

湘财证券研究所

商业零售研究小组

刘飞烨 分析师

执业编号：S0500511010006

联系人 王俊杰

Tel: 021-68634510-8710

E-mail: wjj3237@xcsc.com

合理价值区间（元）：
23.25-27.90

发行概况：

发行股本（万股）： 11000

发行后股本（万股）： 49280

主承销商：安信证券股份有限公司

□ 经营历史悠久，政府关系良好

公司成立于 1995 年，至今具有 16 年的经营历史，经过 16 年左右的经营，公司发展成为南通市百货领域的龙头企业，公司在南通市的市場地位和其经营历程使公司与当地地方政府建立起良好的合作关系，这将有利于提升公司优质商业物业的获得能力，降低公司在自建物业的成本。

□ 公司经营所处地区商业发展前景广阔

公司经营定位于江苏省内二三线城市的社区购物中心，这些区域经济发展程度较高，但是，当前这些区域的百货覆盖程度较低，这为公司经营发展提供了良好的空间。我们看好公司未来在江苏省二三线城市的发展空间。此外，近年来，随着苏通大桥通车，崇启大桥、崇海大桥、沪通铁路前期工作顺利推进，南通正加速实现融入苏南、接轨上海的战略发展目标。南通市交通基础设施的改善扩大公司零售业务辐射的范围，有利于其零售业务的发展。

□ 自有物业占比高降低公司经营成本

截至 2010 年底，公司门店总经营面积为 36 万平方米，其中自有物业 23 万平方米，自有物业占比高达 64%，而且公司未来门店扩张的主要方式仍将以自建物业为主，我们认为随着中国经济发展和房地产价格的逐步攀升，公司高自有物业和自建物业的扩张模式有利于降低公司的运营成本，提升公司的盈利能力。

□ 门店内外生增长稳步进行

公司近年来同店内生增长稳步进行，外生增长主要来源于充分挖掘江苏省二三线城市的商业开拓空间，开设新门店，目前，公司储备的新门店有文峰大世界海门店，文峰大世界南通二店，文峰大世界连云港店，文峰大世界宝应店。此外，公司紧跟区域市场环境变化，不断调整下辖部分零售门店的经营面积以达到充分适应市场变化的目的，本次募集资金将主要用于公司旧有门店的扩建，预计扩建完成后公司零售业经营面积将会增加 27 万平方米，公司的总经营面积将达到 63 万平方米，公司经营面积的扩大将会提升公司的营业收入和经营业绩。

□ 盈利预测和估值

预计公司 2011-2013 年实现营业收入 65.91 亿元、75.42 亿元和 85.30 亿元，同比增长 17.90%、14.43%、13.10%，实现归属于母公司净利润分别为 4.58 亿元、5.79 亿元和 6.77 亿元，实现摊薄的 EPS 分别为 0.93 元、1.17 元和 1.37 元，我们给予公司 2011 年 30-35 倍 PE，预计公司合理股价为 23.25-27.90 元。

□ 风险和不确定性

公司经营面临的主要不确定性来自二三线城市消费水平达不到预期的风险以及公司在南通市外其他地区不能获得优质物业的风险。

目录

一、区域零售巨头，市场地位突出	6
1.1 公司零售业经营历史悠久	6
1.2 民营机制，股东现金流权和控制权一致性程度高	6
1.3 多业态组合经营，综合购物中心为主	7
二、公司经营所处地区商业发展前景广阔	9
2.1 江苏省内二三线城市经济发展水平高，商业零售仍具有较大开拓空间.....	9
2.2 区域内交通条件改善为区域消费聚集人气	12
三、公司竞争优势分析	12
3.1 区域强势地位提升公司优质物业获得能力	12
3.2 高比例自有物业和自建物业的扩张模式有利于公司经营业绩的稳定	12
3.3 门店内外生增长稳步进行	13
四、公司财务状况良好，盈利能力强.....	13
五、募投项目提升公司经营业绩.....	14
六、盈利预测和估值	15
七、风险和不确定性	17

