

日期: 2011 年 5 月 19 日

行业：零售业



刘丽

 021-53519888-1923

 liuli@sigchina.com

执业证书编号: S0870510120018

IPO 报价区间 **RMB 20.70~24.84 元**

上市合理定价 RMB 23.00~27.60 元

基本数据（IPO）

发行数量不超过（百万股）	110.00
--------------	--------

发行后总股本（百万股）	492.80
-------------	--------

发行数量占发行后总股本 22.32%

发行方式 网下询价配售 20%

保荐机构 安信证券

主要股东（IPO 前）

江苏文峰集团有限公司	84.03%
------------	--------

南通新有斐大酒店有限公司	12.62%
--------------	--------

北京舜世嘉和投资顾问有限公司	1.70%
----------------	-------

陈建平 1.65%

收入结构 (2010Y)

百货 54.94%

超市	14.07%
----	--------

电器	28.55%
----	--------

其他	2.44%
----	-------

报告编号: LL11-NSP04

首次报告日期: 2011 年 5 月 19 日

■ 投资要点:

南通地区最大零售企业，具复制购物中心能力

公司是南通地区最大的零售企业，其主要运营方式是组合经营百货、超市和电器专业销售三种业态的购物中心，且具有在区域内复制该购物中心模式的能力，同时也以单店运营方式经营综合超市和电器专业销售店。目前，公司拥有 32 家门店，包括 10 家百货门店、2 家综合超市门店和 20 家电器销售专业店。公司主要经营地为江苏省和上海市，32 家门店中，21 家位于南通市，11 家分别分布在盐城市、泰州市、连云港市和上海市。公司目前经营面积约 36 万平米，其中 23 万平米为自有物业，占比高。

IPO 募集资金将用于门店扩建

本次 IPO 募集资金将用于如东文峰门店、如皋文峰门店、启东文峰门店及海安文峰门店等四个综合购物中心的扩建项目。目前如东、如皋两地的扩建已完成并进入运营阶段；启东一期及海安项目计划将于 2011 年 9 月完工。

公司业绩将稳步增长

根据公司目前经营情况及发展计划，预计公司未来两年的增长将主要来自于现有业务的内生性增长、扩建门店以及配套商铺等出售等带来的收入增长。我们初步预计 2011、2012 年归属于母公司的净利润将实现同比增长 28.64%和 24.86%，相应的稀释后每股收益为 0.92 元、1.15 元。

定价结论

综合考虑同行业可比公司以及公司未来成长性，我们认为给予文峰股份 2011 年 25-30 倍市盈率较为合理，公司合理估值区间为 23.00 元-27.60 元。考虑发行价比合理价值有一定幅度折价，我们建议询价区间为 20.70 元-24.84 元，对应 2010 年摊薄后每股收益的市盈率区间为 28.75 倍-34.50 倍。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	4,598.06	4,880.81	5,590.18	7,059.56	8,603.40
年增长率 (%)	11.49	6.15	14.53	26.29	21.87
归属于母公司的净利润	269.11	292.90	352.78	453.80	566.61
年增长率 (%)	23.43	8.84	20.44	28.64	24.86
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.55	0.59	0.72	0.92	1.15

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所

一、行业背景

文峰股份所属行业为零售连锁业，具体为百货、超市与电器专业销售的连锁经营。

● 国内零售业概况

随着我国国民经济持续快速发展，居民收入逐步提高、消费结构升级、城市化进程推进、人口红利、社会保障体系的完善及政府扩大内需政策支持等因素持续推动零售业稳步增长；近年来，连锁经营模式也为国内各种零售业态扩充了外延式发展空间。国家统计局最新数据表明，2010 年全年，国内社会消费品零售总额 154,554 亿元，同比增长 18.4%；扣除价格因素，实际增长 14.8%。国内消费市场整体保持了平稳增长态势，稳定性较强。

