

证券研究报告—动态报告/公司快评

商业贸易

零售

南京中商 (600280)

重大事件快评

推荐

(维持评级)

2012年02月26日

轻装减负 业绩拐点

证券分析师: 孙菲菲

0755-82130722

sunff@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120031

联系人: 常伟

0755-82131528

changwei@guosen.com.cn

事项:

2月26日,公司发布要约收购书,宣布向公司全体股东发出部分收购要约,按每股27.00元的价格收购1392万股公司股票,合计占上市公司总股本9.70%,要约收购价对应当前股价25.01元溢价8.0%。

我们维持前期在2011年《南京中商-积淀七年 破茧重生》报告中的判断:

1) 实际控制人祝义材入主以来,通过收购三线城市核心门店、自建大体量购物中心、建设地产项目三方面的举措,已经使公司成为一个资产型的企业,其物业重估价值超过80亿元,是目前市值36亿元的2.2倍;

2) 伴随收购的门店逐步进入业绩释放期,公司正由“资产型企业”进入业绩释放的拐点,大股东此时溢价8%收购流通股,显示了拐点已经来临及彰显了大股东的信心。

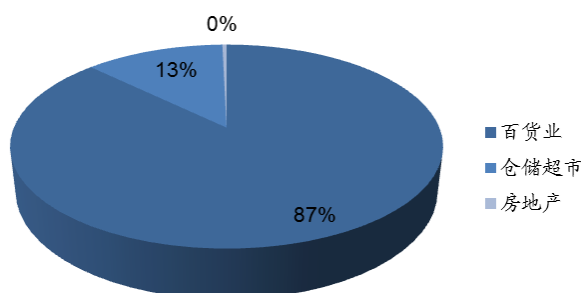
我们认为公司2012年起进入了业绩释放的拐点期(公司10年净利润与05年基本持平),而且公司及集团均投资了超大规模的综合体,如果未来地产融资放开,公司将较大的资金需求。我们认为看好公司旧店历史遗留问题逐步清理后的业绩释放空间,不考虑地产项目结算,提高2012及13年的盈利预测,预计2011~13年EPS为0.70、1.45、1.90元,对应的PE为41倍、20倍、15倍,公司作为不可多得的“拐点型公司”投资标的,维持推荐评级。

评论:

■ 2011年上半年商业业务收入和毛利润贡献率接近100%,05年与10年利润基本持平

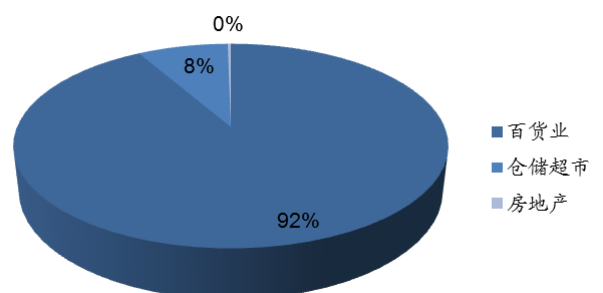
2010年全年公司实现营业收入49.4亿元,同比增长17.3%。2010年实现归属于母公司的净利润4700万元,同比增长8.8%,净利润基本与05年持平。2011年上半年百货业务贡献收入87%、贡献毛利92%。超市业务两项数据分别是13%、8%。地产业务对收入和毛利润贡献目前基本可以忽略不计

