

天虹商场 (002419.SZ) 百货零售行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

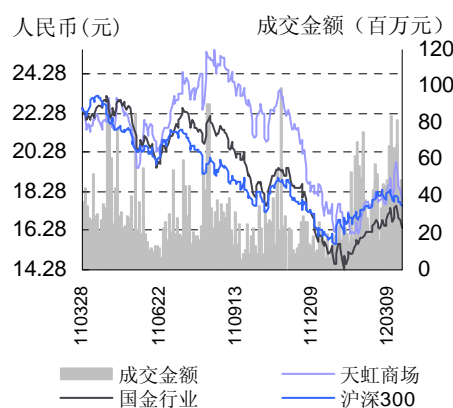
市价(人民币): 17.90元

收入快速成长, 费用管控良好

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)	163.84
总市值(百万元)	14,323.58
年内股价最高最低(元)	25.51/16.07
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

1. 《内生增长良好,外延扩张有保证》, 2012.2.28
2. 《内生增长动力强,外延扩张稳步推进》, 2011.8.28

侯沛沛 联系人
(8621)60870938
houpp@gjzq.com.cn

文瑶 分析师 SAC 执业编号: S1130511080001
(8621)61038260
wenyao@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.212	0.717	0.937	1.223	1.509
每股净资产(元)	8.27	4.55	5.49	6.71	8.22
每股经营性现金流(元)	3.15	2.14	2.37	3.28	3.72
市盈率(倍)	39.35	35.12	21.07	16.15	13.09
行业优化市盈率(倍)	54.94	49.61	49.61	49.61	49.61
净利润增长率(%)	36.25%	18.33%	30.68%	30.47%	23.43%
净资产收益率(%)	14.65%	15.75%	17.07%	18.21%	18.35%
总股本(百万股)	400.10	800.20	800.20	800.20	800.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 作为全国性扩张的百货的领军者, 公司维持较快的扩张速度, 从储备门店的情况以及公司态度来看, 12年8-10家的开店速度预计能够得到实现, 全国性步伐稳步前进。
- “百货+超市+x”的组合业态有利于公司根据消费市场变化灵活调整经营策略, 目前针对主力的定位中端的社区购物中心业态公司积极引入x配套及做品类调整, 未来会加强高端君尚的发展, 重视发展电子商务, 并根据实际情况确定是否发展大型购物中心, 能够一定程度上满足消费者的消费需求, 支持公司门店良好的内生增长。
- 公司通过积极品类管理、直采、品牌代理等方式提高毛利率, 已经有初步成效; 费用上公司开始注重精简机构、高效运作。“可持续发展、有效益扩张”在公司积极的管理能力提升的条件下有望实现, 整体盈利能力稳中有升可期待。
- 2011年次新店减亏明显, 优秀的经营管理能力有望使减亏趋势延续, 并且2012年新开门店中较多门店处于公司培育期仅1年左右的优势区域, 扩张带来的业绩压力降低; 偶然性较大的溧阳门店关店事件预计12年发生概率较小, 支持公司盈利能力提升。

投资建议

- 我们预计12-14 eps 0.94、1.22、1.51, 目前股价对应12-13年21和16倍市盈率, 鉴于公司仍处于快速扩张期, 并且有着良好的费用控制能力, 我们给予“买入”评级, 目标价23.4, 相当于12年25倍PE。

风险

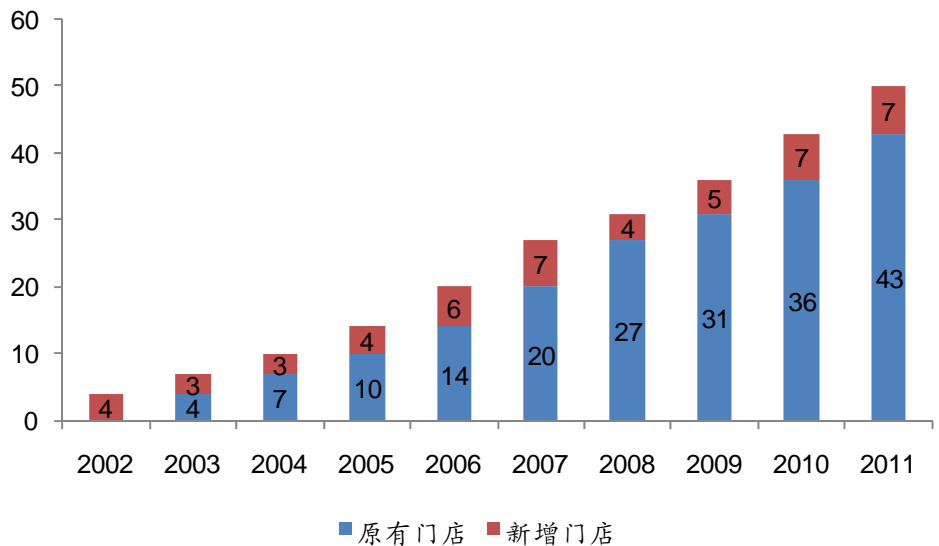
- 行业竞争激烈, 扩张速度及质量低于预期
- 快速扩张导致储备人才不足
- 人力、租金成本的上升降低公司盈利能力

