



批零贸易业/可选消费品

天虹商场 (002419)

北有王府井，南有天虹

——天虹商场 (002419) 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：

公司作为定位社区型百货的全国连锁商业零售企业，拥有大股东的有利支持和到位的管理层激励，又处在高速成长期，理应享受一些溢价，给予增持评级。

投资要点：

- 公司是国内著名的连锁百货企业，也是国内拥有百货商场数量最多的连锁百货企业之一。公司发展得到国有股东全力支持，高管通过间接持股也得到有效激励。
- 公司业务特色有独创的“百货+超市+X”商业模式；将城市中心店与社区店有机结合；已经成功走出深圳，迈向全国，可被称为华南的“王府井”。公司与王府井之间定位略有不同，导致扩张速度有别，定位不同导致收入及利润率也有所差异。但整体上看，我们认为虽然天虹与王府井在细分市场上定位有所区别，但是都是具有优秀管理团队的成功的全国连锁百货企业。公司融入当地社区，定位中端的发展战略，更容易获取中国城镇化率和居民收入不断提高所带来的消费增量。
- 天虹每年保持 8-10 家门店的扩张为公司提供了持续的收入增长点，而公司在重视收益管理的同时，新店边际收益的不断提升将会是公司利润高速增长的有效保证。占公司年收入 6% 左右的深圳天虹购物广场预计将在 2010 年底改造完成并重新营业，新购物广场在品牌档次上了一个台阶，预计将对公司 2011 年及以后收入带来巨大贡献。
- 我们预计公司 2010/2011 年收入分别为 103、130 亿元，增速 28%/26%；归属母公司股东的净利润为 4.92/6.69 亿元，增速 38%，36%；对应每股收益 1.23/1.67 元。公司作为定位社区型百货的全国连锁商业零售企业，拥有大股东的有利支持和到位的管理层激励，又处在高速成长期，理应享受一些溢价，给予 2011 年 35 倍市盈率，参考目标价 58.5 元，给予增持评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,863	8,057	10,298	12,994	16,103
(+/-)%	24%	17%	28%	26%	24%
经营利润 (EBIT)	385	464	619	842	1,090
(+/-)%	25%	20%	33%	36%	30%
净利润	314	356	492	669	867
(+/-)%	2%	14%	38%	36%	30%
每股净收益 (元)	0.78	0.89	1.23	1.67	2.17
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 (%)	5.6%	5.8%	6.0%	6.5%	6.8%
净资产收益率 (%)	42.5%	37.3%	34.1%	31.6%	29.1%
投入资本回报率 (%)	41.7%	36.8%	31.2%	29.0%	26.6%
EV/EBITDA	44.3	36.5	26.4	18.2	13.0
市盈率	59.3	52.3	37.8	27.8	21.5
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：增持

上次评级：首次

目标价格：58.50

上次预测：

当前价格：47.99

2010.11.17

交易数据

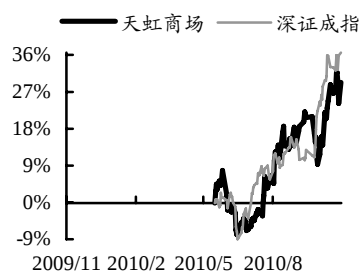
52 周内股价区间 (元)	33.36-49.69
总市值 (百万元)	19,201
总股本/流通 A 股 (百万股)	400/50
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	13%
日均成交量 (百万股)	2
日均成交值 (百万元)	86

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,148
每股净资产	7.87
市净率	6.1
净负债率	0%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.31	0.40
Q2	0.16	0.26
Q3	0.14	0.24
Q4	0.29	0.33
全年	0.89	1.23

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	18%	22%	0%
相对指数	18%	4%	7%

相关报告

《天虹商场公司 2010-11-03 调研提纲》	2010.11.02
《区域内具备优势的百货龙头企业》	2010.05.14

模型更新时间: 2010.11.16

股票研究

可选消费品
批零贸易业

天虹商场 (002419)

评级: 增持

上次评级: 首次

目标价格: 58.50

上次预测:

当前价格: 47.99

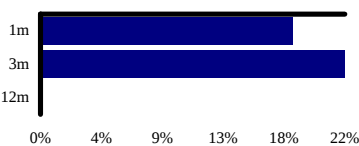
公司网址

www.rainbow.cn

公司简介

公司是国内著名的连锁百货企业,国内拥有百货商场数量最多的连锁百货企业之一。公司主要面向国内经济发达地区的中高收入居民提供中高档商品零售服务,经营百货业逾 25 年,先后在深圳、南昌、厦门、东莞、惠州、嘉兴、福州、长沙、苏州、北京和杭州等地开设了 35 家直营连锁百货商场,还以特许经营方式管理 2 家商场,在国内首创了“百货+超市+X”的业态组合模式,提高了超市和其他相关业态在百货商场的地位和作用。公司已连续 8 年入选中国连锁百强企业,是深圳和广东地区销售规模最大的百货企业。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

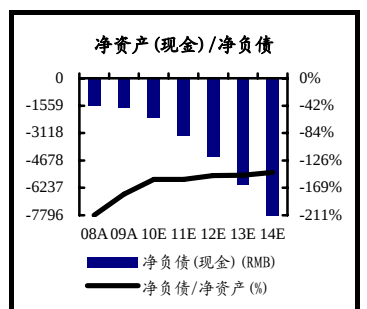
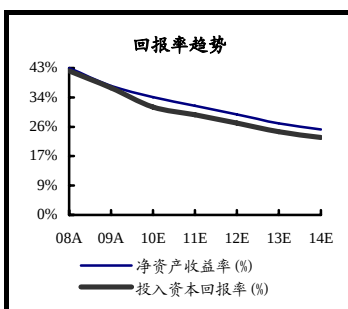
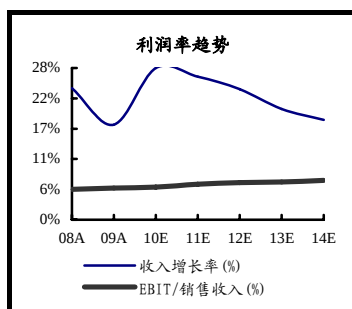
33.36-49.69

市值 (百万)

19,201

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
营业总收入	6,863	8,057	10,298	12,994	16,103	19,367	22,921
营业成本	5,195	6,207	7,915	9,945	12,296	14,779	17,446
税金及附加	37	34	50	59	76	90	107
销售费用	1,083	1,224	1,524	1,910	2,351	2,808	3,301
管理费用	162	128	191	238	290	349	413
EBIT	385	464	619	842	1,090	1,342	1,655
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	0	10	-41	-60	-83	-115	-151
营业利润	384	454	659	901	1,173	1,456	1,805
所得税	80	115	182	247	321	397	491
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0
净利润	314	356	492	669	867	1,074	1,329
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	1,554	1,698	2,252	3,294	4,467	6,052	7,809
其他流动资产	0	0	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	0	0
固定资产合计	663	645	627	608	590	572	554
无形及其他资产	328	866	1,340	1,814	2,288	2,761	3,233
资产合计	3,044	3,933	5,185	6,854	8,816	11,066	13,653
流动负债	2,356	3,030	3,788	4,786	5,879	7,051	8,304
非流动负债	0	0	1	3	6	10	15
股东权益	737	953	1,445	2,114	2,981	4,055	5,384
投入资本(IC)							
投入资本(IC)	737	953	1,446	2,117	2,987	4,065	5,399
现金流量表							
NOPLAT	307	351	452	614	796	979	1,208
折旧与摊销	0	0	1	1	2	2	3
流动资金增量	250	420	526	827	757	962	877
资本支出	-177	-885	-442	-442	-442	-442	-442
自由现金流	380	-114	537	1,001	1,113	1,502	1,646
经营现金流	0	0	995	1,482	1,611	2,024	2,194
投资现金流	-177	-885	-442	-442	-442	-442	-442
融资现金流	-172	-155	1	2	3	4	5
现金流净增加额	-349	-1,040	554	1,042	1,172	1,585	1,757
财务指标							
成长性							
收入增长率	24.1%	17.4%	27.8%	26.2%	23.9%	20.3%	18.3%
EBIT 增长率	25.0%	20.4%	33.4%	36.1%	29.5%	23.1%	23.3%
净利润增长率	2.4%	13.5%	38.3%	35.9%	29.6%	23.9%	23.7%
利润率							
毛利率	24.3%	23.0%	23.1%	23.5%	23.6%	23.7%	23.9%
EBIT 率	5.6%	5.8%	6.0%	6.5%	6.8%	6.9%	7.2%
净利润率	4.6%	4.4%	4.8%	5.1%	5.4%	5.5%	5.8%
收益率							
净资产收益率(ROE)	42.5%	37.3%	34.1%	31.6%	29.1%	26.5%	24.7%
总资产收益率(ROA)	10.3%	9.0%	9.5%	9.8%	9.8%	9.7%	9.7%
投入资本回报率(ROIC)	41.7%	36.8%	31.2%	29.0%	26.6%	24.1%	22.4%
运营能力							
存货周转天数	13	12	12	12	12	12	12
应收账款周转天数	1	1	1	1	1	1	1
总资产周转天数	148	158	162	23	22	21	21
净利润现金含量	0.00	0.00	2.02	2.22	1.86	1.88	1.65
资本支出/收入	3%	11%	4%	3%	3%	2%	2%
偿债能力							
资产负债率	77.4%	77.0%	73.1%	69.9%	66.8%	63.8%	60.9%
净负债率	-210.7%	-178.1%	-155.7%	-155.7%	-149.6%	-149.0%	-144.8%
估值比率							
PE	59.3	52.3	37.8	27.8	21.5	17.3	14.0
PB	25.2	19.5	12.9	8.8	6.2	4.6	3.5
EV/EBITDA	44.3	36.5	26.4	18.2	13.0	9.3	6.5
P/S	2.7	2.3	1.8	1.4	1.2	1.0	0.8
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



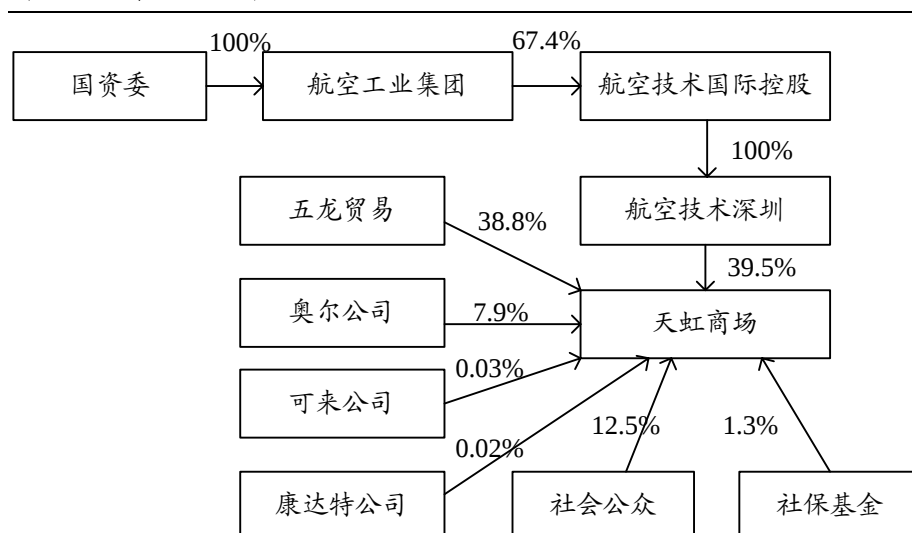
1. 公司简介

公司是国内著名的连锁百货企业，也是国内拥有百货商场数量最多的连锁百货企业之一。公司经营百货业逾 25 年，截止 2010 年 9 月底，公司先后在深圳、南昌、厦门、东莞、惠州、嘉兴、福州、长沙、苏州、北京和杭州等地开设了 39 家直营连锁百货商场，还以特许经营方式管理 3 家商场，营业面积达到 94 万平方米。公司连续 8 年入选中国连锁百强企业，是深圳和广东地区销售额最高、商场数量最多的连锁百货企业，2009 年连锁业协会公布的连锁百强中的百货企业中排行第 13，属于区域内具备优势的百货龙头企业。

公司发展得到国有股东全力支持。公司第一大股东深航技是国有全资控股的公司，对公司支持力度较强，今年 9 月深航技与公司签署了《业务协同与支持框架意向备忘录》，公司将获得大股东在商业地产方面进一步的支持，有利于公司业务加速扩张，增强市场竞争力。中航集团在十二五计划中提出了“万亿”的目标，而中航国际要占到 1/5，作为航空国家下最重要的商业资产平台，深航技、中航国际以致集团未来都会在资金、政策和激励机制上为公司提供全方位的支持。

高管通过间接持股得到有效激励。公司经营管理层出资组建了奥尔、可来和康达特公司，并通过现金方式对天虹商场进行增资，从而实现了管理层间接持有天虹商场股权。目前公司 115 名管理层共间接持有公司 3181.85 万股，占公司总股本的 7.95%，市值超过 15 亿元。中、高层管理大范围间接持股一定程度上保持了管理团队的稳定，有助于公司持续发展。

图 1：公司股权结构



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

表 1：公司发行前后股权情况

	发行前		发行后	
	股份数(万)	占比	股份数(万)	占比
中航技深圳	16313.85	46.6%	15812.85	39.5%

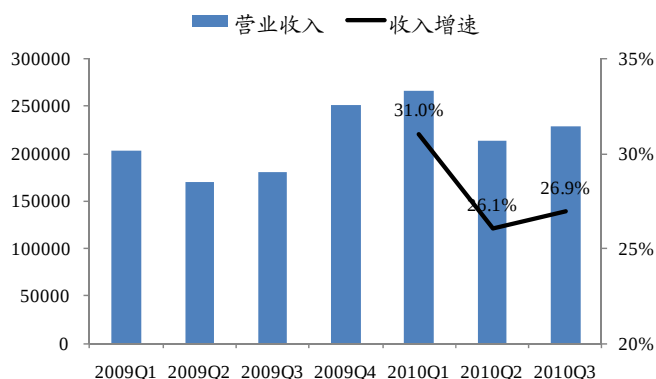
五龙贸易	15504.3	44.3%	15504.3	38.8%
奥尔公司	3161.9	9.0%	3161.9	7.9%
可来公司	11.9	0.03%	11.9	0.03%
康达特公司	8.05	0.02%	8.05	0.02%
社会公众股	-	-	5010	12.5%
社保基金	-	-	501	1.3%
合计	35000	100.0%	40010	100.0%

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

2. 2010 年三季度业绩简述

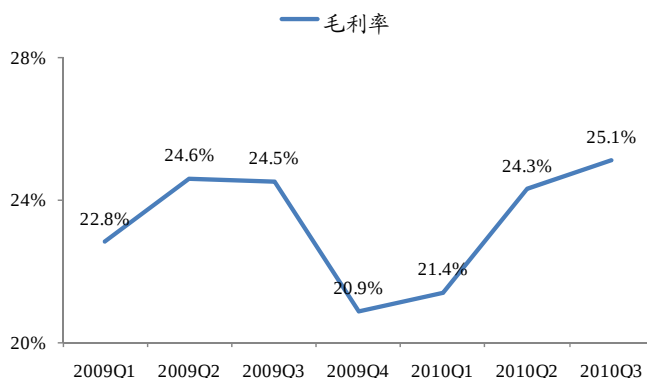
- 2010 年前三季度公司收入 71.0 亿元，同比增长 28.2%；归属上市公司股东净利润 3.32 亿元，同比增长 37.3%；对应 EPS0.90 元。
- 2010 年第三季度公司收入 22.9 亿元，同比增长 26.9%；归属上市公司股东净利润 9937 万元，同比增长 80.6%；对应 EPS0.01 元。
- 2010 年第三季度公司毛利率为 25.1%，同比增长了 0.6 个百分点，销售费用率同比下降了 0.8 个百分点，管理费用率水平与去年持平。
- 公司第三季度收入同比增长 26.9%，受益于整体经济向好稳步增长，但是由于公司产品毛利率及销售费用率的降低，推动了公司利润率大幅上涨。公司毛利率的上升的得益于公司推进的收益管理，重视商品有效性和促销有效性的提升，未来综合毛利率还有继续提升的空间。而销售费用率降低今年较 2009 年促销活动相对减少有关。

图 2：公司单季度收入情况



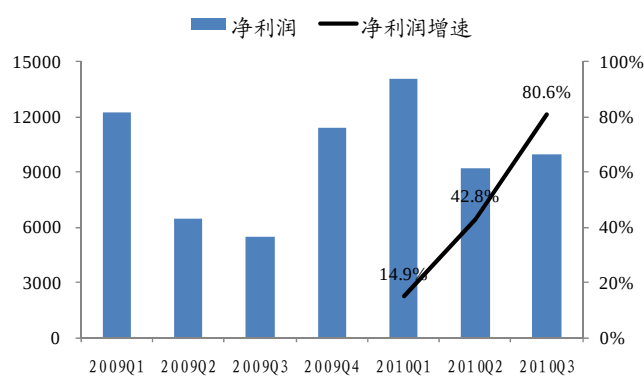
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 4：公司单季度毛利率情况



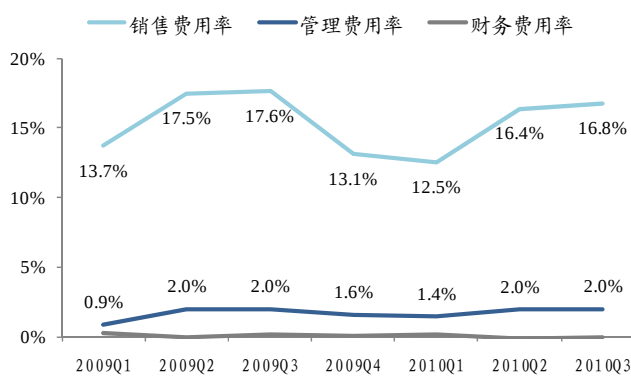
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 3：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 5：公司单季度费用率情况



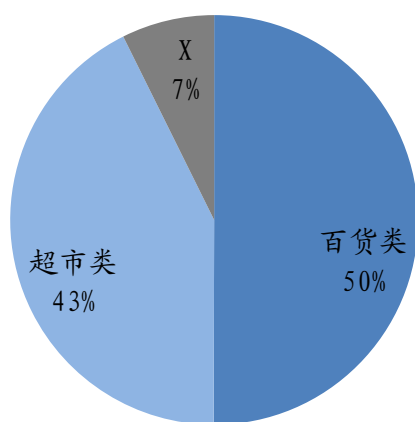
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

3. 投资亮点：“百货+超市+X”商业模式的全国扩张

3.1. 独创的“百货+超市+X”商业模式

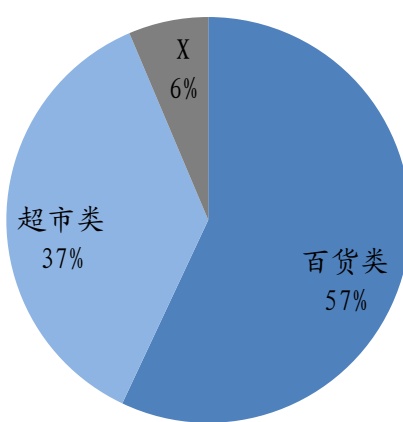
通过不断探索，在国内首先在百货商场中引入超市及其他业态，在保证百货经营为主体的基础上，配合可与百货共享顾客群体的精品超市，并根据顾客需求和竞争对手灵活配置“X”（家居、电器、餐饮等）。这种百货为主，超市可大可小，X可有可无的弹性定制模式使得公司可以根据所在门店所处地区客户群的实际需求，精确自身定位，强化了业态间的协调效应，有效提高了商场的整体盈利能力，已经取得了较好的经营成果。

图 6：2008 年公司收入结构



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 7：2009 年公司收入结构



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

3.2. 城市中心店与社区店有机结合

为了更细化的满足客户的不同需求，公司主要又将百货按照社区购物中心店和城市中心店差异化经营，在以城市中心店确立商业地位的同时，以社区购物中心占领市场份额。

公司在发展社区和城市中心店之外，还计划推出高档百货“君尚”品牌，面向高端消费群体。高端品牌不但能拓展公司的发展空间，增加公司的客户群体，还能增强公司对高端品牌供应商的吸引力，提升整体市场地位，为公司提供未来的利润增长源头

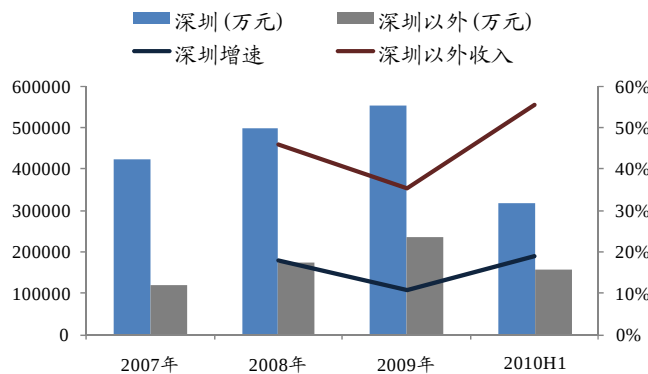
3.3. 走出深圳，迈向全国

1985 年 1 月，天虹商场在深圳南部开业；2000 年 4 月，天虹商场的第一家分店——深圳东门天虹开业，天虹走上了连锁经营之路；已经连续 8 年入选中国连锁百强企业，是深圳和广东地区销售额最高、商场数量最多的连锁百货企业。

但公司不满足于偏安一方，积极向异地扩张，2002 年 10 月，南昌江大

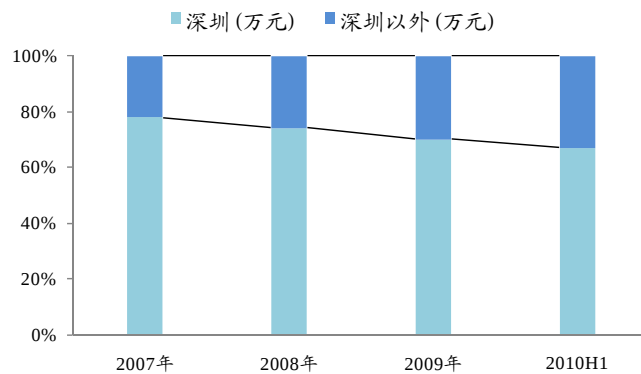
天虹开业, 标志着天虹走上了向全国扩张的道路。截至 2010 年 9 月底, 公司先后在深圳、南昌、厦门、东莞、惠州、嘉兴、福州、长沙、苏州、北京和杭州等地开设了 39 家直营连锁百货商场, 还以特许经营方式管理 3 家商场, 营业面积达到 94 万平方米。

图 8: 公司深证以外地区收入增速迅猛



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 9: 公司深圳以外地区收入占比逐年提高



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

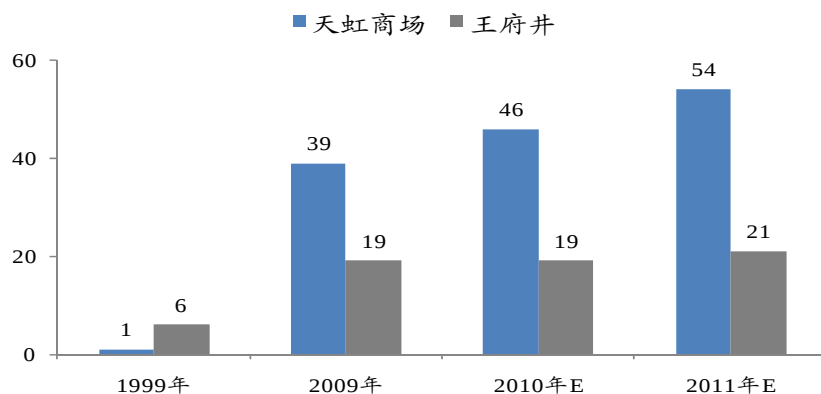
3.4. 华南 “王府井”

截至 2010 年 11 月 11 日, 天虹商场与王府井市值都接近了 200 亿元规模, 同时两者又都是我国为数不多的在全国扩张的百货连锁企业, 我们认为两者具有一定的可比性。

3.4.1. 定位略有不同, 导致扩张速度有别

王府井将自身定位于中高端百货, 门店设立在城市闹市中心商圈, 而天虹则是将自身定位于时尚百货, 设立少量门店在市中心确立商业地位, 大多门店则是设立在社区。两家公司不同的定位决定了扩张速度将会有所差别, 毕竟黄金地段属于稀缺资源, 选址的难度限制了王府井扩张的速度, 相比而言, 天虹商场社区百货门店可供选择的范围将会宽泛不少。另外由于定位不同, 两家公司的扩张战略也有所不同, 王府井依靠自有品牌号召力和定位, 在一处地区只需一处布点也能盈利, 而天虹则需要一定区域内密集布点才有优势。这些因素造成了当天虹商场 2000 年开出第一家分店的时候, 王府井已有 6 家门店, 而 10 年过去了, 王府井目前有 19 家门店, 天虹商场已经拥有了 42 家门店。

图 10: 天虹-王府井门店数对比



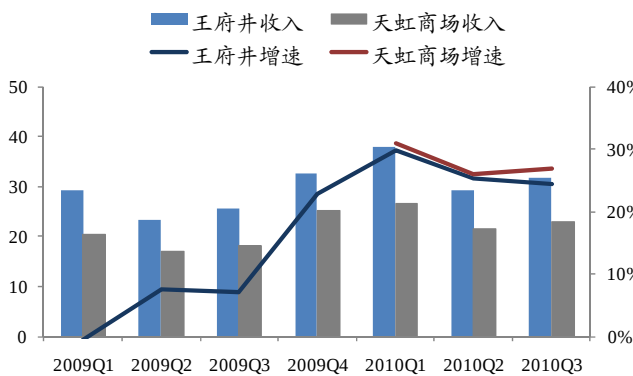
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

3.4.2. 定位不同导致收入及利润率也有所差异

王府井主要经营高端百货，单店面积大，所售商品档次高，导致王府井平均单店收入（5.6 亿元）远远高于天虹（2.1 亿元），单店收入差使得王府井在总收入上超过了天虹，但由于天虹持续有新店开业，天虹商场的收入增速略高于王府井。

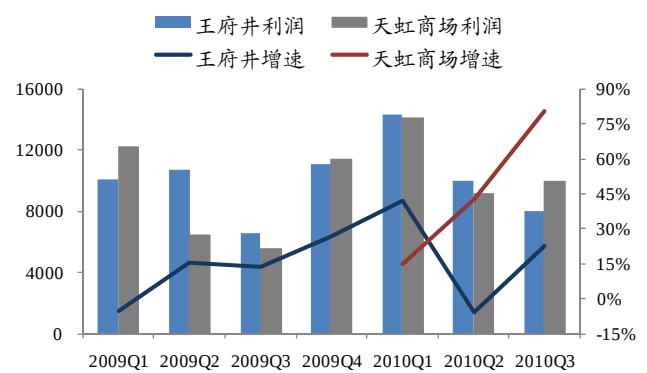
王府井全国扩张多依靠品牌单打独斗，在所在区域形成不了规模优势，而天虹在扩张中更加重视一定区域内密集布点，对区域供应商有一定溢价能力，所以天虹毛利率显著高于王府井，并且随着公司在一定区域再提高密度，以及新店商品品类随着当地需求的不断调整，毛利率还有提升的潜力。毛利率的改善和天虹新店收入增加所带来的边际盈利的提高是天虹净利润增速显著高于王府井的主要原因。

图 11：天虹-王府井总收入对比



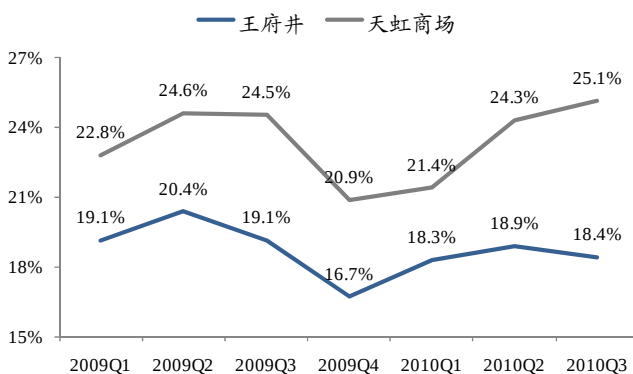
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 12：天虹-王府井净利润对比



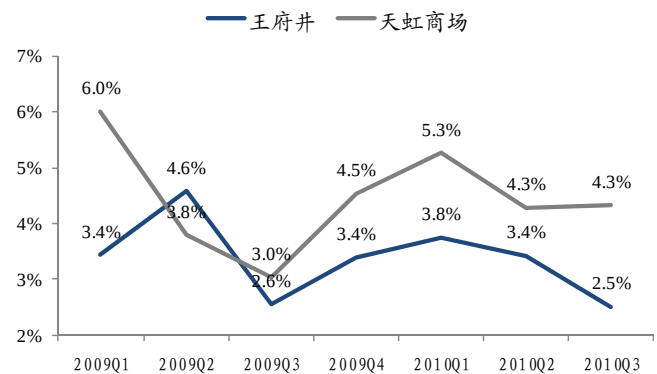
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 13：天虹-王府井毛利率对比



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 14：天虹-王府井净利率对比



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

整体上看，我们认为虽然天虹与王府井在细分市场上定位有所区别，但是都是具有优秀管理团队的成功的全国连锁百货企业。公司融入当地社区，定位中端的发展战略，更容易获取中国城镇化率和居民收入不断提高所带来的消费增量。

3.5. 天虹与茂业比较：定位独树一帜，注重轻资产发展

茂业国际与天虹都是深圳起家，并且都成为全国百货连锁的成功代表，两家公司也具有一定可比性。

3.5.1. 门店定位有别，经营品类也有所差异

茂业在深圳门店定位主要为中高端，特别是华强北、东门店两家旗舰店与新开业的友谊店已在深圳最繁华的华强北、东门、人民南商圈完成了战略布局，形成了三足鼎立之势。茂业百货庞大的经营面积、最佳的核心地段以及众多一线品牌让茂业在深圳百货行业具有领导地位。相比之下天虹门店选址多数位于社区周边，定位中段、时尚，并且超市占面积较大，方便周边居民完成一站式购物需求。

由于门店所处商圈和定位不同，茂业和天虹所经营的商品品类也有所差异。茂业店占据着最核心商圈的制高点，主要经营相对耐用且高档的商品，并且追求的是将高端品牌卖出好价钱；而天虹商场深入社区，配合超市，相对快速消费品占比较高，追求的是如何让商品的更具有价格上的竞争力，所以一线品牌不多。

3.5.2. 天虹坚持轻资产发展

茂业国际截至 2010 年中报在全国 13 个城市共经营 25 家门店，大股东地产商的背景，使得茂业百货的发展更加偏向于商业地产项目结合。这决定了茂业百货大城市的核心商圈的布局和他经营面积庞大、区域内最高端的定位；同时这也决定了茂业百货门店物业超过 70% 是自有或者向大股东租赁。

表 2：茂业物业情况一览

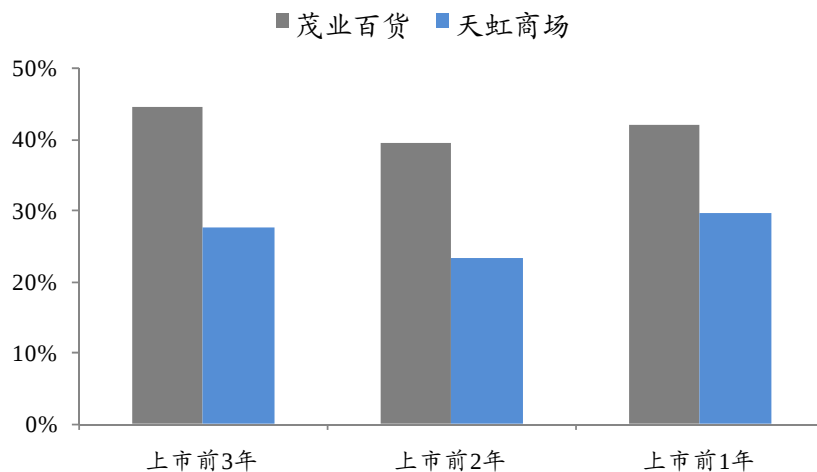
店铺	建筑面积(平方米)	物业所有权	店铺	建筑面积(平方米)	物业所有权
深圳华强北店	59787	大股东租赁	无锡清扬店	72350	管理店
成都咸市口店	53873	自有	重庆解放碑店	42000	管理店
重庆江北店	53542	大股东租赁	成都武侯店	16000	第三方租赁
深圳东门店	47436	自有	泸州白塔店	15115	第三方租赁
秦皇岛金都店	46610	自有	成都温江店	8422	第三方租赁
深圳南山店	45000	自有	成都龙泉驿店	8373	第三方租赁
泰州一百店	40358	自有			
太原柳巷店	30616	自有			
绵阳兴达店	27617	自有			
南充五星店	25994	自有			
南充模范街店	24035	自有			
珠海香江店	23715	大股东租赁			
深圳和平店	23078	大股东租赁			
绵阳临园店	21731	自有			
深圳深南店	10507	大股东租赁			
成都北站店	7204	自有			

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

与茂业相比，天虹更加专注于轻资产式地发展百货业务，绝大多数门店是向第三方租赁而来，天虹固定资产在总资产中占比。这种轻资产的扩

张方式有利于天虹快速扩张门店，但也使得天虹无法取得物业升值所带来的收益，并增加了物业租金上涨所带来的经营风险。未来天虹也有逐步适当增加自由物业占比的计划，但还是会坚持轻资产发展。

图 15: 天虹-茂业固定资产/总资产占比比较



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

4. 盈利预测及投资评级

天虹每年保持 8-10 家门店的扩张为公司提供了持续的收入增长点，而公司在重视收益管理的同时，新店边际收益的不断提升将会是公司利润高速增长的有利保证。占公司年收入 6% 左右的深圳天虹购物广场预计将在 2010 年底改造完成并重新营业，新购物广场在品牌档次上了一个台阶，预计将对公司 2011 年及以后收入带来巨大贡献。

我们预计公司 2010/2011 年收入分别为 103、130 亿元，增速 28%/26%；归属母公司股东的净利润为 4.92/6.69 亿元，增速 38%，36%；对应每股收益 1.23/1.67 元。公司作为定位社区型百货的全国连锁商业零售企业，拥有大股东的有利支持和到位的管理层激励，又处在高速成长期，理应享受一些溢价，给予 2011 年 35 倍市盈率，参考目标价 58.5 元，给予增持评级。

主要风险点为租金上涨造成公司扩张新门店时进度低于预期以及费用的压力。

表 3: 百货行业估值一览 (2010 年 11 月 15 日)

	简称	投资评级	收盘价	总市值	EPS			PE		
					09A	10E	11E	09A	10E	11E
600859.SH	王府井	增持	48.02	201	0.92	1.18	1.50	52	41	32
000987.SZ	广州友谊	谨慎增持	29.95	108	0.79	0.86	1.11	38	35	27
002187.SZ	广百股份	谨慎增持	30.51	52	0.98	1.03	1.23	31	30	25
600729.SH	重庆百货	增持	52.68	107	0.77	1.40	1.81	69	38	29
600858.SH	银座股份	谨慎增持	28.82	83	0.41	0.94	1.25	70	31	23
600785.SH	新华百货	增持	34.90	72	0.92	1.16	1.43	38	30	24

600631.SH	百联股份	增持	17.20	189	0.37	0.49	0.55	47	35	31
600628.SH	新世界	增持	13.79	73	0.34	0.46	0.58	41	30	24
000417.SZ	合肥百货	增持	19.52	94	0.42	0.53	0.67	47	37	29
000501.SZ	鄂武商 A	增持	20.49	104	0.47	0.57	0.80	44	36	26
600828.SH	成商集团	谨慎增持	20.94	77	0.35	0.39	0.68	60	54	31
600694.SH	大商股份	中性	58.66	172	-0.40	0.50	1.00	-148	117	59
002277.SZ	友阿股份	中性	27.70	97	0.43	0.53	0.66	65	52	42
600280.SH	南京中商	增持	30.69	44	0.30	0.50	1.35	103	61	23
600778.SH	友好集团	增持	17.22	54	0.19	0.40	0.55	89	43	31
000516.SZ	开元控股	谨慎增持	6.40	46	0.11	0.22	0.20	59	29	32
600693.SH	东百集团	增持	14.02	48	0.24	0.38	0.64	58	37	22
000564.SZ	西安民生	增持	8.54	26	0.16	0.21	0.26	53	41	33
平均								46	43	30
002419.SZ	天虹商场	增持	47.99	192	0.89	1.23	1.67	54	39	29

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		