图目录

图 1 公司为民营企业，董事长为实际控制人	7
图 2 公司营业收入构成图.....	9
图 3 公司毛利占比构成图.....	9
图 4 受益于区域优势，南通市经济快速发展	10
图 4 南通市下辖县市经济发展水平较高.....	11
图 5 公司所处区域零售业仍存在较大的发展空间	11

表目录

表 1 公司零售门店状况	7
表 2 江苏二三线城市商业仍具有较大的开拓空间	12
表 3 公司盈利能力持续好于行业平均水平	13
表 4 公司募投项目介绍	14
表 5 公司损益表预测结果	16
表 6 公司资产负债表预测结果	16
表 7 公司现金流量表预测结果	17

一、区域零售巨头，市场地位突出

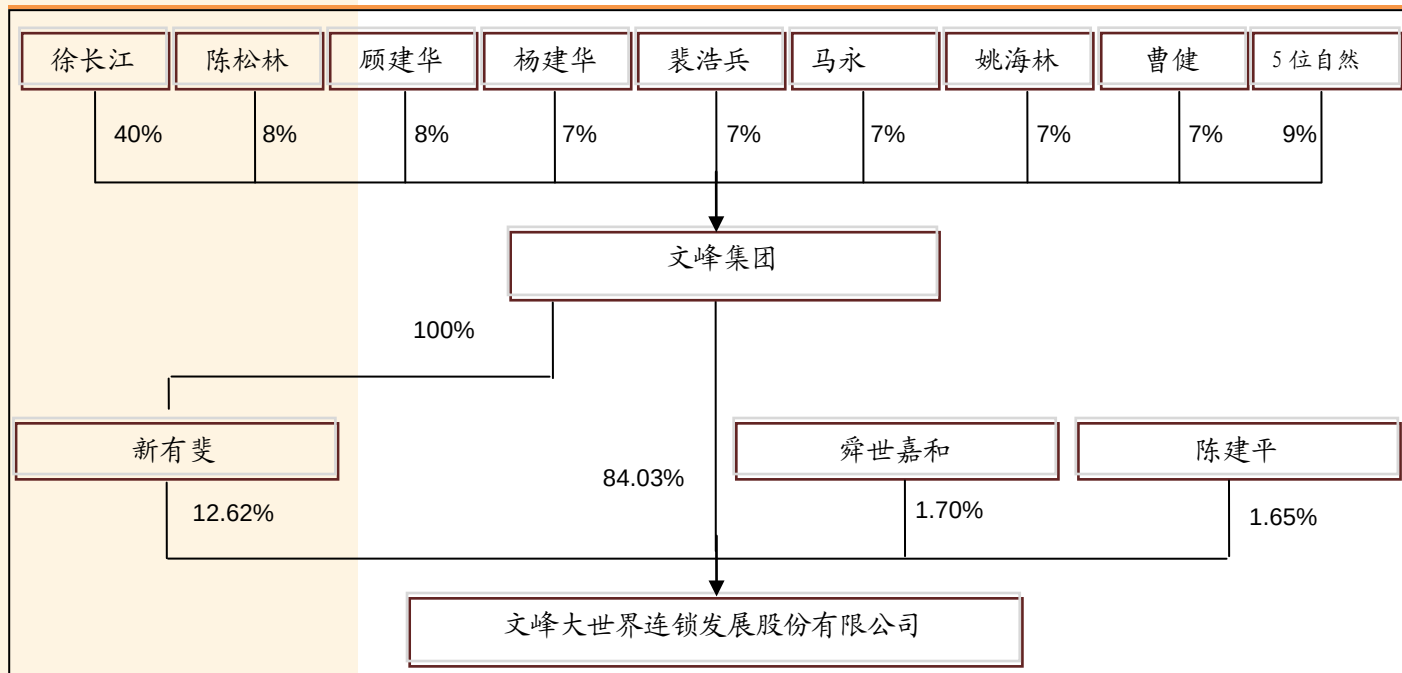
1.1 公司零售业经营历史悠久

- 公司设立。公司前身成立于 1995 年的全民所有制企业南通文峰大世界，成立时南通文峰饭店拥有 100% 股权。
- 控股股东变更。1999 年 9 月南通文峰大世界的投资主体变更为江苏文峰集团有限公司。江苏文峰集团有限公司持有公司 100% 股权，为文峰大世界实际控制人。
- 改制为有限责任公司。2000 年，江苏文峰集团有限公司将其对南通文峰大世界 5,312 万元出资中的 312 万元根据评估结果作价 788.82 万元转让给南通市文峰饭店，将南通文峰大世界改制为有限责任公司。
- 变更为股份有限公司。2001 年 11 月，南通文峰大世界有限公司通过整体变更为股份有限公司。
- 民营入主。2004 年 1 月，文峰集团以“国有资产退出，职工身份置换”的形式实施改制。改制完成后，文峰集团变更为全部为自然人持股的有限责任公司，公司的控股股东和实际控制人变更为自然人。公司国有变民营的机制改革大大提升了管理团队的积极性和公司的经营效率。

1.2 民营机制，股东现金流权和控制权一致性程度高