外延扩张有序,内生增长良好

扩张有序,储备充足

- 近几年天虹商场保持每年 5-7 家的新增门店速度,扩张循序渐进。截止到 11 年底共有 50 家门店,已进入 18 个地级市,拥有“天虹”直营连锁百货商场 45 家,营业面积达 120.45 万平方米,“君尚”直营门店 1 家,营业面积 3.78 万平方米;此外,公司还以特许经营方式管理 4 家商场。

图表1: 开店速度



来源: 国金证券研究所

- 2011 年天虹商场共新开 8 家门店,除去当年关闭的溧阳店,新增 7 家门店,其中 5 家直营店、2 家加盟店。

图表2: 11 年新开门店

门店	租赁面积	开业时间	物业	性质	
东莞虎门天虹	4.13	20110908	租赁	直营	面积较大,加大了x比例,已全面开业的社区店
苏州 木渎天虹	3.90	20111223	租赁	直营	苏州第二家店,苏州减亏的速度很快,该店处于木渎镇的最核心的位置,属于社区店
赣州中航城天虹	2.50	20111112	租赁	直营	是经营一购物中心中的百货主题店,基本抢占了当地的制高点。
泉州天虹商场	2.45	20111224	租赁	直营	是泉州市场定位最高的城市中心店,但还不到君尚的水平,部分名品还没有开业
娄底万豪天虹	3.30	20111228	租赁	直营	处于核心商圈的城市中心店,是当地档次最高、服务最好的门店。
永安新世纪广场	1.91	20110118	租赁	加盟	加盟店还在培育期,是首次进入县级市的社区店,希望能够充分利用福州、厦门的资源
威海天虹	3.48	20111229	租赁	加盟	进入全新的省的城市中心店,新区域扩张速度上会比较稳健

来源: 国金证券研究所

- 2012 年,公司将快速发展华南、东南、华中,稳步发展华东、华北,伺机进入西南、西北,目前储备门店较为充足,规划 2012 年新开 8-10 家门店,1 月份北京新奥店已经开业,今年的开店节奏主要是尽量避开 2-4、7-8 月的淡季,有利于新门店培育。
- 另外 12 年预计新开门店中深圳 4 家,深圳作为优势区域的培育期较短,预计 1 年左右即可盈利,有利于公司收入、业绩表现。

图表3: 储备门店情况

租赁项目							
序号	城市	项目名称	建筑面积 (万平方米)	总投资额(万元)	租金 元/月/平米	预计开业时间	拓展性质
1	深圳市	深圳龙岗区坂田五和大道项目	3.56	5,406	64	2014	
2		深圳市宝安区沙井新沙路项目	9.60	5,991	52	2015	
3		深圳横岗松柏路信义御城豪园	3.44	5,467	58	2012	
4		深圳龙华耀丰通项目	2.00			2012	
5		深圳南山区振业星海商业广场项目	1.90	2,203	84	2012	
6		深圳坪山东晟时代花园项目	1.66		28		
7		深圳中航广场项目	1.82			2012	
8	厦门	厦门海沧绿苑新城项目	2.79			2012	
9	湖南	株洲银天商业广场项目	3.36		51	2012	新进入
10		岳阳中航国际广场项目	1.85	2,892	39.5	2012	新进入
11	苏州	苏州新地项目	2.20	2,511	55		
12	江西	南昌联发广场项目	3.80	36,134		2012	
13		南昌达观国际广场项目	3.00		24	2013	
14	山东	青岛中联诺德广场项目	4.70		47	2012	新进入
15	四川	成都莱蒙路地广场项目	3.05	3,358	59	2012	新进入
16		成都奥克斯财富广场项目	4.76	4,394	53		新进入
17	浙江	绍兴柯桥蓝天影视文化中心项目	3.00	3,039	28	2012	新进入
18	惠州	惠州市河南岸下马庄瑞峰商业广场	4.58	3,576	44		
19	东莞	原东纵天虹扩大经营面积4-7层	4.13	12,247	44		

