

由内而外散发成长之美

买入首次

目标价格：30 元

投资逻辑：

- 在我们对于品牌服饰企业的分析框架中，“**成长基因**”、“**品牌价值**”及“**竞争环境**”三者是我们最为关注的指标，如果一个品牌具有较强的成长基因，又度过了“**青春期**”的烦恼，在市场上树立起良好品牌形象，且在发展过程中不会受到国外强势品牌等新进入者的直接冲击，则我们将对该品牌的未来成长报以更高预期。
- **九牧王是合乎上述标准的优质标的，我们基于以下理由看好其长期可持续发展前景：**
 - ◇ 从“**成长基因**”角度，我们认可公司管理层的经营理念和大局观，专注、不贪婪、定位明确、追求卓越，适合男装品牌运营规律，构成了品牌成长的长期动能。
 - ◇ 从“**品牌实力**”角度，男裤第一、夹克第二的国内市场地位显示了其很高的品牌价值；占据一、二线城市百货商场资源，为常人所不能为；精耕直营，为常人所不愿为，我们认为这种着眼长远的布局更有潜力获取持久的成长回报。
 - ◇ 从“**竞争环境**”角度，在国内中高档商务休闲男装市场，并不会出现如休闲装、女装等所需面对的国外一、二线品牌的冲击，行业竞争格局更为稳定，公司在与国内同行的竞争中保持目前较好的身位，并伴随行业共同成长，未来有望进一步强化其领导地位。
- **投资建议**
 - ◇ 公司领先的**品牌地位**及较强的**渠道、供应链管控能力**保证了业绩的**安全性**；伴随**渠道下沉及品类延伸**，公司在**外延增长及内生改善**两方面将呈现出良好的**协调性和进攻性**。
 - ◇ 总体而言，公司属于**攻守兼备的标的**，长期估值中枢在 25 倍左右较为合理，我们给予公司“**买入**”评级，目标价 30 元，对应 26*12PE，19*13PE。

风险提示：经济下滑，渠道拓展及品类延伸速度低于预期。

单位：百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1403.91	1674.81	2163.23	2647.45	3344.72
增长率	14.13%	19.30%	29.16%	22.38%	26.34%
净利润	257.77	360.33	512.97	670.11	896.04
增长率	33.39%	39.79%	42.36%	30.63%	33.72%
每股收益	0.450	0.629	0.895	1.170	1.564

纺织服装行业研究组

联系人：

李振亚

电话：021-51782239

Email: lizhenya@hysec.com

分析师：

黄立军 (S1180209070180)

市场表现



相关研究

- 1 《宏源证券*行业报告*棉花专题报告之四*全球棉花市场之大国博弈*纺织服装行业*李振亚》，2012.3
- 2 《宏源证券*行业报告*棉花专题报告之三*国家棉花收储的前世今生*纺织服装行业*李振亚》，2012.3
- 3 《宏源证券*行业报告*棉花专题报告之二*棉价进入新上升周期的可能性进一步增强*纺织服装行业*李振亚》，2012.2
- 4 《宏源证券*棉花深度专题报告*棉价震荡企稳，纺织龙头机会渐近*纺织行业*李振亚》，2011.10
- 5 《宏源证券*公司深度研究报告*鲁泰A：用黑色的眼睛寻找光明*000726*纺织服装行业*李振亚》，2011.11

目录

我们对九牧王投资价值的核心观点.....	4
品牌提升之路径：手持单品利器，头顶一片蓝天.....	5
渠道扩张之路径：品牌形象好+渠道控制力强+二三线市场覆盖率低=终端店铺持续健康增长	8
品类延伸之效能：提升品牌，助推渠道，加速成长.....	10
盈利预测及投资建议	13
风险提示	14

插图

图 1: 我国优质男装品牌演进过程.....	5
图 2: 公司将西裤专家的品牌定位植入消费者心智中.....	5
图 3: 公司以男裤、夹克为主打产品.....	6
图 4: 公司男裤市占率第一、夹克市占率第二(2010).....	6
图 5: 公司净利率水平领先于同行业上市公司(2010).....	6
图 6: 国内男装市场品牌竞争格局.....	7
图 7: 公司裤装价格中枢较国际一线品牌相距甚远.....	7
图 8: 公司夹克价格中枢较国际一线品牌相距甚远.....	7
图 9: 我国男装细分市场定位差异(上衣 VS 裤装).....	8
图 10: 公司品牌加价率与国内外品牌的比较.....	8
图 11: 公司直营终端数量占比明显高于同行业水平.....	9
图 12: 公司商场专柜数量占比明显高于同行业水平.....	9
图 13: 公司扁平化的渠道布局有效保证渠道控制力(2011).....	9
图 14: 商务休闲与运动品牌终端店铺数量比较(2011).....	10
图 15: 公司营销渠道分布情况(2010).....	10
图 16: 公司终端渠道在各级城市的分布(2010).....	10
图 17: 公司与特步终端店铺分布情况比较(2011).....	10
图 18: 公司与利郎、七匹狼产品类别占销售额比重的比较(2010).....	11
图 19: 公司经营模式.....	11
图 20: 公司与七匹狼分产品毛利率比较.....	11
图 21: 公司分产品毛利率变化趋势.....	12
图 22: 公司通过品类延伸提升品牌形象及单店面积的路径.....	12
图 23: 公司分渠道收入预测.....	13
公司财务报表预测(百万元).....	15

