



高乐股份 (002348.SZ)

新股定价

建议询价区间:

17.05 ~ 20.15 元

发行上市资料

发行股本 (万股)	3,800
发行后总股本 (万股)	14,800
发行日期	2010-1-20

发行前财务数据

每股净资产 (元)	1.84
净资产收益率 (%)	24.76
资产负债率 (%)	27.44

第一大股东和持股比例

香港兴昌塑胶五金厂有限公司	41.92%
---------------	--------

齐鲁证券有限公司研究所
行业公司部

分析师

林健晖

Tel: (86531) 81776393
 Fax: (86531) 81283791
 Email: linjh@qlzq.com.cn

高乐股份：电子电动塑胶玩具的龙头

投资要点:

- ◇ 公司现主要生产面对儿童的以塑胶为主要材质的各类电子、电动玩具。公司生产的主要玩具为：电动火车、线控仿真飞机、机器人、电动车、女仔玩具、磁性学习写字板等系列产品。
- ◇ 凭借多年的发展经验和劳动成本等优势，中国目前已经成为全球最大的玩具生产国和出口国。我国玩具产品行销 100 多个国家和地区，玩具已成为我国出口五大支柱商品之一。2002 年以来，我国玩具出口量值已经连续攀升 5 年，年平均增幅 18%，增长势头良好。2008 年国内玩具出口额 255.05 亿美元，比 2007 年增长 22.26%。
- ◇ 公司的电动火车主要出口美国、欧洲、拉美等国家，2008 年占 15.03% 的出口市场份额，处于绝对领先地位；而线控仿真飞机、磁性学习写字板在美国、拉美、欧洲市场地位与电动火车一样处于领先地位，同时公司女仔玩具在市场 29cm 主流规格上仅次于全球最大玩具厂商美泰。经过多年的努力，公司专注于细分产品和细分市场的战略获得了巨大的成功。
- ◇ 报告期内，公司主营业务收入呈快速增长态势，平均年增长率为 24.72%。2008 年，公司实现营业收入 2.93 亿元，同比增长 23.03%，实现净利润 4765 万元，同比增长 59.53%，实现基本每股收益 0.43 元，按发行后股本计算每股收益为 0.32 元。2009 年 1-6 月，公司实现营业收入 1.43 亿元，实现归属母公司净利润 3202 万元，实现基本每股收益 0.29 元，按发行后股本计算每股收益为 0.22 元。
- ◇ 报告期公司产品综合毛利率不断提高。2006 年、2007 年、2008 年和 2009 年 1-6 月综合毛利率分别为 17.04%、23.51%、28.38%、34.71%。各系列的产品毛利率均稳步上升。
- ◇ 预计公司 09、10、11 年 EPS 分别为 0.44，0.55 和 0.69 元。文教体育用品制造业四家公司的平均 2009 年市盈率为 59.52 倍，我们给予公司 2009 年市盈率 55~65 倍，认为公司二级市场价格的合理区间为 24.36~28.78 元。对比近期在中小板发行上市的 20 家股票，它们发行价格对应的算术平均 2009 年市盈率为 40.30 倍，假设发行价格较二级市场价格存在 30% 的折让，建议询价区间为 17.05 ~ 20.15 元，对应 2009 年每股收益发行市盈率为 38.5~45.5 倍。

财务数据摘要	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (百万元)	294	308	386	482
主营业务收入增长率	23.03%	5.00%	25.00%	25.00%
净利润 (百万元)	48	66	82	102
净利润增长率	59.53%	37.53%	25.00%	25.00%
毛利率	28.38%	35.00%	35.00%	35.00%
每股收益 (元)	0.32	0.44	0.55	0.69

