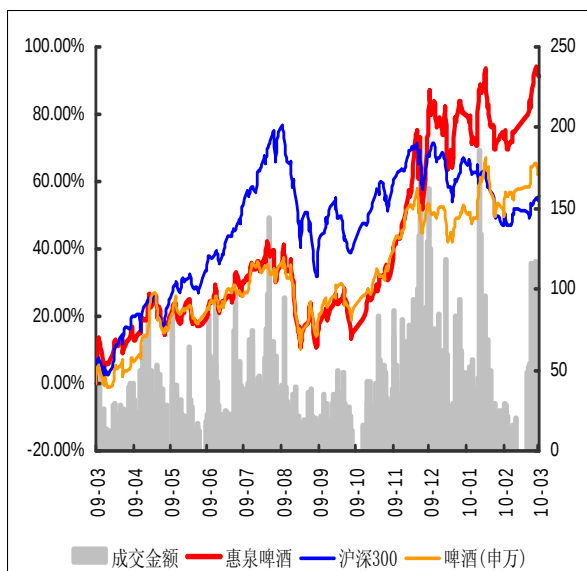


评级：中性

2010 年 3 月 7 日

迟来的点评，深度的分析

——惠泉啤酒（600573）09 年报分析



投资要点:

✚ **业绩回顾:** 报告期内, 公司实现营业收入 10.95 亿元, 同比增长 6.42%; 实现税后核心营业利润 73.73 百万元, 同比增长 27.94%, 增速比去年同期放缓 10.15 个百分点; 实现税后营业利润 74.42 百万元, 同比增长 10.22%, 增速比去年同期放缓 41.04 个百分点; 实现归属于母公司股东的综合收益 75.99 百万元, 同比增长 11.17%, 增速比去年同期放缓 43.28 个百分点; 每股综合收益为 0.31 元。

✚ **从盈利能力来看:** 经营负债杠杆的作用为正, 财务杠杆的作用为负, 但是两者的作用力度都不大, 股权收益率主要是由经营资产收益率来贡献; 公司的销售利润率处于较低的水平, 08 年以后逐渐有所提高; 净经营资产周转率也明显低于典型值, 并且提高的很缓慢。公司的净经营资产近年来下降的较快, 所以净经营资产周转率的缓慢提高实质上反映了公司的销售收入增长缓慢。

✚ **从增长能力来看:** 公司的剩余收益和剩余营业收益均为负值, 但呈现出逐年增加的趋势, 主要是由股权收益率和净经营资产收益率的不断提高贡献的; 股权收益率的变化主要是由于净经营资产收益率的提高贡献的; 财务杠杆是主要的负面因素, 且负面影响力度越来越大, 而净经营资产收益率的变化主要是由于核心利润率的提高贡献的; 净财务负债的变化是近几年股东权益变动的主要原因, 而且从作用力度上来说是逐渐增大的; 净经营资产在 09 年出现了大幅减少, 公司未来应加大对经营资产的投入, 只有这样才能更好的为股东创造价值。

✚ **盈利预测和估值.** 根据对公司经营状况和财务状况的分析, 预期其 2010 年到 2012 年经调整后的每股综合收益分别为 0.37 元、0.38 元和 0.51 元, 对应的杠杆远期市盈率分别为 32.03 倍、26.76 倍和 23.92 倍; 对应的杠杆市净率分别为 2.67 倍、2.83 倍和 3.29 倍。剩余营业收益 (ReOI) 模型给出的公司 2010 年末的每股价值约为 12.26 元, 结合敏感性分析, 我们认为公司目前的股价较为合理, 给予公司“中性”的投资评级

行业分类: 酿酒行业 食品饮料业

基本数据: 2010 年 3 月 5 日

最新收盘价 11.67 元

总股本 (百万股) 250.00

流通股 126.44

总市值 (百万元) 2,917.5

流通市值 1,475.6

研究员: 郭得存

电话: (0351) 4131415

E mail: guodc@dtsbc.com.cn

地址: 山西·太原·青年路8号

邮编: 030001

网址: <http://www.dtsbc.com.cn>

近期报告:

盈利预测简表

单位：百万元

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,095.42	1,204.96	1,385.71	1,662.85
税后核心营业利润	73.73	90.37	93.54	124.71
税后营业利润	73.73	90.37	93.54	124.71
普通股股东综合收益	75.30	92.85	95.71	126.75
EPS(basic) adjusted (元)	0.31	0.37	0.38	0.51
EPS(basic) reported (元)	0.31	n.a.	n.a.	n.a.

目录

1.业绩回顾及简析	5
2.盈利能力分析	7
第一层次分解：区分财务杠杆和经营负债杠杆的杠杆作用	7
第二层次分解：经营盈利能力的驱动因素分解	9
第三层次分解：利润率和周转率的驱动因素	9
3.增长能力分析	11
第一层次：RE 和 ReOI 的增长分解	11
第二层次：RoCE 和 RNOA 的增长分解	12
第三层次：普通股东权益（CSE）的变化分解	13
4.公司盈利预测和估值	14

图目录

图 1 公司营业收入增速有了较大提高	5
图 2 啤酒业务是最主要的收入来源	5
图 3 啤酒的毛利率较为稳定	6
图 4 省内市场是主要的收入来源	6
图 5 省内省外的毛利率相差不大	6
图 6 公司税后核心营业利润增长较快但增速下降	6
图 7 公司税后营业利润增速下降较快	7
图 8 公司普通股东综合收益增速下降更为明显	7
图 9 财务杠杆的作用为负，但力度不大	8
图 10 经营负债杠杆的作用为正，力度也很小	8
图 11 两种杠杆的作用力度及方向	9
图 12 核心销售利润率的驱动因素量化图	10
图 13 应收账款账款周转率逐年提高	10
图 14 预付账款周转率 09 年有了大幅提高	10
图 15 存货周转率下降较为明显	10
图 16 固定资产周转率在逐年提高	11
图 17 应付账款周转率在逐年提高	11
图 18 公司的剩余收益为负，但逐年递增	11
图 19 公司的ReOI为负，但也呈现出逐年递增的趋势	11
图 20 剩余收益增长的驱动因素分析	12
图 21 剩余营业收益增长的驱动因素分析	12
图 22 RoCE增长的驱动因素分解	13
图 23 RNOA增长的驱动因素分解	13
图 24 当期普通股东权益的变化分解	13
图 25 平均普通股东权益的变化分解	13