目前我国零售行业的竞争情况主要呈现以下特点：（1）行业发展较快，行业领先企业占据较大份额。从总体规模看，近几年中国连锁经营协会公布的“中国连锁百强企业”的总销售规模平均增幅超过 30%，占社会消费品零售总额的比重上升较快，从 2002 年的 6.0% 增长到 2009 年的 11%；2006 年至 2009 年，百强前十名企业销售总额占百强企业销售总额的比例分别为 48%、50%、48% 和 47%，行业领先企业取得较大市场份额。（2）外资零售企业快速发展。中国连锁经营协会发布的“中国连锁百强企业”数据显示，入围连锁百强零售企业的外资零售企业的家数和销售额自 2003 年以来经历了一个快速上升的过程，目前占百强企业销售总额的比重稳定在 20% 以上。外资零售企业发展特点表现为，总体规模增长快，单店效益大大高于国内同行；业态发展重点是大中型综合超市和专业店；通过并购方式扩展的力度较大。（3）二、三线城市市场潜力巨大，低廉的成本、广阔的市场成为二、三线城市零售企业迅速发展的重要原因。（4）区域优势企业份额持续扩大。

在政策鼓励、经济结构调整的宏观背景下，国内消费市场有持续扩张的动能。近年来，为适应居民消费个性化、差异细分化的潮流，零售业的业态、业务更趋于多元化。在业态多元化方面，购物中心、outlets、城市综合体、网络购物、电视购物等新业态在近几年发展迅速，使得零售业态、门店间的竞争更加激烈。

● 公司竞争地位

公司所经营 32 家门店中，2 家位于上海市，其余 30 家位于江苏省，其中 21 家位于南通市，9 家分布在盐城、泰州和连云港等地。近年来，江苏省社会消费品零售总额的增长速度均高于全国的增长速度，2009 年江苏省实现社会消费品零售总额 11,484.10 亿元，同比增长 18.9%，比全国增速高 3.9 个百分点；2010 年江苏省实现社会消费

品零售总额 13,482.30 亿元，同比增长 18.7%，比全国增速高 0.3 个百分点。2009 年，南通、盐城、泰州和连云港在江苏省 13 个省辖市中社会消费品零售总额排名分别为第 4、第 7、第 10 和第 12。上述四市共完成社会消费品零售总额 2,572.49 亿元，占全省 22.40%。

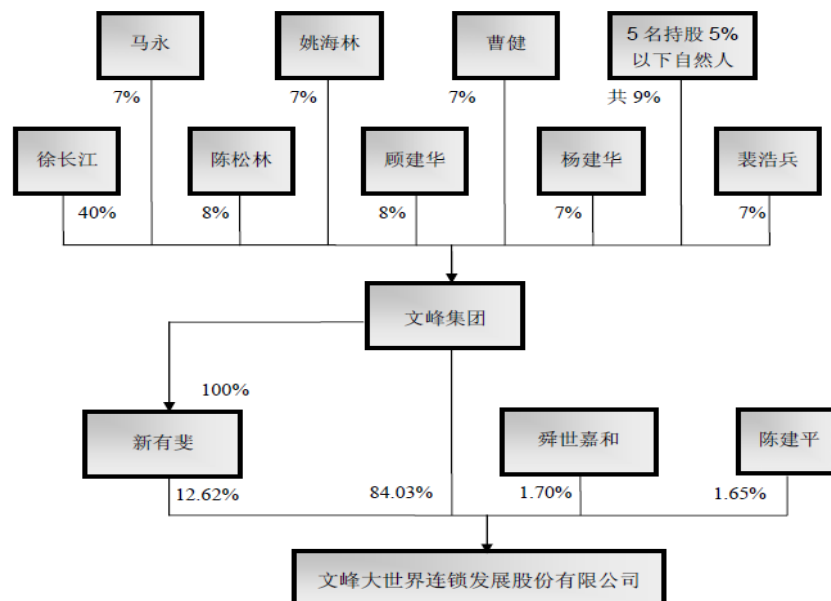
公司是南通市最大的零售企业，也是江苏省领先的零售企业之一。根据中国连锁经营协会公布的名单，2006 年至 2010 年，公司在百强中分别排名第十九、第二十、第二十二、第二十二和第二十一位。

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司系于 2007 年由江苏文峰大世界连锁发展有限公司整体变更设立，主要发起人为东江苏文峰集团有限公司和南通新有斐大酒店有限公司。文峰集团为全部由自然人持股的有限责任公司，其主要业务为通过下属控股子公司从事酒店服务、餐饮服务、房地产开发、汽车销售服务等业务；新有斐主要从事南通新有斐大酒店的经营管理，是文峰集团的全资子公司。此次发行前，文峰集团直接持有本公司 84.03% 的股权，并通过其全资子公司新有斐间接持有本公司 12.62% 的股权，因此文峰集团直接和间接持有本公司 96.652% 的股权，是公司的绝对控股股东。公司董事长徐长江先生一直为文峰集团单一最大股东，目前持有文峰集团 40% 的股权，处于相对控股地位，为公司实际控制人。

