



高毛利率的香精龙头专注服务国内知名企业

——百润股份（002568）

2011年3月17日

百润股份

新股报告

- **大客户资源强化公司市场竞争力。**全球500强企业可口可乐、卡夫食品、通用磨坊，国内乳业巨头蒙牛、伊利，以及娃哈哈、统一、康师傅、农夫山泉等饮料行业前五名企业均为公司的重要客户。良好的客户资源、优质的大客户商业信誉，保障了公司的抗风险能力和议价能力的提升，为公司未来业务实现迅速扩张奠定了坚实的基础。
- **公司技术创新能力国内领先。**百润2003年起就被认定为上海市高新技术企业，是国内最早将感官鉴别技术全面应用于调香及应用领域的香精制造企业之一。公司拥有实用新型专利6项，发明专利2项，国家及市级技术成果转化项目3项，省市级火炬计划项目1项。公司科技实力处于同行业领先水平，产品性能指标达到国际先进水平
- **公司业绩快速增长、毛利率高。**公司销售收入和净利润快速增长，综合毛利率较高，2008年-2010年，公司香精业务毛利率分别为67.57%、73.11%和73.38%，其中食用型毛利率分别为60.18%，66.83%和66.01%。烟用香精近三年毛利率高达77.66%，80.65和82.06%，充分展现了公司产品市场地位和优质盈利能力。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司2011-2013年EPS分别为0.76、1.03和1.26元。参考可比上市公司华宝国际近三年的情况（35倍PE），给予公司11年32倍PE估值，公司合理股价为24.32元，目前申购价26.00元较为合理。上市首日给予30-50%的新股溢价，预计首日收盘价格区间31.61-34.50元。

财务指标预测

指标	10A	11E	12E	13E
营业收入（百万元）	108.88	147.60	185.78	231.84
增长率（%）	19.07%	35.57%	25.87%	24.79%
净利润（百万元）	42.93	60.72	82.16	100.56
增长率（%）	21.04%	41.45%	35.32%	22.39%
每股收益(全面摊薄 元)	0.72	0.76	1.03	1.26
净资产收益率（%）	36.23%	9.09%	11.59%	13.24%
PE	36	34	25	20
PB	13	3	2.9	2.7

杨若木

执业证书编号：S1480209110083

基础化工行业分析师

010-66557316

yangrm@dxzq.net.cn

询价区间

上市首日定价区间

发行上市资料

总股本（万股）	8000
发行量（万股）	2000
发行日期	2011.03.16
发行方式	网上+网下
保荐机构	华龙证券
预计上市日期	

发行前财务数据

（2010.12.31）

每股净资产（元）	1.97
净资产收益率（年化 %）	38.32
资产负债率（%）	32.56

主要股东和持股比例

刘晓东	51.74%
柳海彬	24.27%
刘晓俊	8.23%
温浩	6.41%
其他自然人股东	9.35%

目 录

1. 香精香料下游需求的快速增长带动了行业的良好发展.....	4
1.1 香精香料行业是国内的朝阳产业，保持高速增长.....	4
1.2 香精香料行业受益于食品饮料行业需求的快速增长.....	5
1.3 香精香料行业受益于烟草行业的稳健增长.....	6
1.4 国际香精香料企业向国内产业转移，公司排名第六.....	6
2. 多竞争优势打造国内香精业龙头.....	7
2.1 公司业绩持续上涨，毛利率高达 80%.....	7
2.2 公司以优质的品质和服务专注于国内知名企业.....	9
2.3 公司技术创新能力在国内领先.....	10
3. 募投项目分析.....	11
4. 盈利预测与投资建议.....	12
5. 风险提示.....	12

表格目录

表 1: 主要产品及用途.....	4
表 2: 主要竞争企业分析.....	7
表 3: 大客户战略模式分析.....	9
表 4: 公司主要客户分析.....	9
表 5: 2010 年大客户销售收入占比.....	10
表 6: 已投产的主要研发项目.....	10
表 7: 主要的试产项目.....	11
表 8: 公司募投项目 (单位: 万元).....	11
表 9: 项目实施后公司产能 (单位: 吨).....	12

