

西单商场 (600723)

燕莎注入重组年内完成, 有望成为首旅商业平台

——西单商场 (600723) 调研报告

刘冰
021-38676703
liubing6168@gtjas.com
编号 S0880511010042

本报告导读:

西单商场的资产重组将在下半年完成, 在整合注入燕莎后, 未来有望成为首旅集团旗下商业平台。

投资要点:

- 公司是中国著名的大型综合性商业企业, 西单老店位于北京市最繁华的西单商业街的黄金地段, 是西单商业街历史最长、规模最大、知名度最高的百货店。公司的定向增发方案获得证监会有条件通过, 公司拟向大股东首旅集团定向增发约 2.49 亿股, 购买新燕莎控股 100% 股权, 增发后, 公司将拥有燕莎商城和贵友大厦等优质资产, 形成多品牌、多业态的商业集团, 并确立了首都商业龙头的地位。
- 2011 年一季度西单商场实现营业收入 9.6 亿元, 同比增长 31.0%; 实现净利润 3214 万元, 同比增长 67.4%; 公司收入增长主要来源于行业整体快速增长; 新燕莎 2010 年前三季度收入 47.6 亿, 实现净利润 1.42 亿元, 已经超过 2009 全年净利润总额 1.31 亿元。按照去年行业第四季度的发展形势, 我们预计公司 2010 年并表后总收入 97 亿元, 净利润 2.4 亿元, 对应增发后股本 EPS 约 0.36 元。
- 此次公司定向增发收购新燕莎控股后, 将大幅提升经营规模; 完善门店的业态、布点; 提升经营效率。
- 公司完成此次增发注入新燕莎后, 将成为首旅集团旗下唯一的旅游商业平台, 也是集团 6 大业务平台之一。首旅集团旗下资源丰富, 背靠集团, 公司未来发展应能获得集团的鼎力支持。
- 预期 2011 年业绩增长较快, 主要来源于: 西单、燕莎原有门店的内生增长; 西单原有的亏损业务有望大幅减亏; 合并报表增厚业绩。未来两三年利润增长来源: 门店内生增长, 借助首旅集团发展。预计公司 2011-2013 年收入为 121/145/167 亿元, 实现净利润为 3.4/4.2/5.1 亿元, 同比增长 42%/23%/22%, 对应摊薄后 EPS0.51/0.63/0.77 元。首次覆盖, 给予增持评级, 目标价 15.75 元, 对应 12 年 25 倍市盈率。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,486	2,993	12,128	14,456	16,740
(+/-)%	7%	20%	305%	19%	16%
经营利润 (EBIT)	68	81	868	1,088	1,315
(+/-)%	124%	19%	973%	25%	21%
净利润	30	40	338	417	507
(+/-)%	199%	32%	751%	23%	22%
每股净收益 (元)	0.07	0.10	0.51	0.63	0.77
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	2.7%	2.7%	7.2%	7.5%	7.9%
净资产收益率 (%)	2.8%	3.5%	23.0%	22.1%	21.2%
投入资本回报率 (%)	4.5%	5.1%	23.5%	30.3%	28.0%
EV/EBITDA	31.9	27.1	4.2	2.5	1.3
市盈率	168.2	127.9	24.2	19.6	16.1
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**
首次评级
目标价格: 15.75

当前价格: 12.39
2011.05.31

交易数据

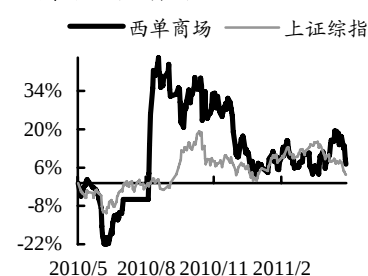
52 周内股价区间 (元)	8.45-17.07
总市值 (百万元)	5,076
总股本/流通 A 股 (百万股)	410/318
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	78%
日均成交量 (百万股)	8
日均成交值 (百万元)	100

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,163
每股净资产	2.84
市净率	4.4
净负债率	4%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.05	-
Q	0.01	-
Q	0.01	-
Q4	0.03	-
全年	0.10	0.51

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-1%	0%	7%
相对指数	6%	5%	5%

模型更新时间: 2011.05.27

股票研究

可选消费品
批零贸易业

西单商场 (600723)

评级: 增持

上次评级:

目标价格: 15.75

上次预测:

