

蛹动-蜕变-展翅：一个中国经济转型背景下的典型案例

东方海洋（002086） 评级：买入（首次）

股价：17.06 元 目标价位：24.2 元 深度报告

2010 年 9 月 7 日 星期二

农林牧渔小组

张先萍

021-50586660-8633

证书编号：S0630207110042

zxp@longone.com.cn

李臣燕

010-59707122

lcy@longone.com.cn

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位	24.2
升值潜力 (%)	57
目标价确定日期:	10.09.07

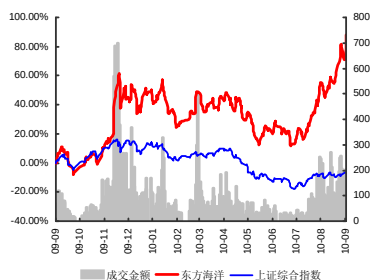
重要数据

总股本(亿股)	2.44
流通股本(亿股)	2.31
总市值(亿元)	37.82
流通市值(亿元)	35.87

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	10.5%	9.0%
3 个月	36.1%	31.7%
6 个月	23.5%	35.1%

个股相对上证综指走势图



投资要点

- **海参初次和持续放量：**今年新增的处于收获期的海域莱州和担子岛合计将增加 571 吨的产量，全年公司将实现海参 870 吨的产量，实现同比翻番。初次放量遇价格配合，天时地利助顺利蜕变。2010 年公司的毛利将有一半以上来自海参，从而实现从水产品加工商到海珍品养殖商的蜕变。2011 年公司海参仍将实现翻番增长。
- **投资建议：**由于公司近年将有业绩快速增长的表现，我们对 2010 年和 2011 年每股收益进行加权平均，得到每股收益为 0.605 元，给予其 40 倍的市盈率，则公司的股价应为 24.2 元，对比当前股价 17.06 元，还有 42% 的上涨空间，给予“买入”评级。

主要财务指标

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	463.9	560.1	473.5	568.0	793.4	895.3
营业收入增长率	73.6%	20.7%	-15.5%	20.0%	39.7%	12.8%
营业利润(百万元)	39.2	44.6	50.2	92.6	214.8	234.8
营业利润增长率	21.8%	14.0%	12.4%	84.7%	131.9%	9.3%
净利润(百万元)	38.3	45.9	55.3	87.5	207.0	226.9
净利润增长率	20.5%	19.7%	20.5%	58.3%	136.5%	9.6%
营业利润率	8.4%	8.0%	10.6%	16.3%	27.1%	26.2%
每股收益(元)	0.16	0.19	0.23	0.36	0.85	0.93
每股净资产(元)	1.79	4.26	4.45	4.81	5.66	6.59
PE(X)	98.7	82.4	68.4	43.2	18.3	16.7
PB(X)	8.7	3.6	3.5	3.2	2.7	2.4
ROE (%)	8.8%	4.4%	5.1%	7.5%	15.0%	14.1%

- **风险提示：**公司养殖海域较浅，受自然环境的影响较大，如遇特大暴雨、海啸和台风等自然灾害，则可能给公司的养殖产品造成损失。公司养殖海域大多处于近海，且沿海区域经济较为发达，养殖水域受人类活动影响导致污染的概率也大于远海区。海参养殖的高毛利吸引了大量资金进入此行业，但市场的培育相对较慢，未来海参有供过于求而导致价格下跌的风险。

目录

1. 山重水复思蜕变	3
1.1 公司水产品加工业务综述	3
1.2 水产品加工业务在我国的发展空间	3
1.3 公司发展水产品加工业务的前景	4
2. 柳暗花明展新颜	5
2.1 非公开发行明确转型方向——蛹动中的海参养殖	5
2.2 蜕变中的 2010	6
2.3 期待新颜——展翅广阔天空	8
3. 公司盈利预测	9
4. 投资建议与风险提示	10
4.1 投资建议	10
4.2 风险提示	10

图形目录

图 1. 2009 年初以来海参价格走势	7
图 2. 公司海参产量	8

表格目录

表 1. 海洋水产品加工和海水养殖业务毛利贡献率变化情况	5
表 2. 非公开发行项目投资情况	6
表 3. 海参养殖基地和海域分布情况	6
表 4. 2010 年预测海参捕捞情况	7
表 5. 公司的海参养殖业务盈利预测	9
表 6. 公司盈利预测	9

1. 山重水复思蜕变

从主营业务收入来源来看，公司从上市以来就是一个面向海外市场的海洋水产品加工企业。

1.1 公司水产品加工业务综述

水产品加工业务是公司的主要业务收入来源，2005 年度至 2009 年度水产品加工收入占公司主营业务收入的比重分别高达 86%、80%、83%、77%、72%。公司水产品加工业务主要原材料为真鲷鱼、红鱼、鳕鱼、鲣鱼和鲑鱼等，通过国际市场购进获取。主要产品包括冻红鱼片、冻鳕鱼片和冻真鲷鱼片等，公司的主要生产是对原料进行去皮去刺后切片的初级加工。主要产品绝大部分出口到欧洲、美国等国家和地区。

1.2 水产品加工业务在我国的发展空间

水产品加工业务在我国沿海省份山东、辽宁、广东、福建等非常普遍，其中以山东省为最大产区，2009 年山东出口水产品 92.2 万吨，占全国出口总量的 31%，达三分天下有其一地位。山东省内水产品加工企业主要集中在青岛、烟台和威海一带，加工规模小的加工企业星罗棋布。

水产品加工业务本身技术含量不高，业务的生存空间主要在两个因素：对食品质量安全（主要是卫生）的控制和廉价劳动力的存在。中国在发展的特定时期恰好迎合了这两点。已经有一定的经济基础和技术水平能够保证产品质量，同时有着充裕的廉价劳动力，因此，上个世纪末以来，水产品加工业务在我国蓬勃发展起来。

我国（冻）鱼片产品在国际市场上的主要竞争优势是生产成本低廉，质量高，产量大，部分企业加工条件先进，卫生质量控制措施完善。鱼片加工多为人工操作，属劳动力密集型产业，而中国的劳动力成本相对较低，因此从成本上讲要比国际劳务费用低。另外，我国重视鱼片生产和出口，从质量上严格控制，产量上更是居世界前列。生产规模的扩大带来了设备、技术的更新，信息渠道的建立，多年的产品出口奠定了良好的信誉。同时中国部分鱼片加工企业硬件设施较为完善，管理严格，生产条件不亚于欧美发达国家。随着 HACCP 安全卫生控制体系、ISO9000 质量管理体系的引进及应用，中国（冻）鱼片加工企业对安全卫生控制措施日臻完善，成为国际市场上最有力的竞争者之一。

但是随着经济发展到今日，中国发展此业务的杀手铜—劳动力优势正在丧失。人力成本不断上升，用工荒在各大加工企业中都有体现。由于水产品加工业务靠的就是劳动力低廉的优势，在国际市场上是靠量而非质生存，毛利率本

来就不高，受到劳动力成本挤压后，毛利率进一步降低，生存压力大增。最先感受到市场压力的是这个行业中赚取较低毛利的企业。劳动力成本不可逆转，在国家已提出转变经济发展方式，提倡创新经济的大背景下，单靠低成本劳动力发展的企业发展道路将越走越窄。

同时行业发展还面临着另外两个同样难以逆转的挑战：1、原料价格的不断上升。海洋渔业资源的日趋枯竭使各国对全球的远洋捕捞配额加大了限制，目前部分国家以防止资源外留为由限制其原料水产品出口，原材料价格上涨将是长期趋势，势必会增加企业采购成本。2、人民币的升值。人民币升值对水产品加工业务销售毛利主要有三个方面的影响：一是人民币升值将直接降低来料加工业务的加工费收入；二是进料加工业务原材料采购和产品出口之间存在着时间差，人民币升值将导致进料加工部分原材料成本上升；三是进料加工业务的加工费用（包括人工费、水电费、折旧费用等）均为人民币费用，人民币升值将降低水产品进料加工的毛利率。

这两个因素的出现更是助推了行业寻求突破的这一过程。

1.3 公司发展水产品加工业务的前景

我国水产品加工业务都是以出口为主，公司在国际市场上的主要竞争对手来自国内的同行，主要有青岛正进实业集团公司、青岛隆源水产品有限公司、青岛建豪集团公司和蓬莱京鲁渔业有限公司等。