公司控股股东为文峰集团，目前文峰集团持有公司 84.03% 的股份，文峰集团全资子公司新有斐酒店持有公司 12.62% 的股份，文峰集团合并持有公司 96.65% 的股权，公司控股股东现金流权和控制权的高度一致性有利于促进公司大股东和中小股东利益的一致性，降低大股东通过上市公司实现利益输送的可能性，有利于中小股东利益的保持和实现。文峰集团的最大股东为徐长江，持有文峰集团 40% 的股份，徐长江为公司实际控制人，目前徐长江为公司董事长，此外公司高级管理人员通过持有文峰集团股份间接持有公司股份，可以促进股东利益和管理层利益的一致性，形成对管理层的有效激励，提升公司整体价值。

图 1 公司为民营企业，董事长为实际控制人



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

1.3 多业态组合经营，综合购物中心为主

公司主要从事百货、超市、电器销售专业店的连锁经营业务。目前，公司拥有 32 家门店，包括 10 家综合购物中心、2 家综合超市门店和 20 家电器销售专业店。公司主营业务经营地为江苏省和上海市，目前公司 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。

表 1 公司零售门店状况

序号	门店简称	所属法人	经营业态	地点	开业时间	经营面积 (m ²)	物业权属
1	大世界南大街店	发行人（本部）	百货、精品超市	南通市区	1996 年 1 月	47,917	自有
2	大世界如皋店	如皋文峰	百货、精品超市	南通如皋市	1997 年 12 月	49,434	自有
3	大世界海门店	海门文峰	百货、精品超市	南通海门市	1998 年 9 月	12,154	租赁
4	大世界如东店	如东文峰	百货、精品超市	南通如东县	1999 年 9 月	24,638	自有
5	大世界启东店	启东文峰	百货、精品超市	南通启东市	1999 年 12 月	12,133	自有
6	麦客隆店	文峰麦客隆	综合超市	南通市区	2000 年 4 月	5,300	租赁