图 1: 11H公司房地产业务收入贡献率不到 1%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

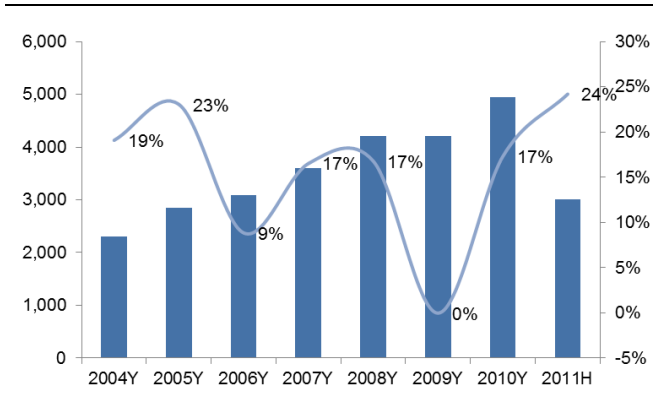
图 2: 11H公司毛利润构成



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

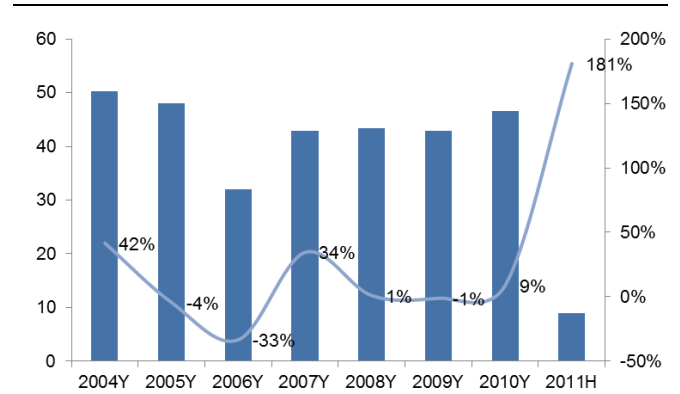
从 05 年雨润系入主以来，公司的销售收入提升 74%，2010 年公司实现净利润 4700 万元，基本与 05 年持平。

图 3: 04-11H 公司销售收入及同比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 04-11H 公司归属于母公司净利润及同比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

■ 公司共有 11 家百货门店，9 家正常运营，2012 年可贡献零售主业 1.36 元~1.77 元的每股收益（假设非经常性损失基本结束）

- 公司目前有 11 家百货店 3 家超市，总建筑面积超过 48 万平方，全部是自有物业。其中最重要的是南京中央商场总店，2010 年南京中央商场收入 23.8 亿元，估计净利润 8000 万元左右，预计 2011 年收入约合 27.5 亿元，贡献净利 8700 万，折合每股 0.61 元。
- 公司另有 7 个百货店、2 家超市，合计 09 年及 2010 年收入分别为 22.2 亿元及 25.5 亿元，但合计起来，分别亏损 4323 万元及 5155 万元（2010 年有 3 家盈利，4 家亏损，2 家停业、包含徐州公司历史担保损失共计 5580 万元等）。
- 总体而言，我们认为如果中央商场店裁员完成，2012 年正常情形下，中央商场店可贡献净利 0.9~1.15 元，外地零售店的非经常性损益基本消失，可正常贡献 0.41 元~0.67 元，即公司的零售主业可合计贡献 1.36 元~1.77 元的每股收益。

表 1: 公司零售主业预计，2012 年贡献净利 1.36 元~1.77 元之间

母公司（总店）盈利预测	2012E（较差假设）		2012E（乐观假设）	
收入（万元）	3025.3	增长 10%	3300.3	增长 20%
净利润（万元）	136.1	4.5%净利润率	165.0	5%净利润率
折合 EPS（元）	0.9		1.15	
零售子公司合计				
收入（万元）	2974.6	增长 10%	3215.7	增长 20%
净利润（万元）	59.5	2%净利润率	96.5	3%净利润
折合 EPS（元）	0.41		0.67	
合计 EPS（元）	1.36		1.77	

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 2: 公司主要百货门店明细表

旗下百货店	股权	开业时间	经营面积 (万平)	物业类 型	权益面积	2009 年		2010 年	
						收入(万元)	净利润(万 元)	收入(万元)	净利润(万 元)
1 南京中央商场	母公司	1993	11	自有	6.3	196,000	9,476	238,407	8,018
2 洛阳百货大楼	85%	2006	2	自有	1.7	9,710	-119	11,234	-328
3 济宁百货大楼	100%	4-Sep	2.5	自有	2.5	16,170	89	17,860	459
4 连云港百货	97%	4-Sep	2.8	自有	2.71	2,324	-1,841	10,172	-1,018
5 淮安中央新亚百 货	96.71%	2002	3.2	自有	3.09	53,264	1,563		
6 淮安中央新亚国 际购物广场	100%	2010	3	自有	3	0	-788	1,832	-1,159
7 太平洋百货店	100%	2001	2	自有	1.99	10,010	-730	9,108	67
8 徐州百货大楼	92%	4-Sep	3.2	自有	2.93	59,880	944	66,723	-4,815
9 泰州中央国际购 物(停业)	100%			自有		1,750	-2,006	0	-20
10 淄博国际购物(停 业)	100%			自有		148	-1,149	0	-28
合计			29.7		24.23	347,358	8,594	355,336	1,223

