

消费品及服务 - 食品

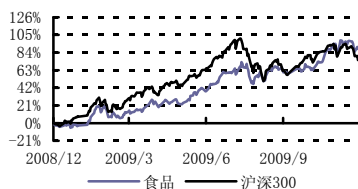
2009 年 12 月 24 日

重要资料

总股本 (百万股)	107.00
流通股 (百万股)	27.00
募集资金总额	542.7
行业 PE (X)	54.57
定价区间 PE (X)	25-30
第一大股东	黄嘉棣
公司网址	http://www.gxhsry.com

财务数据	2006	2007	2008
营业收入 (百万)	148.91	148.91	148.91
增长率%	-	22.28	14.41
净利润 (百万)	26.96	30.40	36.72
增长率%	-	12.75	20.79
毛利率%	38.05	39.69	40.15
净利率%	18.33	14.47	14.30
ROE	28.29	23.79	22.47
ROA	11.14	11.52	11.71
资产负债率	57.50	49.32	47.86

行业一年期行情比较



表现	1m	3m	12m
食品	-1.64%	17.65%	90.38%
沪深 300	-8.98%	9.03%	73.87%

食品饮料小组

0755-83199427

liangxm@csc.com.cn

分析师申明

食品饮料小组, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 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。

以水牛奶为特色的区域型乳品公司

—皇氏乳业 (002329) 新股定价分析

询价区间: 20.10

定价区间: 25-30

预测指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	257	327	453	638
净利润 (百万元)	37	49	68	90
每股收益 (元)	0.34	0.46	0.64	0.84
净利润增长率%	20.79%	32.84%	39.56%	31.82%
每股净资产 (元)	0.40	0.76	1.27	1.94
市盈率	80.14	60.33	43.23	32.79
市净率	68.98	36.03	21.61	14.15
PEG	3.85	1.84	1.09	1.03

资料来源: 世纪证券研究所

- 公司主要从事液态乳和液态乳制品的生产销售以及与此产业关联的奶牛养殖和牧草种植业务。产品以巴氏奶为主, 包括营养价值高的水牛奶、南方特色鲜明的果奶和具有益生作用的发酵奶。广西地区为主要销售市场, 其销售额占乳制品收入的 95% 左右。
- 国内奶业处于由量到质的转型。奶业发展由以往单纯数量扩张转入提高质量效益与数量增长并重的发展阶段。目前人均奶类占有量占世界人均占有量的比例不到五分之一, 奶类消费仍将具有较大的空间, 新鲜乳制品将进入新的市场增长期。
- 公司水牛奶产销量居全国首位 (占比 38.50%), 是国内水牛奶行业的龙头企业。公司制定了差异化产品策略, 有效避免与伊利股份、蒙牛乳业等正面竞争。作为广西最大的乳制品生产和销售的龙头企业, 巴氏奶产销量占广西地区的 62.67%。
- 近年来, 公司营业收入、净利润保持持续快速的增长。乳制品收入 07、08 年同比增长 57.49%、37.73%, 综合毛利率维持在 40% 以上, 远高于伊利股份 (35.4%) 和蒙牛乳业 (26.72%) 和同样是以巴氏奶、酸牛奶为主的光明乳业 (37.81%)
- 公司募集资金投资于液态奶深加工、奶牛养殖示范推广项目和营销网络建设等。新增 6.5 万吨产能达产后, 总产能将达到 11.5 万吨, 进一步加快公司的发展。
- 合理估值区间为 25 元-30 元。预计 09 年和 10 年的每股收益为 0.46 和 0.64 元, 行业可比公司 09 年和 10 年的平均估值水平为 54.57 倍和 36.38 倍。考虑到公司成长较好, 股本扩张能较强, 其合理估值区间应为 25 元-30 元, 对应 2010 年 PE 水平为 39.1-46.9 倍。
- 风险提示。食品安全风险、牛类疫病、市场风险等。

