

增 持 维持

银座股份 (600858)

2011 年 5 月 30 日

费用自高点回落有利于业绩恢复性释放, 振兴街购物中心有望下半年开业

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汪立亭
SAC 执业证书编号: S0850210090001
wanglt@htsec.com
021-23219399潘 鹤
SAC 执业证书编号: S0850210040007
panh@htsec.com
021-232194232011 年 5 月 27 日收盘于: 19.00 元
6 个月目标价: 28.80 元

调研简况。我们于 5 月 26、27 日考察了银座股份, 跟踪了公司近期经营及未来发展等, 并实地考察了公司主要门店和振兴街购物中心项目进展等, 以下是我们主要跟踪信息和观点, 供参考。

主要观点。银座股份 2008 年以来, 收入复合增速为 42%, 成长性良好, 但净利润停滞不前, 三年复合增速为-1.76%。利润与收入成长的背离, 主要由于公司主要以重资产模式快速扩张, 新增较多的固定资产与无形资产折旧摊销、大额资本开支产生的银行贷款和财务费用、以及 2010 年度明显增加的职工薪酬等因素, 成为压制公司业绩成长的主要因素。

从 2011 年角度, 我们认为公司职工薪酬有望出现稳中有降趋势, 带动相应费用率下降。而从主要项目进程上, 我们预计: (1) 自购物业的潍坊财富广场项目 (13.98 万平米) 和自建物业的德州宁德项目 (约 6 万平米) 已于 2010 年开业; (2) 商业建筑面积约 10 万平米的济南振兴街项目预计将于 2011 年下半年开业, 建筑面积约 3.28 万平米的威海自建项目预计将于 2011 年底或 2012 年初开业; (3) 青岛乾豪项目和李沧项目以及聊城项目正加紧开工建设, 预计将于 2012 年和 2013 年陆续开业。

上述已开业和未开业在建项目对公司的费用压力 (通过开办费用、折旧摊销和财务费用等) 已经在相当大程度上体现, 公司未来业绩将有恢复性成长。并且, 我们认为振兴街项目可能的地产收益有望在 2011 年末或 2012 年上半年得到确认, 对冲新开项目对公司业绩的不利影响。

维持对公司的判断。从短期经营角度, 公司 2009 年以来的公司持续高速开店及收购引起公司期间费用的大幅提升, 但将为其未来收入和利润的提升提供了较为有效的保障; 预计在公司 2008-2009 年的高速开店之后, 后续期间的开店速度会有所下降 (约 7 个自建或自购项目及 3 个租赁门店项目将陆续在 2011-2013 年间分摊开业), 并且公司多个已公告自建或收购项目产生的费用压力 (财务费用和摊销) 已经在相当程度上体现, 而随着公司新拿地开始投入建设, 以及自建项目所涉及的财务费用支出在会计处理上可以进行资本化处理, 预期未来期间公司费用压力将有下降, 从而带来较大的业绩弹性。

从长期价值角度, 公司在经济实力雄厚的山东省内保持着领先的竞争优势, 并持续增强。而省外扩张和大股东优质资产的可预期的注入 (解决同业竞争的需要) 仍构成公司继续做大做强的有力支撑, 公司具有中长期投资价值。因此, 我们建议投资者从收入和毛利的角度客观评价公司的真实业务经营能力, 并从项目的进展和费用处理方法的角度辩证地看待其短期业绩的欠佳表现, 从而根据未来的业绩弹性和中长期价值判断公司的投资前景。

维持盈利预测。预测 2011-13 年归属于母公司净利润增速分别为 150.08%和 34.56%和 30.82%; 预计公司 2011-13 年 EPS 分别为 0.96 元 (偏乐观)、1.29 元和 1.69 元。对应当前 19 元股价, 动态 PE 分别为 19.8 倍、14.7 倍和 11.2 倍。