重要声明：本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。



一、公司简介

1. 主要业务

公司现主要生产面对儿童的以塑胶为主要材质的各类电子、电动玩具。公司生产的主要玩具为：电动火车、线控仿真飞机、机器人、电动车、女仔玩具、磁性学习写字板等系列产品。

图 1: 公司产品

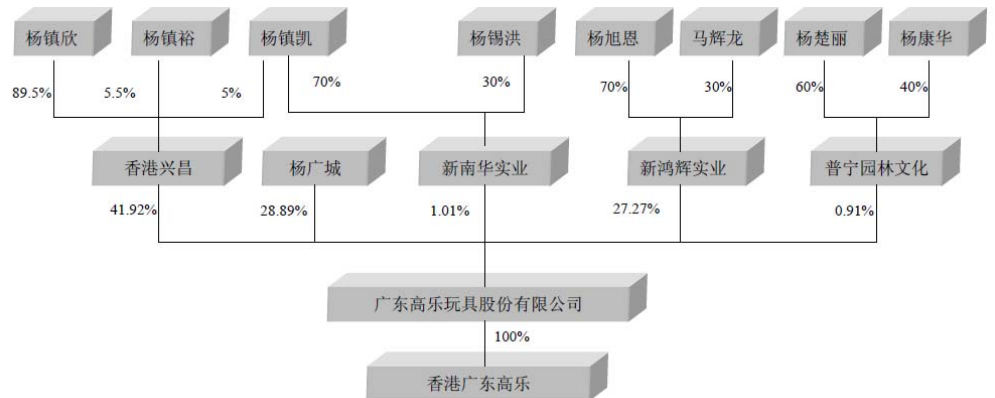


数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

2. 股权结构

公司发行前总股本为 11,000 万股，本次拟公开发行 3,800 万股，本次发行股份占发行后总股本的 25.68%。

公司股东股权结构中，杨镇欣先生、杨镇凯先生、杨镇裕先生、杨广城先生、杨旭恩先生及杨楚丽女士、杨康华女士为同一家族成员（以下称“杨氏家族”）。发行前，杨氏家族直接或间接持有公司 91.52% 的股权，本次发行后直接或间接持有公司 68.01% 的股权，为公司的实际控制人。


图 2：股权结构


数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

二、行业分析

公司所属的细分行业为文教体育用品制造业。

1. 行业概况

玩具按对象分儿童玩具、成人玩具和老年人玩具，人的一生都在玩具的陪伴中度过，玩具行业永远是朝阳产业。由于儿童玩具产品面对的消费者为儿童，而购买者为家长，使得玩具与其他商品相比具有其自身的独特性。儿童关注玩具的外观、款式包装、功能、潮流性；家长关注玩具的安全性、性价比，因此玩具的外观设计、功能、款式、安全性、性价比等构成了玩具企业竞争力的决定因素。

玩具是传统产业，随着经济的发展，生产技术和消费水平都在不断提高，随着玩具产品结构调整节奏的加快，智能性玩具所占比重正迅猛增长，同时，玩具适用范围也在不断扩大，成人玩具正展露头角，且前景乐观。2005 年世界玩具市场销售额已高达 1,000 亿美元，并保持着年均约 6% 的增长势头。

世界玩具行业主导厂商规模巨大，如美国孩之宝、美泰，丹麦乐高，日本万代、任天堂、tommy 公司等，最关键的优势在于其品牌效应、研发设计能力及稳定的营销渠道。近年受原料、燃料和人工费用等因素的影响，鉴于玩具行业属劳动密集型产业，西欧美日等经济发达国家普遍进行产业结构调整 and 战略转移，这些大型厂商把生产环节向发展中国家转移，公司自身主要通过品牌、设计、渠道来控制关键环节，以此谋求更大的发展空间。

相反，以中国为代表的发展中国家由于在传统生产、劳动力、资源等方面存在比较优势，玩具行业借欧美日转移生产之际取得了迅速发展，



但其竞争主要集中在中低档产品或为国外知名厂商贴牌生产，目前全球75%的玩具来自中国。

凭借多年的发展经验和劳动成本等优势，中国目前已经成为全球最大的玩具生产国和出口国。我国玩具产品行销 100 多个国家和地区，玩具已成为我国出口五大支柱商品之一。2002 年以来，我国玩具出口量值已经连续攀升 5 年，年平均增幅 18%，增长势头良好。2008 年国内玩具出口额 255.05 亿美元，比 2007 年增长 22.26%。

中国玩具的生产和出口主要集中在华南和华东地区。2008 年国内出口前三位分别是广东省、山东省和浙江省，玩具出口总金额分别为 170.60 亿美元、39.43 亿美元和 15.50 亿美元，分别占我国出口总额的 66.89%、15.46%和 6.08%，显示了广东省在国内玩具生产及出口的龙头地位。