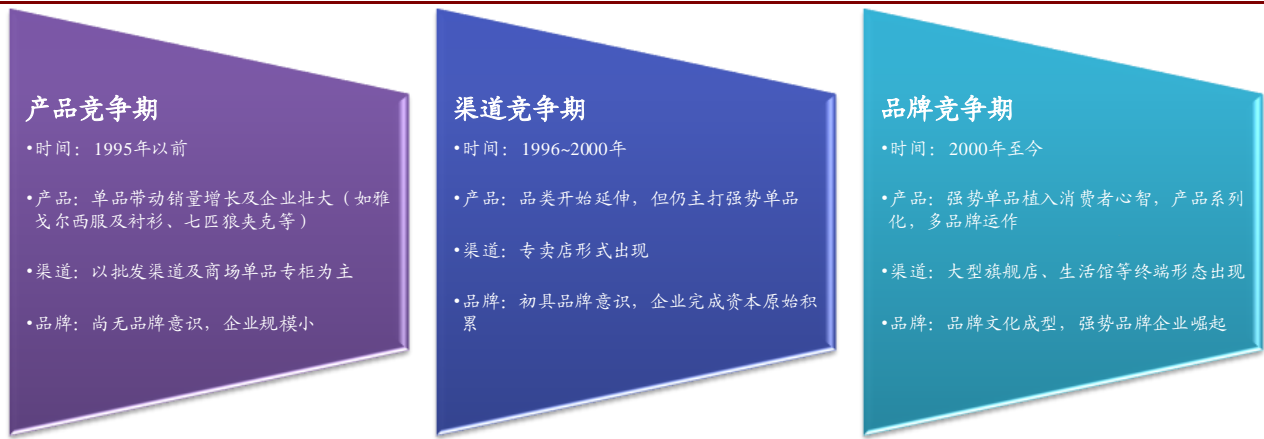
我们对九牧王投资价值的核心观点

- 在我们对于品牌服饰企业的分析框架中，“**成长基因**”、“**品牌价值**”及“**竞争环境**”三者是我们最为关注的指标，如果一个品牌具有较强的成长基因，又度过了“**青春期**”的烦恼，在市场上树立起良好品牌形象，且在发展过程中不会受到国外强势品牌等新进入者的直接冲击，则我们将对该品牌的未来成长报以更高预期。
- **九牧王是合乎上述标准的优质标的，我们基于以下理由看好其长期可持续发展前景：**
 - ◆ 从“**成长基因**”角度，我们认可公司管理层的经营理念和大局观，**专注、不贪婪、定位明确、追求卓越**，适合男装品牌运营规律，构成了品牌成长的长期动能；
 - ◆ 从“**品牌实力**”角度，男裤第一、夹克第二的国内市场地位显示了其很高的品牌价值；占据一、二线城市百货商场资源，为常人所不能为；精耕直营，为常人所不愿为，我们认为这种**着眼长远的布局更有潜力获取持久的成长回报**；
 - ◆ 从“**竞争环境**”角度，在国内中高档商务休闲男装市场，并不会出现如休闲装、女装等所需面对的国外一、二线品牌的冲击，行业竞争格局更为稳定，公司在与国内同行的竞争中**保持目前较好的身位，并伴随行业共同成长，未来有望进一步强化其领导地位**。
- 品牌类公司的成长性多种因素综合作用的结果，从客观性及关键性的角度，本篇报告中**我们重点从公司“品牌运营”这个角度切入**，分“品牌提升路径”，“渠道扩张路径”，“品类延伸效能”三个层面，完整表述我们对于公司未来发展模式的理解。
 - ◆ **品牌提升之路径：**手持单品利器，头顶一片蓝天。
 - ◆ **渠道扩张之路径：**品牌形象好+渠道控制力强+二三线市场覆盖率低=终端渠道持续健康增长。
 - ◆ **品类延伸之效能：**提升品牌，助推渠道，加速成长。

品牌提升之路径：手持单品利器，头顶一片蓝天

- 我们认为，**植入潜在消费者心智的品牌，才是真正的好品牌，才有足够强的扩张动能。**
 - ◆ 抢占消费者心智，给追随者带来难以逾越的鸿沟，这就是品牌的魅力与价值。
 - ◆ 回顾国内优秀男装品牌的发展历程，多是以某一核心产品植入消费者心智并占领该利基市场，再以产品品类延伸及系列化运作，最终建立起较为强势的品牌形象。

图 1：我国优质男装品牌演进过程



资料来源：宏源证券研究所

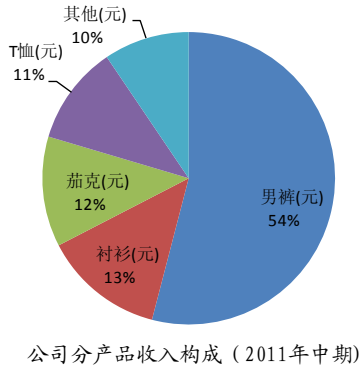
- 提到男士西裤，消费者头脑中多浮现出九牧王；反之，提到九牧王，消费者头脑中便会浮现出男士西裤。“**西裤专家=九牧王**”这一品牌形象背后蕴含着巨大的商业价值。

图 2：公司将西裤专家的品牌定位植入消费者心智中



资料来源：宏源证券研究所

图 3: 公司以男裤、夹克为主打产品



资料来源: 公司公告、宏源证券研究所

图 4: 公司男裤市占率第一、夹克市占率第二(2010)