当前价格: 12.39

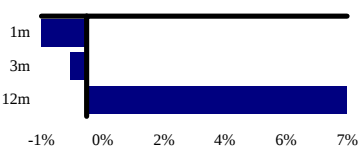
公司网址

www.xdsc.com.cn

公司简介

公司是国内大型股份制商业企业, 主要经营范围包括百货零售批发、连锁经营、品牌代理、物流配送、计算机开发应用等多个领域, 现有百货、超市等门店 20 余家, 经营面积 26 万多平方米, 总资产 17 亿元。其中, 西单商场、友谊商店为国内外知名的大型零售商店。公司先后获得“全国百家最大规模、最佳效益零售商店”、“全国百家最大零售企业”、“全国商业百强”企业、“中国商业名牌企业”等荣誉称号。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

8.45-17.07

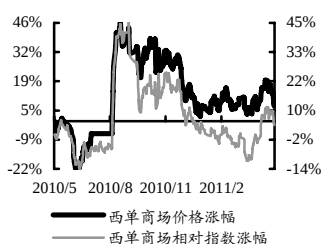
市值 (百万)

5,076

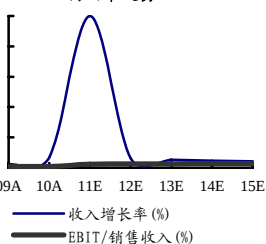
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
营业总收入	2,486	2,993	12,128	14,456	16,740	19,075	21,561
营业成本	1,931	2,343	9,653	11,510	13,324	15,174	17,145
税金及附加	20	27	91	108	126	143	162
销售费用	121	116	606	708	804	897	992
管理费用	346	426	910	1,041	1,172	1,316	1,466
EBIT	68	81	868	1,088	1,315	1,545	1,797
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0
财务费用	11	8	29	29	27	0	-29
营业利润	55	71	839	1,060	1,288	1,545	1,825
所得税	14	21	255	322	392	471	556
少数股东损益	5	7	242	317	385	463	547
净利润	30	40	338	417	507	609	719
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	427	569	2,150	2,300	3,242	4,534	5,983
其他流动资产	0	0	0	0	0	0	0
长期投资	156	151	151	151	151	151	151
固定资产合计	523	486	535	465	397	330	265
无形资产及其他资产	415	410	479	468	458	448	437
资产合计	1,875	1,956	3,910	4,049	5,044	6,332	7,849
流动负债	721	748	2,128	1,531	1,631	1,843	2,090
非流动负债	0	7	1	3	6	10	15
股东权益	1,083	1,130	1,469	1,885	2,392	3,001	3,720
投入资本(IC)	1,070	1,100	2,563	2,492	3,262	4,337	5,608
现金流量表							
NOPLAT	48	56	603	756	913	1,073	1,248
折旧与摊销	80	88	51	55	54	52	51
流动资金增量	16	62	242	141	93	140	102
资本支出	-1	-43	-173	21	21	21	21
自由现金流	144	163	724	973	1,082	1,287	1,423
经营现金流	133	214	911	968	1,047	1,267	1,423
投资现金流	3	-38	-173	21	21	21	21
融资现金流	-48	-34	843	-839	-126	4	5
现金流净增加额	87	142	1,581	150	942	1,292	1,449
财务指标							
成长性							
收入增长率	6.9%	20.4%	305.2%	19.2%	15.8%	14.0%	13.0%
EBIT 增长率	124.3%	19.4%	972.7%	25.4%	20.8%	17.5%	16.3%
净利润增长率	198.9%	31.5%	750.8%	23.3%	21.6%	20.1%	18.2%
利润率							
毛利率	22.3%	21.7%	20.4%	20.4%	20.4%	20.4%	20.5%
EBIT 率	2.7%	2.7%	7.2%	7.5%	7.9%	8.1%	8.3%
净利润率	1.2%	1.3%	2.8%	2.9%	3.0%	3.2%	3.3%
收益率							
净资产收益率(ROE)	2.8%	3.5%	23.0%	22.1%	21.2%	20.3%	19.3%
总资产收益率(ROA)	1.6%	2.0%	8.6%	10.3%	10.1%	9.6%	9.2%
投入资本回报率(ROIC)	4.5%	5.1%	23.5%	30.3%	28.0%	24.7%	22.3%
运营能力							
存货周转天数	46	38	10	10	10	10	10
应收账款周转天数	6	6	3	4	4	4	4
总资产周转天数	271	234	88	2	11	12	13
净利润现金含量	4.40	5.40	2.69	2.32	2.07	2.08	1.98
资本支出/收入	0%	1%	1%	0%	0%	0%	0%
偿债能力							
资产负债率	38.4%	38.6%	54.4%	37.9%	32.4%	29.3%	26.8%
净负债率	-32.7%	-45.9%	-82.9%	-115.2%	-135.3%	-150.8%	-160.4%
估值比率							
PE	168.2	127.9	24.2	19.6	16.1	13.4	11.4
PB	4.7	4.5	3.5	2.7	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	31.9	27.1	4.2	2.5	1.3	0.3	-0.5
P/S	2.0	1.7	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

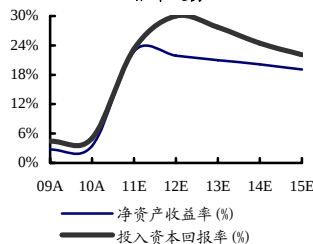
股票绝对涨幅和相对涨幅



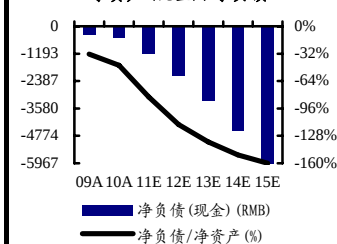
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



目 录

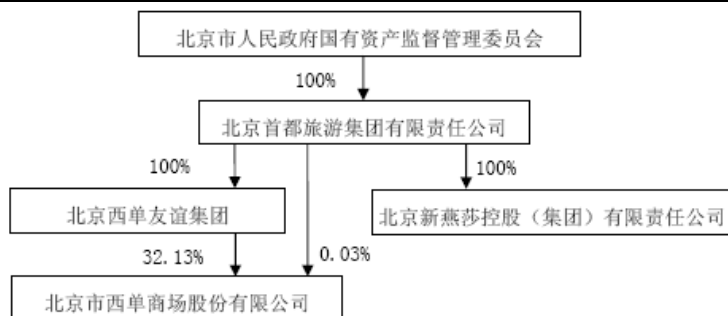
1. 公司简介.....	4
2. 公司业绩概述.....	4
3. 注入方案简评.....	5
4. 公司主要门店介绍.....	6
4.1. 西单老店——西单门店.....	6
4.2. 友谊商店——西单门店.....	7
4.3. 十里堡店——西单门店.....	7
4.4. 西单外埠门店.....	7
4.5. 燕莎亮马友谊商城——新燕莎门店.....	7
4.6. 燕莎奥特莱斯购物中心——新燕莎门店.....	7
4.7. 金源 MALL/燕莎商场金源店/贵友大厦金源店——新燕莎门店.....	8
4.8. 贵友大厦总店——新燕莎门店.....	8
5. 其它业务.....	8
5.1. 法雅/西羽/光彩.....	8
5.2. 谊星商业.....	8
6. 未来业绩增长点.....	9
7. 盈利预测及投资评级.....	9

1. 公司简介

公司是中国著名的大型综合性商业企业，西单老店位于北京市最繁华的西单商业街的黄金地段，是西单商业街历史最长、规模最大、知名度最高的百货店，拥有良好的商誉和广泛的客户基础，成为了北京的标志性商场。目前公司旗下拥有西单商场、友谊商店等 10 家门店。

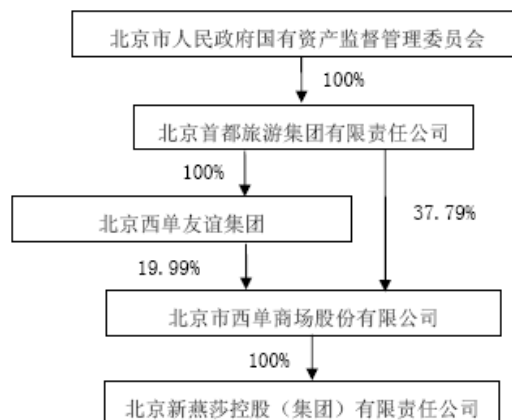
4 月 6 日公司的定向增发方案获得证监会有条件通过，公司拟向大股东首旅集团定向增发约 2.49 亿股，购买新燕莎控股 100% 股权，增发后，公司将拥有燕莎商城和贵友大厦等优质资产，形成多品牌、多业态的商业集团，并确立了首都商业龙头的地位。

图 1: 发行前公司股权结构



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 2: 发行后公司股权结构



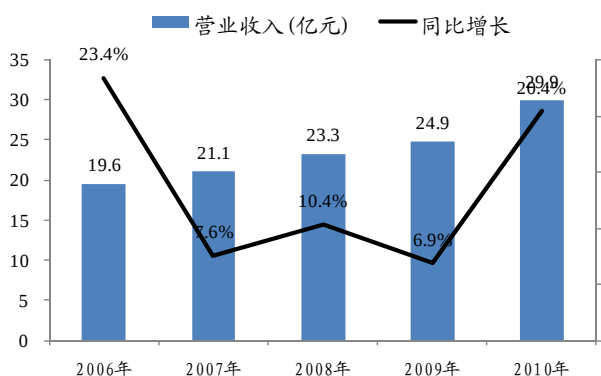
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

2. 公司业绩概述

2010 年公司营业收入 29.9 亿元，同比增长 20.4%；实现净利润 3973 万元，同比增长 31.5%，对应 EPS 为 0.10 元；其中公司商业主营业收入 28.3 亿元，同比增长 21.1%，实现毛利润 5.0 亿元，同比增长 18.8%，商业毛利率 17.6%，近几年基本保持稳定。

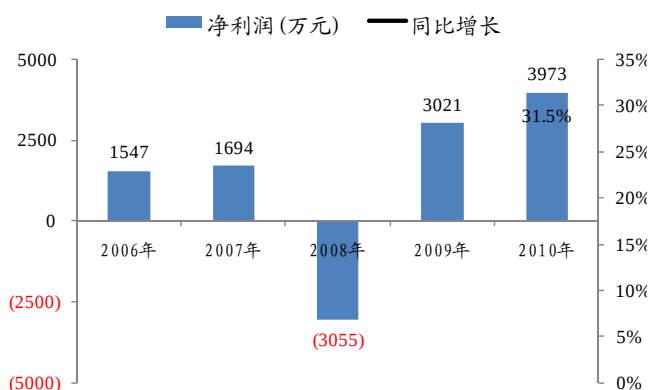
2011 年一季度公司营业收入 9.6 亿元，同比增长 31.0%；实现净利润 3214 万元，同比增长 67.4%，对应 EPS0.08 元；公司收入增长主要来源于整个商贸行业一季度整体的快速增长，净利润大幅提升则是由于去年基数较低，同时公司亏损门店已经关店并与去年计提费用所致。

图 3: 公司收入增长情况



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 4: 公司利润增长情况



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

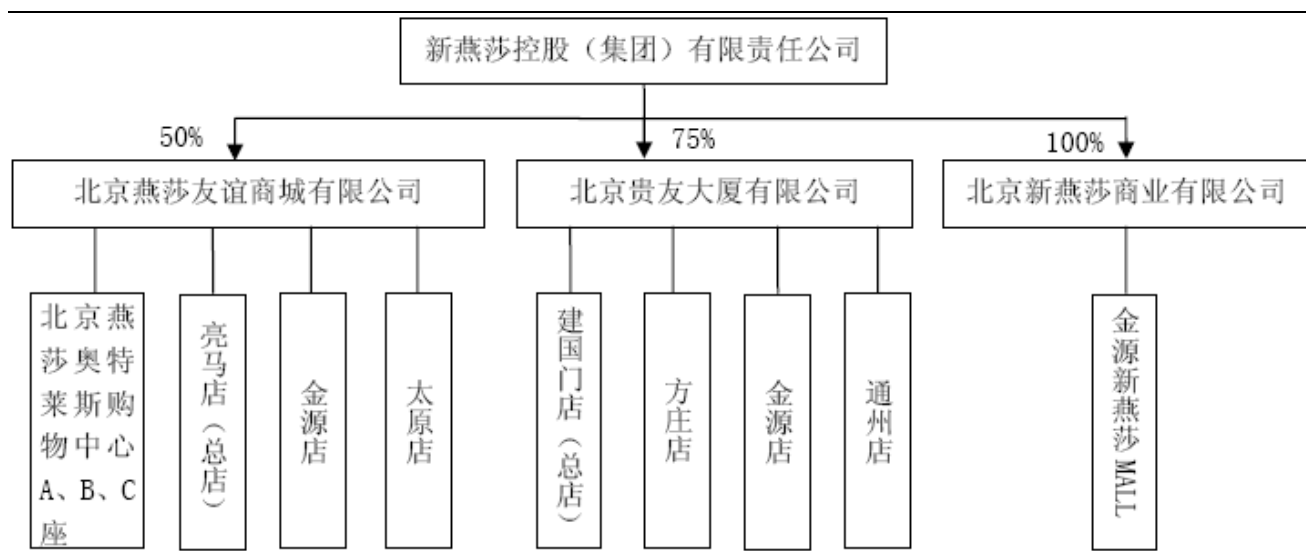
新燕莎 2009 年收入 53.7 亿元，同比增长 15.6%；2010 年前三季度收入 47.6 亿，实现净利润 1.42 亿元，已经超过 2009 全年净利润总额 1.31 亿元。按照去年行业第四季度的发展形势，我们预计公司 2010 年并表后总收入 97 亿元，净利润 2.4 亿元，对应增发后股本 EPS 约 0.36 元。

3. 注入方案简评

此次公司定向增发收购新燕莎控股后：

- 将大幅提升经营规模：2010 年预计新燕莎实现收入约 67 亿元，实现净利润约 2.0 亿元，并表后 2010 年预计总收入 97 亿元，净利润 2.4 亿元，收入、盈利分别是老西单的 3.2、6 倍。扩大的经营规模将有利于提升公司的议价能力，竞争能力和市场占有率；
- 将完善门店的业态、布点：老西单原有门店主要是大众百货定位，而新燕莎具有精品高端、购物中心、奥特莱斯、大众百货等多业态组合，合并后公司将能更好发挥公司多品牌、多业态、多门店的优势，产生协力效应，错位发展；
- 将提升经营效率：收购新燕莎后，公司将能发挥新燕莎团队经营管理团队的能力，提升老西单旗下门店的经营能力和效率；
- 获得首旅集团的鼎力支持：完成此次增发后，公司将成为首旅集团旗下唯一的商业平台，也是集团 6 大业务平台之一。集团旗下资源丰富，公司未来发展应能获得首旅集团的鼎力支持。

图 5：新燕莎旗下门店结构



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

4. 公司主要门店介绍

表 1: 公司百货门店情况一栏:

	持股比例	开业时间	建面(m²)	营面	物业性质	业态定位
老西单		1978 年	6.5 万	3 万	自有	百货店
	母公司	2010 年	3.2 万	2 万	租赁	百货店
		2002 年		1.5 万	自有	社区店
	86.67%	1964 年	2.5 万	1 万	自有	旅游商店
	52%	1998 年	1.9 万	1 万	自有	社区店
	98%	2005 年	2 万	1.5 万	租赁	百货店
	95%	2004 年	4 万	2.5 万	租赁	百货店
	98%	2003 年	4.1 万	2.9 万	租赁	百货店
						已关店
	(归属法雅)	2005 年	1 万			社区店
	08 年收入	09 年收入	10 年收入	08 年净利润	09 年净利润	10 年净利润
西单总店				(4921)	5000	105
十里堡店	117921	116817	129685	母公司利润	母公司利润	母公司利润
天通苑店						
友谊商店	7545	6434	5963	(901)	(350)	(245)
万方店	11652	10019	9768	(284)	(47)	(100)
新疆店	17559	23403	30200	1120	1346	2237
成都店	17142	19276	25400	(253)	205	831
兰州店	16994	18853	21400	(847)	247	705
青海店	806	720	567	(3308)	(1701)	(1156)
皂君庙店	-	-	-	-	-	-
	持股比例	开业时间	建面(m²)	营面	物业性质	业态定位
新燕莎	50%	2002 年	3.5 万	2 万	租赁	奥特莱斯
	50%	2003 年			租赁	奥特莱斯
	50%	2007 年	5.6 万	2.3 万	租赁	奥特莱斯
	50%	1992 年	4.0 万	2.4 万	租赁	高端百货
	50%	2004 年	4.2 万	3.9 万	租赁	高端百货
	50%	2005 年	1.6 万	1.2 万	租赁	高端百货
	75%	1990 年	-	1.1 万	自有	社区店
	75%	2002 年	2.5 万	1.6 万	租赁	社区店
	75%	2004 年	-	1.1 万	租赁	社区店
	75%	2008 年	3.5 万	2.5 万	租赁	社区店
	100%	2004 年	18 万	13.2 万	租赁	购物中心

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

4.1. 西单老店——西单门店

西单老店位于北京传统商圈西单的核心位置, 建筑面积 6.5 万平米, 营业面积约 3 万平米, 由于建筑时间较久因此建筑结构一般, 3 楼以上都是 90 年代职工筹资加盖的, 层高较低, 物业环境一般决定了这家门店的定位不可能太高。然而老店的大众定位正好与周边时尚定位的大悦城、高端定位的君太等竞争对手形成错位, 缓解了竞争压力。

2010 年西单老店营业收入约 10 亿元，坪效超过 3 万/平，作为大众百货定位有如此成绩已属不易。2011 年第一季度西单老店收入同比增长约 19%，作为成熟门店，成绩比较优秀。

4.2. 友谊商店——西单门店

友谊商店是公司最早开业的门店，位于建国门商圈周边，定位是旅游精品百货，主要针对外国游客销售丝绸等中国特色商品。该店客流稀少，经营不尽如人意。

2010 年下半年友谊商店引入了达芬奇高档家具谋求转型。其实早在 2006 年，媒体就报道过西友集团有意对友谊商店进行整体改造，随着此次重组完成，公司成为首旅集团唯一的商业平台，我们预计这方面的进度可能有所加快。

4.3. 十里堡店——西单门店

北京朝阳区四环外的十里堡店位于朝青商圈核心位置，为 CBD 热点辐射地区，与 2010 年 4 月底开业。经营定位为“大众时尚百货”，有雅顿、雷达、浪琴等国际品牌、杰克琼斯、ONLY 等时尚品牌，主要以大众品牌创造效益，同时地下有精品超市作为经营补充，是一家集购物、休闲、服务为一体的大众时尚百货商场。

2010 年十里堡店实现收入约 1.3 亿元，亏损 3380 万，仍处于培育期。公司仍在根据门店的实际销售情况调整品牌定位，预计培育期需要 3 年，2011 年减亏，2012-13 年实现盈亏平衡。

4.4. 西单外埠门店

原西单商场已经陆续将连年亏损的青海、格里木门店陆续关闭，目前公司旗下其他外埠门店——乌鲁木齐、成都、兰州店近 2 年经营都出现明显改善，收入、利润 2010 年都出现明显提升，特别是乌鲁木齐店，1.5 万经营面积实现 2237 万净利润难能可贵。

公司 2011 年一季度三家门店经营情况也非常理想，乌鲁木齐、成都、兰州收入同比增长分别为 45%、50%及 23%，乌鲁木齐门店还在进行一些经营调整，盈利能力有望继续提升。

4.5. 燕莎亮马友谊商城——新燕莎门店

燕莎商城总店定位都市精品高端百货，云集诸多一线品牌，同时地处北京使馆区附近，与周围的凯宾斯基、昆仑、长城、维斯汀等五星级酒店及众多的高档写字楼共同组成了京东地区以“燕莎”闻名的高消费燕莎商业圈。

该店顾客消费能力强，客单价非常高。门店建筑面积 4 万平，经营面积 2.2 万平，按照定增草案估计该店年销售收入接近 20 亿，平销近 10 万/平。

4.6. 燕莎奥特莱斯购物中心——新燕莎门店

燕莎奥特莱斯位于京城东四环路的北工大桥边，是国内第一家奥特莱斯

业态的购物中心，由 A、B、C 三座组成，建筑面积近 10 万平方米，3 馆主题各有侧重，经营布局合理。

奥特莱斯经营主要针对 16-35 岁的中青年人群，这部分人普遍具有一定的消费能力，且对品牌有一定认知和向往，同时又对价格比较敏感，所以奥特莱斯为他们提供了一个理想的购物环境。燕莎奥特莱斯最早 A 馆 2002 年开业，最新的 C 馆于 2007 年开业，目前已从高速成长期进入稳定增长期，日均客流量达 2 万多人次，年销售收入超过 20 亿元。

4.7. 金源 MALL/燕莎商场金源店/贵友大厦金源店——新燕莎门店

金源新燕莎 MALL 位于西北四环远大路中关村西区商业圈，包括都市高档百货店——燕莎主力店（50%）、流行时尚百货店——贵友主力店（75%）、以及近 500 个品牌专卖店（100%，物业出租），总建筑面积 68 万平方米。

4.8. 贵友大厦总店——新燕莎门店

贵友大厦总店地处北京繁华的建国门外大街，位于 CBD 中央商务区和使馆区的交界处，紧临秀水街，营业面积 9000 平方米，以黄金珠宝销售为主要特色。

5. 其它业务

表 2: 公司其它业务情况一栏:

公司名称	持股比例	开业时间	业态定位	08 年收入	09 年收入	10 年收入	08 年净利润	09 年净利润	10 年净利润
光彩伟业	80%	2001 年	品牌代理	7844	8272	11100	87	199	98
法雅公司	72%	2003 年	品牌代理	47666	56596	66900	1139	1284	1747
西羽公司	80%	2007 年	品牌代理	7272	8715	13300	261	573	850
谊星商业	75%	2004 年	物业出租	2897	2859	3020	979	524	1084

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

5.1. 法雅/西羽/光彩

法雅和西羽是西单旗下专营品牌连锁服装的子公司，前者经营体育休闲用品的代理和批发，2010 年拥有门店 219 家，收入 6.69 亿元，实现净利润 1747 万元；西羽主营羽绒服及制品，2010 年拥有门店 14 家，经营面积 15000 平米，销售收入 1.33 亿元，实现净利润 850 万元。

光彩伟业主业为代理食品等快速消费品，拥有具有相当规模的物流仓储基地、运输车队和功能完善的计算机信息管理系统。2010 年收入 1.11 亿元，实现净利润 98 万元。

5.2. 谊星商业

谊星商业的主营业务是管理、出租 2004 年公司收购西友集团的谊星大厦，2010 年收入 3020 万元，实现净利润 1084 万元。

虽然法雅等子公司为公司每年公司数千万利润，但这些不是公司的工作重点，公司未来仍然是以商业主业为发展方向。

6. 未来业绩增长点

公司 2010 年 EPS0.10 元，我们预计 2011 年公司完成全年并表后 EPS 将能达到 0.51 元：

2011 年业绩增长主要来源于：

- **西单、燕莎原有门店的内生增长：**2011 年第一季度西单原有业务收入同比增长 31%；参考其它主要上市公司百货收入增长情况、新燕莎门店的定位和部分门店实际调研，我们判断新燕莎一季度收入增速将高于西单；我们预计 2011 年西单、燕莎原有门店内生增长将会保持较快增速，全年收入超过 30%；
- **西单原有的亏损业务有望大幅减亏：**公司已经关闭了青海、格里木店等亏损多年的门店，并计提了相关费用，今后不会继续产生亏损；公司也在随着合约的不断到期逐步退出连年亏损的四川金鹏，未来亏损额将会下降；亏损的万方店有望扭亏而友谊商店如果如媒体报道进行改造也将不会产生额外亏损；
- **合并报表增厚业绩：**因为新燕莎的盈利能力较强，全面合并报表后新燕莎业务将会增厚公司业绩。

2012 年以后业绩增长点：

- **十里堡店：**该店 2010 年 4 月开业，2011 年仍处于培育期，2012 年以后业绩将继续逐步改善；
- **原有门店内生增长：**燕莎旗下门店经营较好，品牌号召力大，

7. 盈利预测及投资评级

公司完成此次增发注入新燕莎后，将成为首旅集团旗下唯一的旅游商业平台，也是集团 6 大业务平台之一。首旅集团旗下资源丰富，背靠集团，公司未来发展应能获得集团的鼎力支持。

主要假设：

- 2011 年主要门店增长收入 34%左右；
- 未来 3 年毛利率基本与 2010 年前三季度水平相似；
- 未来费用率随着销售规模的上升有所下降。

我们预计公司 2011-2013 年收入为 121/145/167 亿元，实现净利润为 3.4/4.2/5.1 亿元，同比增长 42%/23%/22%，对应摊薄后 EPS0.51/0.63/0.77 元。首次覆盖，给予增持评级，目标价 15.75 元，对应 12 年 25 倍市盈率。

风险点：经济增速放缓导致百货行业增速放缓；预付卡政策管理对于高端消费有较大影响，对于高端百货冲击大；北京地区竞争愈发激烈，公司毛利率下降。

作者简介:**刘冰:**

执业资格证书编号: S0880511010042

电话: 021-38676703

邮箱: liubing6168@gtjas.com

汪睿（贡献作者）:

执业资格证书编号: S0880110024644

电话: 021-38674657

邮箱: wangrui008182@gtjas.com

汪睿:会计硕士,毕业于美国纽约州立大学 Binghamton 分校。09 年 10 月加入国泰君安销售交易总部,先后从事餐饮旅游,商贸零售行业研究。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		