					月		
7	大世界海安店	海安文峰	百货、精品超市	南通海安县	2000 年 9 月	13,561	租赁
8	千家惠吉星店	南通文峰千家惠	综合超市	南通市区	2000 年 12 月	6,850	自有
9	千家惠泰州店	泰州文峰千家惠	百货、综合超市	泰州市	2002 年 9 月	23,343	租赁
10	大世界靖江店	靖江文峰	百货、精品超市	泰州靖江市	2009 年 11 月	27,229	自有
11	文峰电器靖江店	泰州文峰电器	电器销售	泰州靖江市	2009 年 11 月	4,000	自有
12	文峰电器阜宁店	盐城文峰电器	电器销售	盐城阜宁县	2003 年 1 月	1,370	租赁
13	文峰电器吕四店	文峰电器销售	电器销售	南通启东市吕四镇	2003 年 7 月	2,875	租赁
14	文峰电器姜堰店	泰州文峰电器	电器销售	泰州姜堰市	2003 年 9 月	1,520	租赁
15	大世界沪东店	上海文峰购物广场	百货、综合超市	上海市	2003 年 9 月	23,191	租赁
16	文峰电器工农路店	文峰电器销售	电器销售	南通市区	2006 年 3 月	1,700	租赁
17	大世界通州店	通州文峰	百货、精品超市	南通通州市	2007 年 2 月	24,763	自有
18	文峰电器启东二店	文峰电器销售	电器销售	南通启东市	2006 年 10 月	2,349	租赁
19	文峰电器建湖店	盐城文峰电器	电器销售	盐城市建湖县	2006 年 12 月	2,560	租赁
20	文峰电器人民路店	文峰电器销售	电器销售	南通市区	2008 年 12 月	7,350	租赁
21	文峰电器南大街店	文峰电器销售	电器销售	南通市区	2009 年 6 月	6,200	自有
22	文峰电器如皋海阳路店	文峰电器销售	电器销售	南通如皋市	2009 年 6 月	14,299	租赁
23	文峰电器如皋中山路店	文峰电器销售	电器销售	南通如皋市	2010 年 8 月	4,000	自有
24	文峰电器海门店	文峰电器销售	电器销售	南通海门市	2009 年 6 月	3,400	租赁
25	文峰电器如东店	文峰电器销售	电器销售	南通如东市	2009 年 6 月	4,800	自有
26	文峰电器启东店	文峰电器销售	电器销售	南通启东市	2009 年 6 月	1,600	自有

					月		
27	文峰电器海安店	文峰电器销售	电器销售	南通海安市	2009 年 6 月	2,400	租赁
28	文峰电器通州店	文峰电器销售	电器销售	南通通州市	2009 年 6 月	4,300	自有
29	文峰电器泰州店	泰州文峰电器	电器销售	泰州市区	2009 年 6 月	4,200	租赁
30	文峰电器高港店	泰州文峰电器	电器销售	泰州市高港区	2009 年 6 月	1,600	租赁
31	文峰电器连云港店	连云港文峰电器	电器销售	连云港市区	2009 年 6 月	2,868	租赁
32	文峰电器沪东店	上海文峰电器	电器销售	上海市浦东新区	2009 年 6 月	5,700	租赁

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

公司三种业态中百货占比最大，2010 年，公司百货业务实现营业收入 30.71 亿元，同比增长 16.61%，占全部营业收入的比重为 56.18%，百货业务实现毛利 5.63 亿元，占比为 69.88%；超市业务实现营业收入 7.87 亿元，同比增长 7.44%，占全部营业收入的比重为 14.39%，实现毛利 6140 万元，占比 7.62%，电器连锁实现营业收入 15.96 亿元，同比增长 14.25%，占全部营业收入的比重为 27.28%，实现毛利 1.73 亿元，占比为 21.51%，公司基本形成百货、超市和家电连锁协调发展的良好发展模式。

图 2 公司营业收入构成图

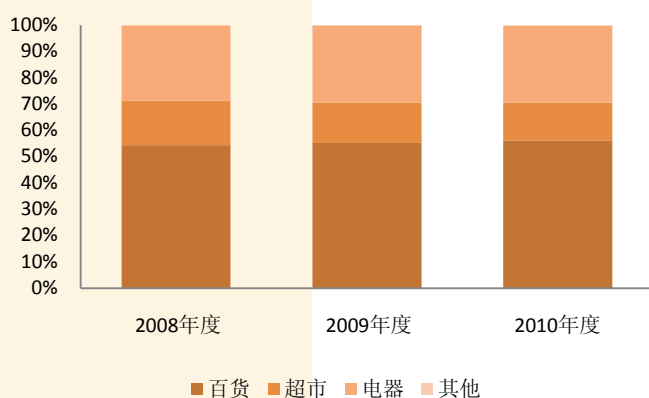
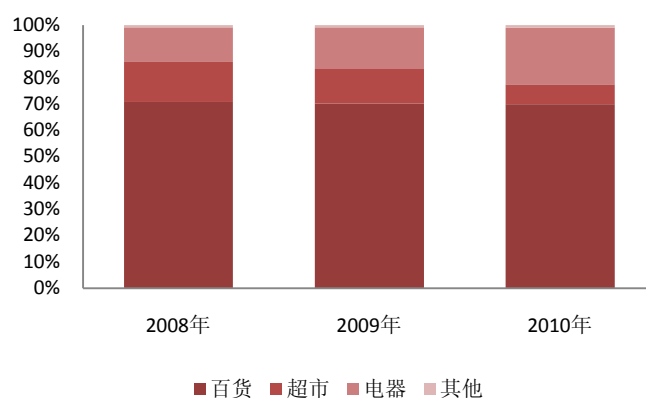


