

西海景区深度开发可期, 产业链拓展尚需时日

报告摘要:

- 黄山景区接待游客数量从 2002 年的 135.48 万人上升到 2011 年的 274.40 万人。2012 年上半年黄山景区累计接待入山游客 132.24 万人, 同比增长 10.40%。相对比其他景区而言, 黄山景区接待游客数量从 1998 年至今呈现平滑稳步增长趋势。今年中秋十一黄金周 (9 月 30 日至 10 月 7 日) 期间, 黄山风景区接待游客 26.13 万人, 同比增长 46.73%, 创历年黄金周接待人数总量新高。我们认为, 黄金周期间游客数量和门票收入的大幅增长将对公司全年业绩产生积极的影响。
- 受益于景区接待游客量的平稳增长, 公司主营业务经营良好。景区门票业务和索道业务平稳增长。位于黄山市区的屯溪皇冠假日酒店于今年 4 月份正式开张。我们预计, 屯溪皇冠假日酒店 2012 年全年亏损有可能达到 3000-4000 万元, 将为酒店业务利润增长带来压力。2013 年屯溪皇冠假日酒店有望减亏。位于山上的西海饭店有望今年年底正式开张。西海饭店的盈利能力较高, 每年营收可能达到 4000 多万。2012 年前三季度公司的地产业务收入达到 1 亿元左右。截止 9 月底, 公司的预收帐款余额为 1.59 亿, 未来地产业务还有一定的结算空间。我们认为公司的预收账款的逐步结算可以平滑未来酒店的培育期导致的亏损。
- 未来看点: 交通状况的改善将推动景区接待游客量稳步增长。西海大峡谷地轨缆车项目有望在明年“五一”前正式运营。西海景区深度开发将打开景区成长空间, 成为公司未来几年利润增长的新来源, 其前景值得期待。鉴于黄山景区接待游客量面临瓶颈, 未来几年景区接待游客量增速有可能放缓。我们认为, 公司靠山吃山的发展模式亟需有所改变, 资源整合迫在眉睫, 未来有进行产业链拓展的可能, 产业链拓展的重点可能放在餐饮和周边景区的收购上。
- 公司盈利预测与投资策略: 鉴于未来几年黄山景区接待游客量增速有可能放缓, 加上今年 4 月新开业的皇冠假日酒店经营情况不甚乐观, 巨大的开办费用以及折旧摊销预计将给公司今年业绩带来巨大压力, 房地产结算收入或许能部分平滑新开业的皇冠假日酒店带来的亏损。公司短期业绩增长面临压力, 资源整合势在必行, 产业链拓展尚需时日。我们预计公司 2012-2014 年的 EPS 分别为 0.61 元、0.69 元和 0.78 元, 公司目前股价 11.72 元, 对应 PE21 倍、18 倍和 16 倍, 维持“谨慎推荐”评级。
- 风险提示: 西海大峡谷工程进度不如预期、房地产项目结算低于预期、自然和社会因素等影响。

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,445	1,601	1,778	1,888	2,029
(+/-)%	28%	11%	11%	6%	7%
归属母公司净利润	231	256	283	322	365
(+/-)%	45%	11%	11%	14%	13%
每股收益 (元)	0.49	0.54	0.61	0.69	0.78
市盈率	28.9	26.02	19.21	16.99	15.03
市净率	4.51	3.86	3.47	3.10	2.75
净资产收益率 (%)	15.6%	14.8%	14.9%	15.1%	15.2%
股息收益率 (%)	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
总股本 (百万股)	471	471	471	471	471

股票数据	2012/11/20
收盘价 (元)	11.72
12 个月股价区间 (元)	11.61 ~ 17.77
总市值 (百万元)	5,524
总股本 (百万股)	471
A 股 (百万股)	315
B 股/H 股 (百万股)	156.0
日均成交量 (百万股)	1

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-9%	-16%	-29%
相对收益	-1%	-10%	-12%

相关报告

- 《黄山旅游 2012 年三季报点评: 酒店地产业务拖累业绩增长, 关注新项目进展》
2012-10-23
- 《黄山旅游 2012 年半年报点评: 短期业绩面临压力, 资源整合势在必行》
2012-8-10
- 《黄山旅游年报及一季报点评: 业绩稳定增长, 期待新项目带来业绩突破》
2012-4-26
- 《黄山旅游深度调研报告: 收天下奇观, 创稳定业绩增长》
2012-3-06

