

建议申购

森马服饰（002563）

2011 年 3 月 1 日

休闲与童装齐飞，渠道并营销助力

合理价值区间：68.1-79.5 元

申购价格:67.00 元，网下发行：1400 万股，网上发行：5600 万股

批发和零售贸易行业首席分析师：路 颖

SAC 执业证书编号：S0850203100078

luying@htsec.com

021-23219403

潘 鹤

SAC 执业证书编号：S0850210040007

panh@htsec.com

021-23219423

联系人：唐爽爽

tangss@htsec.com

021-23219716

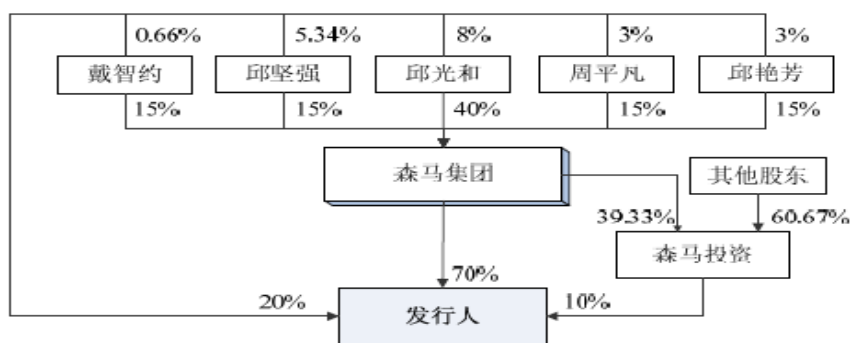
投资建议：我国休闲服装行业已有初步成长，未来尚有较大挖掘空间，平均每年可保持 17% 的增速，并且这一趋势短期不会改变；因此，我们认为公司正处于一个较好的发展环境中，继续进展势头可期。目前品牌服装公司的平均估值水平为 31 倍，考虑到森马服饰品牌的高附加值、未来渠道扩张加速、直营比例提升带动毛利率提高等因素，我们认为可以给予森马服饰一定的溢价，即 2011 年 PE 为 30-35 倍，对应公司的合理价值区间为 68.1-79.5 元。公司申购价 67.00 元，建议申购。

1. 公司在国内休闲装及童装市场居于领导地位，旗下拥有的森马品牌为我国第二大休闲服饰品牌、巴拉巴拉品牌为我国第一大儿童服饰品牌

森马服饰有限公司成立于 2002 年，2007 年变更为股份有限公司。公司主要从事巴拉巴拉 (balabala) 童装及森马 (SEMIR) 休闲装两大品牌的设计、外包生产与销售，采取“生产外包+特许经营为主”的轻资产运营模式，依托供应链整合能力，成为国内最出色的服饰多品牌运营商之一。其中，森马品牌 2010 年收入 46.8 亿，在休闲服市场位居第二；巴拉巴拉品牌 2010 年收入 14.7 亿，在童装市场稳居第一；而公司 2007-2010 年净利润复合增长率达到 88.2%。

图 1 为公司的股权结构图。邱光和、周平凡、邱坚强、邱艳芳、戴智约为公司实际控制人，合计控股 93.93%；其中邱光和与邱坚强为父子关系，邱光和与邱艳芳为父女关系，周平凡与邱艳芳为夫妻关系，邱坚强与戴智约为夫妻关系。

图 1 公司股权结构图



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

表 1 森马服饰 IPO 前后股权结构

股东名称	本次发行前		本次发行后	
	股数(万股)	比例(%)	股数(万股)	比例(%)
一、有限售条件流通股				
森马集团	42000.00	70.00	42000.00	62.69
森马投资	6000.00	10.00	6000.00	8.96
邱光和	4800.00	8.00	4800.00	7.16
邱坚强	3201.06	5.34	3201.06	4.78
周平凡	1800.00	3.00	1800.00	2.69
邱艳芳	1800.00	3.00	1800.00	2.69
戴智约	398.94	0.66	398.94	0.60
二、本次发行流通股	-	-	7000.00	10.45
合计	60000.00	100.00	67000.00	100.00

