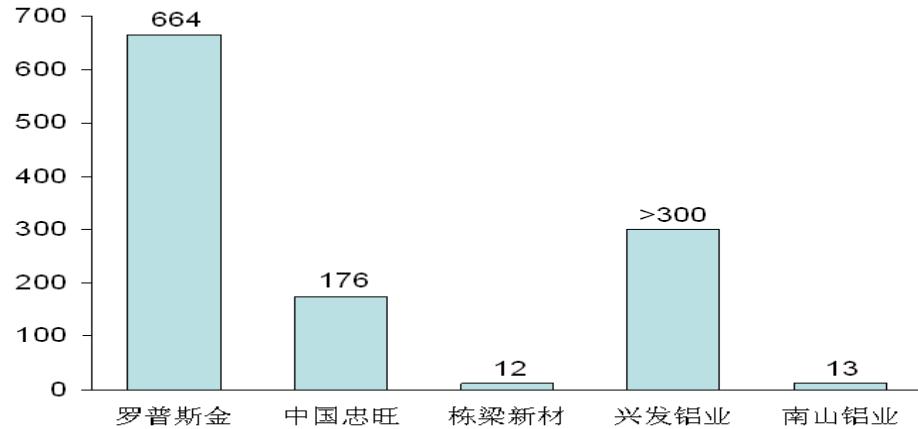
表 2：公司毛利率、产品售价与行业内比较

2008 年	毛利率	产品售价
中国忠旺	27.54	26,144
兴发铝业	8.2	22,441

栋梁新材	11.67	/
罗普斯金	19.73	24,669
2007 年	毛利率	产品售价
中国忠旺	21.47	24,468
兴发铝业	9.27	24,063
栋梁新材	9.05	/
罗普斯金	17.75	26,402
2006 年	毛利率	产品售价
中国忠旺	18.26	22,798
兴发铝业	7.33	24,266
栋梁新材	10.14	22,820
罗普斯金	12.92	25,290

资料来源：公司公告

从专利数量可以看出，公司在产品技术含量上占据了绝对优势。通过不断创新，公司在下游需求进入调整期的时候，更可以借机扩大市场范围，抢占其他中小企业的市场份额。

图 1：铝建材公司专利数量对比图


资料来源：公司公告

1.3 进军中西部，突破销售半径

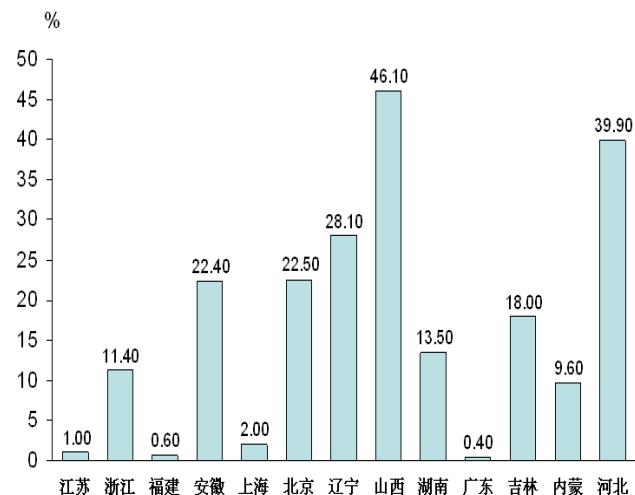
铝建筑型材的行业销售半径为 500 公里，而 60%以上生产商集中在东部沿海地区，据统计，全国共有 19 个省区拥有的铝建筑型材企业数量少于 10 家，其中如青海、黑龙江、贵州、内蒙古等省区分别仅有 2-3 家小生产厂商。在东部地区房地产市场遭遇调整的阶段，中西部地区的房地产市场，尤其是二三线城市的房地产市场仍有较大发展潜力。这就给能够突破销售半径的企业带来较大机遇，公司目前是国内少数能够突破 500 公里销售半径的公司。