插图目录

图 1: 股权结构示意图.....	4
图 2: 近 10 年香精香销售收入 (亿元).....	5
图 3: 行业总产值及占 GDP 比重.....	5
图 4: 04-10 年食品制造业销售收入.....	5
图 5: 04-10 年饮料制造业销售收入.....	5
图 6: 近 10 年我国烟草产量增长趋势.....	6
图 7: 04-10 年烟草销售收入增长趋势.....	6
图 8: 09 年各类企业市场份额.....	6
图 9: 主要销售及竞争区域.....	6
图 10: 08-10 年公司销售收入变化.....	8
图 11: 08-10 年净利润变化 (万元).....	8
图 12: 08-10 年产品毛利率统计.....	8
图 13: 可比上市公司毛利率指标.....	8
图 14: 近三年研发产品统计.....	10
图 15: 近三年研发投入及占比值.....	10

公司主要产品为食用香精和烟用香精，是国内最早将感官鉴评技术全面应用于调香及应用领域的香精制造企业之一，也是国内最早同时通过ISO9001:2000质量管理体系及HACCP食品安全卫生保证体系认证的香精制造商之一。公司生产的“百润”牌香精，于2009年获得了上海市名牌产品称号。公司在中国轻工业联合会2009年度香料香精行业十强企业评定中位居第六。中国轻工业联合会评定的2009年度饮料行业前5强企业均为公司的重要客户。

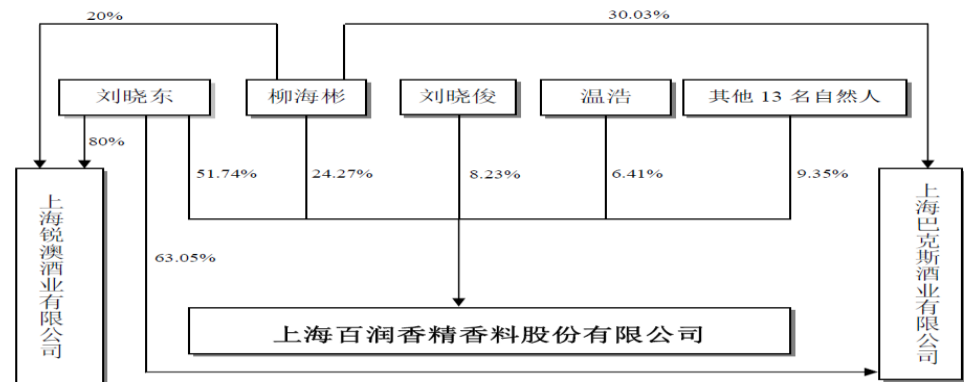
表 1：主要产品及用途

产品分类	主要用途
食用香精	乳品、饮料、糖果、烘焙、冰品、调味品、休闲食品、速冻食品、肉制品等
烟用香精	烤烟、混合型烟，调节卷烟的香气和口味、提升卷烟品质
其他	口腔护理产品

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

公司拟向社会公开发行2,000万股，发行后总股本达到8,000万股，发行股数占发行后总股本的25%。公司控股股东及实际控制人为自然人刘晓东，发行上市前持有公司51.74%的股权，目前担任公司董事长兼总经理。