中国虽然是一个玩具生产大国，却并不是一个玩具生产强国，在于缺乏规模大的玩具生产商，行业规模小而散，集中化、组织化程度较低；缺乏玩具开发人才，缺乏品牌效应。因此，提高生产工艺，研发能力，主动占领世界玩具产业的制高点，提升中国玩具产业的核心竞争力，打造中国玩具的自有品牌是我国玩具行业迫在眉睫的发展趋势。

广东玩具主要生产区域珠三角地区如深圳、东莞、珠海的企业主要以 OEM 贴牌为主，品牌效应不明显，销售手段单一，竞争严峻，直接导致了目前我国玩具产品出口“一高三低”，即出口量高、产品技术含量低、品牌附加值低、经济效益低的现象。因为贴牌生产，此类企业没有研发资金投入，没有玩具安全性能分析能力，仅仅从事简单来样加工，造成近来玩具大幅召回并引致大规模倒闭现象。

而另一广东玩具主要生产区域粤东地区则截然不同，优势厂商们意识到 OEM 经营模式的依赖性和局限性，早在多年前就注重自主品牌对外销售，通过加大研发投入、外观设计创新、打造品牌效应、提高全系列产品供应能力和销售模式创新等手段摆脱 OEM 经营模式，成功地形成了自身技术和品牌优势，实现自主经营，获得国内外消费者的广泛认可，在各自细分市场居于相对优势地位。而公司则重点依托多年海外市场品牌和营销渠道的建设，近年来使“GOLDLOK”品牌在国际市场占有重要地位，一跃成为中国自主品牌出口的领先企业之一。

2. 行业经营模式、周期性或季节性

（1）行业经营模式

玩具行业企业普遍的经营模式为贴牌生产，贴牌生产模式企业不注



重研发，只依靠客户提供设计进行生产，生产的产品全部返销给客户，实际上沦为客户的生产车间，无销售自主权，实际所获只是微薄的加工费，在行业环境平稳正常的情况下，企业还能正常生存，一旦行业环境大幅变动，企业就难以生存。而少数优势企业已经开始以自主品牌生产，这些企业面对的主要是消费市场。对玩具出口自主品牌企业来说，由于不能直接设立全球的营销机构，主要通过经销商分销渠道把产品销至全球，其客户对象与贴牌企业差别在于没有玩具品牌厂商这个中间环节，主要是批发贸易商及百货商场、超市、玩具模型游戏零售店、玩具连锁专卖店等终端零售渠道。自主品牌企业根据市场趋向和以上客户的需求自主研发设计新产品，自主销售产品给上述客户，价格根据市场状况自主确定，不依赖某个特定客户。由于拥有自主权，自主品牌企业开发出畅销的新产品，在前期就能获得远远高于市场平均利润的盈利。

（2）周期性

玩具行业为非周期性行业，玩具产品的生产和销售会受到居民可支配收入变化的影响，但并不与经济周期呈现出高度的正相关。历史经验表明，在历次经济衰退中，家庭倾向于压缩家长消费支出，维持儿童的消费。以近期欧美国家为例。受金融危机影响，欧美经济陷入衰退，虽然玩具的销售增长率有所下降，但玩具消费额总体还是增长的，主要原因在于玩具消费占家庭收入比重较小，美国人均玩具年消费 340 美元，占其人均年收入 1%，欧洲人均消费 290 欧元，占其人均年收入不足 1%，虽然受经济衰退影响家庭可支配收入减少，但家庭在压缩资本性和奢侈支出后，对玩具的消费不会下滑。

（3）季节性

玩具产品的季节性特征较为明显。以欧美市场为例，法国通常 7 月和 8 月两月以及圣诞节前后是玩具销售的旺季；每年 8 月及圣诞节新年前后，通常是英国一年当中玩具销售的最旺盛的季节；瑞典通常 12 月是全年人们购买礼品最多的季节，其次是 3 月的复活节，以及圣诞节前的 11 月，而 5 月份的礼品消费总额排名第四；澳大利亚全年玩具销售最旺盛的月份是 7 月和 12 月，巴西是 10 月和 12 月，日本 3 月-5 月和 9 月-10 月是玩具销售旺季。不同地区玩具的消费具有不同的季节性特征，对制造商而言，生产系列化产品且面向全球市场销售，可在一定程度上维持生产的均衡性。