表格目录

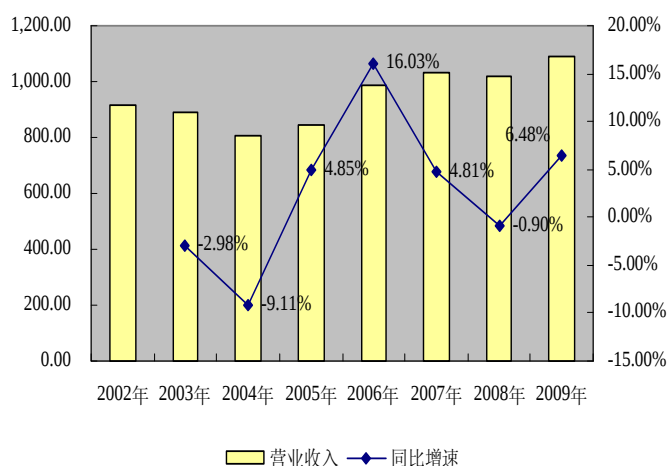
表 1 财务杠杆 (FLEV) 对RoCE的杠杆作用分解	8
表 2 经营负债杠杆的作用分解	8
表 3 RNOA的驱动因素分解	9
表 4 预测的利润表简表	14
表 5 预测的资产负债表简表	15
表 6 预测的现金流量表简表	15
表 7 ReOI模型估值输出表	15

1. 业绩回顾及简析

报告期内，公司实现营业收入 10.95 亿元，同比增长 6.42%；实现税后核心营业利润 73.73 百万元，同比增长 27.94%，增速比去年同期放缓 10.15 个百分点；实现税后营业利润 74.42 百万元，同比增长 10.22%，增速比去年同期放缓 41.04 个百分点；实现归属于母公司股东的综合收益 75.99 百万元，同比增长 11.17%，增速增速比去年同期放缓 43.28 个百分点；每股综合收益为 0.31 元。

图 1 公司营业收入增速有了较大提高

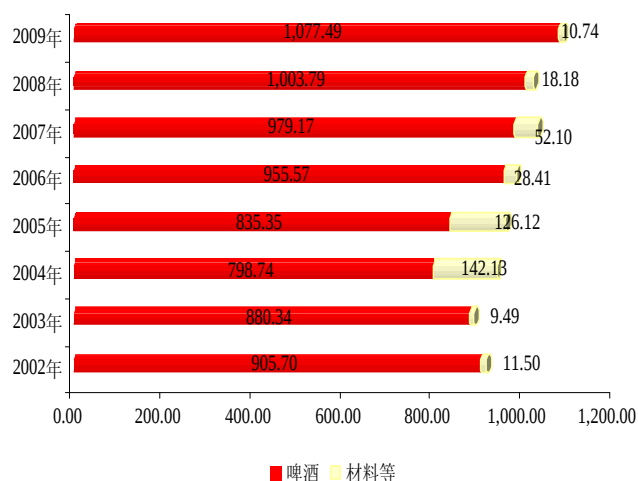
单位：百万元



数据来源：公司年报，大同证券研究部。

图 2 啤酒业务是最主要的收入来源

单位：百万元



数据来源：公司年报，大同证券研究部。

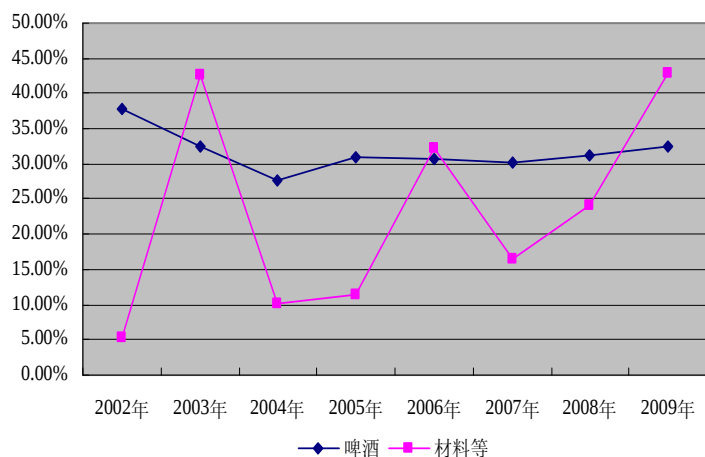
观察 02 年以来的数据，公司的营业收入增速经历了类似于经济周期的循环，02 年至 06 年是一个周期，07 年进入下降周期，如果说 08 年是本次周期的谷底的话，那么 09 年就进入了扩张周期，公司未来几年的成长可期。

从收入来源看，啤酒业务仍然是公司的主要收入来源，占比一直维持在 90% 以上，材料及废料的出售业务占比很小，不过也一直为公司贡献利润。两种业务的毛利率水平相差很大，啤酒业务的毛利率大约在 30%，较为稳定；出售材料等业务的毛利率水平不稳定，好的时候能达到 42.88%（2009 年），差的时候只有 5.30%（2002 年），所以参考意义不大。

从销售区域来看，福建省内仍然是公司的主要市场，大约占到收入的 70% 以上，省外则仅占到 20% 左右的份额，所以，公司销售区域较为局限，公司董事会 2010 年的计划是“争取实现基地市场占有率提升至相对垄断地位”，因此，短时期内这种销售格局不会改变。但令人感到困惑的是，省内和省外区域的销售毛利率差不多，本报告认为可能有两方面原因，一是省内的营

销力度较大，造成营业成本增大；二是省外的营销力度不够，于是虽然销售收入不大，但销售成本也不是很大，从而维持了省内外产品的毛利率水平相差不大。

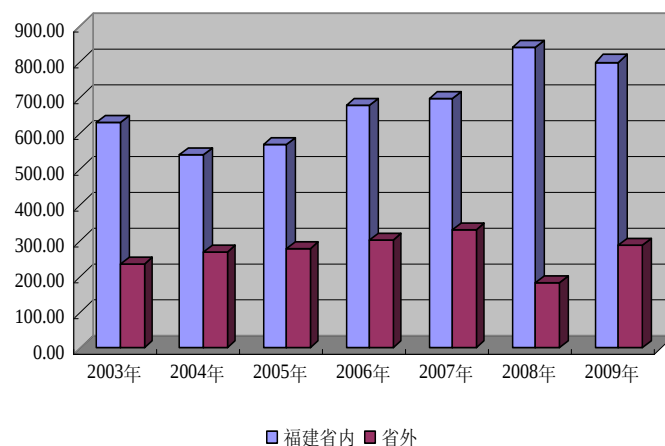
图 3 啤酒的毛利率较为稳定



数据来源：公司年报，大同证券研究部。

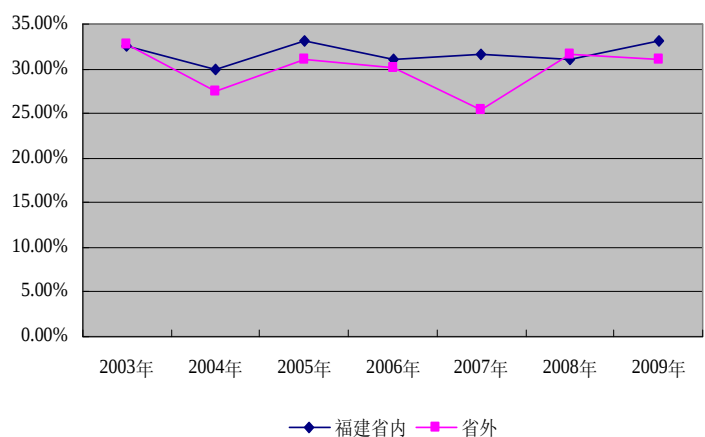
图 4 省内市场是主要的收入来源

单位：百万元



数据来源：公司年报，大同证券研究部。

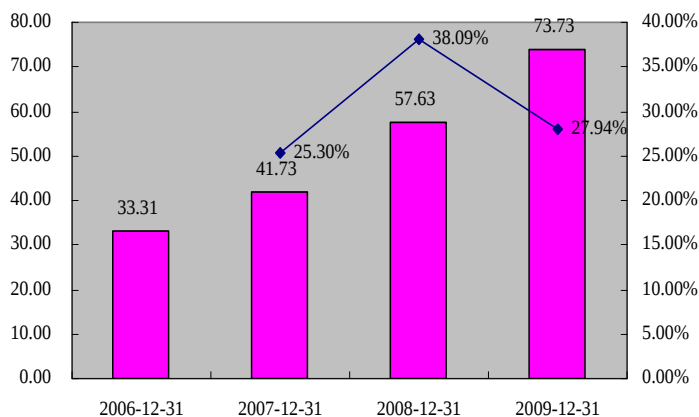
图 5 省内省外的毛利率相差不大



数据来源：公司年报，大同证券研究部。

图 6 公司税后核心营业利润增长较快但增速下降

单位：百万元

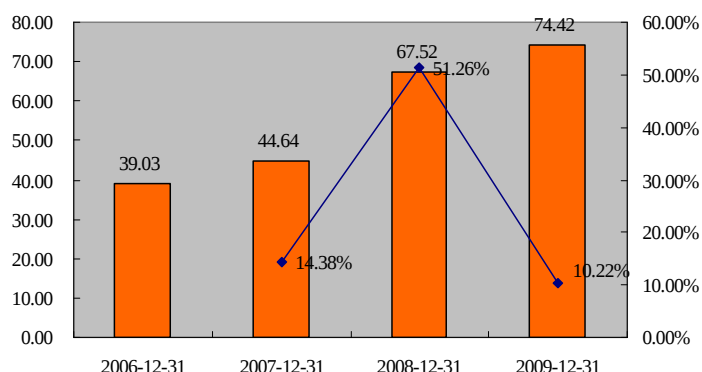


数据来源：公司年报，大同证券研究部。

税后核心营业利润是衡量公司经营活动（不同于金融活动）盈利能力的指标。图 6 显示，公司近几年的税后核心营业利润一直在增长，但增速在 09 年出现了下降。与此相类似的是公司的税后营业利润和普通股股东的综合收益，但是增速下降的幅度更明显。图 7 和 8 给出了具体的数据。

图 7 公司税后营业利润增速下降较快

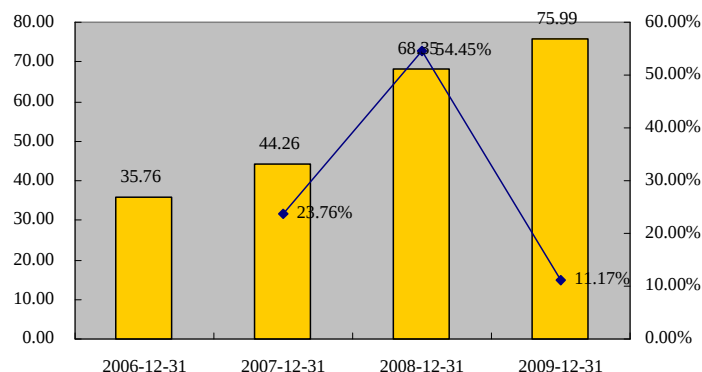
单位：百万元



数据来源：公司年报，大同证券研究部。

图 8 公司普通股股东综合收益增速下降更为明显

单位：百万元



数据来源：公司年报，大同证券研究部。

2. 盈利能力分析

盈利能力分析和增长能力分析是借鉴 Stephen Penman 教授关于上市公司财务报表分析和证券定价的思想进行的。应用该方法时，需要重新编制四大财务报表，区分经营资产（负债）、金融资产（负债），以及由此产生的收入和费用，通过盈利能力和增长能力的层次分析，识别可持续性部分。在用完全信息预测的情况下，通过剩余营业收益（ReOI）模型进行估值，从而完成整个分析过程。

