

新华百货 (600785.SH) 百货零售行业

评级: 买入 维持评级

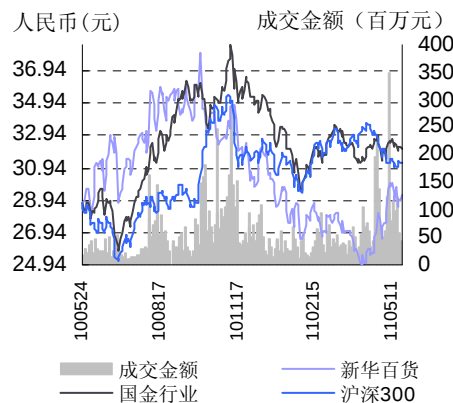
公司研究

市价(人民币): 29.30 元
目标(人民币): 35.00-37.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	207.43
总市值(百万元)	6,077.74
年内股价最高最低(元)	38.05/24.94
沪深 300 指数	3121.60
上证指数	2858.46



相关报告

1. 《收入增长良好,期待利润好转》, 2011.4.21
2. 《估值优势显著,经营情况正常》, 2011.3.17
3. 《淡季销售不旺,4 季度增速回升》, 2010.10.25

文瑶

联系人
(8621)61038260
wenyao@gjzq.com.cn

张斌

分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

扩张保持区域竞争力, 估值低于行业均值

公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	1.109	1.245	1.247	1.567	1.922
每股净资产(元)	4.95	4.93	6.17	7.74	9.66
每股经营性现金流(元)	1.86	1.51	2.36	2.67	3.21
市盈率(倍)	9.51	22.80	23.50	18.69	15.24
行业优化市盈率(倍)	29.12	59.57	59.57	59.57	59.57
净利润增长率(%)	77.45%	12.25%	20.14%	25.74%	22.62%
净资产收益率(%)	22.40%	21.06%	20.19%	20.25%	19.89%
总股本(百万股)	172.86	172.86	207.43	207.43	207.43

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **2011 年公司净利润增速逐步恢复:** 2010 年公司新开项目较多, 带来费用支出大幅增加影响利润增长; 2011 年公司一次性计入的装修费用将大幅减少, 从而实现净利润增速的逐步恢复。
- **百货门店快速扩张, 巩固区域内领先优势:** 银川金凤区随市政府搬迁等因素近年发展较快, 2010-2011 年开业的万达广场和拉普斯购物广场有望构建新区商业中心; 新华百货新建门店将有助于保持其区域领先优势: 截止 2011 年 5 月, 公司百货营业面积达到 19.4 万平米, 比 2009 年增加 9.03 万平米, 新增面积近 46.5%; 此外公司还合作拍得老公安厅地块约 30.56 亩土地用于商业综合体建设。
- **未来 3 年收入利润同步稳定增长:** 我们预测新华百货 2011-2013 年营业收入分别达到 48.33 亿元、59.20 亿元和 69.73 亿元, 同比增长 21.27%、22.50%和 17.79%, 其中百货业务同比增速可达到 29.2%、26.2%和 18.9%; 三年净利润增速分别达到 20.14%、25.74%和 22.62%。

投资建议

- 新华百货所处银川市是西北地区少数宜居的中心城市, 周边矿产资源开发及经济发展推动银川消费市场持续增长; 公司的区域领先优势短期内将继续保持, 同时与物美商业的合并整合预期为股价提供支撑。

估值

- 我们预测 2011-2013 年公司每股收益分别达到 1.247 元、1.567 元和 1.922 元; 结合行业平均估值水平, 给予公司未来 6 个月 35-37 元目标价位, 相当于 28x11PE 和 30x11PE。

风险

- 新开门店培育期过长, 费用支出超预期, 影响利润增长。

公司盈利预测与说明

盈利预测的假设条件

- 我们基于以下假设条件来预测新华百货未来 3 年的盈利情况。
 - 盈利预测未包含物美与公司的合并情况。
 - 百货业务营业收入 2011-2013 年分别增长 29.2%、26.2%和 18.9%；其中新华百货购物中心 2011 年收入预计销售收入约 3.7 亿元，系 2010 年重装后增速提升；西夏店 2010 年进入盈利期，2011 年预计收入增速约 50%；老大楼扩建部分预计 2011 年 10 月开业，与现代城店合计贡献收入约 2 亿元。
 - 超市业务 2010 年新开门店 8 家，其中大型店 2 家，标准店及便利店合计 6 家，预计 2011 年收入增速约 25%；家电业务 2010 年新开门店 4 家，2011 年预计收入增速在 15%以上。

收入与盈利预测

- 我们对公司 2011-2013 年的收入及盈利预测情况如下：
 - 2011-2013 年新华百货营业收入分别达到 48.33 亿元、59.20 亿元和 69.73 亿元，分别同比增长 21.27%、22.50%和 17.79%。
 - 2011-2013 年净利润增速分别达到 20.14%、25.74%和 22.62%。

图表1：利润表预测 单位：百万元

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2824.6	3235.6	3985.0	4832.5	5919.8	6972.9
营业成本	2336.3	2630.0	3215.2	3905.4	4786.5	5637.8
毛利率%	17.29%	18.72%	19.32%	19.18%	19.14%	19.15%
营业税金及附加	20.9	25.4	31.6	36.2	47.4	55.8
营业费用	212.9	248.3	333.4	369.7	434.5	503.4
费用率%	7.54%	7.67%	8.37%	7.65%	7.34%	7.22%
管理费用	115.7	82.1	117.8	164.3	210.2	240.6
费用率%	4.10%	2.54%	2.96%	3.40%	3.55%	3.45%
财务费用	-2.8	-4.3	-1.4	1.1	0.4	0.1
资产减值损失	0.0	0.7	1.2	0.2	0.0	0.0
投资收益	13.8	14.5	11.8	8.0	8.0	8.0
营业利润	155.4	267.9	299.1	363.6	448.9	543.2
营业外收支	0.0	-0.5	-0.5	0.0	0.0	0.0
利润总额	155.5	267.3	298.6	363.6	448.9	543.2
所得税	35.0	55.4	60.5	80.0	98.8	119.5
少数股东权益	12.5	20.2	22.9	25.0	25.0	25.0
归属于母公司净利润	108.0	191.7	215.2	258.6	325.1	398.7
同比增速%	41.07%	77.45%	12.25%	20.14%	25.74%	22.62%
总股本	172.9	172.9	207.4	207.4	207.4	207.4
EPS (元)	0.625	1.109	1.038	1.247	1.567	1.922

来源：国金证券研究所

主业稳定增长，扩张费用短期影响利润增速

区域竞争加剧，扩张规模保持领先优势

■ 零售业竞争者借新城建设加速进入银川市场。

- 银川传统商业中心集中于新华百货所在的兴庆区，金凤区是近几年随市政府搬迁及高新技术开发区建设发展起来的新商业区，目前有拉普斯购物广场和万达广场两大新建及在建商业项目，有望构建新的商业中心。
- 拉普斯购物广场和万达广场地处金凤区与兴庆区交界处，临近银川市政府，是包含百货店、影院、餐饮、娱乐等的综合体项目，其中拉普斯购物广场主力店为世纪金花（2 万平米），万达广场主力店为万达百货，均定位中高端时尚百货。
- 银川城区常住人口总数仅 100 万左右，商业市场总体容量较小，新城区商业氛围的培育仍需时日。

图表2：银川商业中心分布情况



来源：国金证券研究所

■ 为巩固区域领先优势，新华百货的百货类经营面积快速扩张。

- 截止 2011 年 5 月，公司百货营业面积达到 19.4 万平米，比 2009 年增加 9.03 万平米，新增面积近 46.5%；此外公司还合作拍得老公安厅地块约 30.56 亩土地用于商业综合体建设。
- 公司在新商业区也加快网点布局，2011 年 2 月租赁大世界商贸广场店紧邻万达广场，为 26 层综合体建筑的商业部分，总面积 5.9 万平米，租期 15 年，合计租金 7.3 亿元，预计 2014 年开业；2010 年新开拉普斯森林公园大卖场面积 2 万平米，全年收入约 3200 万元，亏损约 430 万元，预计 2011 年可实现盈亏平衡。

图表3：百货业务门店扩张情况 单位：万平米

百货店	开业时间	建筑面积 万平米	营业面积 万平米	物业	租期	市场定位	备注（租金情况）
新华百货总店	1997	3.42	2.40	自有	-	高端精品店	-
新华百货购物中心	2000	3.68	2.20	自有	-	大众百货	-
老大楼	2002	2.10	1.60	自有	-	大众时尚百货	-
老大楼扩建（名都）	2011.10	0.95	0.70	租赁	2011 - 2025	-	· 年均887万元
东方红购物广场	2006	4.68	3.60	租赁	2006.1 - 2015.12	时尚休闲百货	· 1-3年2946万元，此后年均递增1元/平米
中卫红太阳	2007	0.97	0.58	租赁	2007.5 - 2017.4	中端大众百货	· 1-3年449万元，4-6年递增5%，7-10年递增10%
西夏店	2009	1.74	1.20	租赁	2010.1 - 2019.12	中低端百货	· 1-3年合计2130万元，4年起租金增速为上年销售环比增速的50%
现代城+精品超市	2010.9	4.33	3.00	租赁	2010.9 - 2020.9	高端精品百货	· 1-5年均3478万元，逐年递增5%
大世界商贸广场	2014	5.90	4.13	租赁	2014 - 2028	-	· 15年合计租金7.3亿元
老公安厅地块	-	-	-	自有	-	-	· 公司土地成本9100万元，土地标价2.72亿元

来源：国金证券研究所

百货业务稳健经营，超市业务快速发展

- 成熟百货门店保持双位数增长。
 - 新华百货总店、东方红购物广场和老大楼是公司三大主力百货店，2011年各门店主要依靠内生增长，全年预计平均增速在15%左右。
 - 新华百货购物中心店2010年7月-11月进行闭店重装及品类调整，原超市经营区域改为黄金珠宝销售，受此影响当年销售收入及毛利率同比下滑，预计2011年该门店可实现收入3.7亿元，同比增速达到65%。
- 建发现代城等百货店贡献新增收入，利润仍受制费用支出。
 - 老大楼扩建名都店计划于2011年10月开业，新增经营面积7000平米，年均租金887万元，一次性计入的装修费用约2000万元，当年营业收入预计2000万元左右。
 - 建发现代城店预计于2011年10月正式营业，年租金3477万元，目前尚未完成品牌招商，日均销售30万元左右，全年预计可实现销售收入1.2亿元，全年亏损约3000万元。
- 超市业务在银川的发展受西部城市区域经济和居民收入水平提高带动较明显。
 - 新华百货现有超市门店34家，其中大中型门店13家，便利店21家，2010年公司新增门店8家，包括拉普斯森林公园大卖场在内的大型门店2家，预计2011年公司再将新增大中型店1家，便利店4家。
 - 受新开店增加及通货膨胀带来的物价上涨因素影响，预计公司超市业务2011年收入增速可达到25%，实现收入11.6亿元。
- 家电业务2010年实现销售收入10.3亿元，主要随百货及超市业态扩张，预计年均增速15%左右，2011年销售规模可达到12亿元。

图表4：各业务收入及毛利率预测 单位：百万元、元/平米

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
百货业务	1688.0	1899.2	2453.5	3096.3	3682.3
毛利率	21.80%	22.15%	21.75%	21.55%	21.48%
毛利额	368.0	420.6	533.6	667.3	791.1
YOY	13.0%	12.5%	29.2%	26.2%	18.9%
新华百货总店	465.0	534.8	598.9	658.8	724.7
坪效（元/平米）	13596.5	15636.0	17512.3	19263.5	21189.9
YOY	16.0%	15.0%	12%	10%	10%
毛利率		24%	24%	24%	24%
购物中心	352.0	228.8	377.5	415.3	456.8
坪效（元/平米）	9565.2	6217.4	10258.7	11284.6	12413.0
YOY	10.0%	-35%	65%	10%	10%
毛利率		21%	21%	21%	21%
老大楼	351.0	396.6	444.2	577.5	664.1
坪效（元/平米）	16714.3	18887.1	21153.6	27499.7	31624.6
YOY	8.0%	13%	12%	30%	15%
毛利率		22%	22%	22%	22%
老大楼扩建			20.0	120.0	200.0
坪效（元/平米）			1869	11215	18692
YOY				500%	67%
毛利率				20%	20%
东方红购物广场	520.0	598.0	705.6	811.5	892.6
坪效（元/平米）	11111.1	12777.8	15077.8	17339.4	19073.4
YOY	16.0%	15.0%	18%	15%	10%
毛利率		22%	22%	22%	22%
中卫红太阳	60.0	81.0	97.2	111.8	120.7
坪效（元/平米）		8379.0	10054.8	11563.0	12488.1
YOY		35%	20%	15%	8%
毛利率		18%	18%	18%	18%
西夏店		60.0	90.0	121.5	143.4
坪效（元/平米）		3448	5172	6983	8240
YOY			50%	35%	18%
毛利率			18%	18%	18%
建发现代城			120.0	280.0	480.0
坪效（元/平米）			2774	6474	11098
YOY			0%	133%	71%
毛利率			17%	18%	19%
超市业务	819.6	920.8	1155.4	1416.3	1672.3
毛利率	17.5%	18.7%	18.7%	18.5%	18.5%
毛利额	143.4	172.2	216.1	262.0	309.4
YOY	18.0%	12.3%	25.5%	22.6%	18.1%
家电业务	860.0	1037.0	1223.7	1407.2	1618.3
毛利率	13.5%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%
毛利额	116.1	150.4	177.4	204.0	234.7
YOY	22.9%	20%	18%	15%	15%
销售收入合计	3367.6	3857.0	4832.5	5919.8	6972.9
YOY	19.22%	14.53%	25.29%	22.50%	17.79%
综合毛利率	18.63%	19.27%	19.18%	19.14%	19.15%

来源：国金证券研究所

估值及投资建议

- 新华百货 2011-2012 年每股收益分别达到 1.247 元、1.567 元，对应目前股价 PE 分别为 24 倍和 19 倍。
- 我们统计百货行业主要上市公司 39 家 2011-2012 年加权平均 PE 估值为 27 倍和 21 倍，考虑公司与物美商业的合并重组预期，预测公司 6 个月目标价可达到 35-37 元/股，对应 2011 年每股收益 28xPE-30xPE。

图表5：百货类主要上市公司估值水平 单位：元/股

股票代码	股票名称	PE 11	PE 12	价格	EPS 11	EPS 12	11年1Q增长
600694	大商股份	39	23	43.29	1.10	1.90	439.1%
000417	合肥百货	20	20	18.85	1.0	0.95	255.1%
000889	渤海物流	47	34	12.28	0.26	0.36	225.3%
600729	重庆百货	25	20	45.33	1.8	2.30	198.2%
600631	百联股份	25	22	15.69	0.63	0.70	164.5%
600774	汉商集团	52	36	9.38	0.18	0.26	112.9%
000516	开元控股	24	24	5.79	0.24	0.24	83.6%
600723	西单商场	27	21	13.47	0.50	0.64	67.4%
002277	友阿股份	27	18	24.13	0.89	1.31	50.8%
600712	南宁百货	56	44	10.15	0.18	0.23	50.2%
600280	南京中商	23	17	25.33	1.10	1.50	47.8%
600778	友好集团	37	21	13.46	0.36	0.64	45.3%
002419	天虹商场	28	21	21.98	0.79	1.03	43.5%
600859	王府井	27	21	42.99	1.57	2.04	39.8%
000419	通程控股	25	18	8.66	0.35	0.48	32.2%
000501	鄂武商 A	26	20	19.24	0.74	0.94	29.6%
600827	友谊股份	20	20	17.82	0.88	0.90	29.3%
000987	广州友谊	20	16	24.29	1.2	1.48	24.2%
600785	新华百货	23	18	28.87	1.25	1.59	20.7%
600655	豫园商城	22	18	11.92	0.53	0.66	18.9%
600697	欧亚集团	29	22	29.75	1.04	1.35	17.5%
000785	武汉中商	30	24	11.55	0.39	0.49	16.8%
600814	杭州解百	27	20	8.48	0.32	0.42	16.6%
600628	新世界	24	20	11.54	0.49	0.59	15.0%
002187	广百股份	20	17	26.14	1.31	1.54	14.5%
600824	益民集团	33	28	6.98	0.21	0.25	12.6%
600828	成商集团	22	17	13.24	0.59	0.80	10.8%
000715	中兴商业	20	15	12.03	0.60	0.80	10.2%
000564	西安民生	33	27	8.15	0.25	0.30	8.5%
600327	大东方	18	14	10.52	0.6	0.73	8.1%
600738	兰州民百	33	30	9.37	0.28	0.31	5.2%
600861	北京城乡	40	35	10.52	0.26	0.30	2.1%
600682	南京新百	32	18	11.02	0.34	0.61	1.6%
600693	东百集团	26	20	10.48	0.40	0.52	1.6%
002561	徐家汇	31	29	19.71	0.64	0.69	0.0%
600858	银座股份	29	21	22.11	0.76	1.03	-7.2%
600865	百大集团	47	42	7.95	0.17	0.19	-18.4%
600306	商业城	126	53	21.39	0.17	0.40	-72.7%
加权平均		27	21				77.0%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	2,825	3,236	3,985	4,833	5,920	6,973
增长率		14.5%	23.2%	21.3%	22.5%	17.8%
主营业务成本	-2,336	-2,630	-3,215	-3,905	-4,786	-5,638
% 销售收入	82.7%	81.3%	80.7%	80.8%	80.9%	80.9%
毛利	488	606	770	927	1,133	1,335
% 销售收入	17.3%	18.7%	19.3%	19.2%	19.1%	19.1%
营业税金及附加	-21	-25	-32	-36	-47	-56
% 销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-213	-248	-333	-370	-435	-503
% 销售收入	7.5%	7.7%	8.4%	7.7%	7.3%	7.2%
管理费用	-116	-82	-118	-164	-210	-241
% 销售收入	4.1%	2.5%	3.0%	3.4%	3.6%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	139	250	287	357	441	535
% 销售收入	4.9%	7.7%	7.2%	7.4%	7.5%	7.7%
财务费用	3	4	1	-1	0	0
% 销售收入	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	0	-1	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	14	14	12	8	8	8
% 税前利润	8.9%	5.4%	4.0%	2.2%	1.8%	1.5%
营业利润	155	268	299	364	449	543
营业利润率	5.5%	8.3%	7.5%	7.5%	7.6%	7.8%
营业外收支	0	-1	0	0	0	0
税前利润	155	267	299	364	449	543
利润率	5.5%	8.3%	7.5%	7.5%	7.6%	7.8%
所得税	-35	-55	-61	-80	-99	-119
所得税率	22.5%	20.7%	20.3%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润	121	212	238	284	350	424
少数股东损益	12	20	23	25	25	25
归属于母公司的净利润	108	192	215	259	325	399
净利率	3.8%	5.9%	5.4%	5.4%	5.5%	5.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	121	212	238	284	350	424
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	26	27	32	47	77	97
非经营收益	-12	-15	-14	-3	-8	-8
营运资金变动	72	98	58	162	135	154
经营活动现金净流	206	321	314	489	554	666
资本开支	-11	-13	-80	-522	-509	-360
投资	5	19	0	-1	0	0
其他	-42	-105	-11	8	8	8
投资活动现金净流	-48	-99	-90	-515	-501	-352
股权募资	0	11	0	0	0	0
债权募资	-8	0	0	-1	0	1
其他	-124	-42	-82	0	0	0
筹资活动现金净流	-132	-31	-82	-1	0	1
现金净流量	27	191	142	-27	53	315

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	586	872	1,034	1,007	1,060	1,375
应收款项	23	39	118	134	165	194
存货	193	225	294	310	380	448
其他流动资产	82	78	190	197	241	284
流动资产	883	1,215	1,636	1,649	1,847	2,301
% 总资产	60.0%	67.9%	72.7%	60.3%	54.9%	56.4%
长期投资	262	252	212	213	212	212
固定资产	264	255	257	819	1,251	1,513
% 总资产	17.9%	14.3%	11.4%	30.0%	37.2%	37.1%
无形资产	60	65	138	49	51	52
非流动资产	588	575	614	1,084	1,516	1,779
% 总资产	40.0%	32.1%	27.3%	39.7%	45.1%	43.6%
资产总计	1,471	1,790	2,249	2,733	3,363	4,081
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	721	895	1,140	1,328	1,597	1,881
其他流动负债	33	-5	30	44	54	63
流动负债	754	889	1,170	1,371	1,651	1,944
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	1	0	0	0
负债	754	889	1,171	1,371	1,651	1,945
普通股股东权益	681	856	1,022	1,281	1,606	2,004
少数股东权益	36	45	56	81	106	131
负债股东权益合计	1,471	1,790	2,249	2,733	3,363	4,081

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.875	1.109	1.245	1.247	1.567	1.922
每股净资产	3.942	4.951	4.927	6.173	7.741	9.663
每股经营现金净流	1.192	1.859	1.513	2.359	2.672	3.211
每股股利	0.000	0.300	0.500	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	15.86%	22.40%	21.06%	20.19%	20.25%	19.89%
总资产收益率	7.34%	10.71%	9.57%	9.46%	9.67%	9.77%
投入资本收益率	15.01%	21.98%	21.23%	20.44%	20.11%	19.54%
增长率						
主营业务收入增长率	12.11%	14.55%	23.16%	21.27%	22.50%	17.79%
EBIT增长率	25.86%	79.88%	14.93%	24.31%	23.66%	21.30%
净利润增长率	41.07%	77.45%	12.25%	20.14%	25.74%	22.62%
总资产增长率	10.29%	21.66%	25.65%	21.52%	23.03%	21.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.9	1.4	1.9	1.6	1.6	1.6
存货周转天数	28.1	29.0	29.5	29.0	29.0	29.0
应付账款周转天数	42.3	41.3	42.2	41.0	41.0	41.0
固定资产周转天数	34.1	28.8	23.4	46.6	52.3	47.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-81.76%	-96.84%	-95.95%	-73.98%	-61.96%	-64.37%
EBIT利息保障倍数	-50.0	-57.8	-206.0	319.3	1,169.5	6,766.9
资产负债率	51.27%	49.67%	52.07%	50.18%	49.09%	47.67%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	7	13	14
买入	1	2	5	10	10
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.75	1.50	1.46	1.44

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-03-09	买入	24.73	31.57 ~ 37.88
2 2010-03-18	买入	24.46	N/A
3 2010-08-12	买入	33.28	N/A
4 2010-10-25	买入	34.49	N/A
5 2011-03-17	买入	26.88	N/A
6 2011-04-21	买入	26.65	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室