3. 公司的竞争地位和竞争优势

公司主要生产自主品牌产品，并通过贸易商、经销商、零售商销往



欧美、亚洲等发达国家和地区，公司生产的六类产品，竞争对手主要为美国、日本等国际厂商及香港厂商。由于公司定位于自主品牌产品生产经营，面对的主要是消费市场。国内其他生产厂商虽然生产的产品与公司同类，但主要为贴牌生产，客户主要是各玩具品牌公司，与公司不构成直接的竞争关系。

公司的电动火车主要出口美国、欧洲、拉美等国家，2008 年占15.03%的出口市场份额，处于绝对领先地位；而线控仿真飞机、磁性学习写字板在美国、拉美、欧洲市场地位与电动火车一样处于领先地位，同时公司女仔玩具在市场29cm 主流规格上仅次于全球最大玩具厂商美泰。经过多年的努力，公司专注于细分产品和细分市场的战略获得了巨大的成功。

据广东玩具协会的出具的证明，公司电动火车、线控仿真飞机、磁性学习写字板、机器人在国内玩具出口企业排名第一，女仔玩具、电动车名列前茅。作为直接面向儿童的玩具产品，品牌已经成为企业核心竞争力的集中体现。在我国玩具行业，由于出口产品普遍采用OEM 方式为海外贸易商贴牌加工，造成了我国本土品牌的培育和发展受到了很大限制。公司早已认识到自主品牌生产的重要性。通过多年的发展和积累，公司自主品牌在市场的的影响力不断上升，并不断地被更多的海外客户所认同。2006 年11 月，公司生产的“GOLDLOK”品牌电动玩具产品被广东省质量技术监督局授予了“广东省名牌产品”，2008 年，公司“GOLDLOK 及图形”被广东省对外贸易经济合作厅认定为“广东省外经贸厅重点培育和发展的出口名牌”；根据中国广东省玩具协会提供的证明，公司为行业内国内自主品牌玩具第三名，为自主品牌出口塑胶电子电动玩具第二名。

4. 募集资金项目

公司本次拟向社会公开发行股票 3,800 万股，若成功发行，所募集资金拟用于建设以下项目：

表 1：募投项目

单位：万元

项目名称	投资总额	备案情况
电子电动玩具生产建设项目	19,741	揭市发改投[2008]33 号
新建研发中心项目	3,701	揭市发改投[2008]34 号
合计	23,442	

数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所



三、公司盈利情况分析

1. 公司近年来快速增长

报告期内，公司主营业务收入呈快速增长态势，平均年增长率为 24.72%。2008 年，公司实现营业收入 2.93 亿元，同比增长 23.03%，实现净利润 4765 万元，同比增长 59.53%，实现基本每股收益 0.43 元，按发行后股本计算每股收益为 0.32 元。

2009 年 1-6 月，公司实现营业收入 1.43 亿元，实现归属母公司净利润 3202 万元，实现基本每股收益 0.29 元，按发行后股本计算每股收益为 0.22 元。

图 3：报告期内公司的营业收入

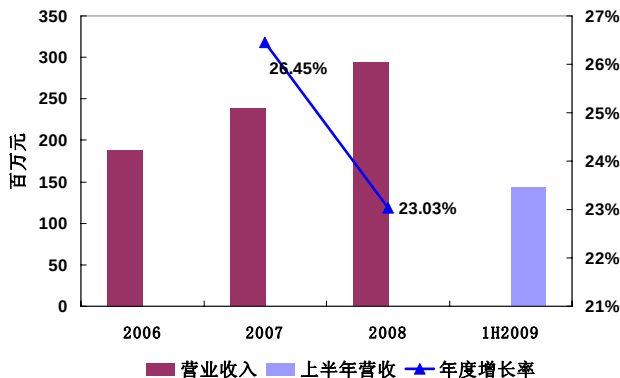
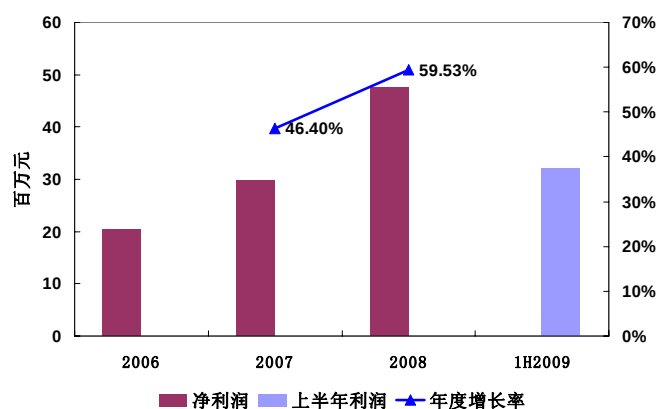