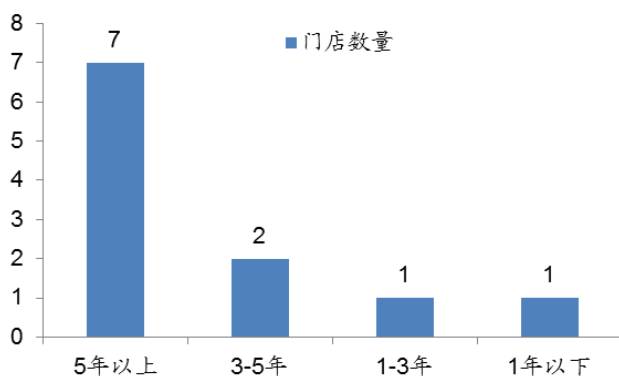
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 门店分析——中央商场公司贡献 50%以上收入

公司目前有 11 家百货门店(2012 年 2 月新开大冶店), 其中 2 家位于南京, 剩余 9 家均属外埠门店, 淄博及泰州店已经停业。店龄 5 年以上的门店有 7 家, 占总数的一半以上, 包括南京中商商场店(1993 年)、太平洋百货店(2001 年)、济宁百货大楼(2004 年)、连云港百货大楼(2004 年)、淮安中央新亚百货大楼(2002 年)、徐州百货大楼(2004 年)、徐州百货大楼(1950 年开业, 04 年收购); 店龄 3-5 年的门店有 2 家, 包括洛阳百货大楼(2006 年)、泰州中央国际购物中心(2006 年); 店龄不满 1 年的门店 1 家: 大冶雨润中央商场(2012 年 2 月)。

截止 2010 年底, 公司合计营业面积 37 万平米, 平均单店营业面积接近 4 万平米, 对应 2010 年百货业务收入超过 50 亿元, 2010 年公司百货业务的整体坪效约为 1.35 万元/平米, 在二三线百货公司中属于中等水平。目前各门店中, 收入贡献最高的是南京中央商场, 2010 年该店实现收入 23.8 亿元, 收入约合公司 50%, 其次是徐州百货大楼, 该店是 04 年公司收购而来, 实际店龄超过 50 年, 2010 年该店实现销售收入 6.7 亿元, 对应 3.2 万平米营业面积的坪效为 2.1 万元/平米。

根据 2010 年公司年报, 在公司已经开业的 10 家门店中, 处于亏损的门店有 6 家, 平均每店亏损 1200 万元左右。

图 5: 公司门店按店龄分布


资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所整理

主力门店之一: 南京中央商场

中央商场位于南京新街口商圈。新街口商圈入选中国十大著名商业街, 成为仅次于北京王府井、上海南京路的中国第三

大商业街，2010年销售额达到了200亿元。商圈中主要百货包括中央商场、南京新百、金鹰国际、商贸百货、大洋百货和东方商城等百货公司，此外还有沃尔玛、万达购物集团、苏宁电器等。南京市区内22家限额以上百货门店有8家分布于此，这八家百货销售额占全市份额高达77.56%；

中央商场地处南京新街口商圈的核心位置，目前经营面积6.3万平方米（总建筑面积9万平米），是目前该商圈经营面积最大的百货商店，初始定位中端，目前通过提档升级后向中高端定位发展。其余金鹰中高档定位、东方商城中高档、大洋百货中档。现阶段VIP客户突破30万人，销售占比超过40%。目前坪效3.8万，11年毛利率24.9%，净利率3.4%。

主力门店之二：南京太平洋及2家超市,2010年分别盈利67万及651万元（超市合计）

公司持有99.69%的股权，该店位于南京市商业副中心山西路商圈，经营面积2万平方米，为自有物业，定位中档百货。目前正在进行店面调整，将其定位为女性商品专卖店。该店其实从2008年开始已经盈利，2008年门店收入1个亿，门店整体因为体量较小对总体业绩的影响不大。

另外，公司还拥有南京中央百货连锁超市和金润发两家超市公司，2010年两家公司合计实现销售收入7.0亿元，净利润651多万。

主力门店之三：淮安新亚百货，2010年盈利625万元

淮安新亚百货前身是淮阴供销大厦，2003年1月公司将其收购，占其67.81%股权。2010年2月8日公司发布公告称，公司以2700万收购淮安市供销社(集团)总公司持有的江苏中央新亚百货股份有限公司17.14%的股权，收购完成后持股84.95%。剩余15%的股权比较零散，公司仍在计划收购。