公司概况

皇氏乳业前身系成立于 2001 年 5 月的广西皇氏生物工程乳业有限公司，2006 年 11 月以整体变更方式发起设立。主要发起人为黄嘉棣、张咸文及广西真牛资产经营有限公司和中国风险投资有限公司。截止 2009 年 6 月 30 日，公司的总资产为 3.58 亿元，净资产为 1.84 亿元，资产负债率为 48.56%。

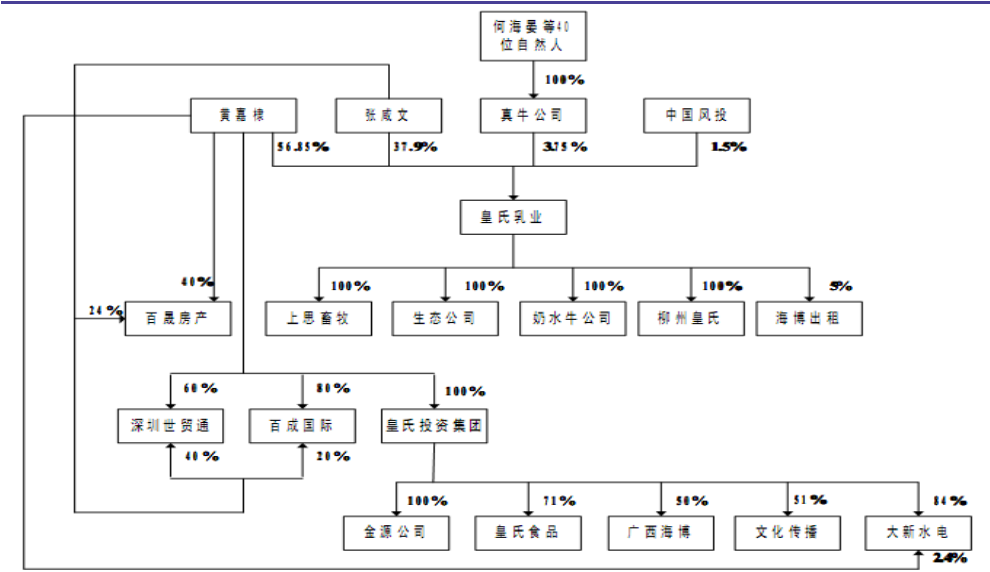
公司发行前总股本为 8,000 万股，本次拟公开发行人民币普通股 2,700 万股，占发行后总股本 25.23%。发行后，黄嘉棣持有公司 56.85% 的股权，为公司的实际控制人，另外其还持有黄氏投资集团等 9 家全资、控股企业。真牛公司由发行人的中高级管理人员和核心技术人员等 40 名股东组建，持有股份占发行后总股本的 2.8%。

Figure 1 公司发行前后股权结构

股东名称	股权性质	发行前		发行后	
		股份数量 (万股)	持股比例 (%)	股份数量 (万股)	持股比例 (%)
黄嘉棣	自然人股	4,548	56.85	4,548	42.51
张咸文	自然人股	3,032	37.90	3,032	28.34
广西真牛资产经营有限公司	境内法人股	300	3.75	300	2.80
中国风险投资有限公司	境内法人股	120	1.50	120	1.12
社会公众股		—	—	2,700	25.23
合 计		8,000	100.00	10,700	100.00

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

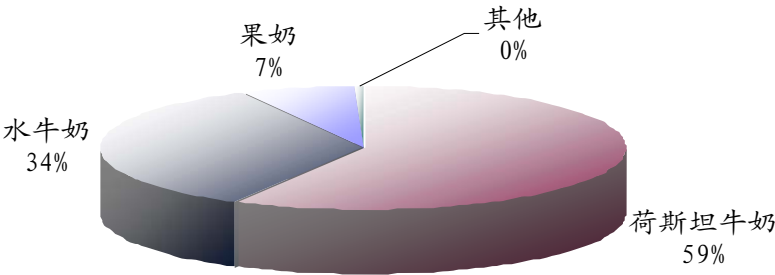
Figure 2 发行人及实际控制人的股权结构图



资料来源：公司招股意向书、世纪证券

公司主要从事液态乳和液态乳制品的生产、加工、销售以及与此产业关联的奶牛养殖和牧草种植业务。产品以巴氏奶为主，包括营养价值高的水牛奶、南方特色鲜明的果奶和具有益生作用的发酵奶。广西地区为公司的主要销售市场，其销售额占公司乳制品营业收入的 95%左右。