图 4：报告期内公司的净利润



数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

2. 主营业务快速增长的主要原因

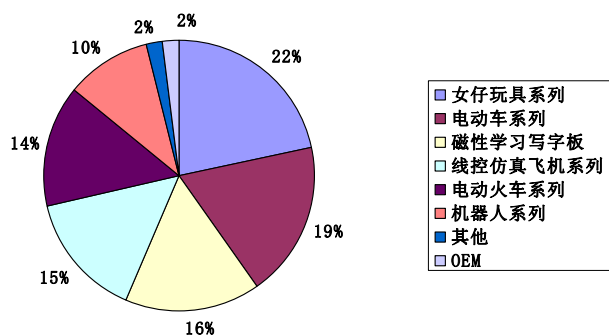
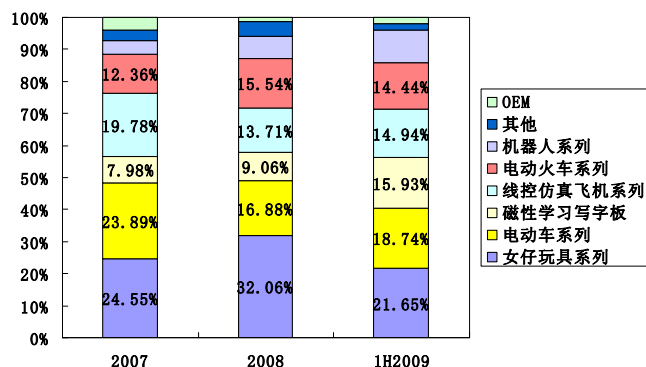
2005 年世界玩具销售已高达 1,000 亿美元以上，同时美国、欧盟的玩具市场近年也一直保持快速增长。国际市场对玩具需求的持续升温，带动了公司营业收入的迅速增长。

公司秉承科技创新为企业发展之道的理念，加大各系列玩具结构功能技术研发，不断开发出科技性、功能性强大的各系列产品，每年不断推出新的全新外观设计产品，对已有产品改变花色、改型、更换包装，以适应市场需求，新产品与改款产品占公司的销售比重逐年提高。同时公司目前拥有的“GOLDLOK”品牌已有多年历史，在国际玩具市场已具有一定知名度，并且公司凭借卓越的产品质量、一流的外观设计、强大的结构功能技术使“GOLDLOK”品牌的市场知名度和赞誉度不断提高。

市场准入门槛提高迫使一部分竞争者退出竞争队伍，公司市场占有率进一步提高近年来，国际玩具市场对玩具质量的要求不断提高，一部分玩



具生产企业由于无法达到相关的质量标准，逐渐退出市场竞争，而公司由于一向注重产品质量控制，在国际市场获得良好口碑。公司于 2002 年通过 ISO9000: 2000 质量认证，2006 年通过国际玩具协会的 ICTI 认证，出厂产品按欧盟 ROHS 指令和 WEEE 指令测试全部合格。且客户与公司合作多年，形成互信融洽的合作关系，在其他竞争者退出市场后，公司迅速占领空出的市场，销售逐年持续增加，产品市场占有率不断提高。

图 5：2009 年上半年营业收入的构成比例

图 6：公司营业收入各构成部分的比例变动


数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

3. 公司净利润变化的原因

(1) 毛利率维持在较高水平

报告期公司产品综合毛利率不断提高。2006 年-2008 年和 2009 年 1-6 月综合毛利率分别为 17.04%、23.51%、28.38%、34.71%。各系列的产品毛利率均稳步上升。

公司产品售价持续上升是报告期毛利率提高的主要原因，而产品售价上升的原因主要有技术研发创新、适应潮流的外观改型、工艺改进、包装更换、公司对销售渠道的主动控制权、行业环境变化等。2009 年上半年公司在原料价格下降、出口退税提高等成本降低的情况下，通过加大投入，产品的安全性能和质地进一步提高，虽然部分产品有所降价，但大多数产品价格维持稳定，另部分产品价格不降反升，综合起来价格略有增长。