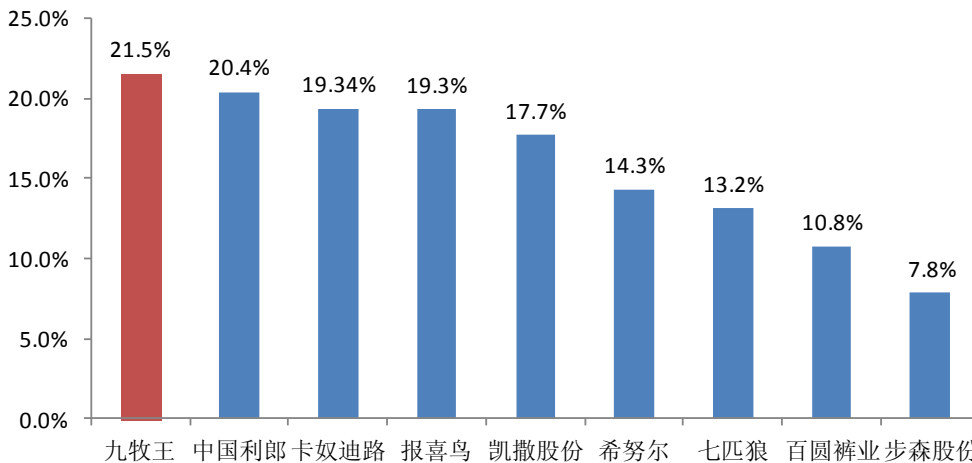
男裤品牌	市场占有率
九牧王	11.41%
虎都	5.90%
迈雅	1.92%
金利来	1.70%
浪肯	1.58%

茄克品牌	市场占有率
七匹狼	2.58%
九牧王	2.56%
劲霸	1.94%
金利来	1.90%
梦特娇	1.81%

资料来源: 公司招股书、中华全国商业信息中心、宏源证券研究所

- 领先的地位配合以公司优秀的渠道及供应链管理, 公司明显获取了高于同行业上市公司的盈利能力, 我们认为这是种明显的品牌优势外化的表现。

图 5: 公司净利率水平领先于同行业上市公司 (2010)



资料来源: 公司公告、宏源证券研究所

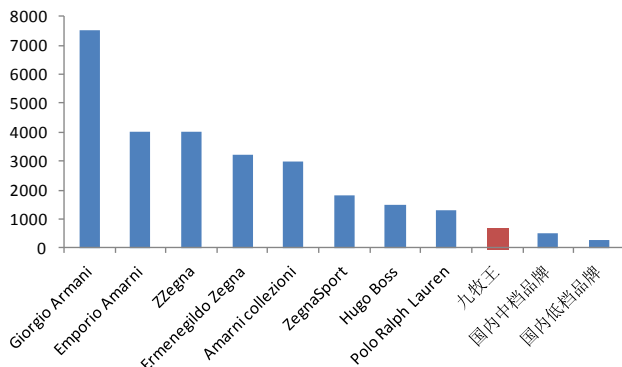
- 对于公司品牌的未来发展路径, 我们认为在确立相对优势地位的同时, 未来仍具有较大的上升空间, 表现在以下方面:
 - 从男装市场竞争格局及价格带分布角度, 公司占据到一个较为有利的战略制高点: 对比国内各服装细分行业的竞争格局, 商务休闲领域的竞争是较为缓和的。向上看, 相较于国外一线奢侈品牌, 公司的定位更贴近大众消费市场, 二者并不存在明显竞争关系; 向下看, 公司较之其他商务休闲服品牌略微偏高的定位更有利于摆脱中端内资品牌的激烈竞争, 占据竞争相对缓和的细分市场。

图 6: 国内男装市场品牌竞争格局



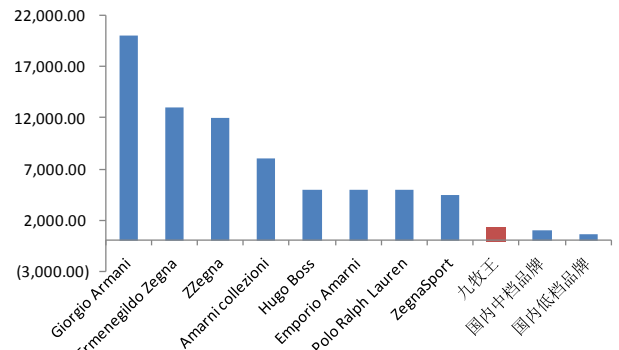
资料来源: 宏源证券研究所

图 7: 公司裤装价格中枢较国际一线品牌相距甚远



资料来源: 宏源证券研究所

图 8: 公司夹克价格中枢较国际一线品牌相距甚远



资料来源: 宏源证券研究所

- ◆ **从细分市场价值挖掘角度, 公司面对的竞争更为缓和, 更有利于树立起中高端形象, 并获取更高品牌溢价:** 由于裤装较之夹克、风衣等上装产品, 对款式设计等时尚性的要求偏低, 而对材质、工艺等产品品质的要求较高, 品牌需要长期积淀才能被消费者认知与接受, 且一旦建立起品牌优势, 后来者很难超越。公司通过多年努力建立起来的“西裤专家”形象保证了公司在男裤领域的优势地位, 也为品类向上装延伸提供了坚实支撑。