图 2：公司销售地区分布



资料来源:公司公告

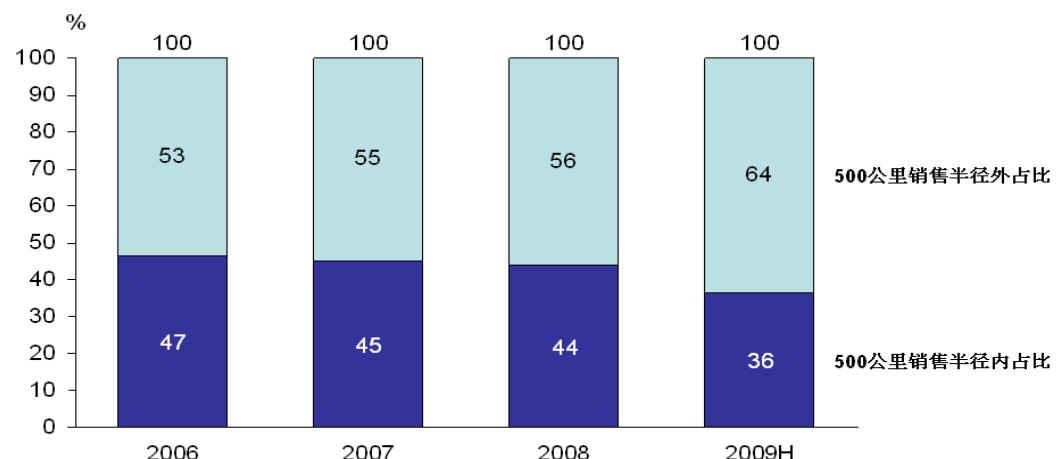
图 3：各地区 2009 年房地产投资增速对比



资料来源:国家统计局

在本次超募集资金投向中，公司计划在西南地区和西北地区建立两个物流中心，公司未来产品将直接发送到物流中心，由物流中心辐射周边地区，为公司进一步开发西部地区奠定了坚实基础，从公司历史数据来看，500 公里销售半径外销售占比逐年提高。

图 4：公司销售半径内外销售占比（“500 公里销售半径内”指沪、苏、浙、皖三省一市）



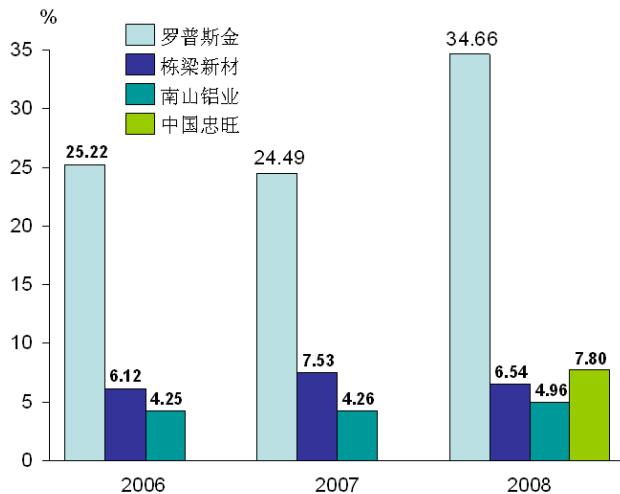
资料来源: 公司公告, 东兴证券

1.4 独特销售模式保证市场开拓

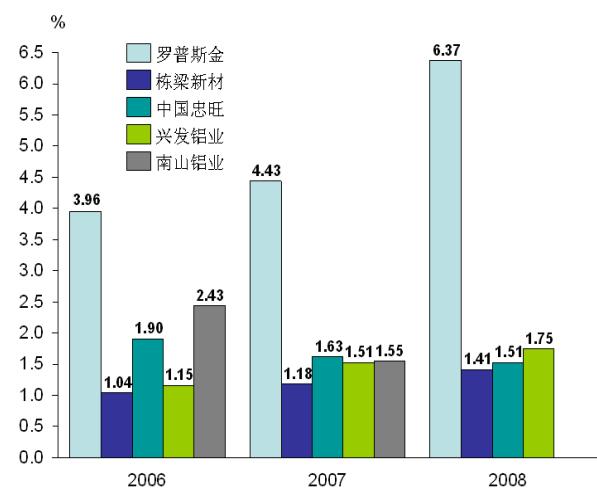
公司的销售模式不同于行业其他公司，主要采取营销人员与经销商同步发展的道路，不设总经销商，通过营销人员的服务支持建立伙伴式营销渠道。

这样做一方面能够直接掌握渠道，摒弃了总经销制度的弊病，另一方面通过加大营销力度，积极在各方面扶持经销商发展，最终实现共同发展的模式。公司营销人员数量明显高于行业水平，营销费用率也明显高于行业，正是由于销售模式的不同造就了公司领先于行业的营销能力。当下游需求不

景气的时候，更多比拼的是营销能力，而这恰恰是公司投入最大的领域，作为消费品营销，独特的营销模式是保证公司长远发展的核心竞争力之一。

图 5：公司营销人员占总员工比例的行业对比图


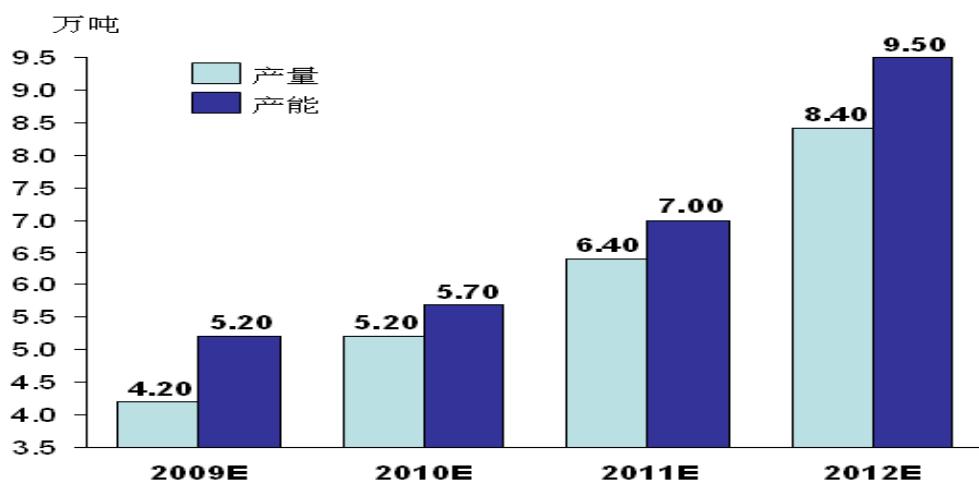
资料来源:公司公告, 东兴证券

图 6：营销费用率的行业对比图


资料来源:公司公告, 东兴证券

2. 产量三年翻一番

公司原有产能 4 万吨左右，2009 年产能达到 5.2 万吨，随着募投项目的推进，2010 年产能扩张到 5.7 万吨，2011 年产能达到 7 万吨，2012 年 9.5 万吨，全部产能将达产。我们预计 2009-2012 年产量为 4.2、5.2、6.4、8.4，三年产量将翻一番。