图 1：股权结构示意图

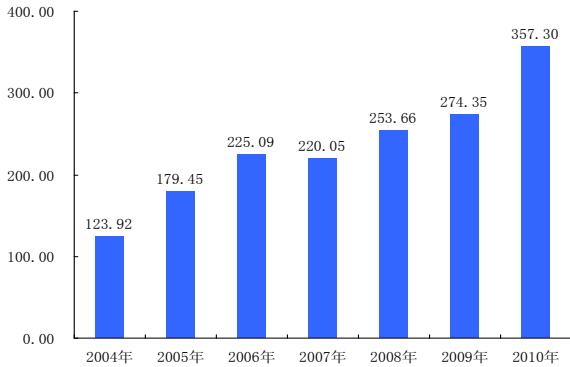


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

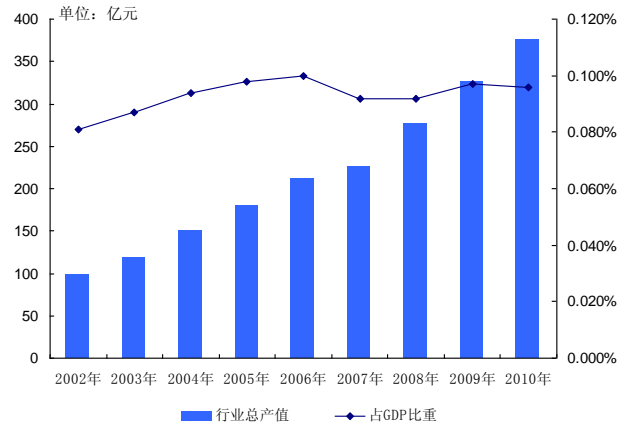
1. 香精香料下游需求的快速增长带动了行业的良好发展

1.1 香精香料行业是国内的朝阳产业，保持高速增长

香精是以天然香料和合成香料为原料，通过分析技术、生物工程技术、新型分离和深加工技术等现代高科技手段萃取或混合而成的芳香类混合物。近年来随着科技水平和人们生活水平的提高，国内香精香料制造行业呈现出良好的发展态势，2004—2010年期间，国内香精香料销售收入总体上保持较快增长，符合国民经济发展周期趋势。其中05年和10年同比增长幅度较大，分别达到了44.81%和30.24%，预计2011年随着全球经济回暖，消费行业复苏将进一步利好香精产品消费。

图 2：近 10 年香精香销售收入（亿元）


资料来源：wind，东兴证券研究所

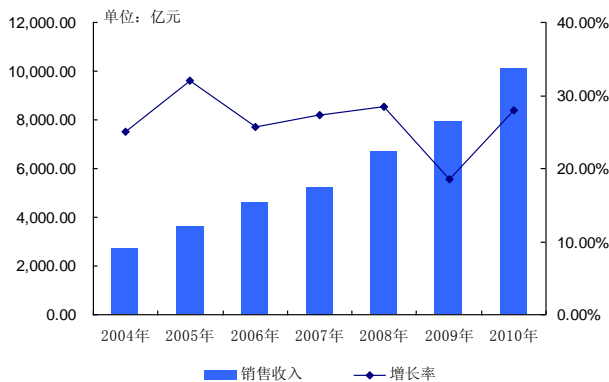
图 3：行业总产值及占 GDP 比重


资料来源：wind，东兴证券研究所

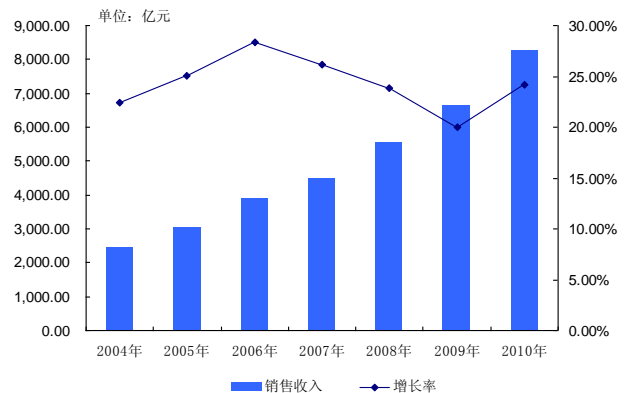
2004~2010年，国内香精、香料制造行业工业产值持续稳定增长，行业总产值由04年的153.04亿元，上升为10年的376.23亿元，近几年对国内生产总值的贡献度始终保持在0.1%左右，充分保障了下游的食品加工业、烟草制造业的对原材料的巨大需求，推动了生活日用消费品市场的持续健康发展。

1.2 香精香料行业受益于食品饮料行业需求的快速增长

食品、饮料工业的快速发展带动了食用香精行业的快速发展，人们的食品消费结构发生了巨大变化。一些营养、方便、休闲、绿色的新型工业化食品的需求逐年增长，为食用香精香料的发展创造了难得的机遇。2004~2008年，我国食品制造行业销售收入始终保持高速稳定地增长，年均增长率均超过25%。2008年国内食品制造行业实现销售收入6,662.10亿元，同比增长28.51%，而2010年国内食品制造行业已实现销售收入10,118.79亿元，同比增长28.02%。

图 4：04-10 年食品制造业销售收入


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图 5：04-10 年饮料制造业销售收入


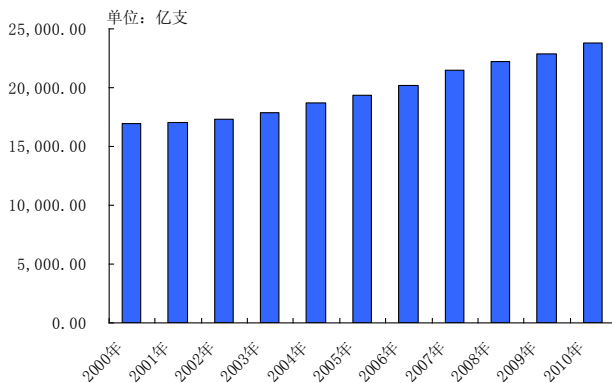
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