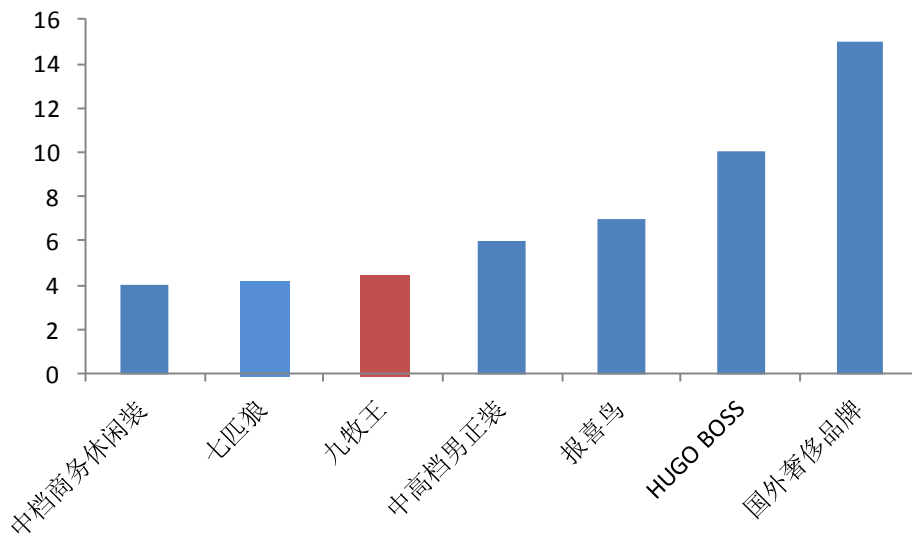
图 9：我国男装细分市场定位差异（上衣 VS 裤装）



资料来源：宏源证券研究所

- ◆ **从加价率角度，公司品牌价值仍有挖掘潜力：**通常对于服装品牌来讲，细分市场的高端品牌可以达到 8-10 甚至更高的加价率，而公司作为男裤市场的中高档优势品牌，当前 4-5 倍的加价率与部分国内品牌及国外高端品牌相比，仍有较大提升空间。

图 10：公司品牌加价率与国内外品牌的比较



资料来源：宏源证券研究所

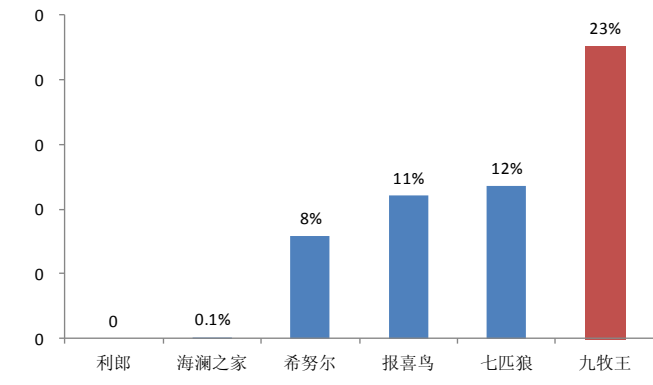
渠道扩张之路径：品牌形象好+渠道控制力强+二三线市场

覆盖率低=终端店铺持续健康增长

■ 与中高端品牌定位相对应，公司在渠道布局及控制力方面的优势明显，表现在以下两个方面：

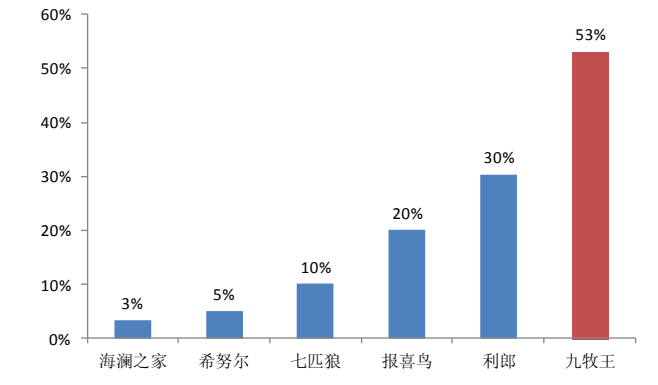
- ◆ **一二线市场，较高的直营及商场专柜比例有力支撑起公司中高端品牌形象：**直营较之加盟，能更好的把握消费者需求，加强品牌的自我宣传；商场专柜较之专卖店，品牌定位高端且客流量大，宣传效果好。公司在直营及商场专柜终端数量占比两项指标上显著高于同行业水平，显示了公司在渠道布局上的先天优势，这将对公司巩固及提升品牌形象，进一步开拓中低端市场起到重要促进作用。

图 11: 公司直营终端数量占比明显高于同行业水平



资料来源：公司公告、宏源证券研究所

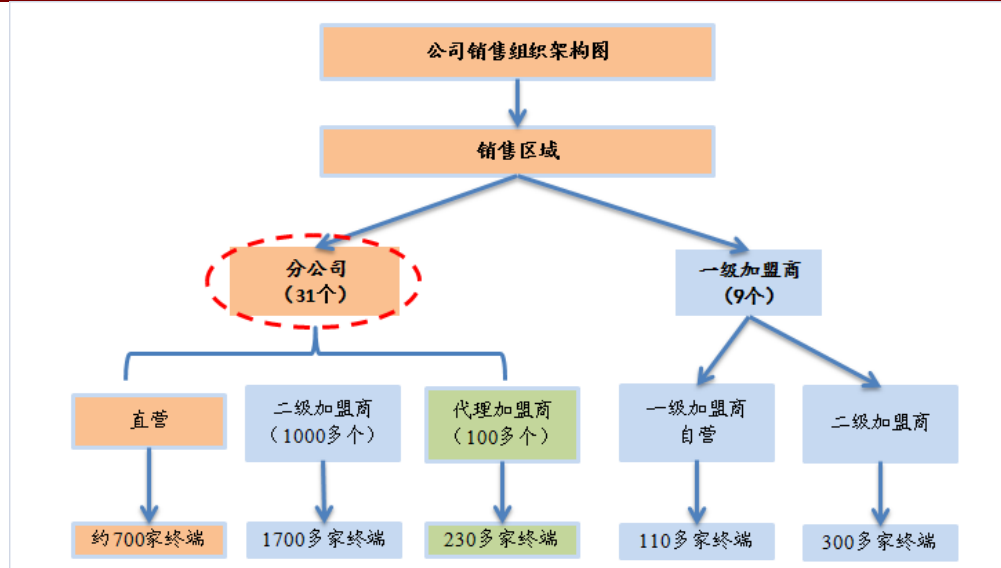
图 12: 公司商场专柜数量占比明显高于同行业水平



资料来源：公司公告、宏源证券研究所

- ◆ **三四线市场，31 个分公司有效保证公司渠道下沉的速度及对加盟商控制力：**公司通过 31 个分公司开拓市场，该模式与传统以区域总代理来拓展市场的模式相比，可以有效减少中间环节，提高各环节利润水平，并能够加强对于终端加盟商的控制力，更有利于公司长远、健康地进行渠道扩张。

