

个税改革释放中低收入消费

推荐维持

投资要点:

- 个税改革提上总理政府 2011 年重点工作之一
- 节税收入将释放中低收入阶层用于食品、衣着等基本消费
- 建议关注布局中西部超市及百货

报告摘要:

- 个税改革：中低收入阶层相对受益。**温家宝政府工作报告部署 2011 年十项重点工作中指出要合理调整收入分配，其中个税改革可能包括对起征点、税率结构、各级税率做一定的调整。我们测算结果表明：
 - (1) 月收入 1 万以内居民收入最受益，如果起征点提高到 2500 元，收入将增加 1-1.67%；如果起征点提高到 3000 元，收入将增加 2-3% 左右；
 - (2) 收入越低，节税越明显。
- 收入增长将转化为消费动力，主要用于食品、衣着及通讯。**(1) 2010 年我国城镇居民消费性支出增量部分 27.0%用于食品，25.0%用于交通和通讯，13.3%用于衣着，12.8%用于教育文化娱乐服务。(2) 节税带来消费性支出增量可观，2010 年城镇居民消费性支出增量为 1,206.9 元，如果起征点上调，节税收入相当于一年消费性支出增量。(3) 中低收入阶层，面对通货膨胀、楼市调控，在没其他投资渠道的情况下，更倾向于将收入增量转化为消费的动力。
- 重点推荐公司：**
 - (1) 我们建议投资者关注布局于二三线城市超市类上市公司：武汉中百、永辉超市。
 - (2) 同时建议关注布局于中西部（如四川、云南、贵州、湖北等）、东北（辽宁、黑龙江、吉林）的百货类公司：王府井、欧亚集团、鄂武商、新华百货、重庆百货、南京中商。

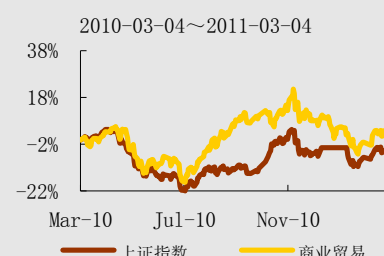
分析师

陈旭 (S1180511010002)

电话：010-8808 5691

Email: chenxu@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《宏源证券*公司研究*辉隆股份深度报告：农资连锁第一股，立足安徽辐射全国*002556*商贸零售行业*陈旭》2011.2
- 《宏源证券*公司研究*中兴商业研究报告：三期开业是业绩增长的新动力*000715*商贸零售行业*陈旭》2011.2
- 《宏源证券*公司研究*永辉超市深度研究报告：生鲜超市龙头，成功异地扩张可期*601933*商贸零售行业*陈旭》，2011.1
- 《宏源证券*公司研究*永辉超市IPO深度研究报告：敢为天下“鲜”*601933*商贸零售行业*陈旭》，2010.12
- 《宏源证券*行业动态*零售业进入多元化新时代——第十二届中国连锁业会议纪要*商业贸易行业*陈旭》2010.11
- 《宏源证券*行业动态*掘金商贸“十二五”*商业贸易行业*陈旭》2010.10
- 《宏源证券*公司研究*豫园商城：海派文化的集大成者*600655*商贸零售行业*陈旭》2010.10

重点公司	股价	10EPS	11EPS	12EPS	11PS	目标价	评级
武汉中百	13.95	0.408	0.522	0.669	0.65	16.60	买入
永辉超市	29.20	0.395	0.625	0.875	1.22	30.00	增持
王府井	43.91	1.159	1.537	1.849	1.10	50.00	买入
欧亚集团	26.02	0.819	1.043	1.319	0.73	32.00	买入
鄂武商	18.66	0.611	0.749	0.968	0.75	22.50	买入
新华百货	27.60	1.110	1.348	1.760	1.14	35.00	买入
重庆百货	45.16	1.354	1.811	2.254	0.68	55.00	买入
南京中商	24.97	0.502	1.040	1.400	0.66	28.00	增持

一、个税改革：中低收入阶层相对受益

近期开国务院常务会议，讨论提高个税起征点问题，提速个税改革及进程。3月5日，温家宝政府工作报告部署2011年十项重点工作中指出要合理调整收入分配，“一是着力提高城乡低收入群众的基本收入。稳步提高职工最低工资、企业退休人员基本养老金和城乡居民最低生活保障标准。建立健全职工工资正常增长机制，严格执行最低工资制度。二是加大收入分配调节力度。提高个人所得税工薪所得费用扣除标准，合理调整税率结构，切实减轻中低收入者税收负担。有效调节过高收入，加强对收入过高行业工资总额和工资水平的双重调控，严格规范国有企业、金融机构高管人员薪酬管理。”

个税改革讨论的内容主要包括三方面：（1）个税起征点从目前2000元提高至2500元或3000元；（2）九级税率或调整为五到六级税率；（3）税率或从现在执行的5%-45%，下调为5%-40%。

个税改革将间接增加居民可支配收入，相对而言中低收入阶层受益较大。如果个税起征点从目前2000元提高至2500元或3000元提高，根据我们的测算：

（1）月收入1万以内居民收入最受益，如果起征点提高到2500元，收入将增加1-1.67%；如果起征点提高到3000元，收入将增加2-3%左右；

（2）收入越低，节税越明显（具体见表1和表2）。

我们认为个税改革将有利于提高消费者信心，促进全国消费水平，从政策的连续性看，预计个税改革只是政府“保民生，促内需”政策之一，未来还会陆续有相关政策出台。

表1：当前工资所得适用税率及速算扣除表

级数	月含税应纳税所得额	月不含税应纳税所得额	使用税率	速算扣除数
1	不超过500元的部分	不超过475元的部分	5%	0
2	超过500元至2000元的部分	超过475元至1825元的部分	10%	25
3	超过2000元至5000元的部分	超过1825元至4375元的部分	15%	125
4	超过5000元至20000元的部分	超过4375元至16375元的部分	20%	375
5	超过20000元至40000元的部分	超过16375元至31375元的部分	25%	1375
6	超过40000元至60000元的部分	超过31375元至45375元的部分	30%	3375
7	超过60000元至80000元的部分	超过45375元至58375元的部分	35%	6375
8	超过80000元至100000元的部分	超过58375元至70375元的部分	40%	10375
9	超过100000元的部分	超过70375元的部分	45%	15375

资料来源：宏源证券

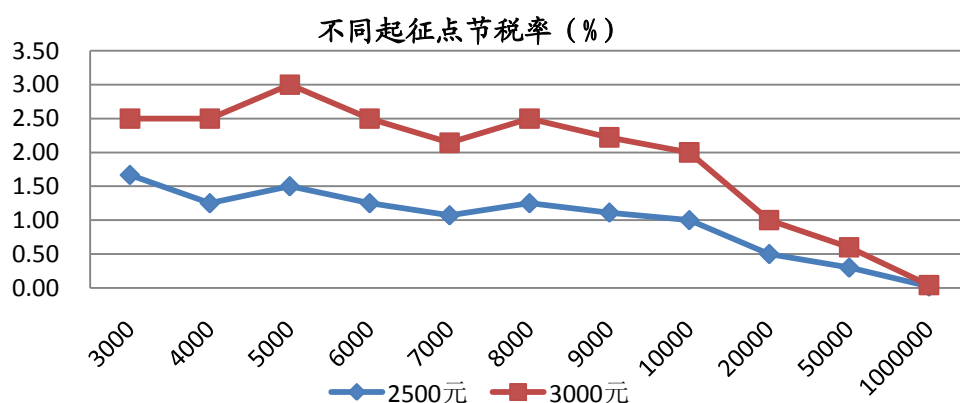
表2：不同起征点节税敏感度分析——月收入1万以内的居民相对受益

收入（元/月）	不同起征点应纳税额			不同起征点节税额		不同起征点节税率	
	2000元	2500元	3000元	2500元	3000元	2500元	3000元
3,000	75	25	0	50	75	1.67%	2.50%
4,000	175	125	75	50	100	1.25%	2.50%
5,000	325	250	175	75	150	1.50%	3.00%
6,000	475	400	325	75	150	1.25%	2.50%

7,000	625	550	475	75	150	1.07%	2.14%
8,000	825	725	625	100	200	1.25%	2.50%
9,000	1025	925	825	100	200	1.11%	2.22%
10,000	1225	1125	1025	100	200	1.00%	2.00%
20,000	3225	3125	3025	100	200	0.50%	1.00%
50,000	11025	10875	10725	150	300	0.30%	0.60%
100,000	28825	28625	28425	200	400	0.02%	0.04%

资料来源：宏源证券

图 1：低收入人群税负减轻更明显



资料来源：宏源证券

二、收入增长将转化为消费动力，主要用于食品、衣着及通讯

(1) 城镇居民增量消费性支出主要用于吃、穿及通讯。我们对城镇居民年消费支出增量部分的分配进行分析,2010 年我国城镇居民年消费性支出增加 1,206.9 元,其中 27.0% 用于食品, 25.0% 用于交通和通讯, 13.3% 用于衣着, 12.8% 用于教育文化娱乐服务 (见表 3)。

(2) 节税带来的消费性支出增量可观。根据我们前面的节税测算, 如果起征点上调至 2500 元, 一个月节税 50-100 元, 则年新增收入 600-1200 元; 如果起征点上调至 3000 元, 一个月节税 75-200 元, 则年新增收入 900-2400 元。相对于 2010 年我国城镇居民年消费性支出增量部分 1,206.9, 翻了近一倍。

(3) 收入增长将转化为消费动力。对于中低收入阶层, 面对通货膨胀预期、楼市观望氛围较浓, 在没其他投资渠道的情况下, 更倾向于将收入增量转化为消费的动力。

表 3：城镇居民年消费支出分布情况——食品支出增量占消费性支出增量比例最大

消费性支出	食品	家庭设备用品及服务	医疗保健	交通和通信	教育文化娱乐服务	居住	衣着
年支出绝对额 (元)							

2001	5,309.01	438.92	343.28	457.02	690.00	547.96	284.13	533.66
2002	6,029.88	388.68	430.08	626.04	902.28	624.36	195.84	590.88
2003	6,510.94	410.34	475.98	721.13	934.38	699.39	215.10	637.73
2004	7,182.10	407.37	528.15	843.62	1,032.80	733.53	240.24	686.79
2005	7,942.88	446.52	600.85	996.72	1,097.46	808.66	277.75	800.51
2006	8,696.55	498.48	620.54	1,147.12	1,203.03	904.19	309.49	901.78
2007	9,997.47	601.80	699.09	1,357.41	1,329.16	982.28	357.70	1,042.00
2008	11,242.85	691.83	786.20	1,417.12	1,358.26	1,145.41	418.31	1,165.91
2009	12,264.55	786.94	856.41	1,682.57	1,472.76	1,228.91	474.21	1,284.20
2010	13,471.45	908.01	871.77	1,983.70	1,627.64	1,332.14	499.15	1,444.34
占消费性支出比例								
2001		37.9%	8.3%	6.5%	8.6%	13.0%	10.3%	10.1%
2002		37.7%	6.4%	7.1%	10.4%	15.0%	10.4%	9.8%
2003		37.1%	6.3%	7.3%	11.1%	14.4%	10.7%	9.8%
2004		37.7%	5.7%	7.4%	11.7%	14.4%	10.2%	9.6%
2005		36.7%	5.6%	7.6%	12.5%	13.8%	10.2%	10.1%
2006		35.8%	5.7%	7.1%	13.2%	13.8%	10.4%	10.4%
2007		36.3%	6.0%	7.0%	13.6%	13.3%	9.8%	10.4%
2008		37.9%	6.2%	7.0%	12.6%	12.1%	10.2%	10.4%
2009		36.5%	6.4%	7.0%	13.7%	12.0%	10.0%	10.5%
2010		35.7%	6.7%	6.5%	14.7%	12.1%	9.9%	10.7%
年支出增加绝对额（元）								
2001	311.01	-0.53	-0.37	25.21	62.01	62.18	47.47	33.20
2002	720.87	2.31	-50.24	86.80	169.02	212.28	76.40	57.22
2003	481.06	3.71	21.66	45.90	95.09	32.10	75.03	46.85
2004	671.16	44.61	-2.97	52.17	122.49	98.42	34.14	49.06
2005	760.78	3.40	39.15	72.70	153.10	64.66	75.13	113.72
2006	753.67	4.30	51.96	19.69	150.40	105.57	95.53	101.27
2007	1,300.92	31.84	103.32	78.55	210.29	126.13	78.09	140.22
2008	1,245.38	49.96	90.03	87.11	59.71	29.10	163.13	123.91
2009	1,021.70	6.03	95.11	70.21	265.45	114.50	83.50	118.29
2010	1,206.90	51.22	121.07	15.36	301.13	154.88	103.23	160.14
年增加支出额的分配								
2001		17.9%	-0.1%	8.1%	19.9%	20.0%	15.3%	10.7%
2002		35.8%	-7.0%	12.0%	23.4%	29.4%	10.6%	7.9%
2003		30.2%	4.5%	9.5%	19.8%	6.7%	15.6%	9.7%
2004		43.6%	-0.4%	7.8%	18.3%	14.7%	5.1%	7.3%
2005		26.9%	5.1%	9.6%	20.1%	8.5%	9.9%	14.9%
2006		26.2%	6.9%	2.6%	20.0%	14.0%	12.7%	13.4%
2007		39.7%	7.9%	6.0%	16.2%	9.7%	6.0%	10.8%
2008		50.7%	7.2%	7.0%	4.8%	2.3%	13.1%	9.9%
2009		21.4%	9.3%	6.9%	26.0%	11.2%	8.2%	11.6%
2010		27.0%	10.0%	1.3%	25.0%	12.8%	8.6%	13.3%

资料来源：宏源证券、国家统计局

三、推荐布局于中西部等二三线城市超市公司

根据上文的分析，节税带来的消费性支出增量可观，而增量部分主要用于吃、穿及通讯。

- 我们建议投资者关注布局于二三线城市超市类上市公司，如武汉中百、步步高、永辉超市。
- 同时建议关注布局于中西部（如四川、云南、贵州、湖北等）、东北（辽宁、黑龙江、吉林）的百货类公司，王府井、欧亚集团、鄂武商、新华百货、重庆百货、银座股份。
- 近期重点推荐欧亚集团，主要投资逻辑：
 - （1）4 公司作为吉林省的商贸龙头，全部门店为自有物业、在本地有较大的品牌认知度和群众基础，自有物业资产质量高拥有较高 RNA；
 - （2）欧亚卖场正处于高速发展期，四期建成后面积将扩大到 107 万平方米，对卖场进行垂直化调整，租金有大幅度提升空间；
 - （3）欧亚商都在化妆品和女装品牌提升明显（现有 Chanel、Dior、纪梵希、资生堂、宝姿、Jessica 等一线品牌），联营扣点比例有望提高。商都外东南已开始动工扩建，预计 2013 年建成，建成后将新增面积 15 万平方米左右。现场看，施工对现有门店经营、通及停车影响有限；
 - （4）外阜通化店已经从培育期进入利润释放期；
 - （5）去年激励基金方案被否，不排除公司重启方案，从而增强业绩释放的动力；
 - （6）未来不排除欧亚卖场 60%（其中管理层 20%左右）的股权注入到上市公司可能性；预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.82 元、1.04 元、1.32 元，我们给予长期“买入”评级。

表 4: 重点公司估值表

2011-3-6					EPS				每股销售收入				PE				PS				ROE				Margin			BPS			
代码	简称	股价	股本(亿股)	市值(亿元)	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2012E
超市类																															
601933.SH	永辉超市	29.20	7.68	224	0.39	0.40	0.63	0.88	12.88	16.02	24.01	31.34	74.9	73.9	46.7	33.4	2.27	1.82	1.22	0.93	27.29	8.50	11.38	13.70	3.0%	2.5%	2.6%	1.60	4.16	4.74	5.55
000759.SZ	武汉中百	13.95	6.81	95	0.38	0.41	0.52	0.67	18.01	17.87	21.50	25.39	36.7	34.2	26.7	20.8	0.77	0.78	0.65	0.55	13.00	13.80	14.54	16.50	2.1%	2.3%	2.4%	3.07	3.31	3.61	3.92
002336.SZ	人人乐	23.18	4.00	93	0.77	0.61	0.84	1.11	29.22	26.15	31.58	37.25	30.1	38.3	27.7	20.8	0.79	0.89	0.73	0.62	26.53	11.70	11.00	12.00	2.6%	2.3%	2.7%	3.27	7.34	7.97	8.75
002251.SZ	步步高	25.74	2.70	70	0.61	0.68	0.89	1.12	21.18	25.84	32.19	38.72	42.1	37.7	29.0	23.1	1.22	1.00	0.80	0.66	11.15	12.15	13.60	14.33	2.9%	2.6%	2.8%	5.76	6.12	6.52	7.52
002264.SZ	新华都	25.25	1.60	40	0.64	0.53	0.83	1.07	29.09	26.18	35.76	44.82	39.5	47.9	30.5	23.7	0.87	0.96	0.71	0.56	13.50	14.70	17.85	19.35	2.2%	2.0%	2.3%	4.73	3.71	4.77	5.79
600361.SH	华联综超	11.12	4.85	54	0.13	0.18	0.29	0.39	19.10	22.69	26.55	30.98	85.5	61.6	38.8	28.4	0.58	0.49	0.42	0.36	3.42	5.20	7.70	9.40	0.7%	0.8%	1.1%	3.69	3.77	3.90	4.21
601116.SH	宁波三江	18.62	4.11	76	0.36	0.32	0.37	0.42	13.34	11.88	13.26	15.06	51.7	57.5	50.7	44.0	1.40	1.57	1.40	1.24	29.39	21.60	11.72	12.10	2.7%	2.7%	2.8%	1.49	1.85	3.20	3.62
平均													51.5	50.2	35.7	27.7	1.1	1.1	0.8	0.7	17.8	12.5	12.5	13.9	2.3%	2.2%	2.4%	3.4	4.3	5.0	5.6
专业连锁																															
300022.SZ	吉峰农机	35.57	1.79	64	0.71	0.42	0.79	1.41	17.95	17.95	35.89	68.19	49.9	85.5	45.0	25.1	1.98	1.98	0.99	0.52	16.49	12.29	19.00	25.72	4.0%	2.3%	2.2%	5.89	3.43	4.22	5.65
002556.SZ	隆盛股份	37.05	1.50	55	1.47	0.92	1.25	1.59	36.49	36.73	46.62	56.04	25.2	40.2	29.6	23.3	1.02	1.01	0.79	0.66	40.65	25.00	10.04	12.10	4.0%	2.5%	2.7%	3.50	4.16	10.44	11.89
002024.SZ	苏宁电器	14.03	69.96	982	0.64	0.58	0.76	0.97	12.50	10.80	13.64	16.96	21.9	24.2	18.5	14.5	1.12	1.30	1.03	0.83	24.79	22.00	22.97	23.25	5.1%	5.4%	5.6%	3.12	2.88	3.49	4.42
000829.SZ	天音控股	13.73	9.47	130	0.30	0.45	0.77	0.87	18.40	23.24	29.71	31.46	45.8	30.4	17.8	15.9	0.75	0.59	0.46	0.44	16.89	17.40	22.00	23.00	1.6%	1.9%	2.6%	1.93	2.64	3.35	4.84
002416.SZ	爱施德	42.19	4.93	208	1.08	1.35	1.72	2.20	19.75	23.31	28.72	37.05	39.1	31.4	24.5	19.7	2.14	1.81	1.47	1.14	54.78	27.60	21.60	23.80	5.5%	5.8%	6.0%	2.51	7.74	8.83	10.18
002462.SZ	嘉事堂	21.78	1.60	35	0.35	0.29	0.38	0.47	9.45	8.70	11.70	14.82	62.2	75.8	57.4	46.5	2.31	2.50	1.86	1.47	8.20	4.90	6.00	7.05	3.7%	3.3%	3.2%	4.68	6.07	6.22	6.63
平均													40.7	47.9	32.1	24.1	1.55	1.5	1.1	0.8	26.97	18.2	16.9	19.2	4.0%	3.5%	3.7%	3.38	4.26	5.38	6.30
百货类																															
600859.SH	王府井	43.91	4.18	183	0.98	1.16	1.54	1.85	28.24	33.26	40.10	44.12	44.9	37.9	28.6	23.8	1.55	1.32	1.10	1.00	15.74	14.70	16.25	17.10	3.5%	3.5%	3.8%	7.20	8.72	9.63	10.95
600631.SH	百联股份	15.24	11.01	168	0.37	0.99	1.10	0.72	9.33	39.63	44.15	15.84	41.2	15.3	13.8	21.1	1.63	0.38	0.35	0.96	7.20	8.72	8.75	19.73	4.0%	2.5%	2.5%	5.98	6.44	6.89	7.41
600697.SH	欧亚集团	26.02	1.59	41	0.70	0.82	1.04	1.32	24.60	30.40	35.55	43.84	37.2	31.8	24.9	19.7	1.06	0.86	0.73	0.59	14.60	14.77	17.36	19.07	2.8%	2.7%	2.9%	5.01	5.46	6.07	6.88
000987.SZ	广州友谊	25.79	3.59	93	0.79	0.94	1.16	1.48	8.24	10.16	13.11	16.18	32.6	27.4	22.2	17.5	3.13	2.54	1.97	1.59	23.13	22.40	24.30	25.10	9.6%	9.3%	8.8%	3.67	4.26	5.01	5.93
002187.SZ	广百股份	27.99	1.69	47	0.98	1.10	1.38	1.75	27.42	33.48	40.25	46.87	28.6	25.5	20.2	16.0	1.02	0.84	0.70	0.60	15.86	14.25	15.41	16.32	3.6%	3.3%	3.4%	6.94	7.69	8.64	9.78
002277.SZ	友阿股份	23.50	3.49	82	0.91	0.64	0.85	1.25	14.16	10.22	13.27	17.56	25.9	36.6	27.6	18.8	1.66	2.30	1.77	1.34	15.09	12.37	14.50	17.24	6.4%	6.3%	6.4%	7.76	6.37	6.76	7.87
000715.SZ	中兴商业	13.67	2.79	38	0.33	0.26	0.63	0.82	9.47	9.61	15.46	16.72	41.4	53.4	21.5	16.7	1.44	1.42	0.94	0.82	9.95	7.19	14.97	16.20	3.5%	2.7%	4.4%	3.45	3.63	4.17	4.83
000501.SZ	鄂武商	18.66	5.07	95	0.47	0.61	0.75	0.97	15.65	20.64	25.02	31.12	39.7	30.5	24.9	19.3	1.19	0.90	0.75	0.60	17.77	18.85	18.70	18.58	3.0%	3.0%	3.0%	2.78	3.50	4.32	5.22
600778.SH	友好集团	13.68	3.11	43	0.19	0.37	0.44	0.56	6.42	9.08	11.45	15.03	70.5	37.3	31.3	24.2	2.13	1.51	1.19	0.91	6.82	11.65	12.01	14.05	3.0%	4.0%	3.8%	3.01	3.45	3.88	4.50
600785.SH	新华百货	27.60	2.07	57	1.11	1.11	1.35	1.76	18.72	19.19	24.15	29.19	24.9	24.9	20.5	15.7	1.47	1.44	1.14	0.95	24.94	20.33	20.55	20.69	5.9%	5.8%	5.6%	4.95	5.12	6.13	7.36
600280.SH	南京中商	24.97	1.44	36	0.30	0.50	1.04	1.40	29.32	32.45	37.80	41.18	83.5	49.8	24.0	17.8	0.85	0.77	0.66	0.61	6.49	10.50	18.85	19.95	1.0%	1.5%	2.8%	4.66	5.30	6.30	7.70
600729.SH	重庆百货	45.16	3.73	168	0.77	1.35	1.81	2.25	35.84	39.26	66.40	77.30	58.6	33.4	24.9	20.0	1.26	1.15	0.68	0.58	17.76	17.20	24.00	23.50	2.1%	3.4%	2.7%	4.61	5.57	7.08	9.04
600693.SH	东百集团	11.31	3.43	39	0.24	0.38	0.37	0.43	4.54	5.66	6.82	8.20	46.8	29.6	30.6	26.6	2.49	2.00	1.66	1.38	14.50	19.41	21.13	22.20	5.3%	6.7%	5.4%	1.73	2.01	2.37	2.84
600858.SH	银座股份	22.40	2.89	65	0.51	0.61	0.85	1.20	22.30	29.94	37.51	43.45	44.3	36.5	26.3	18.7	1.00	0.75	0.80	0.52	9.85	9.40	11.20	13.30	2.3%	2.0%	2.3%	5.18	8.78	10.02	10.91
600694.SH	大商股份	45.17	2.94	133	-0.40	0.71	1.42	1.73	72.05	83.93	99.16	119.62	-112.9	64.1	31.9	26.1	0.63	0.54	0.46	0.38	-3.79	7.15	11.40	11.00	-0.6%	0.8%	1.4%	10.23	0.00	0.00	0.00
600327.SH	大夏股份	11.78	5.22	61	0.57	0.45	0.57	0.70	17.05	12.39	14.74	17.06	20.5	26.1	20.5	16.9	0.69	0.95	0.80	0.69	12.50	20.95	21.65	22.10	3.4%	3.6%	3.9%	2.76	2.24	2.72	3.32
平均													33.8	35.6	24.9	20.1	1.50	1.2	1.0	0.9	13.06	13.9	16.6	17.6	3.7%	3.8%	4.0%	5.14	5.09	5.82	6.75

资料来源：宏源证券

分析师简介:

陈旭: 宏源证券研究所商贸零售行业分析师, 4 年证券行业从业经验。2010 年 8 月加盟宏源证券研究所, 曾服务于中金公司投资银行部、华泰联合研究所, 曾任汽车及零部件分析师, 2009-2010 年新财富团队成员。

主要覆盖公司: 永辉超市、欧亚集团、吉峰农机、中兴商业、东百集团、豫园商城、武汉中百、鄂武商、银座股份、南京中商、渤海物流、辉隆股份

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiahong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085511 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085279 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。