

怡亚通 (002183.SZ) 物流供应链行业

评级：买入维持评级

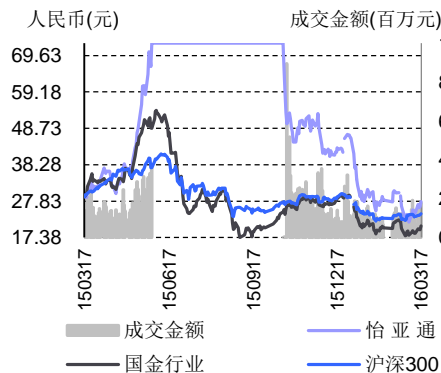
公司跟踪研究

市场价格 (人民币): 27.69 元
目标价格 (人民币): 48.00-50.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	1,000.69
总市值 (百万元)	28,730.70
年内股价最高最低 (元)	73.15/21.79
沪深 300 指数	3124.20
深证成指	9791.85



高增长将持续, 业绩有目共睹

公司基本情况 (人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益 (元)	0.203	0.313	0.493	0.787	1.104
每股净资产 (元)	2.71	3.18	3.25	4.07	5.22
每股经营性现金流 (元)	-2.76	-3.29	-2.90	-3.05	-3.11
市盈率 (倍)	136.34	88.47	56.21	35.17	25.08
行业优化市盈率 (倍)	124.17	169.48	200.04	200.04	200.04
净利润增长率 (%)	59.61%	55.92%	63.68%	59.81%	40.26%
净资产收益率 (%)	7.49%	9.86%	15.75%	20.11%	22.00%
总股本 (百万股)	986.13	997.78	1,037.58	1,037.58	1,037.58

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **传统分销渠道有巨大整合空间。**第三方物流受益于专业化分工, 正在高速发展, 传统分销渠道中间冗余环节过多, 品牌商各自为战, 具备巨大的整合空间。仅考虑怡亚通重点布局的快消品细分市场, 终端销售额超过 5 万亿, 渠道加价空间近 2 万亿, 这是怡亚通瞄准的渠道整合价值。一体化分销平台与电商是合作而非竞争关系, 电商交易落地仍需依靠实体渠道。同时, 电商在快消品领域和三四线城市的渗透存在瓶颈。
- **优秀商业模式+先发优势融合。**怡亚通构建的一体化分销商业模式——深度 380 分销平台, 是对传统分散化、多层级分销渠道网络的颠覆。1) 通过整合各品牌、各层级渠道资源, 380 分销平台可以实现效率提升和成本节约, 渠道向底线城市下沉, 品牌商和零售终端都将从中受益。2) 一体化分销平台具备规模优势, 扩张边际成本递减, 怡亚通占据先发优势。3) 正在搭建的宇商网、和乐网、云微店的线上业务将成为未来新的增长点。
- **平台放量, 业绩高成长可期:** 1) 随渠道覆盖范围延伸, 品牌渗透率提升和新品牌开拓, 380 平台将继续放量, 公司未来 3 年收入端将达到 1000 亿。2) B2B 平台宇商网通过导入新品牌和终端贡献增量; B2C 平台和乐网用户群短板补齐后, 有望成为众包物流新业态; 打造 C2C 星链云微店, 积极分享社交化购物红利。3) 供应链金融随深度业务快速增长, 未来可实现 3-5 亿元利润。
- **放弃收购英迈不失为明智选择, 大股东增持彰显坚定信心:** 1) 公司终止重大收购英迈, 不失为明智选择。虽然全球 IT 分销商英迈 BI 系统非常发达, 但是花 50-60 亿美金收购, 整合是一大难题。公司未来在 IT 分销系统建设上仍然会积极推进。2) 公司控股股东近期在二级市场连续增持, 彰显对公司未来持续发展的坚定信心。

投资建议

- 怡亚通商业模式独具颠覆性, 业绩持续快速增长, 理应享受更高估值。目前股价对应公司 2016/17 年 PE 35x/25x。公司未来积极拓展 380 分销业务, 线上业务落地在即, 供应链金融锦上添花, 给予公司未来 6-12 个月 50 元目标价位, 给予“买入”评级。