图 1 文峰股份公司发行前股权结构



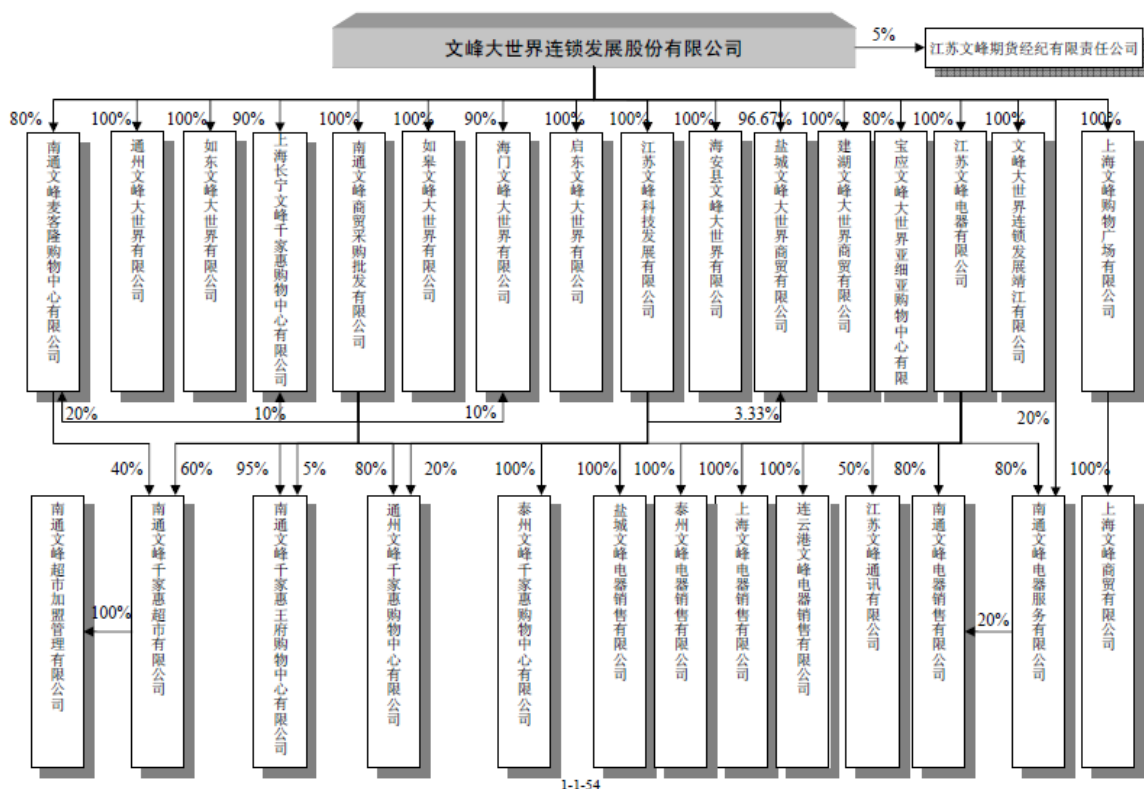
资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

表 1 文峰股份发行前后股权结构变化

股东名称及股份类别	发行前		发行后	
	股数(万股)	比例%	股数(万股)	比例%
江苏文峰集团有限公司	32,167.80	84.03	32,167.80	65.28
南通新有斐大酒店有限公司	4,832.20	12.62	4,832.20	9.81
北京舜世嘉和投资顾问有限公司	650	1.7	650	1.32
陈建平	630	1.65	630	1.28
社会公众股	0	0	11,000.00	22.32
合计	38,280.00	100	49,280.00	100

数据来源：公司招股意向书

图 2 文峰股份子公司股权结构



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 主业简况及收入利润结构

公司的主营业务是百货、超市、电器销售专业店的连锁经营，其主要运营方式是在大型商场中组合经营百货、超市和电器专业销售三种业态，同时也以单店运营方式经营综合超市和电器专业销售店。目前，公司拥有 32 家门店，包括 10 家百货门店、2 家综合超市门店和 20 家电器销售专业店。公司主要经营地为江苏省和上海市，32 家门

店中，21 家位于南通市，11 家分别分布在盐城市、泰州市、连云港市和上海市；公司是南通地区最大的零售企业。鉴于公司对二、三线城市的居民消费特点比较了解，因此确立了优先发展经济发达地区二、三线城市，择机进入一线城市的竞争策略。

2010 年公司实现营业收入 55.90 亿元，同比增长 14.53%；归属于母公司所有者的净利润 3.53 亿元，同比增长 20.44%。主营收入按地区分，72.94%来自于南通；按业态划分，百货、超市、电器的销售收入占主营收入的比例分别为 56.18%、14.39%和 29.20%。

图 3 文峰股份业态主营收入占比（2010 年）

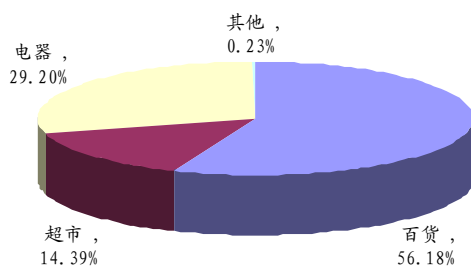
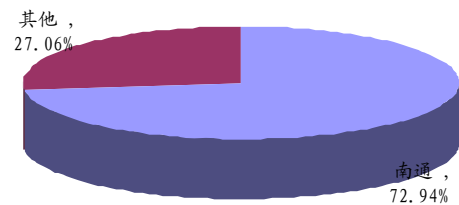


图 4 文峰股份地区主营收入占比（2010 年）



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

除自营业务外，2002 年以来，公司以“文峰超市”品牌开展以社区超市和便利店为主的加盟业务。截至 2010 年末，“文峰超市”品牌加盟门店共 682 家。主要分布在南通、盐城、泰州、苏州等地级城市及所辖县，其中在南通地区 605 家。加盟店总经营面积为 25.24 万平方米，平均单店面积约 370 平方米。总体而言，加盟业务对公司的财务贡献在公司的总体收入和利润结构中占比相对较小。

● 募资项目

本次 IPO 募集资金将用于如东文峰门店、如皋文峰门店、启东文峰门店及海安文峰门店等四个综合购物中心的扩建项目，募集资金投资总额为 76,703 万元。

表 2 文峰股份募集资金项目概况（单位：万元）

项目名称	项目计划总投资	其中募集资金投资	建设期	计划开工时间	计划完工时间
扩建如东文峰门店项目	17,868	11,076	16 个月	已开始施工	已竣工，于 2009 年 5 月起试营业
扩建如皋文峰门店项目	26,742	20,273	16 个月	已开始施工	已竣工，于 2010 年

					11 月起试营业
扩建启东文峰门店项目	30,491	20,291	20 个月	已开始施工	一期 2011 年 9 月 二期 2013 年 1 月
扩建海安文峰门店项目	25,063	25,063	16 个月	已开始施工	2011 年 9 月
合 计	100,164	76,703	-		

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

扩建如东文峰门店项目

公司拟在原如东店的基础上进行扩建，扩建成一个集百货、超市、电器销售、餐饮及休闲娱乐等项目于一体的综合购物中心。扩建地点位于原如东店以南 500 米，扩建门店后经营面积增加至 36,798 平方米（原门店净营业面积为 6,580 平方米，其中 5,157 平方米用于经营百货，600 平方米用于经营精品超市，823 平方米用于经营电器销售），其中，地上面积为 29,719 平方米。目前该项目已建成并进入试营业阶段。

扩建如皋文峰门店项目

公司拟在原如皋店（含大世界如皋店和文峰电器如皋店）基础上进行扩建，扩建成一个集百货、超市、电器销售、餐饮以及休闲娱乐等项目于一体的综合购物中心。扩建地点位于原如皋店以西 400 米，计划扩建门店后经营面积增加至 68,454 平方米（原如皋店营业面积 7,590 平方米，其中经营百货的面积为 5,780 平方米，精品超市为 380 平方米，电器销售为 1,430 平方米），其中，地上面积 60,738 平方米。扩建完成后，公司将原如皋店的百货、电器销售业务搬入扩建后门店扩大规模继续经营，同时开设综合超市取代现有的精品超市，并根据总体经营规划将部分面积出租或转让。目前扩建如皋文峰门店项目已建成并营业。

