

方正证券研究所证券研究报告

陈翀

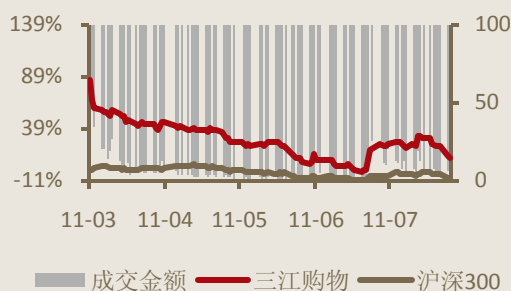
执业证书编号: S1220210100002

联系人: 李蕤宏

TEL: 010-68584857

Email: liruihong0@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入	4823.68	5543.37	6530.09	7504.38
(+/-)	8.27%	14.92%	17.80%	14.92%
净利润	131.41	151.80	184.50	196.93
(+/-)	8.18%	15.51%	21.55%	6.74%
EPS (元)	0.32	0.37	0.45	0.48
P/E	40.82	35.34	29.08	27.24

相关研究

数据来源: 港澳资讯, 方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

三江购物(601116)

公司深度报告
2011.07.26 增持

零售行业

投资要点

※我们有别于市场的观点:

目前我国社区商业尚处于起步阶段, 客流稳定、择址灵活、复制性强等优势铸就其业态的深耕价值。公司专注社区超市, 深耕区域市场, 扩张风格稳健, 业态优势及精细化管理铸就长远发展潜力。

重点区域具备绝对竞争优势

公司是浙江省最大的本土连锁超市, 围绕“社区平价超市”的业态定位, 公司在居民小区等居民集中的地方进行网点布局, 以宁波为深耕地区。目前公司在宁波地区门店数量第二, 总经营面积位居第一, 占宁波主要超市经营商总经营面积的 38.62%, 远远领先于位居第二的加贝超市 (15.68%)。公司在宁波地区的优势竞争地位已经铸就, 且将在未来扩张中进一步强化。区域集中布点的模式有助于提升上游议价能力、摊低物流成本, 进一步挤压竞争对手, 有望拉动公司整体盈利能力提升。

社区超市具备独特深耕价值

从发达国家的发展经验来看, 社区商业是经济发展到一定阶段后产生的新型消费需求, 所占消费零售总额比例一般在 40%左右, 高者甚至占社会商业支出总额的 60%, 而我国目前这一比例仅仅为 30%, 尚有较大空间得以发掘。与大卖场相比, 社区超市客源稳定、可复制性强, 择址灵活, 物业成本更为可控在改进民生的背景下, 中低收入者收入增加有望刺激食品饮料等快速消费品消费快速提升, 社区超市的商品结构有望使其从中获益。

“便宜+便利”锁定会员

以 1 公里左右的辐射范围, 打造居民便利购物环境, 同时根据竞争对手商品价格情况调整商品价格, 商品低价率约在 60%以上, 会员价折扣约为 3%-10%。收费的会员制在带来稳定的会费收入的同时, 能进一步激发会员消费潜力, 带来更高的客户忠诚度。2009 年以来, 公司会员销售占总销售额的比例始终保持在 70%以上, 会员人数超过 200 万名, 客户黏性将成为公司保持其强势竞争地位的重要因素。

预计 2011-2013 年, 公司分别实现营业收入 55.43 亿元、65.30 亿元和 75.04 亿元, 实现净利润 1.52 亿元、1.85 亿元、1.97 亿元, EPS 分别为 0.37 元、0.45 元、0.48 元。