风险

- 扩张不及预期、管理及资金风险、供应链金融坏账风险。

相关报告

1. 《垂直物流分销平台, 解决流通两大顽疾-怡亚通公司研究》, 2016.1.20

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

戴亚雄 联系人
(8621)61038274
daiyaxiong@gjzq.com.cn

内容目录

一、怡亚通：聚焦深度供应链业务.....	3
（一）业务概况：供应链服务整合商.....	3
（二）战略回顾：打造 380 深度分销平台是关键转折.....	3
二、传统分销渠道具备巨大的整合空间.....	4
（一）第三方物流仍处于快速发展阶段.....	4
（二）传统分销渠道具备巨大的整合空间.....	5
（三）一体化分销平台与电商是合作而非竞争关系.....	5
三、护城河深筑：商业模式+先发优势+线上线下融合.....	6
（一）商业模式具备颠覆性，扩张迅速.....	6
（二）线上线下融合，创造生态黏性.....	6
四、高成长持续：平台放量+线上发力.....	7
（一）平台放量，380 深度分销未来可达千亿销售规模.....	7
（二）B2B、B2C、云微店成第二增长极.....	8
（三）供应链金融锦上添花.....	8
（四）增值服务，大数据运用助力增长.....	8
五、盈利预测及投资建议.....	8
（一）盈利预测.....	8
（三）投资建议.....	9
六、风险提示.....	9

图表目录

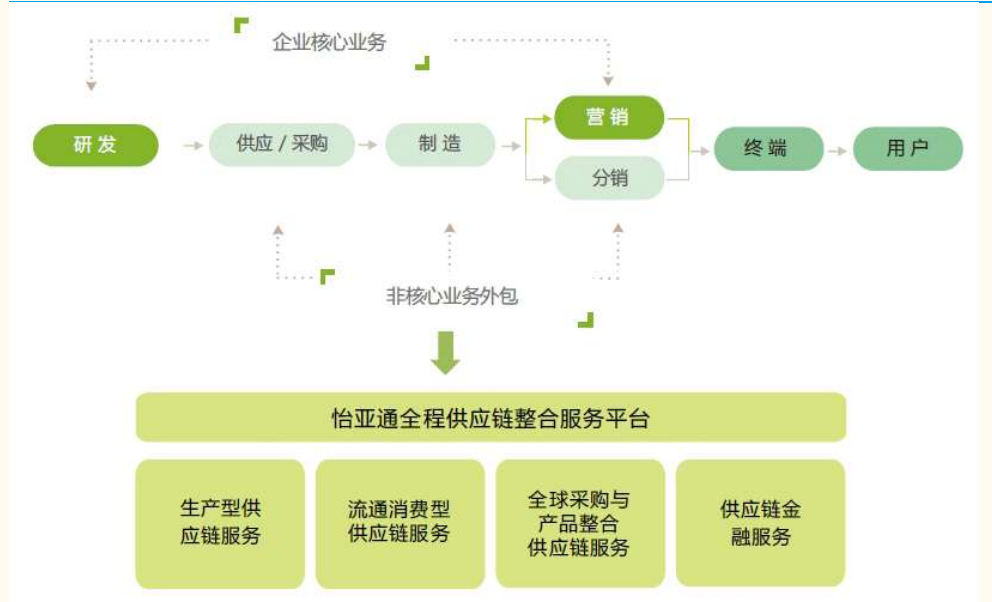
图表 1：公司主营业务示意图.....	3
图表 2：公司营业收入增长情况.....	4
图表 3：全球第三方物流收入增长较快.....	5
图表 4：亚洲国家第三方物流增速高于欧美.....	5
图表 5：大中型零售业情况.....	5
图表 6：小微零售业情况.....	5
图表 7：地级市、县级市城市数量占比.....	6
图表 8：地级市、县级市人口数量占比.....	6
图表 9：怡亚通线上线下业务逻辑关系图.....	7
图表 10：380 分销平台的扩张途径.....	8

一、怡亚通：聚焦深度供应链业务

（一）业务概况：供应链服务整合商

公司专注于供应链服务，战略定位为整合型平台服务企业。根据供应链在生产和流通（销售）的不同环节，目前形成**广度供应链**（主要服务于生产环节和生产制造企业）、**深度供应链**（主要服务于销售流通环节和商品流通型企业）、**全球采购及海外服务**、**供应链金融** 4 个板块的主营业务，其中，深度供应链是公司大力拓展的战略业务，其主要依托 380 深度分销整合平台实现，是近几年来公司业务超预期增长的核心驱动力。公司 2015 年业绩预告营业收入达到 400 亿元，同比增长 15.76%，公司 2015 年 12 月董事会决议将广度供应链业务收入确认方式由差额法改为全额法，从而调增 2014 年收入 124.47 亿元，由此可以推断，管理层可能预期公司广度供应链业务增长受限，而与之相对的深度供应链业务成为支撑公司业绩增长的主要动力。

