

方正证券研究所

食品饮料行业分析师：陈光尧

执业证书编号：S1220511020005

TEL: 010-68582893

E-mail: chenguangyao@foundersc.com

食品饮料行业分析师：张保平

执业证书编号：S1220511030002

TEL: 010-68582807

E-mail: zhangbaoping@foundersc.com

联系人：汪庭满

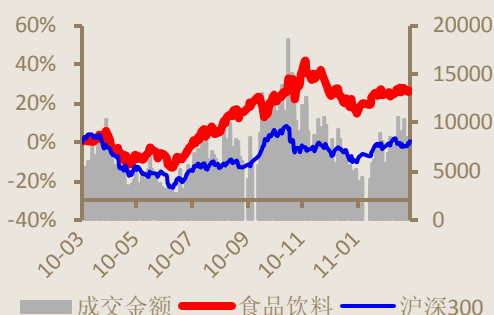
TEL: 010-68582897

Email: wangtingman@foundersc.com

发行上市资料

发行价格(元)	0.00
A股发行股数(万股)	4300.00
发行前总股本(万股)	38305.00
发行后总股本(万股)	42605.00
发行日期	2011-03-30
发行方式	网上发行, 网下配售
主承销商	平安证券有限责任公司
预计上市日期	

食品饮料行业相对指数表现



请务必阅读最后特别声明与免责条款

专业专注婴幼儿食品的本土龙头

贝因美(002570)

公司新股申购报告

2011.03.25

食品饮料行业

投资要点

专注婴幼儿市场，业绩突出

公司从事婴幼儿食品的研发、生产和销售等业务，主要产品为婴幼儿配方奶粉、营养米粉、其他婴幼儿辅食和婴童用品，2010 年公司营业收入为 402830.18 万元，同比增长 24.13%。婴幼儿奶粉占营业收入的 86%，是公司的主要收入来源。

生育高峰推动行业高速发展

根据《人口发展“十一五”和 2020 年规划》，未来十几年 20-29 岁生育旺盛期妇女数量将形成一个高峰。每年约有 1600 万新生儿诞生，庞大的婴幼儿消费群体推动我国婴幼儿市场快速发展。2008 年我国婴幼儿配方奶粉的市场规模已达 250 亿元，营养米粉市场销售额已达 18.7 亿元，2003-2008 年婴幼儿奶粉复合增长率为 22.67%，我国已成为世界第二大婴幼儿配方奶粉市场。

优秀品牌+整合营销赢得消费者青睐

公司以“育婴专家、母婴顾问”为品牌定位，全面打造“育婴”、“亲母”、“爱婴”三大社会工程实现品牌价值的提升，目前贝因美已成为我国婴幼儿食品行业的顶尖品牌之一。公司围绕消费群体需求，实行渠道建设、客户服务体系建设的整合营销模式，全国覆盖 8 万个以上零售终端，同时通过育婴讲座、育婴咨询中心等活动与消费者互动，赢得消费者青睐。

募投项目缓解产能瓶颈，增强公司竞争力

募投项目包括“黑龙江贝因美年产 5 万吨配方奶粉工程”、“北海贝因美年产 6000 吨米粉项目”和“补充营运资金项目”，项目实施后预期新增收入 22.3 亿，净利润 1.6 亿，缓解产能瓶颈，增强公司竞争力。

预计公司 2011-2013 年全面摊薄每股收益为 1.27、1.52、1.95 元，给予 2011 年 30-35 倍 PE，对应合理价值区间为 38.1-44.45 元。

公司主要财务指标预测

盈利预测及市场数据	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万)	4028.30	4920.00	6000.00	7900.00
成长率	24.13%	22.14%	21.95%	31.67%
净利润(百万)	422.06	575.43	700.53	908.17
成长率	12.28%	36.34%	21.74%	29.64%
EPS(元)	0.99	1.27	1.52	1.95

数据来源：公司公告 方正证券研究所

正文目录

一、 公司基本信息.....	4
1.1、公司概况.....	4
1.2、公司股权架构.....	5
二、 行业前景广阔，竞争加剧.....	6
2.1、婴幼儿奶粉、米粉市场成长空间巨大.....	6
2.2、竞争加剧 市场集中度提高.....	7
三、 公司竞争优势.....	8
3.1、专业专注 保障产品质量.....	8
3.2、品牌+服务 赢得消费者青睐.....	9
3.3、整合营销战略巩固市场地位.....	9
四、 募投项目分析.....	10
4.1、募投项目增强公司竞争力.....	10
4.2、募投项目盈利分析.....	10
五、 估值分析.....	10
5.1、盈利预测.....	10
5.2、相对估值.....	11
六、 风险提示.....	11
6.1、产品质量风险.....	11
6.2、产业政策风险.....	11