该门店经营面积为3.2万平方米，位于淮安市中心商圈的核心位置，该店毛利率在17%-18%之间。2010年该门店的净利润只有625万元，大幅度低于正常年份的1000万以上的水平，主要是和拆迁有关的固定资产和无形资产账面损失有关。2010年为配合淮安市政改造、公司同意由淮安市土地储备中心作为拆迁人对子公司江苏中央新亚百货股份有限公司的新亚商城家电商城进行拆迁。公司获得应收拆迁补偿安置费用计1.25亿元。其中10年已收到拆迁补偿款4250万元记入递延收益，剩余款项将在收到后记入递延收益中，另与拆迁有关的固定资产、无形资产账面损失计1460.46万元本年记入营业外支出，同时将该项拆迁补偿自递延收益转入营业外收入。

主力门店之四：淮安中央新亚国际广场

母公司持有80%股权，子公司江苏中央新亚百货股份有限公司持有20%股权。淮安中央新亚国际广场地处淮安核心商业区，总投资额逾10亿元，是集购物、办公、餐饮、娱乐、休闲、健身、院线等为一体的大型综合性商业设施。建成后的中央新亚国际广场将与新亚商城连为一体，形成一座建筑面积超18万平方米、经营面积超10万平方米的商业航母。

该项目于2007年开始建设，裙楼部分用于百货经营，面积5万平方米，已经于2009年封顶，2010年7月主楼二十六层封顶。国际广场未来的经营模式为：1、国际广场紧挨淮安新亚百货，建成后主体商业物业给新亚百货经营，作为新亚百货面积的扩充；2、一部分商业物业租赁给其他商业企业；3、还有部分面积直接出售。

国际广场百货部分于2010年中期开业，当年实现收入1832.2万元，净利润-1158.7万元。公司未来希望将该店打造成淮安最高端的百货。

■ 近年业绩主要因非经常性损益拖累

2010年公司因计提解除劳动关系费用7836万元，2009年计提7836万元，2008年计提4189万元，2010年底应付因解除劳动关系应付补偿款合计1.4亿元。目前总部现在在职人员1000人左右，其中总部500人，谨慎预计11年仍继续计提5000万因解除劳动关系补偿费用，而12年后此项目恢复正常水平。

08-10年公司非经常性损益发生额明细：

- 徐州 2010 年中历史担保计提 5580 万
- 08 年底，徐百大应收徐州蓝天商业大楼及徐州妇女儿童购物中心共 3064 万元，已计提 40%，应收徐州古彭商业大楼 2529 万元，已计提 30%。扣除每年计提费用约 300 万元和装修摊销费用 800 万元，门店的实际净利润水平约为 1500 万元，净利率约为 3.2%，远高于报表披露的 721 万元净利润水平。09 年的情况也类似，计提的费用是否冲回存在一定不确定性
- 2010 年报中徐州中央百货又对几家国有企业的担保进行了计提或有负债，主要有 3 笔：（1）徐州蓝天商业大厦 366.85 万元；（2）徐州白云商厦股份有限公司 2424 万元；（3）徐州市劳动局 300 万元。公司 10 年已计提了徐州店担保的一次性费用共计 5580.4 万，彻底将历史遗留问题全部解决
- 但报表数据报出的则显示 750 万元左右的亏损，主要原因在于公司在收购承担了对外共 2895 万元的担保
- 2010 济宁百货仍有 8 项未决诉讼事项，合计金额 2509 万元，这部分金额已做判决但尚未计提，主要原因在于这部分担保大多有政府的承诺协议
- 2010 年公司非经常性损益合计 3600 万元，其中主要系解除劳动关系计提 7836 万元所致非经常损益发生额较大，2010 年非经常性损益折合每股 0.25 元，影响归属于母公司净利润 43%。

表 2: 08~10 年公司部分非经常性损益明细

项目(万元)	2008Y	2009Y	2010Y
非流动资产处置损益	1.6	-4.3	-19.3
计入当期损益的政府补助	0.8	0.73	20
与公司正常经营业务无关的或有事项产生的损益			-55.8
单独进行减值测试的应收款项减值准备转回	-10		1.16
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	-2.1	1.7	1.48
所得税影响额	-0.24	0.015	12.69
少数股东权益影响额(税后)	-0.41	-0.21	3.39
合计	-10.35	-2.067	-36.38