报告期内公司研发了十余项核心专利技术和非专利技术，不断适应市场需求开发出新的产品及功能，新技术在产品中的应用使产品的功能性、科技性、可玩性更强，从而推动公司产品价格不断提升。由于公司从事玩具行业多年，具备极强的市场信息捕捉能力，能敏锐判断新兴流行趋势，据此及时投入研发并向市场推出紧俏产品，市场热销的产品因



为供应紧张，产品价格上升较快。玩具作为儿童消费型产品，外观的质感，包装的新颖美观、吸引眼球是成功的关键。公司通过不断更新产品外观及包装，提升产品档次，以小改款实现新价格。

未来 2-3 年仍然是玩具行业重新洗牌的阶段，也构成公司成长的有利外部环境，公司只要有效利用有利的外部环境，将迅速成长，持续创造收入稳步增长。

(2) 公司费用率维持在较低水平

报告期内，公司有效各项费用的增长，费用率维持在较低水平。2006 至 2008 年和 2009 年 1-6 月费用率分别为 4.34%, 9.14%, 9.80% 和 8.88%。

报告期内，公司销售费用比例逐年增加，分别为 0.87%, 1.93%, 1.99% 和 2.07%。其中 2007 年以来销售费用比例上升的主要原因是在于随着销售的不断增长，产品到港口的运输费用增加，同时 2007 年成立子公司香港广东高乐后销售人员工资以及广告费等费用有所增加。随着香港子公司的运营逐渐步入轨道，公司市场开拓能力将得到加强，持续盈利能力将进一步提升。

报告期内，公司管理费用比例逐年增长，分别为 1.89%, 4.25%, 4.55% 和 5.23%，主要原因在于经营规模的扩大及增设子公司导致管理费用增加。2007 年管理费用大幅上升主要系当年成立香港子公司后研发、管理人员工资及办公场地租金、研发费用增加所致，香港子公司成立后新产品的研发更加紧跟世界潮流，产品销售的渠道得以强化。公司未来的新产品研发能力和开拓海外市场的能力进一步得到提升，必将为公司盈利能力持续增长奠定良好的基础。

图 7: 公司产品的毛利率和综合毛利率

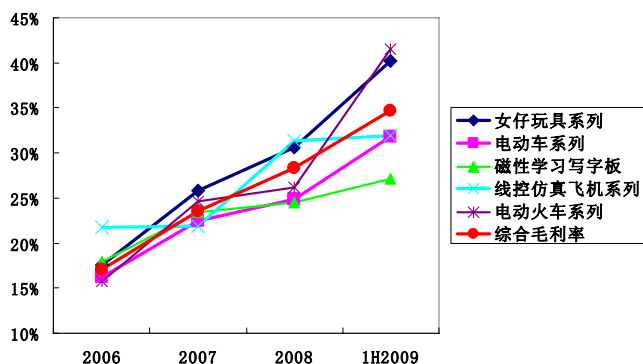
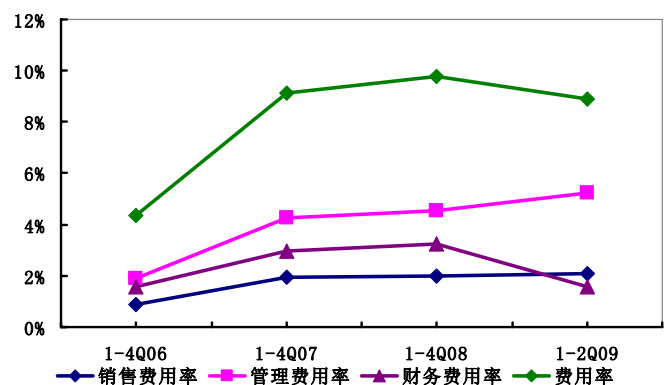


图 8: 公司费用率



数据来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

数据来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所



四、盈利预测及投资建议

1. 盈利预测

- 1) 假设行业政策不会有大的变动;
- 2) 募集资金项目建设期一年, 暂不考虑项目的影响;
- 3) 总股本按照 11,000 万股计算;
- 4) 我国玩具保持强劲的增长势头;
- 5) 公司综合销售毛利率和费用率水平均保持稳定在当期水平;
- 6) 公司是高新技术企业, 按 15% 缴纳企业所得税。