图表 1：公司主营业务示意图

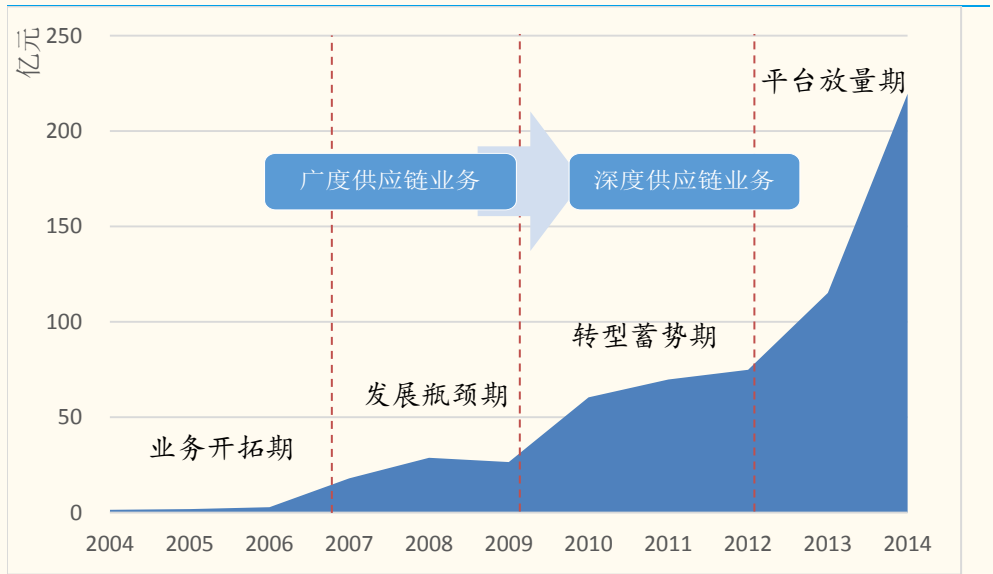


来源：上市公司国金证券研究所

（二）战略回顾：打造 380 深度分销平台是关键转折

怡亚通率先提出与国际接轨，致力于成为全球最优秀的供应链服务商。公司 1997 年成立，2007 年上市，2010 年提出 380 转型，2014 年深度供应链业务放量，粗线条看，公司的发展历程大致可以分为四个阶段：一是业务开拓期，二是发展瓶颈期，三是转型蓄势期，四是平台放量期，其业务从成立之初的广度供应链服务向以 380 深度分销平台为核心的供应链生态圈发展。

图表 2：公司营业收入增长情况



来源：国金证券研究所

市场对怡亚通 380 平台战略逐步认可。同时，2016 年 3 月 11 日，怡亚通控股股东深证市怡亚通投资控股有限公司增持公司股份 800,000 股，进一步表明了控股股东对于公司未来发展前景充分认可，增强了市场对于公司发展的信心。

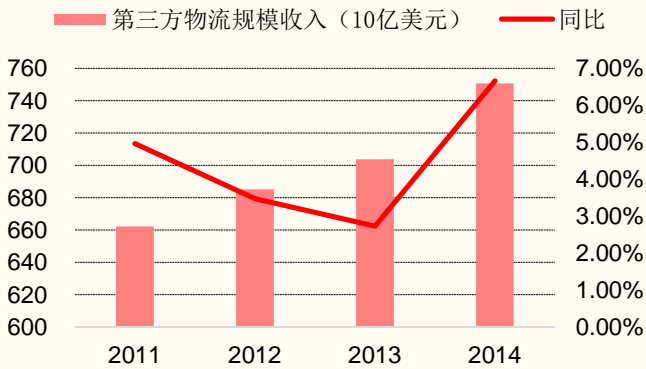
二、传统分销渠道具备巨大的整合空间

第三方物流受益于全球化和专业化分工，正在高速发展，但传统分销渠道中间冗余环节过多，各品牌商各自为战，具备巨大的整合空间。怡亚通深度供应链业务构建的分销一体化整合平台，其本质是对传统分销渠道的彻底改造。

