

日期: 2010年9月1日

行业: 食品行业



滕文飞

021-53519888*1969

tengwenfei@sigchina.com

执业证书编号: S08700210070004

IPO 报价区间 RMB 23.48~28.18 元

上市合理定价 RMB 39.14~46.97 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	15.00
发行后总股本 (百万股)	60.00
发行数量占发行后总股本	25.00%
发行方式	网下询价配售 20% 网上定价发行 80%
保荐机构	国都证券

主要股东 (IPO 前)

招远市君兴投资管理公司	51.37%
招远金都投资有限公司	23.08%

收入结构 (Y09)

粉丝	92.00%
----	--------

报告编号: TWF10-NSP05

首次报告时间: 2010年9月1日

优势突出的“龙口粉丝”行业龙头

■ 投资要点:

“龙口粉丝”行业龙头企业

公司是目前全国规模最大的龙口粉丝生产厂家, 占地面积 17 万平方米, 资产总额达 3.47 亿元, 2009 年生产各类粉丝产品 3.52 万吨, 实现营业收入 3.21 亿元, 其中出口收入 707.23 万美元。公司拥有的“双塔”商标于 2006 年 10 月被认定为粉丝行业首家“驰名商标”。

历史文化和规模优势

龙口粉丝作为中国传统粉丝产品的代表, 以鲜明传统文化优势和地域特色获得市场广泛认同, 并被列入山东省非物质文化遗产, 公司产品在参与国内外市场竞争时具有难以复制和替代的历史文化优势。公司目前已经具备年产 3 万吨粉丝的能力, 居于国内同行业第一, 粉丝的规模化生产将有效提升公司的竞争力。

募投项目继续扩大产能

此次 IPO 募投项目为粉丝产能扩张项目, 建成后将新增 2 万吨产能, 项目生产期正常年份销售收入为 20,688.40 万元, 税后利润为 3,539.29 万元。项目建成投产后将进一步扩大公司的规模优势, 巩固行业地位, 提高公司在“龙口粉丝”市场的占有率。

定价结论

综合考虑同行业上市公司估值及近期上市中小板公司估值, 谨慎得出该股合理价格为 39.14~46.97 元。从近期上市的中小板股票来看, 截至 8 月 31 日的发行价相对于最新市场价格的平均折扣率为 51.22%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况, 我们选取一二级市场 40% 的折让, 建议询价区间为 23.48-28.18 元, 对应的 2009 年市盈率区间为 32.79-39.36 倍。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	274.48	321.45	348.76	380.80	525.07
年增长率 (%)	48.39	17.11	8.50	9.18	37.89
归属于母公司的净利润	28.83	42.95	64.50	72.13	91.83
年增长率 (%)	41.46	48.98	50.19	11.83	27.30
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.481	0.716	1.075	1.202	1.530

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所

一、行业背景

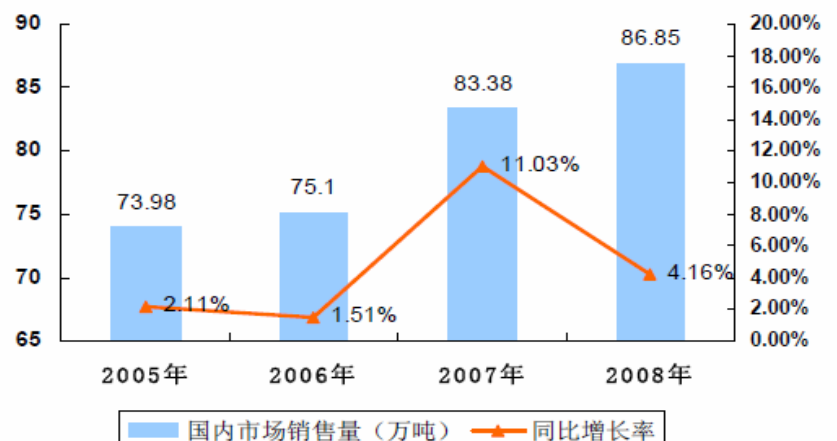
发行人的行业分类

双塔食品股份有限公司属于制造业之食品、饮料；按照《国民经济行业分类标准》，公司属于农副食品加工业。公司所在的农副食品加工业属于农产品加工业范畴，位于整个产业链的中后端，是农业与市场连接的重要纽带，是农产品商品化必不可少的中间环节，同时也是国家农业产业化水平的重要标志。公司是国内最大的龙口粉丝生产企业，主营业务为粉丝的生产和销售，同时公司还应客户需求从事食用菌类产品的加工和贸易。粉丝类产品按原材料构成可分为纯豆粉丝、杂粮粉丝、红薯粉丝；食用菌类产品主要有香菇、木耳等。