需要提醒的是, 我们对公司收入的预测依然是基于我们对公司正常开店计划以及目前在手项目按预期进行的基础之上; 对净利润的预测也基于公司相对稳定的毛利率以及一般会计制度范畴下费用的处理方式。但扩张中的连锁商业零售公司一般而言具有相对自由的业绩调控空间, 而如果公司开店步伐出现超常规速度, 可能在公司业绩中长期快速增长的趋势中出现短期的大弹性现象。如果公司财务费用仍居高不下, 职工薪酬等主要费用仍超预期增长, 公司短期业绩仍有低于预期可能。

目前公司 19 元的股价, 55 亿元总市值对应 2011 年 112 亿元销售额, 动态 PS 为 0.49 倍。我们认为, 从一个相对较长时期看, 公司绝对价值低估, 考虑到公司未来的业绩弹性和增长潜力, 目标价 28.8 元, 维持“增持”的投资评级。

风险与不确定性。公司因门店扩展速度较快，新门店的培育期会侵蚀老门店的内生增长以及公司保守的财务口径等可能让2011年业绩再次低于预期。我们此次调研主要关心关于公司费用的变动情况及趋势，主要外延扩张项目的进展等，以下是我们对公司的进一步分析。

1. 历史业绩回顾：2008年以来收入与利润增速背离，净利率由3.81%的历史高点下降为2010年度的1.26%。

2008-2010年的三年间，银座股份收入由30.75亿元增加至87.95亿元，三年复合增长率为41.95%，净利润由1.17亿元下降至1.11亿元，三年复合增长率为-1.76%，净利率也由2007年的3.81%下降为2010年的1.26%（参见表1）。若仅考虑2010年，收入同比增长38.29%至87.95亿元，净利润同比下降39.27%至1.11亿元，EPS为0.38元。

2011年一季度公司收入30.73亿元，同比增长27.18%，净利润6638万元，同比下降7.21%，EPS为0.23元。预计2011年四月份收入增速与一季度的情况差不多，有25%以上的增长。

表1 银座股份近年业绩回顾

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	3年CAGR	1Q2011
销售收入（万元）	158270	240761	307472	419450	635974	879468		307323
增速（%）	143.93	52.12	27.71	36.42	51.62	38.29	41.95	27.18
归属净利润（万元）	4618	8503	11699	13650	18266	11092		6638
增速（%）	107.81	84.14	37.59	16.67	33.82	-39.27	-1.76	-7.21
净利率（%）	2.92	3.53	3.81	3.25	2.87	1.26		2.16

资料来源：公司公告，海通证券研究所

其原因主要在于：2008年以来，公司外延扩张速度加快，不仅在2009年通过向大股东增发收购淄博6家门店，并现金收购石家庄东购广场55.14%股权，并且2008-2010年分别新开8家、9家和8家门店，截至2010年末，公司合计拥有46家门店，总建筑面积约130万平米。

公司2008年以来的扩张以自购门店和自建门店为主要特点，如建筑面积4.5万平米的滨州黄河店，建筑面积4万平米的东营东城店，建筑面积13.98万平米的潍坊财富广场店，建筑面积6万平米的德州银座商城等，均是在近3年开业的自购或自建物业门店，截至2010年，公司自有物业面积占比近40%（参见表2、表3）。2011年至今，公司又新开2家租赁物业门店，分别是济南的银座花园店和泰安的新汶县门店，面积都在1万平米左右。

表2 银座股份近年门店和面积扩张情况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
门店总数（个）	5	10	14	22	38	46
净新开门店（个）	2	5	4	8	16	8
门店增速（%）		100.0	40.0	57.1	72.7	21.1
建筑面积（平米）	177200	319100	436108	635957	1028965	1350124
新增面积（平米）	67000	141900	117008	199849	393008	321159
面积增速（%）	60.80	80.08	36.67	45.83	61.80	31.21
自有门店（个）	4	5	5	6	8	10
自有物业面积（平米）	148900	190900	190900	230900	326900	526700
自有物业面积占比（%）	84.03	59.82	43.77	36.31	31.77	39.01

注：潍坊财富广场开业后，原潍坊银座停业迁址，原建筑面积约3.55万平米。

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表3 银座股份自有物业门店

门店	开业时间	购入时间	区域	建筑面积（万平米）
银座泰安店	2001-1-12	2003年9月	泰安	3.00
银座东营店	2003-4-1	2004年8月	东营	5.00
银座临沂店	2005-1-28	自建	临沂	4.10
银座菏泽店	2006-9-23		菏泽	4.20
银座滨州店	2003-1-18	2007年10月	滨州	2.79
东营东城店	2008-9-6		东营	4.00
滨州黄河店	2009-6-12		滨州	4.50
石家庄东购广场店	1996-9-25	2009年9月	河北	5.10
德州银座商城	2010-9-28		德州	6.00
潍坊财富广场店	2010-10-23		潍坊	13.98
合计				52.67

资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 公司的费用项及趋势：压制公司业绩的两个最大因素（职工薪酬和财务费用）有望得到改善，业绩将有恢复性增长。

费用是压制公司业绩的最大因素，这一特点尤其表现在 2010 年度，因此公司主要费用项的未来变化趋势也是我们最为关注的对象。

2010 年期间费用为 13.53 亿元，费用增加额为 4.58 亿元，期间费用率为 15.39%，同比上升 1.31 个百分点。销售费用和管理费用分别为 9.7 亿和 2.4 亿，分别同比增长 54.11%和 29.35%，费用率分别为 11.03%和 2.74%，分别同比增加 1.13 个百分点和减少 0.19 个百分点。

2010 年度财务费用为 1.42 亿元，同比增加 6248 万元，增幅为 78.45%，费用率为 1.62%，同比增加 0.37 个百分点。

表 4 银座股份 2010 年期间费用变动情况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	1Q2011
销售费用（万元）	14416	22325	25567	42008	62960	97026	28262
销售费用率（%）	9.11	9.27	8.32	10.02	9.90	11.03	9.20
管理费用（万元）	4323	5242	6936	12086	18620	24085	8918
管理费用率（%）	2.73	2.18	2.26	2.88	2.93	2.74	2.90
财务费用（万元）	479	854	1223	3552	7964	14212	4198
财务费用率（%）	0.30	0.35	0.40	0.85	1.25	1.62	1.37
期间费用（万元）	19218	28421	33725	57646	89545	135323	41378
期间费用率（%）	12.14	11.80	10.97	13.74	14.08	15.39	13.46

资料来源：公司公告，海通证券研究所

主要费用项中，除折旧摊销外，职工薪酬和利息支出数据较大且增速高，值得重点关注。2010 年各分项费用中，折旧费用为 1.25 亿元，同比增加 78.37%，主要由于新增自有物业门店（滨州黄河店、德州银座、潍坊财富广场等）；租赁费用 and 长期待摊费用分别增加 28%和 34%，较为合理；（折旧+租赁+摊销）三项费用合计为 3.53 亿，较 2009 年增加 1.07 亿元，费用率为 4.01%，同比增加 0.15 个百分点。

（1）职工薪酬。销售费用中增幅最大的是职工薪酬，2010 年为 2.73 亿元，同比增加 1.51 亿元，增幅 123.59%，占收入比重 3.1%，较 09 年增加 1.18 个百分点。（2010 年计入管理费用的职工薪酬为 8443 万元，同比基本持平，仅增加 0.19%）。

我们判断其主要原因在于：

（a）公司 2010 年新开 9 家门店，有新增员工因素，尤其是新开约 14 万平米的潍坊财富广场店和德州约 6 万平米的宁德项目，筹办期员工费用较大；

（b）2010 年山东和全国趋势一样，低端劳动力工资有较大上升，山东最低工资涨幅 20%。公司基层员工薪酬也有相当涨幅，并且基于绩效考核和职位升迁，不少员工薪酬增幅较大；

（c）公司在 2010 年为职工补缴了保险和公积金等，我们估计数额约在 5000-6000 万左右。

从 2011 年及之后年度看，公司新开店仍将继续（预计 2011 年将有振兴街 shoppingmall 这一较大的项目开业），对应仍会有员工增加和增量费用，但 2011 年（b）、（c）项因素将不存在，因此职工薪酬有望出现稳中有降趋势，员工成本占比收入的比率将下降。

表 5 银座股份 2010 年主要销售费用项金额及占收入比变动情况（万元）

	2009	2010	同比增长（%）
销售费用			
折旧费	6982	12454	78.37
租赁费	12538	16049	28.00
长期待摊费用摊销	5054	6775	34.06
折旧+租赁+摊销	24574	35278	43.56
占比收入（%）	3.86	4.01	
水、电费	10544	13984	32.63
广告宣传费	3215	5305	65.00
水电+广告	13759	19289	40.19
占比收入（%）	2.16	2.19	0.03
职工薪酬	12204	27286	123.59
占比收入（%）	1.92	3.10	
其他	12424	15173	22.13
占比收入（%）	1.95	1.73	-0.23

资料来源：公司公告，海通证券研究所

（2）财务费用。公司目前有多个在建物业项目，资本开支增加较多，截至 2010 年末，公司长短期借款余额 31.74 亿元（2011 年一季度末，进一步增加至 32.74 亿元），较 2009 年末增加 8.38 亿元，较 2008 年末增加 24.42 亿元，导致财务费用大幅增加，2010 年为 1.42 亿元，同比增加 6248 万元。2011 年一季度末，公司长短期借款余额为 32.74 亿元，当期财务费用 4198 万元。

我们判断，公司 2011 年仍会有新借款，但主要是为了滚动偿还短期到期借款，2011 年一季度末为 19.18 亿元，占比总借款余额的 58.59%。从资本支出的角度，公司主要有剩余青岛乾豪项目和李沧项目尚待投入，但潍坊购物广场、德州项目已完成，济南振兴街项目和威海项目即将完成，经营体量增大和地产收益将改善公司现金流状况，增量资本开支将减少；从财务费用角度，随着青岛两个项目后续建设进展，相应财务费用可资本化处理，财务费用不会面临更大压力。

表 6 银座股份历年借款余额及财务费用变化

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
期末短期借款余额（万元）	6500	13500	34500	69000	181560	200300
一年内到期的非流动负债余额（万元）	0	0	3000	0	11000	4000
期末长期借款余额（万元）	0	3000	0	4200	41000	113100
合计（万元）	6500	16500	37500	73200	233560	317400
当期财务费用（万元）	479	802	521	3552	7964	14212
新增固定资产投资、无形资产和其他长期资产（万元）	7582	21223	40240	41136	48330	141897
新增在建工程（万元）	4967	1386	3669	2639	6911	20009
合计	12549	22608	43909	43776	55241	161906

资料来源：公司公告，海通证券研究所

3. 主要项目及外延扩张：振兴街项目有望在 2011 年下半年开业，地产收益可对冲商业经营的培育亏损。其他威海项目有望在 2011 年底或 2012 年初开业。

根据公司公告，公司有多个自购或自建物业项目（见表 8），除已经开业的 13.98 万平米的潍坊财富广场项目（2010 年 10 月 23 日开业）和约 6 万平米的德州宁德项目（2010 年 9 月 28 日开业）之外，2011 年将开业的是济南振兴街项目，有望开业的还有威海宏图项目。

（1）预计济南振兴街 shoppingmall 项目将于 2011 年下半年（预计可能 8 月前后）开业。目前商业裙楼正在进行外立面和内部的同时装修，酒店和写字楼已经封顶，回迁房和公寓已经基本建好。

购物中心总建面 14 万平米，其中百货主力门店 4 万平米，次主力店 1 万平米，用于租赁招商的专卖店和专业店 2.5 万平米，地下超市 1 万平米，娱乐配套 1 万平米，地下停车场 4 万平米。（参见表 7），预计购物中心将于 2011 年 8 月前后开业。该区域地段较好，但目前商业氛围尚不强，项目旁边也有一个大型的商业项目在建。预计该项目 2011 年亏损额在 2000 万以上（主要是开办费用等）。

根据公司公告，振兴街项目含公寓、写字楼和酒店建筑面积约 15 万平米，我们保守估计已接近建好的公寓约有 3 万建面，总计有望实现销售收入约为 3.6 亿元左右，以 30%利润率计算，可贡献净利润约 1.08 亿元，合 EPS 为 0.374 元。我们估计收入和利润的确认可能在 2011 年底或 2012 年上半年。

表 7 银座股份济南振兴街项目主要情况

设施	面积（万平米）
银座购物中心	14
百货部分	4
超市部分	1
次主力店	1.5
专卖店与专业店	2.5
娱乐部分	1
停车场部分	4
公寓	3
写字楼+酒店	12

资料来源：公司公告，海通证券研究所

（2）其他主要项目：威海宏图项目有望年底或 2012 年上半年开业，聊城项目正在建设，青岛乾豪和李沧项目有望下半年开工。

威海宏图项目是公司以 12912 万元受让威海宏图 100%股权获得，其主要资产为总面积约 26.67 亩的土地使用权，土地性质为商业、办公、金融用地。公司目前在建面积不少于 32800 平米，单层建筑面积不少于 8000 平米的商业项目，乐观估计年内能够完工开业，谨慎情况下将于 2012 年上半年开业。

聊城项目是公司以 2910 万元的价格竞得聊城位于柳园路以西、利民路以南的国有建设用地使用权，面积为 11256 平方米，目前正在项目建设中，将在 2012 年开业。

青岛乾豪项目是公司以 4.04 亿元收购乾豪项目 54% 股权获得，项目总用地面积为 15313 平米，规划建筑面积为 10 万平米，其中商业部分为 5 万平米；**李沧项目**为公司以 5900 元/平米单价，8.74 亿元总价竞得青岛李沧区一宗土地使用权（2010 年 3 月获得土地使用权），土地面积 26937 平米（50%住宅用地，50%商服用地），总规划建筑面积为 148154 平米。上述两个项目均有望在 2011 年下半年开工建设，届时相关土地将逐步转入在建工程，可降低土地摊销额。

表 8 银座股份已公告的未来几年主要的自建和租赁项目

项目	涉及金额	项目情况	进展
济南振兴街项目	以 5.15 亿元竞得土地使用权，总投资 20.15 亿元	项目土地面积 9 万平米，总规划建面 48.7 万平米，包括购物中心、回迁房、办公楼、公寓等。其中购物中心项目面积 9 万平米，投资额约 7 亿元	预计购物中心将于 2011 年 7 月前后开业
威海宏图项目	以 12912 万元受让威海宏图 100% 股权	主要资产为总面积为 26.67 亩的土地使用权，土地性质为商业、办公、金融用地，地上建筑面积不少于 32800 平米，单层建筑面积不少于 8000 平米	预计 2011 年开业
德州宁德项目	以 9839.86 万元收购 100% 股权	规划建筑面积 7-8 万平米，其中含约 1.8 万平米的商品房	2010 年 9 月 28 日开业
聊城项目	以 2910 万元的价格竞得聊城国有建设用地使用权	位于柳园路以西、利民路以南地块，面积为 11256 平方米	预计 2012 年开业
济南金盛大厦	以 15312 万元收购金盛大厦项目土地使用权和地上构筑物	位于振兴街旁，商服用地 13981 平米，地上构筑物主体已封顶，主体框架 19 层，局部 21 层，地下一层，群房 4 层，已建成建筑面积 36636 平米	进行内部装修设计，开设酒店
青岛乾豪项目	以 4.04 亿元收购乾豪项目 54% 股权	项目总用地面积为 15313 平米，规划建筑面积为 10 万平米，其中商业部分为 5 万平米	预计 2011 年建成开业
青岛李沧项目	以 5900 元/平米单价，8.74 亿元总价竞得青岛李沧区一宗土地使用权	土地面积 26937 平米（50%住宅用地，50%商服用地），总规划建筑面积为 148154 平米	地块 10 年 3 月已竞得
潍坊财富广场	以 46520.69 万元收购该项目	项目占地面积 34674 平米，总建筑面积 139788.11 平米。位于潍坊市奎文区胜利东街以南、北海路以西，属于核心商圈	2010 年 10 月 23 日开业
保定租赁门店	租赁建筑面积约 48000 平米，20 年租金总额为 44500.8 万元，交付后 3 个月起算	保定华创在保定市裕华西路以北、恒祥大街以西、金台驿街以东即将投资兴建的世纪财富广场(暂定名)项目护城河以西地上一至四层，地下一层；护城河以东地下一层	预计 2012 年 6 月 30 日前交房
泰安租赁门店		租赁建筑面积约 45350 平米，20 年租金总额为 14897 万元，物业管理费总额为 7448.6 万元，设备维修费总额为 7448.6 万元，自双方签署房屋交接清单之日起 90 天为免费装修期	2010 年 11 月底交房
西安租赁门店		租赁建筑面积 56712.9 平米，租金按每日每平方米计算，20 年租金总额约为 78660.8 万元，180 天装修免租期	预计 2011 年 12 月 31 日前交房
济南顺河街项目	受让土地使用权费 16961 万元	济南天桥区顺河街三角地 A 地块，面积 19806 平米，为商务金融用地，总价为人民币 16961 万元，单价为 8563 元/平米	

资料来源：公司公告，海通证券研究所

相关报告：

银座股份 2011 一季报点评：一季度仍未看到费用下降拐点，业绩差强人意，但中长期价值低估，维持增持 20110421

银座股份 2010 年报点评：职工薪酬和财务费用大增压制 10 年业绩表现，中长期价值低估，维持增持 20110321

银座股份公告点评：竞得济南地块开发新门店，维持增持 20110129

银座股份 2010 三季报点评：费用居高不下，短期业绩表现欠佳，维持增持 20101026

银座股份 2010 年中报点评：财务费用压制短期业绩，未来业绩弹性较大，维持增持 20100818

银座股份公告点评：拟租三处商业物业总计超过 15 万平米，租金价格相对合理，外延扩张有序，维持增持 20100701

银座股份公告点评：低价收购潍坊财富购物广场，看好项目前景（增持，维持）20100617

银座股份 2010 年一季报点评：调整后一季度收入仍大增 39%，调整前口径比较净利润大增 58%（增持，维持）20100430

银座股份调研简报：门店快速扩张压制 09 年业绩，预期后续年度业绩弹性较大（增持，维持）20100408

银座股份 2009 年报点评：扩张和调控导致 09 年业绩负增长，但为明后年利润释放提供有效保障（增持，维持）20100327

银座股份非公开增发结果公告点评：非公开发行股票顺利实行有利于公司未来进一步发展（增持，维持）20100306

银座股份 2009 三季报点评：收入保持快速增长，费用制约短期利润增幅（增持，维持）20091030

银座股份 2009 半年报点评：公司扣除非经常性损益后净利润同比增长 10% 以上（增持，维持）20090815

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

汪立亭：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：小商品城（600415.SH）、大厦股份（600327.SH）、新世界（600628.SH）、百联股份（600631.SH）、中兴商业（000715.SZ）、益民商业（600824.SH）、南京中商（600280.SH）、友谊股份（600827.SH）、苏宁电器（002024.SZ）、合肥百货（000417.SZ）、广州友谊（000987.SZ）、广百股份（002187.SZ）、欧亚集团（600697.SH）、厦门国贸（600755.SH）、建发股份（600153.SH）、重庆百货（600729.SH）、银座股份（600858.SH）、东百集团（600693.SH）、武汉中百（000759.SZ）、鄂武商（000501.SZ）、农产品（000061.SZ）、步步高（002251.SZ）、新华都（002264.SZ）、新华百货（600785.SH）、开元控股（000516.SZ）、友阿股份（002277.SZ）、人人乐（002336.SZ）、海宁皮城（002344.SZ）、天虹商场（002419.SZ）、华联综超（600361.SH）、友好集团（600778.SH）、西安民生（000564.SZ）、永辉超市（601933.SH）、成商集团（600828.SH）

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。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明