预计公司 09、10、11 年 EPS 分别为 0.44, 0.55 和 0.69 元。

2. 投资建议

按照证监会行业分类, 公司所处的行业是文教体育用品制造业。和该行业的估值情况进行对比, 同时参考近期中小板公司发行股票的估值水平, 来确定公司的发行价格。文教体育用品制造业四家公司的平均 2009 年市盈率为 59.52 倍, 鉴于公司的市场地位和竞争优势, 我们给予公司 2009 年市盈率 55~65 倍, 认为公司二级市场价格的合理区间为 24.36~28.78 元。

对比近期在中小板发行上市的 20 家股票, 它们发行价格对应的算术平均 2009 年市盈率为 40.30 倍, 假设发行价格较二级市场价格存在 30% 的折让, 建议询价区间为 17.05~20.15 元, 对应 2009 年每股收益发行市盈率为 38.5~45.5 倍。

表 2: 四家主营业务相似公司的盈利预测与估值

代码	股票简称	最新股价 (元)	盈利预测(EPS)				市盈率			
			2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
002292	奥飞动漫	49.42	0.54	0.66	0.92	1.19	121.31	74.47	53.81	41.56
002301	齐心文具	37.99	0.63	0.62	0.89	1.31	80.41	61.40	42.46	29.07
002103	广博股份	10.08	0.31	0.32	0.39	0.45	32.93	31.24	26.10	22.36
300005	探路者	41.05	0.51	0.58	0.83	1.12	108.00	70.98	49.21	36.80
算术平均值							85.66	59.52	42.90	32.45

数据来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所


表 3：近期在中小板上市的股票的盈利预测与估值

代码	股票简称	首发股 价(元)	盈利预测 EPS				市盈率			
			2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
002325	洪涛股份	27.00	0.56	0.52	0.77	1.45	60.27	51.72	35.03	18.68
002326	永太科技	20.00	0.43	0.43	0.65	1.02	58.18	46.81	30.67	19.53
002327	富安娜	30.00	0.85	0.80	1.03	1.37	44.00	37.60	29.09	21.97
002328	新朋股份	19.38	0.51	0.46	0.59	0.70	47.86	41.92	32.96	27.72
002329	皇氏乳业	20.10	0.46	0.45	0.62	0.82	58.44	44.39	32.17	24.50
002330	得利斯	13.18	0.36	0.36	0.41	0.54	46.13	36.86	32.37	24.53
002331	皖通科技	27.00	0.64	0.60	0.77	0.94	56.47	45.31	35.13	28.84
002332	仙琚制药	8.20	0.25	0.23	0.29	0.36	43.74	35.62	28.02	23.03
002333	罗普斯金	22.00	0.47	0.65	0.79	0.99	62.41	34.03	27.70	22.31
002334	英威腾	48.00	0.85	1.59	2.00	2.66	70.59	30.13	24.05	18.07
002335	科华恒盛	27.35	0.70	0.96	1.12	1.41	52.10	28.51	24.44	19.46
002336	人人乐	26.98	0.77	0.57	0.74	0.94	46.72	47.51	36.40	28.84
002337	赛象科技	31.00	0.99	0.76	0.96	1.30	39.14	40.93	32.42	23.77
002338	奥普光电	22.00	0.59	0.55	0.66	0.81	46.61	40.34	33.29	27.06
002339	积成电子	25.00	0.57	0.66	0.86	1.12	55.08	37.94	29.07	22.30
002340	格林美	32.00	0.60	0.61	1.00	1.31	71.11	52.52	32.09	24.40
002341	新纶科技	23.00	0.57	0.61	0.89	1.37	54.21	37.55	25.79	16.80
002342	巨力索具	24.00	0.50	0.54	0.80	1.06	54.86	44.74	30.19	22.59
002343	禾欣股份	31.00	0.67	1.13	1.34	1.56	61.70	27.50	23.06	19.91
002344	海宁皮城	20.00	0.40	0.45	0.76	1.29	66.67	44.15	26.32	15.47
算术平均值							54.81	40.30	30.01	22.49

数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

五、风险提示

1. 产品质量风险


投资评级说明

类别	级别	定义
股票	推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%
	中性	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10%
	回避	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上
行业	推荐	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数持平
	回避	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F
 邮编：250061
 电话：(86531) 8128-3789
 传真：(86531) 8128-3791

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层
 邮编：200122
 电话：(8621) 5820-8334
 传真：(8621) 5830-6843