给予公司“增持”评级。

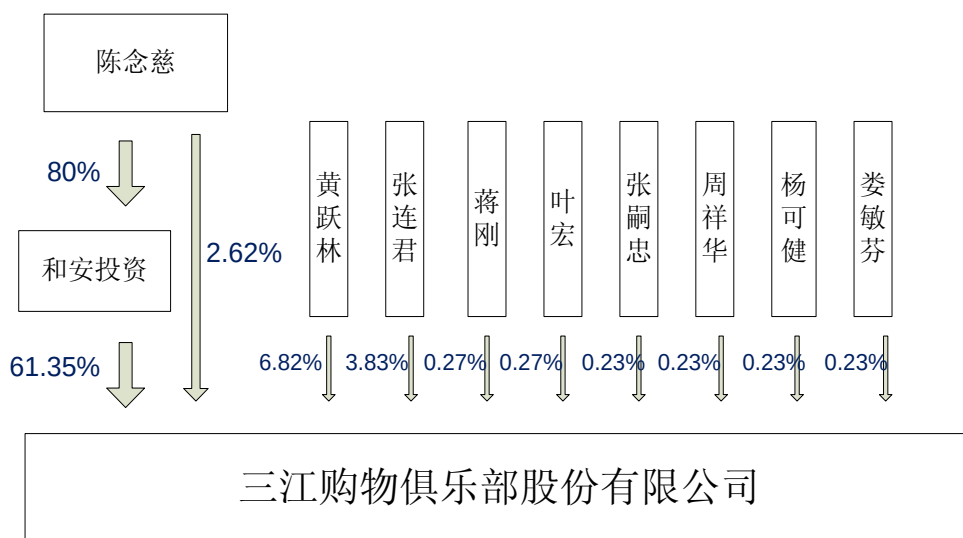
一、浙江省最大的本土连锁超市

员工持股比例最大的零售类上市公司

公司成立于 1995 年，自设立起即从事社区平价超市的连锁经营业务。自 2000 年以来，连续十年被评为中国连锁经营协会发布的“全国连锁经营百强企业”，2010 年公司位居中国连锁经营百强第 60 位，中国快速消费品连锁零售百强第 30 位，2007 年以来在连锁百强浙江省一直位居第一。

公司早年由宁波三江投资开发有限公司（“三江投资”）和宁波大榭开发区三江贸易有限公司（“三江贸易”）共同设立，2009 年公司改制后，和安投资（实际控制人陈念慈）和黄跃林分别持股 80% 和 20%。2009 年 5 月，公司增资扩股，增加股份由公司高管及中层管理人员共 59 名员工认购；2009 年 11 月，黄跃林与 118 名被代持员工签订《股份确认书》，至公司发行前，包括高管在内的 177 名员工持有公司全部股份。

图表 1 公司股权结构图



数据来源：WIND，方正证券研究所

2011 年 3 月，公司发行上市后，高管及员工持股比例高达 85.39%（含间接持股），在同类上市公司中实属罕见。我们认为，公司的这种股权结构，十分有利于激发骨干员工的工作潜力和团队的凝聚力，在近三年不存在解禁股压力的环境下，有望充分发挥公司经营潜力。

立足社区，区域铸就绝对优势

公司是浙江省最大的本土连锁超市，围绕“社区平价超市”的业态定位，公司在居民小区等居民集中的地方进行网点布局，以宁波为深耕地区，向浙江全省辐射。截至 2011 年 6 月 30 日，公司拥有营业网点 148 个，营业面积合计约 45 万平方米，单个营业网点

营业面积平均约 3,000 平方米。

除宁波外，公司网点分布于浙江省的杭州、金华、台州、丽水、湖州、嘉兴、绍兴等三十多个城市和地区，宁波是公司重点扩张的区域，也是公司最具有竞争优势的区域，网点数量占比约 76%。

图表 2 宁波是公司网点深耕区域

门店分布	数量
宁波	112
杭州	10
台州	11
绍兴	5
金华	3
丽水	2
嘉兴	2
舟山	2
安吉	1
合计	148

数据来源：公司网站，方正证券研究所

从区域市场竞争状况来看，公司在网点和经营面积方面都具备很大优势。截至 2010 年 9 月 30 日，公司在宁波地区门店数量第二，总经营面积位居第一，占宁波主要超市经营商总经营面积的 38.62%，远远领先于位居第二的加贝超市（15.68%）。