与此同时，随着饮料逐渐成为人们生活的必需品，国内饮料市场需求将拥有巨大的增长空间。根据中国饮料工业协会统计，2008年中国饮料消费总量已突破6,000万吨，我国已成为世界第二大饮料生产与消费国，并将在2010年跃居世界首位。随着饮料市场需求的不断扩大，必将进一步催生食品香精香料的增量需求，为国内食品香精香料行业提供了广阔的市场空间。

1.3 香精香料行业受益于烟草行业的稳健增长

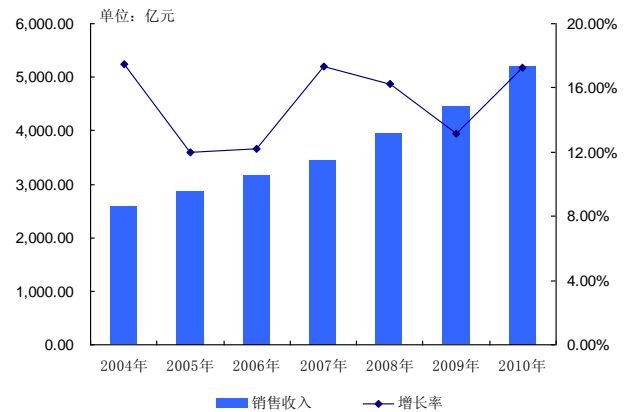
目前，我国已成为全世界最大的烟草生产与消费国。自2004年以来，我国卷烟产销量呈现出均衡增长的发展态势，2008年国内烟草行业实现销售收入3,933.11亿元，同比增长16.28%，截止2010年12月国内烟草行业实现销售收入5,197.93亿元，同比增长17.23%。

图 6：近 10 年我国烟草产量增长趋势



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 7：04-10 年烟草销售收入增长趋势



资料来源：wind，东兴证券研究所

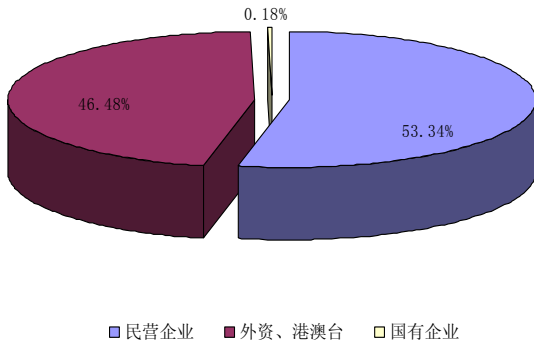
随着国民经济总量的不断增长以及国内卷烟工业的快速发展，烟用香精工业通过增加新品种、开拓新香料、探索生产新工艺、变革香型结构、设计新配方等方式，在满足烟草消费市场不同口味需求的同时，不断为市场带来新的消费取向。国内香精香料工业也将随着烟草行业的不断发展，而拥有广阔的市场空间和巨大发展前景。

1.4 国际香精香料企业向国内产业转移，公司排名第六

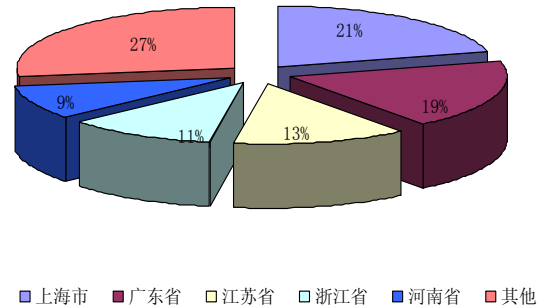
由于中国香精香料市场拥有巨大的发展潜力与市场空间，国际著名香精香料公司纷纷在中国本土投资建厂，占据了大部分国内香精香料中高档市场的份额。与此同时，国内民营香精香料制造企业经过多年的发展，凭借稳定的产品质量、合理的产品价格、周到的技术服务，赢得了客户的认可和青睐。目前行业主要表现为外资企业与民营企业之间的市场竞争。

图 8：09 年各类企业市场份额

图 9：主要销售及竞争区域



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

从地域分布来看，国内香精香料制造企业主要集中在华东地区和华南地区，其中广东、浙江、江苏、四川、上海等省市的发展速度较快，企业数量和销售收入均位居行业前列。据统计，2007~2009年国内香精香料累计产品销售收入排名居前五位的地区均为广东、上海、浙江、江苏、河南五个省市，已成为香精香料厂商主要的竞争区域。