Figure 3 2009 年中期公司的主营收入结构



资料来源：公司招股意向书、世纪证券

公司所处行业背景

国内奶业处于由量到质的转型。从 2000 年开始，经过 5 年的超常规增长，2005 年我国城乡居民人均奶类占有量达到 21.97 千克。2006 年开始，奶业正式进入转型期，城镇居民的乳制品消费潜在需求开发告一段落，增长放缓，产品结构逐渐开始调整。奶业发展由以往单纯数量扩张转入提高质量效益与数量增长并重的发展阶段。目前我国人均奶类占有量占世界人均占有量的比例不到五分之一，奶类消费仍将具有较大的空间。预计 2010 年和 2020 年奶类产量将分别达到 3,800 万吨和 6,000 万吨，人均占有奶量将分别达到 28 千克和 42 千克以上。2010 年牛奶、水牛奶的产量将分别达到 3,000 万吨和 10 万吨，2020 年牛奶、水牛奶将分别达到 5,130 万吨和 30 万吨。中小城市和农村乳制品消费将高速发展。

Figure 4 2001 年 - 2007 年全国奶牛年末存栏数、奶类产量情况

	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年	2003 年	2002 年	2001 年
1、全国奶牛年末存栏数							
荷斯坦奶牛 (万头)	1,218.90	1,068.90	1,216.10	1,108.00	893.20	687.30	544.00
水牛 (万头)	1,490.30	1,504.70	2,216.70	2,236.10	2,228.20	2,272.40	2,312.00
2、全国奶类产量							
奶类总产量 (万吨)	3,633.40	3,302.50	2,864.80	2,368.40	1,848.60	1,400.40	1,100.00
其中：牛奶产量 (万吨)	3,525.20	3,193.40	2,753.40	2,260.60	1,746.30	1,299.80	1,000.00
液态奶产量 (万吨)	1,441.00	1,244.04	1,145.79	806.74	582.87	355.14	240.00
干乳制品产量 (万吨)	346.45	215.53	164.63	142.44	104.45	93.23	60.00

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

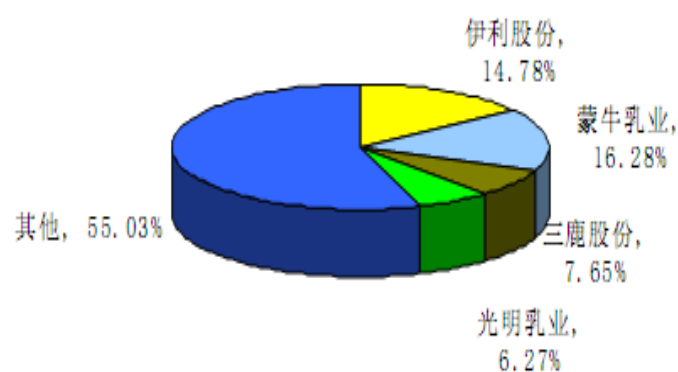
Figure 5 2001 年 - 2007 年世界与中国人均奶类占有量 (千克 / 人)

项 目	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年	2003 年	2002 年	2001 年
世界人均奶类占有量	151	145	130	123	115	100	98
印度人均奶类占有量	191	183	177	140	134	115	100
美国人均奶类占有量	116	110	98	93	85	78	72
中国人均奶类占有量	27.57	25.19	21.97	18.22	14.30	10.90	7.30

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

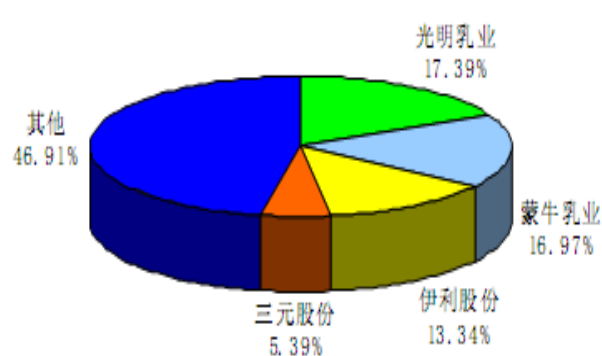
乳制品制造行业竞争激烈，市场化程度高。近年来，乳制品制造业迅猛发展，规模效益和品牌效益逐步显示，涌现出像伊利股份、蒙牛乳业、光明乳业等少量全国性品牌的乳品企业和皇氏乳业、深圳晨光、广东燕塘等为数众多的区域性品牌的乳品企业。国外大型食品企业雀巢、美赞臣等 2005 年进入我国，由于受到奶源的限制，其产品主要以奶粉为主。蒙牛乳业、伊利股份在常温奶市场基本处于垄断地位，两家公司具有相同类型的产品、共同的市场和近似的营销策略，因此在产品创新、营销策略、奶源建设、产能扩增、渠道管理、产品促销等方面均进行残酷的竞争。常温奶在 2006 年 — 2008 年其销售毛利率在 20 - 30% 之间。光明乳业在酸奶领域独占鳌头，皇氏乳业在细分市场水牛奶领域居全国首位。由于低温配送一般采用直销方式，营销环节少，相对费用低，所以低温奶为主导的城市型乳品企业保持了较高的销售利润率。光明乳业 2006 年 — 2008 年其销售毛利率维持在 30% - 35%，皇氏乳业同期的销售毛利率维持在 40-45%。

Figure 6 主要企业市场份额



资料来源：公司招股意向书、世纪证券

Figure 7 酸奶市场市场份额



资料来源：公司招股意向书、世纪证券

未来奶业的发展趋势

未来液态奶的发展方向将是巴氏奶。巴氏奶的营养价值高，最大限度地保留奶类原有的特质与风味。按照发达国家之前走过的奶业发展道路，

当乳品消费的整体基础形成之后，新鲜乳制品一定会进入到一个新的市场增长期。巴氏奶在大部分国家中占有绝对优势，液态奶中巴氏奶所占的比重远远高于常温奶。我国目前常温奶占液态奶的比重接近 70%，常温奶经过 10 年的高速发展后，增长速度已经放缓。随着消费升级，在乳品消费的整体基础形成之后，新鲜乳制品将进入新的市场增长期。

Figure 8 主要国家或地区巴氏奶和常温奶所占比重

国家或地区	巴氏奶比重 (%)	常温奶比重 (%)
加拿大	99.9	0.1
美国	99.7	0.3
日本	99.3	0.7
台湾地区	97.6	2.4
澳大利亚	92.6	7.4
中国	20~30	60~70

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

Figure 9 巴氏杀菌奶和 UHT 灭菌奶的营养成份比例

	乳清蛋白含量 (%)	蛋氨酸含量 (%)	胱氨酸/半胱氨酸含量 (%)	维生素 B12 含量 (%)	维生素 C 含量 (%)	叶酸含量 (%)	维生素 B1 含量 (%)
原料奶	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
巴氏杀菌奶	85.40	90.00	95.40	90.00	90.00	88.50	95.00
UHT 灭菌奶	27.60	66.00	66.00	69.90	68.40	64.80	64.80