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

■ 公司共有 9 个地产项目，4 个可进入结算期，合计 EPS1.8 元

- 公司目前有 9 个地产项目，其中 4 个项目基本竣工，4 个项目未动工或未结算
- 根据项目进度，南京万豪国际中心、淮安金陵名府、徐州黄河可进入结算期，可贡献 EPS 合计 1.81 元/股，但均有不同程度的问题，盈利预测暂不考虑地产项目

表 3: 公司地产项目明细

地产项目	土地面积(万平)	建筑面积(万平)	预计完工	总投资(亿)	期末存货(亿元)	地价(亿元)	备注
1 南京万豪国际中心	0.4	10.3	2010/12/1	5	5	N/A	因存在纠纷，房屋已经销售，但房屋达不到交付条件，一直未结算
2 淮安金陵名府	12.5	18.6	2010/10/1	3.5	1.4	N/A	商住楼，基本卖完
3 徐州黄河丽景花园	1.2	3.6	2010/12/1	1.4		N/A	商住楼，主要是安置房，估计盈利微小
4 苏州云深处花园	6.7		2011/12/1	2.1	1.2	N/A	别墅，暂时没有出售
5 淮安国际购物广场		18	2011/8/1	6.4	2.1	N/A	综合体，已出售了 2 万方左右，单价 1 万元，但未结算
6 淮安雨润中央新天地	4.3	47	2016/9/1	47	6.4	N/A	综合体
7 徐州中央国际购物广场	4	46	未知		6.7	N/A	综合体
8 宿迁国际购物广场	5.5	13	未知	3.5		N/A	综合体
9 泗阳雨润新天地城市综合体	9.4	61.3	未知			1.9	综合体
合计		44.1			68.9	22.7	

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

南京万豪国际中心项目：该项目于 2003 年底开工，到 2010 年底完工。万豪国际中心定位于南京新地标建筑，是目前南京市内最高的住宅楼，共 54 层，1-9 层为商用，10 层以上为住宅楼，共 352 套房子，每层 8 套，7 台电梯，包括两台

沿中山北路的观光电梯，可俯瞰整个山西路、湖南路全景。目前该项目因联合开发方江苏乾康房地产实业有限公司诉讼公司违约行为，要求公司支付逾期违约金、损害赔偿金 9200 万元而延期销售。2011 年 4 月，法院判决公司支付逾期交房违约金 2000 万元，公司已计提预计负债，目前该判决还在上诉。

淮安雨润中央新天地项目：雨润中央新天地是雨润集团投资 110 亿元建设的淮安区域集团项目之一，将建造一栋 326.6 米的“苏北第一高楼”。该雨润中央新天地项目由雨润集团和南京中商共同斥资 50 亿元建造，项目位于淮海广场东南角，占地 66 亩，总建筑面积达 52 万平方米，是集高星级酒店、主题百货、超市卖场、高档公寓、写字楼及配套设施等物业于一体的现代超级购物中心，将提供购物、办公、住宿、餐饮、娱乐、休闲、健身等“一站式服务”。其主体建筑雨润国际大厦高度为 326.6 米，建成后将成为淮安的地标性建筑和城市名片，可南眺美丽清纯洪泽湖，北望淮安涟水机场。并且将在 2010 年第三季度开工建设，在五年内全部完工，其中商业部分将在三年内建成并投入试运营。

图 6: 淮安雨润中央新天地全景效果图



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 淮安中央新亚国际购物广场



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2012 年 2 月公司和大股东雨润集团共同投资开发的大冶云润中央商场正式开业，总建筑面积 24 万平米，定位于大冶市首家大型购物广场。截止 2011 年 2 月，公司共有 11 家百货门店，我们按保守估计，不考虑 2011 年新开业的大冶店，原有 10 家百货门店合计建筑面积共 47 万平米，合计物业重估价值超过 80 亿元，是目前市值 36 亿元的 2.2 倍。