与同行业相比，公司的水产品加工业务有三个不足：1、加工深度不高；2、市场优势不足；3、对原料资源掌握不够。

以同处烟台的蓬莱京鲁渔业有限公司为对比对象来进行分析。京鲁渔业主要进行鱿鱼、鲑鱼、鲛鱼、金枪鱼、鳕鱼、马哈鱼、红鱼、鲈鱼、虾蟹类、贝类等水产品的加工。加工产品线长、种类丰富，产品主要是经过裹粉、调味的精深加工品，市场价格高。市场主要是对质量要求最为严格的日本，日本公司与供货商的业务合作比较谨慎，一般采用循序渐进的方式，从小试、中试到大批量供货需要经过严格的供应商评估程序。但一旦建立起长期的合作关系，轻易不会毁约，且价格比欧美公司更为优厚。京鲁渔业同时拥有自己的远洋捕捞船队，能够对上游原料进行更好的掌控。通过对以上三点的把握，同样是水产品加工，京鲁渔业的毛利率能够高出公司多个百分点。

这三点不足使得公司无法赚取行业高额毛利，在劳动力成本上升的大背景下，毛利率逐年下降。2005 年度至 2009 年度水产品加工业务毛利率分别为 27.52%、14.76%、9.65%、6.56%、8.5%。相对应的，水产品加工业务的毛利额占公司总毛利额也不断下降，2005 年度至 2009 年度水产品加工业务贡献的毛利额占公司总毛利额的比重分别为 84%、53%、49%、36%、28%。

面对劳动力成本不可逆转地上升，公司将长期面临着产能无法充分利用的风险，寻求新的发展道路势在必行。发展方向有两个：一是对原有水产品加工业务进行改造；二、开拓新的业务发展方向。

其实公司从上市初期起即谋划加工业务向精深加工方向的转型，首发募投项目即提出重点开发鱼糜制品、调理海产品（如冷冻干燥海产品、熏烤海产品、蒸煮海产品及其它调味休闲海产食品等）、海参即食食品等，但是转型并非一蹴而就，涉及生产、市场开发等多个方面的调整，近年来效果并不显著，公司尚在调整中。

新业务的开拓方向从上市之初就已确定的业务——海珍品养殖中寻找突破。

2. 柳暗花明展新颜

早在上市之初，公司的主营业务即分为目前的两大块：海洋水产品加工和海水养殖。海水养殖业务主要产品包括海带苗、大菱鲆、牙鲆鱼和海参等产品。正是看到水产品加工业务盈利能力增长的局限性，从增发募投项目开始，公司逐步调整战略定位，努力实现产品结构性调整和主营业务的逐步“转型”，由“两头在外”的来进料加工企业转型为高档海珍品养殖和水产品加工贸易并举的蜕变。相应地，公司这两大块的比例在逐渐发生着变化。水产品加工的毛利贡献额占公司毛利总额的比例直线下降的趋势非常明显，同时海水养殖业务则直线上升，具体见下表：

表1. 海洋水产品加工和海水养殖业务毛利贡献率变化情况

毛利贡献率	2005	2006	2007	2008	2009
水产品加工业务	83.60%	52.65%	48.72%	36.44%	27.83%
海水养殖业务	26.85%	46.51%	46.59%	54.34%	66.30%

资料来源：东海证券研究所，公司公告

这一切背后的最大的推动力量即是公司 2008 年的非公开发行，它不仅明确了转型的方向，更部下了各海域发展战略，助推了今日的蜕变发生。

2.1 非公开发行明确转型方向——蛹动中的海参养殖

公司最早的海参养殖主要是由控股的海阳市东山海珍品有限公司（目前已成为海阳分公司）完成，东山海珍品采用在潮间带筑坝围池的方式在海阳辛安进行海参养殖，拥有 836.7 亩的海域，生产规模为年产 120 吨海参。

2008 年 4 月公司完成了非公开发行，募集资金 5.56 亿元，开始了业务转型之旅，对新的业务发展方向进行了大规模投资，实现了海域快速扩张，由原来的不足万亩扩展到目前的 4.5 万亩。具体投资情况见下表：

表2. 非公开发行项目投资情况

单位: 万元

投资项目	总投资额
崆峒岛 2 万亩海底牧场建设项目	22,100
担子岛海域海参增殖项目	16,600
山东省海阳市辛安浅海增养殖项目	14,500
海藻遗传育种中心及刺参养殖建设项目	5,700
合计	58,900

资料来源: 东海证券研究所, 公司公告

2008 年 8 月, 公司董事会决议将崆峒岛项目实施地点分别变更至烟台市莱州海域和烟台市牟平海域实施。这样公司形成了四大块海域, 八个养殖场, 一个加工基地的生产格局。其中海参的生产情况见下表:

表3. 海参养殖基地和海域分布情况

海域	基地形成	地址	面积 (亩)	养殖方式	养殖能力 (吨)
海阳辛安	海阳分公司	辛安镇西赵家庄村南	836.70	围堰	120.00
	增发项目	辛安海区	10,410.00	底播	468.45
牟平	增发项目	与牟平区姜各庄镇云溪村北接壤	14,000.00	底播	900.00
	增发刺参养殖基地	牟平区姜各庄镇云溪村北	260.00	围堰	39.00
担子岛	增发项目	烟台近海担子岛及舵罗顶岛周边	9,995.00	底播	499.75
莱州	增发项目	与莱州市过西镇仓北村海域毗邻	10,255.00	底播	615.30
合计			45,756.70		2,642.50

资料来源: 东海证券研究所, 公司公告

2.2 蜕变中的 2010

2.2.1 多年耕海 一朝采捕——产量翻番

2008 年以来公司没有停止对大海的辛勤耕耘, 截止 2010 年 4 月 30 日, 公司完成了四个增发募投项目全部投礁投苗工作。由于前期所投海参苗 50%以上是一年一年成熟的大苗 (10-50 头每斤), 因此, 2010 年将进入公司转型后的第一个收获年, 虽然不是四个海域全面收获, 可收获的海域也非全面采捕, 但第一年的收获成果依然是沉甸甸的, 预计公司海参产量将实现翻番增长。

从已公布的半年报数据来看, 海参上半年营业收入已实现同比增加 92%。而下半年将会有更好的收获。公司的海参养殖分布在四个海域: 海阳辛安 (两块基地)、牟平 (两块基地)、莱州和担子岛。可收获的海域除辛安的老基地和牟

平的刺参养殖基地外，今年新增的处于收获期的主要是 08 年非公开发行投入的四个基地中的两个：莱州和担子岛。今年上半年收获的主要是莱州，担子岛下半年才开始放量。两块海域合计将增加 571 吨的产量，全年公司将实现海参 870 吨的产量，实现同比翻番的增长。各海域预计可采捕情况见下表：

表4. 2010 年预测海参捕捞情况

海域	基地形成	面积(亩)	养殖方式	养殖能力(吨)	2010 年收获量(吨)
海阳辛安	海阳分公司	836.70	围堰	120.00	120.00
	增发项目	10,410.00	底播	468.45	0.00
牟平	增发项目	14,000.00	底播	900.00	90.00
	增发刺参养殖基地	260.00	围堰	39.00	39.00
莱州	增发项目	10,255.00	底播	615.30	246.12
担子岛	增发项目	9,995.00	底播	499.75	324.84
合计		45,756.70		2,642.50	819.96

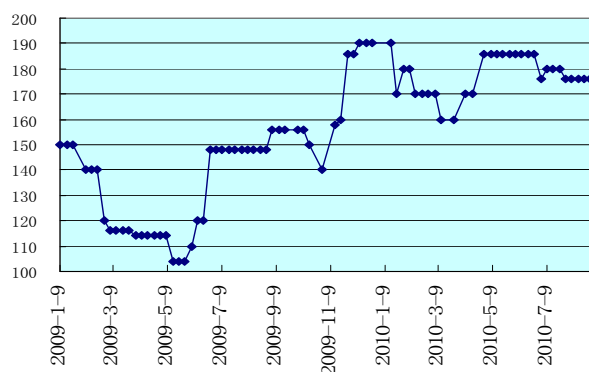
资料来源：东海证券研究所，公司公告

四个海域 820 吨的产量，加上担子岛原本 50 吨野生海参产量，2010 年预计公司将实现 870 吨的采捕量。

2.2.2 消费升级 价格配合——高位运行

今年以来，海参价格一直高位运行。当下已经入秋，时令已近白露。而秋冬季是进补海参的最好时机，可充分发挥海参御寒的功效，海参将迎来季节性消费高峰。因此，预计下半年海参价格还将保持高位运行。