中国轻工业联合会曾经组织评选出香精香料行业的全国十强，该次评价体系选取主营业务收入、利润总额、产值利税率和工业总产值增速4个指标对企业进行综合评价。公司整体竞争水平排在第6位。相信随着上市后融资步伐的加快，公司在资本实力、产能规模、技术研发实力、销售业绩上会有更乐观的前景。

表 2：主要竞争企业分析

排名	企业名称	综合得分
1	嘉兴市中华化工有限责任公司	96.32
2	上海爱普香料有限公司	85.56
3	深圳波顿香料有限公司	77.10
4	华宝食用香精香料（上海）有限公司	75.93
5	天津春发食品配料有限公司	74.92
6	上海百润香精香料股份有限公司	71.60
7	上海华宝孔雀香精香料有限公司	68.34
8	瀛海（沧州）香料有限公司	67.26
9	北京天利海香精香料有限公司	66.83
10	安徽丰乐香料有限责任公司	65.36

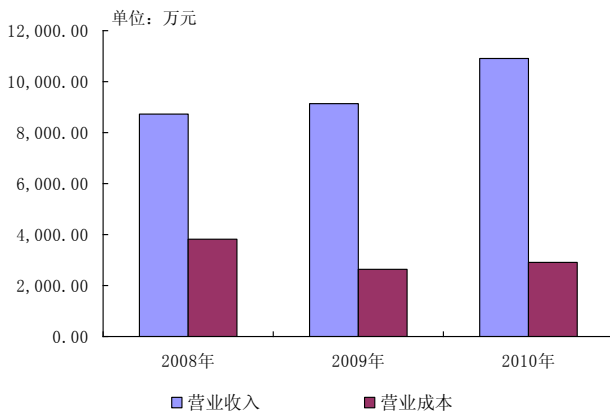
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

2. 多竞争优势打造国内香精业龙头

2.1 公司业绩持续上涨，毛利率高达 80%

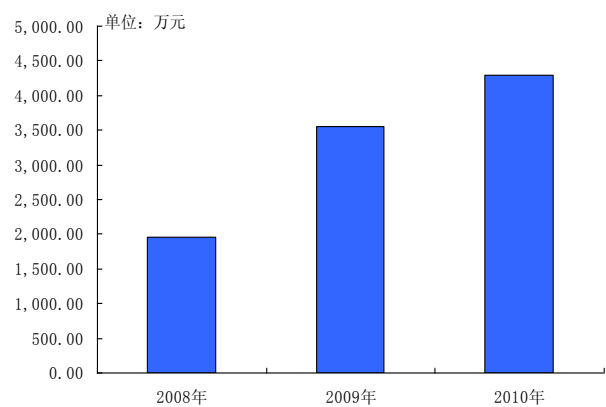
公司近3年经营业绩始终保持快速稳定增长，08年实现销售收入8,724.35万元，09年销售收入达到9,144.20万元，同比增长5%，10年实现销售收入过亿的目标，达到了10,789.62万元，同比增长18%。公司在注重产品研发、市场开拓的同时，成本费用控制合理始终保持在较低水平，而公司近3年的净利润增幅较大，由08年的净利润1,957.56万元跃升到10年的4,292.58万元，增长幅度高达119%。

图 10: 08-10 年公司销售收入变化



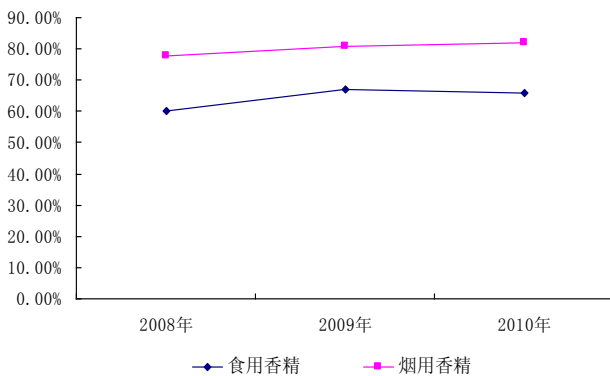
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图 11: 08-10 年净利润变化 (万元)



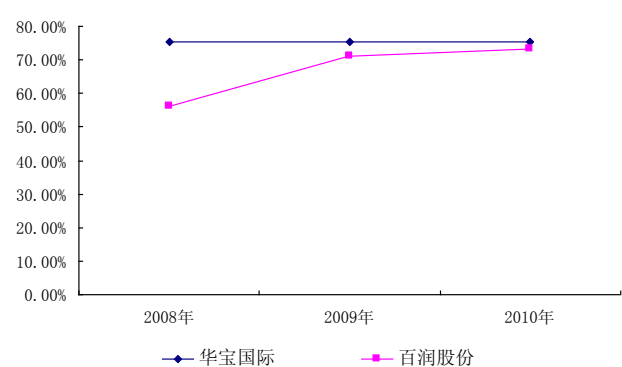
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图 12: 08-10 年产品毛利率统计



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图 13: 可比上市公司毛利率指标



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

公司的综合毛利率较高，2008年、2009年及2010年，公司香精业务毛利率分别为67.57%、73.11%和73.38%，其中食用型毛利率分别为60.18%、66.83%和66.01%；烟用香精毛利率竟然分别高达77.66%，80.65和82.06%。基本保持高位稳定的态势。由于目前没有与之经营业务完全相同的A股上市公司，因此主要参照在香港上市的华宝国际的毛利率进行比较。华宝国际控股有限公司是一家在香港上市的多元化、大型国际香精公司。08年-10年期间华宝始终保持着75%左右的超高毛利率。通过对比表明公司目前的高额毛利率是处于正常范围，预计未来还有上升空间。

由于研发支出未计入营业成本，而是直接计入当期费用，同时公司重研发、轻资产的业务模式决定了制造费用和人工成本较低，导致公司产品毛利率较高。此外，大客户对香精的品质要求较高，公司需采取订单式的销售模式和多批次、小批量的生产模式，为客户量身定制不同配方的香精，产品的高技术含量、高附加值决定了公司良好的议价能力和高额毛利率回报。

2.2 公司以优质的品质和服务专注于国内知名企业

公司坚持实施大客户战略，以国内外的知名企业作为目标客户经过多年的发展，目前已拥有包括娃哈哈、可口可乐、康师傅、伊利、汇源、银鹭、农夫山泉、雨润等在内的一批国内外知名食品、饮料客户，并与其建立了稳定的业务关系，大客户业务在2~3年内实现了几倍甚至十几倍的增长，使得公司收入结构进一步优化。

表 3：大客户战略模式分析

发展阶段	所处阶段	目标客户	销售目标	销售模式
大客户，小业务	06~09年	在国内外食品、烟草行业占主导地位的企业	大客户数量明显增加，平均销售额提高到50万元/年以上，主要客户平均销售额达到100~500万元/年。	直销渠道和经销商渠道并存，以直销渠道为主，直销渠道占到销售额的80%以上。
大客户，大业务	2010年后	在国内外食品、烟草行业占主导地位的企业	主要客户平均销售规模为300~1000万元/年，核心客户年平均销售规模达到1000万元以上。	直销渠道和经销商渠道并存，以直销渠道为主，直销渠道占到销售额的90%以上。

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

表 4：公司主要客户分析

类别	主要客户品牌	业务情况
食用香精类	娃哈哈、美晨、可口可乐、农夫山泉、润田、健力宝、今麦郎、统一、银鹭、汇源、均瑶、双汇、伊利	已通过客户审核认可或被确认为其供应商，且形成一定的业务规模
	卡夫、通用磨坊、默克、味好美、康师傅、蒙牛、光明、雨润	已通过客户审核认可或被确认为其供应商，并已实现销售
烟用香精类	甘肃烟草公司、安徽中烟、红塔辽宁	为甘肃烟草研发出三大类70种香精产品，成为烟用香精主要供应商

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

目前，公司的目标客户平均销售规模为300~1000万元/年，核心客户年平均销售规模达到1000万元以上。以2010年销售情况分析，当年实现总销售收入10790万元，其中排名前5的大客户合计销售收入为6606.80万元，占总销售收入的61.23%，未来公司拟强化与核心客户的业务联系。挖掘开拓更多世界知名食品、烟草制造商市场，预计未来公司香精销售收入还将快速增长。公司主营业务产品及客户的多元化会进一步提升了公司的盈利能力和抗风险能力。

表 5：2010 年大客户销售收入占比

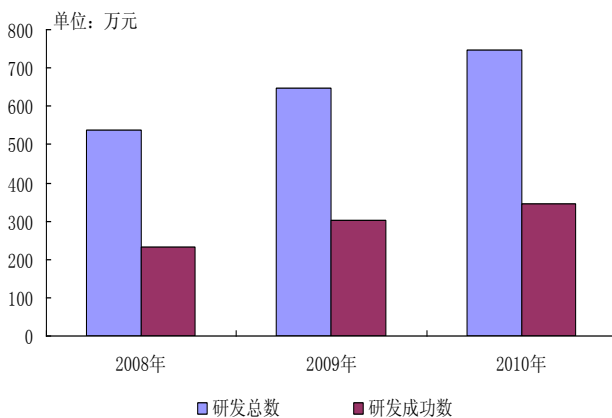
序号	公司	销售金额	占总收入比
1	甘肃烟草公司	4591.80 万	42.56%
2	杭州娃哈哈	691.85 万	6.41%
3	农夫山泉	491.19 万	4.55%
4	美晨集团	474.37 万	4.40%
5	可口可乐公司	357.59 万	3.31%
6	其他业务	4183.20 万	38.77%
	总计	10790 万	100%

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

2.3 公司技术创新能力在国内领先

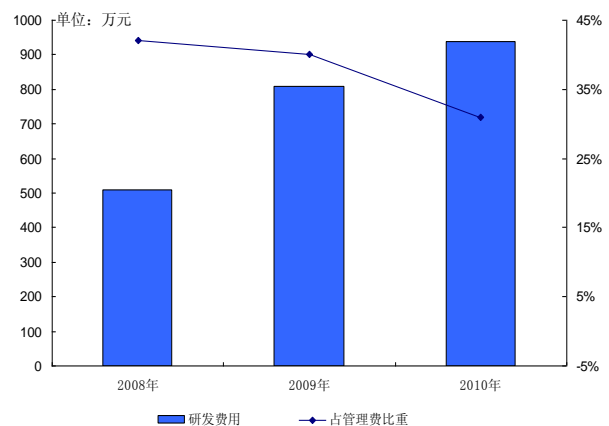
公司2003年起就被认定为上海市高新技术企业，是国内最早将感官鉴评技术全面应用于调香及应用领域的香精制造企业之一，目前，公司拥有实用新型专利6项，发明专利2项，国家及市级技术成果转化项目3项，省市级火炬计划项目1项。公司自行研发的（无负重）乳化奶油香精、蔗糖口感香精与番石榴香精及其相关生产技术在行业内处于同行业领先水平，产品性能指标达到国际先进水平。公司现拥有香精香料和食品行业从业多年的研发技术人员42名，能通过相互合作的方式为客户提供从产品概念创新到工艺配方设计的整套产品解决方案。

图 14：近三年研发产品统计



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图 15：近三年研发投入及占比



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

研发是公司业务的核心，2008~2010年公司共组织进行了1,931个项目的研发，成功开发了878项新产品。专业化的研发为公司的食品饮料客户提供了更多的差异化、个性化产品，为公司业务持续发展奠定了基础。报告期内公司持续加大研发投入，2008年、2009年及2010年，研发费用分别为509.12万元、809.86万元和938.74万元，强大的研发实力和雄厚的资金投入保障了公司创新能力和综合竞争实力。（注：研发支出未计入营业成本，而是直接计入当期管理费用。）

表 6：已投产的主要研发项目

产品名称	认定情况	认定单位
(无负重)乳化奶油香精	上海市高新技术成果转化项目 (A级) (2004年)	上海市高新技术成果转化项目认定办公室
蔗糖口感香精	上海市高新技术成果转化项目 (B级) (2006年)	上海市高新技术成果转化项目认定办公室
番石榴香精	上海市高新技术成果转化项目 (B级) (2006年)	上海市高新技术成果转化项目认定办公室
	上海市火炬计划项目(2008年)	上海市火炬高新技术产业开发中心
	2008年度品牌产品	上海市中小企业品牌建设推进委员会
原味酸奶香精	上海市重点新产品(2008年)	上海市科学技术委员会

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

表 7：主要的试产项目

研发产品名称	拟采取主要技术	研发阶段	技术来源	领先度
天然菊花系列香精	浸提、真空浓缩	试产阶段	自主研发	国内领先
啤酒系列香精	配方技术、提取分离技	试产阶段	自主研发	国内领先
果汁回填系统系列香精	配方技术	试产阶段	自主研发	国内领先
发酵果蔬汁关键技术研究	生物技术、配方技	试产阶段	自主研发	国内领先
发酵酸豆奶关键技术研究	生物技术、配方技	试产阶段	自主研发	国内领先
茶饮料香味稳定性研究	生物技术、配方技	试产阶段	自主研发	国内领先
柑橘香精应用稳定性研究	分析技术	试产阶段	自主研发	国内领先
香精缓释系统研究	配方技术、制剂技术	试产阶段	自主研发	国内领先
乳制品的口感型香精研究	配方技术、感官鉴评技	试产阶段	自主研发	国内领先