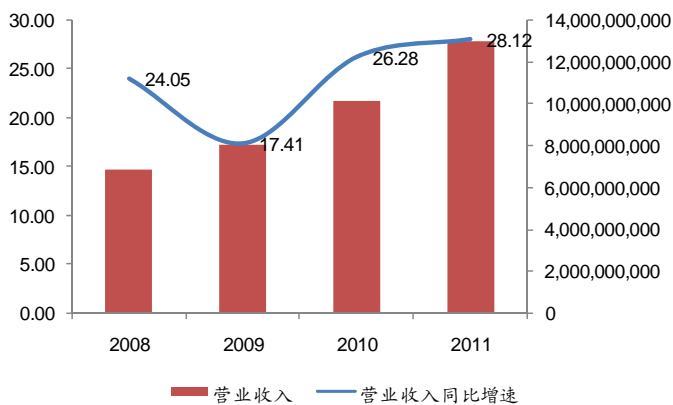
购买土地项目							
序号	城市	项目名称	建筑面积 (万平方米)	总投资额(万元)	性质	预计开业时间	拓展性质
20	深圳	总部大楼工程建筑投资项目	5.60	88,000	竞拍土地自建商场	2013	
		总部大楼配套停车场	1.14		配套项目	2013	
21	江西	吉安市吉州区项目			竞拍土地自建商场	2013	新进入
22	厦门	厦门思明区会展北项目	5.00	63,172	受让土地自建商场	2014	

来源: 国金证券研究所

内生增长良好, 深圳外区表现佳

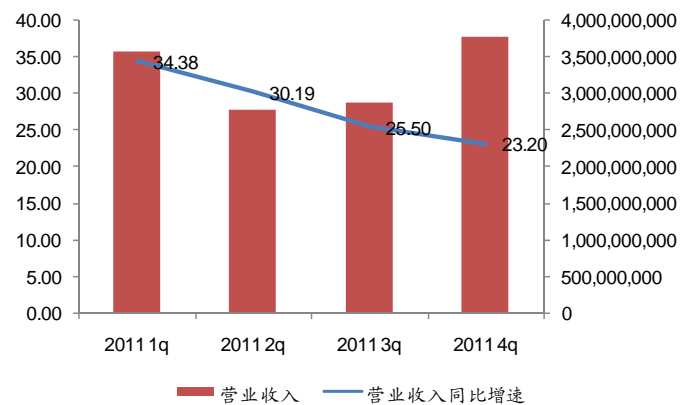
- 全年来看, 2011 年天虹商场营业收入较快增长, 全年收入增速 28.12%, 分季度来看, 受行业景气度影响, 收入增速逐季回落, 预计 12 年 1 季度表现平稳, 2 季度能随着行业的转暖而有所回升。

图表4: 收入即增速



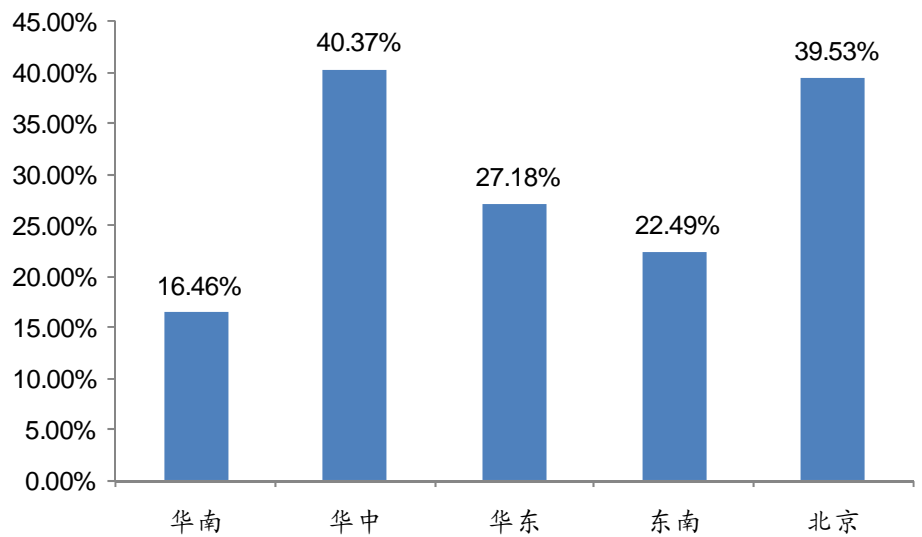
来源: 国金证券研究所

图表5: 分季度表现



- 从公司可比门店的内生增长来看, 全年可比店同比增长 20.01%, 华南以外区域表现尤其突出, 其中华中门店同比增速表现突出为 40.37%, 华南整体同比增速最弱为 16.46%。(注: 华南区主要为广东省; 华中区主要为湖南省和江西省; 华东区主要为浙江省和江苏省; 东南区主要为福建省) 一般来说百货的培育期在三年左右, 目前公司新开培育期门店较多, 预计高速内生增长有望持续。

图表6: 可比店增速

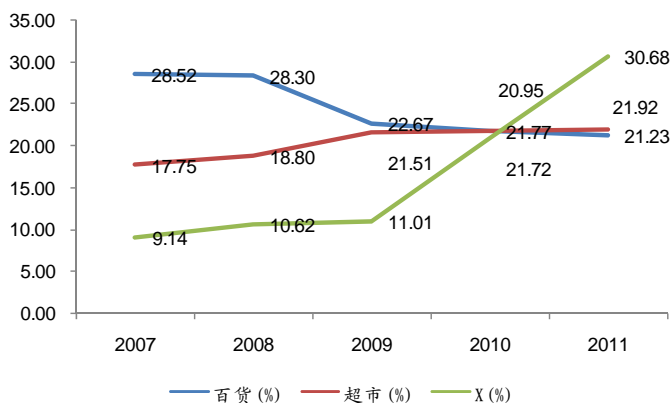


来源: 国金证券研究所

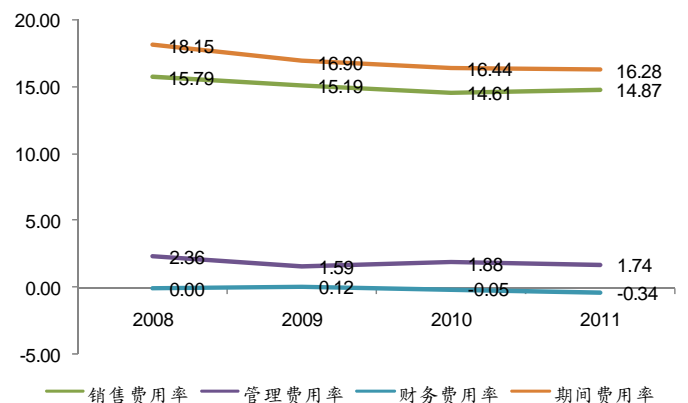
毛利率行业领先, 盈利能力强

- 2011年公司毛利率23.09%，稳中有升，同比增长0.07个百分点。分品类来看，11年公司百货促销活动力度较大，百货类商品毛利率较同期略有下降；公司通过整合区域商品采购、建立直采基地、优化商品结构和加大自有品牌等措施，进一步优化商品资源，提升商品经营能力，超市类商品毛利率较同期上升0.20个百分点；另外公司为吸引客流，加大了配套品类的引进，如餐饮、影院等，X品类毛利率较同期上升9.72个百分点。
- 11年公司门店数量增加较多，加之人工成本与房租成本上涨，公司销售费用、管理费用较去年均有较快的增长，销售费用率有所上升，因收入增速较快，管理费用率下降，公司整体期间费用率同比下降了0.16个百分点。

图表7: 分品类毛利率



图表8: 费用率情况



来源: 国金证券研究所

- 与同行业其他百货相比，天虹商场的毛利率表现突出，虽然销售费用率较高，但整体净利率表现仍然高于行业平均水平。

图表9: 11年百货毛利率、费用率、净利率

代码	名称	毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	期间费用率	净利率
600327	大东方	14.02	3.41	4.90	0.71	9.02	3.62
600723	首商股份	21.21	5.29	8.34	0.26	13.89	4.58
002277	友阿股份	17.61	4.40	5.07	0.01	9.57	6.23
600828	成商集团	23.08	9.29	1.69	1.59	12.56	9.71
002561	徐家汇	28.56	3.88	7.57	-0.03	11.42	12.67
000785	武汉中商	20.00	1.28	13.47	1.37	16.12	2.31
000889	渤海物流	19.87	6.62	3.41	1.20	11.23	4.15
002419	天虹商场	23.09	14.87	1.74	-0.34	16.28	4.40
600824	益民集团	30.89	10.07	8.47	1.35	19.90	6.24
600861	北京城乡	20.93	8.97	6.39	-1.17	14.18	4.19
600712	南宁百货	15.65	4.34	7.42	0.16	11.92	2.54
600858	银座股份	17.63	10.84	3.14	1.54	15.53	0.97
	加权平均	19.57	7.42	5.68	0.69	13.80	3.80

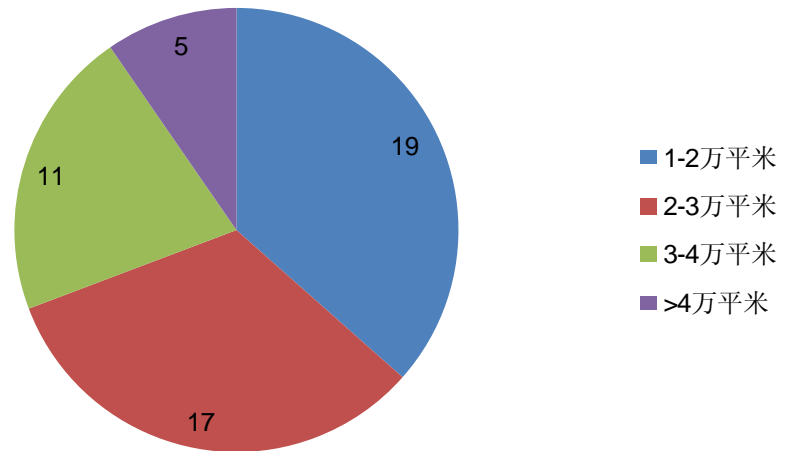
来源: 国金证券研究所

- 管理层对毛利及费用关注度高, 积极通过自有品牌、品类调整、产地直采的方式提高毛利, 并通过精简、高效运营来控制费用。
 - 品牌代理业务取得突破: 新成立合资品牌代理公司乐迪成功代理 2 个国际品牌, 其中 PART TWO 品牌目前已开设 8 家专柜; 商品中心代理业务代理国内 22 个品牌, 开设 27 家专柜。品牌代理丰富了公司商品资源, 有利于差异化竞争, 也成为新的利润增长点。目前自有品牌只占收入的 2-3%, 后期的目标是 20-40%。
 - 扩大品类管理, 强化商品经营能力: 扩大品类管理试点范围及规模, 重点展开试点门店架构搭建、营销提升、库存优化工作, 试点门店按照品类结构进行人员分工, 调整绩效考核目标; 营运现场组织架构进行调整, 建立营采关键指标的考核一致性, 推动营采融合, 实施针织品类管理试点项目, 实施商品选品、定价、陈列、营销等品类措施, 实现试点品类销售及创利同比增长 20% 以上。
 - 大力发展商品产地直采、生鲜基地建设业务: 新增直采品类、新增驻产地收购模式、实行单品营销等措施, 11 年产地直采销售额和毛利额同比增长 50% 以上, 完成山东、福建等 10 个生鲜基地的签约, 提高盈利能力。
 - 天虹综合信息系统 R3 建设有进展: 11 年 5 月该系统在北京市运行, 11 月全公司上线, 实现财务一体化、供应链全过程管理、营采融合、公司数据集中管理, 有利于公司更高效运营。
 - 公司积极检讨定编情况, 精简机构, 审视公司流程及规章, 让管理干部深入基层发现问题解决问题。
- 公司经营的目标是可持续发展、有效益扩张, 整体保证利润持续增长, 未来有望保持较高的毛利及盈利能力。

积极业态调整, 重点发展君尚及电子商务

- 公司根据目标客户群的不同, 按照社区购物中心和城市中心店两种模式经营百货商场, 以城市中心店确立商业地位, 以社区购物中心占领市场份额, 并以“众星拱月”状布局两类商场。目前社区购物中心是公司主力, 主要特点是面积相对较小, 1-2 万平米的百货较多; 另外目标消费群主要是中端消费者。

图表10: 门店大小及个数



来源: 国金证券研究所

- 随着大型购物中心业态的快速发展以及消费者消费习惯的变化, 天虹商场社区购物中心受到挑战, 面临部分消费水平提高的优质消费者流失的风险。
- 公司对业态调整比较关注, 一方面未来开店将偏向于大面积, 1-2 万平的门店将越来越少, 3-4 万为主, 尤其是目前深圳外区的储备门店基本在 3 万平方米以上, 可以发挥空间更大, x 项目的比重增加更能够满足消费者一站式消费的需求; 另外为适应更多消费水平提高的消费者的消费需求, 公司将加快定位高端的小型购物中心的君尚的发展, 同时也在加强对社区购物中心的品类管理。
- 面对网购的冲击, 公司一方面是发展自己的电子商务, 另一方面加大顾客体验的比重, 比如 x 配套多一些以及一些增值服务。
 - 目前公司电子商务业务逐渐步入正轨: 通过商品品类优化, 整体商品毛利率水平上升; 建立顾客行为分析体系, 推进精准化营销; 网上天虹分拣中心投入使用, 通过仓储管理系统自动化库存分配, 精细化库存管理, 提高工作效率; 加强与实体店的协同, 提升网上天虹知名度。
 - 11 年电子商务增速约 100% 左右, 已有几千万的销售额, 未来是重点发展的业务, 天虹电子商务走商品经营的路线, 追求线上线下的协同, 基本模式还在探索, 品类上超市、百货产品都有, 团队是独立的团队, 有些来源于实体店, 部分外部招聘, 有独立的预算和考核。
- 电子商务及高端君尚的发展需要时间, 短期内公司业态不会发生太大变化, 定位中端的社区购物中心仍将是公司主力, 我们相信大型购物中心的发展虽然会对社区购物中心有一定的影响, 但公司积极的 x 项目引入、品类调整能够一定程度上满足消费者的需求变化。

溧阳关店事件再现几率不高

- 溧阳天虹于 2011 年 1 月 16 日开业, 因该店的场地出租方未能全面履约, 公司已自 2011 年 11 月 2 日起停止该门店的营业。因停业产生的员工赔偿、供应商赔偿和未摊销完的装修费等相关损失共计 3349 万元已计入本报告期, 影响净利润约 2512 万元 (折合 11 年 EPS 约 0.031 元)。
- 目前案件已上诉, 具体结果及进度还未可知, 案件短期内解决的可能性不大。