(一) 第三方物流仍处于快速发展阶段

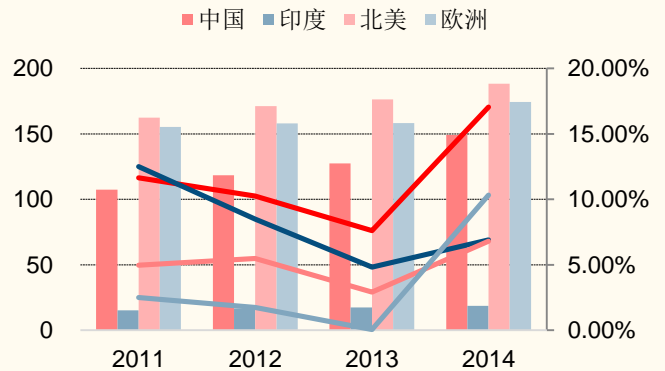
- **第三方物流是发展趋势。**专业化分工背景下，低效的企业内部自建物流和简单外包物流加速向第三方物流转移，从 2011 年开始，第三方物流发展迅速，预计 2020 年全球第三方物流收入规模超过万亿美元。**中国将成为全球供应链中心。**全球化带动了国际分工，为了寻求更高的效率，非核心业务外包逐渐成为全球化竞争的趋势之一，高速增长的消费市场以及制造业集聚使得亚洲，尤其是中国逐渐具备了成为全球物流中心的潜力。
- **三四线城市发展为专业深度物流带来巨大发展机会。**根据中国统计局数据显示，2014 年农村居民消费水平增长约 12.5%，高于全国居民消费水平增长率，由此可见我国三四线城市消费能力增长迅速，市场潜力巨大，而上游供应商处于成本效益原则考虑往往难以将物流下沉入该市场，这就为如怡亚通这样从事专业深度物流的企业带来了巨大的发展机会。

图表 3：全球第三方物流收入增长较快



来源：国金证券研究所

图表 4：亚洲国家第三方物流增速高于欧美



来源：国金证券研究所

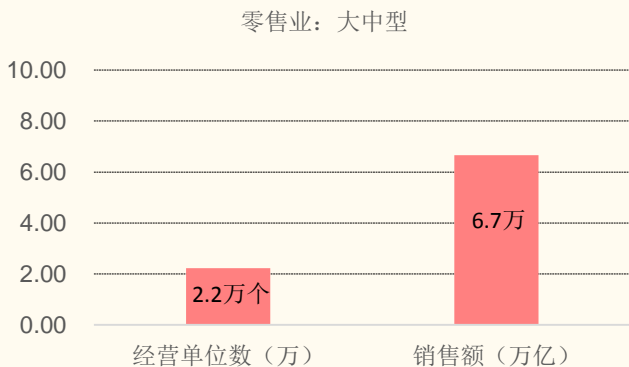
(二) 传统分销渠道具备巨大的整合空间

- **传统分销渠道相互独立，中间冗余环节过多。**传统分销渠道涉及多层次分销商，使得新商品从上游生产企业流向最终消费者的十分低效，急需整合以较少冗余。**供需逆转和电商崛起冲击传统多层级分销渠道。**消费品市场目前呈现共计大于需求的现象，加之电商的崛起，进一步压缩了上游生产企业的利润率，使其难以负担多层次的传统分销渠道，去“中间化”成为大势所趋，然而社会分工决定了上游企业完全把控分销渠道是不可能的，因此分销渠道的整合刻不容缓。
- **整合后的一体化分销渠道价值巨大。**传统渠道层次多，层层加价，一般渠道利润率在 30%左右，巨大的中间利润空间成为怡亚通构建一体化分销平台瞄准的市场价值所在。尽管一体化分销渠道旨在较少中间环节成本，整合将导致聚到利润率压缩，然而我们估计传统分销渠道在压缩和整合后，大约维持在 10%左右，仍然具有巨大的利润空间。

(三) 一体化分销平台与电商是合作而非竞争关系

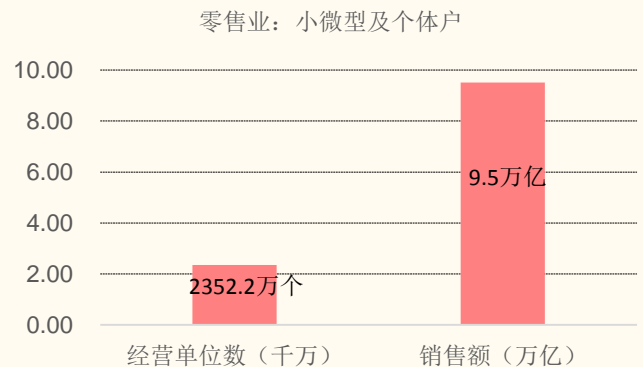
- **电商负责交易撮合，落地仍需依靠实体渠道。**市场普遍担心淘宝、京东等电商的突飞猛进将对实体渠道造成负面冲击。实际上，电商只是构建了虚拟交易平台，每一笔交易的落地仍需依赖实体渠道，因此，经过深度整合的一体化分销平台和电商交易是相辅相成的，并不是竞争关系。
- **电商在快消品领域和三四线城市的渗透存在瓶颈。**即使做最坏的打算，B2C 电商全部在内部自建上下游渠道，对实体分销平台的真正影响也有限，因为对于频繁使用、价值较低的快消品，消费者仍然倾向于在小微型零售店购买，加之成本效益原则使得电商直营渠道向三四线城市渗透成本过高，这都决定了专业实体分销平台存在的必要性。