行业成长前景

粉丝作为中国传统饮食文化代表之一，是中国及亚洲各地区的传统食品。由于受地域气候和水质、土壤等自然条件的限制，目前95%以上的粉丝生产企业集中在中国，其它国家如越南、泰国等仅有少量生产。作为粉丝产品的地域品牌，龙口粉丝已有300多年的历史。目前我国粉丝行业仍处在产业整合阶段，粉丝企业发展水平开始分化，出现了少数产量在万吨以上的规模化生产企业，规模化竞争是产业发展的必然趋势。市场上的粉丝产品已发展为传统粉丝和方便粉丝两大类；在传统的豆类粉丝基础上按不同的原材料搭配和营养结构扩展为豆类粉丝、杂粮类粉丝和薯类粉丝等。市场竞争由最初的单一价格竞争趋向于品牌、品质、产品差异化和销售网络成熟程度等多方面的综合竞争。食品安全控制的加强，将促使粉丝行业横向整合，市场集中度提高，消费者在消费偏好和购买渠道上将更加理性。

图 1 我国粉丝市场销售增长情况



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

产业竞争结构

粉丝产业存在加工规模和整体水平较小、行业技术装备水平较落后、产品标准和质量控制体系不完善等不足，行业发展具有“小生产、大市场、小规模、大群体”的特征，整个行业大型企业较少，以中小型企业为主，产业集中度低。我国获得食品生产许可证和卫生许可证的粉丝生产企业有 200 多家，地域性分布特征较为明显，主要生产企业基本集中在山东、四川和河北等地，3 大省份集中了全国 60%左右的企业，地域集中度较高。国际上主要粉丝进口国为日本、韩国、菲律宾、马来西亚、美国、加拿大、意大利、澳大利亚等国家。2006 年到 2008 年，我国粉丝出口数量和金额始终保持增长趋势。2008 年我国粉丝出口量为 8.67 万吨，相对 2007 年出口量增长 7.6%，出口金额为 11,476 万美元，相对 2007 年出口金额增长 19.4%。

图 2 粉丝生产企业地域分布

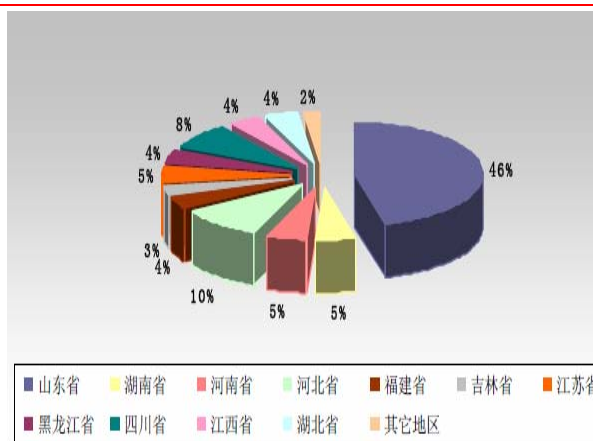
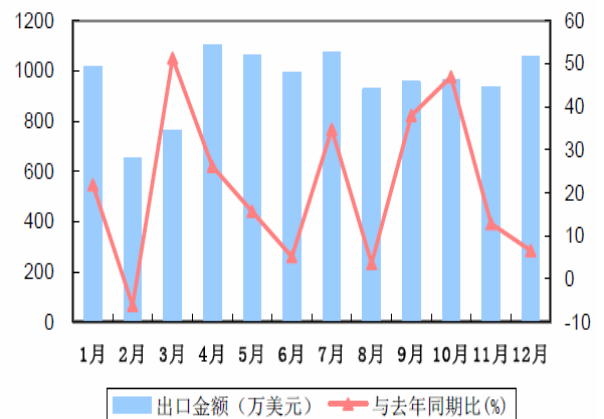


图 3 2008 年我国粉丝出口情况



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

公司位于龙口粉丝的发源地和主产区——招远市，是目前全国规模最大的龙口粉丝生产厂家，占地面积 17 万平方米，资产总额达 3.47 亿元，2009 年生产各类粉丝产品 3.52 万吨，实现营业收入 3.21 亿元，其中出口收入 707.23 万美元。公司是 2009 年国家火炬计划重点高新技术企业，是粉丝行业唯一一家获此荣誉的企业。公司生产的龙口粉丝 2003 年首批获得国家质检总局的“原产地保护产品”认可，同年获得“无公害农产品标志”认证，2006 年被授予“中国名牌产品”称号，生产的红薯粉丝类产品于 2009 年 7 月被中国绿色食品发展中心认定为绿色食品 A 级产品。公司拥有的“双塔”商标于 2006 年

10 月被认定为粉丝行业首家“驰名商标”。

表 1 主要竞争对手情况

公司名称	注册资本	介绍
山东金城股份有限公司	5,100 万元	主要生产龙口粉丝及淀粉、米、面制品,年产各种粉丝 10,000 余吨,旗下有“丝宝宝”牌粉丝。
山东春雨食品有限公司	150.6 万美元	年生产龙口粉丝 12,000 吨、占地 7 万多平方米,拥有现代化生产流水线两条,旗下有“春雨”牌粉丝。
招远三嘉粉丝蛋白有限公司	2,500 万元	年产龙口粉丝 11,000 余吨,其中方便粉丝 1,200 吨,纯豆粉丝 1,200 吨,杂豆粉丝 8,000 吨,宽粉、红薯粉丝及其它粉丝 1,000 吨,旗下有“冠珠”牌粉丝。
山东六六顺食品有限公司	55 万美元	各种粉丝的年生产能力达到万余吨,旗下有“六六顺”牌粉丝。

资料来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

公司竞争优势

区位优势

国家对龙口粉丝采用原产地域保护。公司地处烟台招远市,属于龙口粉丝原产地域范围内,所生产的“双塔”牌龙口粉丝于 2003 年 8 月第一批获得国家质检总局的龙口粉丝原产地产品专用标志认可。2008 年 1 月,龙口粉丝被列入全国 10 个与欧盟互认的地理标志产品之一,龙口粉丝成为了粉丝产品在国际和国内市场上的代名词。山东省发达的农业、丰富的农产品资源为公司原材料采购提供了有利条件,保证公司生产所用原材料的来源稳定、价格稳定。区域内适宜的自然因素有利于粉丝生产。

历史文化和品牌优势

作为我国传统食品之一的粉丝,有着深厚的历史和文化底蕴。随着中国饮食文化的传播,粉丝的制作工艺、传统品牌也逐步得到了重视。龙口粉丝作为中国传统粉丝产品的代表,以鲜明传统文化优势和地域特色获得市场广泛认同,并被列入山东省非物质文化遗产,公司产品在参与国内外市场竞争时具有难以复制和替代的历史文化优势。目前公司正在向日本、韩国、德国、美国等国家和地区申请注册商标,通过知识产权等法律方式保护公司在国外市场的品牌权益,公司产品的历史文化价值以及品牌影响力使得公司在开拓市场、引导消费时具有一定优势。

销售网络优势

公司经过多年的发展,销售网络建设已经日趋完善。考虑到国内市场和国外市场的销售模式差异,公司专门设立国内贸易部和国际贸易部,拓展不同业务市场客户。公司在国外市场拥有多年的发展历

史和品牌影响力，拥有一批长期合作、信誉良好的国外经销商客户。目前公司拥有国外经销商 92 家，其中日本经销商 27 家，韩国经销商 12 家，其他国家和地区的经销商 53 家。公司正在计划进一步拓宽粉丝产品在欧洲、美洲等国家和地区的市场销售渠道。凭借长期积累的品牌影响力和知名度，公司近年来国内销售市场份额不断扩大。目前，公司已基本建立覆盖全国各大中心城市的销售网络，且已在部分二级市场建立了初步的销售网络。随着销售渠道的进一步完善，公司在国内外市场的竞争力将得到加强。

生产规模优势

作为山东省非物质文化遗产的“龙口粉丝”，其露天晾粉、泡粉、洗粉的生产方式仍被保留。公司通过不断加大技术研发和设备投入力度，实现粉丝的作坊式生产向工厂化生产的转变，提高了生产效率，扩大了产量，保证了食品质量。技术水平上的领先使公司目前已经具备年产 3 万吨粉丝的能力，居于国内同行业第一，实现了粉丝的规模化生产。规模化生产使得公司能够通过集中采购保证原材料供应稳定和采购成本的降低，充分利用现有管理能力、研发能力、领先的生产技术和优秀的品牌效应，有效降低固定成本和管理成本，保证产品品质和供货能力，与大型零售商建立长期稳定的合作关系。