图表 3 公司在宁波市场具备极大竞争优势

地区	分类	公司名称	门店数量	平均单店面积（平方米）	总面积（平方米）	占比
宁波	本土超市	三江购物	93	2921	271690	38.62%
		世纪联华	5	约 8320	约 41600	5.91%
		农工商	1	约 2600	约 2600	0.37%
		加贝	213	约 517	约 110313	15.68%
		华润	25	约 4100	约 102500	14.57%
		家家福	25	约 1106	约 27654	3.93%
	外资超市	沃尔玛	1	约 8000	约 8000	1.14%
		家乐福	3	约 9433	约 28300	4.15%
		乐购	2	约 18500	约 37000	5.43%
		欧尚	2	约 10050	约 20100	2.95%
		大润发	3	约 11250	约 33750	4.95%
		麦德龙	2	约 10000	约 20000	2.93%

注：数据统计截至 2010 年 9 月 30 日，公司宁波地区门店仅包括市区门店。

数据来源：公司公告，方正证券研究所。

二、社区超市具有独特深耕价值

社区商业独具业态潜力

公司自 1995 年设立以来，一直专注于社区超市经营。相对于较为传统的卖场、大卖场，社区超市定位于社区，在居民小区等社区居民集中的地方进行布点，商品以居民日常生活必需品为主，如生鲜、食品、日用品等等。其商业业态介于大型超市和便利店之间，较中小型便利店面积大，品类齐全，能满足居民日常生活所需；较大型超市投入少，价格具备一定优势。

图表 4 社区超市功能定位

基本特点	大型超市	社区平价超市	便利店
商圈和目标客户	辐射半径 2 公里以上，目标客户以居民、流动顾客为主	辐射 1 公里左右，目标顾客以购买日常生活消费品的社区居民为主	商圈范围小，顾客 5 分钟内到达，目标顾客为单身者、年轻人
商品结构	大众化衣、食、日用品齐全，一次性购齐，注重自有品牌开发	满足居民日常生活消费	即时食品、日用小百货为主，有即时消费性、小容量、应急性等特点，商品品种在 3,000 种左右，售价高于市场平均水平
选址	市、区商业中心、城郊结合部、交通要道及大型居住区	居民小区等居民居住集中的地方	商业中心区、交通要道以及车站、医院、学校、娱乐场所、办公楼、加油站等公共活动区
价格	大部分高于市场平均价格水平，小部分低于市场平均价格水平 6,000 平方米以上	低于市场平均价格水平	高于市场平均价格水平
规模	6,000 平方米以上	3,000 平方米左右	100 平方米左右

数据来源：公司公告，方正证券研究所

我们认为，在我国目前商业环境下，发展社区超市具备以下几个方面的优势：

第一，业态发展空间相对较大。目前城市中心区和次中心区的零售业在我国各大城市发展已较为成熟，而社区商业起步相对较晚。从发达国家的发展经验来看，社区商业是经济发展到一定阶段后产生的新型消费需求，所占消费零售总额比例一般在 40% 左右，高者甚至占社会商业支出总额的 60%，而我国目前这一比例仅仅为 30%，尚有较大空间得以发掘。

第二，客流稳定，可复制性强。零售行业对客流量具有较高的

要求，在以往业态的扩张过程中，城市中心区和次中心区的优质物业可以具备较好的客流资源，但资源稀缺，竞争接近饱和。相对而言，以社区居民为目标群体的社区商业，拓展范围十分宽广，更能分享城镇化提升过程中新兴居民社区涌现的投资机会。从行业经验来讲，7000 个住户规模即可以提供一个社区超市所需的客流量，展店风险较小，培育期相对更短。

第三，物业成本更为可控。在租金上涨、租约期限收到挤压的背景下，租金成本成为影响连锁行业盈利能力的一个重要因素。相对于中心和次中心商业区，社区商业的门店物业成本相对较低；同时由于客户群体相对稳定，其对物业品质的要求相对较为宽松。目前公司租赁物业占比约为 70%，新签门店平均租赁期限维持在 10-15 年，较此前并无明显变化。从我们近期调研了解的情况来看，规模性企业在对抗租金上升的压力中具有相对较强的优势，而公司在具备这一优势的同时，社区商业择址的灵活性无疑使其在对抗租金上涨方面具备双重优势。