扩建启东文峰门店项目

公司拟在现启东店（含大世界启东店和文峰电器启东店）的基础上进行扩建，扩建成一个集百货、超市、电器销售、餐饮以及休闲娱乐等项目于一体的综合购物中心。扩建地点位于现启东店现址，公司拟将现有启东店物业拆除重新扩建，计划扩建门店后经营面积增加至约 66,000 平方米（公司在启东的门店净营业面积共 11,000 平方米，其中 5,400 平方米经营百货，1,800 平方米经营超市，3,800 平方米经营电器销售），其中地上面积约 56,000 平方米。项目分二期建设，一期工程完工后，现启东店和文峰电器启东二店拟搬入一期工程继续经营；现启东店所在物业拆建重建为二期工程。

扩建海安文峰门店项目

公司拟在现海安店（含大世界海安店和文峰电器海安店）的基础

上进行扩建，扩建成一个集百货、超市、电器销售、餐饮以及休闲娱乐于一体的综合购物中心。扩建地点位于现海安店以南 1,500 米，计划扩建门店后经营面积约为 55,679 平方米（原海安店净营业面积为 5,430 平方米，其中，3,070 平方米用于经营百货，1,600 平方米用于经营超市，760 平方米用于经营电器销售。），其中，地上面积 49,867 平方米。扩建完成后，公司现海安店业务将转入扩建后的门店扩大规模继续经营，并根据总体经营规划将部分面积出租或转让。

三、公司财务状况及盈利预测

● 营业收入、利润稳步增长

2008 年、2009 年和 2010 年公司分别实现营业收入 45.98 亿元、48.80 亿元和 55.90 亿元，同比增长率分别为 11.49%、6.15%和 14.53%；2008 年、2009 年和 2010 年归属于母公司股东的净利润分别为 2.69 亿元、2.93 亿元和 3.53 亿元，同比增长率分别为 23.43%、8.84%和 20.44%。2008-2010 年，公司百货收入的复合增长率为 11.99%，超市收入的复合增长率为 1.29%，电器销售的复合增长率为 11.40%。公司百货业务的增长主要来自于内生性增长以及 09 年新开设的大世界靖江店；超市业务则由于市场竞争激烈等原因，增长缓慢；电器销售收入增长的主要原因为 2008-2010 年新开设电器销售专业店 4 家。总体而言，近几年公司营业收入和利润呈现稳步增长态势。

● 净利率指标较优

2008 年-2010 年，公司综合毛利率分别为 16.17%、16.60%和 16.56%，其中主营业务毛利率分别为 14.60%、14.74%和 14.74%，基本保持稳定；净利率分别为 5.85%、6.00%和 6.31%，稳步提升。与目前 A 股主要在二三线城市同时经营百货和超市业务等业务的上市公司相比，由于电器销售业务的毛利率较低，造成公司综合毛利率水平低于行业平均水平；但其净利率指标较为优秀，明显高于平均水平，这主要得益于公司期间费用率明显低于同行业公司，费用控制能力较强。

表 3 文峰股份与零售业可比上市公司盈利能力比较

证券代码	简称	综合毛利率%			净利率%		
		2008Y	2009Y	2010Y	2008Y	2009Y	2010Y
000417.SZ	合肥百货	15.86	16.51	16.66	3.75	4.91	5.20
000501.SZ	鄂武商 A	21.13	20.16	19.87	4.14	4.00	3.59
600327.SH	大东方	13.11	12.82	13.47	3.02	4.27	4.55
600694.SH	大商股份	19.46	18.52	18.94	1.27	-0.43	0.42
600697.SH	欧亚集团	16.49	16.21	14.85	4.03	3.64	3.17

600729.SH	重庆百货	15.82	15.86	14.90	2.57	2.18	2.50
600858.SH	银座股份	18.49	18.68	18.19	3.34	2.19	1.39
600785.SH	新华百货	17.29	18.72	19.32	4.27	6.55	5.98
均值			17.21	17.18	17.02	3.30	3.41
601010.SH	文峰股份	16.17	16.60	16.56	5.89	6.03	6.33