图表目录

图表 1	2010 年公司营业收入成长率超过 20%.....	4
图表 2	2010 年公司综合毛利率上升为 62.47%.....	4
图表 3	奶粉占营业收入的 86.3%.....	4
图表 4	公司股权结构	5
图表 5	公司股权结构图.....	5
图表 6	未来十年我国迎来生育高峰.....	6
图表 7	2003-2008 年婴幼儿奶粉市场规模 CAGR 为 22.67%.....	6
图表 8	2003-2008 年我国婴幼儿奶粉市场销售量 CAGR 为 21%.....	7
图表 9	2008 年我国营养米粉市场销售额达 18.7 亿.....	7
图表 10	2009 年公司婴幼儿奶粉市场占有率为 9%.....	8
图表 11	市场集中度由 2007 年的 74% 上升为 2009 年的 83%.....	8
图表 12	公司研发投入占比高于同行	8
图表 13	公司多元营销战略.....	9
图表 14	募投项目概况	10
图表 15	募投项目盈利预测	10
图表 16	公司分产品盈利预测	10
图表 17	同行业上市公司估值预测.....	11
图表 18	公司财务预测表 单位：百万元.....	12

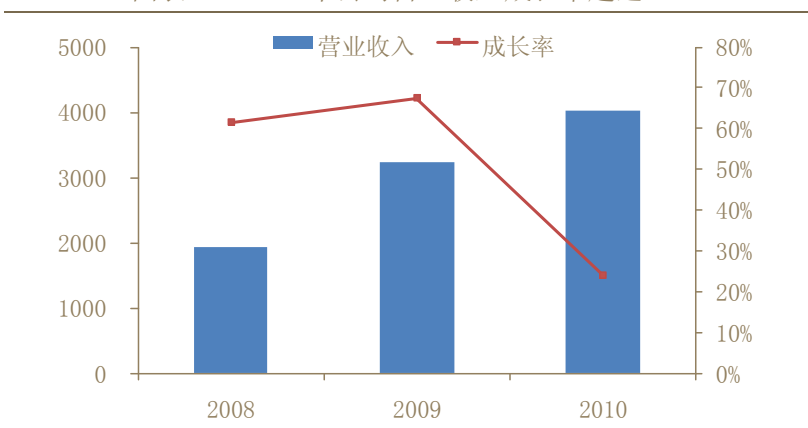
一、公司基本信息

1.1、公司概况

公司从事婴幼儿食品的研发、生产和销售等业务，主要产品为婴幼儿配方奶粉、营养米粉、其他婴幼儿辅食和婴童用品，未来发展目标是婴童产业的“生养教综合解决方案和服务提供商”。

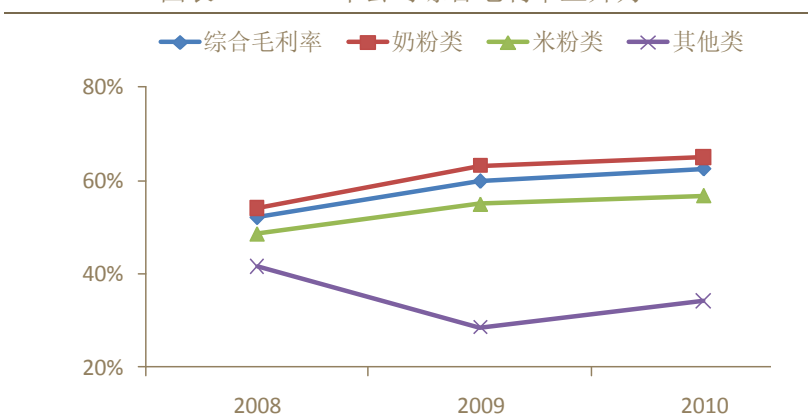
2008-2010 年公司营业收入为 193845.38 万元、324522.36 万元和 402830.18 万元，同比增长分别为 67.41%和 24.13%。婴幼儿奶粉是营业收入的主要来源，占收入 86%。

