

2009-03-12

出版

博瑞传播 600880.SH

维持

买入

当前价格	13.63 元
目标价格	16.50 元
目标期限	6 个月

分析师:

范敏

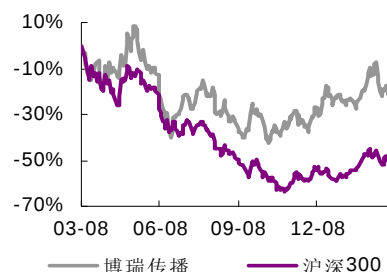
021-22169039

fanmin@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	367
总市值(百万元)	5,006
流通比例(%)	63.57%
12 个月最高/最低(元)	33.50/9.50
近 3 月日均成交量(百万股)	5.31
主要股东	成都博瑞投资控股集团 有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.76	7.00	30.29
绝对收益	-2.99	15.51	-19.72

相关报告:

09 年实现恢复性增长-买入
.....2009-02-11
熊市淘金: 增长确定的西部传媒股龙头
.....2008-12-18
西部传媒领头羊, 经济下行避风港
.....2008-10-31

转型之年——业绩有望超预期增长

◇ 报告起因 公司动态评述

◆业务转型在即: 商印+户外或有喜人增长

公司初步形成了以报纸经营为基石, 商业印刷和户外广告为主要增长点的发展方向。但由于去年商印技改项目受地震影响, 延缓至 2009 年年中投产, 户外广告在去年取得不俗增长, 但基数较小, 对利润贡献度不大。市场普遍预期公司今年增长幅度在 10%~20% 之间, 我们认为, 考虑到商印和户外广告均存在着较大的挖掘空间, 同时在提价等一系列客观因素刺激下, 今年公司或有超过 25% 的增长。

◆楼市小阳春, 刺激节后商报广告投放

去年 5 月受地震影响, 商报版面及商业广告投放受限, 5、6 月环比出现显著下滑; 下半年在奥运刺激下, 出现恢复性反弹, 全年日均版面 38.79。今年年初直到 2 月上旬日均报纸版面同比有显著下降。引发我们对全年商报广告投放的担心, 但 2 月下旬版面恢复性增长消除了疑虑, 主要原因在于春节延后客观上延长了淡旺季分界线, 且楼市开年后回暖刺激广告投放。2008 年商报广告增速在 20% 以上, 我们保守估计预期在经济回暖的刺激下报纸广告投放增速将维持在 15% 左右。

◆投递业务: 享受全年提价带来的增益

去年 7 月商报零售价为 0.5 元/份提到 1 元/份, 但占全体用户 70% 的订阅用户价格不变, 致使提价效用未完全发挥。2009 年公司将享受全年提价带来的增益, 可预期全年发行及投递收入显著提高 42%。由于收入提高, 作为固定投入的人员工资增幅相对较小, 提价将同时提高投递业务毛利。

◆户外广告: 09 年增长 100%

公司以户外广告为利润增长点的转型始于 2008 年, 公司在这方面优势突出: 资金充裕, 具有政府背景。由于大量优势资源是去年中取得, 公司今年将着力对存量资源挖掘开发。我们估计今年户外广告增量将达到 100%, 占公司总收入比重达到 10%, 提升每股盈利 1 毛钱。此外, 政府治理力度加强和经济放缓对中小型户外广告商的打击较大, 也为公司的整合收购提供了可能。

◆投资建议: 维持买入评级

由于报纸行业整体进入下行通道, 报纸经营企业估值水平维持在 25~30 倍之间, 处于传媒板块中下游。以 09 年 25 倍动态 PE 来看, 公司合理股价是 16.5 元。考虑到增长的确定性和透明性, 我们维持对公司的买入评级。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	708	809	993	1,153	1,331
营业收入增长率	16.88%	14.34%	22.73%	16.09%	15.42%
净利润(百万元)	135	192	241	272	302
净利润增长率	149.22%	41.57%	25.99%	12.58%	11.18%
EPS(元)	0.67	0.52	0.66	0.74	0.82
ROE	15.72%	19.63%	20.18%	19.17%	18.17%
P/E	21	27	21	19	17
P/B	3	5	4	3	3
EV/EBITDA	10	18	12	11	9

