



东兴证券
DONGXING SECURITIES

白酒豆奶等市值可超270亿 强烈推荐

——维维股份（600300）合资设立酒类销售公司点评

2011年1月10日

强烈推荐/首次

维维股份

事件点评

刘家伟 | 食品饮料行业分析师 010-66507309 Email: liujw@dxzq.net.cn MSN: yynljw999@hotmail.com

事件:

1月6日维维股份与北京海福鑫商贸有限公司分别出资40%和60%设立的北京维维海福鑫商贸有限公司与湖北枝江酒业公司在北京隆重举行战略合作签约仪式暨新品上市发布会,枝江市市长孙咏平、维维集团总经理熊铁虹、枝江酒业公司董事长蒋红星、维维海福鑫公司董事长徐福生等出席并致辞,来自全国各地的近千名优势经销商以及各大媒体到场,未来北京维维海福鑫将负责枝江酒在长江以北的市场开拓。

观点:

1. 枝江酒业引领公司酒类业绩快速增长并成为公司最大主业,10年中期收入和利润占比超过35%和75%,未来业绩贡献潜力巨大。

2009年9月,公司发生两件事情:一是9月12日为了江苏省宿迁市整合境内江苏双沟酒业股份有限公司和江苏洋河酒厂股份有限公司白酒资产上市需要,将2006年11月就开始持有的长达近三年的双沟酒业40.6%股权全部转让给宿迁市国有资产投资有限公司,让出第一大股东地位的同时获得转让价款3.98亿元,实现净收益2亿多元。二是半个月之后(9月29日)即与湖北枝江酒业的蒋红星(董事长)、曹生武、谭崇尧、薛传全4位自然人股东及枝江酒业工会签订了股份转让协议,收购上述5个股东所持湖北枝江酒业51%股权,支付对价合计约3.48亿元,折合每股约8.53元,正式成为湖北枝江酒业新的控股股东,与此同时新派枝江酒业总经理张春雷和财务总监,新的枝江酒业公司资本结构为:维维股份、蒋红星、枝江市财政局、曹生武、谭崇尧和薛传全,分别持股51%、20.45%、15%、5.55%、5%和3%。

这两件大事发生时间间隔如此之短,不禁使我们产生以下认识:一是足见公司立志在白酒业大干一番的决心和信心。据我们了解,公司在成为双沟酒业第一大股东期间,不仅在白酒生产工艺、产品结构调整、管理和营销等方面获得宝贵经验,而且看明白了白酒行业的巨大发展空间——高毛利率、高净利率、高成长性以及高回报率等。所以,公司虽然被迫放弃双沟,但马上寻到枝江;二是公司收购枝江的资金来自定向增发所募资金变更用途,资金来源更证明其对白酒业务志在长远。公司于08年5月22日非公开发行股票募集资金6.8亿元,主要项目包括“婴儿食品饮料及婴儿配方奶粉项目”等。由于市场环境发生变化,公司决定用变更“婴儿食品饮料及婴儿配方奶粉项目”的募集资金34802.4万元收购湖北枝江酒业股份有限公司51%股权,合计4080万股。募集资金用途从利润率较薄的乳业等领域转向利润率较厚的白酒领域虽不难理解,但也需要时间和参与增发的各机构及广大股东协商沟通,公司在白酒业务上所下的功夫可见一斑。

我们根据有关数据测算,公司入主枝江酒业之后,10年中期酒类收入和净利润增速比09年中期增长141%和78%,收入和净利润占比达到35.13%和74.52%。具体计算过程为:双沟酒业2009年度营业收入146,584.91万元、净利润16,965.97万元、公司持股40.6%,对应白酒收入和净利润分别为29756.73万元($146,584.91 \times 40.6\% \div 2$)和3444.09万元($16,965.97 \times 40.6\% \div 2$),而公司10年中期报告披露的酒类收入和利润分别为71654.47万元和6129.07万元,总收入和净利润分别为203981.06万元和8225.87万元。按照中期收入或净利润 $\times 2$ 简单测算,2010年全年公司从枝江酒获得的收入将超过14亿元,净利润超过1.2亿元,对公司的收入和利润增长进一步发挥关键作用。