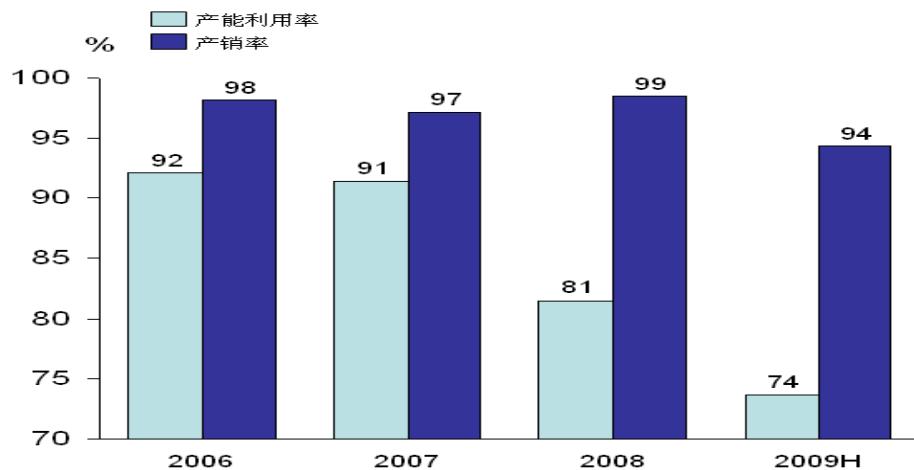
图 7：公司未来三年的产量和产能预测图


资料来源: 公司公告, 东兴证券

公司产品存在一定季节性变化，1 季度是产品销售淡季，2、3、4 季度是产品销售旺季，因此公司全年产能利用率平均在 90% 左右比较合理，2006、2007 年产能利用率比较正常，2008 年受到金

金融危机影响有一定下滑，2009年产能利用率将逐步回归正常水平，未来几年也将稳定在90%以上的水平。而公司产销率基本达到97%以上，产品供不应求的局面仍将延续。

图8：公司产能利用率和产销率历史趋势图



资料来源：公司公告，东兴证券

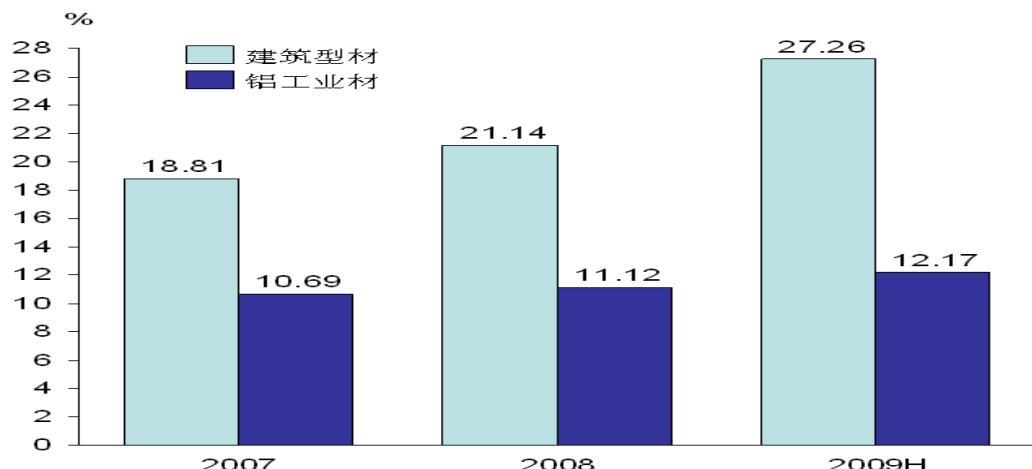
在新股募投项目中，5万吨产能中有2.3万吨投向建筑型材，有2.7万吨投向工业材。

表3：公司新股资金投资项目

2008年	产品名称	年产量 (吨)
铝建筑型材	建筑型材	10,000
	隔热型材	13,000
铝工业材	工业型材	21,000
	棒排材	3,000
	厚壁管材	2,000
	薄壁管材	1,000
合计		50,000

资料来源：公司公告，东兴证券

从公司目前的情况来看，建筑型材毛利率保持很高水平，而工业材由于初始规模有限，且下游厂商压价比较严重，导致产品毛利率较低，公司未来的重点仍将在建筑型材方面，工业材短期对公司利润贡献将不会很明显，且会拉低公司整体毛利率水平。