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

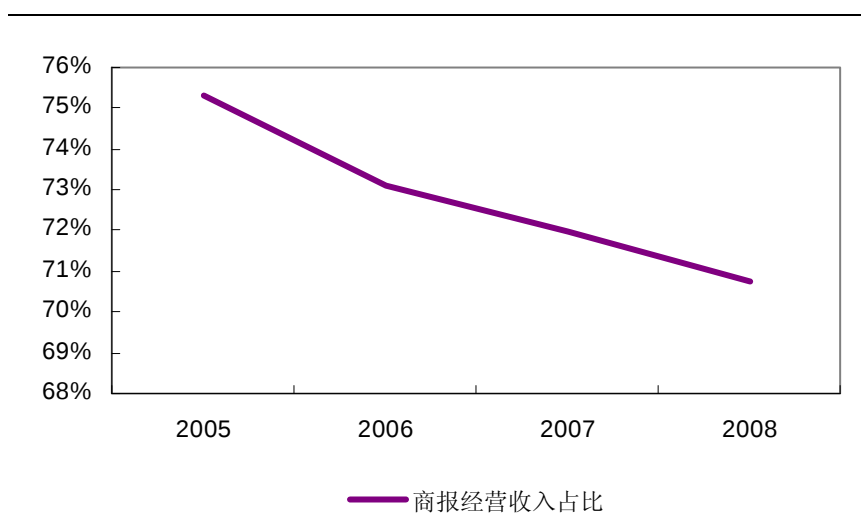
敬请参阅最后一页之重要声明。

业务转型在即：商印+户外广告或有喜人增长

公司作为成都商报社下属经营企业，自成立以来，经营紧密围绕《成都商报》的印刷、投递及广告代理三大业务展开。商报相关经营收入在总收入中占比过高，一直在 7 成以上，依托商报这一地方强势媒体，公司取得了稳定的经营回报，但潜在的问题也是明显的：报纸的采编业务脱离于上市公司以外，公司业绩无法客观真实地反应管理团队的经营效益，同时报纸行业整体进入发展周期中的衰退阶段，虽然地方强势媒体仍有相当比重的话语权，但发展潜力日渐式微。寻求新的增长点，突破传统体制的束缚，是公司管理层一直以来思考的重点。

图 1：商报相关经营收入在总收入中占比过高

近年商报收入占总收入比率



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

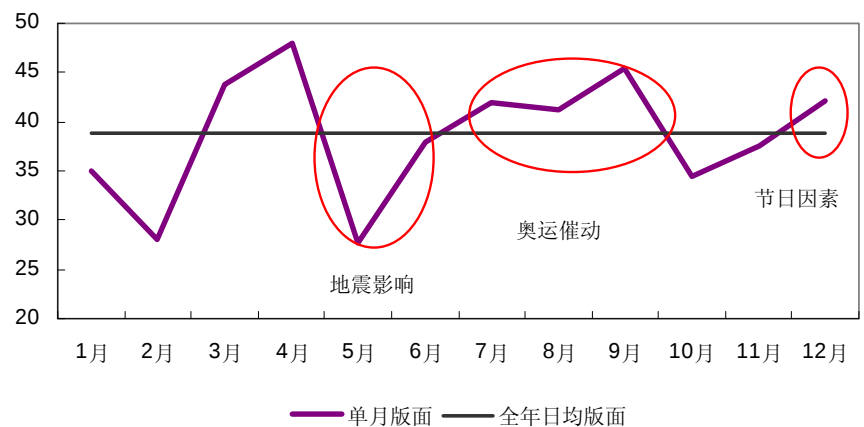
多渠道经营模式是公司尝试的路径。公司曾先后涉足餐饮、教育等行业，后来通过股权转让退出（目前还保留学校股权），最终还是回归到媒体这一大的范畴，初步形成了以报纸经营为基石，商务印刷和户外广告为主要增长点的发展方向。其中，商印技改项目受地震影响，延缓至 2009 年年中投产，户外广告在去年取得了喜人的增长，但基数较小，对利润贡献度不大。总的看来，随着新利润增长点的逐步确立，报纸相关业务在总收入中占比逐渐缩小。考虑到商印和户外广告均存在着较大的挖掘空间，我们预计其 2009 年在总收入中占比将有显著提升，同时假设商报在成都地方强势媒体地位将在相当长一段时间内保持不变。