图1. 2009 年初以来海参价格走势



资料来源：东海证券研究所，WIND 资讯

初次放量遇价格配合，天时地利助顺利蜕变。2010 年公司的毛利将有一半以上来自海参，从而实现从水产品加工商到海珍品养殖商的蜕变。

2.2.3 开拓内销 品牌为上——营销建设势在必行

加强营销建设是公司完成转型，开拓国内市场的必然选择。

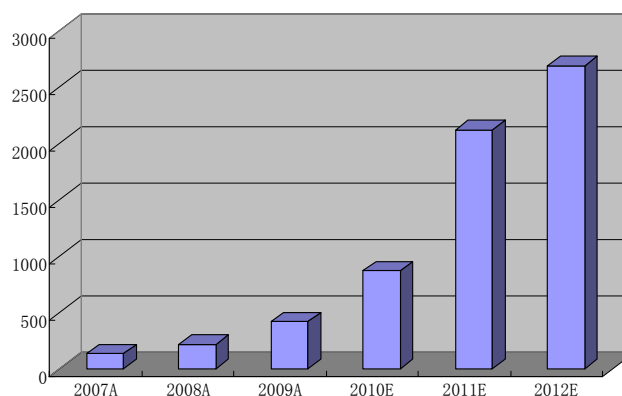
水产品加工主要是外销，重在量；海水养殖则主要面对国内市场，重在誉。因此，走国内市场品牌建设是必经之路，早建设早受益。同时，公司目前已有（而非计划）多个产品等待通过品牌的通道增值，除鲜海参外，还有工业加工品，如深海鳕鱼胶原蛋白、即食海参、干海参、三文鱼等，甚至公司也可以将原本出口的水产品加工转销国内，这些产品都将受益于品牌通道的建设而获取进一步的增值。

因此，为培植公司新的利润增长点，做大做强海洋产业，树立“东方海洋”在国内市场的品牌形象，公司于今年4月出资200万元设立全资子公司山东东方海洋销售有限公司，公司的深海鳕鱼胶原蛋白、原生态野生刺参、深海水产品精加工三大系列产品全面投放国内市场，品牌效应逐渐凸显，目前全国范围内已发展了各级代理商50余家，开设加盟店20余家，北京、上海、天津、湖南等近20个省份均已设有公司品牌代理，公司官方网上商城也已正式投入运营，营销网络初步建立。下半年公司的代理商和加盟店还将继续扩充，年末将达到100家以上，同时加大对宣传的投入，在广告上同步跟进。可以看到，公司高度重视品牌建设，已多方位出击。我们认同公司在品牌建设初期采用加盟店而非专卖店的形式，认为公司目前采取的营销策略有助于更快地占领市场，提高知名度。

2.3 期待新颜——展翅广阔天空

2011年公司的海珍品养殖将在募投的四个基地第一次全面放量，海参养殖的四个海域海阳辛安、牟平、莱州和担子岛将全面开花，均进入收获期，预计海参产量将超过2000吨。公司的毛利将有70%以上来自海参，从而完成蜕变，以海珍品养殖企业的新颜亮相，实现展翅，飞入更广阔的发展空间。

图2. 公司海参产量



资料来源：东海证券研究所，公司公告

3. 公司盈利预测

首先对公司两项主要业务进行预测:

由于前述分析,同时出于谨慎,我们假设公司的水产品加工业务 2010、2011 和 2012 年实现的营业收入同比分别增长 5%、5%和 0,毛利水平逐渐降低,但幅度不大;

公司的海参养殖业务预测盈利情况如下表:

表5. 公司的海参养殖业务盈利预测

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售数量(吨)	135.5	218	420	870	2124	2693
平均售价(元/公斤)	190	183	170	180	170	170
销售收入(百万元)	25.72	39.94	71.35	156.60	361.08	457.81
销售成本(百万元)	7.97	13.98	22.83	45.41	97.49	132.76
毛利率	69%	65%	68%	71%	73%	71%
收入占比	5.65%	7.24%	15.41%	27.57%	45.51%	51.13%
毛利占比	23.66%	23.17%	47.32%	65.13%	80.37%	81.51%

资料来源:东海证券研究所,公司公告

其次对公司的次要业务进行判断预测:

公司海水鱼类养殖老品种大菱鲆和牙鲆鱼由于价格下跌后难以反转,这块业务近年来都处于收缩状态,养殖面积减少,我们认为这个趋势还将继续。但公司 2010 年开发了具有市场前景的新品种——三文鱼养殖。三文鱼养殖周期为 1 年 1 个月左右,要到 2010 年中期到下半年才会进入收获期,同时考虑到公司是初次养殖,经验有限,风险较大,因此,暂不考虑三文鱼的盈利情况。

公司在海带苗养殖上具有很强的优势,但是国内市场空间有限,竞争非常激烈,这块业务近年来也是徘徊不前,增长有限,我们假设这个趋势还将继续。

在对原料进行深加工产业方面,公司也进行了尝试,推出了即食海参、干海参和胶原蛋白。即食海参、干海参产能都为 400 吨,但因毛利率没有销鲜大,产能利用率不高。胶原蛋白也是公司重点推出的新品种,产能达到 100 吨,但目前还处于市场开发期,还未形成较为稳固的市场,还有待夯实基础。这两块业务一方面未形成稳固盈利,另一方面缺乏相关数据信息,我们暂时不计入盈利预测。

在对以上主要业务进行预测的基础上,我们对公司全部业务进行盈利预测:

表6. 公司盈利预测

单位:百万元	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	215.8	267.2	463.9	560.1	473.5	568.0	793.4	895.3
营业总成本	173.6	234.0	422.3	510.2	417.9	475.4	578.6	660.5
营业成本	154.2	206.2	379.7	439.9	360.5	404.5	487.9	558.4

营业税金及附加	0.1	0.1	0.8	0.5	1.6	1.7	2.4	2.7
销售费用	6.0	6.0	8.0	9.9	8.8	17.0	15.9	17.9
管理费用	6.3	9.8	14.1	19.7	31.8	28.4	39.7	44.8
财务费用	7.0	11.5	17.8	27.1	19.0	22.7	31.7	35.8
资产减值损失	0.0	0.3	1.8	13.2	-3.8	1.0	1.0	1.0
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	-0.1	-0.4	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	28.5	32.2	39.2	44.6	50.2	92.6	214.8	234.8
加：营业外收入	0.0	0.1	0.5	2.8	6.8	3.0	3.0	3.0
减：营业外支出	0.1	0.0	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
利润总额	28.4	32.3	39.3	47.0	56.7	95.3	217.5	237.5
减：所得税	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.0	0.0	0.0
净利润	28.4	32.3	39.3	47.0	56.7	95.3	217.5	237.5
减：少数股东损益	0.2	0.5	1.0	1.1	1.4	7.8	10.5	10.5
归属母公司净利润	28.2	31.8	38.3	45.9	55.3	87.5	207.0	226.9
每股收益(元/股)	0.12	0.13	0.16	0.19	0.23	0.36	0.85	0.93

资料来源：东海证券研究所，公司公告

4. 投资建议与风险提示

4.1 投资建议

由于公司近年将有业绩快速增长的表现，2010 年只是蜕变的序曲，而 2011 年才是展翅的一年，仅以 2010 年业绩来进行估值将不能够反映 2011 年业绩翻番的表现，因此，我们对 2010 年和 2011 年每股收益进行加权平均，得到每股收益为 0.605 元，我们给予其 40 倍的市盈率，则公司的股价应为 24.2 元，对比当前股价 17.06 元，还有 42% 的上涨空间，给予“买入”评级。

4.2 风险提示

4.2.1 外来灾害风险

外来灾害分为自然发生和人为产生。

自然发生灾害风险：公司海水养殖海域较浅，多在 15 米以内，受自然环境的影响较大，对周边海洋环境具有较强的依赖性，如周围海域遇特大暴雨、海啸和台风等自然灾害，则可能影响到养殖海珍品，并可能引发水质变化，从而给公司的养殖产品造成损失。

人为产生灾害风险：近年来我国近海利用率提高，公司养殖海域所在地区沿海经济较为发达，随着地区经济的发展，工农业生产不断拓展，过

往船只增加，发生类似原油泄露导致污染的概率增大。同时，公司养殖海域多为近海，其中莱州海域位于渤海内湾，扩散能力较差，养殖水域受人类活动影响导致污染的概率也大于远海区。

4.2.2 价格风险

由于海参养殖的高毛利吸引了大量资金进入此行业，辽宁、河北、山东都在扩大养殖规模，但市场的培育相对较慢，未来海参有供过于求的可能。海参价格可能会因此下跌。公司若没有在价格下跌前树立起自己的品牌从而具备获得超额利润的能力，则可能受到较大的不利影响。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

李臣燕, 农林牧渔行业分析师, 中国人民大学经济学硕士, 9 年证券从业经验, 2010 年 2 月加盟东海证券。

重点跟踪公司: 獐子岛, 大北农, 农产品, 登海种业, 万向德农, 雏鹰农牧, 益生股份, 正邦科技

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本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多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122