盈利能力分析主要采用层次分析法（3 个大层次），其手段类似于杜邦分析，但是分析的更为细致。分析的主要目的是为了识别公司盈利能力的可持续部分，从而为预测和估值打下基础。所涉及的具体分解公式可以参见作者以前的报告。

第一层次分解：区分财务杠杆和经营负债杠杆的杠杆作用

有利的财务杠杆（FLEV）可以直接提高公司的普通股股权收益率（RoCE），经营负债杠杆（OLLEV）可以通过作用于净经营资产收益率（RNOA）而间接作用于普通股股权收益率（RoCE）。只要利用得当，两者都可以提高股东权益收益率。

先看财务杠杆的作用，其具体数据如表 1 所示。

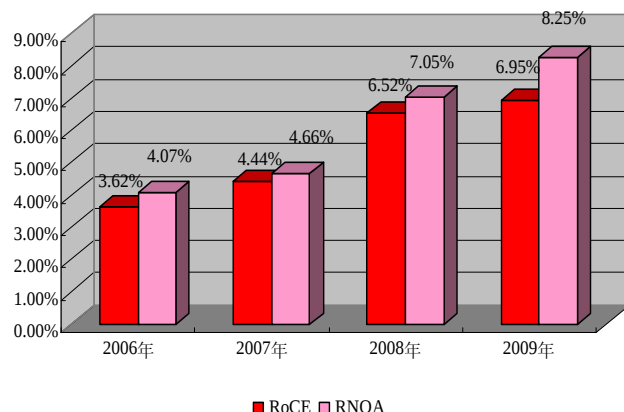
表 1 的数据显示，公司的股东权益回报率较低，低于其股权资本成本（作者测算为 9.71%），所以其剩余收益近几年一直为负，但是股权回报率一直在提高，这倒是个好现象。净经营资产收益率也较低，尤其是和白酒、葡萄酒行业的公司比较，但都大于当期的股权收益率，这主要是因为公司的财务杠杆为负，且经营差异率为正的原因。尤其是 2009 年，公司的银行存款大量增加，收益率较低，股东的投入没有相应跟进，导致负的财务杠杆进一步缩小，

表 1 财务杠杆 (FLEV) 对 RoCE 的杠杆作用分解

项目	2006-12-31	2007-12-31	2008-12-31	2009-12-31
RoCE(before MI) =	3.62%	4.44%	6.52%	6.95%
RNOA +	4.07%	4.66%	7.05%	8.25%
FLEV ×	-3.74%	-4.89%	-8.23%	-17.46%
spread	10.95%	4.90%	6.14%	7.47%

数据来源：大同证券研究部。注：MI 代表少数股东权益。

图 9 财务杠杆的作用为负，但力度不大



数据来源：大同证券研究部。

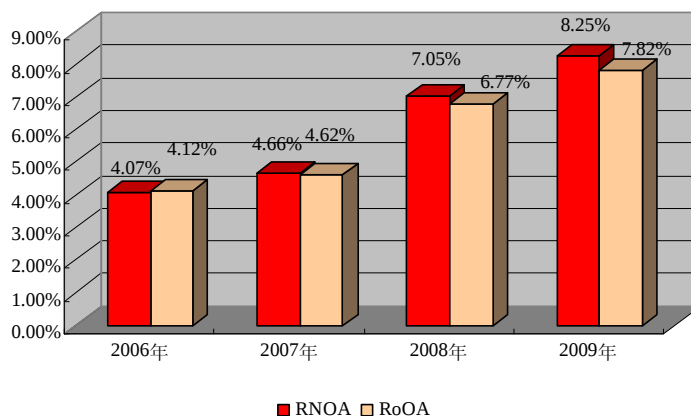
再看经营负债杠杆的作用。

表 2 经营负债杠杆的作用分解

项目	2006-12-31	2007-12-31	2008-12-31	2009-12-31
RNOA =	4.07%	4.66%	7.05%	8.25%
RoOA +	4.12%	4.62%	6.77%	7.82%
OLLEV ×	16.48%	16.45%	15.21%	14.88%
Olsread	-0.28%	0.22%	1.84%	2.89%

数据来源：大同证券研究部。

图 10 经营负债杠杆的作用为正，力度也很小

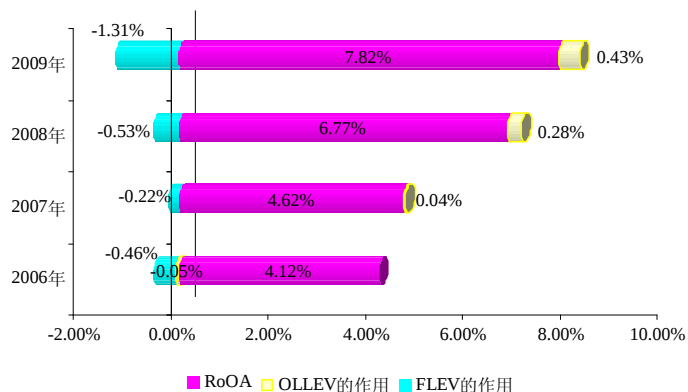


数据来源：大同证券研究部。

表 2 的数据显示，公司的经营资产收益率 (RoOA) 较低，但呈现出逐年递增的趋势；经营负债杠杆也不高，且呈现出递减的趋势，可喜的是公司的经营负债差异率 06 年以后为正，且逐年递增，所以它和经营负债杠杆一起发挥了正向的作用。

总结财务杠杆和经营负债杠杆的作用。将经营负债杠杆的间接作用数据带入，可以更直接的区分出两种杠杆的具体作用力度。如图 11 所示，经营负债杠杆的作用为正，财务杠杆的作用为负，但是可以看出，两者的作用力度都不大，股权收益率主要还是由经营资产收益率来贡献，这从另一方面也说明公司不大利用杠杆来提高权益收益率。

