



批零贸易业/可选消费品

人人乐 (002336)

具有战略投资价值的跨区域民营超市企业

——人人乐 (002336) 调研报告

	刘冰	汪睿
	021-38676703	021-38674657
	liubing6168@gtjas.com	wangrui008182@gtjas.com
	S0880209110637	S0880110024644

本报告导读:

作为 A 股受屈一指的跨区域发展成功的民营超市企业,公司具有一定的战略投资价值。

投资要点:

- 公司已进入华南、西北、西南、华北四大地区,发展战略是在优势区域内集中开店,形成区域内规模优势,从而形成核心竞争力。截止今年第三季度,公司已拥有 98 家门店,今年新开了 6 家门店,争取完成年初新开 20 家门店的计划。公司在超市这个竞争异常激烈、外资和区域企业不断夹击的市场环境中不断壮大,体现了公司卓越的竞争力。
- 公司第三季度业绩大幅低于预期的主要原因:公司与第三季度关闭了经营持续亏损的西安解放路店、东莞寮步店,支付了 1470 万的违约补偿,计入了营业外支出。由于关店导致了部分门店资产加速折旧和摊销,计入了销售费用,使得第三季度销售费用率上升比较明显。公司三季度几大区域的数家主力门店在做改造,比如西安的赛高店,高新店,这些都是区域销售前三名;华南区、西南区也有门店在改造,改造虽然没有停业,但还是会影响运营。
- 我们看好公司全国扩张战略和在扩张区域内密集布点的战术安排,欣赏公司在与外资列强及区域列强竞争中体现出的企业文化和团队凝聚力,作为 A 股受屈一指的跨区域发展成功的民营超市企业,公司具有一定的战略投资价值。
- 但我们预计公司第四季度将加速开店,这将拖累公司第四季度以及全年的业绩。我们预计公司 2010/2011 年收入分别为 102.3/122.9 亿元,增速 17%/20%; 归属母公司股东的净利润为 2.36/3.08 亿元,增速 3%, 30%; 对应每股收益 0.59/0.77 元。按照行业 2011 年平均 31 倍市盈率,参考目标价 24.6 元,维持中性评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	7,685	8,767	10,237	12,285	14,496
(+/-)%	24%	14%	17%	20%	18%
经营利润 (EBIT)	301	257	255	319	391
(+/-)%	3%	-15%	0%	25%	23%
净利润	231	230	236	308	379
(+/-)%	5%	-1%	3%	30%	23%
每股净收益 (元)	0.58	0.57	0.59	0.77	0.95
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	3.9%	2.9%	2.5%	2.6%	2.7%
净资产收益率 (%)	27.2%	21.3%	17.9%	19.0%	18.9%
投入资本回报率 (%)	28.9%	21.0%	16.1%	16.2%	16.1%
EV/EBITDA	22.1	22.0	26.1	20.3	15.2
市盈率	43.9	44.2	43.0	33.0	26.8
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 中性

上次评级: 首次

目标价格: 24.60

上次预测:

当前价格: 25.35

2010.11.10

交易数据

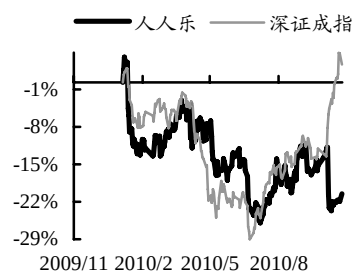
52 周内股价区间 (元)	23.20-35.31
总市值 (百万元)	10,140
总股本/流通 A 股 (百万股)	400/100
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量 (百万股)	3
日均成交值 (百万元)	90

资产负债表摘要

股东权益 (百万)	3,504
每股净资产	8.76
市净率	2.9
净负债率	0%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	-	0.23
Q2	0.33	0.17
Q3	0.07	0.01
Q4	0.17	0.19
全年	0.57	0.59

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-6%	-6%	0%
相对指数	-26%	-34%	-6%

相关报告

《人人乐公司 2010-11-03 调研提纲》	2010.11.02
《人人乐公司 2010-09-08 调研提纲》	2010.09.09
《跨区域扩张成功的连锁超市企业》	2009.12.28

模型更新时间: 2010.11.10

股票研究

可选消费品
批零贸易业

人人乐 (002336)

评级: 中性

上次评级: 首次

目标价格: 24.00

上次预测:

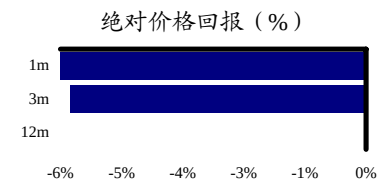
当前价格: 25.35

公司网址

www.renrenle.cn

公司简介

公司是深圳市特大型连锁商业企业集团,中国 30 强零售连锁企业品牌之一。从深圳到华南、西北、西南、华北,人人乐在全国 20 多个市级以上城市,已拥有经营门店 81 家,签约门店 100 多家。首创“大卖场+大百货”的卖场格局,并逐步加以完善,形成了“以大型超市、大型百货、大超市+大百货、大超市+小百货、小超市+大百货、中型超市、社区超市”七种混合零售业态的基本产业业态。公司拥有 4 家配送中心,分别分布在深圳、西安、成都和天津,初步完成了从区域性零售连锁企业



52 周价格范围

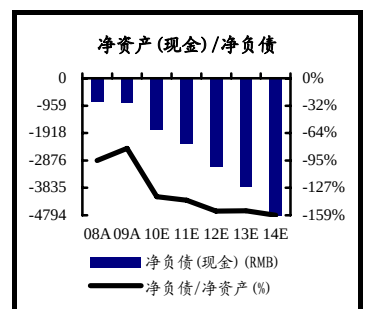
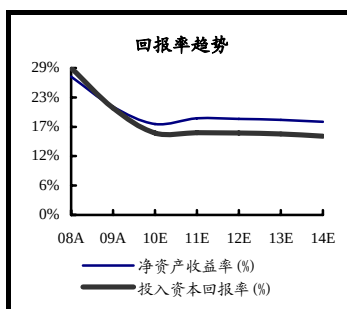
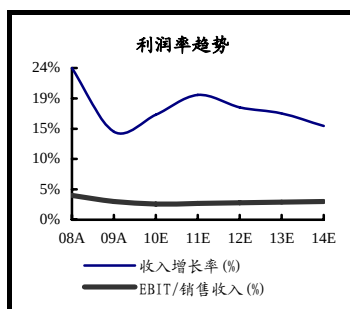
23.20-35.31

市值 (百万)

10,140

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
营业总收入	7,685	8,767	10,237	12,285	14,496	16,961	19,505
营业成本	6,110	6,943	8,093	9,705	11,438	13,365	15,350
税金及附加	52	66	77	92	109	127	146
销售费用	992	1,234	1,484	1,781	2,102	2,459	2,828
管理费用	230	267	328	387	457	534	614
EBIT	301	257	255	319	391	475	566
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0
财务费用	6	7	-28	-43	-56	-71	-89
营业利润	295	248	283	362	447	546	655
所得税	57	30	49	64	78	95	113
少数股东损益	22	0	0	0	0	0	0
净利润	231	230	236	308	379	462	552
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	811	880	1,811	2,298	3,094	3,797	4,808
其他流动资产	280	338	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	0	0
固定资产合计	381	471	407	364	316	264	208
无形及其他资产	222	284	284	283	283	283	282
资产合计	2,799	3,311	4,000	4,778	5,790	6,841	8,082
流动负债	2,049	2,329	2,782	3,251	3,881	4,466	5,151
非流动负债	0	2	1	3	6	10	15
股东权益	851	1,080	1,316	1,624	2,003	2,465	3,017
投入资本(IC)	851	1,080	1,317	1,627	2,009	2,475	3,032
现金流量表							
NOPLAT	246	227	211	264	324	394	469
折旧与摊销	121	165	64	68	73	77	81
流动资金增量	55	65	297	134	366	185	398
资本支出	-401	-299	2	-15	-15	-15	-15
自由现金流	21	158	575	452	748	641	933
经营现金流	352	391	929	500	808	713	1,020
投资现金流	-549	-322	2	-15	-15	-15	-15
融资现金流	-38	0	-1	2	3	4	5
现金流净增加额	-235	69	931	488	796	703	1,011
财务指标							
成长性							
收入增长率	24.3%	14.1%	16.8%	20.0%	18.0%	17.0%	15.0%
EBIT 增长率	2.6%	-14.8%	-0.4%	25.0%	22.5%	21.3%	19.1%
净利润增长率	5.5%	-0.7%	2.9%	30.4%	23.1%	21.8%	19.5%
利润率							
毛利率	20.5%	20.8%	20.9%	21.0%	21.1%	21.2%	21.3%
EBIT 率	3.9%	2.9%	2.5%	2.6%	2.7%	2.8%	2.9%
净利润率	3.0%	2.6%	2.3%	2.5%	2.6%	2.7%	2.8%
收益率							
净资产收益率(ROE)	27.2%	21.3%	17.9%	19.0%	18.9%	18.7%	18.3%
总资产收益率(ROA)	8.3%	6.9%	5.9%	6.4%	6.5%	6.7%	6.8%
投入资本回报率(ROIC)	28.9%	21.0%	16.1%	16.2%	16.1%	15.9%	15.5%
运营能力							
存货周转天数	40	44	44	44	44	44	44
应收账款周转天数	0	0	0	0	0	0	0
总资产周转天数	122	127	130	12	13	11	12
净利润现金含量	1.52	1.70	3.93	1.63	2.13	1.55	1.85
资本支出/收入	5%	3%	0%	0%	0%	0%	0%
偿债能力							
资产负债率	73.2%	70.4%	69.6%	68.1%	67.1%	65.4%	63.9%
净负债率	-95.4%	-81.4%	-137.5%	-141.3%	-154.2%	-153.6%	-158.9%
估值比率							
PE	43.9	44.2	43.0	33.0	26.8	22.0	18.4
PB	11.9	9.4	7.7	6.2	5.1	4.1	3.4
EV/EBITDA	22.1	22.0	26.1	20.3	15.2	11.5	8.3
P/S	1.3	1.2	1.0	0.8	0.7	0.6	0.5
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

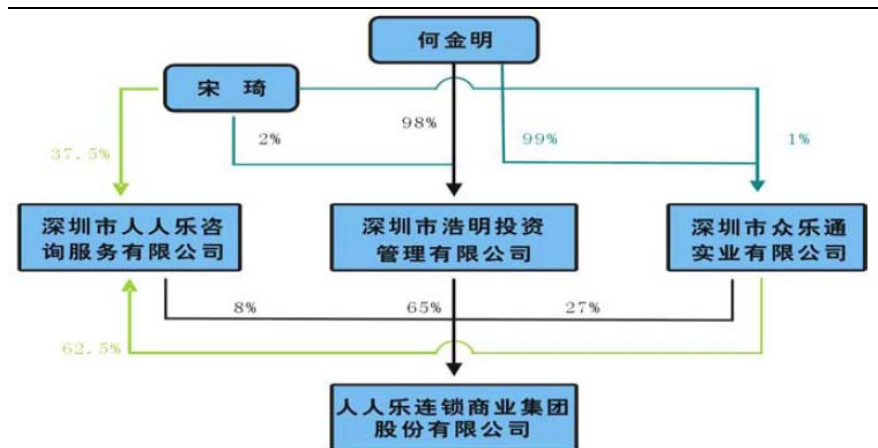


1. 公司简介

人人乐连锁商业集团股份有限公司成立于 1996 年 4 月，前身为人人乐连锁商业有限公司，2007 年 4 月变更为股份有限公司，与 2010 年 1 月 4 日上市发行，发行价 26.98 元。公司是一家主营大卖场，辅营百货及综合超市的全国连锁民营零售企业，公司 2009 年销售收入达到 87.7 亿元，是中国连锁 30 强，中国企业 500 强，截止今年第三季度，公司在全国拥有 98 家门店，年内计划门店数达到 112 家。

公司实际控制人为董事长何金明、何浩（子）和宋琪（妻），三人通过持有浩明投资、众乐通和人人乐咨询三家公司 100%股权合计持有上市公司 75%股份，处于绝对控股地位。

图 1：发行前公司股权结构，实际控制人为何金明、何浩和宋琪



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

表 1：公司股权情况一览

股东名称	发行前		发行后	
	持股数量(万股)	持股比例	持股数量(万股)	持股比例
深圳市浩明投资管理有限公司	19500	65%	19500	48.75%
深圳市众乐通实业有限公司	8100	27%	8100	20.25%
深圳市人人乐咨询服务有限公司	2400	8%	2400	6%
社会公众股	/	/	10,000	25%
合计	30000	100%	40000	100%

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

2. 公司业务特色

2.1. A 股首屈一指的跨区域发展成功的民营超市企业

公司已进入华南、西北、西南、华北四大地区，发展战略是在优势区域内集中开店，形成区域内规模优势，从而形成核心竞争力。截止今年第三季度，公司已拥有 98 家门店，今年新开了 6 家门店，四季度计划加速开店，争取完成年初新开 20 家门店的计划。公司在超市这个竞争异常激烈、外资和区域企业不断夹击的市场环境中不断壮大，体现了公司卓越的竞争力，是 A 股市场中首屈一指的跨区域发展成功的民营超市企

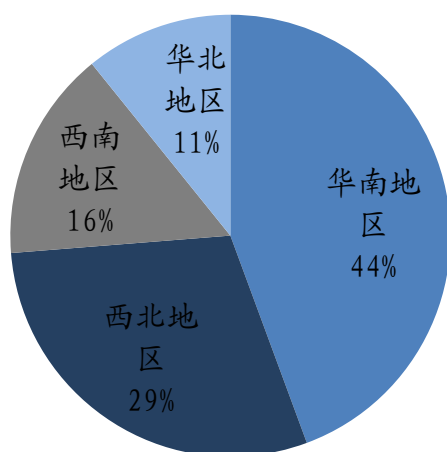
业。

表 2: 公司各区门店情况一览

大区	城市	2009Q2 门店数	2010Q3 门店数
华南地区(包括广东、广西、福建)	深圳市	23	25
	其他	19	22
西北地区(陕西)	西安	14	18
	其他	3	3
西南地区(包括四川、重庆)	成都市	10	13
	其他	5	8
华北地区(全部在天津)	天津	8	9
合计		82	98

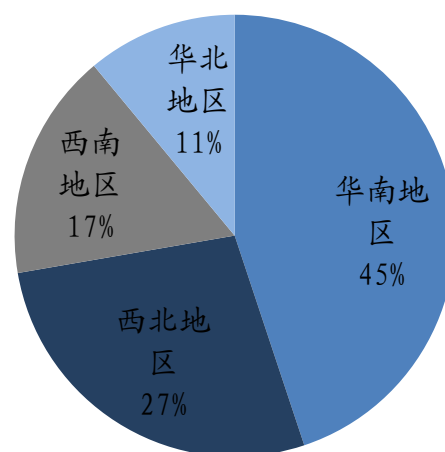
数据来源: 公司网站、国泰君安证券研究

图 2: 公司 2009 年上半年地区收入构成



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 3: 公司 2010 年上半年地区收入构成



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

2.2. 大卖场+大百货+大家电的特色复合商业模式

公司主要从事大卖场、综合超市和百货的连锁经营，已经形成了以大卖场为业务主体，辅以大百货的特色复合经营模式，另外公司正在尝试以自有品牌“美乐电器”进入专业家电零售行业，成为大卖场+大百货+大家电的特色复合商业模式。

在公司目前的 98 家门店中，有 3 家专业百货（崇尚），30 家左右大卖场+大百货，其余为超市业态或者以超市为主。另外人人乐第一家家居形象店“前海店”正在招商，总经营面积 6800 平方米，家电区和家居区面积比率约为 1: 1，公司将与国美苏宁等家电巨头错位竞争，主营小家电和时尚家具，计划 5 年内全国开设 50 家门店，为顾客提供家电家居一站式购物。

2.3. 经营模式以购销为主，联销、物业出租为辅

公司采用“购销+联销+出租”的经营模式。由于公司是以经营超市为主，所以购销是公司主要经营模式，收入占总收入的 65%，联销和物业出租使得公司商品结构的风险在一定程度上得以释放。

- 购销（购销差价俗称前台毛利）是最传统的经营模式也是公司最主要的经营模式，购销获得的收入占主营业务收入的 65%。购销是公司直接采购商品后，购销商品经公司验收入库后纳入库存管理，之后由公司进行商品的销售，赚取进销差价实现盈利。
- 购销商品的盈利除赚取进销差价外，还可以通过返利和月度经营毛利补差或负毛利补偿获得盈利（返利等收入俗称后台毛利）。返利一般是指是指供应商根据公司一定期间达到的货款结算金额给予的让利，是公司为供应商提供商品促销服务和其他管理服务而向供应商收取的服务性收入。
- 联销的主要盈利来源为与供应商事前合同、协议确定的销售提成。公司无需在商品销售前支付供应商货款，且在收取顾客货款一定时间后才与供应商结算，联销货品归供应商库存，公司不需要承担商品跌价、损坏、变质所引起的损失。公司目前采用联销模式经营的商品主要为服装、化妆品、珠宝首饰、家居用品、床上用品、音像制品、数码产品等种类。
- 物业出租是指在公司经营场所里进行的租赁经营，其利润来源于租金收入。主要是配合门店零售业务，满足顾客其他消费需求的服务补充，例如银行、通信、餐厅、快餐店、娱乐项目等。

图 4：公司 2009 年上半年经营模式收入构成

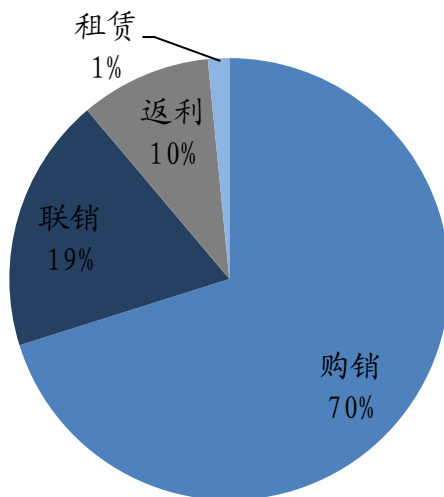
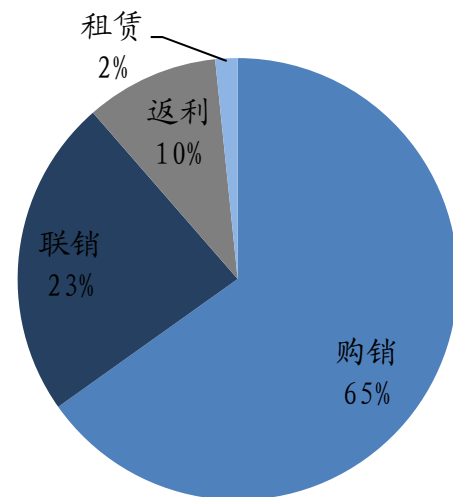


图 5：公司 2010 年上半年经营模式收入构成



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

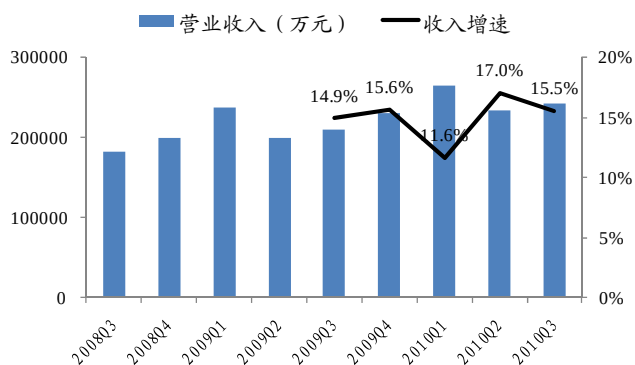
3. 公司经营情况

3.1. 2010 年三季度业绩简述

- 2010 年前三季度收入 73.9 亿元，同比增长 14.6%；归属上市公司股东净利润 1.6 亿元，同比减少 3.0%；对应 EPS0.40 元。

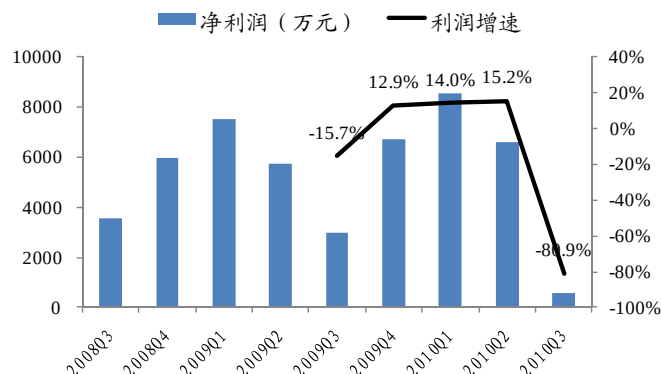
- 2010 年第三季度收入 24.2 亿元，同比增长 15.5%；归属上市公司股东净利润 5716 万元，同比减少 80.9%；对应 EPS0.01 元。
- 2010 年第三季度公司毛利率为 20.4%，呈现出有规律的波动，同比增长了 0.3 个百分点，但销售和管理费用率分别较去年同期上升了 0.8 和 0.6 个百分点。

图 6：公司单季度收入情况



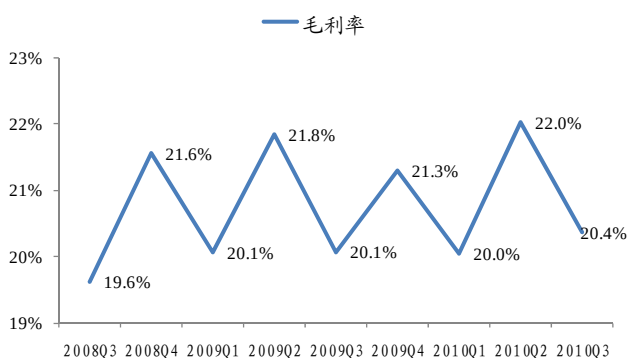
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 7：公司单季度净利润情况



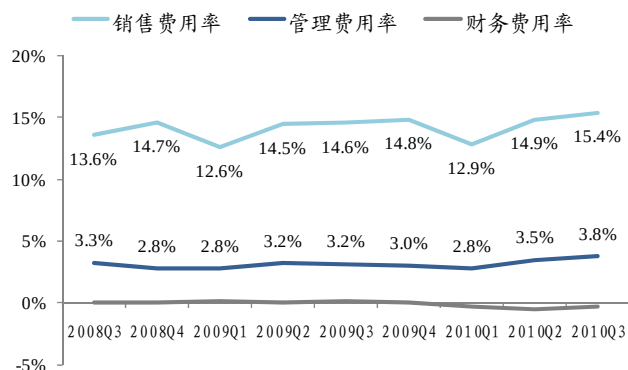
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 8：公司单季度毛利率情况



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 9：公司单季度费用率情况



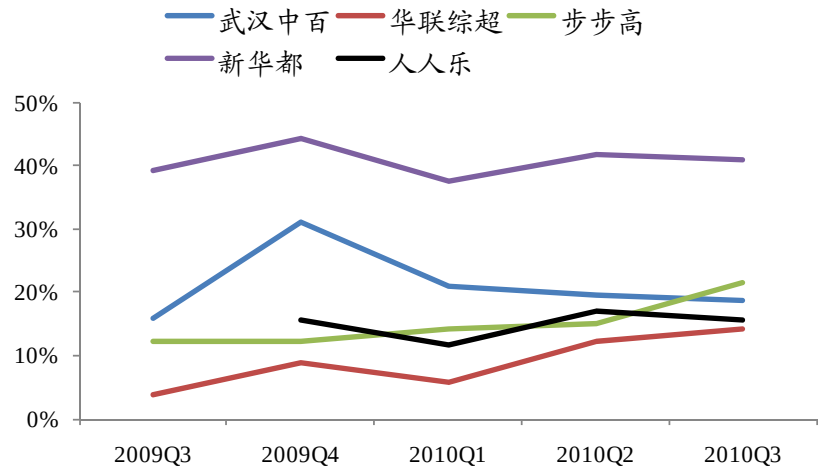
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

3.2. 公司第三季度业绩大幅低于预期的主要原因

- 公司与第三季度关闭了经营持续亏损的西安解放路店、东莞寮步店，支付了 1470 万的违约补偿，计入了营业外支出。
- 由于关店导致了部分门店资产加速折旧和摊销，计入了销售费用，使得第三季度销售费用率上升比较明显。
- 公司三季度几大区域的数家主力门店在做改造，比如西安的赛高店，高新店，这些都是区域销售前三名；华南区、西南区也有门店在改造，改造虽然没有停业，但还是会影响运营。

如果剔除公司三季度门店改造对于收入的影响，公司收入增速在行业内属于中等水平，未体现出异地扩张的优势。我们认为原因主要是 1) 公司募集资金到位不久，异地扩张还未加速；2) 公司近年进入几个次新区域发展，还为体现出规模优势，与行业内其他公司在优势区域加速布点发展速度会有差距。

图 10: 公司收入增速在行业内属于中等水平

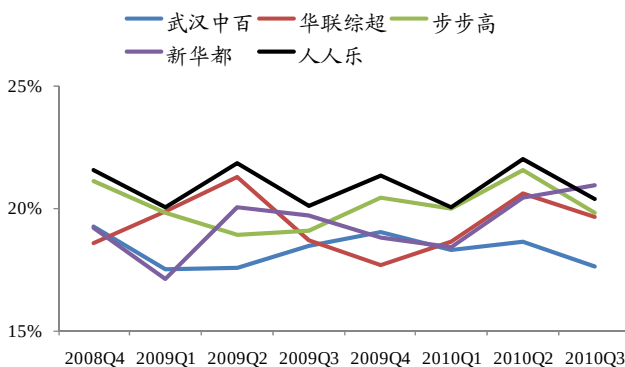


数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

3.3. 公司毛利率水平在行业内属于较高水平。

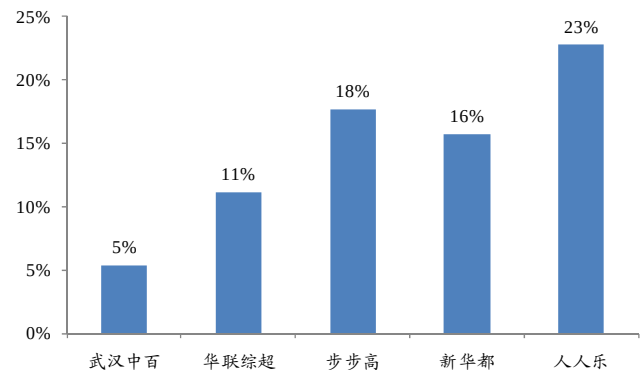
公司毛利率高于行业内其他公司的主要原因是公司业务收入中毛利率较高的百货(联销)收入占比较行业内其他公司较高, 2009 年公司联销收入占比 23%, 而武汉中百百货收入只占总收入的 5%。

图 11: 公司综合毛利率水平在行业内处于较高水平



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 12: 公司百货收入占比同行业最高



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

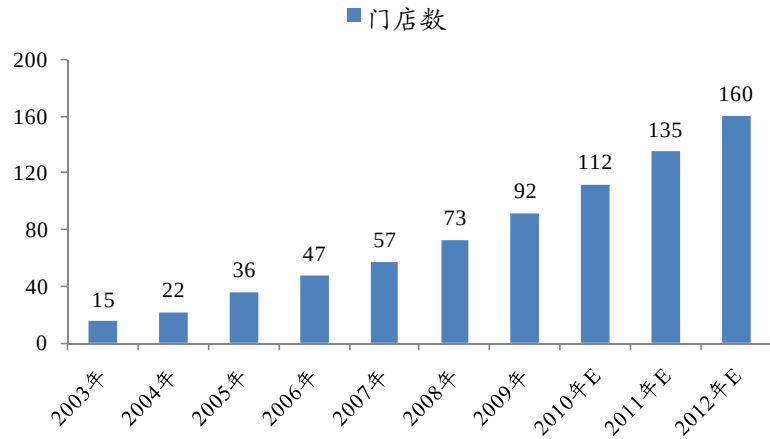
4. 外延扩张和经营效率提升是未来增长驱动力

4.1. 募集资金确保未来 3 年扩张无后顾之忧

公司 2004 至 2009 年分别新增门店 7 家、14 家、11 家、10 家、16 家、和 10 家, 今年前三季度新增门店 6 家, 由 2004 年初的 15 家增加到目前的 98 家。

今年公司上市后, 加快了扩张新店的步伐, 募集资金用于新增 68 家门店, 虽然前三季度扩张加快的步伐尚未体现, 但这与募集资金到位时间有一定关系, 目前公司已签约、储备了多家新店项目, 计划第四季度新开 14 家门店, 完成今年 20 家新门店的目标, 同时公司未来 2-3 年扩张每年 20-30 家的发展目标将比较确定。

图 13: 公司门店发展情况一览



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

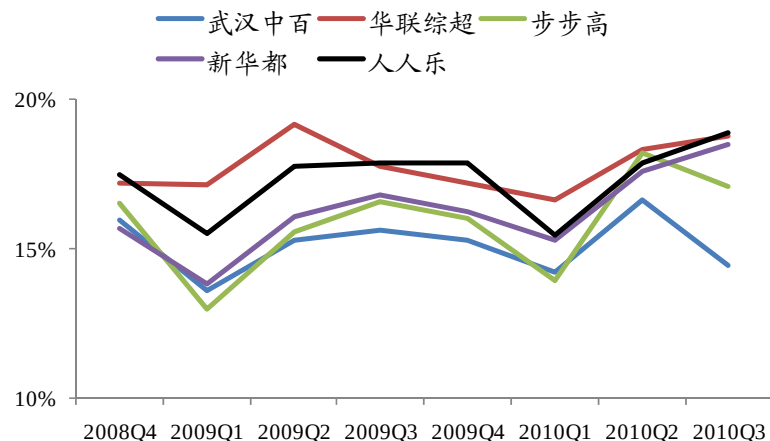
4.2. 成熟区域密集扩张有助于缩短培育期, 加速业绩增长

过去公司在拥有深圳、西安等成熟优势区域的情况下, 扩张新进入华北(天津)、重庆、南宁等战略新区域时并没有规模优势, 在成本、物流等方面没有优势, 导致部分门店出现战略性亏损, 培育期较长。而目前公司在这些区域已建立了物流中心并逐渐站稳脚跟, 门店减亏迹象明显, 未来公司在这些次新区域加速布点既能利用已有资源更好发展, 又能利用规模提升品牌形象, 这都将帮助这些门店缩短培育期, 加速业绩增长。

4.3. 多管齐下提升利润率

- 集中采购权有利于公司议价能力并减少区域采购灰色成本。公司今年起全面从区域收回采购权, 除部分生鲜、当地特产外, 总部与全国性供应商直接议价, 采购系统全国统一化, 这样能帮助公司收集大供应商信息, 并能取得更低折扣及返点, 减少原先区域采购中存在的灰色地带, 提高综合毛利率。但这样公司整个改革层面上的改革往往伴随着磨合期, 需要总部和区域之间逐步磨合, 效果才能逐渐体现。

图 14: 公司期间费用率水平属行业偏高水平, 有改善空间



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

- 优化物流降低运营成本。公司募投项目之一的增城物流中心已快完成，正在进行最后设备调试阶段，有望明年投入运营。公司未来将会逐步视发展按情况推动其他几大区域的扩建（新建）物流中心项目，公司在优势和次新区域的物流中心将有效帮助当地门店改善配送效率，降低运营成本。但在物流中心建设期和使用前期，由于物流中心未达到经济规模，可能会牺牲一些业绩。

4.4. 最坏阶段即将过去，释放潜力有待管理层激励到位

我们预计公司第三季度由于非经常性损益和改造部分主力门店而导致业绩大幅低于预期的情况不会持续，第四季度公司加速扩张门店所牺牲的业绩将在来年得到回报，所以今年下半年是公司发展的最坏阶段。公司体制改革以及加速优势地区布点所带来的内生、外延增长将在来年逐步体现出来。

公司现阶段还未实施股权激励，除了公司实际控制人何金明和其家人拥有公司股权外，公司的其他高管未有股权。以现有的行业内经验来看，管理层股权激励尚未实施，对于高管动力推动相对较弱。

5. 盈利预测及投资评级

5.1. 投资亮点

公司在上市后借助资本市场力量加快全国扩张步伐，我们看好公司全国扩张战略和在扩张区域内密集布点的战术安排，欣赏公司在与外资列强及区域列强竞争中体现出的企业文化和团队凝聚力。作为 A 股受屈一指的跨区域发展成功的民营超市企业，公司具有一定的战略投资价值。

5.2. 主要风险

新区、新店培育期较长，跨区域扩张成功尚待考验。公司进入西北地区较早，因此在西安等区域有优势；但是再向其他地方扩张较难，例如重庆，当地有优势较明显的新世纪及重百超市，公司在西南地区的扩张还鲜现收益；同时公司在福建遇到的竞争也较激烈，经营还未见明显好转。

租金和人力成本上涨对公司费用的压力。由于公司扩张依靠的是租赁门店，虽然目前租金上涨对公司老店长约的影响较小，但公司新开门店的租金会受市场影响上升，导致公司费用率上升。同时公司属于劳动密集型行业，虽然具目前了解公司今年还未有大幅加薪计划，但未来劳动力成本，特别是低端劳动力成本上涨必然也将导致公司费用的上升。

5.3. 盈利预测及投资评级

我们预计公司 2010/2011 年收入分别为 102.3/122.9 亿元，增速 17%/20%；归属母公司股东的净利润为 2.36/3.08 亿元，增速 3%，30%；对应每股收益 0.59/0.77 元。按照行业 2011 年平均 31 倍市盈率，参考目标价 24.6 元，维持中性评级。

我们给予公司中性评级，并不是不看好公司的发展，主要是考虑到公司部分新区门店拓展情况还需要观察，在公司进一步展示其在新区的成长能力之前，目前股价已基本反映了市场对于公司未来两年的发展期望。

表 3: 超市行业估值一览 (2010 年 11 月 5 日)

代码	简称	投资评级	收盘价	总市值	EPS			PE		
					09A	10E	11E	09A	10E	11E
002336.SZ	人人乐	中性	25.35	101	0.57	0.58	0.77	44	44	33
000759.SZ	武汉中百	增持	13.48	92	0.31	0.43	0.54	43	31	25
002251.SZ	步步高	中性	24.72	67	0.61	0.74	0.96	40	33	26
600361.SH	华联综超	中性	13.05	63	0.13	0.20	0.30	104	65	44
002264.SZ	新华都	增持	23.94	38	0.43	0.53	0.81	56	45	30
平均								58	44	31

数据来源: WIND、国泰君安证券研究

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。

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墙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。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决策。

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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		