税制改革刺激快消品消费

政策方面，大力发展社区商业也作拉动内需的一项重要举措而被大力支持。

图表 5 社区商业具备较大政策支持力度

2005	《关于加快我国社区商业发展的指导意见》（商改发[2005]223 号）	加快发展社区商业，鼓励有实力的连锁企业参与社区商业建设形成满足基本生活消费需求的社区服务网络
2006	《国内贸易发展“十一五”规划》	以“便利消费进社区，便民消费进家庭”为主题，改造、提升、完善社区的商业服务网点，加快新建社区商业设施配套，重点发展社区中小型生鲜食品超市、便利店、菜市场、早餐快餐店、废旧物资回收、便民家庭服务
2010	《国内贸易发展“十二五”规划》 编制要点	优化国内贸易布局，加强商业网点规划管理，满足多样化的生产生活服务需要

数据来源：公司公告，方正证券研究所

2011 年 6 月 30 日通过的个人所得税修正案，将个税起征点由二审稿的 3000 元提高到 3500 元，并将于今年 9 月 1 日起施行，同时将《个人所得税法》将现行的 9 级超额累进税率调整为 7 级，第一级税率为 3%。

调整后，工薪收入者的纳税面由目前的约 28%下降到约 7.7%，纳税人数由约 8400 万人减至约 2400 万人。按照新的扣除标准，个人所得税收入全年减收 1600 亿左右，其中提高减除费用标准和调

整工薪所得税率级距带来的减收大约是 1440 亿元，占 2010 年工薪所得个人所得税的 46%，修正案 9 月 1 日实施，预计 2011 年减收规模 530 亿左右。从受益群体来看，中低收入者的税负明显降低。

从国际经验来看，中低收入者收入提升将提升快速消费品消费，日本 1961 年实施收入倍增计划后 15 年里，饮料业、食品业等快速消费品年均增速分别为 15%、12%，明显高出同期可选消费品和 GDP 的增速。社区超市以向消费者提供食品等日常消费品为主，这一商品结构与中低收入群体的消费倾向相契合。

三、“便宜+便利”铸就最大亮点

“便宜+便利”获取较高客户黏性

作为社区超市，“便宜”和“便利”是公司追求的核心价值。根据公司产品规定，同一商品（同品牌、同规格）门店零售价格比主要竞争对手低，该商品就定义为低价商品；公司确定的会员价比对手低 3% 及以上的，该商品也定义为低价商品。公司每月进行一次市场调查，各门店根据竞争对手商品价格情况调整商品价格，力争使商品低价率在 60% 以上。

从消费习惯来看，社区超市的顾客群体的消费价格弹性要高于大型超市和百货商店的顾客。价格策略是吸引并稳固这部分顾客的根本，也是公司能够在大型超市和便利店的夹击中获取成功的关键。

便利则是社区超市这一业态本身固有的特性。社区超市辐射范围一般为一公里内的居民区，店面营业面积一般在 3,000 平方米左右。大型超市倡导“一次购足”，所提供的商品多而全，店面面积大，购物所需时间较长；社区超市立足于满足社区居民日常生活所需，以食品、日用品和生鲜为主，社区居民购买频率高，每次能够快速挑选所需商品。

相比于一站式购齐的大型超市，平价的社区超市恰恰可以满足中国人对日常生活所需商品的消费习惯，将渐渐取代便利杂货店和菜市场，成为中国百姓日常购物的主阵地。

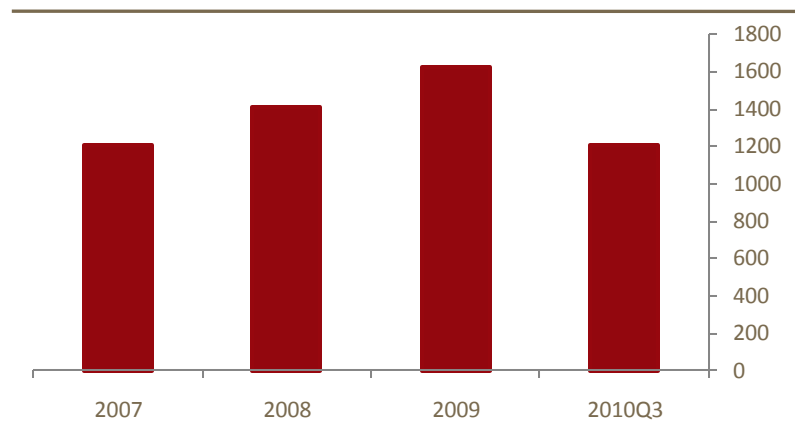
会员制锁定社区消费群体

公司实行收费的会员制（新会员 30 元/年，续会会员 20 元/年，家庭副卡不收取会员费用），会员作为身份认证，可享受会员价购物，还可参加不定期的会员独享活动。公司确定的会员价，一般情况下比正常价格低 3%-10% 不等。

2007-2010 年间，公司会员数量快速增长，至 2010 年 3 季度末公司会员总数达到 218.9 万名，会员销售占总销售额的比例始终保持在 70% 以上。稳定而持续增长的客户群是业绩增长的保证，会员制销售模式的成功推广为公司的业务拓展和持续快速发展提供了有力保障。

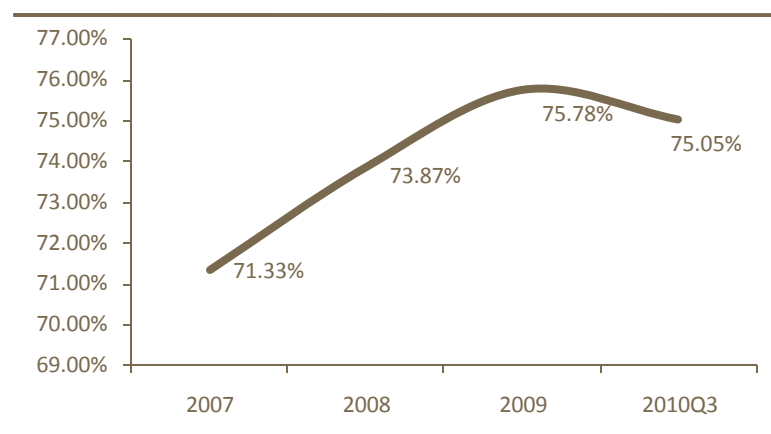
我们认为，收费的会员制在带来稳定的会费收入的同时，能够带来更高的客户忠诚度。以新会员为例，会员费 30 元，按照平均会员商品折扣为 3% 计算，其每年消费 1000 元以上方能收回会费成本。对比业内较为常见的积分等会员制度，收费的会员制更能够激发会员的反复购买，从而带来更高的客户忠诚度。

图表 6 公司会员费收入（单位：万元）



数据来源：招股说明书，方正证券研究所

图表 7 公司会员销售额占比较高



数据来源：招股说明书，方正证券研究所

通过会员制，公司可以锁定社区内消费群体，形成较强的客户黏性，为公司未来业绩的提升提供保障；另外，公司可以获得顾客详细消费数据，进行商业分析，可以更有针对性地为顾客提供服务，提高经营业绩和效率。

四、精耕细作，稳步扩张谋长远

稳健扩张，精耕宁波市场

与其他超市连锁经营企业相比，公司的门店扩张步伐较为稳健，门店扩张波动幅度相对较小。2009 年后，基本以每年 20 家左右的速度进行扩张。本次募投项目中，公司拟投入 3.64 亿元进行

70 家门店扩张项目，预计 2011-2013 年，每年以 20-25 家的速度进行扩张。

而根据目前公司储备项目及意向情况来看，宁波仍然是扩张重点区域，每年新开门店数量仍占据新开门店总数的 50%左右。

图表 8 公司扩张速度稳健提升

时间	新增门店	关闭门店	净增门店	累计门店	营业面积 (平方米)	平均单店面积 (平方米)
2007	15	0	15	97	294,466	3,036
2008	9	0	9	106	324,678	3,063
2009	22	2	20	126	379,917	3,015
2010	21	2	19	145	441,424	3,044
2011E	20	0	20	147	451,160	3,069
2012E	25	-	25	172	526,160	3,059
2013E	25	-	25	197	601,160	3,051

注：2011 年之后为推测值，按照单店 3000 平米进行估算。

数据来源：公司公告，方正证券研究所

图表 9 公司项目储备仍以宁波为重点区域

地区	门店数	规划面积 (m²)	签约情况				意向情况			
			门店	占比	面积 (m²)	占比	门店	占比	面积 (m²)	占比
宁波	40	132,148	16	40	58,195	44.04	14	35	51,085	38.66
杭州	8	23,020	0	0	0	0	1	12.5	4,000	17.38
嘉兴	2	6,300	0	0	0	0	1	50	3,300	52.38
台州	5	21,459	1	20	5,069	23.62	1	20	4,000	18.64
舟山	7	17,300	0	0	0	0	3	43	12,118	70.05
绍兴	3	9,300	0	0	0	0	0	0	0	0
湖州	2	8,000	0	0	0	0	0	0	0	0
金华	2	7,500	0	0	0	0	0	0	0	0
丽水	1	3,500	0	0	0	0	0	0	0	0

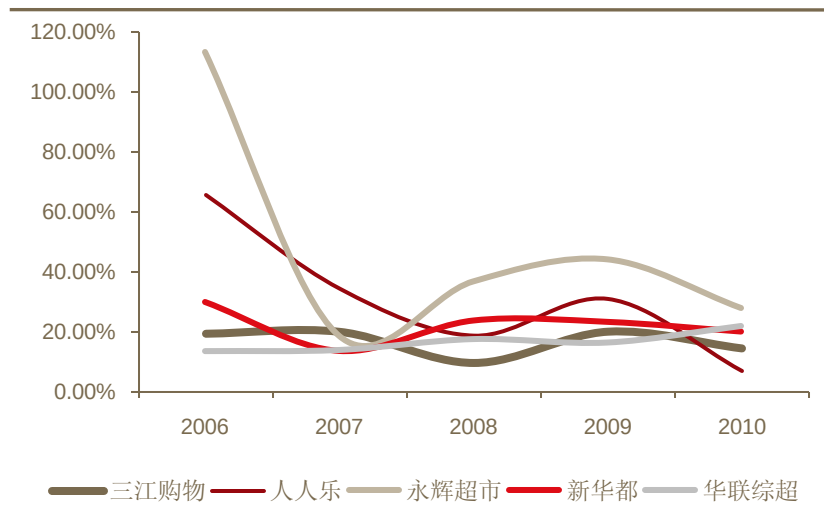
数据来源：招股说明书，方正证券研究所

盈利能力居行业前列

相对于连锁行业近几年来普遍的大幅扩张现象，公司的扩张步伐相对保守，募投项目实施后，公司门店扩张速度较此前略有提升，依然保持稳健风格。

我们认为，扩张步伐相对稳健是公司一贯的经营风格，公司在经营策略方面更加注重团队管理能力、门店盈利能力的提升。这一精细化管理思路恰恰是国内连锁行业亟需重视和引进的。

图表 10 公司扩张策略相对稳健

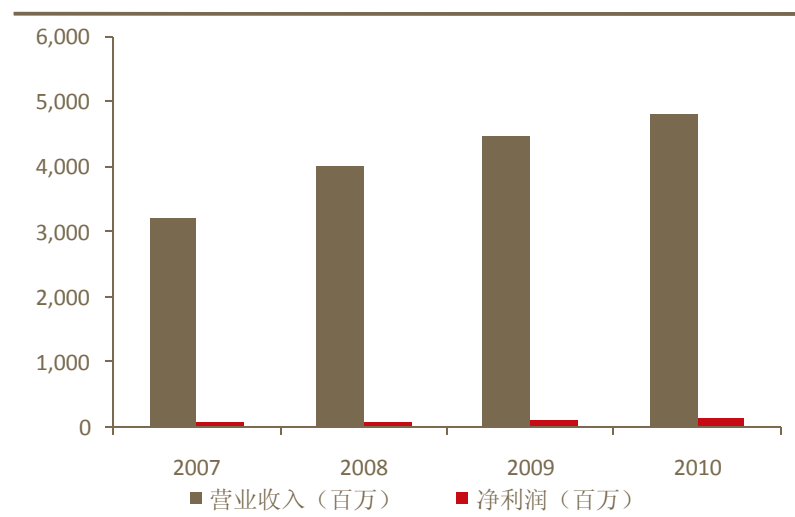


数据来源：wind，方正证券研究所

基于稳定的扩张策略，2007-2010 年期间，公司销售收入的增长稳健，营业收入和净利润的复合增长率分别为 14.61% 和 17.77%。

据连锁经营协会统计，连锁行业经过 2006-2009 年期间高速扩张，门店盈利能力普遍下降迹象，同时受人工成本和租金成本上涨影响，2010 年之后门店扩张速度也相对放缓。

图表 11 公司业绩稳步增长（单位：百万）

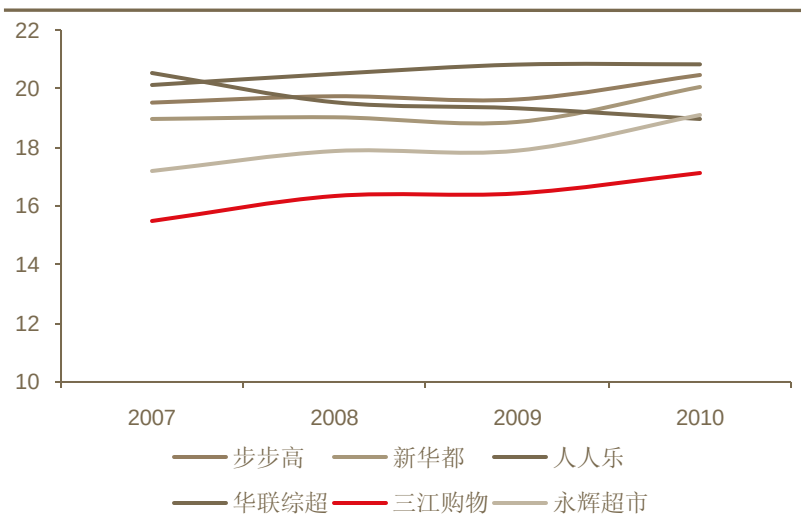


数据来源：WIND，方正证券研究所

就公司而言，因长期采取低价策略，毛利率在同业公司中处于较低水平。但基于稳健扩张、精细化管理的策略，净利率水平却始终居于相对高位，2009 年以来在租金、人工成本上涨的压力下仍有

稳步提升。我们认为，即使未来两年公司扩张速度有所提升，基于长期以来的精细化管理基础，其盈利能力也有望保持较高水平。

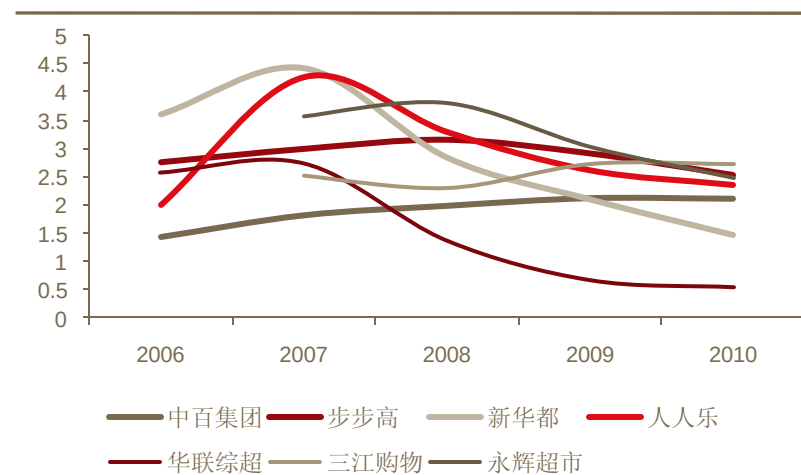
图表 12 公司毛利处于行业较低水平



数据来源: WIND, 方正证券研究所

同时，以具备明显优势的宁波地区为核心继续布点，可以充分发挥和强化区域品牌和供应链优势，区域市场的强势地位得以巩固和增强后，其对上游供应商的议价能力将进一步增强，利润空间有望得到提升，从而弥补由低价策略带来的较低毛利；成本费用方面，区域网点密集度提升将进一步摊低物流配送等费用成本，门店盈利能力也有望得以进一步提升。