2. 合资设立北京维维海福鑫商贸有限公司将进一步推动公司做大白酒主业，分享更多酒业利润。

我们形成此判断的主要依据是：北京海福鑫商贸有限公司拥有雄厚的经济实力和丰富的营销经验，公司可以参与白酒销售，有机会分得枝江酒销售环节的利润。我们了解到，由于公司在白酒营销方面毕竟不够专业，因而与北京海福鑫商贸有限公司之间的股权占比确定为四六开，即 40% 和 60%，在业务上主要是配合、协调和提供建议，而后者在营销方面有更多的话语权。目前白酒界的惯例是销售环节利润非常丰厚，而从北京海福鑫商贸有限公司的历史业绩看，我们可以给予维维股份带来良好业绩的预期，预计 11 年合资公司销售额目标将达到 1 亿元，公司可分得 4000 万元收入；未来随着销售市场的扩张，收入或收益将呈现较高增速态势。我们通过查阅北京海福鑫商贸有限公司网站等渠道，发现了以下很有价值的信息可以支持我们的预期：

一是该公司规模与实力雄厚。该公司成立于 1991 年，拥有 1500 余平米的现代化办公区，20000 平米的标准仓储库房，员工 800 余人，其中管理人员 70 余人，销售业务员 200 余人、客服维护人员 20 余人、促销员 400 余人、后勤保障人员 100 余人；下设八个专业分公司：即餐饮直销第一分公司、餐饮直销第二分公司、商超分公司、商贸京津冀分公司、商贸晋鲁豫分公司、特殊渠道分公司、物流配送分公司；09 年销售收入超过 4 亿元，10 年销售额近 5 亿元，实力可见一斑；

二是该公司业内影响较大，地位显著。近 20 年来该公司一直专注于北京及华北地区的酒水饮料代理，采用现代、专业、务实的营销理念运作传统行业，在北京、河北、天津构建了强大的酒店、商超终端直销平台、以及遍布华北地区的二、三级经销商网络，现有酒店、商超终端 2000 多家，二、三级经销商 500 多家，成为庞大网络的运营商和终端服务商；通过不断完善营销模式和经营管理模式，形成了优秀的营销队伍和经营管理团队，逐步具备了集团化运营规模，并不断培养各层级销售精英、管理人员，被誉为“酒水销售行业的黄埔军校”，确立了业内应有的影响和地位；

三是该公司代理和自有品牌众多，有成功运作包括葡萄酒、白酒在内的酒水销售案例与经验。该公司与众多著名品牌建立了良好的合作关系，成为著名品牌的全面代理商和品牌增值商，其重大营销事件包括：2002 年在长城公司的大力支持下，把长城星级干红成功导入北京市场，使星级干红成为北京地区餐饮、酒店渠道的领导品牌；同时大力辐射华北市场，该公司因此荣幸地被“中粮集团”评为“长城”全国销售十强，成为中粮集团（COFCO）旗下全资子公司中国长城葡萄酒有限公司华北总代理，是目前北京地区最大的酒水渠道运营商和品牌运营商；2005 年年底开发了自主品牌，寇老西果醋、万树园果汁；2006 年与裕丰实业有限公司合作，成功把衡水老白干成功导入北京市场；2008 年又与安徽口子酒业股份有限公司全面合作，经营口子窖系列酒在北京市场的销售工作；2008 年下半年公司与北京红星股份有限公司合作开发“红星红色经典酒”和“红星红运酒”两个系列，经营全国市场；所代理及自有产品包括：①中国长城葡萄酒有限公司生产的星级、精品星级干红系列；②河北衡水老白干酒业有限公司生产的衡水老白干（年份）酒系列；③北京红星股份有限公司生产的红星红色经典、红星红运两个系列；④宁夏红枸杞制品有限公司生产的宁夏红枸杞酒系列；⑤上海冠生园生产的和酒系列；⑥自行开发、生产的寇老西果醋及万树园果汁系列。

四是该公司未来发展将会更高更强。该公司计划在稳固现有网络的基础上，完善营销管理模式，严格过程管理和控制，加大市场推广和终端促销力度，在华北地区继续拓展直销终端和经销商网络，丰富产品结构，挖掘内部和网络潜力，降低成本、扩大销售额，使规模和管理跃上新台阶，向品牌专业运营商和大物流方向迈进；2011 年计划完成以北京为核心，北京、天津、河北为根据地，山东、河南、湖南、湖北、江苏、辽宁、山西、内蒙、陕西、广东、福建、浙江为重点市场的全国销售网络，形成以地级市为单位，以产品为区隔，每个地级市 3~4 个一级代理商，15~20 个二级代理商的网络布局。

3.枝江酒的全国化战略将从 2011 年起迅速在北方市场拉开战幕，其优秀的历史积淀、产品品质、规模实力以及白酒产业链的深度融合等将带来强烈的高增长预期。

考察枝江酒对于公司的业绩贡献及未来发展空间，以下信息尤其值得关注：

其一，酿酒历史近 200 年。湖北枝江酒业始创于 1817 年（清朝嘉庆年间）的“谦泰吉糟坊”，寓意谦和、安泰、吉祥，所酿制的“烧春酒”曾被选为“贡酒”，1952 年更名为地方国营枝江酒厂，白酒酿造历史接近 200 年；

其二，拥有一些列辉煌荣誉。如 1984 年 11 月枝江大小曲首次以湖北名酒的身份进入北京中南海，1988 年枝江大曲枝江小曲双双获湖北省金钟奖并被定为湖北八大名酒，02 年 12 月“枝江酒业进入中国白酒前 10 强，中国企业 500 强（食品）”，08 年“枝江”商标被国家工商总局认定为中国驰名商标，10 年枝江成为“中华老字号”上榜品牌，枝江系列酒荣获“2010 年湖北省酒类最佳口感品牌”，总经理张春雷荣获“2010 年湖北省酒类行业风云人物”；

其三，规模与实力很强，白酒产能可达 12 万吨位居全国第三，连续 10 年位居全国白酒十强和食品工业 100 强。枝江酒业厂区占地 2000 多亩，固定资产及品牌价值 40 多亿元，建筑面积 200 多万平方米，职工 5000 余人，拥有 5000 多个大型发酵窖池和 40 多条现代化灌装生产线，拥有全国第二大的单体酿造车间，年产优质白酒 12 万多吨，年生产能力在全国大型白酒厂家中名列第三位，能够充分满足全国各地高中低档各个层次消费者的需求。2010 年连续 10 年蝉联鄂酒第一，连续 8 年位居中国白酒 10 强，09 年枝江酒销售额超过 20 亿元，10 年枝江酒业集团销售达到 52 亿多元，实现利税 4 亿多元，各项经济指标再创历史新高；

其四，未来发展空间巨大，十二五末白酒销售收入将达到 50 亿元。2009 年 10 月与维维集团实行战略重组以来，枝江酒业集团实力更雄厚，管理模式更规范，销售渠道更广阔，2010 年，枝江酒业集团销售额将达到 52 亿元，实现利税 5 亿元。根据枝江酒业“十二五”规划，2011 年湖北枝江酒业集团将继续保持 20% 以上的增长速度；到“十二五”期末，集团实现销售收入 100 亿元，上缴税金 10 亿元，其中白酒主业完成销售收入 50 亿元，上缴税金 5 亿元，继续保持着在全国白酒行业的领先地位和重要话语权。

其五，销售市场将从长江以南走向长江以北，实施全国化战略。一是因为中国名优白酒基本上都能够实现全国化。其根本原因在于白酒消费没有明显的地域性，品质、口感、价格、营销与服务等才是决定性因素，很多地区白酒消费不具有排他特征，除非一些场合被某种产品所垄断；二是枝江酒品质口感优秀。公司地处长江分支起始地点——枝江市，为著名的长江酿酒带，温润的气候与取自长江地下 183 米深处的古河床地下水（取水井穿过五层鹅卵石直达岩层，其水质纯净微甜、清爽适口，并含有丰富的微量元素，为微生物的生长繁殖提供了充足的营养物质。这种水酿出的酒醇厚甘甜、尾味爽净、令人回味无穷），加之“五字真经”（料、曲、窖、酿、藏）酿造法、全数字化控制、全微机勾调和全过程把关等科学工艺与质量管理体系，以及众多酿酒专家（包括国家级白酒评委 8 名，国家级露酒评委 2 名，省级白酒评委 25 名，享受国务院特殊津贴的白酒专家 1 名，中国酿酒大师 1 名，湖北省酿酒大师 1 名，先后聘请了国内外知名的白酒专家周恒刚、梁邦昌、沈怡方、高景炎为顾问，分别与湖北工业大学、三峡大学、长江大学、武汉工程大学等高校共建产学研基地），在人才、技术、设施和科研实力等方面达到行业领先水平，使得中国白酒五大权威专家在品评枝江酒后一致认为：枝江酒无色透明，窖香曲香秀雅，口味绵柔、醇甜，后味净长，个性明显，浓香风格突出。**三是地方政府大力支持。**枝江酒业集团是湖北省酿酒行业惟一的博士后产业基地、湖北省白酒行业惟一的酿酒工程技术研究中心和湖北省委省政府重点支持的大型白酒产业集群。**四是枝江酒的营销战略已经从 2000 年开始走出湖北，在长江以南销售获得骄人业绩，现已在全国 20 多个省份销售。**早在 1999 年，鉴于全面启动湖北省内市场的时机已成熟，枝江酒业便制定了“立足湖北省，保卫大武汉，销售再翻番”的营销方针，

在以武汉为中心大力挖掘省内市场的同时，向河南、江苏、安徽市场发展，完成销售额 3.2 亿元；2000 年，为进一步拓宽市场空间，该公司提出了“南守北攻，逐鹿中原”的奋斗目标，以湖北为主力市场，以河南为主攻市场，以江苏江西为储备市场，省内外市场齐头并进。2010 年，枝江大曲销售区域已遍布全国 20 多个省 300 多个城市和广大农村，拥有一级代理商 480 多家、二级网络 28800 多家、A 类酒店 3000 多家、大型卖场及超市 2800 多家、中小酒店和商店 258900 多家，从一个“地方土特产”发展成为“市场明星”。其全国化的营销套路基本可以总结为：确立形象大使（先后有三代形象代言人：第一代成奎安，第二代曾志伟，第三代孙红雷），品牌核心诉求更新为“知心知己枝江酒”，通过新产品投放、空白市场开发、品牌推广、产品结构升级和促销方式创新等不同形式的服务，广泛建立根据地，努力培育新的市场增长点。**五是股权结构民营化，十分有利于优化管理和激励约束机制。**目前枝江酒业全部股东中仅有控股股东维维股份是公司法人股，其余均为个人股东，而维维股份的最大股东维维集团股份有限公司（持股 32.05%）的实际控制人是维维控股有限公司（持有维维集团股份有限公司比例 65.10%），但维维控股的最终实际控制人是 7 名自然人股东：崔焕礼、杨启典、胡云峰、魏伯玲、曹荣开、庞政堂和张桂宣。维维股份的第二三大股东为 GIANT HARVEST LIMITED（持股 18.95%）和 大冢（中国）投资有限公司（6.26%）均为境外法人。所以，枝江酒业的所有股东最终基本上都是个人而非企业或政府。这种民营化的股权安排，正如洋河股份那样，十分有利于建立起非常灵活有效的管理体制和激励约束机制，特别是具有很强的执行力，是纯粹市场化的体制制度。我们认为，在这样的制度体制安排下的枝江酒业无疑具有巨大的市场应变能力、开拓能力和驾驭能力。

其六，两家合资合作将成为中国白酒产业实现产业链深度融合的一次尝试。我们认为，维维与北京海福鑫公司合资合作不仅标志着枝江酒业拉开全面进军全国市场的序幕，更代表着中国白酒产业的新生力量，掀起一轮发展新浪潮。众所周知，中国白酒业已经出现产销融合新趋势，其中既有厂家与销售商联盟联姻，也有销售商发展至生产端，最新的趋势是厂家自建直营店、专卖店，从生产端向销售端延伸。本次维维股份与销售商联姻，属于生产商与销售商联合，借力发力销售，属于白酒业产销融合，扬长避短，效率会很高，这种模式既有利于发挥生产企业的品牌优势，又有利于发挥品牌运营商的渠道优势和区域优势，双方风险共担，利润共享，因而可以预期在短期内迅速铺开市场甚至提升市场占有率。

4.以 PS 测算公司白酒业合理市值应为 140 多亿元，再加上豆奶、乳业、粮油等合计市值应该超过 275 亿元，但最新市值只有 99 亿元，相差近两倍，再考虑到以白酒收入和市值等指标排名和业绩预测所对应的较低 PE 水平等，可以清楚看到公司估值严重偏低。

以 2010 年中期全国八家二线白酒上市公司的白酒收入×2 与 2011 年 1 月 7 日市值相比较，平均 PS 达到 9.84 倍，以此计算公司白酒市值应为 140.97 亿元，加上豆奶市值 88.89 亿元（2010 年收入可望达到 10.42 亿元，公司豆奶粉全国份额达到 85%，为绝对的老大，但我们仅以黑牛食品的 8.53 倍 PS 来计算，以避免 PS 高估之嫌）、乳业市值 47.5 亿元（2010 年收入可望达到 7.92 亿元，以行业平均 5.40 倍 PS 计算）、粮油业务市值 3 亿元（10 年收入可望达到 2.54 亿元，以东陵粮油的 1.21 倍 PS 计算），加上煤炭收入 1.09 亿元（行业平均 PS2 倍）和贸易 0.97 亿元（行业平均 PS0.36 倍）等，市值合计超过 275 亿元。如果算上公司正在开发 140 余亩房地产，以均价 6000 元/m²、行业 PS3.52 倍计算，则新增市值至少 17 亿元。而公司最新市值为 99 亿元，相差近两倍。

如果单独以我们预计的 2010 年白酒业务收入和最近市值排名可以发现，公司以 14.32 亿元收入排名第七，高于水井坊、伊力特、老白干酒、沱牌曲酒和金种子酒，但市值排名为第九位，考虑到其成长性好于很多二线白酒，其市值排名理应靠前或得到大幅提升。

我们对公司 2010-2012 年业绩的初步测算表明，公司期间净利润增速可能超过 7%、25%和 69%，也就是说

2011 年开始公司将进入快速发展通道，2012 年有望在白酒和豆奶等主业尤其是白酒主业的带领下实现飞跃增长，每股收益可达 0.14 元、0.18 元和 0.30 元，11-12 年对应 PE 不到 34 倍和 20 倍。这对于一个处于高速增长期的二线白酒且占据净利润 75% 甚至更高的公司来说，也是较低的估值水平。

另外，从公司第三大股东大冢制药株式会社出于战略投资布局方面的考虑，2007 年 6 月决定以 7.03 元/股参与定向增发 2000 万股、锁定 36 个月等情况分析，公司的股价也应该远高于目前不到 6 元的水平。

结论：

综合各方面、各层次的信息分析，公司未来业务架构会朝着主业清晰、重点突出、做大做强这个方向努力，尤其是做大做强白酒和豆奶这两大主业的信心和决心非常明确。我们根据上述关于公司业绩、市值、PE 等的初步测算，认为其市值严重低估，故首次关注便给予“强烈推荐”评级。

风险提示：

（1）公司业务较多，不利于集中精力做大做强白酒和豆奶等主业；（2）贸易、煤炭等业务有可能由于盈利能力不强甚至亏损而吞噬主业利润。

表 1：维维股份 2010-2012 年业绩预测表

指标	09A	10E	11E	12E
营业收入（百万元）	2,839.39	4151.92	4960.33	5883.35
增长率（%）	19.68%	46.23%	19.47%	18.61%
营业利润（万元）	332.77	227.97	427.91	662.24
增长率（%）	634.53%	-31.49%	87.71%	54.76%
净利润（百万元）	220.18	235.98	294.77	499.01
增长率（%）	334.52%	7.17%	24.91%	69.29%
每股收益(元)	0.1300	0.14	0.18	0.30
PE	64.3183	42.16	33.75	19.94
PS	4.9876	2.40	2.01	1.69

资料来源：东兴证券所

表 2：维维股份 2009 中期-2010 年中期白酒等业务收入利润占比

	09 中期 收入（万元）	10 中期 收入（万元）	09 中期 收入占比	10 中期 收入占比	10 中期白酒 利润（万元）	10 中期白酒 利润占比
白酒	-	71,654.47	-	35.13%	6129.07	74.52%
豆奶	48495.08	57,898.63	37.97%	28.38%	-	-
乳品	47788.27	44,275.65	37.42%	21.71%	-	-
粮油	10935.54	12,693.21	8.56%	6.22%	-	-
贸易	18298.78	9,713.76	14.33%	4.76%	-	-
煤炭	2195.02	5,473.73	1.72%	2.68%	-	-
营养棒	0	2,271.61	0.00%	1.11%	-	-
合计	127,712.69	203,981.06	100.00%	100%	8225.27	100%

资料来源：东兴证券所

表 3：2010 年白酒上市公司预计收入、利润与最新市值排名

名次	上市公司	2010 白酒收入 预计（万元）	上市公司	2010 白酒净利润 预计（万元）	上市公司	最新市值 （亿元）
1	五粮液	151.53	贵州茅台	62.00	贵州茅台	1696
2	贵州茅台	131.75	五粮液	45.22	五粮液	1264
3	洋河股份	69.74	洋河股份	21.34	洋河股份	1053
4	泸州老窖	49.02	泸州老窖	20.85	泸州老窖	540
5	山西汾酒	32.18	山西汾酒	6.68	山西汾酒	275
6	古井贡酒	17.13	水井坊	2.37	古井贡酒	188
7	维维股份	14.32	古井贡酒	2.15	金种子酒	108
8	水井坊	13.81	金种子酒	1.77	水井坊	107
9	伊力特	11.94	伊力特	1.76	维维股份	99
10	老白干酒	9.86	维维股份	1.65	沱牌曲酒	68
11	沱牌曲酒	9.83	酒鬼酒	0.99	伊力特	67
12	金种子酒	8.32	沱牌曲酒	0.80	酒鬼酒	65
13	酒鬼酒	4.71	老白干酒	0.36	老白干酒	49
14	ST 皇台	0.58	ST 皇台	0.10	ST 皇台	21

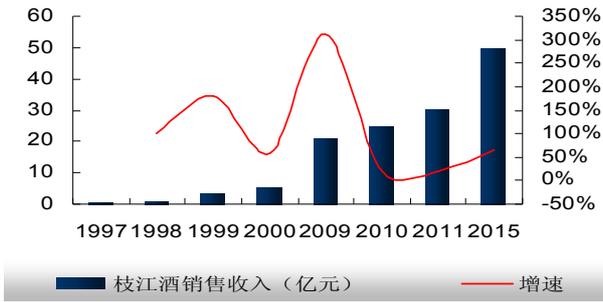
资料来源：东兴证券所

表 4：维维股份相关业务的市值估算情况

相关业务	金种子酒 PS	二线白酒平均 PS	10 中期维维收入（亿元）	10 全年维维收入（亿元）	应有市值（亿元）
白酒	12.98	9.84	7.16	14.32	140.97
豆奶	黑牛食品 PS				
	8.53		5.79	10.422	88.89
乳业	乳业平均 PS				
		5.40	4.4	7.92	42.75
粮油	东陵粮油 PS				
		1.21		1.27	2.54
煤炭		2	0.55	1.1	2.20
贸易	平均 PS				
		0.36	0.97	1.75	0.63
白酒+豆奶市值（亿元）	前三大主业市值（亿元）	前四大主业市值（亿元）	所有市值（亿元）		
229.86	272.61	275.15	275.78		
未来房地产	平均 PS				
		3.51		5	17.55

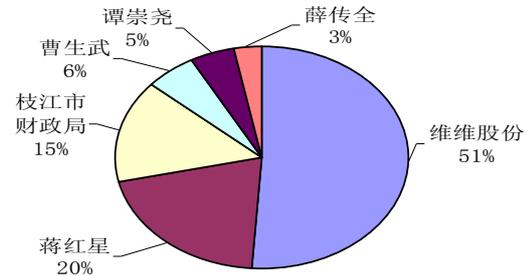
资料来源：东兴证券所

图 1：维维股份 1997-2015 销售收入与增速



资料来源：东兴证券研究所

图 2：枝江酒业股东结构



资料来源：东兴证券研究所

图 3：枝江酒业产品——大师原酌（浓香型，以高粱小麦为主要原料，酒精：52%（v/v），净含量：1.5L）



资料来源：东兴证券研究所根据枝江酒业网站整理

图 4：枝江酒业产品——谦泰吉（浓香型，以高粱小麦为主要原料，酒精：39%、52%（v/v），净含量：500mL）



资料来源：东兴证券研究所根据枝江酒业网站整理

图 5：枝江酒业产品——五星珍品（浓香型，以高粱小麦为主要原料，酒精：39%、42%、52%（v/v），净含量：500mL）



资料来源：东兴证券研究所根据枝江酒业网站整理

图 6：枝江酒业产品——四星珍品（浓香型，以高粱小麦为主要原料，酒精：42%（v/v），净含量：500mL）



资料来源：东兴证券研究所根据枝江酒业网站整理

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业研究员，消费品行业研究小组负责人，2007 年加盟东兴证券研究所。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，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。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

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（以沪深 300 指数为基准指数）：

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。