图表 5：大中型零售业情况



来源：国金证券研究所

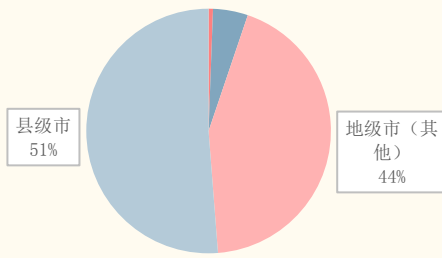
图表 6：小微型零售业情况



来源：国金证券研究所

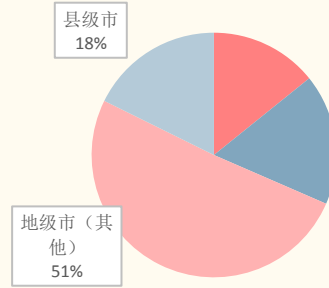
图表 7：地级市、县级市城市数量占比

■ 直辖市 ■ 省会和计划单列市 ■ 地级市（其他） ■ 县级市



图表 8：地级市、县级市人口数量占比

■ 直辖市 ■ 省会和计划单列市 ■ 地级市（其他） ■ 县级市



来源：国金证券研究所

来源：国金证券研究所

三、护城河深筑：商业模式+先发优势+线上线下融合

（一）商业模式具备颠覆性，扩张迅速

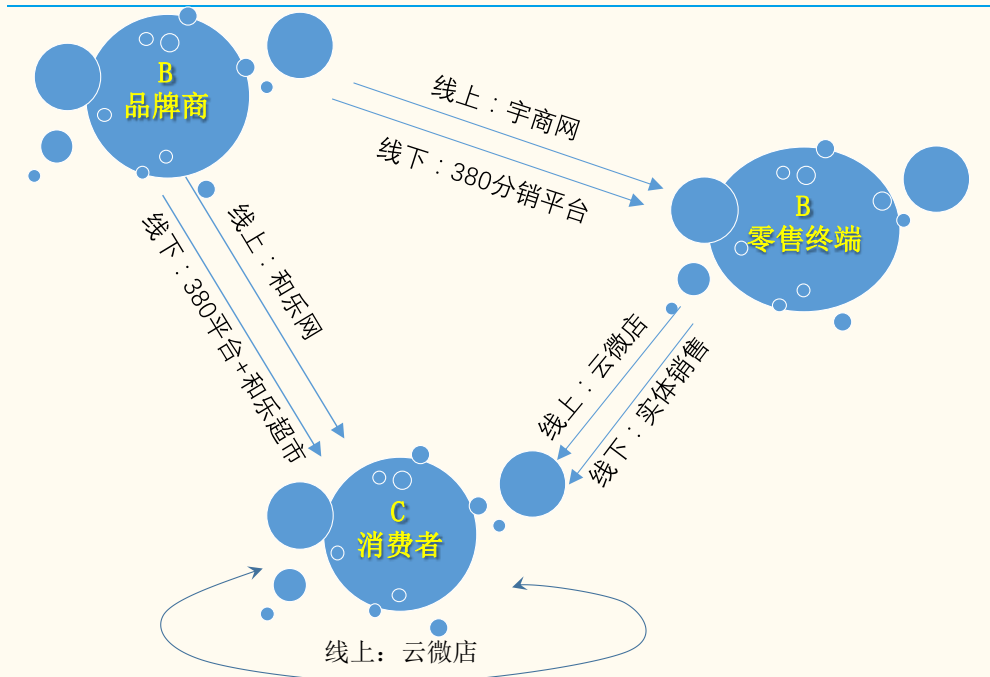
怡亚通构建的一体化分销商业模式——深度 380 分销平台，是对传统分散化、多层次分销渠道网络的颠覆。一体化分销平台对传统分销渠道的优势是碾压性的，具体体现在三个方面：1) 成本节约、效率提升；2) 渠道下沉从不可能成为可能；3) 创造多方共赢的平台价值。