图表 1 2010 年公司营业收入成长率超过 20%



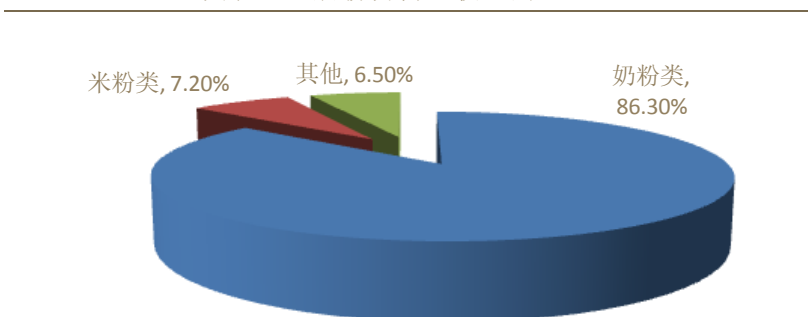
资料来源：公司招股意向书 方正证券研究所

图表 2 2010 年公司综合毛利率上升为 62.47%



资料来源：公司招股意向书 方正证券研究所

图表 3 奶粉占营业收入的 86.3%



资料来源：公司招股意向书 方正证券研究所

1.2、 公司股权架构

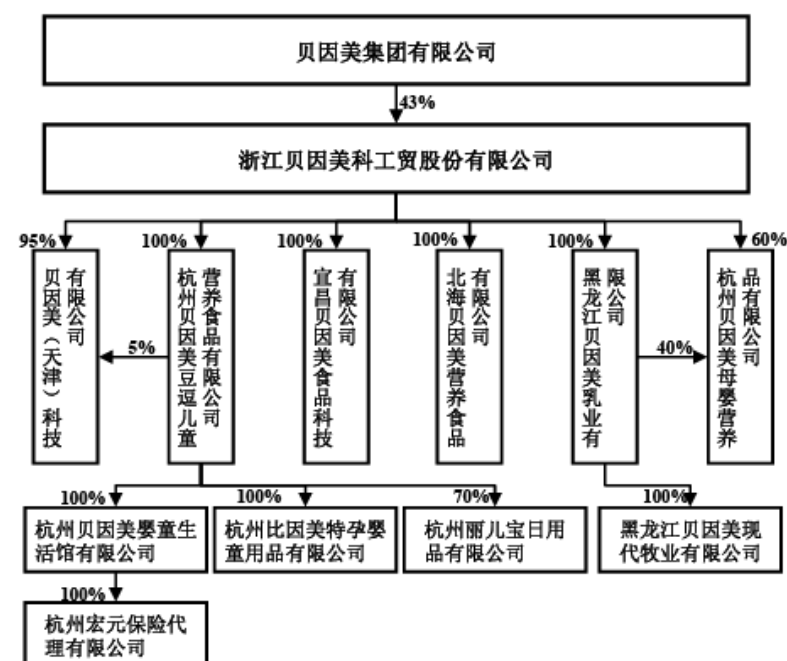
贝因美集团持有公司 16472.32 万股，占公司发行前总股本的 43.00%，为公司控股股东。公司实际控制人为谢宏先生，其通过持有贝因美集团 55.00% 股权而间接控制了公司 23.65% 的股份。

图表 4 公司股权结构

股东	发行前		发行后	
	股本（百万）	占比	股本（百万）	占比
贝因美集团有限公司	16472.32	43.00	16472.32	38.66
J.V.R International Limited	2467.50	6.44	2467.50	5.79
Perpetual Treasure Limited	2350.00	6.13	2350.00	5.52
平安财智投资管理有限公司	1880.00	4.91	1880.00	4.41
西子联合控股有限公司	1645.00	4.29	1645.00	3.86
吴红心	1480.50	3.87	1480.50	3.47
国科瑞华创业投资企业	1175.00	3.07	1175.00	2.76
CEL Baby Food Investments Limited	940.00	2.45	940.00	2.21
SeaBright China Baby Products Company (Hong Kong) Limited	940.00	2.45	940.00	2.21
Manful Worldwide Limited	810.75	2.12	810.75	1.90
其他股东	8153.93	21.26	8153.93	19.14
社会公众股	—	—	4300.00	10.09
合计	38305.00	100.00	42605.00	100.00