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

本次森马服饰拟发行 7000 万股流通股，发行后，总股本为 67000 万股，新发股份占 IPO 后总股本的 10.45%。发行采用网下配售和网上发行相结合的方式，其中网下发行股数不超过 1400 万股，占本次发行总股数的 20%；IPO 后，森马集团持有森马服饰的股权比例下降为 62.69%，仍为公司的控股股东（参见表 1）。

2. 我国休闲装市场和童装市场具有广阔成长空间

（1）休闲装市场：渠道下沉，空间广阔

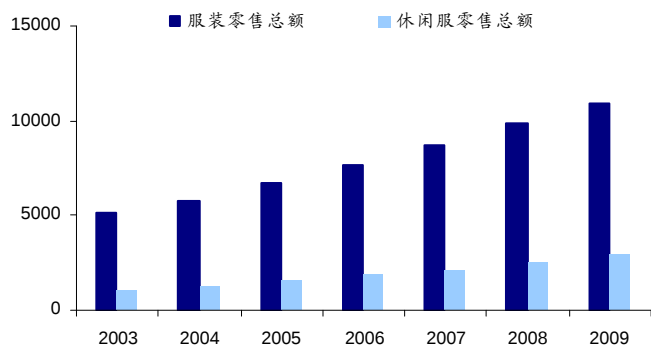
根据 Euromonitor 的市场分析数据，2003-2008 年，我国服装消费总额年均复合增长率达 14.01%；未来我国服装市场规模将继续扩大，但受国内宏观经济调整的影响，增速将略有减缓，预计下降至 11%。但考虑细分子行业情况，我国休闲装子行业从 2001 年开始进入高速增长阶段，2001 至 2008 年的年均复合增长率为 17.18%，高于整个服装行业的平均增速（参见图 2）。而在休闲装市场中，16-25 岁的成人休闲装是增长最快的细分市场，年均复合增长率达到 15.08%，2008 年市场规模达到 1328 亿元，占成人休闲装市场销售额的 28.49%，预计至 2013 年，市场规模占比将提高至 30%。

我们认为，森马服饰所属的大众休闲服饰领域较其他休闲服系列具备了 2 个更显著的特点：（1）渠道下沉加速行业增长。在《纺织服装行业 2011 年年度策略报告》中我们指出，在人均 GDP 超过 3000 美元后，我国将迎来品牌服装发展的“黄金十年”；而这十年中，尤以中档定位的“大众休闲装”发展最快，这主要是由于在商业地产租金上涨的背景下，我们更看好大众休闲装的快速渠道下沉能力；（2）需求更具刚性。我们认为，在经济增长放缓时期，高档奢侈品牌的消费增速放缓程度较为明显，而具有品牌效应的大众服装产品仍有刚性的市场需求，从而保持一定的消费增速。

我国休闲装市场空间广阔，国内外品牌纷纷进入、抢占市场空白，竞争较为激烈。根据 2008 年 Euromonitor 统计数据，美邦、森马、以纯、真维斯、班尼路和佐丹奴这六大品牌的市场占有率为 5.23%，其中，美邦以约 1.27% 的市场份额居首位，森马品牌以约 1.03% 的市场份额位居第二位（参见图 3）。

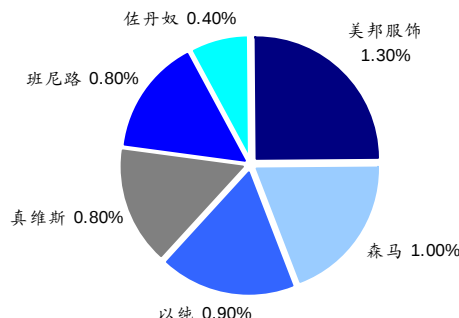
我们认为，在渠道方面，国内外品牌各有优势：（1）国际品牌具有直营优势。从竞争区域来看，目前，国际大众休闲装品牌主要在国内一线市场和发达二线市场加速扩张，普遍采用直营模式。（2）国内品牌在渠道下沉方面更有优势。我们认为，由于我国流通渠道的分散性与流动性，大规模的国际服装品牌反而不够灵活，在短时间内难以快速向二线及以下市场过渡，而国内自主品牌通过直营与特许加盟的模式可以快速覆盖二、三线等具有发展潜力的市场。

图2 国内服装与休闲装零售额(亿元)



资料来源: Euromonitor, 中华商业信息网, 海通证券研究所

图3 国内休闲装品牌占有情况



资料来源: Euromonitor, 海通证券研究所

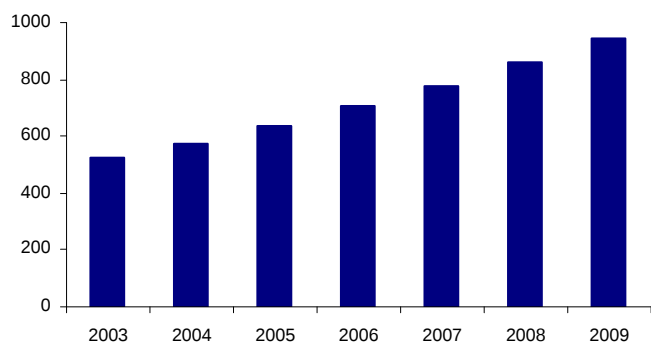
(2) 童装市场: 更新快, 利润高

新一轮婴儿潮的来临和儿童一季多衣的需求拉动了童装消费总量的持续增加, 使得童装市场成为一个快速成长的市场。根据 Euromonitor 的市场分析数据, 2003-2008 年, 我国童装消费市场年均复合增长率达 10.37%; 预计 2009-2013 年, 童装市场将继续保持 10% 左右的增速, 至 2013 年, 市场规模将达到 1383 亿元(参见图 4)。在我国童装市场中, 3-12 岁的童装消费占据着主导地位, 占整个童装市场消费额的 80%, 年均复合增长率达 10%; 预计至 2013 年, 市场规模将突破 1000 亿元。

目前, 童装行业内尚未形成强大的领导品牌; 在童装中高端品牌中, 以卡通形象为代表国际童装品牌已占据了相当大的市场份额, 如米奇、史努比等; 国内自主童装品牌主要在中、低端市场中展开竞争。从渠道方面来看, 国际童装品牌以一、二线城市内大中型商场为主要销售渠道, 而国内童装品牌主要在区域市场内具有品牌号召力。近年来, 除了商场专柜外, 国际和国内的童装品牌纷纷采用加盟连锁的方式来拓展营销渠道。根据 Euromonitor 的市场分析数据, 2008 年巴拉巴拉、派克兰帝、小猪班纳、安奈儿、米奇和巴布豆六大品牌的销售额合计占儿童服装总销售额的比重为 3.31%, 其中, 巴拉巴拉品牌以 1.07% 的市场占有率位居首位, 其他品牌的市场占有率均低于 1% (参见图 5)。

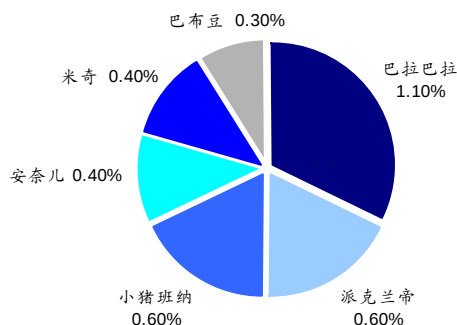
我们认为, 童装比起其他休闲装更注重面料的质量和舒适度, 因此童装中的品牌消费会持续增长; 然而, 由于童装更新频率较快, 可能家长对单一品牌的忠诚度不会过高。因此, 我们认为童装市场的品牌竞争将会加剧, 具备快速设计、快速反应能力、选用面料质地优良的企业更能胜出。

图4 国内童装零售额(亿元)



资料来源: Euromonitor, 中华商业信息网, 海通证券研究所

图5 国内童装品牌占有情况



资料来源: Euromonitor, 海通证券研究所

3. 多品牌运营, 业绩强劲

森马休闲装主要为 16-25 岁的目标消费群体而设计, 目前产品主要分为“活力”与“时尚”两大系列; 其中“活力”系列主要面对 16-22 岁的激情活力且追求潮流的年轻消费人群, “时尚”系列主要面对 18-25 岁的年轻并且勇于彰显自我的时尚青年。巴拉巴拉童装定位于 3-12 岁的儿童, 倡导“童年不一样”的儿童新成长理念, 产品线涵盖中童、小童、童鞋及配饰等众多品类。

从公司目前经营业绩来看, 森马(SEMIR)定位于 16-25 岁的大众休闲服饰, 在 2010 年拥有渠道数量 4007 家(其中加盟店铺 3862 家, 直营店铺 145 家), 销售额 46.77 亿元, 在细分市场中位居第二, 仅次于美邦服饰; 巴拉巴拉(balabala)

定位于 3-12 岁的童装市场, 2010 年拥有渠道数量 2676 家(其中加盟店铺 2551 家, 直营店铺 125 家), 销售额 14.68 亿元, 在细分市场中位居第一。

与其他休闲服公司类似, 森马也采取了“轻资产”的外包生产模式, 注重研发投入、不断加快时尚款式的推陈出新, 并采取了一年 4 次的订货会制度(森马和巴拉巴拉的订货会收入分别占全年收入的 76%和 89%)。

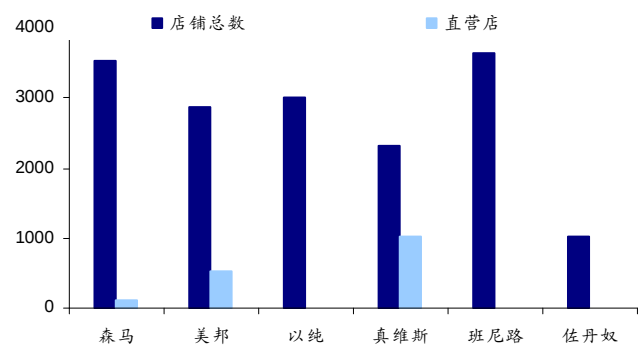
下面我们重点分析公司区别于其他企业的品牌经营能力:

(1) 品牌运作方面: 公司成立两个单独的事业部对森马休闲服和巴拉巴拉童装进行管理, 在今年 1 月的《报喜鸟深度报告》中, 我们对国内外品牌服装“品牌延伸”的案例进行了总结和分析, 并指出如果新品牌与原品牌细分领域不同, 则采用“主副品牌”、成立专门的事业部的策略是最有效的。

(2) 渠道方面: 从渠道模式来看, 公司采取了“直营与加盟并存”的模式; 应该说, 公司渠道更偏于“加盟为主”, 从业内对比来看, 公司的直营比例偏低(参见图 6-图 7)。我们认为, 从长期角度看, 在商业地产租金日益增长的背景下, 租金甚至会大于店铺折旧、人员工资以及日常运作费用的合计, 那些选择直营模式、拥有自有店铺的公司将更具优势; 但从短期占领市场空白的角度看, 加盟渠道更有利于规模扩张。也正是因为采用了“加盟为主”的模式, 公司在一线城市进行战略布局, 以二、三线城市为基础, 深入四线市场, 均已覆盖了中国除港、澳、台地区之外的所有省份。

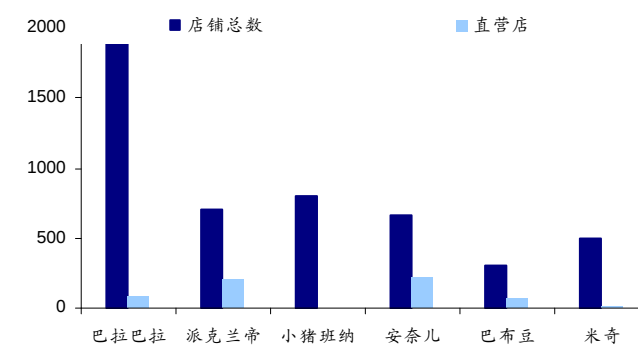
公司采取“两级管理模式”对加盟商进行管理和控制, 减轻了公司的管理成本, 提高了沟通的效率。但我们也认为, 两级管理模式可能会摊薄公司利润。

图 6 国内休闲装渠道数量对比(家)



资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

图 7 国内童装渠道数量对比(家)



资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

(3) 品牌推广方面: 我们认为, 对于休闲装企业来说, 有利于消费者体验的店面建设优于大额的广告投入, 有利于全方位宣传企业形象的活动赞助, 优于相对固定的平面广告。因此, 我们较为认同森马的品牌推广路径, 即更多的借助于活动赞助、网络营销、创意活动等。森马的广告费用占销售费用的比例不到 30%, 而业内其他可比公司该比例可达 50%, 这就节省了大笔资金投入。

从业内比较看(参见表 2-表 3、图 8-图 9), 森马服饰的收入规模仅小于美邦服饰, 但净利润规模高于美邦, 在可比公司中居于首位; 而从增速来看, 森马仅低于搜于特, 我们认为, 这是因为搜于特基数较小, 更具增长潜力, 且搜于特定位于三四类市场, 更容易进行渠道下沉。

表 2 收入比较(百万元)

	2008	2009	1H2010
美邦服饰	4473.68	5217.52	2541.94
七匹狼	1652.69	1987.22	1577.91
报喜鸟	937.94	1091.85	468.06
凯撒股份	263.67	316.46	227.16
希努尔	888.10	849.80	396.34
搜于特	256.13	378.77	267.61
森马服饰	3222.70	4250.34	2201.90

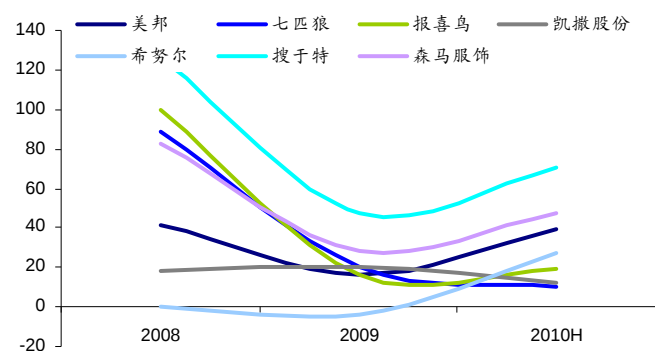
资料来源: wind, 海通证券研究所

表3 净利润比较 (百万元)

	2008	2009	1H2010
美邦服饰	587.52	604.23	40.34
七匹狼	153.00	203.90	180.74
报喜鸟	122.90	184.98	56.14
凯撒股份	44.06	58.38	37.59
希努尔	104.53	111.00	47.73
搜于特	30.27	54.06	38.39
森马服饰	443.42	686.21	333.81

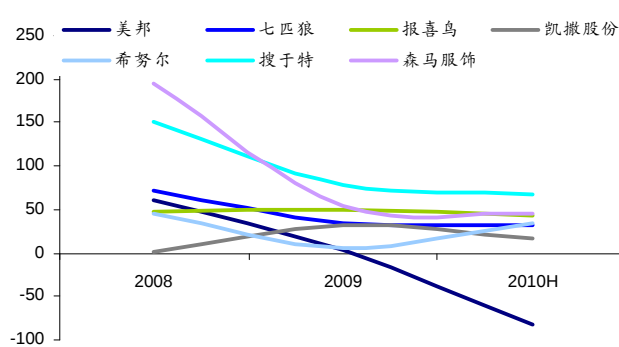
资料来源: wind, 海通证券研究所

图8 森马服饰与同行业上市公司收入增长率对比 (%)



资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

图9 森马服饰与同行业上市公司净利润增长率对比 (%)



资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

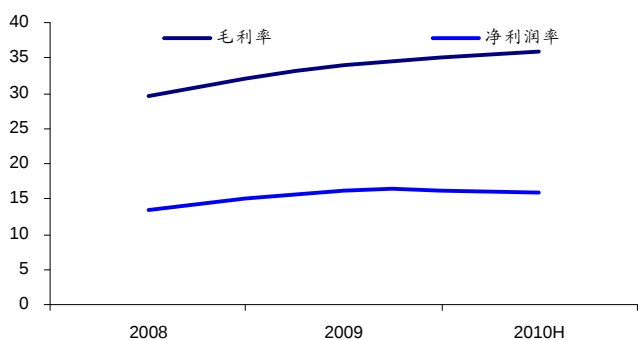
4. 公司盈利仍有上升空间

公司 2010 年的毛利率和净利润率分别为 35.79% 和 15.92% (参见图 10)。较同业上市公司来看, 森马的毛利率水平略低, 仅高于搜于特 (参见表 4 和图 12)。我们认为, 这首先是由于产品定位于所属细分行业不同, 报喜鸟、凯撒股份、七匹狼定位相对要高于森马, 而报喜鸟、凯撒股份、希努尔所属的正装子行业毛利率水平也比休闲装子行业要高。

从单独对比休闲装子行业的公司来看, 森马的毛利率水平比美邦低的原因在于渠道因素, 美邦的直营比例要更高。而森马由于直营比例略低, 相对应的费用因素也较低, 因此净利润率处于业界较高水平。而从净利润率来看 (参见图 13), 森马居于业内领先地位, 我们认为这主要是由于公司渠道更多采取了加盟模式, 较直营模式来说费用比例会略低。

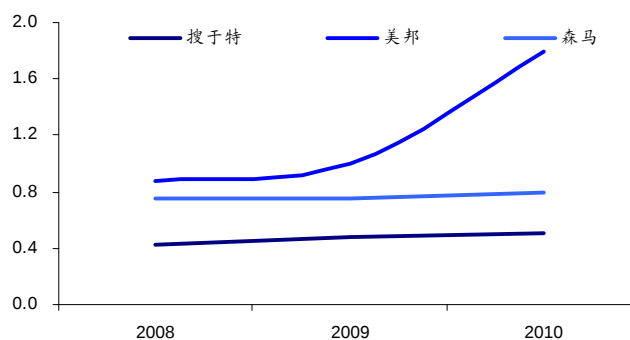
从平效指标来看, 森马、美邦 (MB 系列)、搜于特目前的平效分别为 0.8、1.8、0.5 万元/平米 (参见图 11)。我们认为, 这一方面是因为美邦的直营比例更高, 产品的直营售价要高于加盟渠道; 另一方面, 森马的大店面积要小于美邦, 根据我们的估计, 森马的大店基本是休闲装 500 平米以上、童装 200 平米以上, 而美邦的大店基本在 800-1000 平米。

图10 毛利率和净利润率稳步提升 (%)



资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

图11 国内主要休闲服平效对比 (万元)



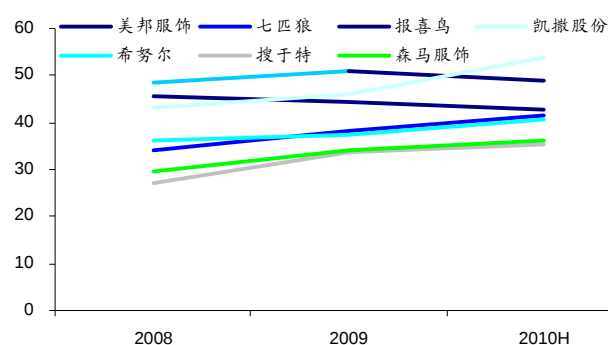
资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

表 4 毛利率、净利率比较 (%)

	2008		2009		1H2010	
	毛利率	净利率	毛利率	净利率	毛利率	净利率
美邦服饰	45.59	13.13	44.52	11.58	42.76	1.59
七匹狼	33.95	9.94	38.35	10.93	41.32	12.86
报喜鸟	48.69	13.12	51.13	16.94	48.99	12.00
凯撒股份	43.33	19.23	45.84	20.51	53.66	20.46
希努尔	35.97	11.77	37.38	13.06	40.50	12.04
搜于特	27.08	11.82	33.89	14.27	35.47	14.34
森马服饰	29.52	13.35	34.04	16.14	36.19	15.39

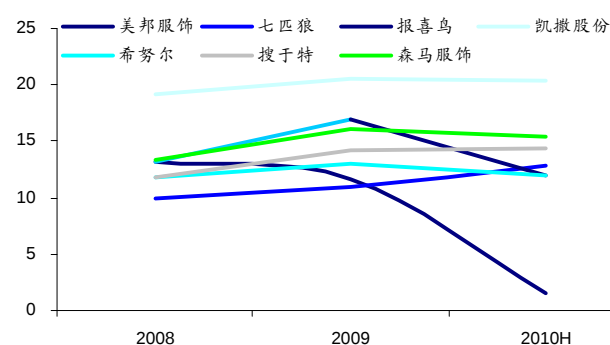
资料来源: wind, 海通证券研究所

图 12 森马服饰与同行业上市公司毛利率对比 (%)



资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

图 13 森马服饰与同行业上市公司净利率对比 (%)



资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

公司 2008-2010 年休闲装和童装的价格及毛利率如表 5 所示, 公司休闲装和童装每年保持了一定的提价幅度, 从而带动毛利率同步上升。对比来看, 童装的毛利率更高, 我们认为, 这主要是由于童装较休闲装更注重品质和设计, 款式更新更快。

表 5 森马休闲装和童装价格与毛利率

	2008		2009		2010	
	价格 (元)	毛利率 (%)	价格 (元)	毛利率 (%)	价格 (元)	毛利率 (%)
休闲装	50.01	28.41	54.68	33.46	64.71	36.03
童装	48.98	36.44	51.14	38.61	55.63	37.79

资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

表 6 各渠道销售收入及增速 (百万元)

	2008	2009	2010
森马直营店	146.44	257.66	363.66
增速 (%)	-	75.95	41.14
森马加盟店	2587.66	2937.58	4313.76
增速 (%)	-	13.52	46.85
巴拉巴拉直营店	22.26	75.46	120.71
增速 (%)	-	238.93	59.95
巴拉巴拉加盟店	525.79	878.83	1347.03
增速 (%)	-	67.15	53.27

资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

我们认为, (1) 随着募投项目的投产, 森马的直营比例会进一步提升, 从而带动毛利率和平效的提高; (2) 高毛利水平的童装未来会加速成长, 童装占比的提升也会加速毛利率的提高。由表 6 我们可以看出, 无论是加盟店还是直营店, 巴拉巴拉童装的渠道增速均快于森马休闲装。

5. 同行效益比较

我们分析了森马的主要财务指标 (参见表 7):

(1) 偿债能力方面: 从短期偿债能力来看, 公司的速动比率相对较低, 主要原因在于公司期末存货余额较高; 但从长期偿债能力来说, 公司的资产负债结构较为合理, 资产负债率逐年降低, 偿债风险较低。

(2) 营运能力方面: 公司的应收账款周转率远远高于同行业可比公司平均水平, 这主要得益于公司坚持对大部分加盟商“先打款后发货”的结算方式和执行严格的贷款回收制度, 资金回笼情况良好。公司的存货周转率远远高于同行业可比公司平均水平, 这主要是由于公司实施了订货制, 并加强了内部管理、提高了信息化效率。

(3) 盈利能力与盈利增长方面: 森马服饰和同业上市公司比较, 其毛利率较低是因为: 1) 产品定位不同。报喜鸟以中高档西服销售为主、七匹狼以中高端男士休闲服装销售为主; 2) 渠道模式不同。公司加盟渠道的销售占比相对较高, 而美邦等的直营销销售比例都大大高于本公司, 由于直营渠道的毛利率大大高于加盟渠道的毛利率 (根据公司披露数据, 森马直营渠道的毛利率高于加盟渠道达 20 个百分点)。

表 7 森马服饰主要财务指标

	指标	2008	2009	2010
盈利能力	毛利率 (%)	29.52	34.04	35.79
	净利润率 (%)	13.35	16.14	15.92
	净资产收益率 (%)	68.78	84.87	66.57
盈利增长	主营收入增长率 (%)	-	27.92	47.92
	净利润增长率 (%)	-	54.9	45.69
运营能力	应收账款周转率 (次)	75.81	68.56	47.57
	存货周转率 (次)	5.34	4.73	4.68
	流动比率 (倍)	1.35	1.42	1.76
偿债能力	速动比率 (倍)	0.46	0.84	1.08
	资产负债率 (%)	54.92	49.17	43.39

资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

6. 募集资金项目

公司计划发行 7000 万 A 股, 预计募集资金 21 亿元, 计划投资于营销网络建设和信息化建设项目 (参见表 8), 建设周期为 2 年。

表 8 IPO 项目情况

项目名称	总投资额 (万元)	拟使用募集资金投资额 (万元)	目标	预期效果
营销网络建设	267564	180000	新建营销网点 63 个 (包括森马 34 个, 巴拉巴拉 29 个)	项目投入运营后收入可达 117.66 亿元、净利润可达 31 亿元
信息化建设项目	25616	25616	增加业务和财务的可控性	提高公司管理水平与运营能力、降低运营成本、完善客户服务水平
合 计	293181	205616		

资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

7. 盈利预测。根据对公司主要品牌渠道增速的预计, 我们预测公司 2011-2013 年每股收益分别为 2.27 元、3.23 元和 4.55 元 (参见表 9)。

表9 盈利预测 (百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	3322.70	4250.34	6287.07	9430.56	13273.13	18852.51
二、营业总成本	2735.54	3336.18	4907.87	7339.02	10305.37	14667.14
营业成本	2341.83	2803.65	4036.99	6034.62	8441.71	11997.74
营业税金及附加	17.69	26.78	38.50	57.75	81.28	115.45
销售费用	237.56	339.80	582.83	877.04	1247.67	1790.99
管理费用	91.22	134.20	169.32	264.06	384.92	546.72
财务费用	1.63	-5.74	-12.80	-25.18	-35.11	-45.24
资产减值损失	45.61	37.49	93.02	130.74	184.89	261.48
三、营业利润	587.16	914.16	1379.20	2091.54	2967.76	4185.37
加：营业外收入	0.34	1.88	1.16	1.74	2.45	3.48
减：营业外支出	11.10	2.06	6.58	9.87	13.89	19.73
四、利润总额	576.45	914.63	1368.51	2083.41	2956.32	4169.13
减：所得税	133.03	228.42	367.83	559.98	794.60	1120.58
五、净利润	443.42	686.21	1000.68	1523.43	2161.72	3048.55
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	443.42	686.21	1000.68	1523.43	2161.72	3048.55
总股本 (百万股)	670.00	670.00	670.00	670.00	670.00	670.00
六、每股收益 (元)	0.66	1.02	1.49	2.27	3.23	4.55

资料来源：公司招股意向书、海通证券研究所

8. 估值和投资建议

我国休闲服装行业已有初步成长，未来尚有较大挖掘空间，平均每年可保持 17% 的增速，并且这一趋势短期不会改变；因此，我们认为公司正处于一个较好的发展环境中，继续进展势头可期。目前品牌服装公司的平均估值水平为 31 倍（参见表 10），考虑到森马服饰品牌的高附加值、未来渠道扩张加速、直营比例提升带动毛利率提高等因素，我们认为可以给予森马服饰一定的溢价，即 2011 年 PE30-35 倍，对应公司的合理价值区间为 68.1-79.5 元之间。目前公司的申购价定在 67.00 元，建议申购。

表10 同类公司估值

			EPS (元/股)			PE (倍)		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
美邦服饰	002269.SZ	30.18	0.76	1.20	1.60	39.71	25.15	18.86
七匹狼	002029.SZ	30.14	0.99	1.28	1.60	30.44	23.55	18.84
搜于特	002503.SZ	86.00	1.14	2.80	3.30	75.44	30.71	26.06
凯撒股份	002425.SZ	44.22	0.68	0.82	0.98	65.03	53.93	45.12
希努尔	002485.SZ	24.53	0.72	1.00	1.42	34.07	24.53	17.27
报喜鸟	002154.SZ	28.99	0.84	1.12	1.41	34.51	25.88	20.56

备注：收盘价日期为 2010-2-25

资料来源：彭博资讯，海通证券研究所

9. 风险提示：（1）国外二线休闲服饰进入中国市场的竞争风险。（2）大店管理的风险。（3）存货风险。

信息披露

分析师声明

路 颖：批发和零售贸易行业

潘 鹤：批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：报喜鸟(002154.SZ)、美邦服饰(002269.SZ)、雅戈尔(600177.SZ)、希努尔(002485.SZ)、浔兴股份(002098.SZ)、泰亚股份(002517.SZ)等。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。