证券分析师: 周思立

执业证书编号: S0550511010003
(021)20361108 zhouisl@nesc.cn

研究助理: 梁莉

(021)20361135 liangli@nesc.cn

内 容 目 录

1. 主业经营良好：景区门票和索道业务平稳增长	3
1.1. 景区门票业务：受益于游客量平稳增长，保持良好的增长态势	4
1.2. 索道业务：营业利润最主要的来源	5
1.3. 酒店业务：屯溪皇冠假日酒店面临亏损，西海饭店年底开业	6
1.4. 地产业务：平滑未来酒店的培育期导致的亏损	7
2. 交通状况改善推动游客量稳步增长	7
3. 西海景区深度开发：打开景区成长空间	8
4. 资源整合迫在眉睫，产业链拓展尚需时日	9
5. 公司投资策略	9

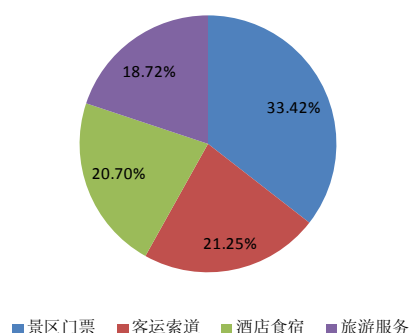
图 目 录

图 1：2011 年公司主营业务收入占比	3
图 2：2011 年公司主营业务毛利占比	3
图 3：公司营业总收入与同比增速	4
图 4：公司归属母公司股东的净利润与同比增速	4
图 5：公司销售毛利率与销售净利率	4
图 6：公司期间费用	4
图 7：黄山景区接待游客量与同比增长率	5
图 8：重要景区类上市公司接待游客量	5
图 9：景区门票业务营业收入与毛利率	5
图 10：索道业务营业收入与毛利率	6
图 11：酒店业务营业收入与毛利率	7
图 12：西海大峡谷景区	8

1. 主业经营良好：景区门票和索道业务平稳增长

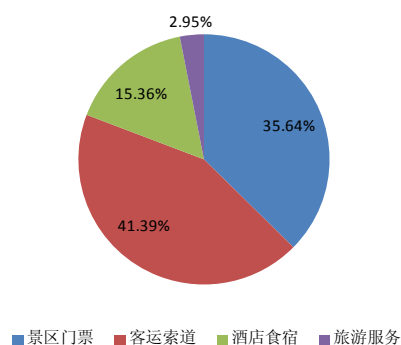
公司主营业务包括景区门票、客运索道、酒店食宿、旅游服务及旅游地产等部分。景区门票以及客运索道是直接受益于黄山景区资源优势的业务板块，而酒店食宿以及旅游服务是黄山景区资源优势驱动下受益的业务板块。从各主营业务收入占比情况看，直接受益于黄山景区资源优势的景区门票业务以及客运索道业务是公司营业收入和营业利润的主要来源。2011 年景区门票业务营收占公司总营收的 33.42%；客运索道业务营收占公司总营收的 21.25%；酒店业务营收占公司总营收的 20.70%；旅游服务业务营收占公司总营收的 18.72%。2011 年景区门票业务营业利润占公司总营业利润的 35.64%；客运索道业务营业利润占公司总营业利润的 41.39%；酒店业务营业利润占公司总营业利润的 15.36%；旅游服务业务营业利润占公司总营业利润的 2.95%。