资料来源：公司招股意向书 方正证券研究所

图表 5 公司股权结构图



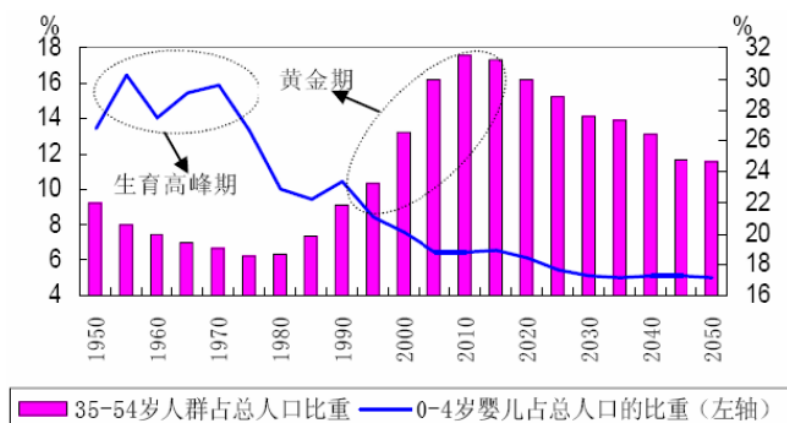
资料来源：公司招股意向书 方正证券研究所

二、行业前景广阔，竞争加剧

2.1、婴幼儿奶粉、米粉市场成长空间巨大

根据《人口发展“十一五”和 2020 年规划》，未来十几年，20 岁至 29 岁生育旺盛期妇女数量将形成一个高峰；9000 多万独生子女子女陆续进入生育年龄，出生率和出生人数将明显增加。我国每年约有 1600 万新生儿诞生，0-6 个月婴儿的纯母乳喂养率仅为 49.2%，每年均有大量婴儿需要人工喂养，庞大的婴幼儿消费群体推动我国婴幼儿市场快速发展。

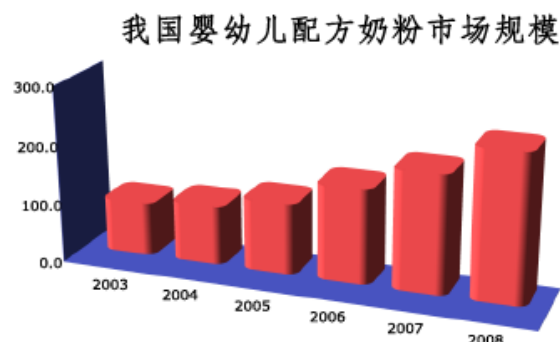
图表 6 未来十年我国迎来生育高峰



资料来源：公司招股意向书 方正证券研究所

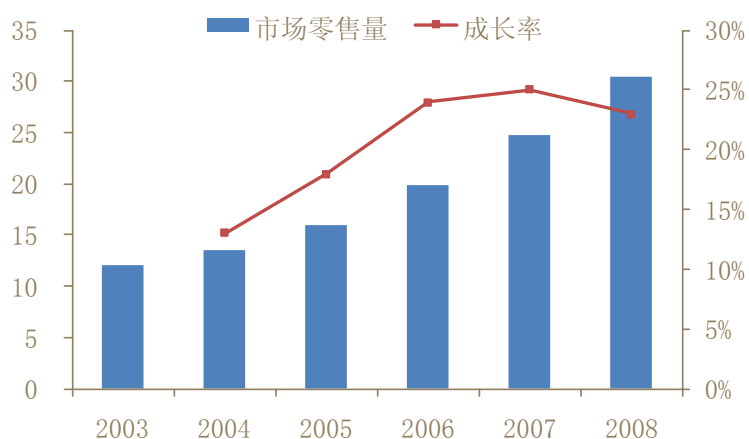
随着生活水平的提高，消费观念的改变以及政府关于改善居民营养水平等政策的出台，我国婴幼儿配方奶粉产业已进入快速发展时期，2008 年我国婴幼儿配方奶粉的市场规模已达 250 亿元，2003-2008 年复合增长率为 22.67%，目前我国已成为仅次于美国的世界第二大婴幼儿配方奶粉市场。