报纸经营：受益经济回暖及提价

广告投放：经济回暖刺激广告投放

我们在深度报告中曾指出，公司主营业务中，85%与三大报的印刷、发行和广告相关，其中《成都商报》业务量占报业相关业务的8成以上，其发行数据直接影响公司业绩。经过数年发展，商报形成日均60万份的稳定发行量，广告投放直接影响其报纸版面量。2008年5月，受地震影响，商报版面及商业广告投放受限，5、6月环比出现显著下滑；下半年在奥运刺激下，出现恢复性反弹。成都商报全年日均版面38.79，广告收入同比强劲增长20%以上。

图2：2008年单月商报日均版面



资料来源：互联网，光大证券研究所整理

出于对经济下行以及“后奥运”影响的担忧，我们曾担心商报在2009年广告投放增速会出现显著下降，今年1月商报平均版面26.54，同比减少8.49个，2月前10日日均版面21.2，较去年日均减少6.89个。如果粗略量化，如在商报32版基础上减少一个版，以日均发行60万份计，每年将减少印刷收入438万、投递收入55万、广告收入570万。

事实证明成都地区广告投放需求依然强劲。从2月后半月看，11日及之后30个版面以上的天数达到10个，2月后半月日均版面达36.28，全月日均版面30.86。

我们认为导致广告投放前低后高的主要原因包括：

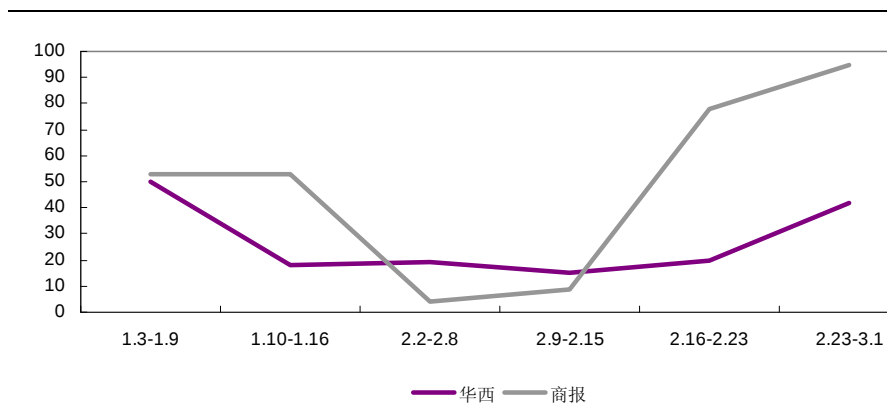
春节使淡旺季分界线被客观提前：08年春节是2月7号，消费类广告集中投放体现在1月，2月7天法定假期，商报不发行，而且春节前后均为广告投放淡季。因此1月版面多，2月有所下滑。今年春节是1月26日，与圣诞节及元旦接近，消费类广告集中投放期体现在08年的12月。因此，以春节为中心的广告投放淡季被客观延后，但从2月下旬广告恢

复性增长来看，商报广告投放增速没有明显下滑的迹象。

2月中下旬迎来楼市小阳春：据成都房产数据监测机构吉信行数据显示，在经过了春节的短暂休整之后，2月下旬成都楼市广告投放量骤升，楼盘广告投放频次和投放数量均创开年新高。与《华西都市报》相比，广告基本还是集中在商报这一强势媒体上。