图 1：2011 年公司主营业务收入占比



数据来源：东北证券，公司公告

图 2：2011 年公司主营业务毛利占比



数据来源：东北证券，公司公告

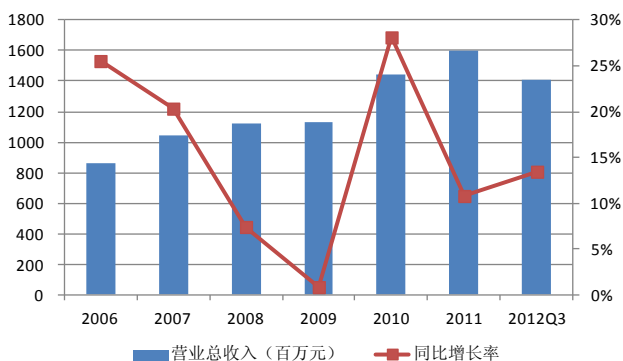
公司经营业绩稳定增长。营业总收入从 2006 年的 86494 万元上升到 2011 年的 160123 万元；归属于母公司股东的净利润从 2006 年的 13546 万元上升到 2011 年的 25613 万元。2011 年公司共实现营业收入 160123 万元，比去年同期增加 15624 万元，增长 10.81%；实现营业利润 37535 万元，比去年同期增加 4743 万元，增长 14.46%；实现归属于母公司股东的净利润 25613 万元，比去年同期增加 2514 万元，增长 10.88%。实现每股收益 0.54 元。2012 年前三季度公司共实现营业收入 140512 万元，同比增长 13.46%；实现归属于母公司股东的净利润 26088 万元，同比增长 1.26%。实现每股收益 0.55 元。

公司毛利率情况较为稳定。2011 年公司综合毛利率为 42.76%。其中景区门票业务毛利率为 42.37%；客运索道业务毛利率为 77.38%；酒店业务毛利率为 29.47%；旅游服务业务毛利率为 6.26%。2012 年上半年公司综合毛利率为 40.70%，同比下降了 1.32 个百分点。其中景区门票业务毛利率为 41.27%；客运索道业务毛利率为 79.03%；酒店业务毛利率为 30.00%；旅游服务业务毛利率为 5.74%。索道和旅游地产业务毛利率下降是公司综合毛利率下降的主要原因。2012 年前三季度公司综合毛利率为 40.99%，同比下降 2.07 个百分点。

从费用控制方面看，2011 年公司销售费用率为 0.88%，管理费用率为 13.42%，财务费用率为 1.10%。2012 年前三季度公司销售费用达到 251 万元，同比下降 46.62%，

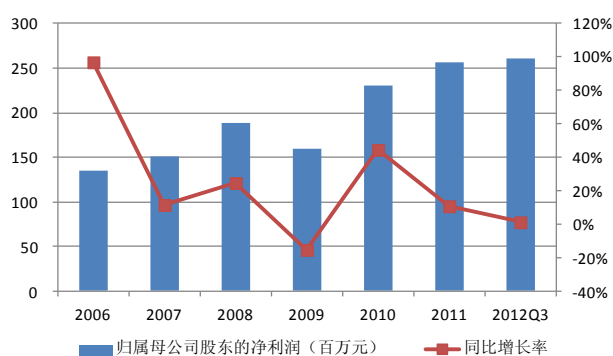
主要系玉屏房地产开发有限公司销售费用减少所致；管理费用达到 16987 万元，同比增长 28.88%，主要系皇冠假日酒店本期新进开业结转开办费用及职工薪酬费用增加所致；财务费用达到 280 万元，同比增长 33.47%，主要系借款增加，利息支出相应增加所致。期间费用率达到 12.47%，同比增长 1.28%。