图 3 公司毛利占比构成图



资料来源：wind 资讯，湘财证券研究所

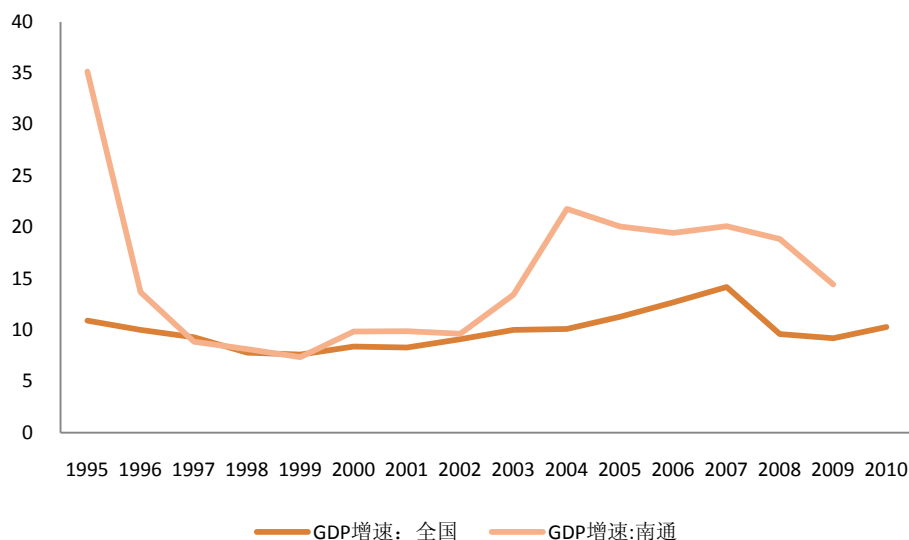
资料来源：wind 资讯，湘财证券研究所

二、公司经营所处地区商业发展前景广阔

2.1 江苏省内二三线城市经济发展水平高，商业零售仍具有较大开拓空间

公司主要经营地南通市，地处我国黄海南部，长江入海口北岸，南与苏州、上海两市隔江相望，西与泰州市接壤，北与盐城市接壤，集“黄金海岸”与“黄金水道”优势于一身，拥有长江岸线 226 公里，其中可建万吨级深水泊位的岸线 30 多公里；拥有海岸线 210 公里，其中可建 5 万吨级以上深水泊位的岸线 40 多公里，南通港已于 2006 年加入全国沿海十大亿吨港行列。南通优秀的地理位置为出口导向型经济发展提供良好条件，受益于出口导向型经济的发展，南通市 GDP 快速增长，连续数年超出全国平均水平。经济的快速发展带动居民收入水平的提升，促进居民消费量和消费水平的提升。

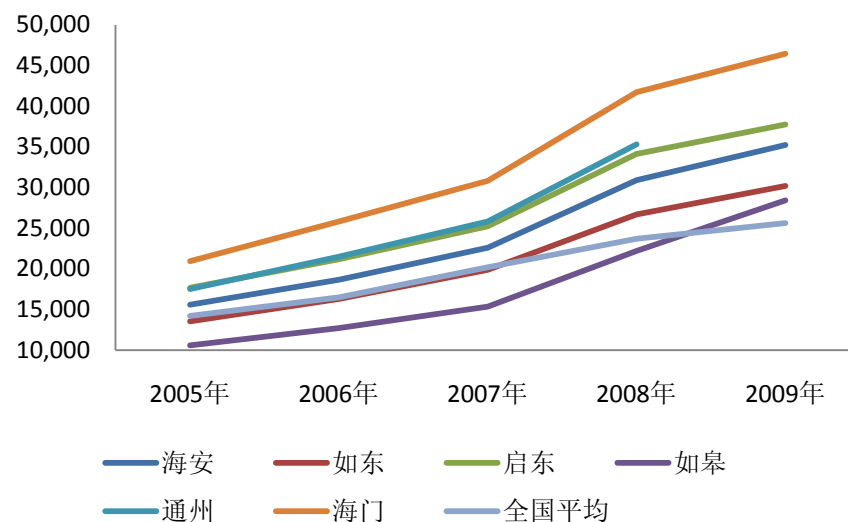
图 4 受益于区域优势，南通市经济快速发展



资料来源：ceic，湘财证券研究所

此外，公司未来的经营定位于江苏省内二三线城市的社区购物中心，公司当前经营的主战场南通下辖的县市经济发展水平均处于较高水平，2009 年公司下辖的 6 个县市的人均国内生产总值在 30000 元-40000 元之间，远高于全国平均水平。尽管当前公司所处的区域经济发展水平较高，但是，当前这些二三线城市的百货覆盖程度较低，这将为公司经营发展提供了良好的空间。我们看好公司未来在江苏省二三线城市的发展空间。

图 5 南通市下辖县市经济发展水平较高



资料来源: ceic, 湘财证券研究所

图 6 公司所处区域零售业仍存在较大的发展空间



资料来源: 湘财证券研究所

表 2 江苏二三线城市商业仍具有较大的开拓空间

项目	单位	南通市区	海安县	如东县	启东市	如皋市
商业面积	平方米	472,893	124,602	62,934	78,525	96,057
年末户籍人口	万人	87.52	93.81	105.67	111.41	140.92
人均商业面积	平方米/人	0.54	0.13	0.06	0.07	0.07

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

2.2 区域内交通条件改善为区域消费聚集人气

南通市南靠长江，东临黄海，具有较为优越的区域条件，但是由于与经济发达的苏南和上海被长江隔开，南通市仍然显得有些割据，未能与苏南和上海等经济发达地区在人口、商业环境等方面充分融合，近年来，随着苏通大桥通车，崇启大桥、崇海大桥、沪通铁路前期工作顺利推进，南通正加速实现融入苏南、接轨上海的战略发展目标。南通市基础设施的改善扩大公司零售业务辐射的范围，有利于提升公司的营业收入和经营业绩。

三、公司竞争优势分析

3.1 区域强势地位提升公司优质物业获得能力

公司在南通市经营历史悠久，与当地政府建立了良好的关系，和地方政府之间良好的关系网络提升公司优质商业物业的获得能力，降低公司在自建物业的成本，此外，公司控股股东参与房地产和酒店经营管理也为公司购买并自建购物中心提供良好的互动和支持，公司现有门店经营面积 36 万平方米，拥有 10 家购物中心，均在当地具有明显的区位优势。商业零售行业，企业经营管理水平和优质物业是公司核心竞争力两个重要方面，公司多年以来和当地政府建立起来的良好关系对于公司优质物业的获得能力具有重要的促进作用，提升公司的核心竞争力。

3.2 高比例自有物业和自建物业的扩张模式有利于公司经营业绩的稳定

截至 2010 年底，公司门店总经营面积为 36 万平方米，其中自有物业 23 万平方米，自有物业占比高达 64%，而且公司未来门店扩张的主要方式

仍将以自建物业为主，我们认为随着中国经济发展和房地产价格的逐步攀升，公司高自有物业和自建物业的扩张模式有利于降低公司的运营成本，提升公司的盈利能力。

3.3 门店内外生增长稳步进行

公司近年来同店内生增长稳步进行，公司仍然充分挖掘江苏省二三线城市的商业开拓空间，开设新门店，目前，公司储备的新门店有文峰大世界海门店，文峰大世界南通二店，文峰大世界连云港店，文峰大世界宝应店。此外，公司紧跟区域市场环境变化，不断调整所经营零售门店的经营面积以达到充分适应市场变化的目的，本次募集资金将主要用于公司旧有门店的扩建，预计扩建完成后公司零售业经营面积将会增加 27 万平方米，公司的总经营面积将达到 63 万平方米，公司经营面积的扩大将会提升公司的营业收入和经营业绩。

四、公司财务状况良好，盈利能力强

表 3 公司盈利能力持续好于行业平均水平

		2007-12-31	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31
鄂武商 A	毛利率	20.80	21.13	20.16	19.87
	期间费用率	13.92	14.75	14.54	14.29
	营业利润率	5.79	5.66	5.19	4.83
广州友谊	毛利率	24.16	24.06	22.62	21.84
	期间费用率	10.62	9.90	8.79	8.38
	营业利润率	12.38	13.04	12.78	12.14
广百股份	毛利率	22.64	22.10	20.74	19.65
	期间费用率	16.37	15.48	14.85	14.71
	营业利润率	5.22	6.14	4.81	3.89
百联股份	毛利率	26.38	27.77	26.19	25.21
	期间费用率	18.81	20.87	19.67	17.90
	营业利润率	7.32	5.75	5.97	7.45
东百集团	毛利率	23.17	23.98	21.55	0.00
	期间费用率	13.71	14.11	12.84	0.00
	营业利润率	7.23	8.26	7.30	0.00
大商股份	毛利率	20.36	19.46	18.52	18.94
	期间费用率	15.63	18.03	17.02	16.39

	营业利润率	3.41	0.16	0.32	1.27
重庆百货	毛利率	15.37	15.82	15.86	14.90
	期间费用率	12.70	12.45	12.91	11.52
	营业利润率	2.15	2.70	2.34	2.73
成商集团	毛利率	18.81	22.76	20.94	23.03
	期间费用率	13.33	15.29	13.58	13.07
	营业利润率	8.06	7.66	7.30	10.53
王府井	毛利率	18.65	18.93	18.67	18.20
	期间费用率	12.09	12.52	13.19	12.50
	营业利润率	5.86	5.41	4.67	4.68
新华百货	毛利率	18.90	17.29	18.72	19.32
	期间费用率	13.80	11.53	10.08	11.29
	营业利润率	4.90	5.50	8.28	7.51
友阿股份	毛利率	18.98	20.86	19.37	18.67
	期间费用率	10.96	12.31	10.82	9.35
	营业利润率	7.74	7.30	7.39	8.40
行业平均	毛利率	20.75	21.29	20.30	18.15
	期间费用率	13.81	14.30	13.48	11.76
	营业利润率	6.37	6.14	6.03	5.77
文峰股份	毛利率	16.51	16.17	16.60	16.56
	期间费用率	8.10	7.95	8.05	7.89
	营业利润率	7.36	7.60	7.50	7.76

资料来源：wind 资讯、湘财证券研究所

2007 年-2010 年，公司营业利润率呈现上升趋势，而且持续好于行业平均水平，但是由于公司主营业务中有约 40%左右的收入是来源于低毛利率的超市和家电连锁，与行业平均水平相比，公司的毛利率水平低于行业平均水平，但是公司的民营机制对于费用的良好控制能力使得公司的期间费用率持续低于行业平均水平，差距高达 5 个百分点，因此，尽管公司毛利率低于行业平均水平，但是由于公司良好的费用控制能力，公司的营业利润率持续高于行业平均水平。我们认为公司良好的费用控制能力和日益完善的收入结构将会继续提升公司的盈利能力，有利于公司经营业绩的提升和改善。

五、募投项目提升公司经营业绩

表 4 公司募投项目介绍

序号	项目	投资金额	其中以募集资金投资金额	建设期
1	扩建如东文峰门店项目	17,868	11,076	16 个月
2	扩建如皋文峰门店项目	26,742	20,273	16 个月
3	扩建启东文峰门店项目	30,491	20,291	20 个月
4	扩建海安文峰门店项目	25,063	25,063	16 个月
合计	-	100,164	76,703	-

