

百联股份 600631.SS

优质物业凸显防御性 四季度业绩将超出市场预期

研究结论

- 公司销售 1、2 月份销售收入表现好于市场预期，1、2 月份销售收入整体略有增长，但进入 3 月份以来，销售出现明显下滑，预计 1 季度公司收入增提出现下滑的概率较大，但下滑幅度有限，在 5% 以内。
- 尽管从 08 年 11 月份开始，公司盈利能力较好的门店第一八佰伴、徐家汇东方商厦、永安百货收入出现负增长，但受益于公司浦东新区所得税优惠政策，公司第一八佰伴的所得税率按照 18% 计提（前三季度按 25% 计提），将会冲回费用 2000 万左右，致使公司第四季业绩好于预期。
- 08 年分店面来看，公司净利润贡献主要来源门店都保持较好的增长。其中第一八佰伴净利润增长 5~10%；徐家汇东方商厦和永安百货利润增长 15% 以上。
- 另外公司利润增长的主要来源奥特莱斯 08 年也保持较快增长，预计 08 年净利润增长超过 30%。我们认为经济下滑时，消费更多的转向折扣店，因此公司丰富的业态也能较好的平滑利润。
- 另外公司百联中环广场仍处于培育期，且受宏观经济对零售业带来的影响及费用计提影响，该门店亏损超出我们此前预期，预计 08 年亏损年 2000~3000 万，高于我们之前预期的 1500 万左右（主要是第一年没有计提财务费用，后来计提财务费用）。
- 09 年降息对公司产生正面影响，主要是因为公司都是短期贷款 3~6 个月，预计贷款总额在 20 亿元左右，因此预计能提升公司利润总额 2000~3000 万，增厚 EPS 为 0.018 元~0.027 元。
- 09 年公司将会继续延续外延式扩张，未来扩张计划，每年新开门店 2~3 家。目前比较明确的项目是重庆上海城购物中心，预计 09 年底开业，对 09 年业绩几乎不影响。
- 09 年公司费用压力依然明显，老一百装修由于投入较高，09 年开始计提折旧，预计将会增加费用 1000~2000 万元；新华联装修费用 09 年开始计提折旧，预计增加费用 1000 万元左右；另外沈阳物业计提费用 700 万。
- 公司的亮点是上海核心商圈黄金地段，自有物业比重高，且重估价值高，且上海具有绝对垄断优势，且未来上海资产整合及世博会带来商业价值的提升，因此公司估值享有一定溢价。
- 考虑到短期内将面临零售行业销售下滑带来业绩增长压力，主业增长有限，维持 08、09 年 EPS 分别为 0.34 元和 0.367 元盈利预测。目前 P/E 分别为 32.21 倍和 29.84 倍。目前公司估值较为合理，维持增持评级。
- 未来业绩增长点：非主业将会带动公司业绩出现爆发性增长，如建配龙酒店公寓在 2010 年出售；海通证券股权在 2010 年获得解禁；其他法人股出售等。

东方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。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王佳

商贸行业高级分析师
8621-63325888 × 6074
wangjia@orientsec.com.cn

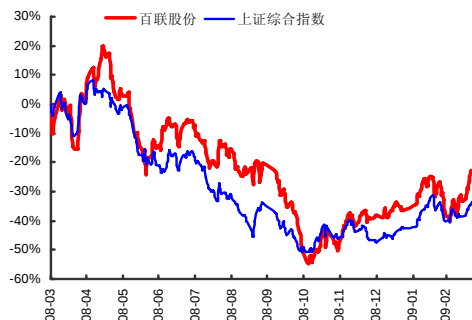
郭洋

商贸行业高级分析师
8621-63325888 × 6073
guoyang@orientsec.com.cn
研究主管

邓宏光

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (09 年 3 月 31 日)	10.94 元
目标价格 (12 个月)	12 元
总股本/A 股 (万股)	110100/726625
A 股市值 (百万元)	120.34 亿元
国家/地区	中国
行业	零售
报告日期	2009 年 3 月 31 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	17.22	-4.7	18.32
相对表现 (%)	15.43	23.1	-0.23

资料来源：WIND

财务预测

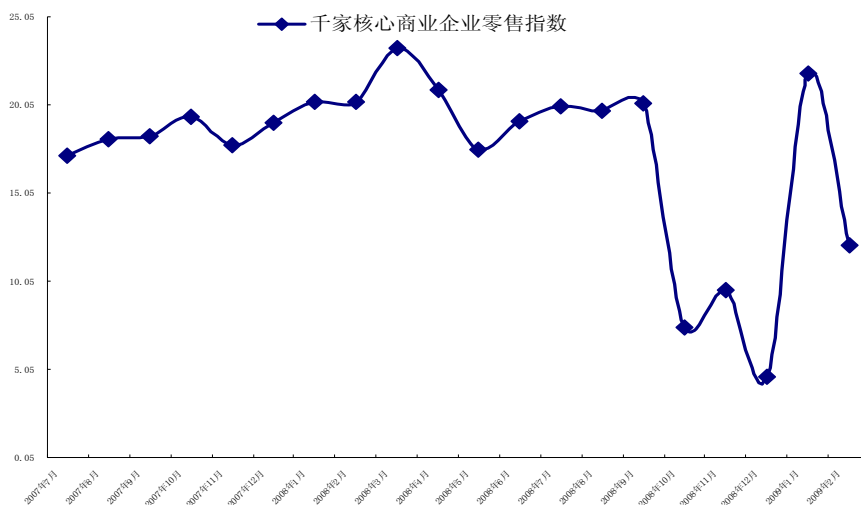
	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入 (百)	8428	9432	9903	11091
主营收入增长	-0.57%	11.91%	5.00%	12.00%
毛利率	26.39%	27.32%	26.90%	26.83%
营业利润 (百万)	619	661	703	844
净利润 (百万)	354	374	404	461
每股收益 (元)	0.322	0.340	0.367	0.419
市盈率(X)	34.03	32.21	29.84	26.13

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

一季度行业景气下滑的态势仍将持续

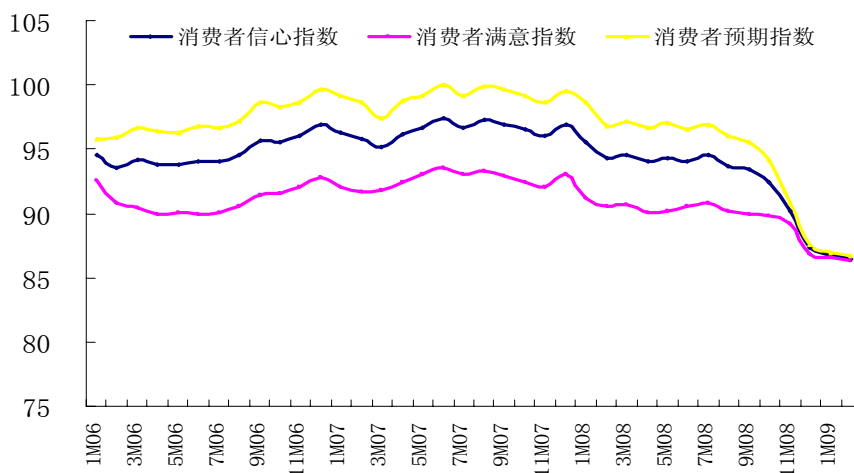
根据商务部统计，2009年2月千家商业企业零售指数为12.1%，与1月份21.8%相比出现明显下滑。不考虑春节因素，从图1中，我们可以看出，2009年1、2月千家商业企业零售指数累计值相对08年同期也出现了明显下降。特别是进入3月份以来，我们跟踪的大部分公司，销售都出现了下滑，整个一季度来看，大部分公司整体收入能保持略微增长，个别公司销售已出现下滑，甚至是净利润出现下滑。4月份百货行业将会迎来传统淡季，从与百货行业高度相关的指标居民收入增速及消费者信心指数都未出现明显变化，因此我们认为行业景气继续下滑的态势仍未改变，

图 1: 千家商业企业零售指数



资料来源：公司年报，东方证券研究所

图 2: 消费者信心指数



资料来源：公司年报，东方证券研究所

图 3：城镇居民收入情况

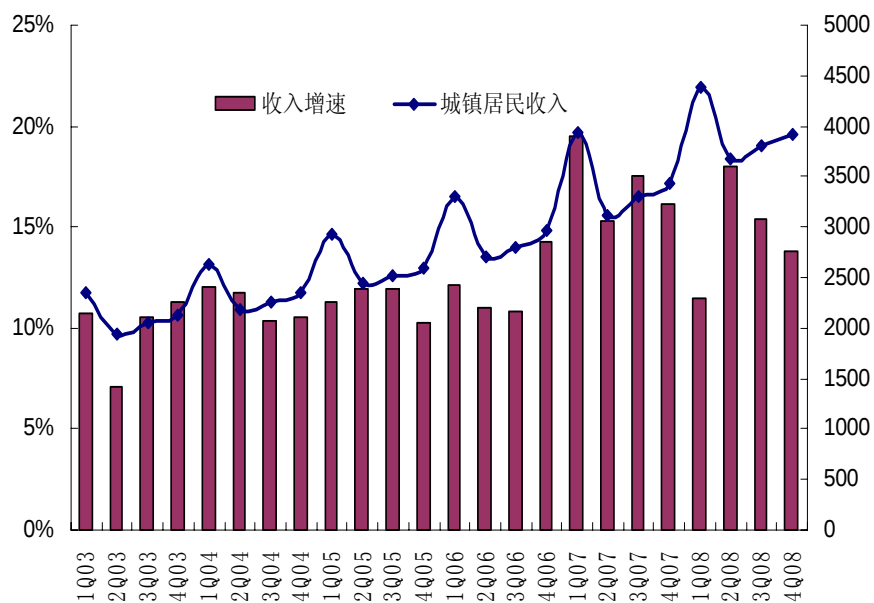
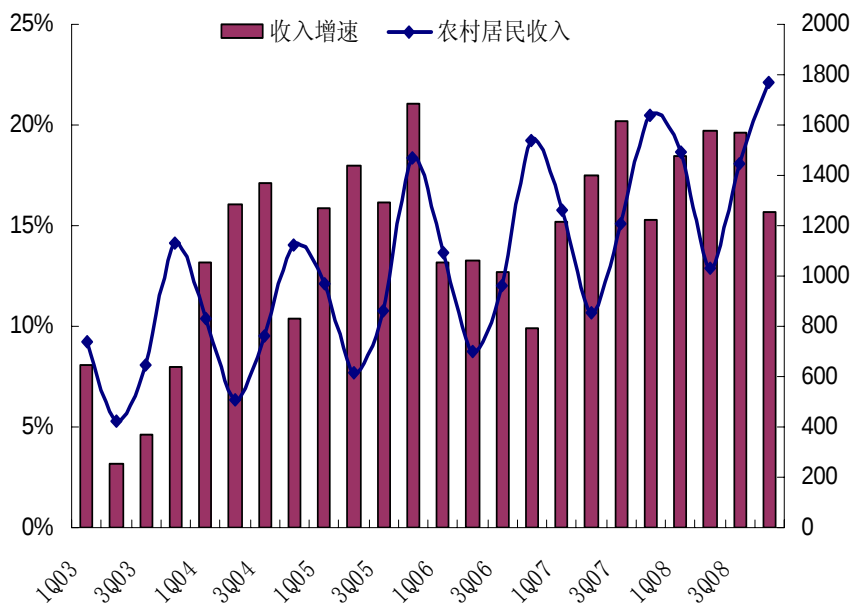


图 4：农村居民收入情况



尽管从 08 年 11 月份开始，公司盈利能力较好的门店第一八佰伴、徐家汇东方商厦、永安百货收入出现负增长，但受益于公司浦东新区所得税优惠政策，公司第一八佰伴的所得税率按照 18% 计提（前三季度按 25% 计提），将会冲回费用 2000 万左右，致使公司第四季业绩好于预期。

公司 2009 年销售 1、2 月份销售收入表现好于市场预期，1、2 月份销售收入整体略有增长，但进入 3 月份以来，销售出现明显下滑，预计 1 季度公司收入增提出现下滑的概率较大，但下滑幅度有限，在 5% 以内。

公司旗下具体门店分析：

09 年受经济危机影响，第一八百伴销售将出现下滑，下滑幅度为 3% 左右

作为公司目前第一大利润来源的第一八佰伴位于新上海商业城中最佳选址上。公司持有第一八佰伴 64% 的股权，其净利润贡献在 50% 以上。受宏观经济影响，第一八佰伴门店从 08 年 10 月份开始销售增速开始出现负增长，但受益于该门店前三季度快速增长，08 年第一八佰伴利润增长在 10% 左右。

09 年继续受经济危机影响，3 月份第一八百伴销售出现下滑，结合 1、2 月份略有增长，我们预计一季度收入出现负增长可能性较大，虽然第一八佰伴定位高档，但门店内商品品牌定位范围更广，即相比真正意义上的高档百货，受经济危机影响较小，因此即使一季度出现负增长，其下滑幅度也较小。我们预计 09 年第一八百伴销售收入下滑 3% 左右。

09 年新一百销售将出现恢复性增长，永安百货等成熟门店，销售可能出现下滑

第一百货装修已经完成，目前已经正常营业。经测算，2008 年第一百货装修将会影响 08 年收入 50% 左右，影响净利润近 3000 万左右。09 年第一百货销售将会出现恢复性增长，我们认为增速在 40~50% 左右。

永安百货是作为成熟门店其销售收入在 09 年出现负增长的可能性也较大，但和第一八佰伴一样，下滑幅度不大。

又一城 08 年扭亏，09 年开始贡献利润

“又一城购物中心”建筑面积为 12.6 万平方米，主要有购物中心和现代百货商店两种经营业态。经营方式主要是商铺出租、百货联销、自营等。预计从 08 年开始扭亏，09 年开始贡献利润。预计 08、09 年将分别实现净利润为 0 万元和 1000 万元（财物费用放在公司里核算），成为公司未来业绩的主要增长点。

东方商厦杨浦店因新扩建部分物业成本较高，09 年将不会贡献利润

东方商厦杨浦店在 07 年南扩后，经营面积从 1.2 万平方米扩大到 3 万平方米，扩建后的东方商厦在经营面积和经营品类都得到一定程度的提升，就该店的经营情况来看，由于新扩建部分物业是租赁物业，物业成本较高，新增物业部分 09 年也将不会贡献利润，预计 09 年东方商厦杨浦店将会实现净利润 1348 万元。

奥特莱斯 08 年净利润增长 30%以上，成为公司未来业绩的主要增长点

奥特莱斯是公司经营创新的又一成功业态，奥特莱斯在 06 年 10 月将全面营业，在渡过 07 的开办培育期后，07 年开始盈利，08 年进入快速增长期，预计 08 年奥特莱斯将会实现净利润增长 30% 以上，09 年以后仍能保持 20~30% 的增长。

表 1: 奥特莱斯经营情况预测

	奥特莱斯自建部分			奥特莱斯联营部分		
奥特莱斯	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	7285	8568	10335	159	32754	33737
主营业务成本	364	428	517	1908	27841	28676
主营业务税金	364	428	517	2544	164	169
营业费用	245	250	255		1965	2024
管理费用	2363	2410	2459	159	2620	2699
财务费用	427	176	176	40		
利润总额	3948	5051	6588	119	164	169
所得税	987	1263	1647		41	42
净利润	2961	3788	4941		123	127
总奥特莱斯	2008E	2009E	2010E			
主营业务收入	39085	41322	44071			
主营业务成本	27394	28269	29193			
净利润	3081	3911	5068			

资料来源：公司年报，东方证券研究所

百联中环购物中心 08 年亏损超出预期，预计 09 年仍将亏损

百联中环购物广场位于上海市普陀区新长征地区，坐落于真光路与曹安路的十字交汇处，西侧正门临街紧贴真光路，东侧背靠真北路中环线，北侧为沪宁高速出入口匝道，南与麦德龙和百安居毗邻，属于普陀区真北商贸圈和真光商业中心的黄金位置。

由于购物中心体量较大，前期投入过多，08 年受经济危机影响，亏损超出我们预期。预计 08 年亏损近 6000 万左右，上市公司亏损 2000~3000 万左右，超出我们之前预期 1500 万左右（主要是第一年没计提财务费用，08 年开始计提）。受大环境影响，该门店 09 年仍会继续亏损，预计 2010 年扭亏，成为公司未来可持续发展的主要动力。

表 2: 百联中环购物中心情况

百联中环 (51%)	2008E	2009E	2010E
建筑面积	24	24	24
有效比例	0.7	0.7	0.7
主营业务收入	23547	25902	27197
主营业务成本	1177	1295	1360
主营业务税金	1177	1295	1360
营业费用	6112	6173	6235
管理费用	7325	7398	7472

财务费用	9890	9847	9553
利润总额	-2135	-107	1217
所得税	0	0	304
净利润	-2135	-107	913

资料来源：公司年报，东方证券研究所

预计南上海购物中心 08 年亏损 500~1000 万左右

百联南上海购物中心一期建筑面积 3.8 万平方米，百联南上海购物中心的主力店为拥有 1.5 万平方米、4 个楼层的东方商厦奉贤店，这是东方商厦连锁店中开在距市中心最远的门店，目前该商圈还需要 2~3 年的培育，预计 08 年亏损 500~1000 万左右。

表 3：百联南上海购物中心盈利预测

百联南上海购物中心	2008E	2009E	2010E
建筑面积	3.8	3.8	3.8
有效比例	0.7	0.7	0.7
主营业务收入	2352	3301	3796
主营业务成本	118	165	190
主营业务税金	141	198	228
营业费用	855	864	872
管理费用	1860	1879	1898
财务费用	106.4	106.4	106.4
利润总额	-728	89	502
所得税	0	22	126
净利润	-728	67	377

资料来源：公司年报，东方证券研究所

东方商厦嘉定店当年开业就能实现盈利，预计 08 年将会实现净利润 50~100 万左右

新开业沈阳购物中心未来需要 2-3 年培育期，预计 08 年亏损 1000 万左右

沈阳沈阳百联购物中心招商项目已全部完成，签租率和入租率为 100%。考虑到购物中心位于沈阳金廊第五大商圈，未来将会受益于地铁 1、2 号线通车，未来将会受益良好的商圈和便利的交通。目前沈阳百联购物中心仍处于培育期，预计 08 年亏损 1000 万。

表 4：沈阳购物中心情况预测

百联沈阳购物中心	2008E	2009E	2010E
建筑面积	8.3	8.3	8.3
有效比例	0.7	0.7	0.7
主营业务收入	5726	6871	8092
主营业务成本	286	344	405
主营业务税金	344	412	486

营业费用	1868	1905	1924
管理费用	4008	4128	4211
财务费用	232.4	232.4	232.4
利润总额	-1012	-151	835
所得税	0	0	209
净利润	-1012	-151	626

资料来源：公司年报，东方证券研究所

09 年公司将会新开门店 1~2 家，外延式扩张继续延续

09 年公司将会继续延续外延式扩张，预计未来每年新开门店 1~2 家。09 年公司比较明确新开的项是重庆上海城购物中心，预计 09 年底开业，该购物中心 13 万平方米，物业是租赁，位于重庆的南坪区。由于物业租金较低，所以对 09 年业绩几乎不影响。

受益于央行累计降息，公司 09 年节省财务费用 2000~3000 万

目前公司的资产负债率为 55.5%，公司没有长期贷款，主要是都是 3~6 个月短期贷款，预计贷款总额在 20 亿元左右，因此央行大幅累计降息 1.08 个百分点，有利于缓解公司的财务压力，降低融资成本。预计累计降息能节省公司财务费用 2000~3000 万，增厚 EPS 为 0.018 元~0.027 元。

2010 年非主业将会贡献较大利润

公司除了拥有上海地区黄金商全的核心位置的资产优势外，公司还持有大量法人股，其中包括海通证券股权；另外公司在建酒店公司，未来可以通过出租和出售来增加收入，届时这些非经常性损益都会令公司业绩出现爆发性增长，远远超出预期。公司届时拥有大量现金，一方面令财务结构更加优化；另一方面也为公司外延式的扩张提供了资金保障。

1、建配龙项目 09 年竣工，若 2010 年全部出售，可增加利润 1.7 亿元

建配龙房地产项目为与百联中环购物中心旁边，占地面积 5 万平方米，项目 5 层商业群楼、加商务楼，总建筑面积 24 万平方米，公司经营其裙房商业面积为 15 万平方米，另外 10 万平方米酒店式公寓建成后公司将会出售。预计该项目在 09 年竣工，若 2010 年出售，公司业绩也将会出现爆发性增长。

对于出售的酒店公寓，我们保守按照 1.2 万元/m² 单价计算，若一次性出售 10 万平方米物业，预计该项目可贡献 3.3 亿元净利润，公司能够分享 1.7 亿元净利润。而对于剩余 15 万平方米的裙楼，公司将会出租，考虑到出租的毛利率较高，费用增长有限，出租部分很快会盈利，预计培育期后，将会贡献净利润考虑群楼后续负担成本较低，预计能够每年能够获得 2500 万左右的租金利润，公司能够分享 1250 万元左右的利润。

表 5：建配龙出售情况预测

	2009E
建筑面积	10
单价	1.24
主营业务收入	124000

主营业务成本	74619
毛利率	39.82%
营业费用	1492
管理费用	995
财务费用	2881
利润总额	44013
所得税	11003
净利润	33009

资料来源：公司年报，东方证券研究所

2、公司出售法人股，业绩也将会出现大幅增长

公司持有大量上市公司法人股 17 家，由于成本较低，公司潜在收益较大。特别是公司持有海通证券 3.09 亿的股权，考虑与都市股份换股及送股后，公司持有海通证券 2.14 亿股，其限售期为 2010 年。若以 3 月 30 日收盘价来计算，海通证券一次性出售后，将会增加 19.5 亿的净利润。

从表中我们可以看出（若以 3 月 30 日收盘价来计算），公司持有的 17 家法人股中，潜在收益 27.9 亿元，潜在 EPS 为 2.54 元。我们认为证券市场环境逐渐缓和背景下，公司会择机出售持有法人股，所获的收益能有效缓解公司快速扩张后开办费用及折旧增加带来管理费用的增加，有效平滑公司业务，同时能够增加公司现金流，缓解公司资金压力。

表 6：公司持有上市公司股权情况

证券代码	证券简称	初始投资金额	持股数	收盘价	当前市值	所获收益
600616	第一食品	640857	1000000	12.15	12150000	11509143
600626	申达股份	4597600	2288352	5.40	12357101	7759501
600622	嘉宝实业	1904000	842400	6.08	5121792	3217792
600617	联华合纤	1837827	580000	6.17	3578600	1740773
600630	龙头股份	3158000	1090000	9.99	10889100	7731100
600613	*ST 永生	7043026	1690000	9.28	15683200	8640174
600610	S 中纺机	409000	171600	9.91	1700556	1291556
600814	杭州解百	277840	377520	6.14	2317973	2040133
600723	西单商场	600000	507000	6.19	3138330	2538330
600650	锦江投资	1828650	676808	12.31	8331506	6502856
600643	S 爱建股份	379200	104169	9.48	987522	608322
600638	新黄浦	987915	432350	12.84	5551374	4563459
600637	广电信息	372620	111005	4.31	478432	105812
400008	水仙 A3	7444230	2055400	2.69	5529026	-1915204
601328	交通银行	3282240	3280000	6.43	21090400	17808160
600837	海通证券	300000000	214000000	14.09	3015260000	2715260000
600633	白猫股份	89900	26400	6.58	173712	83812
合计						2789485719

资料来源：公司年报，东方证券研究所

公司自有物业重估价值大，为公司股价提供安全边际

公司的商业物业中 80%是自有物业，且多处于核心商圈的黄金位置，质地优良。黄金商圈的优质物业，具有稀缺性和不可再生性，我们认为优质的自有物业一方面降低成本，一方面提高行业进入壁垒。

尽管我们认为资产重估的方式并不带来公司估值真正意义的提升，主要是因为公司旗下的物业主要是用来经营零售业务，除非公司旗下资产经营面临入不敷出、资产冻结或申请破产时，其自有物业才按照公允价值进行评估。但公司商业地产资产重估却让我们从另外一个角度来发现公司的价值：长期来看公司拥有核心商圈的黄金物业，且拥有成本较低，对于新进者构成天然的进入障碍，同时在宏观政策不确定下，行业增速放缓背景下，公司商业地产价值经过重新评估后价值高达 220.43 亿元，折合每股价值在 20 元重估价值为公司提供了较大的安全边际。

表 7：公司商业地产价值重估

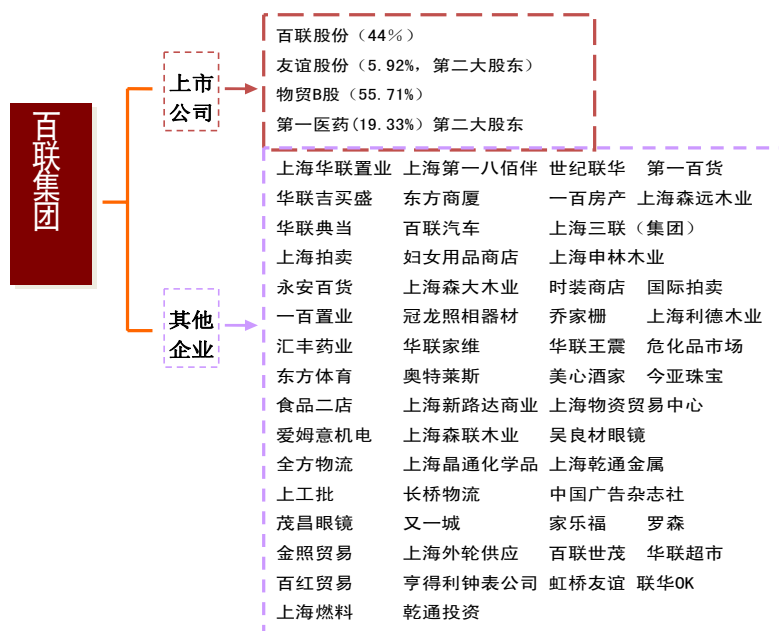
名称	(万平米/万元)	市值	面积	单价	业态	占比	开业时间
南京东路	市百一店西楼	11.96	2.99	4	百货	100%	2005 年前
	时装公司	2.48	0.62	4	百货	100%	2005 年前
	永安百货	13.2	3.3	4	百货	100%	2005 年
	东方商厦南东店	22	5.5	4	百货	100%	2005 年前
	中联商厦	1.92	0.64	3	百货	100%	2005 年前
淮海路	妇女用品商店	1.98	0.66	3	百货	100%	2005 年前
	新华联	19.95	5.7	3.5	百货	70%	205 年前
徐家汇	东方商厦徐汇店	12.8	3.2	4	百货	100%	2005 年前
	东方商厦杨浦店	2.48	1.24	2	百货	100%	2005 年前
新上海商业城	第一八佰伴	53.88	13.47	4	购物中心	64%	2005 年前
	中环广场	36.24	24.16	1.5	购物中心	51%	06 年 12 月
	又一城	24.2	12.1	2	购物中心	100%	2007 年 4 月
其它	普陀店	1.8	1.2	1.5	百货	100%	2005 年前
	张杨店	1.88	0.94	2	百货	100%	2005 年前
	松江店	0.66	0.66	1	百货	100%	2005 年前
	东方商厦宁波店	2	2	1	百货	100%	2006 年 9 月
	奥特莱斯广场	11	11	1	购物中心	95%	2006 年 1 月
合计			市值	220.43			