图 3：2009 年单周成都楼盘广告投放频次

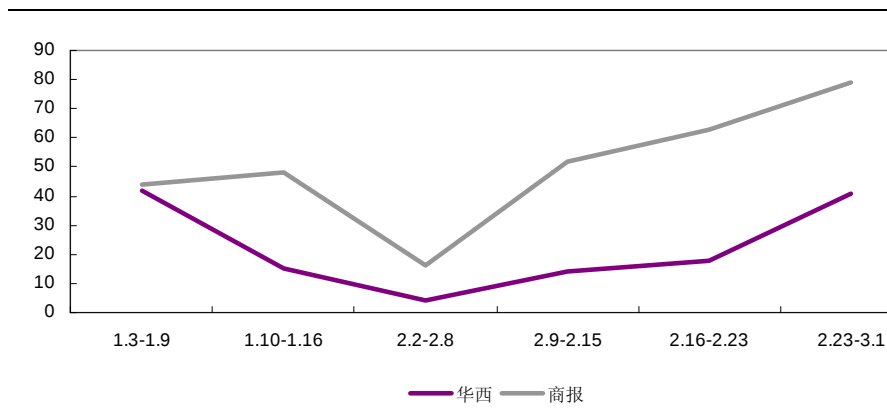
2 月下旬投放量明显攀升



数据来源：吉信行市场信息系统，光大证券研究所

图 4：09 年单周成都楼盘投放数量

2 月下旬投放量明显攀升



数据来源：吉信行市场信息系统，光大证券研究所

我们预计从 2 月底恢复的广告投放会持续。因为 3 月前 6 日，除 1、2 号是周末和周一，版面较少外，之后三天版面分别是 36、52、74、80，显示投放量依然较强。我们维持成都市房产商营销力度持续的判断。同时，广告投放量排名第二的汽车类广告，也有望在小排量乘用车减征购置税以及燃油税改革和油价下调的推动下，维持一定的热度。

投递提价：09 年增长 40%以上

为缓解纸价上涨带来的成本压力，成都传媒集团决定于商报于 2008 年 7

月将原售价为 0.5 元/份提到 1 元/份，投递价格随之调升。但商报订阅用户占有所有用户的 70%，提价效用未完全发挥。而 2009 年全年享受提价带来的增益，全年发行及投递收入显著提高 42%。最关键的是，由于收入提高，作为主要投入的人员工资增幅相对较小，提价将同时提高投递业务毛利。

表 1：代理商报数量及单价

	2005	2006	2007	2008	2009E
零售代理价（元）	0.3	0.3	0.3	0.44	0.58
零售数（万）	5102	5028	6315	6597	6728
征订代理价（元）	0.29	0.29	0.29	0.29	0.515
征订数（万）	12315	12317	15243	15392	16700
商报投递收入（万）	7085	7624	10223	11438	16231
毛利	70.36%	67.16%	68.46%	65.77%	71.03%

数据来源：公司公告，光大证券研究所

户外广告：09 年继续增长 100%

定位清晰

2008 年公司户外广告强劲增长 134%，超出市场预期。公司在户外广告方面取得的突破性进展得益于其对户外广告清晰的定位和良好的审时度势的战略把握。与传统媒体不同，户外广告核心竞争力仅仅在于其区位优势，有最佳地段的户外广告资源就意味着掌握了高端和持续的客户群。从公司近年投拍的户外广告资源来看，都为人流密集、高端客户较多的黄金地块，上画率均能够达到 80% 以上。其中尤以光华大道、成南高速路为典型。

表 2：主要户外广告数据

	投资成本	年收入	上画率	投资时间
机场出发大厅灯箱	600	960	95%	2008.8
机场大牌	1395	1920	95%	2008.7
火车站大牌	155	221	80%	2008.3
光华大道	1200	950	90%	2008.8
城南、绕城高速	287.5	410	95%	2006.11
成灌、成渝、成雅高速	483	230	80%	2008.8

数据来源：公司公告，光大证券研究所

光华大道：公司于 2008 年 8 月从政府部门取得光华大道试点景观广告规划权。光华大道自西向东贯穿整个规划中的温江新城，两侧有全程贯通流动的水系，是一个综合车流、人流、公共运输、开放空间、生态栖息地的绿色走廊。光华大道于 2005 年开通，长约 13.6 公里，不仅缩短了距离，更提升了沿线的地块价值。自 2004 年至今共拍卖土地 200 余

亩，总建筑面积达到 500 多万平方米。按照规划，光华大道将以成都文化特色统一布设沿线广告，广告形态只能有单立柱，落地大牌，三立柱和过街天桥四种。公司独家代理光华大道所有形态广告，目前已设单立柱 8 个，落地大牌 10 个，三立柱 4 组。虽然受规划所限不能任意增加广告牌，但随着光华大道住宅群的落成带来商业气氛及人气提升，沿线广告价值将进一步提升，公司可通过提高上画率和单价两方面来增加收入。

成南高速：公司拥有成南高速沿线户外广告独家经营权，有广告位 300 余座（包括单立柱、天桥看板和龙门架）。随着遂宁至重庆路段开通，从成都出发，经成南高速到遂宁，再从遂宁取道遂渝高速直达重庆（成遂渝线）比成渝高速近 50 公里，成遂渝线路况也好于成渝高速，其通行费四川段 69 元，重庆段 70 元，较成渝高速的 155 元便宜 16 元，促使许多原成渝客流分流至成遂渝线，成南高速沿线价值也得以极大提升，其广告单价在 2008 年整体上浮 10%。由于成渝高速建成时间较长，单立柱密度高于成南高速，因此我们预期未来成南高速广告价值不光可以从价格提升实现，还将通过增加广告位来体现。未来成南高速广告价值的提升空间将达到 50%。

审时度势，把握资源

由于历史上的欠规划以及多重监管体制，成都市户外广告经历了相当长一段时间的无序发展。市容环境管理局成立前，广告商与土地所有者签订合作协议，经由交通管理部门申请备案，并通过工商审批确认后，则可以进行户外广告牌的建设。2001 年下半年，成都市成立了市容环境管理局。从 2002 年开始，成都市人民政府把户外广告的审批权进行了划分，由市容环境管理局负责对户外广告设置的审批，工商局继续负责对户外广告发布的审批。管理权的移交使以前大量“合法”广告牌转性为“违规”，与其他未经过审批的“野广告”一起成为成都市市容环境管理局、城市管理行政执法局、规划管理局、工商行政管理局、交通局“一刀切”式的清理整顿对象。

据了解，成都市未来户外广告将从严治理，主要经营模式分为两种：招拍挂和政府特许经营。如去年公司取得的火车站大牌、机场大牌及高速公路单立柱均为拍卖获得，光华大道整体经营则属于特许经营。不难看出，公司为成都户外广告经营模式的转型进行了充分准备。由于具备充足资金，同时也有与政府合作的传统，背靠成都传媒集团的博瑞眼界发展虽然不算早，但在 2008 年的发展不可谓不迅猛。我们预期未来公司将易于从政府获得类似光华大道和成南高速一类的优质资源。

存量开发，择机兼并

公司发展重点转型至户外广告是自 2008 年开始，单是对去年年中取得的户外广告存量资源进行开发，就能够取得不俗的业绩。由于对几个主要资源的经营是从去年下半年开始，我们预计 09 年公司户外广告的增量重点是对存量资源的开发，包括机场灯箱、大牌和光华大道的继续开发，

预计 09 年将实现 100% 增长。

同时我们还从管理层了解到，公司有意对成都市户外广告代理商进行收购整合，把博瑞眼界的市场份额逐步扩大。成都市政府对户外广告进行了大刀阔斧的治理整顿，清理了一批无证、无照的野广告，而经济放缓无疑对一些中小户外广告代理商是雪上加霜。公司手握大量现金，资产负债率一直保持在 20%~30% 左右的水平，进行收购扩张既符合市场要求，也在公司能力范围内。我们预计整合的对象将是成渝高速一类与公司存在竞争关系的小型户外广告商，整合之后，将有助于对此类分散资源的统一规划和管理。

商业印刷：值得期待的大扩产

根据最近中国印刷科学技术研究所印刷技术杂志社《印刷经理人》主办的“2008 年中国印刷企业 100 强”显示，四川省共有 6 家企业入围，博瑞印务分公司以产品销售收入为序的名次排在 67 名。

从表中可以看出，博瑞印务 3 个多亿的销售收入中，1 亿多收入应为新闻纸采购，还有 1 亿左右为成都商报印刷，商印只有 6000 多万。排在博瑞印务之前的宜宾丽彩集团和普什集团 3D，均为五粮液集团下属企业，蓝剑包装股份公司为蓝剑饮品集团下属公司，不难发现，四川省内大型印刷企业多为消费类企业的自有公司，上规模的商印企业是较少的。

表 3：中国印刷企业 100 强

名次	企业名称	销售收入 (万元)	工业增加值 (万元)	实现利税 (万元)	利润总额 (万元)	资产总额 (万元)	职工 (人)
13	四川省宜宾丽彩集团有限公司	100623	8163	13734	9865	58667	881
39	四川省宜宾普什集团 3D 有限公司	57805	37935	2204	56	100946	694
51	四川蓝剑包装股份有限公司	45346	11237	8417	5775	69186	1303
67	博瑞传播股份有限公司印务分公司	36135	19088	12119	11346	29907	326
81	四川丰泰包装股份有限公司	31266	3761	1839	1173	25498	697
93	成都永发印务有限公司	27090	5314	3076	1827	22819	412

数据来源：互联网，光大证券研究所

由此可见，川内高端商印市场缺乏上规模大型企业。出于这一考虑，公司投产的商印技改项目将于 2009 年 6 月投产，届时，原 1800 万张/年将扩展到 31050 万张/年，产能将得到极大提升。考虑到届时产能释放需要一个过程，订单也需要逐步发展，我们粗略预计本年商印项目增长幅度在 50% 左右。值得注意的是，商印项目投产后，按 10 年折旧计算，每年新增折旧 1219.29 万元，考虑到新项目达产后，产能释放需要一段时间，预计当年商印毛利会有所拖累。我们在盈利预测里已充分考虑到

这一点。

投资建议：买入

根据估值模型，公司未来三年的 EPS 分别为 0.66、0.72、0.84；给 2009 年 25 倍动态 PE，合理价格为 16.5 元。实际上，报业经营公司由于报纸行业整体前景黯淡，估值水平一直处于传媒板块中下级。我们认为，公司管理层有效利用股东资源（成都传媒集团的政府资源，商报地方强势媒体优势），通过经营转型实现股本的长期保值增值（以商印和户外广告为利润增长点，市场化运作），业绩增长确定、透明，这是比较难得的。综合考虑，我们维持对公司买入评级。

表 4：主要假设一览（单位：万）

成都商报发行

	2009	增长	2010	增长	2011	增长	2012	增长	2013	增长
年总发行量	23088.73	2%	23550.50	2%	24021.51	2%	24501.94	2%	24991.98	2%
日均发行	63.26		64.52		65.81		67.13		68.47	

印刷及新闻纸采购

	2009	增长	2010	增长	2011	增长	2012	增长	2013	增长
成都商报	36144.45	5%	37951.68	5%	39849.26	5%	41841.72	5%	43933.81	5%
毛利	35.38%		35.38%		35.38%		35.38%		35.38%	
成都晚报及日报	0		0		0		0		0	
商印	9355.5	50%	14033.25	50%	21049.88	50%	27364.84	30%	35574.29	30%
毛利	11.59%		11.59%		11.59%		11.59%		11.59%	

发行投递

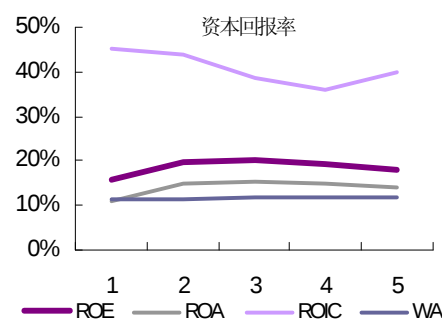
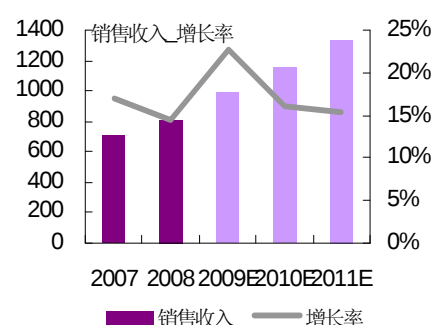
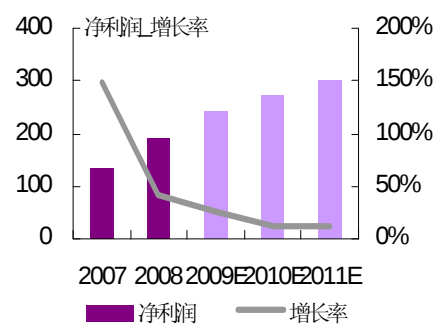
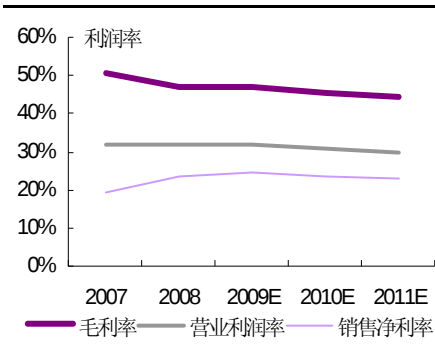
	2009	增长	2010	增长	2011	增长	2012	增长	2013	增长
成都商报	12340.93	62.74%	12587.74	2%	12839.50	2%	13096.29	2%	13358.21	2%
成都晚报和日报	1079.16	2%	1133.12	5%	1189.77	5%	1249.26	5%	1311.73	5%
DM 单	3082.28	5%	3267.21	6%	3430.57	5%	3602.10	5%	1311.73	5%
毛利	71.33%		66.63%		61.05%		54.49%		46.83%	

广告

	2009	增长	2010	增长	2011	增长	2012	增长	2013	增长
报业广告	17821.217	15%	20494.40	15%	23568.56	15%	25925.41	10%	28517.96	10%
毛利	68.09%		69.48%		70.80%		69.48%		68.09%	
户外广告	10764	100%	16146	50%	20989.8	30%	26237.25	25%	32796.56	25%
毛利	36.66%		36.66%		42.51%		47.11%		51.34%	

数据来源：光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	708	809	993	1,153	1,331
营业成本	351	430	526	628	739
EBITDA	231	251	362	410	458
折旧和摊销	43	53	60	65	70
销售费用	42	26	30	35	40
管理费用	102	91	99	104	120
财务费用	5	-6	2	1	3
公允价值变动损益	11	-30	0	0	0
投资收益	32	44	10	5	5
营业利润	226	259	317	355	394
利润总额	135	192	317	355	394
少数股东损益	14	18	15	16	17
归属母公司净利润	135.38	191.67	241.48	271.86	302.26

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	1,382	1,392	1,660	1,938	2,252
流动资产	680	746	777	907	1,180
货币资金	532	592	596	707	960
交易型金融资产	35	26	26	26	26
应收帐款	18	18	30	35	40
应收票据	0	2	1	1	1
其他应收款	47	56	56	56	56
存货	21	22	32	38	44
可供出售投资	128	19	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	75	112	116	118	120
固定资产	399	386	593	719	760
无形资产	31	35	33	31	30
总负债	430	326	389	436	495
无息负债	339	285	382	436	495
有息负债	91	41	7	1	1
股东权益	952	1,066	1,271	1,502	1,757
股本	202	367	367	367	367
公积金	598	453	496	544	597
未分配利润	121	237	388	560	750
少数股东权益	47	48	63	79	96

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	221	256	377	381	425
净利润	135	192	241	272	302
折旧摊销	43	53	60	65	70
净营运资金增加	339	133	-43	75	282
其他	-296	-122	118	-31	-229
投资活动产生现金流	-62	-191	-278	-198	-98
净资本支出	41	296	195	95	95
长期投资变化	0	112	0	0	0
其他资产变化	-103	-599	-473	-293	-193
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	20	165	0	0	0
债务净变化	-1	-50	-34	-6	0
其它长期负债变化	363	-54	97	54	59
净现金流	375	60	4	111	253

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	16.88%	14.34%	22.73%	16.09%	15.42%
净利润增长率	149.22%	41.57%	25.99%	12.58%	11.18%
EBITDA 增长率	86.59%	8.84%	43.87%	13.48%	11.53%
EBIT 增长率	87.76%	8.84%	26.81%	11.96%	11.32%
EPS 增长率	124.80%	-22.12%	25.99%	12.58%	11.18%
估值指标					
PE	21	27	21	19	17
PB	3	5	4	3	3
EV/EBITDA	10	18	12	11	9
EV/EBIT	10	18	14	12	10
EV/NAPLAT	13	24	17	15	13
EV/Sales	3	6	5	4	3
EV/IC	9	13	8	7	6
盈利能力 (%)					
毛利率	-	46.92%	47.08%	45.51%	44.47%
EBITDA 率	32.63%	31.06%	36.40%	35.59%	34.39%
EBIT 率	32.63%	31.06%	32.09%	30.95%	29.85%
税前净利润率	31.96%	31.82%	31.88%	30.82%	29.62%
税后净利润率	19.13%	23.69%	24.31%	23.58%	22.71%
ROA	10.83%	15.04%	15.45%	14.85%	14.17%
ROE	15.72%	19.63%	20.18%	19.17%	18.17%
ROIC	68.54%	53.71%	47.87%	44.47%	49.46%
偿债能力					
净负债 / 权益	-0.46	-0.52	-0.46	-0.47	-0.55
资产负债率	31.11%	23.40%	23.41%	22.52%	22.00%
流动比率	1.86	2.50	2.08	2.12	2.39
速动比率	1.80	2.42	2.00	2.03	2.30
每股指标					
EPS	0.67	0.52	0.66	0.74	0.82
每股红利	0.00	0.00	0.14	0.16	0.17
每股经营现金流	-	0.70	1.03	1.04	1.16
每股净资产	4.71	2.90	3.46	4.09	4.78
每股销售收入	3.50	2.20	2.70	3.14	3.62
每股 EBITDA	1.14	0.68	0.98	1.12	1.25

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

范敏 上海财经大学经济学硕士，曾供职于中诚信证券评估有限公司，现在光大证券研究所负责传媒行业研究工作。

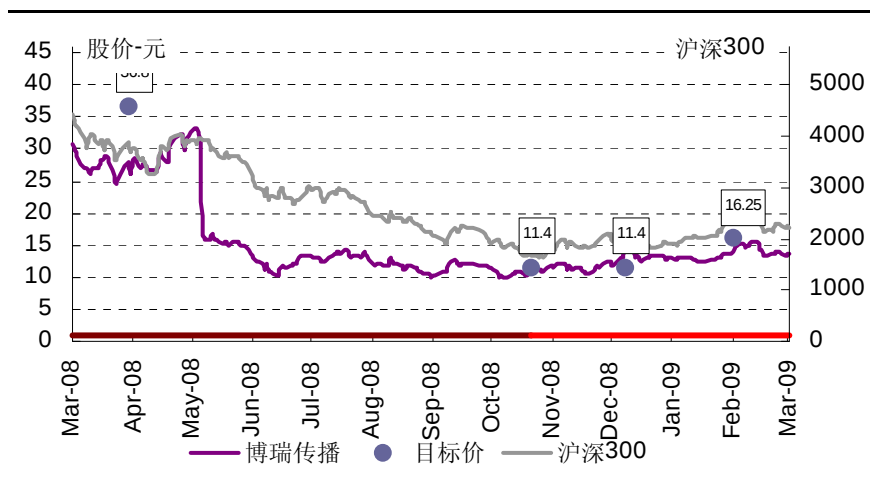
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

博瑞传播（600880）

分析师：范敏



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2007-11-19	31.59	40.00	买入
2008-04-08	25.49	36.80	买入
2008-10-31	10.30	11.40	增持
2008-12-18	13.10	11.40	增持
2009-02-11	13.60	16.25	增持

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李立志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	李松	021-22169999-9090	15821882803	lisong@ebsecn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	高峥	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebsecn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。