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

全国奶业区域布局进一步优化。目前我国奶业区域格局为“北多南少”，南方消费市场主要依靠北方常温奶产品长途运输供应解决。而新鲜乳制品要求就地建设奶源基地和乳制品加工厂。对于南方奶业来说，水牛能够适应南方地区高温高湿和雨水丰富的气候特点和利用当地丰富的粗饲料资源（甘蔗稍、甘蔗尾叶以及农作物 秸秆），饲养奶水牛将是南方奶业发展的突破口。水牛奶营养价值要高于荷斯坦牛奶，加之口感突出等特点，其价格也高于荷斯坦牛奶。在意大利，水牛奶的价格是荷斯坦牛奶的 3 倍，前者每千克 1 美元，后者 0.3 美元。而公司水牛奶产品平均价格是荷斯坦牛奶的 1.5 倍。全球牛奶、水牛奶和其他奶类的比例约为 28: 4: 1，我国水牛奶的比例不到 3%，水牛奶具有较大的发展潜力。

Figure 10 水牛奶营养价值高于一般牛奶

项目	水分 (%)	脂肪 (%)	蛋白质 (%)	乳糖 (%)	矿物质 (%)	总干物 质 (%)	氨基酸 (mg/100ml)		
							异亮氨酸	亮氨酸	赖氨酸
水牛奶	78.04	11.00	5.30	4.80	0.86	21.96	314.49	574.06	403.61
牛奶	87.30	3.75	3.40	4.75	0.80	12.70	243.75	371.25	300.00

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

基地型乳品企业和城市型乳品企业将长期共存、共同发展。我国消费多元化的长期存在，决定了常温奶与低温奶将共同发展，基地型乳品企业和城市型乳品企业将长期共存下去。基地型乳品企业背靠北方草原奶源，但远离城市消费市场，产品以常温奶为主。其特点是追求产品销量和市场份额，以向外扩张作为企业的第一要务。城市型乳品企业指接近消费市场，依靠大中城市的周边奶源，产品以低温奶为主，其特点是以追求利润率为首要目标，采用渐进式拓展策略。

公司主营业务分析

公司水牛奶产销量居全国首位（占比 38.50%），是国内水牛奶行业的龙头企业。作为广西最大的乳制品生产和销售的龙头企业，巴氏奶产销量占广西地区的 62.67%。

Figure 11 公司水牛奶、巴氏奶市场占有率

年 份	2007 年	2006 年	2005 年
全国水牛奶产量 (吨)	22,070	7,020	6,900
本公司水牛奶产量 (吨)	8,498	4,082	2,721
水牛奶市场占有率 (%)	38.50	58.15	39.43
广西巴氏奶产量 (吨)	33,066	32,990	27,520
本公司巴氏奶产量 (吨)	20,724	13,703	11,405
巴氏奶市场占有率 (%)	62.67	41.53	41.44

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

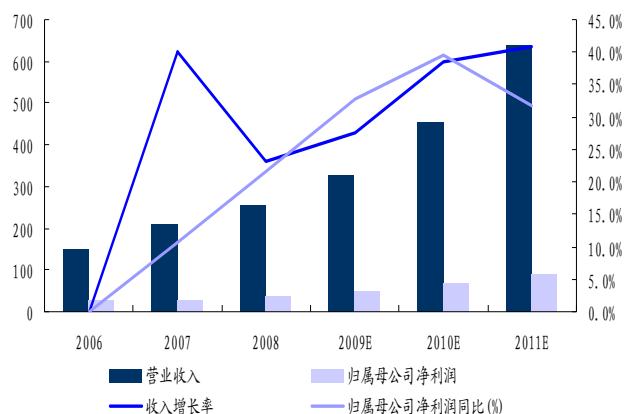
Figure 12 公司液体奶在广西地区的占有率

年 份	2007 年	2006 年	2005 年
广西本地乳品企业销售收入 (亿元)	4.26	3.78	2.52
本公司销售收入 (亿元)	1.85	1.49	0.91
广西本地市场占有率 (%)	43.43	39.42	36.11
广西液态奶总产量 (吨)	262,100	99,500	45,300
本公司液态奶产量 (吨)	32,423	20,548	15,230
广西整体市场占有率 (%)	12.37	20.65	33.62

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

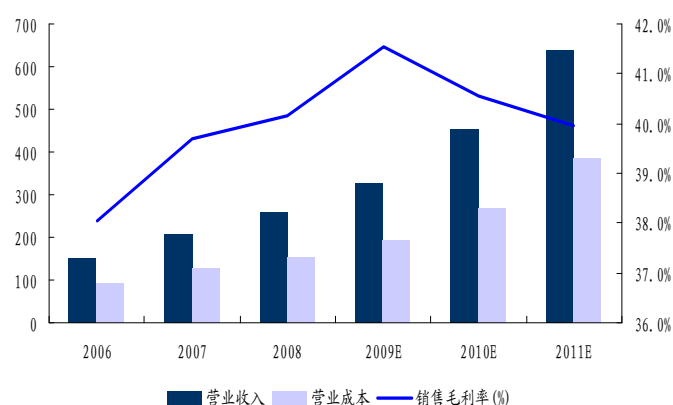
近年来，公司营业收入、净利润保持持续快速的增长。营业收入 2007 年度、2008 年度和 2009 年 1-6 月分别较上年同期增长 40.2%、23.04% 和 12.64%；其中乳制品收入 07、08 年同比增长 57.49%、37.73%。净利润同比增长 10.59%、21.62% 和 39.52%。综合毛利率维持在 40% 以上，远高于伊利股份（35.4%）和蒙牛乳业（26.72%）和同样是以巴氏奶、酸牛奶为主的光明乳业（37.81%）。

Figure 13 收入和利润变化



资料来源：公司招股意向书、世纪证券

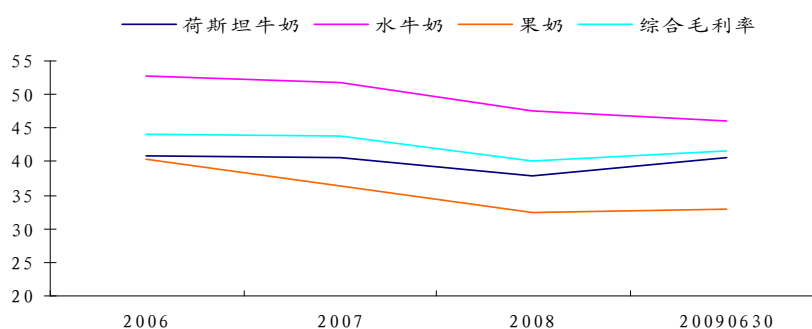
Figure 14 毛利率变化



资料来源：公司招股意向书、世纪证券

公司市场定位和市场营销策略取得成效。作为城市型乳品企业，公司以新鲜的巴氏杀菌奶的送奶到户作为基本业务，使这一占公司乳制品收入约 50% 的主营业务平均每年按照近 40% 的速度增长。广西鲜乳制品消费量低于全国平均水平，增长速度很快，近年增幅将近 50%，公司致力于深挖广西市场，满足其快速增长的乳品消费巨大需求。

Figure 15 分产品毛利率变化



资料来源：公司招股意向书、世纪证券

公司水牛奶产业化得到大力发展。公司作为全国最大的水牛奶生产企业和产业化研发基地，通过自建、合作奶牛养殖基地、在奶水牛集中区域建原料奶收购站等多种方式提高了原料奶的集约化采集程度，水牛奶业务收入 2007-2008 年度分别实现了 102.75% 和 26.57% 的增长，快于行业平均水平。

果奶业务增长迅速。公司利用广西盛产南方特色水果的优势，以高品质特色奶产品切入常温奶市场并向区外拓展。果奶产品推出后迅速获得市场认可，2006-2008 年分别实现 266.48%、197.05%、33.87% 的增长。

公司竞争力分析

与全国性的乳业巨头们相比，公司的竞争优势主要体现在产品结构的差异化以及与产品相联系的奶源基地的掌控方面。而作为区域性品牌的城市型乳品企业，其在区域市场占有率、区域品牌知名度和产品结构、奶源控制、营销网络销售渠道、客户资源等方面与直接竞争对手如童乐乳业、石埠乳业等相比具有明显的竞争优势。

差异化的产品结构。公司制定了差异化产品策略，以巴氏奶为主导，通过营养价值高的水牛奶、南方特色鲜明的果奶和具有益生作用的发酵型酸奶等特色产品迅速占领广西市场，有效避免与伊利股份、蒙牛乳业等以荷斯坦牛奶常温奶为主导的大型企业的正面竞争，构成独特的产品竞争优势。

奶源资源优势。公司坚持走农业产业化发展道路，通过自建基地和合作基地的模式保证原料奶供应，公司自建（合作）荷斯坦奶牛基地、奶水牛基地已达 14 个，日平均收购荷斯坦鲜牛奶量 62.66 吨和鲜水牛奶量 21.27 吨。公司对营养价值更高的水牛奶奶源的控制是公司真正的核心竞争力所在。

良好的品牌形象、领先的技术水平、完善的营销网络。

公司成立之初就把目标锁定于高档消费群体，多年的品牌的宣传、质量保证及经营积累，公司的乳制品在广西具有较强的品牌优势，市场价格普遍高于市场同类产品。低温产品在重点城市酒楼、饭店等高端市场基本处于垄断地位，且在商超、专卖店等普通渠道建立了稳定的优势。在广西当地，公司是产品的种类创新和价格的标杆，当地其他乳品企业通常采取跟随战略。

竞争劣势：生产规模偏小、品牌在全国范围缺乏知名度。

募集资金投向分析

公司发行募集资金投资于以下五个项目：

① 液态奶深加工 4.5 万吨产能扩大项目；② 来宾年产 2 万吨液态奶加工项目；③ 奶牛养殖示范推广项目；④ 营销网络建设项目；⑤ 研发中心扩建项目。募集资金投资项目共需投资总额 24,985.56 万元。

按照募投计划, 在新增 6.5 万吨产能达产后, 公司产能将达到 11.5 万吨; 同时将新建养牛基地 2 个, 自有存栏奶牛 2000 头; 新增 180 家专卖店和 45 家奶品投递站, 设立广州、昆明和贵阳分公司。

从公司募集资金的投向来看, 公司看好未来我国乳品行业特别是广西地区未来乳品行业的发展。在扩大产能和提高销售能力的同时建设养殖基地, 以及加强公司的研发实力, 全方位提高公司的核心竞争力, 进一步巩固公司在广西的龙头地位, 同时借机向周边市场扩张。

Figure 16 募集资金投向

序号	项目名称	募集资金投资额(万元)	募集资金使用计划 (万元)	
			第一年	第二年
1	液态奶深加工4.5万吨产能扩大项目	7,090.80	4,611.80	2,479.00
2	来宾年产2万吨液态奶加工项目	3,179.90	2,383.90	796.00
3	奶牛养殖示范推广项目	6,885.86	6,777.86	108.00
4	营销网络建设项目	3,152.00	2,001.00	1,151.00
5	研发中心扩建项目	1,940.00	700.00	1,240.00
合计		22,248.56	16,474.56	5,774.00

资料来源: 公司招股意向书、世纪证券

盈利预测

基于公司目前的产能拓展、渠道建设等一系列运营方面的规划以及奶制品未来的价格走势, 预测未来公司的产能、产量、销量、均价、收入和毛利率等指标。

Figure 17 主要产品预测

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
荷斯坦牛奶					
销量 (吨)	19885	25275	28903	36000	46000
销售均价 (元/吨)	4917	5644	6096	6500	6840
销售收入 (万元)	9777	14265	17619	23400	31464
毛利率 (%)	40.70	37.82	40.50	39.00	38.00
水牛奶					
销量 (吨)	8468	10239	12261	18000	27000
销售均价 (元/吨)	7497	7847	9260	9538	9824
销售收入 (万元)	6348	8035	11354	17168	26525
毛利率 (%)	51.75	47.50	46.00	45.00	44.00

果奶					
销量 (吨)	4011	4736	5414	6497	7796
销售均价 (元/吨)	5933	6727	6929	7276	7421
销售收入 (万元)	2380	3186	3751	4727	5785
毛利率 (%)	36.37	32.41	33.00	32.00	32.00
销售总量 (万方)	32364.00	40250.00	46578.00	60497.00	80796.00
均价 (元/方)	4982.67	5540.31	6220.31	6705.85	7177.19
销售总收入 (万元)	16126	22300	28973	40568	57989
均毛利率 (%)	43.93	40.19	41.55	40.54	39.95

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

Figure 18 盈利预测

项目 (单位: 百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业利润					
营业收入	209	257	327	453	638
减: 营业成本	126	154	191	269	383
减: 营业税金及附加	1	2	3	3	4
减: 营业费用	36	44	56	78	110
减: 管理费用	11	18	22	31	44
减: 财务费用	6	7	9	2	3
加: 投资净收益	0	1	1	1	1
加: 其他	0	0	0	0	0
营业利润	29	33	47	71	94
二、利润总额					
加: 营业外收入	6	5	6	6	6
减: 营业外支出	1	1	1	1	1
加: 其他	0	0	0	0	0
利润总额	33	38	52	76	100
三、净利润					
减: 所得税	3	1	4	8	10
加: 未确认的投资损失	0	0	0	0	0
加: 其他	0	0	0	0	0
净利润	30	37	49	68	90
四、归属于母公司所有者净利润					
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0
加: 其他	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	30	37	49	68	90
五、股利分配					
总股本	80	80	107	107	107
PS (摊薄, 元)	0.28	0.34	0.46	0.64	0.84

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

风险因素分析

食品质量安全的风险。由于公司产品面对最终消费者，因此有效的质量管理体系是公司的生命线。未来任何质量管理的问题不但会使公司面临赔偿的风险，而且还将直接损害公司产品的信誉度和市场形象，进而影响产品的销售。

疫病的风险。中国内地若大规模爆发任何牛类疫病，消费者可能会担心乳制品的质量问题，并直接影响到对乳制品的购买量。此外，有关该类事件的负面报道，不论是否属实，也都会影响消费者对乳制品的购买，对公司乃至整个行业的经营都会产生一定的影响。原材料价格波动的风险。公司所用的主要原材料为原奶、白糖以及各种包装物，其中原料奶在 2009 年 1-6 月所占生产成本的比重为 59.43%，而上半年荷兰原料奶的平均价格比上年同期上涨了 5.31%，而水牛奶上涨了 15.77%，因此公司存在原材料价格波动的风险。

市场竞争的风险。未来基地型乳企于城市型乳企将长期共存、共同发展，南方奶业特别是水牛奶产业面临良好的发展机遇。但公司可能因生产规模偏小，如果公司未能抓住机遇，不能迅速扩产扩大产品销量，将会对公司未来的盈利能力和发展潜力带来不利影响，因此存在市场竞争的风险。

估值及投资评级

合理估值区间为 25 元-30 元，对应 10 年的 PE 水平为 39.1-46.9 倍。同行业可比公司 09 年和 10 年的平均估值水平为 54.57 倍和 36.38 倍。考虑到公司作为上市新股，成长性较好，股本扩张能力较强，其合理估值区间应为 25 元-30 元，对应 2010 年 PE 水平为 39.1-46.9 倍。

Figure 19 可比上市公司估值比较

代码	公司	EPS		PE		股价
		2009	2010	2009	2010	
600887	*ST 伊利	0.85	1.02	29.99	24.99	25.49
600597	光明乳业	0.15	0.19	59.73	47.16	8.96
600429	三元股份	0.10	0.20	74.00	37.00	7.40
平均		0.37	0.47	54.57	36.38	13.95
02329	皇氏乳业	0.46	0.64			

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.