图 3: 公司营业总收入与同比增速



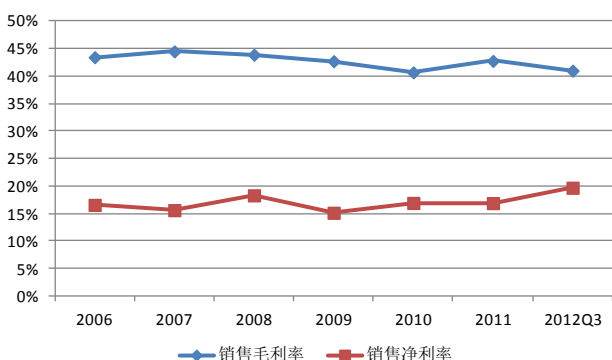
数据来源：东北证券，公司公告

图 4: 公司归属母公司股东的净利润与同比增速



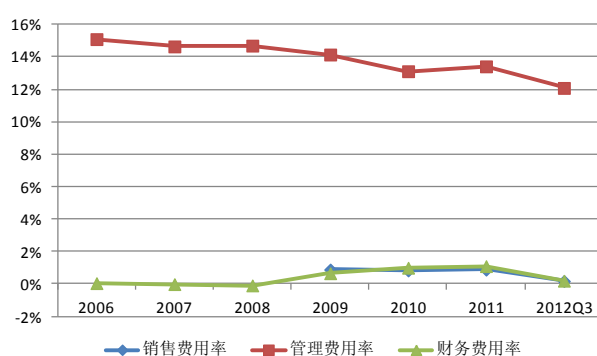
数据来源：东北证券，公司公告

图 5: 公司销售毛利率与销售净利率



数据来源：东北证券，公司公告

图 6: 公司期间费用



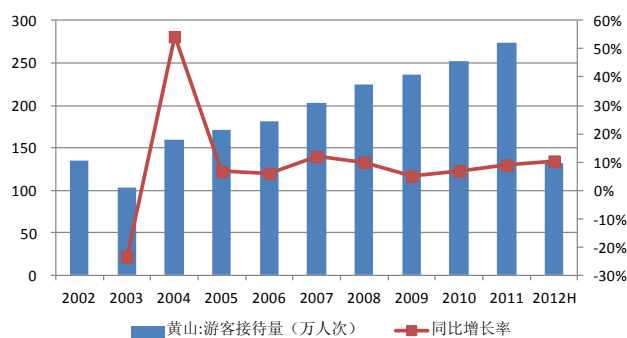
数据来源：东北证券，公司公告

1.1. 景区门票业务：受益于游客量平稳增长，保持良好的增长态势

被世人誉为“人间仙境”、“天下第一奇山”的黄山凭借如此种种不可多得的、不可复制的、不可替代的自然资源、文化资源吸引了众多的国内外游客。游客数量的平稳增长为公司主营业务收入带来稳定的增长。

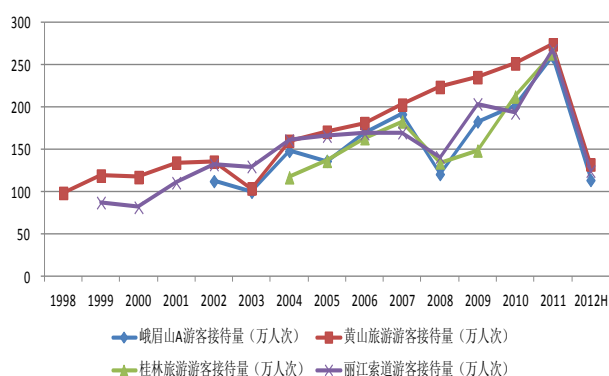
黄山景区接待游客数量从 2002 年的 135.48 万人上升到 2011 年的 274.40 万人。2012 年上半年黄山景区累计接待入山游客 132.24 万人，同比增长 10.40%。相对比其他景区而言，黄山景区接待游客数量从 1998 年至今呈现平滑稳步增长趋势。今年中秋十一黄金周（9 月 30 日至 10 月 7 日）期间，黄山风景区接待游客 26.13 万人，同比增长 46.73%，创历年黄金周接待人数总量新高；门票收入 5360 万元，同比增长 48.43%。其中，10 月 2 日游客接待量达到 57750 人，创单日接待量历史新高。我们认为，黄金周期间游客数量和门票收入的大幅增长将对公司全年业绩产生积极的影响。