资料来源：公司公告、湘财证券研究所

如东店扩建项目：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，当前公司如东店的经营面积为 24,638 平方米，扩建后将大大提高经营面积，有利于充分适应如东地区的市场发展。

如皋店扩建项目：公司拟在原如皋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。扩建地点位于原如皋店以西 400 米，计划扩建门店后经营面积由现在的 49,434 平方米增加至 68,454 平方米。

启东店扩建项目：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。扩建后公司启动购物中心的商业经营面积将增加至 66,000 平方米。

海安店扩建项目：公司拟在现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，扩建后经营面积将由现在的 13,561 平方米增加至 55,679 平方米。

公司募集资金投资项目符合项目所在地的经济发展状况和居民生活需求，而当地与公司综合购物中心竞争的百货的竞争力明显偏低。因此，公司募投项目的实施将会充分提升公司的盈利。

六、盈利预测和估值

预计公司 2011-2013 年实现营业收入 65.91 亿元、75.42 亿元和 85.30 亿元，同比增长 17.90%、14.43%、13.10%，实现归属于母公司净利润分别为 4.58 亿元、5.79 亿元和 6.77 亿元，实现摊薄的 EPS 分别为 0.93 元、1.17 元和 1.37 元，我们给予公司 2011 年 30-35 倍 PE，预计公司合理股价为 23.25-27.90 元。

表 5 公司损益表预测结果

利润表（百万元）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,881	5,590	6,591	7,542	8,530
营业成本	4,071	4,664	5,503	6,297	7,122
EBITDA	404	491	580	665	753
折旧和摊销	48	49	50	54	58
销售费用	251	289	349	392	439
管理费用	132	140	165	185	205
财务费用	11	12	(81)	(158)	(203)
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	4	4	4	4
营业利润	366	434	592	754	885
利润总额	293	353	612	774	905
少数股东损益	1	1	1	2	2
归属母公司净利润	293	353	458	579	677
EPS	0.59	0.72	0.93	1.17	1.37

资料来源：湘财证券研究所

表 6 公司资产负债表预测结果

资产负债表（百万元）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	2,252	2,720	6,587	8,098	9,813
流动资产	1,137	1,449	5,324	6,832	8,546
货币资金	503	855	4,549	5,957	7,567
交易型金融资产	0	50	0	0	0
应收帐款	17	18	21	24	27
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	137	116	116	116	116
存货	309	307	440	504	570
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	1	3	4	6	7
固定资产	745	875	842	834	831
无形资产	199	251	239	226	214
总负债	1,377	1,691	2,511	3,443	4,481

无息负债	1,374	1,688	2,511	3,443	4,481
有息负债	3	3	0	0	0
股东权益	874	1,029	4,128	4,708	5,387
股本	383	383	493	493	493
公积金	133	202	2,819	2,921	3,034
未分配利润	388	506	895	1,387	1,962
少数股东权益	6	100	101	103	105

资料来源：湘财证券研究所

表 7 公司现金流量表预测结果

现金流量表（百万元）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	548	659	1,025	1,299	1,456
净利润	293	353	458	579	677
折旧摊销	48	49	50	54	58
净营运资金增加	(286)	(3)	3,056	575	1,251
其他	493	260	(2,540)	91	(530)
投资活动产生现金流	(414)	(72)	(48)	(48)	(48)
净资本支出	158	52	52	52	52
长期投资变化	0	3	0	0	0
其他资产变化	(571)	(127)	(100)	(100)	(100)
融资活动现金流					
股本变化	0	0	110	0	0
债务净变化	(2)	0	(3)	0	0
其它长期负债变化	1,376	314	822	933	1,038
净现金流	(78)	387	3,694	1,408	1,610

资料来源：湘财证券研究所

七、风险和不确定性

公司经营面临的主要不确定性来自二三线城市消费水平达不到预期的风险以及公司在南通市外其他地区不能获得优质物业的风险。

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。
本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。