图 13: 公司扁平化的渠道布局有效保证渠道控制力(2011)

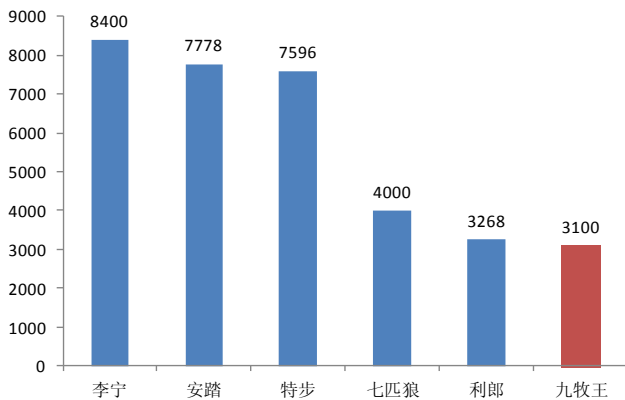


资料来源：公司公告、宏源证券研究所

- 对于公司未来的渠道扩展空间，我们认为仍有较大潜力可挖，**保守估计，未来三年年均渠道终端数量增加 400-500 家，三年后渠道终端增至 4500 家至 5000 家是完全可以达到的。**

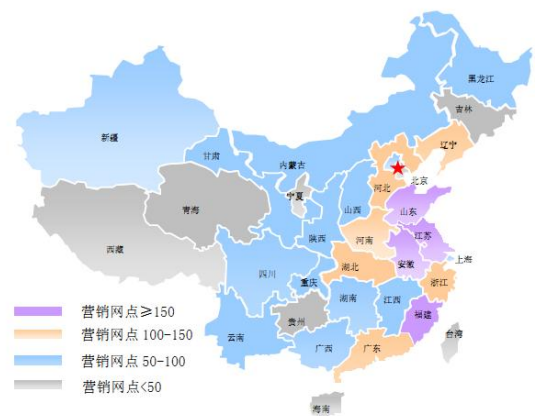
- ◆ **总量对比角度:** 将处于发展期的男装品牌与成熟期的运动品牌的渠道终端数进行比较后不难发现, 运动品牌普遍能达到 8000 家终端的规模, 这从一定程度上说明公司当前的渠道规模 (3100 家终端) 未来仍有较大扩展空间。

图 14: 商务休闲与运动品牌终端店铺数量比较(2011)



资料来源: 公司公告、宏源证券研究所

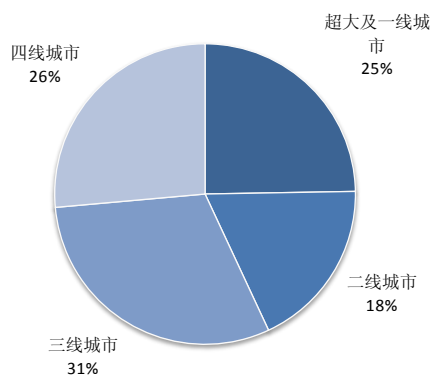
图 15: 公司营销渠道分布情况(2010)



资料来源: 公司招股书、宏源证券研究所

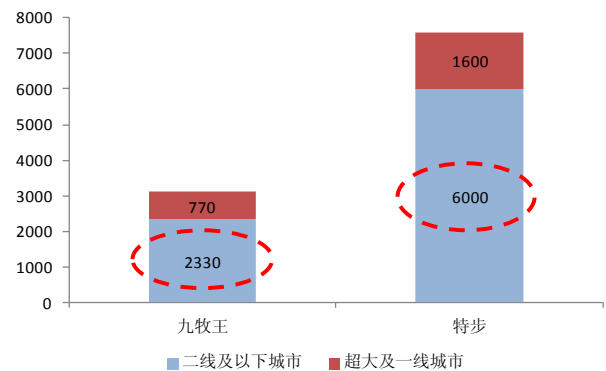
- ◆ **进一步分拆公司各级城市渠道分布:** 公司当前在超大城市及一线城市的布局已经相对完善, 而在二三四线城市仍留有较多空白点, 比较运动品牌特步能在二至四线市场能开出 6000 家终端店铺, 即使考虑到商务休闲装与运动装在渠道空间上的差异性, 公司当前 2330 家店铺的覆盖量仍然显著偏小, 这为未来的渠道扩张预留了充足空间。

图 16: 公司终端渠道在各级城市的分布(2010)



资料来源: 公司公告、宏源证券研究所

图 17: 公司与特步终端店铺分布情况比较(2011)