图 11 两种杠杆的作用力度及方向



数据来源：大同证券研究部。

表 3 RNOA 的驱动因素分解

项目	2006-12-31	2007-12-31	2008-12-31	2009-12-31
RNOA =	4.07%	4.66%	7.05%	8.25%
PM×	3.97%	4.33%	6.56%	6.79%
ATO	1.03	1.08	1.08	1.21

数据来源：大同证券研究部。

第二层次分解：经营盈利能力的驱动因素分解

这部分主要是对 RNOA 的驱动因素进行分解。根据定义，RNOA 的驱动因素是销售利润率（PM）和净经营资产周转率（ATO）。一般来说，PM 和 ATO 呈现出反向变化关系，PM 的典型值为 5.3%左右，ATO 的典型值为 2.0 左右。

表 3 给出了净经营资产收益率的驱动因素分解数据。可以看出公司 06 和 07 年的销售利润率低于典型的 PM 值，08 年以后逐渐有所提高，但仍处于较低的水平；净经营资产周转率也明显低于典型值，并且提高的很缓慢。公司的净经营资产近年来下降的较快，所以 ATO 的缓慢提高实质上反映了公司的销售收入增长缓慢。

第三层次分解：利润率和周转率的驱动因素

在第二层次的分解中，我们提到了 PM 和 ATO 两个指标，下面我们再对这两个指标背后的驱动因素进行分解，进一步细化盈利能力背后的驱动因素。

PM 的驱动因素：

PM=销售的 PM + 其他项目的 PM =毛利率-费用率 +其他项目的 PM

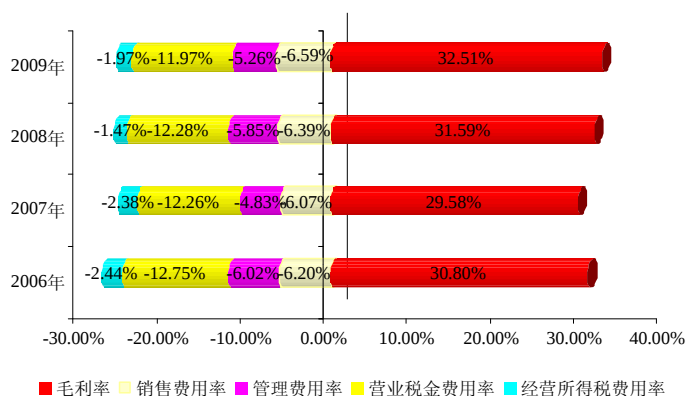
ATO 的驱动因素：

净经营资产是由许多经营资产和经营负债组成的，因此，总 ATO 可以划分为个别经营资产和经营负债的比率，即：

$$\frac{1}{ATO} = \frac{\text{现金}}{\text{销售收入}} + \frac{\text{应收账款}}{\text{销售收入}} + \frac{\text{存货}}{\text{销售收入}} + \dots + \frac{\text{固定资产}}{\text{销售收入}} + \dots - \frac{\text{应付账款}}{\text{销售收入}} - \dots$$

先对核心销售 PM 的驱动因素进行图解。

图 12 核心销售利润率的驱动因素量化图

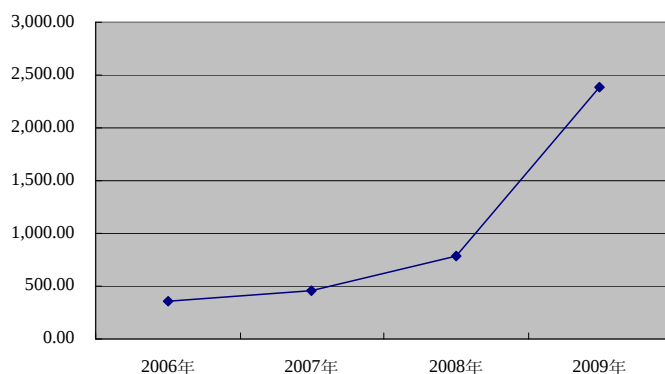


数据来源：大同证券研究部。

图 12 显示，公司的综合毛利率水平较为稳定；销售费用率小幅增加；管理费用率呈现小幅波动性；费用率当中属营业税金及附加费用率占比最大。毛利率和营业税金及附加率是影响公司核心销售利润率的关键驱动因素。

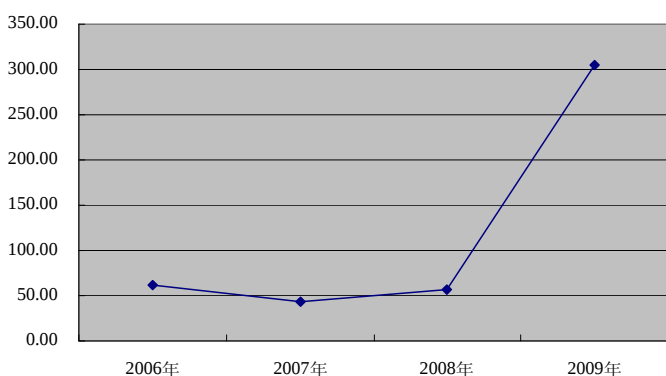
接下来我们来分析 ATO 的驱动因素。ATO 是个别经营资产和经营负债的周转率的综合，为了突出重点，本报告只给出部分经营资产和负债的周转率变化图。

图 13 应收账款周转率逐年提高



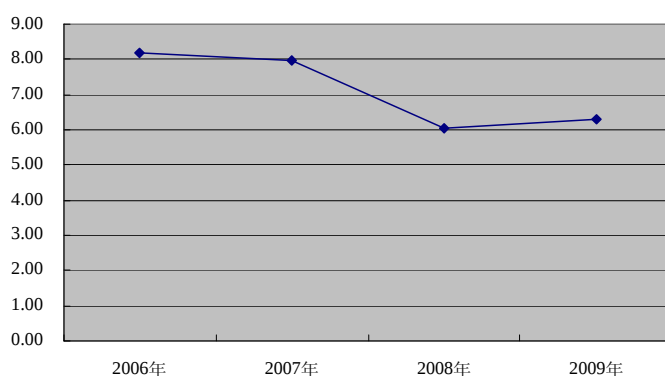
数据来源：大同证券研究部。

图 14 预付账款周转率 09 年有了大幅提高



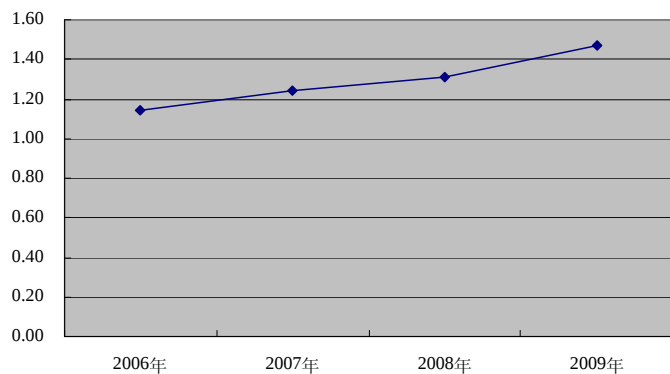
数据来源：大同证券研究部。

图 15 存货周转率下降较为明显



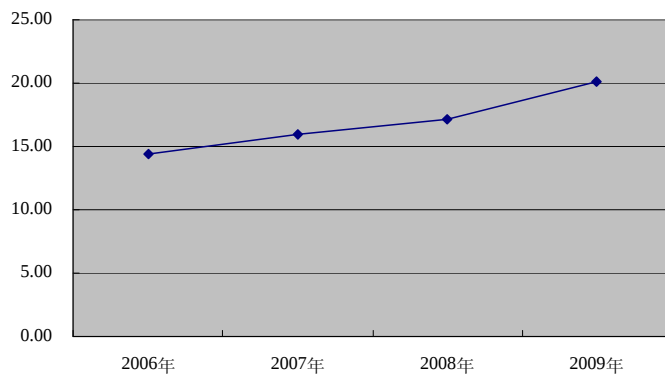
数据来源：大同证券研究部。

图 16 固定资产周转率在逐年提高



数据来源：大同证券研究部。

图 17 应付账款周转率在逐年提高



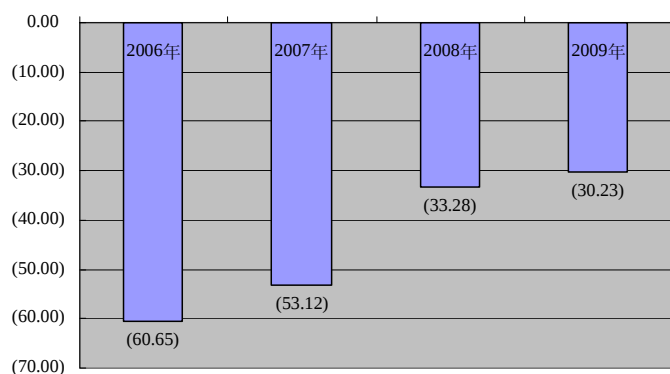
数据来源：大同证券研究部。

3.增长能力分析

增长能力的分析依然采用层次分析法。不过此处所说的增长是指剩余收益（Residual Earnings）或者异常收益（Abnormal Earnings Growth）的增长，更进一步说是指剩余营业收益（Residual Operating Incomes）的增长。增长能力的分析也可以分成三个大层次。

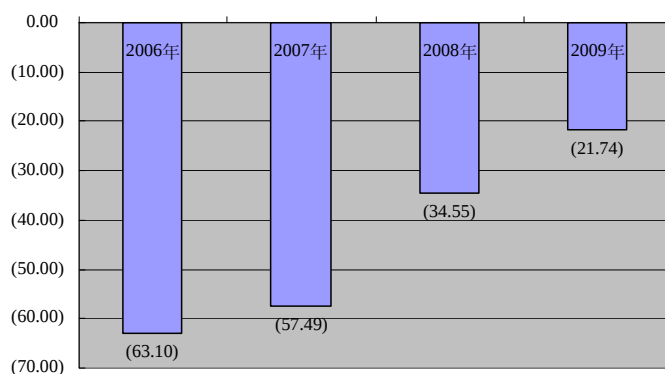
第一层次：RE和ReOI的增长分解

图 18 公司的剩余收益为负，但逐年递增 单位：百万元



数据来源：大同证券研究部。

图 19 公司的 ReOI 为负，但也呈现出逐年递增的趋势 单位：百万元



数据来源：大同证券研究部。

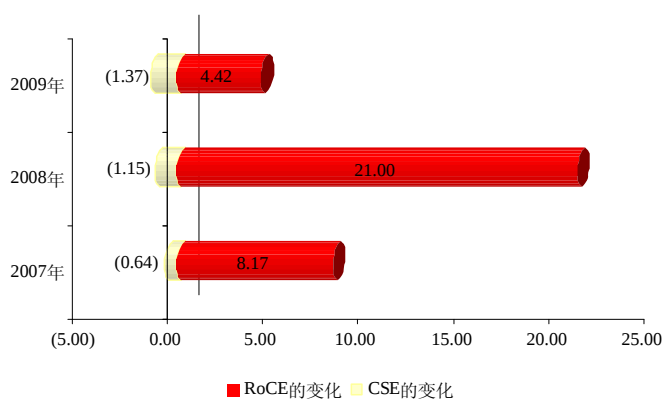
从盈利能力的分析中可以看到，由于公司的股权收益率和净经营资产收益率均较小，小于其相应的资本成本，所以剩余收益和剩余营业收益均为负值，如图 18 和 19 所示。RE 和 ReOI

均为负值，说明公司没有为股东创造价值，但同时我们也应该看到，两者均在持续的改善，预计未来几年公司的剩余收益和剩余营业收益将会转正，那就是真正为股东创造价值的时候。

那么 RE 和 ReOI 逐年增长是靠什么来驱动的呢？

图 20 剩余收益增长的驱动因素分析

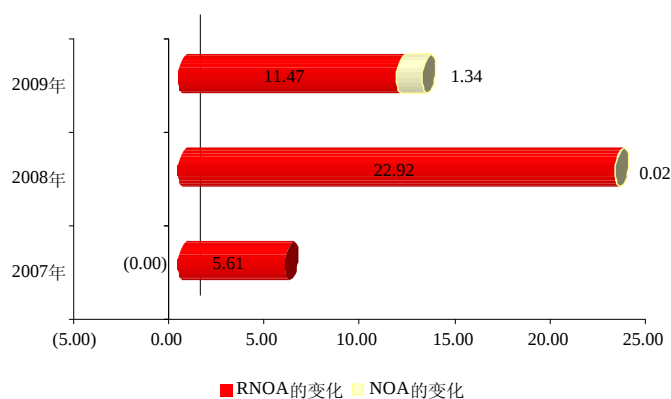
单位：百万元



数据来源：大同证券研究部。

图 21 剩余营业收益增长的驱动因素分析

单位：百万元



数据来源：大同证券研究部。

图 20 和 21 给出了答案。

剩余收益的逐年增加主要是股权收益率的不断提高贡献的，这一点可以从盈利能力的分析中得到；股东权益的不断减少了负作用，而且从数据来看，股东投入的力度越来越小，这不是个好现象，股东应该加大对公司的投入。

剩余营业收益的增加主要是由净经营资产收益率的提高贡献的；净经营资产的增加虽然也起了正向作用，但是力度很小，但是应该看到公司加大了净经营资产的投入，所以它起的作用越来越大。

第二层次：RoCE 和 RNOA 的增长分解

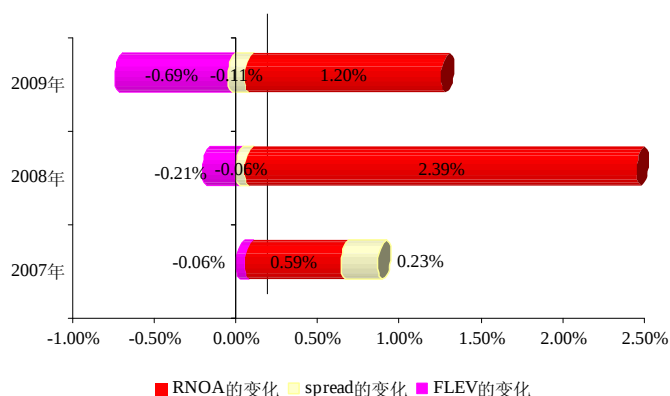
在第一层次分析的基础上，我们继续对 RoCE 和 RNOA 变化的驱动因素进行分解。

先对公司普通股权收益率的变化进行分解。

图 22 显示，普通股权收益率的增长主要是由于净经营资产收益率的提高贡献的；财务杠杆是主要的负面因素，且负面影响力度越来越大。

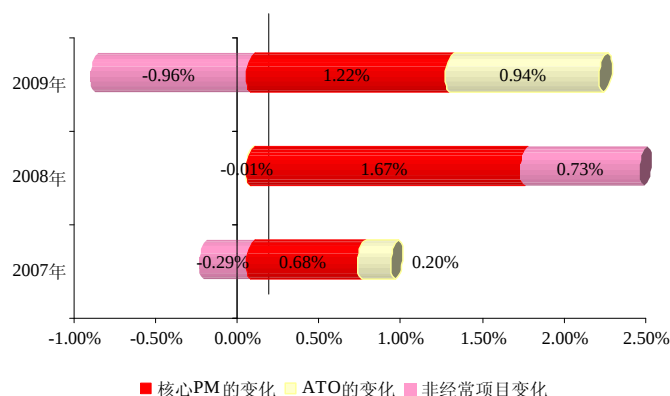
图 23 显示，净经营资产收益率的提高主要是由于核心利润率的提高贡献的，净经营资产周转率的提高在 09 年起了次要的正贡献作用。另外，09 年的非经常项目导致 RNOA 有了较大的下降，所以如果剔除掉这部分的影响，可以看出核心 PM 和 ATO 都起到了正向的作用，这是个好现象。

图 22 RoCE 增长的驱动因素分解



数据来源：大同证券研究部。

图 23 RNOA 增长的驱动因素分解



数据来源：大同证券研究部。

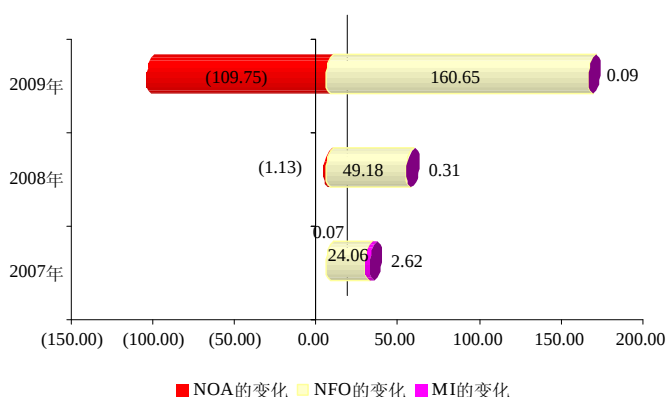
第三层次：普通股东权益（CSE）的变化分解

普通股东权益（CSE）的变化分解可以从两个角度来看，分析的目的是看普通股东投入的变化。

先看当期 CSE 的变化。

图 24 当期普通股东权益的变化分解

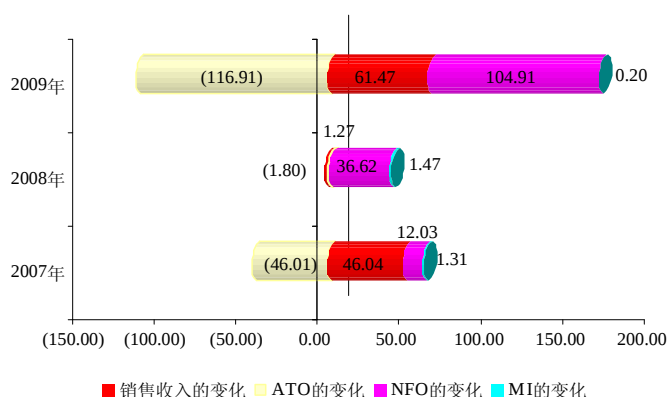
单位：百万元



数据来源：大同证券研究部。

图 25 平均普通股东权益的变化分解

单位：百万元



数据来源：大同证券研究部。

图 24 显示，公司的净财务负债的变化是近几年股东权益变动的主要原因，而且从作用力度上来说逐渐增大的，看一下财务报表就知道，主要原因是公司的金融负债迅速减少，金融资产大量增加。令人感到担忧的是，公司的净经营资产在 09 年出现了大幅减少，公司未来应加大对经营资产的投入，只有这样才能更好的为股东创造价值。

再看一下平均 CSE 的变化。

图 25 显示，净金融负债的大量减少仍然是平均股东权益增加的主要原因，销售收入的增加是公司 07 和 09 年平均股东权益增加的另一个重要原因；平均意义上的净经营资产周转率的下降时 07 和 09 年平均股东权益下降的主要原因。

4. 公司盈利预测和估值

根据对公司经营状况和财务状况的分析，预期其 2010 年到 2012 年经调整后的每股综合收益分别为 0.37 元、0.38 元和 0.51 元，对应的杠杆远期市盈率分别为 32.03 倍、26.76 倍和 23.92 倍；对应的杠杆市净率分别为 2.67 倍、2.83 倍和 3.29 倍。剩余营业收益（ReOI）模型给出的公司 2010 年末的每股价值约为 12.26 元，结合敏感性分析，我们认为公司目前的股价较为合理，给予公司“中性”的投资评级。

附录：

表 4 预测的利润表简表

单位：百万元

项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,031.27	1,029.33	1,095.42	1,204.96	1,385.71	1,662.85
营业成本	726.18	704.20	739.25	807.33	928.42	1,097.48
毛利润	305.09	325.14	356.17	397.64	457.28	565.37
营业费用	238.84	252.36	260.90	277.14	332.57	399.08
税前核心营业利润	66.25	72.77	95.27	120.50	124.71	166.28
核心营业利润所得税	24.52	15.15	21.54	30.12	31.18	41.57
税后核心营业利润 (OI)	41.73	57.63	73.73	90.37	93.54	124.71
其他税后营业利润	2.91	9.90	0.69	—	—	—
税后营业利润	44.64	67.52	73.73	90.37	93.54	124.71
税后净金融费用	0.12	(0.79)	(1.48)	(2.48)	(2.18)	(2.04)
综合收益 (CI)	44.52	68.31	75.21	92.85	95.71	126.75
少数股东收益	0.27	(0.05)	(0.09)	0.00	0.00	0.00
普通股东综合收益	44.26	68.35	75.30	92.85	95.71	126.75
EPS(basic) adjusted	0.18	0.27	0.31	0.37	0.38	0.51
EPS(basic) reported	0.18	0.27	0.31			

表 5 预测的资产负债表简表

单位：百万元

项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净营业资产 (NOA)	957.92	956.79	847.04	926.89	989.79	1,039.28
净金融负债 (NFO)	(61.25)	(110.43)	(271.08)	(237.66)	(222.62)	(236.50)
股东权益 (CSE+MI)	1,019.18	1,067.22	1,118.12	1,164.55	1,212.41	1,275.78
MI	17.34	17.03	16.94	15.00	14.00	13.00
CSE	1,001.84	1,050.19	1,101.18	1,149.55	1,198.41	1,262.78

表 6 预测的现金流量表简表

单位：百万元

项目	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
税后 OI	44.64	67.52	74.42	90.37	93.54	124.71
△NOA	0.07	(1.13)	(109.75)	79.85	62.90	49.49
公司自由现金流 (C-I)	44.57	68.65	184.17	10.52	30.64	75.22
股利净支付 (d=回购+股利-发行)	20.57	20.00	25.00	46.43	47.86	63.38
债务融资流 (F=NFE-△NFO)	24.18	48.39	159.17	(35.91)	(17.22)	11.85
融资现金流总额(d+F)	44.74	68.39	184.17	10.52	30.64	75.22

表 7 ReOI 模型估值输出表

单位：百万元

ReOI 的计算	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015 and after
核心 RNOA (%)	6.02%	7.71%	10.67%	10.09%	12.60%	16.50%	20.34%	25.00%
ReOI (10.66%)	(44.49)	(28.27)	0.08	(5.27)	19.20	60.69	111.83	118.54
ReOI 增长率 (%)	(26.32)	(36.46)	(100.27)	(6,897.27)	(464.24)	216.08	84.26	6.00
折现因子 (10.66%)			1.11	1.22	1.36	1.50	1.66	
ReOI 现值			0.07	(4.30)	14.17	40.47	67.39	
ReOI 总现值		117.79						
持续价值 (CV)							2,543.83	
持续价值 (CV) 现值		1,532.84						
股东权益 (CSE+MI)		1,118.12						
总权益价值 (V ^E)		2,768.76						
少数股东权益价值		(1.22)						
普通股权益价值(V ^{CSE})		2,769.98	3,065.31					
总股本		250.00	250.00					
每股价值 (元)		11.08	12.26					
杠杆远期 P/E		29.83	32.03	26.76	23.92			
杠杆 P/B		2.52	2.67	2.83	3.29			

$$\text{注: (杠杆远期 } P/E)_t = \frac{V_t^{CSE}}{CI_{t+1}}; (\text{杠杆 } P/B)_t = \frac{V_t^{CSE}}{CSE_t}$$

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3：基准指数为沪深300指数

免责声明：

- 1、此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
- 2、此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。
- 3、本报告仅反映研究员的不同设想、见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。
- 4、大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

版权声明：

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，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。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。