图 7: 黄山景区接待游客量与同比增长率



数据来源：东北证券，公司公告

图 8: 重要景区类上市公司接待游客量

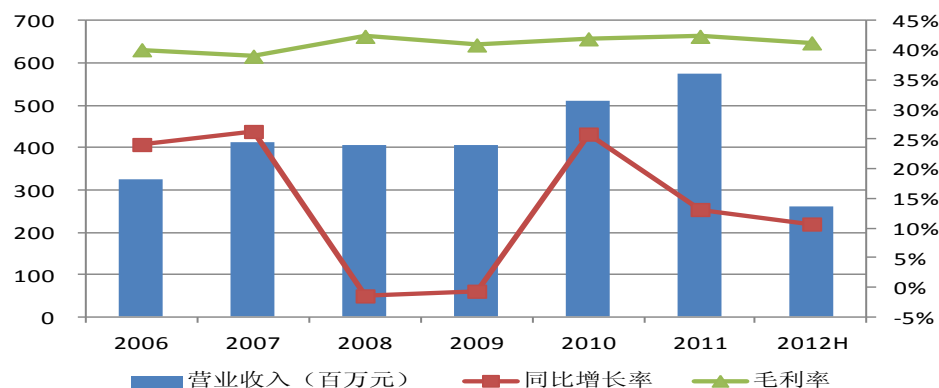


数据来源：东北证券，公司公告

景区门票价格方面，公司分别于 2008 年 4 月份和 2009 年 5 月份上调了索道和门票的票价：2008 年 4 月公司将旗下的 4 条索道（玉屏、太平、云谷和新云谷）实行了价格并轨制，并将旺季单程票价从 65 元/人次上调至 80 元/人次，淡季单程票价从 55 元/人次上调至 65 元/人次；2009 年 5 月公司又将旺季景区门票从 200 元/人次上调至 230 元/人次，淡季景区门票从 120 元/人次上调至 150 元/人次。鉴于目前的景区“降价风暴”影响，我们认为，黄山景区目前门票暂时没有提价预期。

受益于景区接待游客量的逐年上升和门票的提价效应，公司景区门票业务的营业收入保持良好的增长态势，对公司营业收入的贡献最大。2011 年公司景区门票业务营业收入达到 57629 万元，同比增长 13.17%。2012 年上半年景区门票业务营业收入达到 26172 万元，同比增长 10.72%。景区门票业务的毛利率变化幅度不大，基本维持在 40%左右的水平，仅次于索道业务的毛利率。我们预计 2012 年黄山景区接待游客数量达到 8%的增速，2013-2014 接待游客数量增速在 6%左右。景区门票收入将继续保持稳定的增长。

图 9: 景区门票业务营业收入与毛利率



数据来源：东北证券，公司公告

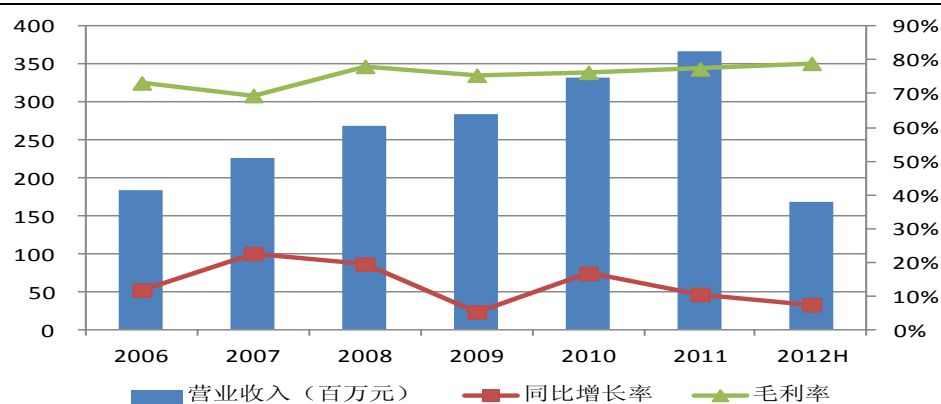
1.2. 索道业务：营业利润最主要的来源

如我们上半年在《黄山旅游深度调研报告：收天下奇观，创稳定业绩增长》提到，

按照波士顿矩阵中对产品生命周期的分类，金牛类产品属于进入成熟期的产品，其具备销售量大，产品利润率高，负债比率低，无需大量投资，可以为企业带来大量现金收入。从索道业务的高盈利能力、低维护、运行成本的角度来看，其具备金牛产品的特性。该业务带来的营收支撑公司开发其他新的产品。

同样受益于景区接待游客量的逐年上升和索道的提价效应，公司索道业务的营业收入逐年增长。2011 年公司索道业务营业收入达到 36638 万元，同比增长 10.53%。2012 年上半年索道业务营业收入达到 16894 万元，同比增长 7.48%。索道业务因其成本较固定，维护费用较低，因此其毛利率水平最高，平均维持在 70%-80%之间，而其净利润率则在 40%以上。随着景区接待游客量的平稳增长，我们认为，公司索道业务收入亦将继续保持稳定的增长。

图 10: 索道业务营业收入与毛利率



数据来源：东北证券，公司公告

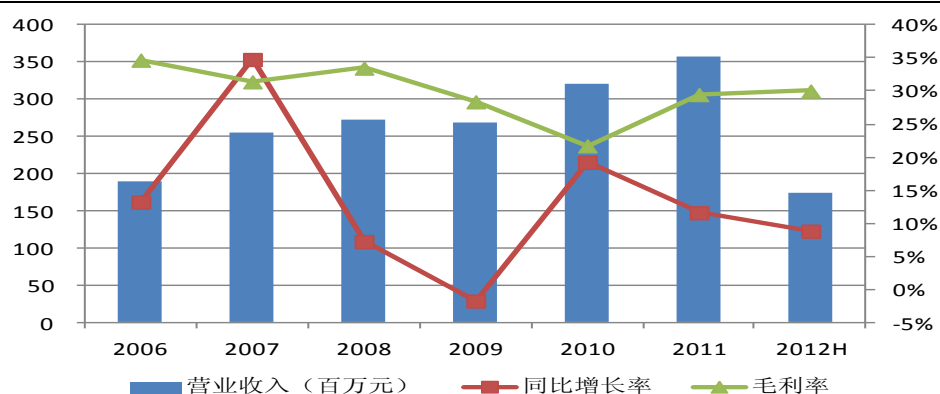
1.3. 酒店业务：屯溪皇冠假日酒店面临亏损，西海饭店年底开业

2008 年和 2009 年，公司酒店业务营业收入和毛利率均出现大幅下滑，原因是山上西海饭店的停业整修和山下酒店的竞争日趋激烈。2011 年公司酒店业务营业收入达到 35693 万元，同比增长 11.62%。2012 年上半年酒店业务营业收入达到 17421 万元，同比增长 8.84%。

位于黄山市区的屯溪皇冠假日酒店于今年 4 月份正式开张。由于山下酒店市场竞争异常激烈，盈利能力相对较差。屯溪皇冠假日酒店开业后经营情况不甚乐观，因其总投资高达 6 个亿，开业费达到 2000 万，我们预计，屯溪皇冠假日酒店 2012 年全年亏损有可能达到 3000-4000 万元，将为酒店业务利润增长带来压力。2013 年屯溪皇冠假日酒店有望减亏。

位于山上的西海饭店有望今年年底正式开张。西海饭店的盈利能力较高，每年营收可能达到 4000 多万，所以前期投入的成本回收会比较快。西海饭店的改造工程将对提高公司酒店业务的毛利率起到积极作用。受益于公司经营管理水平的不断提高、良好的成本控制能力、酒店业务的统一定价和标准化建设，并随着西海饭店的改造完成，酒店业务的毛利率有望恢复到 30% 以上的水平。

图 11: 酒店业务营业收入与毛利率



数据来源：东北证券，公司公告

1.4. 地产业务：平滑未来酒店的培育期导致的亏损

2011年8月17日，公司五届二次董事会审议通过了《关于对全资子公司增资的议案》，决定以自有资金对公司全资子公司玉屏房地产开发有限公司增资1.5亿元，本次增资完成后玉屏房地产公司的注册资本金将增加到2亿元。公司的玉屏地产项目共有187亩（98万平方米），三分之一用于酒店，剩下开发做地产。随着公司向玉屏房地产公司的增资，子公司房地产项目能够顺利实施，并且玉屏项目定位在中高端，均价约在5000多元/平方米。2012年前三季度公司的地产业务收入达到1亿元左右。截止9月底，公司的预收帐款余额为1.59亿，未来地产业务还有一定的结算空间。我们认为公司的预收账款的逐步结算可以平滑未来酒店的培育期导致的亏损。

2. 交通状况改善推动游客量稳步增长

交通状况是影响游客出行的重要因素。交通的便利与否是游客选择出行目的地的重要考虑因素，交通条件的改善将极大提高旅游景区的可进入性，并有力推动区域旅游市场的发展。黄山高速铁路网的建设将给黄山景区带来长期利好。