图表 13 公司净利率稳步提升



数据来源: wind, 方正证券研究所

五、盈利预测

根绝社区商业特点，门店步入成熟期后，不考虑通胀等价格影响因素，门店收入和盈利规模都会趋于稳定。因此，未来公司成长

动力主要源自新门店及次新门店。

根据公司扩张规划，未来三年门店扩张速度相对稳定，基于公司良好的管理基础和费用控制能力，我们认为期间费用水平有望保持稳定。区域内密集布点有望进一步提升区域议价能力，毛利水平有望持续小幅提升。

图表 14 公司分行业收入预测

单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
超市	4629.70	5324.16	6282.50	7224.88
增长率	8.10%	15.00%	18.00%	15.00%
毛利率	13.67%	13.80%	14.00%	14.20%
其他	193.98	219.20	247.69	279.89
增长率	12.25%	13.00%	13.00%	13.00%
毛利率	99.53%	99.53%	99.53%	99.53%
营业收入合计	4823.68	5543.35	6530.20	7504.77
增长率	8.26%	14.92%	17.80%	14.92%
综合毛利率	17.14%	17.19%	17.24%	17.38%

数据来源：wind，方正证券研究所

预计 2011-2013 年，公司分别实现营业收入 55.43 亿元、65.30 亿元和 75.04 亿元，实现净利润 1.52 亿元、1.85 亿元、1.97 亿元，EPS 分别为 0.37 元、0.45 元、0.48 元。

给予公司“增持”评级。

六、风险提示

外资超市布局三、四线城市，新开卖场可能会使公司原有门店客源分流，也会进一步增加区域市场竞争的激烈程度，导致门店盈利低于预期。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4823.68	5543.37	6530.09	7504.38	货币资金	300.13	554.34	653.01	750.44
减：营业成本	3996.88	4590.47	5404.31	6200.12	应收和预付款项	137.57	307.70	216.58	385.12
营业税金及附加	32.27	37.08	43.68	50.20	存货	587.20	608.53	799.19	815.83
营业费用	580.17	664.65	778.39	929.04	其他流动资产	125.22	125.22	125.22	125.22
管理费用	70.38	78.16	88.16	99.06	长期股权投资	19.00	19.00	19.00	19.00
财务费用	3.95	5.68	4.62	-1.55	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	1.06	-0.39	-0.39	-0.39	固定资产和在建工程	604.63	672.68	646.84	617.88
加：投资收益	0.04	0.00	0.00	0.00	无形资产和开发支出	31.97	31.08	76.94	74.85
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	34.31	97.44	156.70	179.74
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	1840.03	2416.01	2693.48	2968.08
营业利润	139.01	167.71	211.32	227.90	短期借款	0.00	456.92	123.51	246.22
加：其他非经营损益	35.13	34.68	34.68	34.68	应付和预收款项	1222.64	1204.08	1647.69	1621.04
利润总额	174.14	202.39	246.00	262.58	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
减：所得税	42.73	50.60	61.50	65.64	其他负债	7.60	7.60	7.60	7.60
净利润	131.41	151.80	184.50	196.93	负债合计	1230.24	1668.59	1778.80	1874.86
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	股本	350.76	350.76	350.76	350.76
归属母公司股东净利润	131.41	151.80	184.50	196.93	资本公积	66.09	66.09	66.09	66.09
现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E	留存收益	192.95	330.57	497.84	676.37
经营性现金净流量	274.21	-33.39	574.26	44.56	归属母公司股东权益	609.80	747.41	914.68	1093.22
投资性现金净流量	-98.09	-154.55	-125.42	-58.08	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-97.11	442.15	-350.17	110.95	股东权益合计	609.80	747.41	914.68	1093.22
现金流量净额	79.01	254.21	98.67	97.43	负债和股东权益合计	1840.03	2416.01	2693.48	2968.08

数据来源：公司数据及方正证券研究所

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。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。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。

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制度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，本公司的董事、高级职员或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。

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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com