- 溧阳门店关店是偶然性事件，公司内部已经要求选择合作方时更加准确，对业主做出评估，未来再发生的概率很小。

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)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	8,057	10,174	13,036	16,878	21,856	26,986	货币资金	1,698	4,453	5,385	6,868	8,415	10,512
增长率		26.3%	28.1%	29.5%	29.5%	23.5%	应收款项	175	192	209	250	323	399
主营业务成本	-6,207	-7,832	-10,026	-12,981	-16,809	-20,755	存货	205	290	435	462	599	739
%销售收入	77.0%	77.0%	76.9%	76.9%	76.9%	76.9%	其他流动资产	321	125	600	781	1,011	1,247
毛利	1,850	2,343	3,010	3,897	5,047	6,231	流动资产	2,399	5,061	6,628	8,361	10,348	12,897
%销售收入	23.0%	23.0%	23.1%	23.1%	23.1%	23.1%	%总资产	61.0%	70.8%	75.3%	77.7%	76.0%	77.0%
营业税金及附加	-34	-48	-103	-133	-173	-213	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.4%	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	645	1,092	1,071	1,199	1,665	2,086
营业费用	-1,224	-1,487	-1,938	-2,506	-3,244	-4,011	%总资产	16.4%	15.3%	12.2%	11.1%	12.2%	12.5%
%销售收入	15.2%	14.6%	14.9%	14.9%	14.8%	14.9%	无形资产	866	958	1,064	1,195	1,598	1,770
管理费用	-128	-191	-227	-286	-353	-426	非流动资产	1,534	2,089	2,178	2,397	3,265	3,858
%销售收入	1.6%	1.9%	1.7%	1.7%	1.6%	1.6%	%总资产	39.0%	29.2%	24.7%	22.3%	24.0%	23.0%
息税前利润 (EBIT)	464	616	741	972	1,277	1,580	资产总计	3,933	7,150	8,805	10,758	13,613	16,756
%销售收入	5.8%	6.1%	5.7%	5.8%	5.8%	5.9%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	-10	6	44	61	76	95	应付款项	2,781	3,568	4,679	5,831	7,550	9,322
%销售收入	0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.4%	-0.3%	-0.4%	其他流动负债	249	272	480	532	689	851
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	流动负债	3,030	3,840	5,159	6,363	8,239	10,173
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	1	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	3,030	3,840	5,160	6,363	8,239	10,174
营业利润	454	622	785	1,033	1,353	1,675	普通股股东权益	903	3,310	3,644	4,394	5,372	6,580
营业利润率	5.6%	6.1%	6.0%	6.1%	6.2%	6.2%	少数股东权益	0	0	2	2	2	2
营业外收支	17	19	19	19	19	19	负债股东权益合计	3,933	7,150	8,805	10,758	13,613	16,756
税前利润	471	641	804	1,052	1,372	1,694	比率分析						
利润率	5.8%	6.3%	6.2%	6.2%	6.3%	6.3%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-115	-156	-231	-302	-394	-486	每股指标						
所得税率	24.4%	24.3%	28.7%	28.7%	28.7%	28.7%	每股收益	1.017	1.212	0.717	0.937	1.223	1.509
净利润	356	485	573	750	978	1,208	每股净资产	2.580	8.273	4.554	5.491	6.714	8.223
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0	每股经营现金流	3.340	3.154	2.144	2.372	3.283	3.719
归属于母公司的净利润	356	485	574	750	978	1,208	每股股利	0.000	0.000	0.600	0.000	0.000	0.000
净利率	4.4%	4.8%	4.4%	4.4%	4.5%	4.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	39.41%	14.65%	15.75%	17.07%	18.21%	18.35%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	9.05%	6.78%	6.52%	6.97%	7.19%	7.21%
净利润	0	485	573	750	978	1,208	投入资本收益率	38.83%	14.09%	14.49%	15.76%	16.94%	17.12%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	0	192	260	172	231	307	主营业务收入增长率	17.41%	26.28%	28.12%	29.48%	29.49%	23.47%
非经营收益	0	-15	-2	21	-19	-19	EBIT增长率	20.37%	32.94%	20.24%	31.09%	31.42%	23.76%
营运资金变动	0	600	884	955	1,436	1,481	净利润增长率	13.50%	36.25%	18.33%	30.68%	30.47%	23.43%
经营活动现金净流	0	1,262	1,715	1,898	2,627	2,976	总资产增长率	29.23%	81.77%	23.15%	22.18%	26.53%	23.09%
资本开支	-885	-429	-603	-414	-1,080	-881	资产管理能力						
投资	0	0	-1	-1	0	0	应收账款周转天数	1.1	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0
其他	0	0	12	0	0	0	存货周转天数	11.8	11.5	13.2	13.0	13.0	13.0
投资活动现金净流	-885	-429	-591	-415	-1,080	-881	应付账款周转天数	59.7	56.7	55.2	55.0	55.0	55.0
股权募资	0	1,933	2	0	0	0	固定资产周转天数	29.2	39.1	29.1	24.6	25.1	24.7
债权募资	0	0	0	0	0	1	偿债能力						
其他	-155	-10	-215	0	0	0	净负债/股东权益	-188.0%	-134.5%	-147.7%	-156.3%	-156.6%	-159.7%
筹资活动现金净流	-155	1,923	-213	0	0	1	EBIT利息保障倍数	46.5	-110.8	-16.9	-15.9	-16.7	-16.7
现金净流量	-1,040	2,756	911	1,483	1,547	2,096	资产负债率	77.04%	53.70%	58.60%	59.14%	60.52%	60.72%

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
强买	0	20	27	32	54
买入	0	6	7	8	11
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.23	1.22	1.21	1.19

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-11-08	买入	23.23	56.80 ~ 59.40
2 2011-02-28	买入	23.01	57.65 ~ 57.65
3 2011-08-28	买入	25.19	31.00 ~ 31.00
4 2012-02-28	买入	17.84	23.80 ~ 23.80

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



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：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B