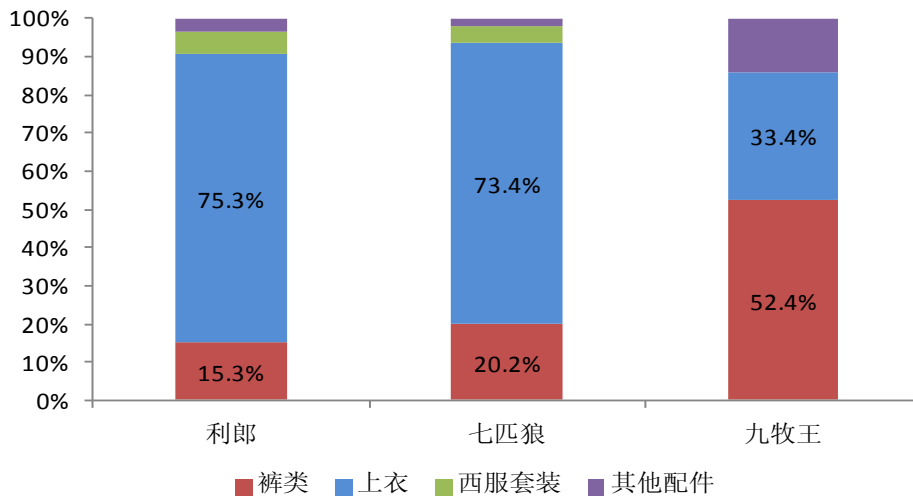


资料来源: 公司公告、宏源证券研究所

品类延伸之效能: 提升品牌, 助推渠道, 加速成长

- 公司以西裤起家, 裤装产品在收入结构中的比重偏高 (超过 50%), 未来公司将着力提升上装销售的比重, 力争达到上装占销售额 70~80%, 裤装占销售额 20~30% 的行业普遍水平, 继续推进产品品类延伸。

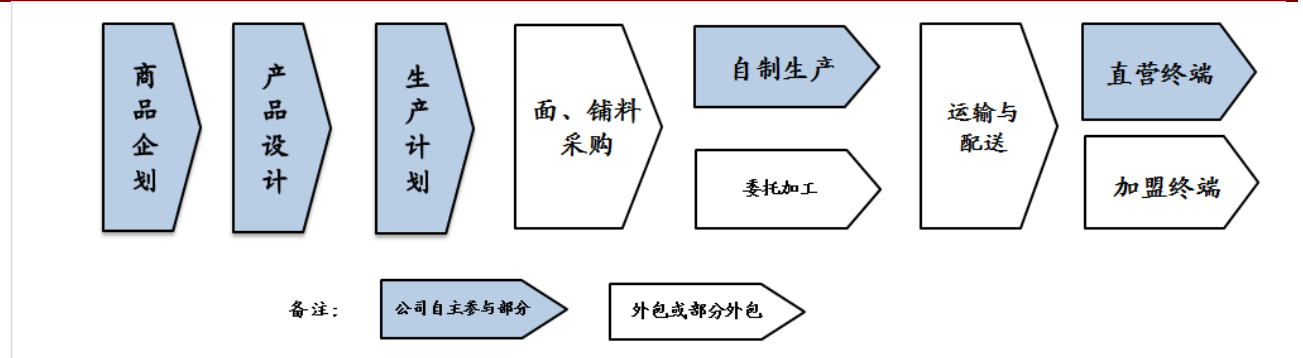
图 18: 公司与利郎、七匹狼产品类别占销售额比重的比较(2010)



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

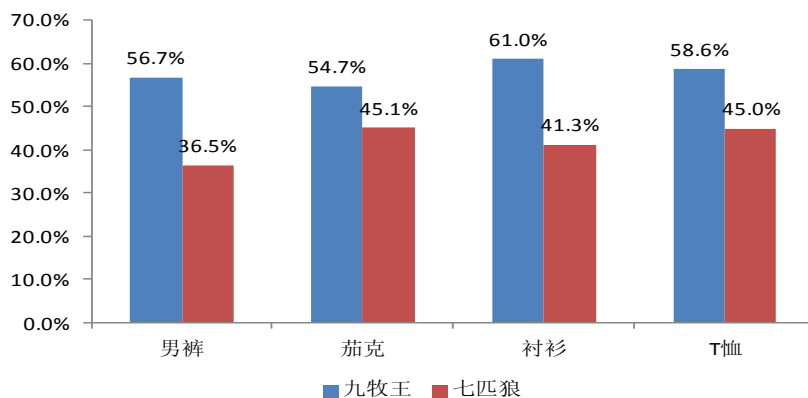
- 由于公司采用以自制生产为主、委托加工生产为辅的生产模式，以直营与加盟相结合的销售模式，能够获取设计、生产、销售等多个环节的利润，故而较之同行业具有更高的毛利率水平。