表 4: 公司物业价值重估表明细

序号	门店	股权	开业时间	经营面积 (万)	建筑面积 (估算)	自有物业面积	物业类型	所在地区	单价(元/㎡)	小计(百万)
1	南京中央商场	100%	1993	11.00	14.85	14.85	自有	南京	31,000	4,604
2	洛阳百货大楼	85%	2006	2.00	2.70	2.30	自有	洛阳	7,000	161
3	济宁百货大楼	100%	4-Sep	2.50	3.38	3.38	自有	济宁	7,200	243
4	连云港百货	97%	4-Sep	2.80	3.78	3.67	自有	连云港	8,000	293
5	淮安中央新亚百货	96.71%	2002	3.20	4.32	4.18	自有	淮安	8,300	347
6	淮安中央新亚国际购物广场	100%	2010	3.00	4.05	4.05	自有	淮安	8,300	336
7	太平洋百货店	100%	2001	2.00	2.70	2.70	自有	南京	33,000	891
8	徐州百货大楼	92%	4-Sep	3.20	4.32	3.97	自有	徐州	12,000	477
9	泰州中央国际购物	100%		3.00	4.05	4.05	自有	泰州	6,700	271
10	淄博国际购物中心	100%		2.60	3.51	3.51	自有	淄博	11,000	386
合计				35.30	47.66	46.65			132,500	8,009

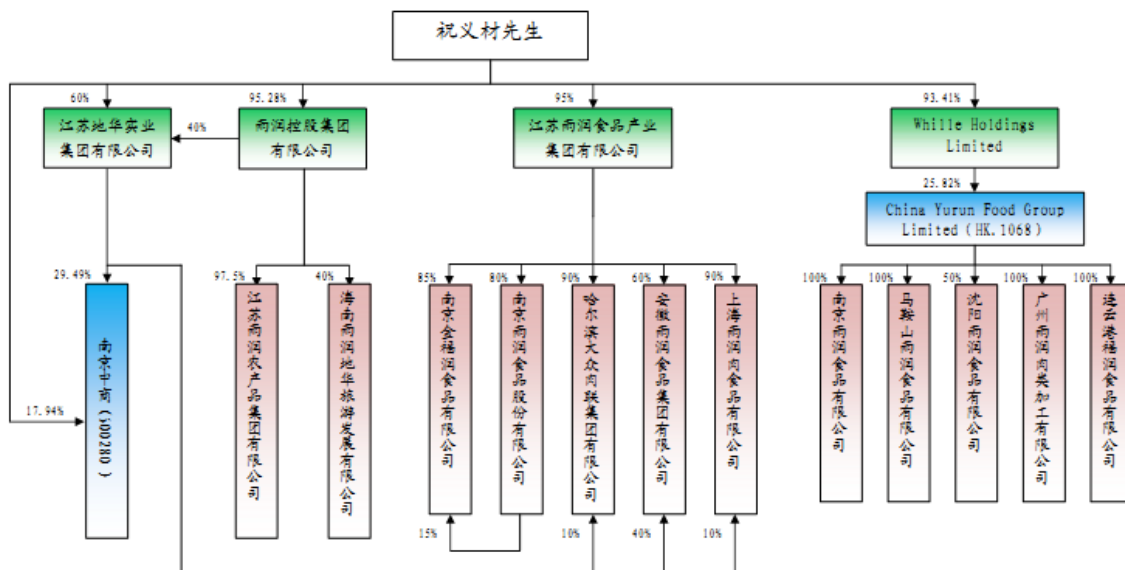
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 要约收购彰显大股东信心，12 个月有继续增持的计划

26 日晚，公司发布要约收购书，宣布向公司全体股东发出部分收购要约，按每股 27.00 元的价格收购 1,392 万股南京中商股票，合计占上市公司总股本 9.70%。另外还披露收购人未有在未来 12 个月对南京中商的股份增持计划，若收购人后续拟增持南京中商股份，将依照相关法律法规履行信息披露义务。

此次要约收购价对应当前股价 25.01 元溢价率不到 8.0%，考虑到公司股票在市场上交易不甚活跃，大股东此次收购价相对较低，判断大股东此次在二级市场上低成本增持意在增加对上市公司的长期控股权，同时彰显了大股东对公司未来发展的信心。

图 8: 大股东雨润集团及主要关联公司股权控制架构



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 看好清理历史遗留问题后长期成长空间，维持“推荐”评级

我们维持前期在 2011 年《南京中商-积淀七年 破茧重生》报告中的判断：实际控制人祝义材自入主以来，平均持股成本约 9 元/股。主要有三方面的举措：

- 1) 一方面通过公司平台，收购江苏及周边省份的三线城市门店，如徐州、洛阳、济宁、连云港、洛阳等，并逐步落实这些门店历史问题的清理；
- 2) 以大体量购物中心为发展方向，在公司体内、体外投资购物中心建设。如徐州、淮安的购物中心均计划投资 40 亿元，滚动开发；
- 3) 开发及建设地产、综合体项目，合计建筑面积 44 万平米。

虽然近年由于裁员费用不断、且每年不断有新的担保、拆迁费用项目出来，但伴随上述问题的解决，我们认为上述非经常性损益应逐步减少，未来公司的主业进入业绩的释放期。而可能继续拖累公司业绩的主要的大体量投资带来的财务费用可能增长较快。尽管公司目前的盈利主体可以看成是单体百货，但公司外埠门店较多，且均为当地老牌百货门店，未来公司的看点不仅在于异地门店扩张，还在于对老体制百货门店的改造。

另外，地产业务的适时结算将能够为公司提供较为充裕的资金支持，确保老百货店改造工程的循序展开。我们认为看好公司在完成旧店历史遗留问题清理后长期的业绩释放空间，不考虑地产项目结算，我们给予 2011~13 年 EPS 为 0.70、1.45、1.90 元，对应的 PE 为 41 倍、20 倍、15 倍，作为不可多得的“拐点型公司”投资标的，维持推荐评级。

附表：财务预测与估值

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1434	1434	1434	1434	营业收入	4938	7407	9036	11024
应收款项	119	179	218	266	营业成本	3899	5855	7027	8555
存货净额	2886	4323	5199	6341	营业税金及附加	59	89	109	133
其他流动资产	248	372	454	554	销售费用	236	452	574	700
流动资产合计	4688	6309	7305	8596	管理费用	498	783	950	1168
固定资产	1608	1680	1685	1678	财务费用	74	(17)	(17)	(17)
无形资产及其他	163	158	152	147	投资收益	3	3	3	3
投资性房地产	204	204	204	204	资产减值及公允价值变	(56)	(56)	(56)	(56)
长期股权投资	41	27	12	(2)	其他收入	(0)	0	0	0
资产总计	6704	8377	9359	10622	营业利润	118	192	342	432
短期借款及交易性金融	2729	2859	2968	3150	营业外净收支	(54)	(54)	(54)	(54)
应付款项	547	820	986	1203	利润总额	65	139	288	378
其他流动负债	2294	3504	4233	5169	所得税费用	18	40	82	108
流动负债合计	5569	7183	8187	9521	少数股东损益	(0)	(1)	(2)	(2)
长期借款及应付债券	258	258	258	258	归属于母公司净利润	47	100	208	273
其他长期负债	225	359	494	629					
长期负债合计	482	617	752	887	现金流量表 (百万元)				
负债合计	6052	7800	8939	10408	2010	2011E	2012E	2013E	
少数股东权益	9	9	11	13	净利润	47	100	208	273
股东权益	644	568	409	202	资产减值准备	44	(56)	0	0
负债和股东权益总计	6704	8377	9359	10622	折旧摊销	73	121	133	145
					公允价值变动损失	56	56	56	56
					财务费用	74	(17)	(17)	(17)
					营运资本变动	(933)	(59)	33	(3)
					其它	(44)	56	1	2
					经营活动现金流	(758)	219	431	472
					资本开支	(268)	(187)	(187)	(187)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(254)	(173)	(173)	(173)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	(10)	0	0	0
					支付股利、利息	(82)	(176)	(366)	(481)
					其它融资现金流	1923	131	109	182
					融资活动现金流	1739	(45)	(257)	(299)
					现金净变动	727	0	0	0
					货币资金的期初余额	708	1434	1434	1434
					货币资金的期末余额	1434	1434	1434	1434
					企业自由现金流	(886)	38	248	289
					权益自由现金流	1027	181	369	483

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告:

- 《南京中商-600280-净利润大增，业绩逐渐浮出》 —— 2011-10-26
 《南京中商-600280-业绩改善将近，百货仍是盈利主力》 —— 2011-08-29
 《南京中商-600280-积淀七年，破茧重生》 —— 2011-06-29
 《南京中商-600280-积淀七年，破茧重生》 —— 2011-06-28

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。