

联系人

冯炜婷

fengweiting@jhqzrs.com

021-58766941-8032

分析师

付豪杰

SAC 执业证书编号: S1410210050004

fuhaojie@jhqzrs.com

投资建议:

买入

当前价格:

41.87 元

目标价格:

58.00 元

目标期限:

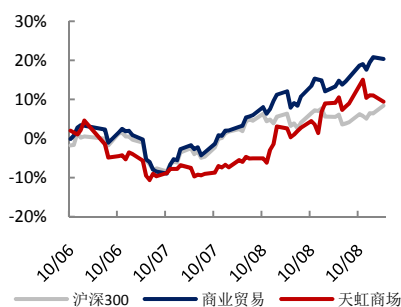
12 个月

市场数据

总股本(百万股)	400.10
A 股股本(百万股)	400.10
B/H 股股本(百万股)	-/-
A 股流通比例(%)	10.02
12 个月最高/最低(元)	44.56/33.36
第一大股东	中国航空技术深圳有限公司
第一大股东持股比例	40.77%
上证综指/沪深 300	2,696/2,975

注: 2010 年 9 月 6 日数据

近三个月股价表现



%	1 个月	3 个月
相对收益	3	1
绝对收益	6	9

注: 相对收益与沪深 300 相比

天虹商场 002419.sz

商业零售行业

争作中国的“Sears 百货王”

--短期盈利和长期增长兼备的全国性百货龙头

投资要点:

◆公司全国性扩张门店所在区域经济高速发展,为门店销售增长增添动力

公司目前约有一半以上门店位于深圳、东莞、惠州等广东地区,这些地区经济受出口影响较大,而不断转暖的美国、欧洲经济将拉动该地区消费水平快速回升。从最近的进出口额增速迅猛回升看,广东 GDP 增速也随之抬头,居民消费支出被拉动,加上国家为促销费而不断提高居民可支配收入和购买力水平,广东地区社消增速回升将进一步推进公司在广东地区的收入增长。另外,公司跨省扩张稳健有序,外埠门店选址布局于消费潜力巨大的珠三角、闽三角、长三角地区,利于公司长远业绩提升。

◆“百货+超市+X”可复制性高,门店扩张快,培育期短,公司高盈利有可持续性

公司门店扩张快,每年新开门店 6 家左右。业态差异化模式提高新开门店成功率,将行业平均 3-5 年的培育期缩短至 1-3 年,甚至一些门店开业几个月就可以实现盈利。扩张时老门店盈利增长速度快,能有效平滑新开门店当年开支,另外,公司差异化定位还保证了行业行业平均的毛利率水平,随着金融危机的过去和国家促销的有利政策下,公司的高盈利水平有可持续性。

◆管理层经营效率高,合理激励提高百货盈利能力

公司管理层是百货公司里少见的有激情、有策略、有激励的管理人员,能将二十多年的管理经验和科学的管理工具有机结合,提高公司经营效率。不断改善公司门店和市场拓展、招商采购、物流配送、营运管理、客户管理等流程,在给予中高层股权激励的同时,应用评分表给各个门店店长评分并奖金激励,使公司自上而下的管理运营效率最大化,表现在公司的净利率和扣除非经常性损益的 ROE 水平皆显著高于行业平均水平。

◆估值和投资建议

我们预计公司 2010、2011、2012 年收入达到 109、137、168 亿元,同比增长分别为 38.6%、25.8%、22.2%;归属于母公司净利润为 4.92、6.67、9.13 亿元,同比增长 38.3%、35.6%、36.9%,对应 EPS 分别为 1.23、1.67、2.28 元。作为一个全国扩张的优质连锁零售商,考虑到公司业绩的高成长性,给予公司 2011 年 35 倍的 PE,目标价格 58 元。

◆重点关注事项

股价催化剂: 广东地区出口速度加快带动居民收入水平提高及社消增速快速增长,高于全国平均水平;公司新开门店培育期大幅缩短,未来获得新开门店租金成本较低;“十一”及广州亚运会带动广东地区百货零售门店消费市场热烈。

风险提示: 竞争加剧可能使公司销售收入及毛利率受到影响;管理团队的培养跟不上需求导致新开门店产生费用高于预期;公司主要收入贡献地区—深圳、广东等经济受国外出口低迷影响当地经济发展速度低于预期

财务预测	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6862.62	8057.27	10928.50	13743.33	16792.00
增长率(%)	24.05	17.41	35.64	25.76	22.18
净利润(百万元)	313.61	355.95	492.24	667.28	913.22
增长率(%)	24.05	13.50	38.29	35.56	36.86
ROE(%)	50.81	44.76	19.20	20.10	20.85
EPS(元)	0.90	1.02	1.23	1.67	2.28
P/E	53.42	47.06	34.03	25.11	18.34

1 公司全国性扩张门店所在区域经济高速发展,为门店销售增长增添动力

1.1 现有主要门店所在地区经济受出口影响带动,外围经济回暖将带动该地区消费水平快速回升

截止 09 年底,公司共有 35 家门店,其中深圳根据地有 19 家,广东省其它地区有 5 家。公司目前约有一半以上门店位于深圳、东莞、惠州等广东地区。这部分地区的经济发展、人民可支配收入和消费水平将较明显地影响公司的收入增长速度。

表 1、公司各地门店分布情况

省份	城市	截至 2009 年 门店数量	2010 新 增门店	2009 年经营面 积 (万平方米)	2010 新增面 积(万平方米)
广东	深圳	19	1	41.10	2.47
	东莞	3	2	6.58	7.04
	惠州	2		5.84	
福建	福州	1		4.65	
	厦门	2		3.93	
江西	南昌	3		8.74	
湖南	长沙	1		3.00	
浙江	杭州	1		1.78	
	嘉兴	1		2.00	
	湖州		1		2.78
江苏	苏州	1		5.09	
	溧阳		1		2.40
	北京	1	1	2.20	2.00
总计		35	6	84.91	16.69

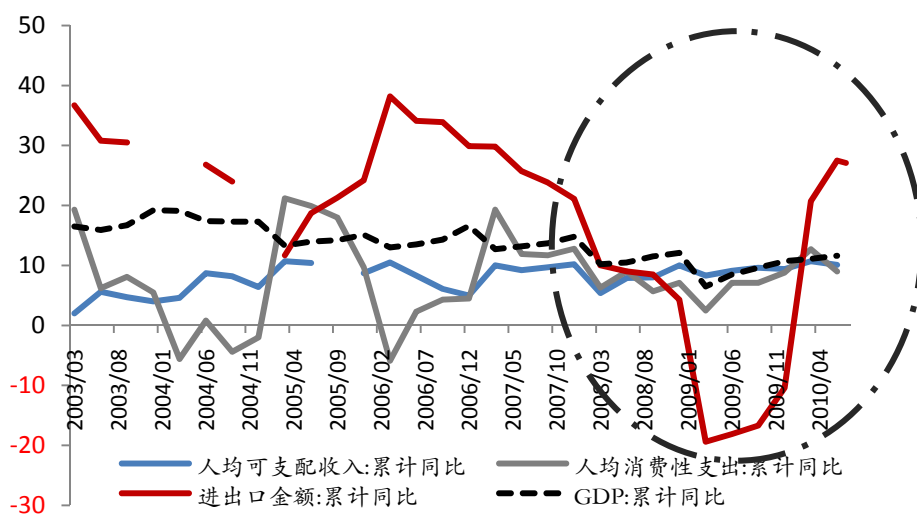
资料来源: 公司招股说明书, 江海证券研发部

自上世纪 80 年代中期,国务院批准成立了“珠江三角洲经济开发区”开始,以东莞、宝安等地为代表的珠三角东部地区成了香港加工业的外迁地,“三来一补”成为其乡镇企业发展的重要形式,凭借毗邻港澳、华侨众多及国家优惠政策倾斜的优势,很快使得广东经济发展取得巨大成就,这个只占全国 1.85%陆地面积的省份贡献了占全国 1/9 的经济总量、1/7 的财政收入、1/4 的外资总额、1/3 的对外贸易金额。特别是“深莞惠”地区,2009 年深莞惠三地的外贸出口总量达到 2343 亿美元,占全省外贸出口的 65.3%左右,占全

国的 19.5%，占全球出口总量的 1.5%。其中电子信息业、新型材料行业、服装业等产业出口占比较大。该地区的出口飞速增长带动了当地的就业、投资、消费等各方面发展。

以深圳为例，深圳地区的进出口金额增速因 2008 年的外围市场的金融危机而一度下探到 2009 年一季度的负增长，导致深圳地区的 GDP 增速一路下行到 10% 以下。随着金融危机影响至低的过去，进出口增速迅速抬头，并于 2010 年上半年恢复到金融危机前的 2007 年水平，相应地，GDP 增速也逐步恢复和上升。而对于居民消费性支出来说，与进出口情况有一定相关性并略有滞后。在居民可支配收入的稳步提升和进出口增速的拉动下将进一步提升。

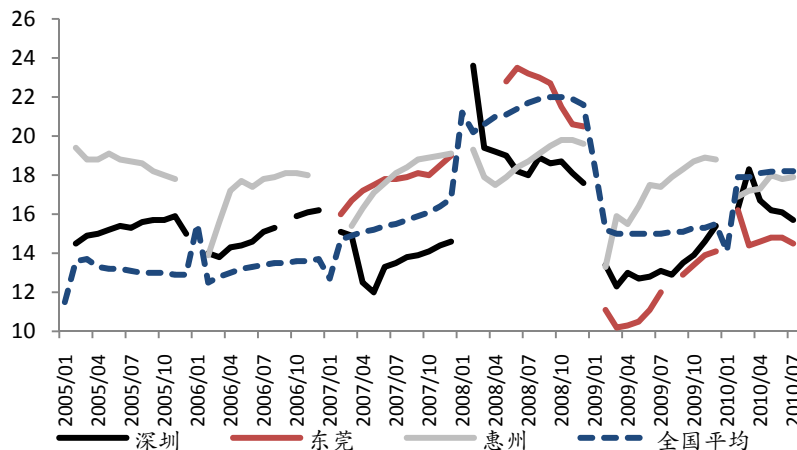
图 1、深圳地区出口与 GDP、人均收入支出关系图



数据来源：江海证券研发部

在金融危机前，深莞惠地区社消零售增速维持较高水平，在经历出口衰退和国内经济的短暂低迷之后，三地区的社会消费品零售增速迅速抬头，随着珠三角地区经济强化对外合作和部分产业转移，以及居民社会保障的不断提高，消费意识和消费能力不断提高，在国内消费带动和国外经济复苏的双重拉动下，深莞惠地区这块庞大的消费市场有望再一次攀上高峰。从公司上半年的经营数据来看，公司深圳地区 09 年及 10 年上半年并未有新开门店，但深圳地区门店的收入同比增长达 18.86%，远超于深圳地区社消增速的 16%，由此可见公司门店经营能力之强，预计随着宏观经济环境的回暖、海外金融危机的褪去和居民收入水平的提升，深圳地区门店在维持每年新增 1-2 家门店的基础上将保持 20% 左右的收入增速。

图 2、深莞惠地区与全国平均社会消费品零售总额增速情况



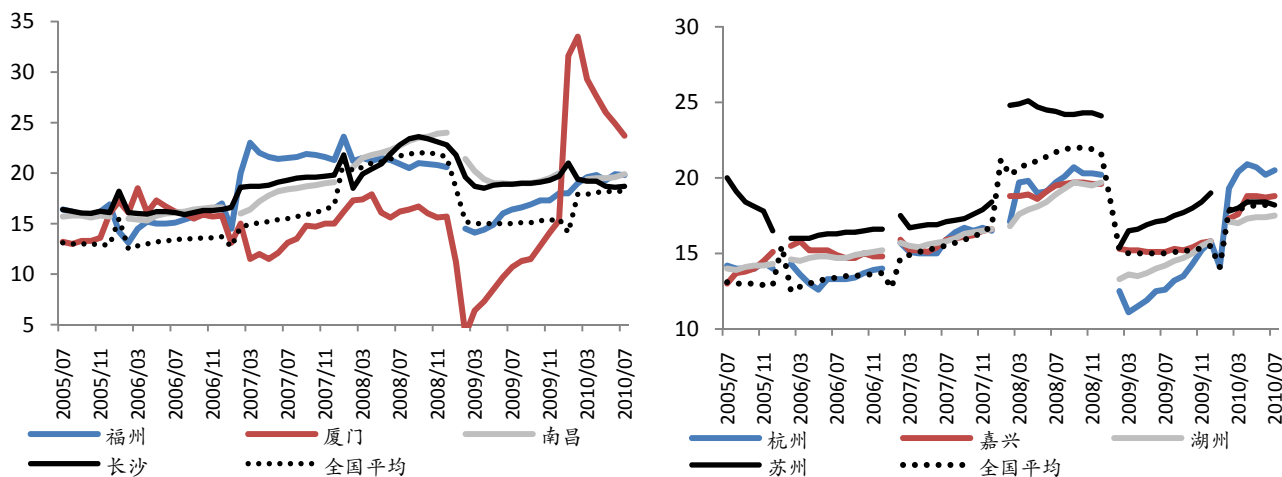
数据来源：江海证券研发部

1.2 公司跨省扩张稳健有序，选址心思细密利于公司长远业绩提升

公司总体的战略概括起来为“立足珠三角，辐射闽三角，拓展长三角”。走出公司广东这个主战场，将成功的门店复制经验带到社会零售增速飞跃的福州、厦门、南昌、长沙地区，以及繁华富裕的江浙一代的二三线城市。这些城市的社消增速明显超于社会平均消费增速，且城市化率的不断推进将带动许多新商圈的形成。就福州和厦门来说，虽然当地百货业竞争激烈，但海西板块振兴政策对当地的经济拉动将进一步刺激这块地区的居民购买力水平上升和城市周边新商圈的形成，反映到消费需求给当地消费市场带来巨大空间，公司快速对当地市场的占领和销售业绩也反映出公司卓越的长远发展战略。

以公司 2010 年即将新开设的溧阳项目来看，溧阳市隶属常州市，经济实力较强，增长速度快，近三年来 GDP 增长速度均超过 20%，商贸业发达，居民收入水平高，消费积极性强。政府积极支持三产商贸产业发展，政策扶持力度大，公路网建成后，下属乡镇前往市中心购物更加便利。项目所处的西大街商业圈，商业设施较为完善，商业氛围浓厚，人车流量大，是溧阳影响力最强的商业中心。周边区域住宅密布，人口密集。项目处于该商业圈的核心位置，可以辐射溧阳全市。进驻项目可以占据溧阳百货市场的制高点，将有利于公司拓展长三角战略的实施，扩大公司在长三角区域的市场份额和影响力。

图 3、公司广东省外门店所在城市社消增速情况



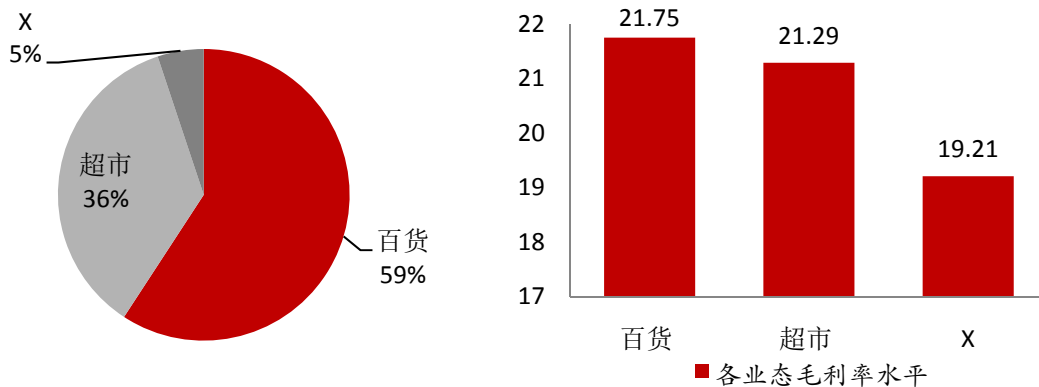
数据来源：江海证券研发部

2 “百货+超市+X”可复制性高，门店扩张速度快，培育期短，公司高盈利有可持续性

2.1 业态差异化模式提高成功率，缩短培育期

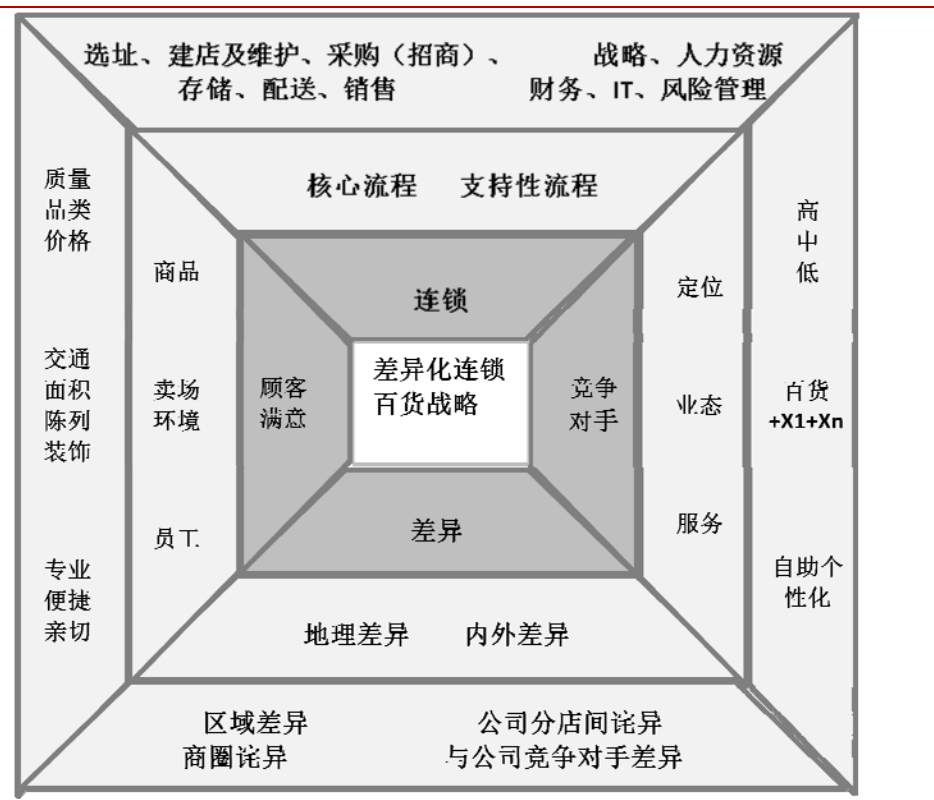
公司特有的“百货+超市+X”业态差异化模式的最终目的在于最大程度地提高客流量，使百货和精品超市的客流能够共享，互相促进发展，用高客流量来推动公司收入增长。并根据市场调研和周边竞争对手的经营情况，将X发展为吸引周边客流的餐饮、家电、娱乐设施等品类经营，满足消费者追求一站式购物的生活方式。

图 4、公司各业态收入占比及毛利率水平（2010 年上半年数据）



数据来源：江海证券研发部

图 5、公司差异化战略示意图



数据来源：江海证券研发部

从公司的历史开店经验看，公司业态差异化模式很成功，将百货门店的行业培育平均时间的 3-5 年缩短到 1-3 年。而公司在深圳的百货门店由于主战场的品牌、招商、物流等各方面优势基本能够实现当年盈利。公司于 2007 年在深圳开的观澜、深南、民治三家社区购物中心店在开业一年内都实现了盈利，唯一一家后海点因所处商圈不利和门店体量不够实现丰富商品来吸引顾客等原因而导致 09 年仍处于亏损，但公司积极总结开店经验，门店有望早日走出培育。而在深圳外的门店，虽然受供应链和招商的影响，新进城市第一店培育期较长，但是第二店都极大的缩短了培育期。公司未来开店计划主要有两个方向，一个是在已进入的一线城市占据消费需求旺盛的次级商圈或新兴商圈，例如南昌、厦门等城市，随着当地门店的增多，公司招商和议价能力提高给公司带来规模效应。另一个是江浙一代消费需求旺盛的二三线城市，公司将依照成功的可复制性门店，设计出适应当地市场消费习惯和需求的“百货+超市+X”业态来攫取庞大的消费市场。

表 2、公司深圳以外门店培育期情况（开店在 2008 年以前）

门店	开业时间	营业面积（万平米）	培育期（月）
南昌			
江大店	2002.10	1.30	48
中山店	2007.09	5.44	亏损，但减亏，2010 年将盈利
厦门			

汇腾店	2003.09	1.98	3
大西洋	2006.12	1.95	1
东莞			
东纵店	2005.01	2.64	1
常平	2005.09	1.54	2
长安店	2007.12	2.40	亏损
惠州			
惠州店	2005.08	3.09	26

资料来源：公司招股说明书，江海证券研发部

2.2 扩张时老门店盈利增长有效平滑新开门店当年开支

公司一直采取轻资产战略，绝大部分经营场地系租赁获得，租金较自有物业折旧额略高，另外公司在近 2-3 年开店较快（其中 2008 年 3 家，2009 年 5 家，2010 年预计 6 家），部分投资者担心门店的开办装修等费用增长较快会拖累公司的业绩。我们按装修费用 5 年、固定资产 10 年的摊销预计，开办费用 5-10% 的假设，以及相应估算的租金成本测算出如下表 3。从表中我们估算各地门店租金和开办装修等费用，测算出 2009 年新开门店和相应租金增加当年费用约为 9526 万元，占当年销售费用的 8%，占总收入的 1.2%，而当年仅深圳门店的营业利润就达 5.4 亿元，比上年增加约 1.1 亿元，深圳门店利润增加值可完全覆盖此笔费用，且 09 年是深圳门店受金融危机影响业绩增速最缓慢的一年，我们再看 2010 年新开门店的租金和费用，预计约 7360 万元，低于 09 年新开门店增加费用。随着消费市场的兴旺，这些新开门店费用对公司的业绩影响将微乎其微。

表 3、公司 2009-2010 年新开门店相应费用估算

项目名称	投资总额 (万元)	面积 (万平方米)	开业时间	预计新增当年开办及摊销费用 (万元)	次年折旧摊销费用	新增当年租金 (估测)	次年当年租金 (估测)
苏州金鸡湖天虹	8200	5.09	200904	1530.67	1312.00	2036.00	3054.00
北京宣武天虹	6545	2.20	200904	1221.73	1047.20	1760.00	2640.00
南昌红谷天虹	5110	2.00	200909	749.47	817.60	300.00	720.00
惠州惠阳天虹	6476	2.75	200909	949.81	1036.16	412.50	990.00
杭州萧山天虹	5110	1.78	200912	476.93	817.60	89.00	1068.00
东莞黄江天虹	5000	2.04	201004	933.33	800.00	489.60	734.40
北京国展天虹	6000	2.00	201004	1120.00	960.00	1600.00	2400.00
东莞厚街盈丰广场	4530	5.00	2010.8.4	664.40	724.80	1000.00	2400.00
浙江湖州爱山广场	3072	2.78	2010 下半年	327.68	491.52	166.80	1000.80
江苏溧阳平陵广场	3093	2.40	2010 下半年	329.92	494.88	144.00	864.00

深圳横岗信义	4088	2.47	2010 下半年	436.05	654.08	148.20	889.20
2009 年新开门店新增费用				4928.61		4597.50	
2010 年新开门店新增费用				3811.39		3548.60	
2010 年次新 (09 年) 门店费用					5030.56		8472.00
2009 年新开门店所有费用占当年销售费用比率		0.08	2009 年新开门店所有费用		9526.11		
2010 年新开门店所有费用占 09 年销售费用比率		0.06	2010 年新开门店所有费用		7359.99		

资料来源：公司招股说明书，江海证券研发部

2.3 高盈利还来自于高毛利的贡献

除了公司差异化业态模式带来收入的快速增长以缩短公司新开门店培育期，并使业绩高速增长的次新门店填补新开门店装修租金等费用的上升，公司的高校盈利能力还来自于公司高于行业平均水平的毛利率水平。

对于百货，公司的定位以白领阶层为主，品牌结构以国内二、三线为主，这些品牌的扣点率要高于国际品牌和国内一线品牌，另外公司在 2008 年以前收入大多来自深圳门店，公司在深圳百货业的龙头地位和该地区消费水平飞跃发展推升公司毛利水平。

对于超市，公司定位于主要产于国内的精品超市，产品档次略高于其他超市专营公司，客户群体主要是白领阶层等价格敏感性略弱的客户，加上公司在商品结构上剔除一些周转较慢的商品，加强直采力度，造成公司 09 年 21.5% 的毛利水平，高于行业平均的 19.6%(我们选取 6 家上市超市公司)。

再来看公司 2010 年上半年，主营业务毛利率为 21.46%，同比小幅下降了 0.9 个百分点，其中百货毛利同比下降 3.62% 个百分点，超市毛利受益于温和通胀及增加直采等业务而上升 1.4 个百分点，另外包含餐饮娱乐等在内的高附加值 X 业态毛利率上升了 9.5 个百分点。分析百货毛利率下降原因，我们归结为公司深圳以外地区在上半年的收入增长达 55.5%，远快于深圳地区门店的收入增长。由于外埠地区的门店数量不多且很多为新进城市，对当地供应商的议价能力弱于深圳地区，从而导致百货毛利的下降。但随着公司品牌的提升和人气的聚集，百货毛利有望逐步提升，在超市毛利受 CPI 上行拉动的影响下，公司综合毛利率将稳步上升。

表 4、公司各业态毛利率分析

类别	经营方式	2007 年度	2008 年度	2009 年度	2010H	与上年同期相比增减
百货	自营				20.28%	
	专柜	28.52%	28.30%	22.67%	21.75%	
	百货小计	28.52%	28.30%	22.67%	21.75%	-3.61%
超市	自营	18.10%	19.08%	21.37%	21.30%	
	专柜	16.61%	17.83%	22.08%	21.27%	
	超市小计	17.75%	18.80%	21.51%	21.29%	1.40%
X	自营	12.05%	14.61%	14.00%	12.64%	
	专柜	6.60%	7.30%	8.54%	24.54%	
	X 小计	9.14%	10.62%	11.01%	19.21%	9.53%

综合毛利率	23.78%	24.30%	22.96%	22.69%
-------	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司招股说明书，江海证券研发部

3 管理层经营效率高，合理激励提高百货盈利能力

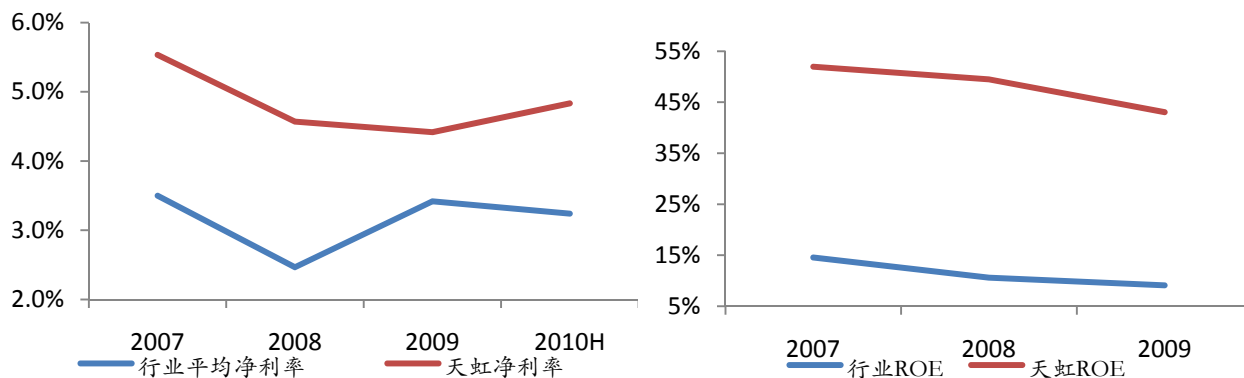
3.1 高素质开店团队帮助实现公司快速扩张和盈利

公司有一支庞大的高素质的开店团队，在选址开店前，会在拟开店地区进行历时半年左右调研，不但调研当地经济环境、商业、人口结构、消费能力及消费习惯等，还会发放问卷调查，深入走访，以了解当地居民的构成、生活习惯、经济状况，并结合当地现有零售企业的经营情况，做出详细的开店规划，充分贯彻差异化经营策略；并针对不同的商场及其目标客户的结构，恰当对商场进行定位、配置相应商品品类和品牌、匹配服务项目，尊重个性化需求，即实现了连锁百货的可复制性，又尊重当地消费习惯配置相应的“X”实现快速地吸引客流的目的。

3.2 管理能力卓越表现在管理工具的引用和高ROE

公司第一大股东为中国航空技术深圳有限公司，实际控制人是中国航空工业集团公司，第二大股东为五龙贸易有限公司，为外资法人股，第一大股东和第二大股东股份占比相差微弱，但第二大股东明确表示不参与公司管理细节，只追求利益最大化，另外公司管理层通过三家法人公司合计持有 7.95% 的股份。央企背景、外资战略投资者以及管理层间接持股的持股结构对公司的战略和管理形成制衡，形成一方面要求短期保持盈利水平满足股东的稳定回报，一方面加紧开店步伐实现发展成中国第一的全国性连锁百货龙头的长期目标。在这样一个综合要求的背景下，管理层一改以往国有体制下的管理效率低下不求业绩发展的弊病，引进“平衡计分卡”战略管理工具、“精益六西格玛”流程改进工具、“卓越绩效模式”评价准则，不断改善公司门店和市场拓展、招商采购、物流配送、营运管理、客户管理管理等流程，在给予中高层股权激励的同时，应用评分表给各个门店店长评分并奖金激励，使公司自上而下的管理运营效率最大化。表现在公司的净利率和扣除非经常性损益的 ROE 水平皆显著高于行业平均水平。

图 6、公司的净利率和扣除非经常损益后 ROE 与行业情况对比



数据来源：江海证券研发部，选取 37 家百货、超市公司均值

4 盈利预测及投资建议

4.1 基本假设

假设公司 2011-2012 年保持每年新增 5 家门店。考虑到出口回暖和刺激内需的共同作用，公司深圳门店收入增速保持在 20% 的增速，福建地区门店保持在 25%-20% 的增速，其他地区根据门店的开业时间长短给予 20%-30% 的增速情况假设。而随着接下来一年到两年的温和通胀和打折促销的减少推动综合毛利率的提升，基本保持在 23% 左右。销售费用率由于收入增长较快，而新开门店开办装修和租金等费用占比下降以及商场促销打折力度因走出金融危机及居民消费能力提高而下降导致稳步改善。

表 5、公司各地门店收入预测 (收入单位：万元；面积单位：万平米)

省份	城市	2009 年经营面积	2010 新增面积	2009 年	2010E	2011E
广东	深圳	41.10	2.47	558,464	690,293	852,517
	东莞	6.58	7.04	44,419	110,331	132,397
	惠州	5.84		21,303	29,200	33,580
福建	福州	4.65		19,324	24,156	28,987
	厦门	3.93		71,475	89,344	107,212
江西	南昌	8.74		37,499	46,873	56,248
湖南	长沙	3.00		11,132	13,915	16,698
浙江	杭州	1.78		537	10,680	13,884
	嘉兴	2.00		8,423	10,108	12,130
	湖州		2.78		500	8,340
江苏	苏州	5.09		14,145	25,450	30,540
	溧阳		2.40			7,200

北京	2.20	2.00	11,120	42,000	54,600
新增门店					20,000
收入总计	84.91	16.69	805,726	1,092,850	1,374,333
增速				35.6%	25.8%

数据来源：江海证券研发部

4.2 公司估值及投资建议

我们预计公司 2010、2011、2012 年收入达到 109、137、168 亿元，同比增长分别为 38.6%、25.8%、22.2%；归属于母公司净利润为 4.92、6.67、9.13 亿元，同比增长 38.3%、35.6%、36.9%，对应 EPS 分别为 1.23、1.67、2.28 元。

我们挑选 A 股里优质的上市公司做相对估值参考标的，其中包括了同样是全国连锁中高档百货的王府井，海西地区的东百和新华都，广东其他地区的广州友谊和广百股份，超市业务占比较高的合肥百货和鄂武商，以及其他优质百货超市类公司。整体来看，2010-2011 年 PE 均值为 34.87 和 27.09 倍。作为一个全国扩张的优质连锁零售商，考虑到公司业绩的高成长性，给予公司 2011 年 35 倍的 PE，目标价格 58 元。

表 6、A 股优质零售公司估值对比

		总市值 (亿元)	PE	
			2010E	2011E
000417. SZ	合肥百货	90	36.46	28.83
600859. SH	王府井	184	38.15	29.83
600693. SH	东百集团	48	35.48	27.85
000987. SZ	广州友谊	111	33.23	26.61
002187. SZ	广百股份	54	27.53	22.35
000501. SZ	鄂武商 A	97	31.94	25.73
002277. SZ	友阿股份	81	37.27	28.05
002264. SZ	新华都	33	38.25	26.07
002336. SZ	人人乐	113	38.04	30.01
000759. SZ	武汉中百	90	32.36	25.53
平均			34.87	27.09

数据来源：江海证券研发部，选取 37 家百货、超市公司均值股价选取 9 月 6 日收盘价

5 重点关注事项

5.1 股价催化剂

广东地区出口速度加快带动居民收入水平提高及社消增速快速增长，高

于全国平均水平；公司新开门店培育期大幅缩短，未来获得新开门店租金成本较低；“十一”及广州亚运会带动广深地区百货零售门店消费市场热烈。

5.2 风险提示

竞争加剧可能使公司销售收入及毛利率受到影响。公司在新进城市如北京，苏州等一线城市由于当地竞争较为激烈且公司的品牌辐射力和供应商议价能力较弱导致公司在当地收入和盈利水平大幅低于预期；另外，公司扩张速度较快，管理团队的培养跟不上需求导致新开门店产生费用高于预期；公司主要收入贡献地区—深圳、广东等经济受国外出口低迷影响当地经济发展速度低于预期及居民消费水平增速低于预期，则公司收入增长可能受到较大影响。

江海证券有限公司

地址：哈尔滨市香坊区赣水路56号

电话：0451-82269280

传真：0451-82269280-517

江海证券研发部

地址：上海市浦东新区银城中路168号1107-1109室

电话：021-58766929

传真：021-58766929-8005

行业及公司评级体系(市场基准指数为沪深 300 指数)

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月落后市场基准指数 15%以上。

行业评级体系

强于大市—行业基本面向好，行业指数将超越市场基准指数；
中性—行业基本面稳定，行业指数跟随市场基准指数；
弱于大市—行业基本面向淡，行业指数将差于市场基准指数。

特别声明

在法律允许的情况下，江海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做出投资决策的唯一因素。

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研发部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、竞争性因素以及江海证券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。

免责声明

本研究报告仅供江海证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由江海证券有限公司研发部编写，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。江海证券研发部将随时补充、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，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）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相一致的投资决策。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。