黄山高铁新区位于黄山市中心城区屯溪区，这个依托京福高速铁路黄山站建的新区，也是京福、皖赣、黄杭3条高铁在黄山市的交会点和重要节点，可容纳21万人创业与生活，是黄山市未来主城区的重要组成部分。黄山高铁新区控制面积10平方公里，规划建筑总量约1400万平方米，容纳人口约21万，远期规划面积将达27平方公里。目前，黄山市中心城区屯溪区的面积20余平方公里，黄山高铁新区建成后，可以让该市主城区人口和面积均增加一倍。

京沪高铁的开通也缩短了中国北部尤其是京津区域游客到黄山的时空距离，将推动黄山游客的稳定增长。黄杭高铁起于黄山市，至杭州市，线路全长261.96公里，设计时速250公里，全线共设黄山、绩溪、淳安、富阳、萧山、杭州等9个车站。建成后，安徽黄山、浙江千岛湖和杭州西湖等名山胜水连成一线，形成一条世界级黄金旅游通道。同时，这条旅游黄金线通车后，乘坐火车从合肥经黄山再到杭州只要2个小时，将彻底打开黄山连接长三角的快速通道，加速黄山现代国际旅游城市建设进程。届时，亚太旅居城市的经济、地位等格局将重新排位。

高铁强大的客运能力将大大提升黄山景区接待游客的能力，有力促进黄山旅游产业的发展。随着黄山周边高速公路网的形成和自驾游、短线游的趋势发展，紧临长三角客源市场的地缘优势更加明显。“三条高铁”开工建设，黄山口岸对外开放，这为黄山旅游拓展市场空间提供了难得的契机。

另外，黄山市近来通过《2012 年全市航空旅游发展工作意见》，将加密黄山到北京，上海，广州，深圳和仁川等 5 条航线，巩固黄山到合肥，成都，重庆，西安，厦门和天津等 6 条航线，力争新开黄山到台北，长沙，沈阳，福州，太原和昆明等 6 条航线，力争新开黄山到大连，青岛，釜山，香港，日本，新加坡，和马来西亚等 7 条航线，累计航线达 24 条，确保黄山机场完成旅游吞吐量达 80 万人次，而这一数量在 2011 年仅为 50 万人次。国内外航线的开通，尤其是东南亚航线的开通，将有助于拓展黄山旅游市场的空间，推动黄山旅游的稳步增长。

3. 西海景区深度开发：打开景区成长空间

西海大峡谷，是黄山风景区经过数年的努力，在丹霞站（俗称二索上站）下方的群峰之中开发出的新景区，一期工程业已完成，可让人们在峡谷之半腰盘旋观赏。位于黄山风景区西部的西海群峰的西海大峡谷，是黄山大美西海风景区中最秀丽、最深邃的部分。该景区约 25 平方公里，景点集中，以奇秀著称，众多的巧石，壮丽的晚霞和神秘的深壑幽谷，无数山峰如刀劈斧斫般，巨型石片垒积木似地堆积起来，形成破碎状的峰森坐落在深谷之中。

西海大峡谷地轨缆车项目有望在明年“五一”前正式运营。公司目前正在定价、和旅游社合作方面积极拓展营销。西海大峡谷的开发将大大拓展黄山景区接待游客的容量，提升经北大门入山的游客数量和太平索道的乘坐率，将对公司景区门票业务和索道业务的增长带来直接利好。西海景区的深度开发将打开景区的成长空间，成为公司未来几年利润增长的新来源，其前景值得期待。

图 12: 西海大峡谷景区



数据来源：东北证券

4. 资源整合迫在眉睫，产业链拓展尚需时日

如我们上半年在《旅游景区行业研究报告：从青山绿水看行业蓬勃发展》提到，景区公司盈利模式主要有两类：一类是以门票收入以及相应的景区配套收入为主的门票经济模式；一类是以景区资源为依托，深度开发和拓展整个旅游产业链的拓展型经济模式。目前，门票经济模式是景区类上市公司的主要盈利模式。然而，门票经济模式的可持续发展面临严重的考验，尤其是我国旅游市场面临着从观光旅游向度假休闲游的结构性升级，旅游产业链拓展经济模式将面临着巨大的发展机遇。旅游产业链拓展经济模式也将为景区旅游企业获得可持续发展、稳定增长提供新的保障。

鉴于黄山景区接待游客量面临瓶颈，未来几年景区接待游客量增速有可能放缓。我们认为，公司靠山吃山的发展模式亟需有所改变，资源整合迫在眉睫，未来有进行产业链拓展的可能，产业链拓展的重点可能放在餐饮和周边景区的收购上。

5. 公司投资策略

鉴于未来几年黄山景区接待游客量增速有可能放缓，加上今年4月新开业的皇冠假日酒店经营情况不甚乐观，巨大的开办费用以及折旧摊销预计将给公司今年业绩带来巨大压力，房地产结算收入或许能部分平滑新开业的皇冠假日酒店带来的亏损。公司短期业绩增长面临压力，资源整合势在必行，产业链拓展尚需时日。我们预计公司2012-2014的EPS分别为0.61元、0.69元和0.78元，公司目前股价11.72元，对应PE21倍、18倍和16倍，维持“谨慎推荐”评级。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	255	402	624	957	净利润	271	301	343	388
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0
应收款项	48	53	54	61	折旧及摊销	99	79	91	103
存货	839	732	742	752	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	1	1	1	1	财务费用	18	20	20	20
流动资产合计	1,226	1,283	1,519	1,876	投资损失	-10	-11	-12	-13
可金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-103	170	28	32
长期投资净额	66	66	66	66	其他	0	-1	2	-1
固定资产	919	1,069	1,219	1,369	经营活动净现金流量	277	557	461	517
无形资产	77	74	71	69	投资活动净现金流量	-525	-335	-284	-232
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	149	-74	45	48
非流动资产合计	1,768	2,036	2,243	2,387	企业自由现金流	-309	212	171	282
资产总计	2,994	3,320	3,761	4,263					
短期借款	376	126	76	26	财务与估值指标				
应付款项	95	99	104	110		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	244	271	288	309	每股指标				
一年内到期的非流动负债	15	15	15	15	每股收益 (元)	0.54	0.61	0.69	0.78
流动负债合计	1,134	1,055	1,047	1,052	每股净资产 (元)	3.66	4.07	4.56	5.14
长期借款	83	83	83	83	每股经营性现金流量 (元)	0.59	1.18	0.98	1.10
其他长期负债	26	26	26	26	成长性指标				
长期负债合计	57	53	53	53	营业收入增长率	10.8%	11.1%	6.2%	7.4%
负债合计	1,248	1,164	1,156	1,161	净利润增长率	10.9%	11.4%	13.6%	13.3%
归属于母公司股东权益合计	1,727	1,918	2,148	2,421	盈利能力指标				
少数股东权益	19	36	54	75	毛利率	42.8%	42.0%	43.0%	44.0%
负债和股东权益总计	2,994	3,118	3,357	3,657	净利率	16.0%	16.0%	17.2%	18.1%
利润表 (百万元)					运营效率指标				
	2011A	2012E	2013E	2014E	应收账款周转率 (次)	10	10	10	10
营业收入	1,601	1,778	1,888	2,029	存货周转率 (次)	274	278	250	240
营业成本	917	1,031	1,076	1,136	偿债能力指标				
营业税金及附加	68	73	77	83	资产负债率	41.7%	35.1%	30.7%	27.2%
资产减值损失	4.78	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.08	1.22	1.45	1.78
销售费用	14	15	16	17	速动比率	0.34	0.52	0.74	1.07
管理费用	215	249	255	270	费用率指标				
财务费用	18	20	20	20	销售费用率	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	管理费用率	13.4%	14.0%	13.5%	13.3%
投资净收益	10	11	12	13	财务费用率	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%
营业利润	375	401	455	516	分红指标				
营业外收支净额	-0.96	1.00	1.45	2.00	分红比例				
利润总额	374	402	457	518	股息收益率	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
所得税	104	100	114	129	估值指标				
净利润	271	301	343	388	P/E (倍)	26.02	19.21	16.99	15.03
归属于母公司净利润	256	285	324	367	P/B (倍)	3.86	3.47	3.10	2.75
少数股东损益	15	16	19	21	P/S (倍)	4.16	3.75	3.53	3.29
					净资产收益率	14.8%	14.9%	15.1%	15.2%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围国内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760