资料来源：东方证券研究

集团资产注入及上海资产整合为公司股价提供安全边际

百联集团下面资产庞大，旗下资产涉及五大部门，形成五大上市平台，包括百联股份、上海物贸、第一医药、联华超市和友谊股份，重组路径是把五大上市公司分别以商业百货、物流、医院、综超和商业物业为主要业务。

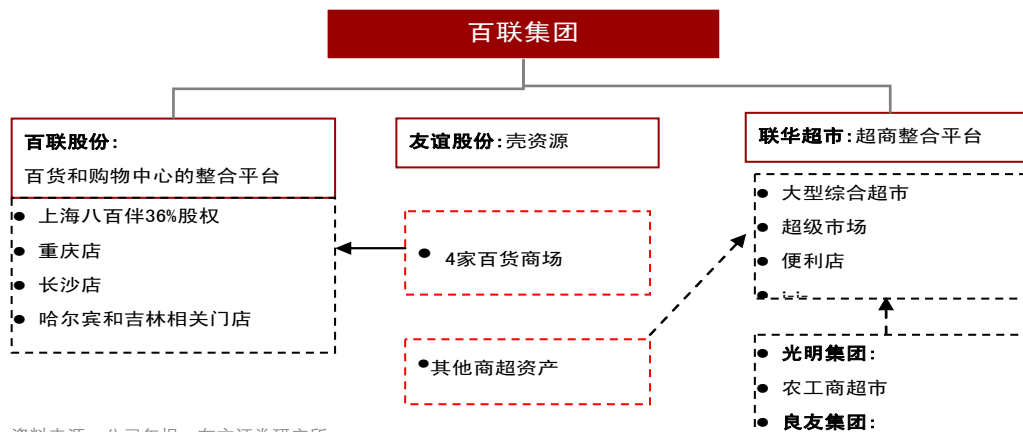
图 5: 百联集团资产情况



资料来源：公司年报，东方证券研究所

从百联集团第一次重组历程来看，上市公司百联股份作为商业百货资产的整合平台的可能性较大，未来百联集团关于商业百货及购物中心资产注入上市公司的可能性较大，届时百联股份的业绩将会得到大幅的提升。

图 6: 百联集团可能注入资产情况



资料来源：公司年报，东方证券研究所

投资建议

公司的亮点是上海核心商圈黄金地段，自有物业比重高，且重估价值高，且上海具有绝对垄断优势，且未来上海资产整合及世博会带来商业价值的提升，因此公司估值享有一定溢价。考虑到短期内公司同样面临零售行业销售下滑带来的业绩增长压力，因此主业增长有限。

预计 08、09、10 年公司将会实现净利润 3.74 亿元、4.04 亿元和 4.61 亿元（未考虑建配龙及法人股），分别同比增长 5.56%、7.9%和 14.23%；EPS 分别为 0.34 元、0.367 元和 0.419 元，目前 P/E 分别为 32.21 倍、29.84 倍和 26.13 倍。短期内我们认为公司估值较为合理，维持增持评级。

表 8：公司未来盈利预测

	2005 年	2006 年	2007	2008E	2009E	2010E
营业总收入	8999	8476	8428	9432	9903	11091
营业成本	7196	6691	6204	6855	7239	8115
毛利率	0	0	0	0	0	0
营业税金及附加	49	52	79	104	109	122
主营利润	2273	2363	2145	2473	2556	2854
主营业务利润率	0	0	0	0	0	0
销售费用	938	809	706	761	805	887
管理费用	668	676	764	849	878	954
财务费用	68	47	114	220	170	166
资产减值损失	0	0	10	3	0	3
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	-34	-12	68	21	0	0
营业利润差额	250	265	0	0	0	0
营业利润	297	456	619	661	703	844
营业外收入	11	19	14	10	0	0
减：营业外支出	-7	20	16	6	0	4
利润总额差额	4	3	0	0	0	0
利润总额	319	457	617	665	703	840
所得税	87.860	124.120	151.000	185.593	189.717	226.737
少数股东损益	37	65	109	105	109	152
净利润	199	268	354	374	404	461
EPS	0.181	0.244	0.322	0.340	0.367	0.419

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

王佳：商贸行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn