



批零贸易业/可选消费品

新世界 (600628)

内生增长持续，安全边际较高，静待资产注入

——新世界 (600628) 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：

新世界 2010 年酒店业务增长较好，百货内生增长持续，预计 2011 年仍将有稳定增长，现阶段估值较低，安全边际较高，静待明确预期的资产注入。

投资要点：

公司核心业务是百货，70%左右的收入与 50%左右的毛利来源于新世界城。公司的百货门店经营未来仍有空间，一方面收入的自然增长，而费用相对固定化，利润增长持续，另外一方面经营模式也在调整，例如租赁面积可能收回自营。

2010 年第三季度母公司合并报表投资收益 3836 万元，主要为酒店业务贡献。在世博会后入住率和房价都会略有回落，预计稳定的入住率将在 70% 左右，正常化的利润应该也有 3000 万元左右。

公司控股 60% 的上海蔡同德药业有限公司属下有蔡同德堂、群力草药店、蔡同德堂中药制药厂等名优企业。医药业务随着经营方式的转变，毛利率将随着收入规模上升而同步提高，未来几年贡献的利润将逐步增加。

公司其他收入主要来源于物业出租，包括电玩城、名店运动城、电影院和停车场等，这些租金收入来源稳定，能为公司提供稳定现金流。

163 地块还未开始建设，预期将会在 2011 年开始建设，2012 年建成投入营业。此项目由于处于南京东路地铁口，靠近外滩，地理位置优越，且公司也将与新世界城错位，未来将此门店定位高端，有计划寻找有品牌背景的外资百货管理公司共同发展此项目。

公司资产重组预期明确。持有公司 25.21% 股权的第一大股东黄浦区国资委已将新世界重组工作列入了政府经济工作的重点之一，预计 2011 年进行重组的可能性较高。

不考虑资产注入，预计 2010、2011 年归属于母公司的净利润为 2.43、2.91 亿元，增速为 35%、20%，EPS 为 0.46 元、0.55 元。按照 12 月 14 日股价 12.54 元，市盈率为 27 倍、23 倍，低于行业平均水平。考虑到公司资产注入较为明确，未来门店扩展清晰可见，建议“增持”，按照 2011 年业绩参考 30 倍市盈率，给予目标价 16.50 元。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,655	2,730	3,002	3,275	3,564
(+/-)%	38%	3%	10%	9%	9%
经营利润 (EBIT)	332	332	422	484	570
(+/-)%	12%	0%	27%	15%	18%
净利润	163	180	243	291	362
(+/-)%	6%	11%	35%	20%	24%
每股净收益 (元)	0.31	0.34	0.46	0.55	0.68
每股股利 (元)	0.10	0.11	0.10	0.10	0.10

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	12.5%	12.1%	14.1%	14.8%	16.0%
净资产收益率 (%)	9.9%	10.2%	12.4%	13.2%	14.4%
投入资本回报率 (%)	7.6%	7.6%	10.0%	10.2%	12.4%
EV/EBITDA	18.4	18.2	14.7	13.3	10.7
市盈率	40.8	36.9	27.4	22.8	18.4
股息率 (%)	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：16.50

上次预测：16.50

当前价格：12.51

2010.12.15

交易数据

52 周内股价区间 (元)	10.12-18.87
总市值 (百万元)	6,653
总股本/流通 A 股 (百万股)	532/452
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	85%
日均成交量 (百万股)	11
日均成交值 (百万元)	146

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,870
每股净资产	3.52
市净率	3.6
净负债率	146%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.09	0.09
Q2	0.11	0.12
Q3	0.05	0.06
Q4	0.10	0.19
全年	0.34	0.46

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-7%	-17%	-11%
相对指数	-5%	-26%	0%

相关报告

《三季度利润增 35%，管理费用正常化》	2010.10.25
《新世界公司 2010-08-12 调研提纲》	2010.08.11
《预期资产注入进度将加快》	2010.08.10
《资产注入较为明确，门店扩展清晰可见》	2010.04.13
《拍得 163 地块有助突破单店经营模式》	2010.02.09

模型更新时间: 2010.12.15

股票研究

可选消费品
批零贸易业

新世界 (600628)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 16.50

上次预测: 16.50

当前价格: 12.51

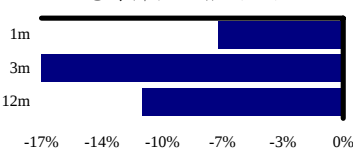
公司网址

www.newworld-china.com

公司简介

公司购物广场主要经营中高档品牌百货,如雅格斯丹服饰,欧米茄手表,谢瑞麟珠宝,资生堂化妆品,双立人家具用品等。此外,公司还引入世界知名酒店品牌成立新世界丽笙大酒店(丽笙中国旗舰店),并独创性的在购物中心高层中引入日本世嘉游艺和英国杜莎夫人蜡像馆。新世界已成为上海都市生活的平台和缩影,是上海市民及国内外观光客最为青睐的城市中心的购物休闲场所。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

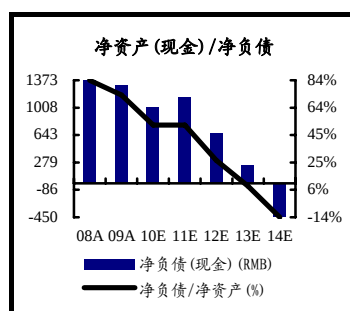
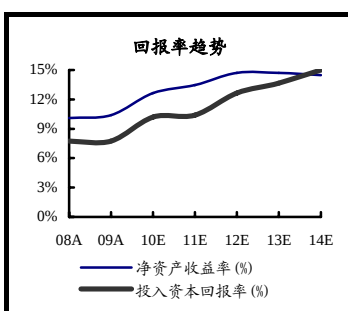
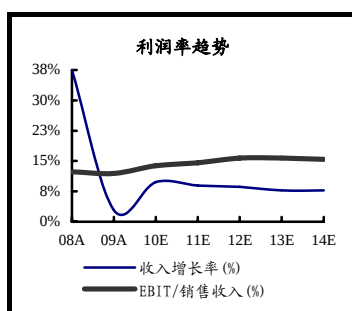
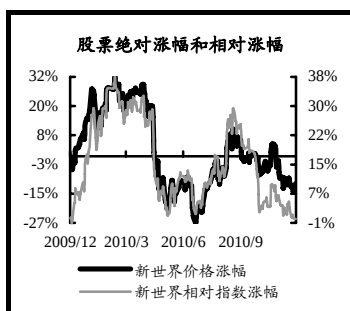
10.12-18.87

市值 (百万)

6,653

财务预测 (单位: 百万元)

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
损益表							
营业总收入	2,655	2,730	3,002	3,275	3,564	3,847	4,153
营业成本	1,848	1,950	2,106	2,299	2,484	2,693	2,919
税金及附加	37	33	36	40	43	47	50
销售费用	129	121	126	131	139	146	158
管理费用	309	295	312	321	328	346	374
EBIT	332	332	422	484	570	615	652
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	4	4	4	4	4	4
财务费用	104	85	89	84	74	45	11
营业利润	230	252	337	404	501	574	644
所得税	59	64	85	102	127	145	163
少数股东损益	6	7	8	9	11	13	15
净利润	163	180	243	291	362	415	465
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	289	220	211	233	268	309	464
其他流动资产	0	0	0	0	0	0	0
长期投资	83	85	85	85	85	85	85
固定资产合计	3,245	3,166	3,265	3,562	3,549	3,428	3,308
无形资产及其他资产	129	136	133	129	126	122	119
资产合计	3,962	3,943	3,953	4,397	4,344	4,390	4,353
流动负债	2,283	2,123	1,945	2,139	1,763	1,430	962
非流动负债	11	10	1	3	6	10	15
股东权益	1,638	1,776	1,966	2,205	2,513	2,874	3,287
投入资本(IC)	3,250	3,253	3,153	3,546	3,431	3,416	3,307
现金流量表							
NOPLAT	246	247	315	361	426	459	486
折旧与摊销	104	106	102	103	113	121	121
流动资金增量	-2	-142	139	-78	135	-69	141
资本支出	-53	-32	-198	-398	-98	2	2
自由现金流	294	180	357	-12	576	513	750
经营现金流	371	308	577	411	697	527	757
投资现金流	-49	-97	-194	-394	-94	6	6
融资现金流	-285	-280	-393	4	-567	-493	-608
现金流净增加额	38	-69	-9	22	36	41	155
财务指标							
成长性							
收入增长率	38.1%	2.9%	10.0%	9.1%	8.8%	7.9%	7.9%
EBIT 增长率	11.6%	0.0%	27.3%	14.7%	17.9%	7.8%	5.9%
净利润增长率	6.4%	10.7%	34.7%	19.9%	24.0%	14.7%	12.2%
利润率							
毛利率	30.4%	28.6%	29.9%	29.8%	30.3%	30.0%	29.7%
EBIT 率	12.5%	12.1%	14.1%	14.8%	16.0%	16.0%	15.7%
净利率	6.1%	6.6%	8.1%	8.9%	10.1%	10.8%	11.2%
收益率							
净资产收益率(ROE)	9.9%	10.2%	12.4%	13.2%	14.4%	14.4%	14.2%
总资产收益率(ROA)	4.1%	4.6%	6.1%	6.6%	8.3%	9.4%	10.7%
投入资本回报率(ROIC)	7.6%	7.6%	10.0%	10.2%	12.4%	13.4%	14.7%
运营能力							
存货周转天数	19	19	19	19	19	19	19
应收账款周转天数	11	15	15	15	15	15	15
总资产周转天数	548	528	480	25	(3)	2	(2)
净利润现金含量	2.28	1.71	2.37	1.41	1.93	1.27	1.63
资本支出/收入	2%	1%	7%	12%	3%	0%	0%
偿债能力							
资产负债率	57.9%	54.1%	49.2%	48.7%	40.7%	32.8%	22.4%
净负债率	83.8%	73.4%	51.9%	51.9%	26.8%	8.4%	-13.7%
估值比率							
PE	40.8	36.9	27.4	22.8	18.4	16.0	14.3
PB	4.1	3.7	3.4	3.0	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	18.4	18.2	14.7	13.3	10.7	9.4	8.0
P/S	2.5	2.4	2.2	2.0	1.9	1.7	1.6
股息率	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%



1. 公司简介

公司是率先在中华商业第一街试行股份制的商业企业，拥有 21 万平方米的新世界综合消费圈，由新世界购物广场、新世界丽笙大酒店、新世界文化游艺广场、新世界美食休闲广场、新世界立体停车库五部分构成，是目前上海南京路上面积最大、功能最全、环境最佳的集购物、娱乐、宾馆、餐饮、商务、休闲为一体的都市生活中心，多年来位列上海单体百货销售第二。

表 1: 上海单体百货排行

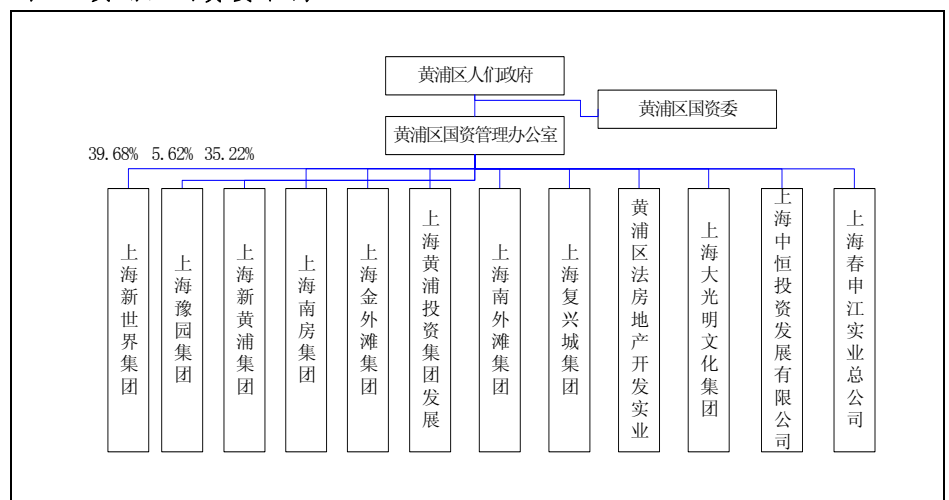
排名	企业名称	2008	2009	同比增长
		零售额 (亿元)	零售额 (亿元)	
1	上海第一八佰伴有限公司	32.03	34.51	7.7%
2	上海新世界城	23.54	26.53	12.7%
3	上海久光百货有限公司	16.26	18.22	12.1%
4	上海市第一百货商店	8.87	15.35	73.1%
10	东方商厦南京东路店	6.99	6.85	-2.0%

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

公司资产重组预期明确。持有公司 25.21% 股权的第一大股东黄浦区国资委已将新世界重组工作列入了政府经济工作的重点之一。同属黄浦区的老凤祥资产重组已经获得证监会批准，年内就可实现并表，同时目前世博会已圆满闭幕，上海市各级政府的工作中心已经从世博会转移，预计 2011 年进行重组的可能性较高。

可能注入的资产：目前黄浦区国资委拥有南京东路 1/3 物业、百联集团拥有 1/3 物业、民营企业拥有剩余的 1/3 物业。其中，黄浦区国资委拥有的商业资产包括以杏花楼、王宝和大酒店为代表的一批酒店资产，宝大祥儿童用品商店，汇友公司等，若将其中的部分商业资产注入新世界，新世界将摆脱单店内生增长有限的约束。

图 1: 黄浦区国资委下属企业



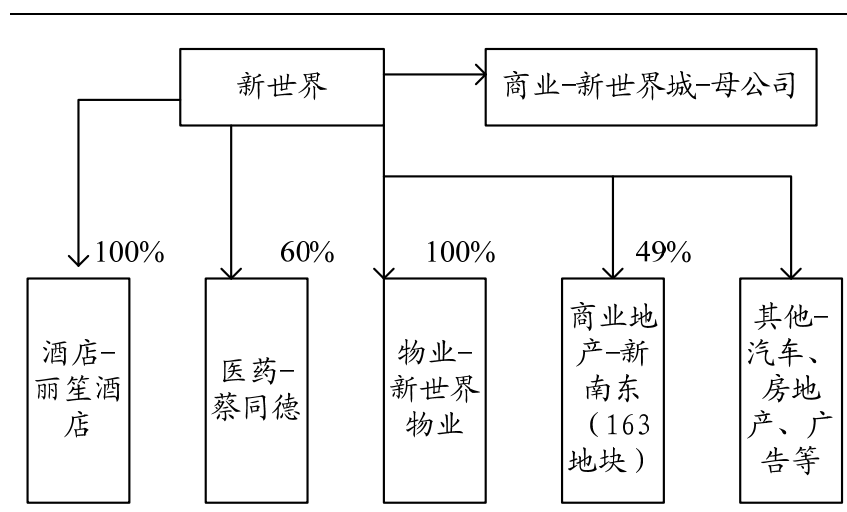
来源：国泰君安证券销售交易总部

2. 以商业为核心多业态发展

公司核心业务是百货，70%左右的收入与 50%左右的毛利来源于新世界城。丽笙酒店是公司旗下的五星级旅游酒店，贡献了 8%的收入，但由于酒店业务毛利率高，30%左右的毛利来源于酒店业务。蔡同德堂是上海百年老字号中药企业，为公司贡献 20%左右的收入和 15%左右的毛利。此外新世界城配套的部分物业出租（如停车场、电影院）为公司 2%左右收入及 8%左右毛利。

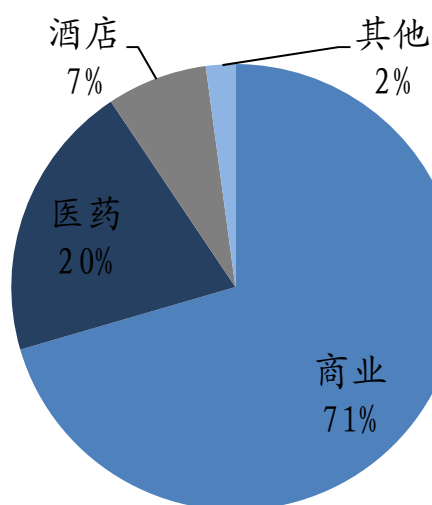
2010 年 2 月，公司还参股 49%成立了上海新南东项目管理有限公司参与拍得上海外滩街道南京东路 163 地块，并负责后续开发运作，此商业项目将定位高端百货，为公司未来外延发展提供空间。

图 1：新世界业务结构图



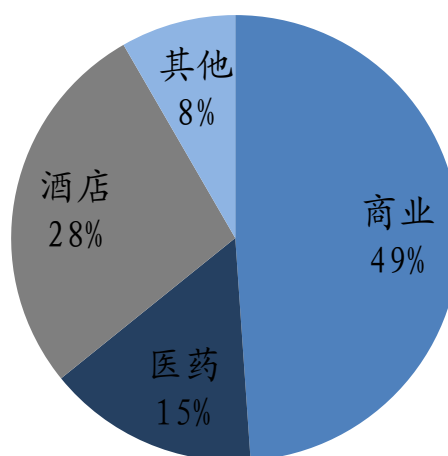
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 2：新世界 2009 年收入结构



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 3：新世界 2009 年毛利结构



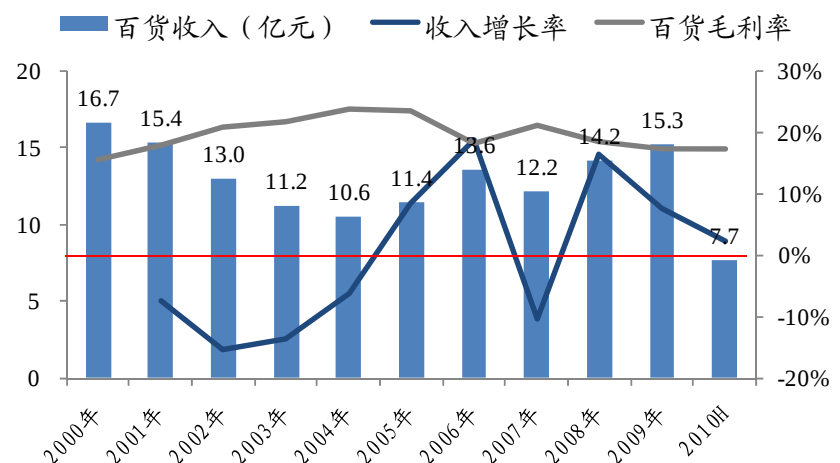
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

3. 新世界城——内生增长持续

新世界地处上海最繁华的南京东路、人民广场商圈，交通便利，客流巨大。其前身是1915年创建的“新世界游乐场”，是上世纪上海最早的钢筋混凝土结构商业楼宇之一。1995年12月，总面积7万平方米的上海新世界城在拆除的老楼旧址上开业。2005年5月，总面积21万平方米的上海新世界城综合商圈盛装启航。

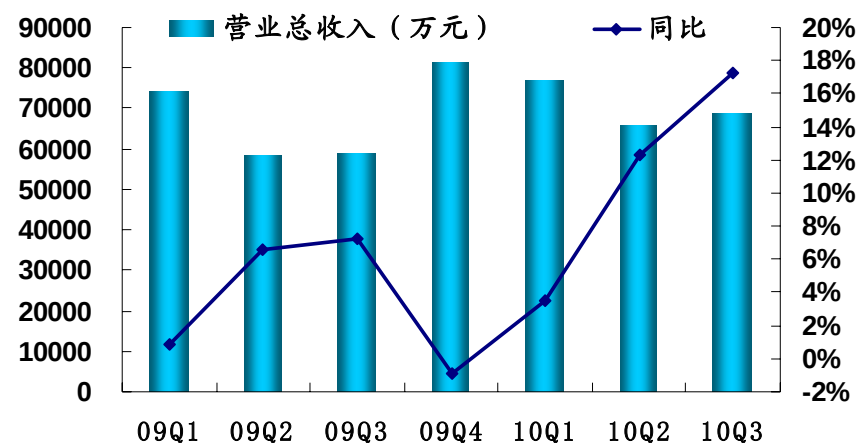
2005年以后，新世界城用了3年时间，逐渐完成了单体百货向购物中心的转型，并实现了大众百货向时尚精品中高端定位的提升。通过转型，新世界城收入由于激烈竞争而导致的下滑趋势得以扭转，公司目前平销3.7万元，甚至高于八佰伴的3.2万元。但是由于高端品牌资源的稀缺性，公司需要给予较大的扣点优惠，另外这2年由于经济环境影响公司促销力度的加大也使得百货毛利率近些年来呈现下滑趋势。随着经济形势的转好以及销量上升所带来的议价能力的提升，公司毛利率在2010年已呈现企稳回升的势头，我们预计公司今后将进一步优化品牌结构，毛利率将会逐步回升。

图 4：新世界百货经营情况



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 3：营业总收入及增速



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

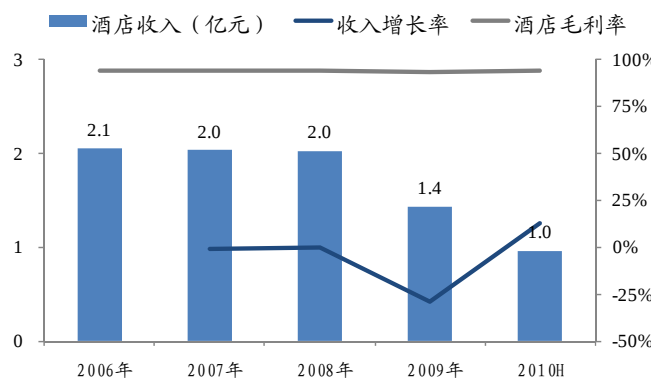
2010 年上半年，商业实现收入 92896 万元，同比增长 2.41%，收入增速缓慢，毛利率 17.28%，相比 2009 年同期下降 6.44 个百分点，但是相比 2009 年全年 17.20% 的毛利率水平基本持平，没有再出现下滑。2010 年第三季度单季度，收入 68996 万元，同比增长 17.23%，第三季度收入增长快于前两季度，增长态势较好。

公司的百货门店经营未来仍有空间，一方面收入的自然增长，而费用相对固定化，利润增长持续，另外一方面经营模式也在调整，例如六楼原本为租赁出去的名店运动城可能收回自营。公司门店 6 楼出租给香港名店运动城，1995 年签约，每年 1700 万租金，截止到 2010 年底已经快到期，此楼层如果公司考虑收回来自己做，按照现有 7 楼家居用品，111 个职工，剔出开销后税前 2500 万元利润，和 5 楼 5000 多万元利润的平均水平，六楼自营应该一年有 3750 万元，比原本租金增加 2000 万元利润贡献。

4. 丽笙大酒店——稳定的利润来源

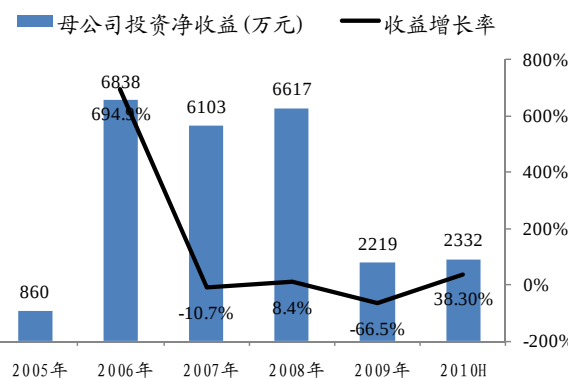
丽笙大酒店是公司旗下全资控股的五星级旅游饭店，高 47 层，拥有 520 套客房，由卡尔森环球酒店集团亚太公司管理，是其在中國管理的最大规模的“丽笙”旗舰店。

图 5：新世界酒店经营情况



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 6：新世界母公司投资收益情况



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

酒店业务由于成本核算因素，几乎没有营业成本，都计入营业费用，导致公司酒店业务毛利率非常高。我们从母公司的投资收益（主要由丽笙和蔡同德两子公司贡献）增长可以看出 2006 年开始酒店业务对公司业绩贡献非常大。

新世界丽笙大酒店由于地理位置优越，2005 年开业后，基本没有培育期，直接步入了稳定收益期，2006 年至 2008 年收入毛利率均十分稳定，2008 年净利润 3320 万元。

2009 年受金融危机的影响入住率、房价双重下降影响业绩。2010 年酒店业务受益于世博会，从上半年酒店业绩来看，可以预计 2010 年酒店

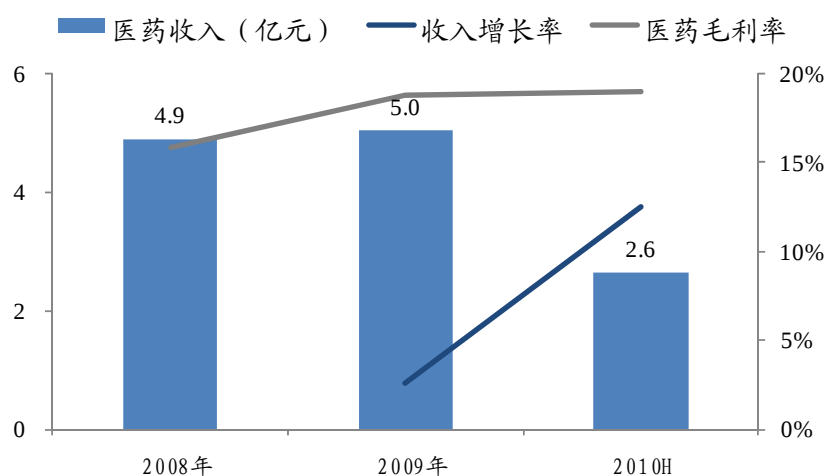
业务盈利较好，全年收入能超过 2006 年最高水平——2010 年上半年酒店业务净利润 1490 万元，母公司报表投资收益 2331 万元，主要为酒店业务贡献；第三季度母公司合并报表投资收益 3836 万元，主要为酒店业务贡献。

现阶段上海核心城区的五星级酒店竞争激烈，以人民广场商圈为例，就有世茂、明天、南新雅、和平、半岛等五星酒店，给新世界丽笙大酒店的经营有很大压力，在世博会后入住率和房价都会略有回落，预计稳定的入住率将在 70% 左右，正常化的利润应该也有 3000 万元左右。

5. 蔡同德——百年中药老字号

公司控股 60% 的上海蔡同德药业有限公司是本市药材行业的一家著名百年老企业，属下有蔡同德堂、群力草药店、蔡同德堂中药制药厂等名优企业。所属的蔡同德堂药号创始于清光绪八年（1882 年），是国内开业最早、规模最大的中华中药老字号商店，最大优势是全国唯此一家，无区域、地域之争。另外所属的群力草药店主要销售老字号草药，如果产品实现规模化，未来将有可能成为公司新的利润增长点之一。我们预期公司医药业务随着经营方式的转变，毛利率将随着收入规模上升而同步提高，未来几年贡献的利润将逐步增加。

图 7：蔡同德经营情况

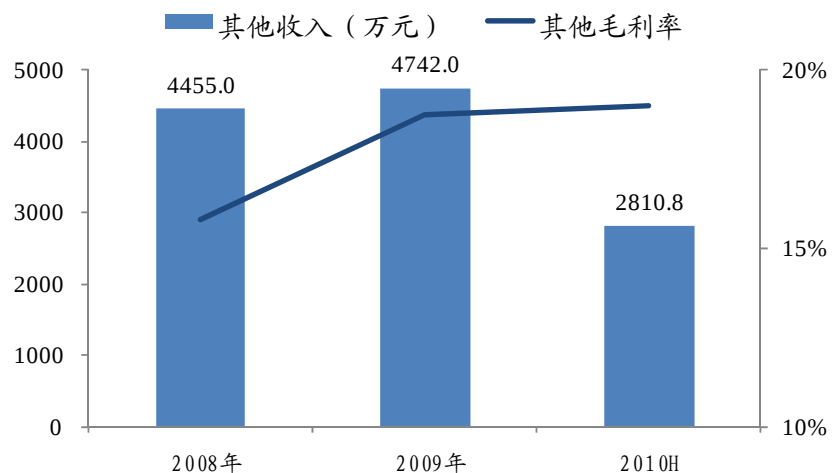


数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

6. 物业出租——稳定提供现金流

公司其他收入主要来源于物业出租，包括电玩城、名店运动城、电影院和停车场等，这些租金收入来源稳定，能为公司提供稳定现金流。另外部分租约零星到期续签有可能提高租金将为公司带来增量收入。

图 8：新世界其他业务经营情况



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

表 2: 新世界城物业出租情况

楼层	租金
4 楼电玩城	400 万/年+分成
6 楼名店运动城	1700 万/年
6 楼溜冰场	-
10 楼蜡像馆	10 年免租, 保密合同
12 楼电影院	420 万/年
餐饮/其他	-
写字楼	-
停车场	10 元/H

数据来源：网站信息、国泰君安证券研究

7. 新南东项目/163 地块——提供外延发展空间

2010 年 2 月, 公司与上海新黄浦(集团)有限责任公司联合拍得上海外滩街道南京东路 163 地块, 预计将用于开发高端百货项目。3 月, 公司出资 4.9 亿元, 占 49% 股权的上海新南东项目管理有限公司正式注册成立, 并用于管理该项目。此块土地使用面积 13709 平米, 使用期限从 2010 年 7 月 20 日至 2050 年 7 月 1 日止。

我们认为此次取得黄浦区 163 地块, 价格较为合理, 而且有助于公司突破单店模式:

- 取得土地的价格较为合理, 按此次拍得的价格来计算楼板价约为 5.18 万元/平米。一方面相比之前苏宁环球拍得的价格 44 亿元下降了 23%, 另外一方面, 周边次新盘和新盘住宅价格已经达到 4-8 万元, 商业物业价格估价也都在 7-10 万元;
- 有助于新世界多外扩张, 走出单店模式。此项目由新黄浦和新世界合作拍得, 新黄浦的主业为地产开发, 而新世界为百货经营, 预期此项目建成后百货的经营管理由新世界来负责, 此项目 2011 年初开始建设, 按建设周期 1 年, 预期 2012 年建成, 2013 年开始全面贡献收入;
- 此次投标拍地是新世界靠自身努力取得土地, 后期黄浦区的资产注

入应该还会继续进行。黄浦区的资产注入目的主要是控股比例较低，而新世界的重估价值较大，黄浦区将注入资产从而提高控股比例。

图 9：黄浦 163 地块地理位置



数据来源：搜房网，国泰君安证券研究

目前世博已经结束，但是 163 地块还未开始建设，主要难点在于对于项目的规划调整，由于建筑物下有地铁，因此原本规划的地下面积会有调整，而上面要增加面积，已经在与区市规划沟通，预期将会在 2011 年开始建设，2012 年建成投入营业。

此门店由于处于南京东路地铁口，靠近外滩，地理位置优越，且公司也将与新世界城错位，未来将此门店定位高端，有计划寻找有品牌背景的外资百货管理公司共同发展此项目。

8. 盈利预测及投资建议

盈利预测假设：

- ✓ 假设公司这两年收入稳定增长，2010 年、2011 年收入分别为 30 亿元、32.8 亿元；
- ✓ 收入结构变化带来综合毛利率稳步提高，主要由于毛利率较高的酒店业务和医药以及租赁业务增长较商业快；
- ✓ 2010 年的费用压力较大，上半年销售费用同比 2009 年增加 2527 万元。

不考虑资产注入，预计 2010、2011 年归属于母公司的净利润为 2.43、2.91 亿元，增速为 35%、20%，EPS 为 0.46 元、0.55 元。按照 12 月 14 日股价 12.54 元，市盈率为 27 倍、23 倍，低于行业平均水平。考虑到公司资产注入较为明确，未来门店扩展清晰可见，建议“增持”，按照 2011 年业绩参考 30 倍市盈率，给予目标价 16.50 元。

表 3: 百货估值一览 (截至 2010 年 12 月 14 日)

代码	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	50.96	213	0.92	1.18	1.50	55	43	34
000987.SZ	广州友谊	谨慎增持	28.28	102	0.79	0.86	1.11	36	33	25
002187.SZ	广百股份	谨慎增持	28.58	48	0.98	1.03	1.23	29	28	23
600729.SH	重庆百货	增持	48.38	99	0.77	1.40	1.81	63	35	27
600858.SH	银座股份	谨慎增持	27.26	79	0.41	0.94	1.25	66	29	22
600785.SH	新华百货	增持	32.06	67	0.92	1.16	1.43	35	28	22
600631.SH	百联股份	增持	16.46	181	0.37	0.52	0.55	45	32	30
600628.SH	新世界	增持	12.54	67	0.34	0.46	0.58	37	27	22
000417.SZ	合肥百货	增持	19.54	94	0.42	0.53	0.67	47	37	29
000501.SZ	鄂武商 A	增持	18.70	95	0.47	0.57	0.80	40	33	23
600828.SH	成商集团	谨慎增持	19.91	73	0.35	0.39	0.68	57	51	29
600694.SH	大商股份	中性	51.89	152	-0.40	0.50	1.00	-131	104	52
002277.SZ	友阿股份	中性	25.26	88	0.43	0.53	0.66	59	48	38
600280.SH	南京中商	增持	29.59	42	0.30	0.50	1.35	99	59	22
600778.SH	友好集团	增持	15.46	48	0.19	0.40	0.55	80	38	28
000516.SZ	开元控股	谨慎增持	6.26	45	0.11	0.22	0.20	58	28	31
600693.SH	东百集团	增持	12.74	44	0.24	0.38	0.64	53	34	20
002419.SZ	天虹商场	增持	51.30	205	0.89	1.23	1.67	58	42	31
000564.SZ	西安民生	增持	8.43	26	0.16	0.21	0.26	53	40	32
平均								44	40	28

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		