图 9：公司建筑型材和工业材毛利率对比图


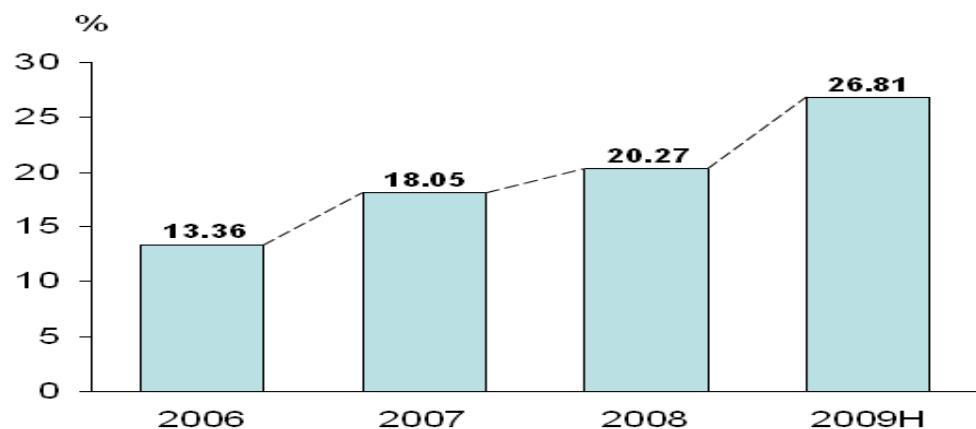
资料来源：公司公告，东兴证券

未来随着工业材规模扩大，公司在工业材产品的毛利率会有所提升，但达到建筑型材的水平将会比较困难。未来不排除根据两者发展状况，进行产能调整的可能。公司本次超募了4亿资金，未来可能会调整一部分资金继续增加产能，我们预计2年后公司产能和产量还有增加的可能。

3. 毛利率之谜

3.1 谁在创造超额收益？

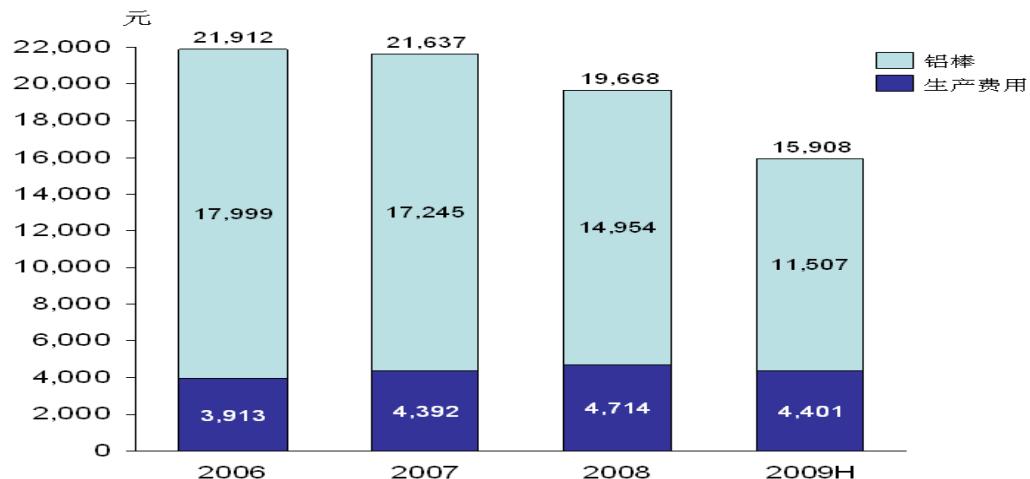
公司毛利率从历史来看逐年快速提升，对于制造业公司来说是比较少见的，那么公司毛利率为何能快速提升呢？

图 10：公司毛利率历史趋势图


资料来源：公司公告，东兴证券

首先，我们从生产成本结构来看，铝棒占较大比例，且波动较大，这是由于铝价格波动导致，生产费用保持相对稳定。

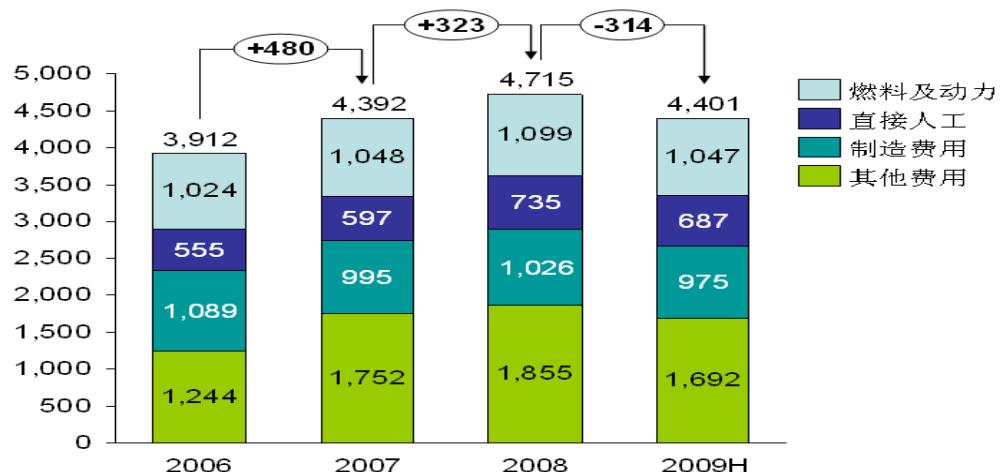
图 11：公司单位产品生产成本结构图 单位：元/吨



资料来源：公司公告，东兴证券

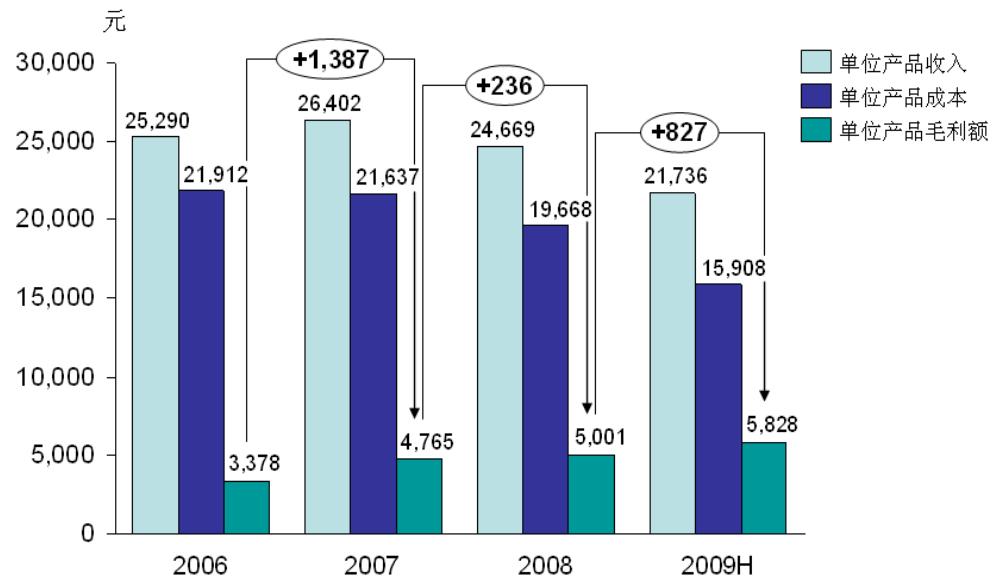
从生产费用历史变化趋势来看，由于没有 2005 年数据，我们无法计算 2006 年生产费用的变化，从 2007 年开始，我们看到，2007、2008 年生产费用是增加的，2009 年上半年随着规模效应体现，生产费用出现下降。2009 年上半年生产费用下降是规模效应的体现，2008 年公司增加了工资，导致人工成本有较大幅度上升。

图 12：公司单位产品生产费用结构图 单位：元/吨



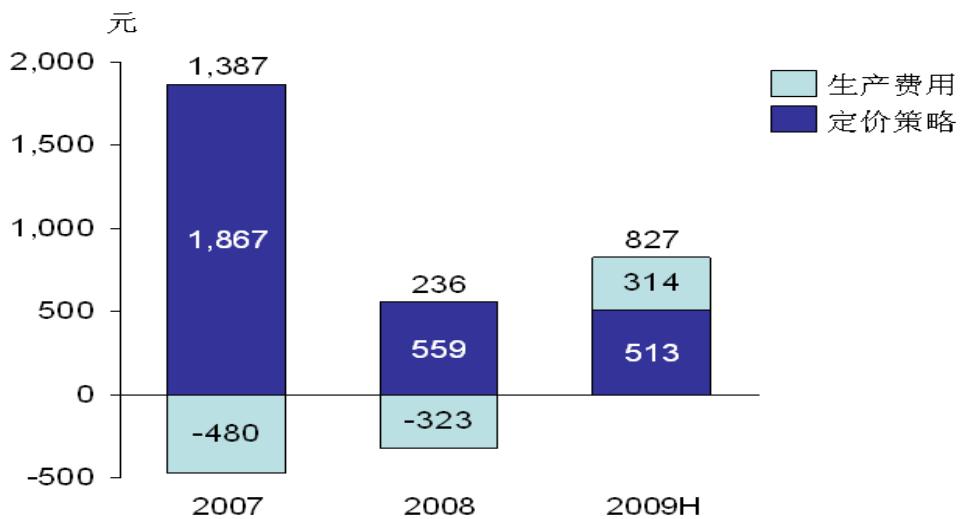
资料来源：公司公告，东兴证券

而公司同期的单位毛利是逐年增加的，2007 年增加 1387 元、2008 年增加 236 元、2009 年上半年增加 827 元。

图 13：公司单位产品毛利率变化图 单位：元/吨


资料来源：公司公告，东兴证券

进而，我们可以计算出非生产费用变动所带来的收益，而这个导致毛利率大幅上升的因素就是公司定价策略所带来的超额收益。

图 14：公司生产费用和定价策略对毛利的影响对比图 单位：元/吨


资料来源：公司公告，东兴证券

3.2 超额收益如何产生？

公司产品定价模式为：销售价格=铝棒价格+加工费，这一模式的关键就是铝棒价格的认定，主要原因是，公司产品从订单日到提货日一般需要 10 天左右的时间，在此期间铝棒价格随着铝价有可能存在较大波动（铝棒现货价格与铝现货价格走势高度一致），因此，价格波动风险由公司还是下游经销商承担将决定超额收益的归属。

一般来说，铝棒价格的定价基准有两种：以下单日铝棒价格定价、以提货日铝棒价格定价，下表列出了在铝棒价格处在不同阶段，不同定价基准定价的情况下，公司与下游经销商的利益对比。

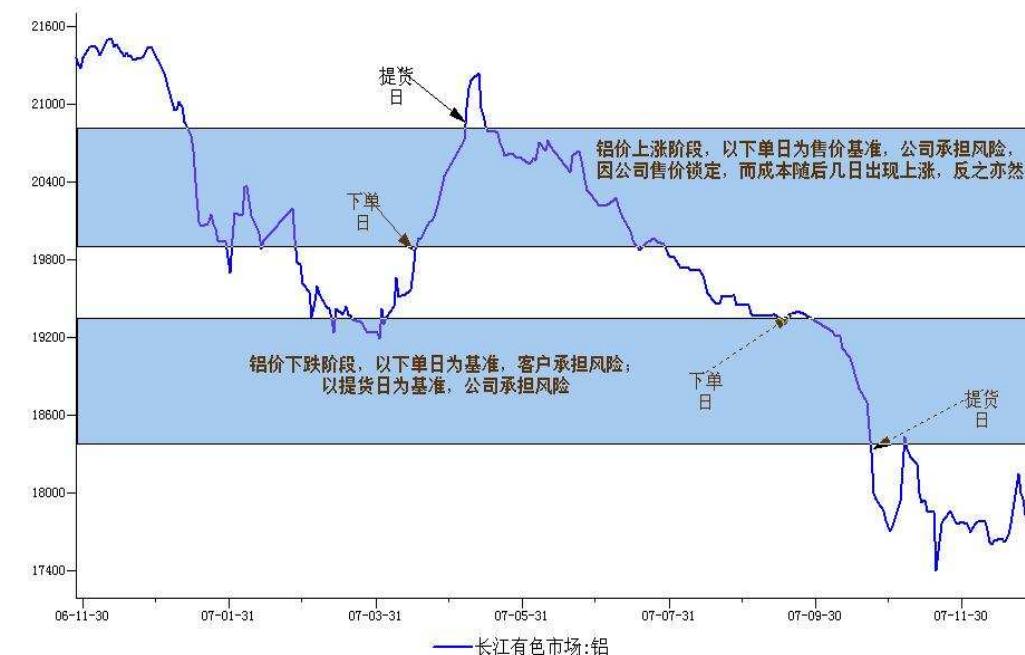
表 4：铝价不同阶段在不同定价基准条件下的公司与经销商利益对比表

铝价不同阶段	销售价格的定价基准	公司		下游经销商
		下单日定价	不利	
价格上涨	提货日定价	有利	不利	
	下单日定价	有利	不利	
价格下跌	提货日定价	不利	有利	
	下单日定价	有利	不利	

资料来源：东兴证券

简单来说，公司在铝棒涨的时候卖在涨的高点，铝棒跌的时候卖在跌的起点。具体说来，公司在铝棒价格的趋势性波动中，以高点定价为有利，因为公司可以卖到较高价格，而获得较低成本，也就是上涨阶段的高点在提货日，下跌阶段的高点在下单日，这两个时点对公司为有利。而下游经销商的情况正好相反。

图 15：铝棒价格不同阶段，公司与下游经销商的利益对比图



资料来源：东兴证券

我们来看，公司在过去几年中的定价策略和铝棒价格波动趋势的关系，是否公司处在有利位置？

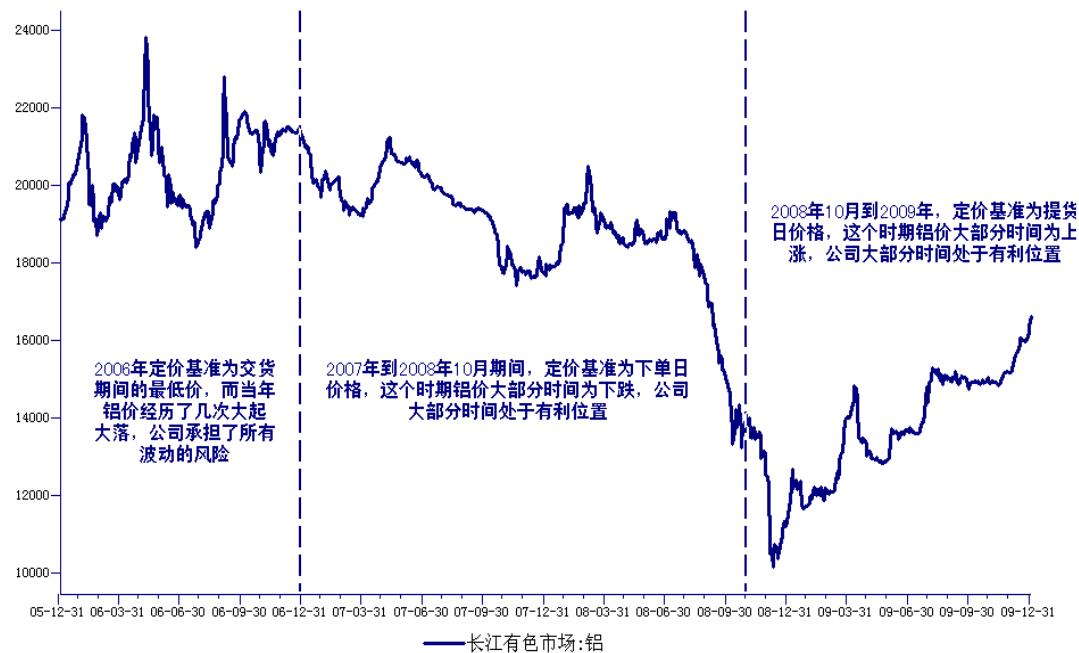
表 5：铝价不同阶段在不同定价基准条件下的公司与经销商利益对比表

时间段	铝棒价格趋势	定价基准	公司	下游经销商
2006	大起大落	下单日与提货日取最低	始终不利	始终有利
2007-2008.10	大部分时间下跌	下单日定价	大部分时间有利	大部分时间不利
2009	大部分时间上涨	提货日定价	大部分时间有利	大部分时间不利

资料来源：东兴证券

可以看到，在经历了 2006 年不利定价的情形以后，公司自 2007 年开始，在不同铝价走势阶段，均建立了有利于自己的定价策略，下跌阶段以下单日为基准，上涨阶段以提货日为基准，获得了较大的超额收益。

图 16：公司在不同阶段的定价策略与铝价趋势对比图



资料来源：东兴证券

3.3 未来超额收益还在不在？

通过上述分析，我们知道了公司毛利率提升的主要动力，是定价策略带来的超额收益和经营管理提高带来的生产费用降低。公司未来产能将逐步扩大，在中高端门窗领域仍将占据领导者位置，我们认为生产费用的降低将会延续。但想象空间最大的仍然是定价策略带来的超额收益，未来这个超额收益还在不在？

目前的提货日定价有利于公司的前提是铝价未来继续保持上涨趋势，从目前我们对铝价的判断来看，铝价在 2010 年继续大幅上涨的难度较大，从这个意义上来说，会在一定程度上削弱公司在定

价策略上的超额收益，如果未来铝价出现大幅调整，则对公司会较为不利。我们的观点是，2010年铝价将会保持在一个较高的水平，大幅下跌的空间并不大，对公司来说，目前定价策略风险并不大，只不过是超额收益空间会有所缩小。

另一个有利的方面是，公司具有绝对的定价控制权，即使未来铝价进入中期下跌周期，公司有能力调整定价策略，将定价基准调整为下单日价格为基准，确保公司一直处于有利位置，这必将带来新的超额收益空间。

因此，我们并不担心公司超额收益的可持续性，只要铝市场存在较为明显的趋势性波动，公司就有通过调整定价策略的方法赚取较大超额收益的机会，如果铝市场进入较为平稳的阶段，公司则可通过“大涨小回”的策略，即铝价涨的时候较大幅度提高出厂价，铝价跌的时候较小幅度提高出厂价，来获取较为稳定的超额收益。

公司方面表示，希望公司毛利率能够稳定在20%左右，既能够保证公司较好的收益状况，也能够给下游经销商一些利润，未来即使出现较大波动的情况下，公司可能会让一部分收益给经销商，因此，我们对毛利率的判断是公司未来有能力把毛利率保持在20%以上，但继续通过定价策略大幅打压经销商的可能性比较小。

4. 业绩预测

预测假设：

销售价格：铝价+1万；

毛利率假：2010年以后稳定在每年增加1个百分点；

营销费用率：将保持稳定，公司表示不再增加销售人员，因此销售费用率将不会大幅增加；

管理费用率：将略有增长，主要是公司规模扩大导致；

所得税率：2009年所得税减半征收年限已到，公司在2010年将享受高新技术企业税率15%，期限为2010-2011年，未来到期后还可以继续申请；

表 6：公司业绩预测假设表

	2009E	2010E	2011E	2012E
产量（万吨）	4.2	5.2	6.4	8.4
铝价（万元）	1.23	1.6	1.7	1.7
销售价格（万元）	2.23	2.6	2.7	2.7
收入（亿）	9.37	13.52	17.28	22.68
成本	7.10	10.55	13.31	17.24
毛利率	24%	24%	25%	26%
销售费用率	6.40%	6.40%	6.40%	6.40%
管理费用率	4.20%	4.30%	4.40%	4.40%
所得税率	12.50%	15%	15%	15%

资料来源：东兴证券

根据以上假设，我们得到公司业绩预测表：

表 7：公司业绩预测表

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入 (百万元)	812.71	934.50	1,352.00	1,728.00
主营收入增长率	3.42%	14.99%	44.68%	27.81%
EBITDA (百万元)	91.63	176.05	271.10	349.51
EBITDA 增长率	8.14%	92.13%	53.99%	28.92%
净利润 (百万元)	55.11	104.90	147.92	203.43
净利润增长率	4.57%	90.33%	41.01%	37.53%
ROE	23.71%	28.66%	29.63%	29.82%
EPS (元)	0.470	0.669	0.943	1.297
P/E	55.98	39.33	27.89	20.28
P/B	13.31	11.27	8.26	6.05

资料来源：东兴证券

5. 估值与评级

相对估值：对比行业平均 35 倍 PE，以 2010 年 0.943 元计算，公司相对估值为 33 元。

绝对估值：DCFE 估值为 32.15 元。

假设	数值
第二阶段(2010-2017)年数	8
第二阶段增长率	8.00%
长期增长率	1.00%
无风险利率 Rf	5.00%
β (β levered)	0.97
Rm	11.00%
Ke	10.82%

资料来源：东兴证券

表 8：公司绝对估值表

FCFE 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	506.52	10.05%
第二阶段	2,086.89	41.40%
第三阶段 (终值)	2,447.26	48.55%
股权资本的价值	5,040.67	100.00%
股本 (百万股)	156.80	
每股价值 (元)	32.15	

资料来源：东兴证券

鉴于公司有较好的增长潜力，未来还有股本扩张的预期，结合相对估值和绝对估值的测算水平，给予公司 6 个月目标价 32 元，距离目前股价 26.31 尚有 21.6%的上涨空间，给予“强烈推荐”评级。

6. 风险因素

铝价波动向不利于公司定价策略方向波动的因素；

下游经销商失控因素；

工业型材进展不理想因素；

以上因素中，铝价波动对公司影响应重点关注。

利润表 (百万元)	2008A	2009E	增长率%	2010E	增长率%	2011E	增长率%
营业收入	812.71	934.50	14.99%	1,352.00	44.68%	1,728.00	27.81%
营业成本	652.35	710.22	8.87%	1,027.52	44.68%	1,296.00	26.13%
营业费用	51.79	59.81	15.48%	86.53	44.68%	110.59	27.81%
管理费用	33.22	39.25	18.15%	58.14	48.12%	76.03	30.78%
财务费用	10.57	5.04	-52.26%	5.33	5.73%	5.44	1.96%
投资收益	(0.66)	0.08	N/A	0.08	0.00%	0.08	0.00%
营业利润	63.66	119.88	88.33%	174.02	45.16%	239.33	37.53%
利润总额	63.22	119.88	89.64%	174.02	45.16%	239.33	37.53%
所得税	8.10	14.99	84.94%	26.10	74.19%	35.90	37.53%
净利润	55.11	104.90	90.33%	147.92	41.01%	203.43	37.53%
归属母公司所有者的净利润	55.11	104.90	90.33%	147.92	41.01%	203.43	37.53%
<i>NOPLAT</i>	64.71	109.31	68.93%	152.45	39.46%	208.05	36.47%
资产负债表 (百万元)	2008A	2009E	增长率%	2010E	增长率%	2011E	增长率%
货币资金	92.89	102.80	10.66%	148.72	44.68%	190.08	27.81%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	2.15	2.56	18.91%	3.70	44.68%	4.73	27.81%
预付款项	2.92	3.63	24.33%	4.66	28.31%	5.95	27.83%
存货	68.50	73.94	7.94%	106.97	44.68%	134.93	26.13%
流动资产合计	175.32	193.00	10.08%	278.64	44.37%	354.33	27.17%
非流动资产	290.73	599.69	106.27%	707.95	18.05%	803.20	13.45%
资产总计	466.05	792.70	70.09%	986.58	24.46%	1,157.53	17.33%
短期借款	29.49	3.29	-88.83%	48.44	1370.81%	21.33	-55.96%
应付帐款	18.90	20.43	8.11%	29.56	44.68%	37.28	26.13%
预收款项	48.63	51.43	5.77%	55.49	7.89%	60.67	9.34%
流动负债合计	161.61	355.60	120.04%	416.36	17.09%	404.22	-2.92%
非流动负债	72.00	72.00	0.00%	72.00	0.00%	72.00	0.00%
少数股东权益	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	232.44	366.05	57.48%	499.18	36.37%	682.26	36.68%
净营运资本	13.71	(162.60)	N/A	(137.73)	N/A	(49.89)	N/A
<i>投入资本IC</i>	282.94	338.55	19.65%	470.89	39.09%	585.51	24.34%
现金流量表 (百万元)	2008A	2009E	增长率%	2010E	增长率%	2011E	增长率%
净利润	55.11	104.90	90.33%	147.92	41.01%	203.43	37.53%
折旧摊销	17.40	0.00	N/A	91.75	N/A	104.75	14.17%
净营运资金增加	(30.31)	(176.31)	N/A	24.87	N/A	87.83	253.12%
经营活动产生现金流	97.65	255.32	161.45%	220.83	-13.51%	294.17	33.21%
投资活动产生现金流	(63.33)	(199.92)	N/A	(199.92)	N/A	(199.92)	N/A
融资活动产生现金流	(23.40)	(45.49)	N/A	25.02	N/A	(52.89)	N/A
现金净增(减)	10.93	9.91	-9.37%	45.93	363.64%	41.36	-9.94%

分析师简介

林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业分析师，研究所基础工业小组负责人，12年证券工作经验。

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，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。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

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。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。