图表 7 2003-2008 年婴幼儿奶粉市场规模 CAGR 为 22.67%



资料来源：公司招股意向书 方正证券研究所

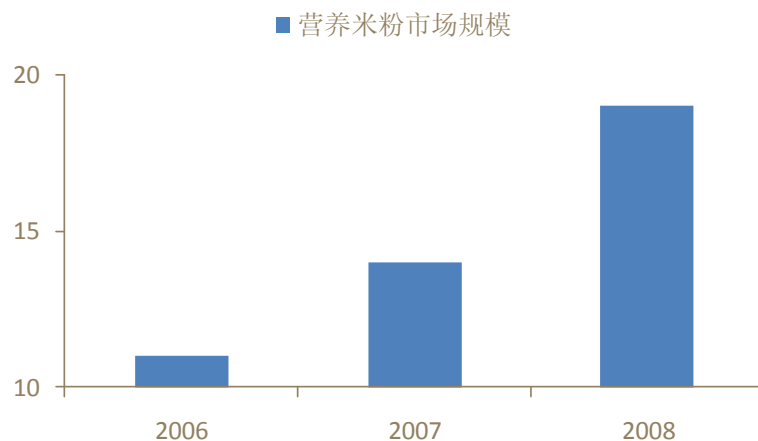
图表 8 2003-2008 年我国婴幼儿奶粉市场销售量 CAGR 为 21%



资料来源：Euromonitor 方正证券研究所

婴幼儿营养米粉销售额大幅度增长，2008 年营养米粉市场的销售额已达 18.7 亿元。

图表 9 2008 年我国营养米粉市场销售额达 18.7 亿



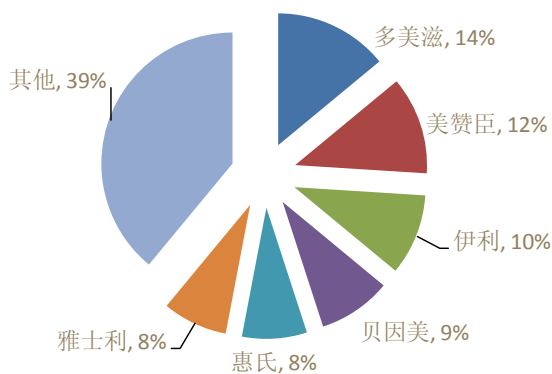
资料来源：公司招股意向书 方正证券研究所

2.2、竞争加剧 市场集中度提高

“三聚氰胺”及“大头娃娃”事件严重打击了消费者对国产乳制品的信心，根据 AC 尼尔森统计，多美滋、美赞臣、惠氏、雅培高端市场份额由 56% 迅速提升至 65%，占据中国婴幼儿乳品半壁江山。2007 年、2008 年、2009 年我国婴幼儿奶粉市场前十大品牌商的市场份额分别达到 73.5%、78.7%、83%，行业集中度不断提高。

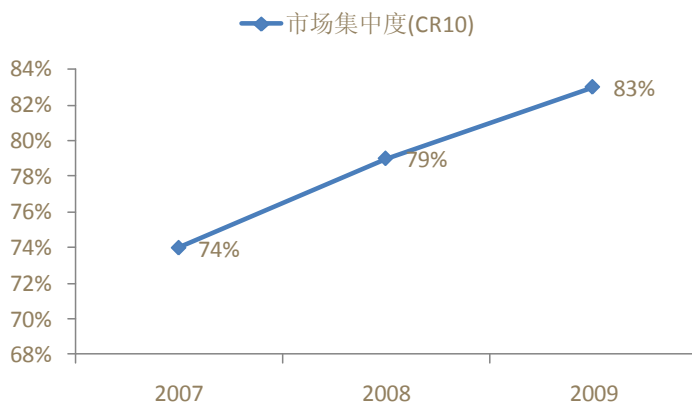
2008 年我国婴幼儿营养米粉市场前三大品牌商的市场份额合计高达 75.40%，贝因美在婴幼儿米粉细分领域，营养米粉的市场占有率为 21.57%，排名第二，国产品牌排名第一。

图表 10 2009 年公司婴幼儿奶粉市场占有率为 9%



资料来源: AC 尼尔森 方正证券研究所

图表 11 市场集中度由 2007 年的 74% 上升为 2009 年的 83%



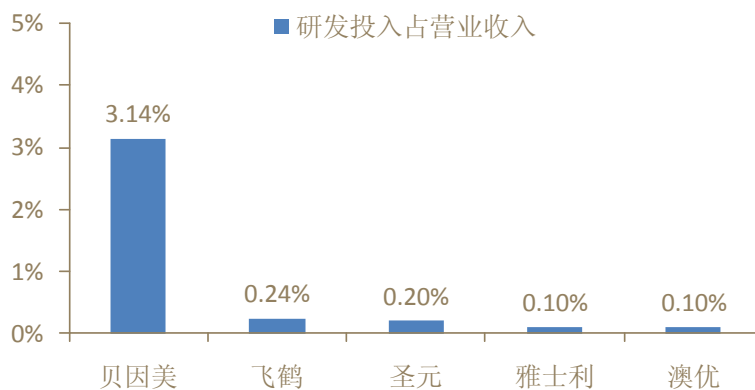
资料来源: 公司招股意向书 方正证券研究所

三、公司竞争优势

3.1、专业专注 保障产品质量

公司自成立以来始终专注于研发、生产、销售婴幼儿食品,同时严把质量关,建立生产企业良好生产规范(GMP)、危害分析与关键控制点(HACCP)体系覆盖原料、加工、检验等整个供应链,确保产品质量安全。

图表 12 公司研发投入占比高于同行



资料来源: 公司招股意向书 方正证券研究所

3.2、品牌+服务 赢得消费者青睐

公司以“育婴专家、母婴顾问”为品牌定位，以“生养教育、爱心无限”为品牌信念，以“生命因爱而生，世界因爱而美”为品牌主张，全面打造“育婴”、“亲母”、“爱婴”三大社会工程实现了品牌价值的提升。目前，贝因美品牌已成为我国婴幼儿食品行业的顶尖品牌之一。

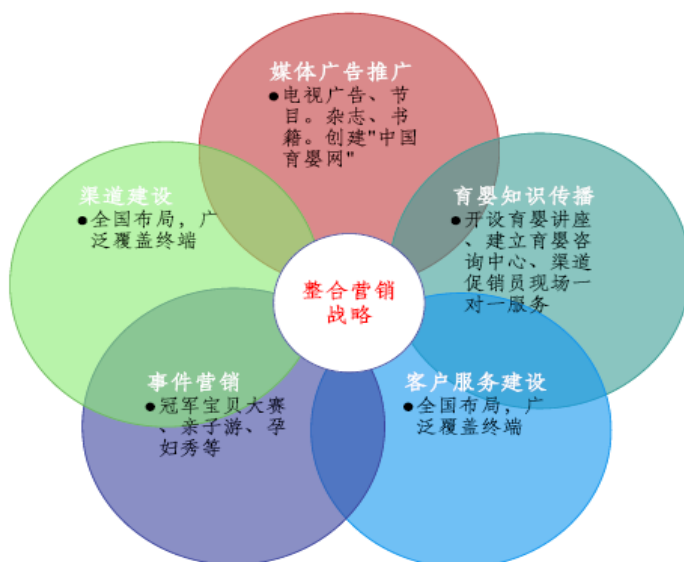
发行人遍布全国的 26 个分公司均设有客服部门，通过回访、活动等多种形式对责任区域客户进行维护。还成立了呼叫中心进行“呼出服务”，定期联系客户，了解婴幼儿的具体情况并给提供具有针对性的生养教建议。建立完整的客户服务体系，用专业的生养教知识为消费者提供育婴所需知识，提高客户的满意度，提升品牌知名度。

2008 年，壹线顾问公司在全国范围内进行的奶粉品牌知名度调查显示，贝因美品牌在所有参与调查的婴幼儿奶粉品牌中排名第一。

3.3、整合营销战略巩固市场地位

公司围绕消费群体需求，实行从媒体广告推广、育婴知识传播到渠道建设、客户服务体系建设的整合营销模式。公司在全国范围内布局营销网络，目前公司在全国 23 个省市设立了 26 家分公司，拥有超过 2,200 家经销商，覆盖 8 万个以上的零售终端，消费者可以方便快捷的购买到公司产品。同时通过开设育婴讲座，建立育婴咨询中心，组织冠军宝贝大赛、亲子游、孕妇秀等活动，以及渠道促销员现场一对一服务等多种方式，向消费者普及科学生养教的基础知识，与消费者形成良好互动。

图表 13 公司多元营销战略



资料来源：公司招股意向书 方正证券研究所

四、募投项目分析

4.1、募投项目增强公司竞争力

募投项目包括“黑龙江贝因美乳业有限公司年产 5 万吨配方奶粉工程项目”、“北海贝因美营养食品有限公司年产 6000 吨米粉项目”，募投项目实施成功后，有利于提升公司婴幼儿奶粉和米粉产能，进一步做大做强公司主营业务，提高公司盈利能力及核心竞争力。

图表 14 募投项目概况

项目	投资金额（万元）			建设期
	总投资	固定资产投资	铺底流动资金	
1 黑龙江贝因美乳业有限公司年产5万吨配方奶粉工程项目	59,853.00	40,980.55	18,872.45	2年
2 北海贝因美营养食品有限公司年产6000吨米粉项目	14,808.30	12,696.30	2,112.00	2年
3 补充营运资金	15,000.0	--	--	--

资料来源：公司招股意向书 方正证券研究所

4.2、募投项目盈利分析

黑龙江项目投产第一年达到设计生产能力 60%，第二年全部达产，项目达产后年销售收入 20.5 亿元，年利润总额为 1.69 亿元，净利润 1.27 亿元。北海项目投产第一年达到 100%设计生产能力，项目达产年销售收入 1.8 亿元，年利润总额为 4,940.24 万元，净利润 3,375.83 万元。

图表 15 募投项目盈利预测

项目	新增营业额(万元)	新增净利润（万元）
1 黑龙江贝因美乳业有限公司年产5万吨配方奶粉工程项目	205,000.00	12,665.71
2 北海贝因美营养食品有限公司年产6000吨米粉项目	18,000.00	3,375.83
募投项目合计	223,000.00	16,041.54
2010年情况	402,830.18	42,205.57

资料来源：公司招股意向书 方正证券研究所

五、估值分析

5.1、盈利预测

根据公司目前产能及募投项目产能状况，假设产品的价格和原料的价格波动幅度不大，在此前提下预测未来几年公司分产品盈利情况如下：

图表 16 公司分产品盈利预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
奶 收入（百万）	1500.92	2729.51	3470.34	4300.00	5300.00	7000.00
粉 成本（百万）	688.91	1004.69	1212.51	1548.00	1908.00	2520.00

类	毛利（百万）	812.02	1724.82	2257.83	2752.00	3392.00	4480.00
米	收入（百万）	247.81	257.05	289.88	350.00	420.00	600.00
粉	成本（百万）	127.31	115.80	125.26	157.50	189.00	270.00
类	毛利（百万）	120.50	141.24	164.63	192.50	231.00	330.00
其	收入（百万）	182.95	252.12	260.71	270.00	280.00	300.00
他	成本（百万）	106.87	179.96	171.47	178.20	184.80	198.00
类	毛利（百万）	76.08	72.16	89.23	91.80	95.20	102.00
	收入（百万）	1931.68	3238.67	4020.93	4920.00	6000.00	7900.00
总计	成本（百万）	923.08	1300.46	1509.24	1883.70	2281.80	2988.00
	毛利（百万）	1008.59	1938.22	2511.69	3036.30	3718.20	4912.00

资料来源：公司公告 方正证券研究所

5.2、相对估值

公司从事婴幼儿奶粉、米粉及相关业务，参考 A 股中业务相近的上市公司的 PE，预计公司 2011-2013 年全面摊薄每股收益为 1.27、1.52、1.95 元，给予 2011 年 30-35 倍 PE，对应合理价值区间为 38.1-44.45 元。

图表 17 同行业上市公司估值预测

公司简称	最新价	EPS				PE			
		2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
皇氏乳业	49.37	49.37	0.57	0.62	0.95	1.31	115.81	80.20	52.07
三元股份	7.81	7.81	-0.20	0.00	0.13	0.00	-53.67	0.00	59.19
光明乳业	10.30	10.30	0.12	0.19	0.24	0.31	88.24	55.68	42.33
伊利股份	36.05	36.05	0.81	0.94	1.36	1.71	44.49	38.15	26.55
承德露露	24.63	24.63	0.73	0.75	0.97	1.22	54.01	32.82	25.50
黑牛食品	35.00	35.00	0.67	0.70	1.03	1.43	69.47	50.36	33.91
维维股份	5.86	5.86	0.13	0.14	0.18	0.30	44.50	41.52	33.24
行业均值						67.17	42.68	38.97	22.33

资料来源：wind 资讯 方正证券研究所（股价按 2011.3.25 计）

六、风险提示

6.1、产品质量风险

婴幼儿食品安全性要求很高，公司可能出现因管理疏忽或不可预见原因导致产品质量风险。

6.2、产业政策风险

公司可能存在因国家产业政策的调整，导致产品不符合相关标准，进而影响公司盈利的风险。

图表 18：公司财务预测表 单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1393.26	2184.85	2323.71	3654.42	经营活动现金流	286.44	1201.40	248.83	1605.83
现金	579.34	1330.73	1149.70	2134.23	净利润	422.06	575.43	700.53	908.17
应收账款	296.37	267.65	398.16	496.30	折旧摊销	69.70	81.42	98.25	128.80
其它应收款	26.99	26.42	33.88	48.87	财务费用	29.10	49.06	44.69	64.90
预付账款	54.44	107.70	77.47	162.54	投资损失	0.21	-0.32	0.07	-0.01
存货	435.90	445.24	655.39	806.81	营运资金变动	-233.48	493.74	-593.71	504.00
其他	0.23	7.10	9.10	5.67	其它	-1.15	2.06	-0.99	-0.03
非流动资产	1267.01	1463.04	1707.02	2171.76	投资活动现金流	-253.72	-279.19	-341.31	-593.51
长期投资	0.00	0.14	0.32	0.32	资本支出	174.26	202.51	243.06	463.03
固定资产	1107.95	1240.18	1417.24	1787.05	长期投资	0.30	-0.14	-0.18	-0.01
无形资产	119.46	149.41	179.78	235.90	其他	-79.16	-76.82	-98.43	-130.49
其他	39.60	73.31	109.68	148.49	筹资活动现金流	211.10	-170.81	-88.55	-27.80
资产总计	2660.27	3647.89	4030.73	5826.18	短期借款	200.00	-93.33	-4.44	34.07
流动负债	1189.58	1657.84	1386.71	2287.64	长期借款	171.36	-51.52	-46.30	-15.33
短期借款	405.00	311.67	307.22	341.30	其他	-160.26	-25.96	-37.80	-46.54
应付账款	346.10	348.53	526.51	628.15	现金净增加额	243.82	751.39	-181.03	984.53
其他	438.49	997.65	552.98	1318.19					
非流动负债	366.32	310.24	263.69	250.04	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	350.99	299.47	253.16	237.83	成长能力				
其他	15.33	10.78	10.53	12.21	营业收入	24.13%	22.14%	21.95%	31.67%
负债合计	1555.90	1968.08	1650.40	2537.68	营业利润	16.55%	34.10%	22.15%	28.69%
少数股东权益	0.00	0.96	1.32	1.85	归属母公司净利润	12.36%	36.05%	21.88%	29.63%
归属母公司股东权益	1104.37	1678.84	2379.01	3286.65	获利能力				
负债和股东权益	2660.27	3647.89	4030.73	5826.18	毛利率	62.48%	61.71%	61.97%	62.18%
					净利率	10.48%	11.70%	11.68%	11.50%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	38.22%	34.26%	29.43%	27.62%
营业收入	4028.30	4920.00	6000.00	7900.00	ROIC	21.95%	24.22%	23.11%	22.84%
营业成本	1511.45	1883.70	2281.80	2988.00	偿债能力				
营业税金及附加	42.56	27.35	39.47	59.79	资产负债率	58.49%	53.95%	40.95%	43.56%
营业费用	1618.43	1873.14	2307.35	3073.21	净负债比率	51.62%	34.86%	38.92%	26.71%
管理费用	263.52	343.53	416.74	539.03	流动比率	1.17	1.32	1.68	1.60
财务费用	29.10	49.06	44.69	64.90	速动比率	0.80	1.05	1.20	1.24
资产减值损失	10.66	2.78	4.99	10.65	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	1.72	1.56	1.56	1.60
投资净收益	-0.21	0.32	-0.07	0.01	应收帐款周转率	17.52	17.45	18.02	17.66
营业利润	552.38	740.76	904.87	1164.44	应付帐款周转率	4.89	5.42	5.22	5.18
营业外收入	62.07	28.56	35.36	42.00	每股指标(元)				
营业外支出	66.00	66.00	66.00	66.00	每股收益	0.99	1.27	1.52	1.95
利润总额	548.45	703.32	874.23	1140.43	每股经营现金	0.75	2.82	0.58	3.77
所得税	126.40	127.89	173.70	232.26	每股净资产	2.88	3.94	5.58	7.71
净利润	422.06	575.43	700.53	908.17	估值比率				
少数股东损益	-0.19	0.96	0.36	0.53	P/E	13.14	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	422.24	574.47	700.17	907.65	P/B	5.02	0.00	0.00	0.00
EBITDA	618.15	784.74	972.47	1269.24	EV/EBITDA	9.36	-0.81	-0.51	-1.14
EPS (元)	0.99	1.27	1.52	1.95					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com