图 19: 公司经营模式



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

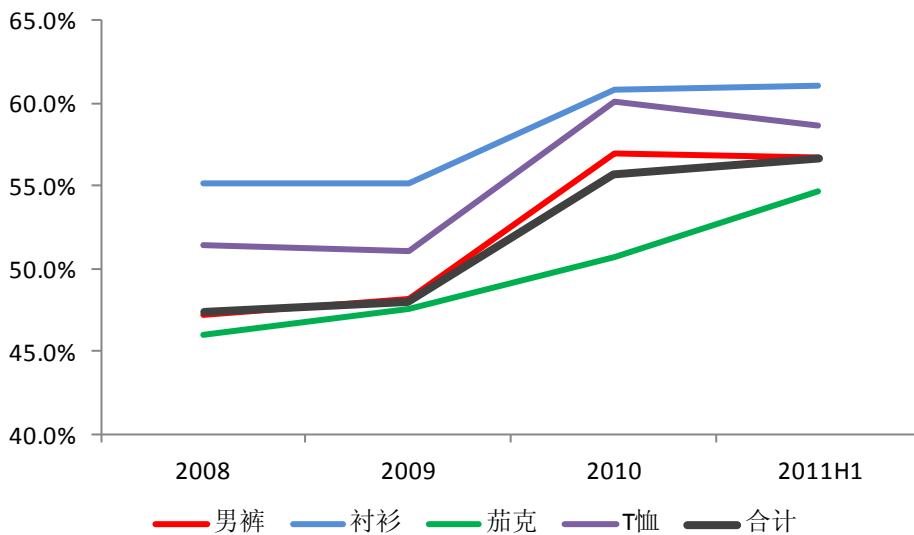
图 20: 公司与七匹狼分产品毛利率比较



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

- **未来的品类延伸有助于提升品牌形象:** 虽然公司核心单品是男裤, 然而其他品类的毛利率水平与裤装产品一样, 也维持了较高的毛利率水平, 这说明**借助男裤所建立起来的优质品牌形象, 消费者因对品牌认可而给予了其他延伸品类较高的溢价;** 与此同时, **更为完善的品类使消费者获得更多的附加利益, 进而提升消费者的满意度与忠诚度, 最终达到提升品牌形象的效果。**

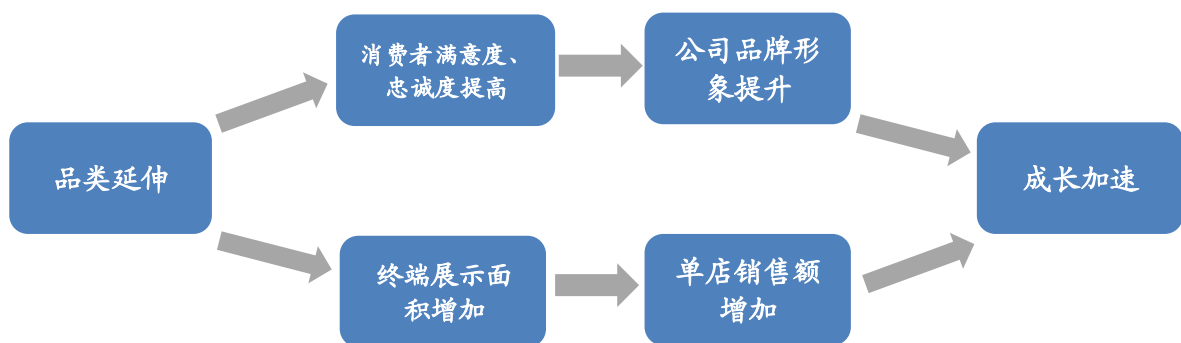
图 21: 公司分产品毛利率变化趋势



资料来源: 公司公告、宏源证券研究所

- **未来的品类延伸有助于推动渠道规模扩张:** 由于公司当前的品类款式限制, 尚不具备开大店的条件, 现有店铺中商场专柜面积约为 60 平方米左右, 专卖店面积约为 130 平方米左右, 小于其他商务休闲品牌店铺平均规模(平均面积 130 平方米以上), 未来随着品类结构不断完善, 单店面积也有望再提升一个台阶。

图 22: 公司通过品类延伸提升品牌形象及单店面积的路径



资料来源: 宏源证券研究所

- 此外, 公司多品牌战略也在稳步推进中: 目前已有 FUN、Calliprimo、VIGANO' 三个子品牌, 其中 FUN 定位于大众休闲, 拟以时尚、品味、简约为主要风格; Calliprimo, 电子商务品牌, 拟以潮流、个性化、性价比高为主要诉求; VIGANO' 拟作为高端男裤品牌。三个子品牌仍处于培养期, 短期不会贡献业绩, 但有利于

公司长远布局。

盈利预测及投资建议

终端渠道数量预测

- 考虑到公司当前的终端渠道在一二线城市的布局较为饱和,而在三四线城市的覆盖率仍然较低,凭借良好的品牌形象及扁平化的渠道模式对终端较强的控制力,公司未来仍有较大渠道扩张空间。
- 我们预计 2011~2013 年公司终端渠道数量将达到 3105 个, 3525 个, 3955 个, 对应每年新增终端数量分别为 395 个, 420 个, 430 个。
- 我们预计 2011~2013 年直营终端数量占比分别为 22.7%, 22.0%, 21.4%, 直营渠道收入占总收入的比重将达到 33.3%, 32.3%, 30.7%。

图 23: 公司分渠道收入预测

项目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
直营业务 (专卖店+商场专柜)							
数量(个)	578	594	645	705	775	845	915
新增(个)		16	51	60	70	70	70
单店贡献收入(万/年)	74.60	93.01	88.69	101.99	110.15	121.17	133.28
单店贡献收入增长率		24.7%	-4.6%	15.0%	8.0%	10.0%	10.0%
直营收入合计(百万)	431.2	552.5	572.0	719.0	853.7	1023.9	1219.5
直营收入增长率		28.1%	3.5%	25.7%	18.7%	19.9%	19.1%
团购收入(百万)	31.42	31.05	33.64	35.00	35.00	35.00	35.00
直营业务收入合计(百万)	462.6	583.5	605.7	754.0	888.7	1058.9	1254.5
加盟业务 (专卖店+商场专柜)							
数量(个)	1747	1931	2065	2400	2750	3110	3470
新增(个)		184	134	335	350	360	360
单店贡献收入(万/年)	43.79	42.23	51.55	58.51	63.77	73.34	84.34
单店贡献收入增长率		-3.6%	22.1%	13.5%	9.0%	15.0%	15.0%
加盟收入合计(百万)	765.0	815.5	1064.5	1404.2	1753.8	2280.9	2926.6
加盟收入增长率		6.6%	30.5%	31.9%	24.9%	30.1%	28.3%
直营+加盟							
终端总数(个)	2325	2525	2710	3105	3525	3955	4385
直营终端占比(数量)	24.9%	23.5%	23.8%	22.7%	22.0%	21.4%	20.9%
主营业务收入(百万)	1227.6	1399.0	1670.2	2158.2	2642.4	3339.7	4181.2
主营业务收入增速		14.0%	19.4%	29.2%	22.4%	26.4%	25.2%
直营终端占比(收入)	35.1%	39.5%	34.3%	33.3%	32.3%	30.7%	29.2%
其他业务收入(百万)	2.50	4.88	4.64	5.00	5.00	5.00	5.00
营业收入(百万)	1230.1	1403.9	1674.8	2163.2	2647.4	3344.7	4186.2
营业收入增速		14.1%	19.3%	29.2%	22.4%	26.3%	25.2%

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

业绩预测摘要

- 2011~2013 年公司实现营业收入 21.6 亿元、26.5 亿元、33.4 亿元，同比增速分别为 29.2%、22.4%、26.3%；
- 2011~2013 年公司实现净利润 5.1 亿元、6.7 亿元、9.0 亿元，分别同比增长 42.4%、30.6%、33.7%；
- 2011~2013 年公司实现 EPS 分别为 0.90 元、1.17 元、1.56 元。

股票估值和定价

- 一方面，公司在中高档男士商务休闲（尤其是男裤）行业的领先品牌地位及与之相配套的渠道、供应链管控能力保证了业绩的安全性；另一方面，伴随渠道向三四线区域下沉及品类向上装延伸，公司在外延增长及内生改善两方面将呈现出良好的协调性和进攻性。
- 总体而言，我们认为公司属于攻守兼备的标的，长期估值中枢在 25 倍左右较为合理，我们给予公司“买入”评级，目标价 30 元，对应 26*12PE，19*13PE。

风险提示

- 未来经济放缓或通胀上升将进一步抑制服装消费需求。
- 渠道扩张速度低于预期。
- 渠道向三四线城市拓展过程中，因管理不到位带来的经营风险。
- 上装品类延伸速度低于预期。

公司财务报表预测 (百万元)

利润表						资产负债表					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	14	17	22	26	33	货币资金	1	2	26	29	31
YOY	14.1%	19.3%	29.2%	22.4%	26.3%	应收和预付款项	1	3	5	4	7
营业成本	7	7	10	12	15	存货	3	4	7	8	9
毛利	7	9	12	15	19	其他流动资产	0	0	0	0	0
% 营业收入	47.9%	55.6%	56.0%	55.7%	55.7%	长期股权投资	0	0	0	0	0
营业税金及附加	0	0	0	0	0	投资性房地产	0	0	0	0	0
% 营业收入	0.1%	0.2%	1.1%	1.0%	1.0%	固定资产和在建工程	4	4	8	13	16
销售费用	3	4	4	5	6	无形资产和开发支出	1	1	1	1	1
% 营业收入	23.1%	23.3%	20.8%	20.5%	19.0%	其他非流动资产	0	0	0	0	0
管理费用	1	1	2	2	2	资产总计	11	15	48	55	64
% 营业收入	5.8%	6.3%	7.2%	7.0%	6.7%	短期借款	0	0	0	1	0
财务费用	0	0	0	-1	-1	应付和预收款项	5	5	6	6	7
% 营业收入	0.2%	0.0%	-0.5%	-2.0%	-1.8%	长期借款	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0	其他负债	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	负债合计	5	6	7	7	7
投资收益	0	0	0	0	0	股本	1	5	6	6	6
营业利润	3	4	6	8	10	资本公积	0	1	26	26	26
% 营业收入	18.2%	25.1%	27.1%	28.9%	30.6%	留存收益	4	4	9	15	24
营业外收支	0	0	0	0	0	归属母公司股东权益	5	9	41	47	56
利润总额	3	4	6	8	10	少数股东权益	1	1	1	1	1
% 营业收入	18.2%	25.1%	27.1%	28.9%	30.6%	股东权益合计	6	10	41	48	57
所得税费用	0	1	1	1	1	负债和股东权益合计	11	15	48	55	64
净利润	3	4	5	7	9						
归属于母公司所有者的净利润	2.6	4	5	7	9						
少数股东损益	0	0	0	0	0						
现金流量表						财务指标					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流净额	4	2	2	8	7	毛利率	47.9%	55.6%	56.0%	55.7%	55.7%
投资活动现金流净额	-1	-2	-4	-6	-5	三项费用/销售收入	29.2%	29.6%	27.5%	25.5%	23.9%
筹资活动现金流净额	-1	-1	27	1	-1	销售净利率	18.4%	21.5%	23.7%	25.3%	26.8%
现金净流量	2	-1	24	3	2	ROE	49.3%	39.7%	12.6%	14.2%	15.9%
						EBIT 增长率	49.3%	39.7%	12.6%	14.2%	15.9%
						流动比率	1.1	1.6	5.7	5.7	6.4
						速动比率	0.5	0.8	4.6	4.6	5.1
						应收账款周转率	14.3	10.8	10.5	12.2	10.5

资料来源: 宏源证券研究所

分析师简介:

李振亚: 宏源证券研究所纺织服装行业研究员, 复旦大学信息工程学院工学硕士, 2011 年加盟宏源证券研究所。曾任职于国金证券研究所, 先后从事建材、中小盘研究, 2009 年新财富第一名、2010 年新财富第二名团队成员。

机构销售团队

	郭振举	牟晚凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@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。