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

3. 募投项目分析

公司本次募集资金主要投向研发中心建设项目和扩建厂房、扩大产能项目，其中研发中心建设项目总投资11,979.51万元，项目实施期为8个月，主要定位于三大类香精香料产品的研发与应用研究。扩建厂房、扩大产能项目总投资6,933.90万元，建设工期为15个月，前12个月主要是厂房施工与装饰阶段，后3个月是购置及安装相关设备、试生产阶段。整个募投项目完成后，公司将新增1,500吨香精生产能力，形成年产2,500吨香精的生产规模。

表 8：公司募投项目（单位：万元）

项目名称	募集资金投资计划			投资总额
	T~T+8个月	T+8~T+12个月	T+12~T+15个月	
研发中心建设	11,979.51			11,979.51

扩建厂房、扩大产能	2,848.50	4,085.40	6,933.90
合计	14,828.01	4,085.40	18,913.41

注：T为投资建设起始日期

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

表 9：项目实施后公司产能（单位：吨）

项目	项目实施前		项目增加		项目实施后	
	名义产能	实际产能	名义产能	实际产能	名义产能	实际产能
香精产品	1,200	1,000	1,800	1,500	3,000	2,500

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

国际与国内大客户对其产品口味的独特性、新颖性及品质的一致性要求极为严格，对公司的考核非常细致。要保持国内外著名企业的持续认可，以及取得更多知名企业的认证考核，公司必须对生产场所及生产设施进行更多的投入。如果募投项目能顺利实施，对进一步扩大公司产品市场占有率，提升公司的市场竞争力必定起到重要推动作用。

预计公司11-13年EPS分别为0.76、1.03和1.26元，年增幅分别达到35.53%和22.33%。参考可比上市公司华宝国际近三年的经营情况（35倍PE），给予公司11年32倍PE估值，公司合理股价为24.32元，目前申购价26.00元较为合理。上市首日给予30-50%的新股溢价，预计首日收盘价格区间31.61-34.50元。

5. 风险提示

1. 募投项目进展低于预期的风险
2. 原材料价格波动的风险
3. 市场销售风险

利润表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	91.44	108.88	147.60	185.78	231.84
营业成本	26.50	29.10	41.33	47.37	59.12
营业费用	8.36	9.44	11.81	14.86	18.55
管理费用	20.40	22.40	29.52	37.16	46.37
财务费用	0.52	0.12	(1.06)	(4.53)	(4.54)
投资收益	4.75	0.02	0.60	0.60	0.60
营业利润	39.53	46.96	65.90	90.66	111.89
利润总额	40.93	49.84	70.10	94.86	116.09

所得税	5.46	6.92	9.38	12.69	15.53
净利润	35.46	42.93	60.72	82.16	100.56
归属母公司所有者的净利润	35.46	42.93	60.72	82.16	100.56
NOPLAT	34.71	40.55	56.16	74.60	92.99

资产负债表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	45.12	19.57	462.06	443.98	463.31
交易性金融资产	0.82	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	10.74	19.67	20.22	25.45	31.76
预付款项	0.76	0.41	0.82	1.30	1.89
存货	7.76	9.08	12.46	14.28	17.82
流动资产合计	82.56	70.28	524.79	521.80	560.69
非流动资产	31.75	105.40	157.93	203.52	217.88
资产总计	114.31	175.68	682.72	725.33	778.57
短期借款	0.00	45.00	0.00	0.00	0.00
应付帐款	6.19	8.02	10.42	11.94	14.90
预收款项	0.04	0.01	0.01	0.01	0.01
流动负债合计	8.75	57.20	14.70	16.22	19.18
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司股东权益	105.56	118.48	668.02	709.10	759.38
净营运资本	73.80	13.08	510.09	505.58	541.51
投入资本 IC	59.62	143.91	205.96	265.12	296.07

现金流量表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
净利润	35.46	42.93	60.72	82.16	100.56
折旧摊销	2.82	2.56	0.00	24.41	26.45
净营运资金增加	39.99	(60.72)	497.01	(4.51)	35.93
经营活动产生现金流	44.21	39.36	67.11	87.98	105.37
投资活动产生现金流	(22.02)	(76.42)	(69.50)	(69.50)	(40.30)
融资活动产生现金流	(15.97)	11.51	444.88	(36.55)	(45.74)
现金净增（减）	6.22	(25.55)	442.49	(18.07)	19.33

分析师简介

杨若木

2005年获得工学硕士，2007年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有四年化工行业研究经验。

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。