怡亚通最为全国首家构建供应链生态圈的企业，在上游方面快速与快消品牌巨头建立合作关系，抢占上游资源，在下游方面，通过轻资产的运营模式迅速空账，形成集聚效应。

（二）线上线下融合，创造生态黏性

- 怡亚通除了加速打造深度 380 分销平台外，提出建设“两天两地一平台”战略，建设宇商网、和乐网、云微店等 B2B、B2C 线上交易平台。我们认为，怡亚通新建的宇商网、和乐网的线上交易平台以及最新上市的云微店——星链，一方面将受益于线下高效的供应链网络，另一方面，线上开放平台吸引的品牌商、零售商，将向 380 分销平台导流，创造更为黏性的生态系统，线上线下将相互促进，融合发展。此外，怡亚通还开展了供应链金融增值服务。

图表 9：怡亚通线上线下业务逻辑关系图



来源：国金证券研究所

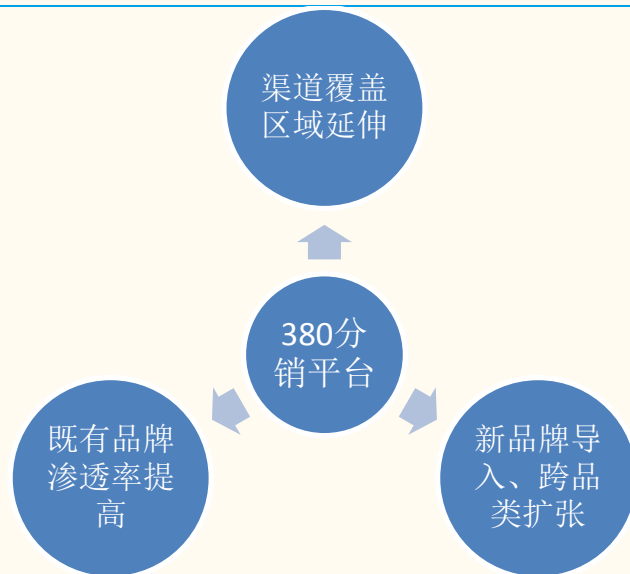
四、高成长持续：平台放量+线上发力

在怡亚通既有的几个板块业务中，广度供应链业务、采购和产品整合业务的增长放缓，未来最具看点的成长空间有三个方向：1) 第一位也是最重要的，深度供应链即 380 平台业务的放量；2) 公司积极拓展的宇商网、和乐网、云微店等线上业务落地后，打造快速增长的第二极；3) 供应链金融、零售终端营销等增值服务的开拓。

(一) 平台放量，380 深度分销未来可达千亿销售规模

随着 380 平台公司的不断落地和分销体系的完善，公司深度供应链业务持续爆发。2013 年、2014 年收入翻番，公司预计 2015 年收入达到 400 亿元，根据之前的分析，传统分销渠道具备巨大的整合空间，怡亚通构建的深度 380 分销平台拥有坚深的护城河，对于传统分销渠道的替代还将继续。这种替代将通过几种途径同步推进，一是渠道覆盖地域的延伸，二是既有品牌渗透率的提高，三是新品牌的导入和跨品类、跨行业扩张。

图表 10: 380 分销平台的扩张途径



来源：国金证券研究所

(二) B2B、B2C、云微店成第二增长极

目前线上业务主要有两块，一是宇商网的 B2B 平台，二是和乐网的 B2C 平台。B2B 平台宇商网通过导入新品牌和终端贡献增量，是对 380 分销平台的线上补充；B2C 平台和乐网优势显著，成长主要看用户群培养，以怡亚通构筑的线下支撑成长。除了 B2B 和 B2C 业务之外，怡亚通积极打入社交购物市场，通过云微店——星链，形成新的增长极。2016 年 1 月，星链已经上线，分为星链微店和星链生活，依托手机 APP，分别服务于店主和消费者，随着移动互联网的发展，移动购物用户规模将会大幅增长，怡亚通积极抢占该市场，有助于形成新的增长极，为其 PC 端购物提供补充，构建全面的线上经营体系，与其线下供应链优势结合，最终建立其一个结合物流、信息流、资金流的供应链生态平台。