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 4 文峰股份主营业务毛利率水平 (2008-2010Y)

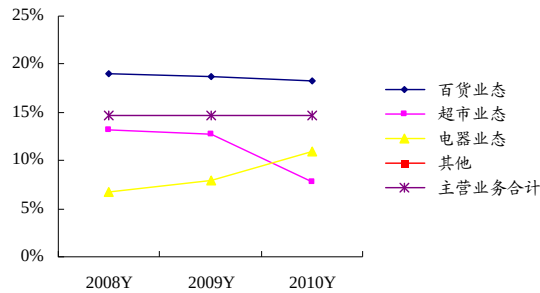
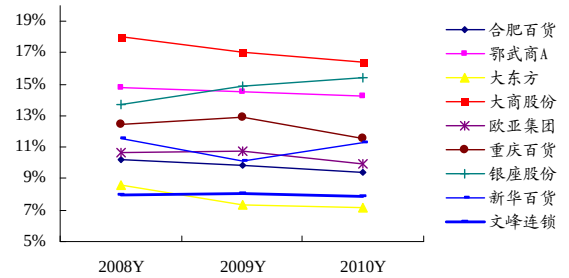


图 5 文峰股份期间费用率同行业比较 (2008-2010Y)



资料来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

● 应收账款周转率、存货周转率较高

2008-2010 年度, 公司的应收账款周转率分别为 122.09、183.06 和 319.83, 相对于同行业水平偏低。但商业零售企业的行业特点决定了行业内企业应收账款质量较高, 回收率良好, 账龄较短, 运营风险较低。2008-2010 年度, 公司的存货周转率分别为 13.86、13.64 和 15.15, 与同行业水平相对持平。

表 4 文峰股份与零售业可比上市公司营运能力比较

证券代码	简称	应收账款周转率			存货周转率		
		2008Y	2009Y	2010Y	2008Y	2009Y	2010Y
000417.SZ	合肥百货	302.08	299.47	320.26	11.26	10.95	11.45
000501.SZ	鄂武商 A	523.50	419.60	548.10	16.65	15.60	15.78
600327.SH	大东方	116.20	135.51	133.69	11.89	13.65	13.62
600694.SH	大商股份	1,014.05	470.88	213.54	10.93	12.60	13.71
600697.SH	欧亚集团	3,014.03	3,958.93	3,969.88	14.35	13.57	14.32
600729.SH	重庆百货	744.69	882.92	1,620.63	9.78	10.10	16.93
600858.SH	银座股份		3,982.83	8,766.46	10.35	5.06	4.68
600785.SH	新华百货	395.59	269.55	188.67	13.01	12.57	12.38
均值		872.88	1,302.46	1,970.15	12.28	11.76	12.86
601010.SH	文峰股份	122.09	183.06	319.83	13.86	13.64	15.15

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

● 业绩预测

根据公司目前经营情况及发展计划,预计公司未来两年的增长将主要来自于现有业务的内生性增长、扩建门店以及配套商铺等出售等带来的收入增长。我们初步预计 2011-2012 年归属于母公司的净利润将实现同比增长 28.64%和 24.86%,相应的稀释后每股收益为 0.92 元、1.15 元。

表 5 文峰股份损益简表及预测 (单位: 万元人民币)

指标名称	2008 A	2009 A	2010 A	2011 E	2012 E
营业总收入	459,806.37	488,080.90	559,018.03	705,956.14	860,340.42
营业成本	385,435.25	407,065.42	466,446.35	570,088.54	678,861.16
营业税金及附加	4,124.26	4,595.50	5,627.71	10,589.34	15,486.13
销售费用	22,790.49	25,055.92	28,883.12	37,415.68	47,318.72
管理费用	12,285.40	13,165.07	14,049.00	19,766.77	24,089.53
财务费用	1,472.34	1,058.82	1,171.62	1,411.91	1,720.68
资产减值损失	-497.16	605.30	-168.18	0.00	0.00
投资收益	727.32	60.60	375.34	350.00	50.00
营业利润	34,923.12	36,595.46	43,383.97	67,033.90	92,914.19
营业外收入	1,679.90	3,213.09	5,119.58	1,500.00	1,500.00
营业外支出	890.82	454.43	612.90	600.00	600.00
利润总额	35,712.19	39,354.12	47,890.66	67,933.90	93,814.19
所得税费用	8,620.62	9,920.15	12,500.76	16,983.47	23,453.55
净利润	27,091.57	29,433.97	35,389.90	50,950.42	70,360.65
少数股东损益	181.03	143.97	111.71	5,570.00	13,700.00
归属于母公司所有者的净利润	26,910.54	29,290.00	35,278.19	45,380.42	56,660.65
摊薄 EPS (元)	0.55	0.59	0.72	0.92	1.15

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所整理

四、风险因素

行业竞争激烈风险

目前全球 50 家最大零售企业中的 40 家已进入我国,这些大型跨国零售商业集团凭借其雄厚的资金实力、完善的配售系统、先进的管理经验和营运模式,利用新设和并购方式,加速整个内地市场的战略布局,在调整巩固一二线城市网点的同时逐步向三四线城市延伸。优秀外资零售巨头的强势进入给内资企业带来了很大的市场冲击,使得内资零售企业面临更为激烈的市场竞争。国内竞争对手以及外资零售企业对于市场的进一步渗透,国内经济相对发达的中等规模城市以及县级市的竞争态势升级。

消费品市场需求波动风险

经济周期性波动将直接影响消费者实际可支配收入水平、消费者信心指数以及消费者支出结构，从而影响零售业的市场需求。未来经济发展不确定性的增加及人们对可支配收入预期的变化将直接影响零售业的市场需求。

门店选址风险

零售门店特别是百货门店的经营很大程度上依赖于物业规模、客流量、交通便利状况、所在商圈人气、竞争对手数量等因素。在扩张过程中，门店选址极为重要，如果门店选址失当，会带来较大的经营风险。同时，如果公司不能在有利地段获得开设门店的合适场址，有可能延缓门店扩张的计划，对公司未来业务增长造成负面影响。

租用物业租金上涨和不能续租的风险

目前公司 32 家门店中，19 家为租赁经营，租赁物业经营面积约 13.17 万平方米，约占总经营面积的 36.65%。近年来商业物业租金上涨趋势明显，公司面临租金上涨引致成本上升以及租赁物业不能续约的风险。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

选取 A 股上市公司中，主要在二三线城市同时经营百货和超市业务等业务的零售业公司作为公司的可比对象。可比公司 2011 年、2012 年平均动态市盈率分别为 26.64 倍和 19.96 倍。近期发行的零售业上市公司徐家汇、三江购物发行市盈率（摊薄）分别为 34.78 倍和 56.19 倍。

表 6 A 股主要百货零售业公司估值情况

股票代码	公司简称	股价	每股收益（元/股）				市盈率（倍）			
			2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E
000417.SZ	合肥百货	18.63	0.42	0.60	0.80	0.92	44.51	31.28	23.23	20.29
000501.SZ	鄂武商 A	19.24	0.47	0.58	0.75	0.99	40.88	33.25	25.76	19.42
600327.SH	大厦股份	10.53	0.36	0.43	0.56	0.69	29.34	24.49	18.95	15.33
600694.SH	大商股份	43.91	(0.40)	0.41	1.12	1.86	-	105.91	39.08	23.62
600697.SH	欧亚集团	29.76	0.70	0.83	1.07	1.41	42.54	35.89	27.80	21.12
600729.SH	重庆百货	45.04	0.42	1.41	1.82	2.31	107.21	31.87	24.74	19.53
600858.SH	银座股份	22.11	0.41	0.38	0.71	0.97	53.73	57.59	31.10	22.88
600785.SH	新华百货	28.54	0.92	1.04	1.27	1.63	30.88	27.51	22.44	17.47
平均值			0.41	0.71	1.01	1.35	49.87	43.47	26.64	19.96

数据来源：Wind 资讯；股价以 5 月 17 日收盘价计

- 公司可给的估值水平及报价区间

综合考虑同行业可比公司以及公司未来成长性,我们认为给予文峰股份 2011 年 25-30 倍市盈率较为合理,公司合理估值区间为 23.00 元-27.60 元。考虑发行价比合理价值有一定幅度折价,我们建议询价区间为 20.70 元-24.84 元,对应 2010 年摊薄后每股收益的市盈率区间为 28.75 倍-34.50 倍。

分析师承诺

分析师 刘丽

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。