二、公司分析及募集资金投向

公司历史沿革及股本结构

公司系由原烟台金华粉丝有限公司依法整体变更设立。公司控股股东君兴投资负责人暨法定代表人杨君敏先生同时为公司第二大股东金都投资控股股东，公司第一大股东与第二大股东因此存在关联关系，其各自持股比例分别为 51.37% 及 23.08%，合计 74.45%，因此杨君敏先生是公司的实际控制人。

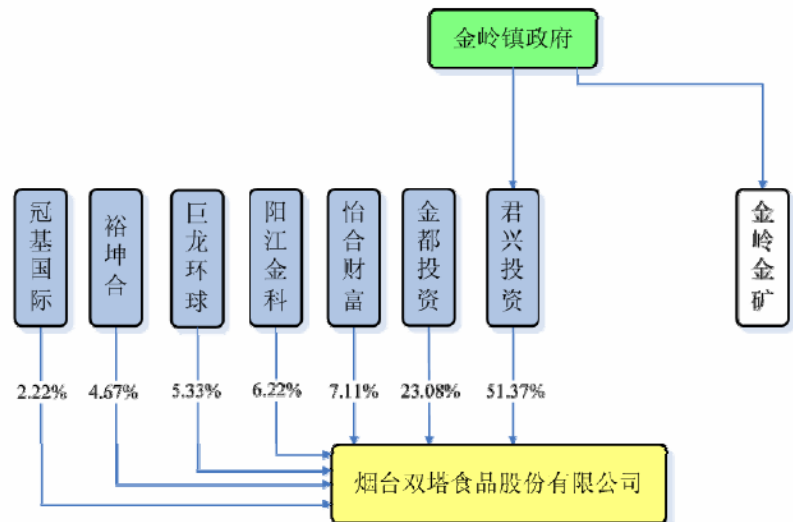
表 2 本次发行前、后的公司股本结构

股东名称	发行前		发行后	
	股本	比例	股本	比例
	(股)	(%)	(股)	(%)
招远市君兴投资管理中心	23,120,000	51.37	23,120,000	38.53
招远市金都投资有限公司	10,380,000	23.08	10,380,000	17.30
北京怡合财富投资顾问有限公司	3,200,000	7.11	3,200,000	5.33
阳江市金科投资有限公司	2,800,000	6.22	2,800,000	4.67
北京巨龙环球科技有限公司	2,400,000	5.33	2,400,000	4.00

上海裕坤和投资管理有限公司	2,100,000	4.67	2,100,000	3.50
冠基国际投资有限公司	1,000,000	2.22	1,000,000	1.67
本次发行股份	-	-	15,000,000	25.00
合计	45,000,000	100.00%	60,000,000	100.00

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

图 2 双塔食品股份公司发行前股权结构



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

■ 主业简况及收入利润结构

主业为粉丝的生产及销售

公司是国内最大的龙口粉丝生产企业，主营业务为粉丝的生产和销售，同时公司还应客户需求从事食用菌类产品的加工和贸易。粉丝类产品按原材料构成可分为纯豆粉丝、杂粮粉丝、红薯粉丝；食用菌类产品主要有香菇、木耳等。公司 2007 年、2008 年和 2009 年的营业收入分别为 18,496.75 万元、27,447.67 万元和 32,145.26 万元。粉丝产品销售收入占主营业务收入比分别为 66.11%、84.95%、92.33%，比例逐年增加。2007 年随着国内市场的拓展，粉丝主要产品收入显著提高，毛利大幅增长；与此同时当年客户对食用菌类产品需求量也较大，因此当年食用菌的收入与毛利也大幅增长，食用菌类产品毛利在总毛利中的比例下降不明显；2008 年以来，公司粉丝类产品内销市场继续增长，而食用菌类产品客户需求逐期下降，因此粉丝主要产品与食用菌在毛利中的比重分化日趋明显。纯豆粉丝产品是公司海外市场的主要产品，过去 3 年均保持高速增长，韩国、日本是主要的出口国家。

图 3 双塔食品近年收入及净利润增长

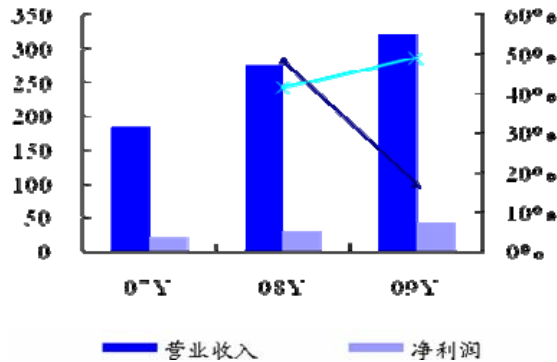
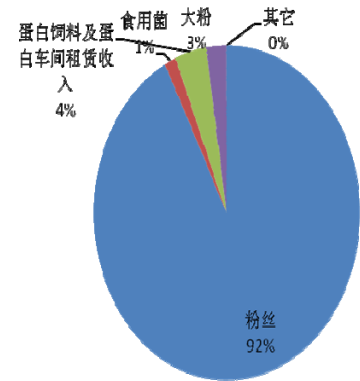


图 4 双塔食品主营收入结构 (分产品, 2009 年)



资料来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

■ 募资项目

募资项目对公司的未来发展提供助力

公司本次发行所募集资金将主要运用于公司年产 20,000 吨粉丝项目。该项目建成投产后, 预计新增产能: 纯豆粉丝 6,000 吨/年, 杂粮粉丝 14,000 吨/年, 饲料蛋白 2,400 吨/年。

表 3 双塔食品 IPO 项目概况

项目名称	投资金额 (万元)	建设期	年销售收入 (万元)	年净利润 (万元)
2 万吨粉丝项目	21,470.38	1.5 年	20,688.40	3,539.29
合计	21,470.38		20,688.40	3,539.29

资料来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

(一) 2 万吨粉丝项目

年产 20,000 吨粉丝项目建设的主要内容为: 6,000 吨/年纯豆粉丝生产线 1 条、14,000 吨/年的杂粮粉丝生产线 1 条、自动化包装车间 2 个以及 2,400 吨/年的饲料蛋白生产车间 1 个。配套粉丝生产所需的 5,000 吨/年淀粉生产车间 1 个、存储容量为 4,000 吨/次的物流仓库 2 个, 同时扩建龙口粉丝研发中心、污水处理设施及其它配套项目。项目建设期为 1.5 年, 生产期第一年达产 80%, 第二年达产 100%, 全部达产后, 项目生产期正常年销售收入为 20,688.40 万元。生产期正常年份利润总额为 4,719.05 万元, 税后利润为 3,539.29 万元。该项目所得税前全部投资财务内部收益率为 22.50%, 大于行业基准收益率经验值 12%, 投资回收期为 4.6 年 (不含建设期), 项目具有较强的抗风险能力, 具有较好的经济收益。

三、财务状况和盈利预测

07、08 及 09 年，双塔食品公司的综合毛利率分别为 26.77%、21.58%、22.83%，公司的粉丝产品毛利率呈现稳步上升的趋势，2007 年综合毛利率偏高是由于当年食用菌代加工的毛利率较高所致；净利率较为稳定，近 3 年来维持在 10% 以上。随着公司通过不断优化产品生产流程，强化自身产品质量安全控制，提高生产规模，市场竞争地位及议价能力不断加强，预计未来公司利润率将基本保持平稳走高的趋势。

图 5 双塔食品综合毛利率水平

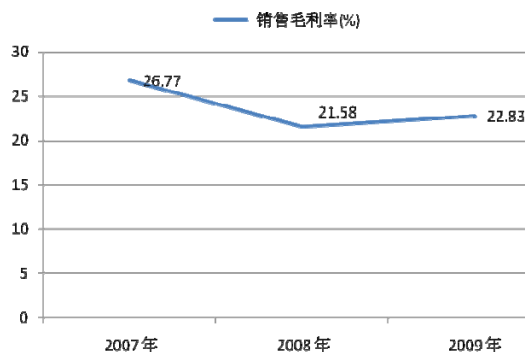
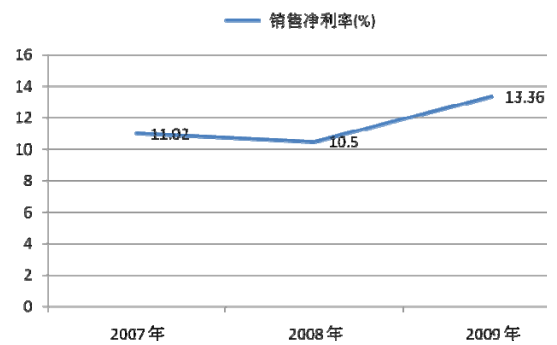


图 6 双塔食品净利率水平



资料来源：公司招股意向书；Wind 资讯；上海证券研究所整理

■ 业绩预测

随着公司募投项目的建成投产，我们预计公司未来将在粉丝主业方面保持快速增长，初步预计公司 2010、2011、2012 年净利润将实现年递增 50.19%、11.83%、17.30%；稀释后每股收益为 1.075 元、1.202 元、1.530 元。

表 4 双塔食品收入分项预测表

产品	项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
粉丝						
内销纯豆粉丝	销量 (吨)	7526.54	11031.78	12134.96	13348.45	17668.45
	单价 (元/公斤)	11.43	11.54	11.55	11.60	11.60
	销售金额 (万元)	8602.84	12730.67	14015.88	15484.21	20495.41
	毛利率	20.72%	21.22%	21.50%	21.70%	21.70%
	销售成本 (万元)	6820.33	10029.23	11002.46	12124.13	16047.90
杂粮粉丝	销量 (吨)	7825.54	13452.84	14798.12	16277.94	28291.83
	单价 (元/公斤)	6.54	6.15	6.20	6.25	6.30
	销售金额 (万元)	5121.74	8270.38	9174.84	10173.71	17823.85
	毛利率	16.97%	16.17%	17.00%	17.50%	17.50%
	销售成本 (万元)	4252.58	6933.06	7615.11	8393.31	14704.68

红薯粉丝	销量 (吨)	13681.41	10138.33	10645.25	11177.51	11736.38
	单价 (元/公斤)	5.16	5.88	5.90	5.90	5.90
	销售金额 (万元)	7059.13	5957.70	6280.70	6594.73	6924.47
	毛利率	30.27%	29.19%	30.00%	31.00%	31.00%
出口纯豆粉丝	销量 (吨)	1629.33	1560.69	1638.72	1720.66	2200.66
	单价 (元/公斤)	15.53	17.46	17.50	17.50	17.50
	销售金额 (万元)	2530.35	2724.96	2867.77	3011.16	3851.16
	毛利率	28.07%	41.45%	35.00%	36.00%	36.00%
食用菌	销量 (吨)	123.02	47.29	50.00	50.00	50.00
	单价 (元/公斤)	138.02	94.89	100.00	100.00	100.00
	销售金额 (万元)	1698.04	448.73	500.00	500.00	500.00
	毛利率	31.42%	5.47%	15.00%	15.00%	15.00%
蛋白饲料及蛋白 车间租赁收入	销量 (吨)	1164.52	424.19	425.00	425.00	425.00
	销售金额 (万元)	1095.05	1226.01	1287.31	1416.04	1911.66
	销售成本 (万元)	951.58	784.75	750.00	900.00	1000.00
	毛利率	386.59	6.10	0.00	0.00	0.00
合计	销售收入 (万元)	27447.67	32145.26	34876.49	38079.84	52506.54
	销售成本 (万元)	18979.84	23200.59	25303.11	27419.95	38420.21

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所整理

四、风险因素

生产经营的风险

公司粉丝类产品可细分为纯豆粉丝、杂粮粉丝、红薯粉丝。公司销售市场同时涉及国内和海外。由于公司不同类别产品销售价格差异明显、同类别产品在不同市场的销售价格也存在较大差异,因此公司销售产品的结构与市场分布变化对公司主营业务收入、毛利率产生直接影响,从而形成各会计期间主营业务收入与毛利率波动风险。

主要原材料价格波动的风险

粉丝生产所需主要原材料为豌豆、甘薯等农产品和各类淀粉制品,2009年期末生产所用原材料占存货的比例为77.86%。因此,公司主要原材料价格的波动会直接影响到公司盈利水平。由于农产品的产量和价格受到天气、市场情况等不可控因素的影响较大,价格变化波动较难预测。近三年公司农作物原材料采购价格都存在不同程度的上涨,如果将来主要原材料供求情况发生变化或者价格产生异常波动,而公司产品的市场价格未随之作相应的调整,将会直接影响到公司的盈利水平。因此,公司存在由于主要原材料价格发生异常变动而导致的经营业绩波动的风险。

气候变化带来的风险

在粉丝的传统生产工艺中，淀粉提取及粉丝干燥工艺受生产地域气候影响较大，其中淀粉提取所需菌群生存、繁殖的最佳温度为 18 - 20 摄氏度，而干燥工艺中利用日照、自然风力去除粉丝中水分的传统生产方式至今仍在使用。公司虽然拥有室内粉丝定型烘干、挂杆烘干生产线各两条，进行工业化烘干，但是仍有部分产品通过露天晾晒进行干燥。因此，如果气候变化异常，没有足够的阳光和风力，将会影响公司的正常生产。

五、估值及定价分析

国内同类公司的比较

由于公司所处的行业在 A 股无粉丝类上市公司，故选取业务模式较为相近的 8 家公司（参见下表）进行比较。剔除极端波动的因素后，同类股目前的平均 PE 估值 10 年为 68.34 倍，我们注意到农副食品加工类公司的溢价较多，高于 A 股市场水平，同时中小成长型公司也大抵在这一高水平附近。故在此主要参照 A 股估值体系定价。

表 5 可比国内/国际同类股票的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)			市盈率 (倍)			市净率 (倍)
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
600108.SH	亚盛集团	5.2	0.07	0.10	0.13	74.29	52.00	40.00	3.48
600186.SH	莲花味精	5.29	0.016	0.04	0.07	330.63	132.25	75.57	3.44
600298.SH	安琪酵母	39.16	0.77	1	1.31	50.86	39.16	29.89	9.22
600127.SH	金健米业	8.18	0	0.03	0.04	/	272.67	204.50	8.10
600598.SH	北大荒	13.9	0.21	0.26	0.28	66.19	53.46	49.64	4.40
600311.SH	荣华实业	9.14	-0.17	0.11	0.28	/	83.09	32.64	6.92
600962.SH	国投中鲁	13.41	0.04	0.18	0.35	335.25	74.50	38.31	2.70
600737.SH	中粮屯河	13.61	0.27	0.31	0.37	50.41	43.90	36.78	4.40
国内平均值			/			151.27	68.34	43.26	5.33

数据来源: Wind 资讯; 上海证券研究所整理; 股价取 2010 年 8 月 31 日收盘价

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)	市盈率 (倍)	市净率 (倍)
			2009A	2010E	2011E
002462.SZ	嘉事堂	50.00	0.27	0.29	0.38
002463.SZ	伊电股份	33.56	0.45	0.50	0.61
002464.SZ	金利科技	51.67	0.32	0.41	0.52
002465.SZ	海格通信	71.20	0.84	0.95	0.92
002466.SZ	夷戎裤业	98.38	0.94	0.95	0.78
平均值		52.85	0.46	0.56	0.73
002459.SZ	天业通联	49.91	0.47	0.47	0.38
002460.SZ	赣锋锂业	69.42	0.34	0.44	0.62
002461.SZ	珠江啤酒	44.62	0.13	0.16	0.19

2010 年 9 月 1 日

公司可给的估值水平及报价区间

综合考虑同行业上市公司估值及近期上市创业板公司估值，谨慎得出该股合理价格为 39.14~46.97 元。

从近期上市的中小板股票来看，截至 8 月 31 日的发行价相对于最新市场价格的平均折扣率为 51.22%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况，我们选取一二级市场 40% 的折让，建议询价区间为 23.48~28.18 元，对应的 2009 年市盈率区间为 32.79-39.36 倍。

表 7 双塔食品损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	274.48	321.45	348.76	380.80	525.07
营业成本	215.24	248.06	253.03	274.20	384.20
营业税金及附加	2.38	1.69	1.83	2.00	2.76
销售费用	9.18	7.18	7.79	8.51	11.73
管理费用	9.79	14.94	16.21	17.70	24.40
财务费用	9.37	6.25	6.78	7.40	10.21
营业利润	27.73	42.62	69.90	78.39	101.97
营业外收入	2.53	9.61	5	5	5
营业外支出	1.42	0.62	1	1	1
利润总额	28.84	51.61	73.90	82.39	105.97
所得税费用	0.01	8.66	9.40	10.26	14.15
净利润	28.83	42.95	64.50	72.13	91.83
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	28.83	42.95	64.50	72.13	91.83
摊薄 EPS (元)	0.481	0.716	1.075	1.202	1.530

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所整理

分析师承诺

分析师 滕文飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。