(三) 供应链金融锦上添花

怡亚通 2014 年提出“生态”战略，依托庞大的供应链网络和 380 平台积累的数量巨大的客户群，大力推进供应链金融、O2O 终端营销（包括实体门店安装传媒设备，和在移动端推送广告）和 O2O 增值服务（整合不同类型的虚拟商品，如票务、家政服务、通信套餐等，丰富联盟成员商店的服务功能，以捆绑更多的消费者）。目前，供应链金融已经贡献利润，公司 2016 年 3 月 10 日的董事会通过了公司控股子公司与银行合作 O2O 金融业务的决议，这有助于公司供应链金融业务的拓展，除此以外，终端营销和增值服务正在积极推进。我们认为，供应链金融业务、零售终端营销业务的确定性高，对公司营收和利润增长将起到锦上添花的作用。

(四) 增值服务，大数据运用助力增长

怡亚通作为供应链网络服务者，链接了上游生产商和下游消费者，扁平化的供应链平台使其对于消费者的需求有更直观深入地了解，加上其正在积极构建各种线上交易平台，这都使得怡亚通可以获得众多的客户数据，随着大数据的发展，怡亚通的这一资源优势将助理其各类业务的发展，比如为其终端营销使用者提供更加精准的营销方案，为其供应链金融业务提供更加全面的信用调查资料，同时也为平台生态圈参与者提供更多的增值服务，从而进一步增强生态圈粘性，带来新的增长潜力。

五、盈利预测及投资建议

(一) 盈利预测

预计 2015 年-2017 年公司将实现归属母公司股东净利润，对应 EPS 分别为 0.49 元，0.79 元和 1.10 元。目前股价对应公司 2016/17 年 PE 35x/25x。

(三) 投资建议

怡亚通商业模式独具颠覆性，业绩持续快速增长，理应享受更高估值。公司未来积极拓展 380 分销业务，线上业务落地在即，供应链金融锦上添花，给予公司未来 6-12 个月 50 元目标价位，给予“买入”评级。

六、风险提示

- 扩张中的管理及资金风险。公司扩张速度极快，面临管理维度加大、资金、人才缺乏的风险。如合资公司在业务整合上产生困难、资金需求过于旺盛等。
- 供应链金融坏账风险。公司目前正在积极发展供应链金融业务，供应链金融业务主要由公司先向银行取得授信，之后再将授信转让或者贷款给合作伙伴，其中涉及到一定的违约风险和坏账风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	7,555	11,623	22,142	40,034	55,408	71,442	货币资金	4,820	4,228	7,516	4,228	4,228	4,228
增长率		53.9%	90.5%	80.8%	38.4%	28.9%	应收款项	2,170	4,005	5,607	8,939	12,371	15,952
主营业务成本	-6,661	-10,539	-20,383	-37,119	-51,326	-66,376	存货	951	1,972	3,352	4,846	6,701	8,666
%销售收入	88.2%	90.7%	92.1%	92.7%	92.6%	92.9%	其他流动资产	738	1,326	1,379	2,197	3,032	3,915
毛利	894	1,084	1,759	2,915	4,082	5,066	流动资产	8,679	11,532	17,854	20,211	26,332	32,761
%销售收入	11.8%	9.3%	7.9%	7.3%	7.4%	7.1%	%总资产	82.9%	79.4%	81.7%	88.7%	91.2%	92.9%
营业税金及附加	-24	-32	-54	-98	-135	-175	长期投资	226	1,531	2,017	2,017	2,017	2,017
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	889	519	515	473	431	388
营业费用	-72	-74	-104	-188	-260	-335	%总资产	8.5%	3.6%	2.4%	2.1%	1.5%	1.1%
%销售收入	1.0%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	无形资产	242	147	166	95	98	101
管理费用	-531	-598	-880	-1,441	-1,995	-2,572	非流动资产	1,786	2,989	3,999	2,585	2,546	2,507
%销售收入	7.0%	5.1%	4.0%	3.6%	3.6%	3.6%	%总资产	17.1%	20.6%	18.3%	11.3%	8.8%	7.1%
息税前利润 (EBIT)	266	380	721	1,188	1,691	1,984	资产总计	10,465	14,521	21,853	22,796	28,879	35,268
%销售收入	3.5%	3.3%	3.3%	3.0%	3.1%	2.8%	短期借款	5,897	7,786	14,157	13,497	17,245	20,883
财务费用	-130	-108	-423	-587	-695	-562	应付款项	1,982	2,555	1,893	3,714	5,136	6,639
%销售收入	1.7%	0.9%	1.9%	1.5%	1.3%	0.8%	其他流动负债	157	190	381	250	347	448
资产减值损失	-16	-20	-37	-1	0	0	流动负债	8,036	10,531	16,431	17,461	22,727	27,971
公允价值变动收益	28	-25	69	0	0	0	长期贷款	385	891	203	203	203	203
投资收益	0	42	62	62	62	62	其他长期负债	516	132	1,314	1,150	1,150	1,150
%税前利润	0.2%	15.8%	14.7%	9.3%	5.8%	4.1%	负债	8,937	11,554	17,948	18,814	24,080	29,324
营业利润	149	268	392	662	1,058	1,483	普通股股东权益	1,483	2,674	3,168	3,245	4,062	5,208
营业利润率	2.0%	2.3%	1.8%	1.7%	1.9%	2.1%	少数股东权益	45	292	736	736	736	736
营业外收支	10	-5	27	0	0	0	负债股东权益合计	10,465	14,521	21,853	22,796	28,879	35,268
税前利润	158	263	419	662	1,058	1,483	比率分析						
利润率	2.1%	2.3%	1.9%	1.7%	1.9%	2.1%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-28	-55	-95	-151	-241	-338	每股指标						
所得税率	18.0%	20.9%	22.8%	22.8%	22.8%	22.8%	每股收益	0.150	0.203	0.313	0.493	0.787	1.104
净利润	130	208	324	511	817	1,146	每股净资产	1.778	2.711	3.175	3.252	4.071	5.219
少数股东损益	5	8	12	0	0	0	每股经营现金净流	0.321	-2.757	-3.288	-2.895	-3.047	-3.109
归属于母公司的净利润	125	200	312	511	817	1,146	每股股利	0.050	0.070	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	1.7%	1.7%	1.4%	1.3%	1.5%	1.6%	回报率						
							净资产收益率	8.46%	7.49%	9.86%	15.75%	20.11%	22.00%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	1.20%	1.38%	1.43%	2.24%	2.83%	3.25%
							投入资本收益率	2.63%	2.55%	2.85%	4.87%	5.58%	5.44%
净利润	130	208	324	511	817	1,146	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	8.31%	53.85%	90.50%	80.81%	38.40%	28.94%
非现金支出	61	70	87	50	49	49	EBIT 增长率	184.13%	42.56%	89.82%	64.74%	42.42%	17.31%
非经营收益	87	102	337	485	697	526	净利润增长率	39.58%	59.61%	55.92%	63.68%	59.81%	40.26%
营运资金变动	-10	-3,098	-4,028	-3,935	-4,603	-4,824	总资产增长率	-18.62%	38.76%	50.49%	4.32%	26.68%	22.13%
经营活动现金净流	268	-2,719	-3,280	-2,889	-3,040	-3,103	资产管理能力						
资本开支	-287	-145	-181	1,340	-10	-10	应收账款周转天数	96.4	88.7	71.8	71.8	71.8	71.8
投资	0	-55	-23	0	0	0	存货周转天数	54.8	50.6	47.7	47.7	47.7	47.7
其他	128	251	151	62	62	62	应付账款周转天数	23.6	19.6	8.0	8.0	8.0	8.0
投资活动现金净流	-159	50	-53	1,402	52	52	固定资产周转天数	22.7	3.8	8.5	4.3	2.8	2.0
股权募资	17	832	390	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-2,310	1,619	6,679	-692	3,747	3,639	净负债/股东权益	126.91%	149.08%	204.31%	266.36%	299.11%	302.67%
其他	2,535	-367	-446	-1,109	-759	-588	EBIT 利息保障倍数	2.0	3.5	1.7	2.0	2.4	3.5
筹资活动现金净流	243	2,084	6,623	-1,801	2,989	3,051	资产负债率	85.40%	79.57%	82.13%	82.53%	83.38%	83.15%
现金净流量	352	-584	3,289	-3,288	0	0							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-04-13	增持	7.69	N/A
2	2016-01-20	买入	31.16	60.00~72.00

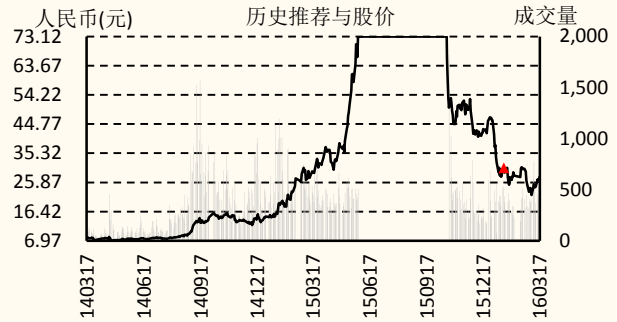
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD