

零售

报告原因: 强调评级

2012年5月8日

市场数据: 2012年5月7日

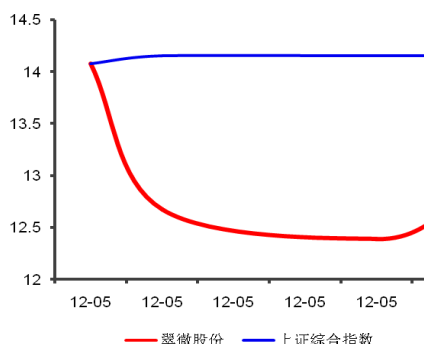
收盘价(元)	12.39
一年内最高/最低(元)	14.15/11.5
市净率	2.51
息率(分红/股价)	-/-
A股流通市值(亿元)	7.68

注:“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2012年3月31日

每股净资产(元)	3.88
资产负债率%	70.78%
总股本/流通A股(万)	30800/6160
流通B股/H股(百万)	-/-

近一年股价走势图



研究员: 樊慧远

执业证书号 S0760511040001

010-82190307

fanhuiyuan@sxzq.com

联系人

孟军

010-82190365

mengjun@sxzq.com

张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

地址: 北京市海淀区大柳树路17号 富海大厦808

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

翠微股份 (603123)

增持

专注高端, 厚积薄发

首次评级

公司研究/深度报告

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

年度	主营收入	增长率	归属母公司		每股收益	市盈率	市净率
			净利润	增长率			
2009A	3853	27.16	104	5.75	0.34	37	12.00
2010A	4803	24.65	131	26.24	0.43	29	4.44
2011E	5427	25.39	164	24.70	0.53	23	3.73
2012E	6258	15.31	189	15.31	0.61	20	3.15

注: 市盈率是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

- **单店经营能力突出。**公司是以百货零售业务为主的北京市海淀区区属商业龙头企业, 是北京市著名商业品牌和大型商业企业。2008、2009 及 2010 年度, 公司翠微大厦店北京区域单店市场占有率排名均为第 1 名。
- **以区域性扩张为发展重点。**目前, 翠微大厦在京共拥有 5 家门店, 但尚未实现跨区域扩张。翠微计划于未来三年再开发 3-5 家成熟名品百货店, 单店平均营业面积超过 3 万平米, 年销售规模突破 80 亿元, 市场开拓的重点仍以华北为主, 力争到 2013 年北京市门店总数达到 8-10 家。
- **高端百货品牌运营能力成为公司核心竞争力。**高端百货是公司的主要收入来源, 近三年来, 占主营业务收入比例均在 85% 以上, 其次为超市, 所占比例在 10% 以上。
- **综合毛利率和期间费用率。**公司的毛利率水平略有下降, 主要原因为毛利率较低的黄金珠宝的销售收入占比出现较大幅度上升。随着新开门店经营状况好转, 以及黄金销售额大幅增长, 2011 年公司营业费用率持续回落至 10.75%。
- **募投项目。**公司首次发行募集资金扣除发行费用后, 将按轻重缓急顺序投资于翠微百货大成路店项目和信息化系统升级改造项目。
- **盈利预测及投资建议。**预计 2011 年-2013 年公司各门店同店增速和毛利率如下表所示, 预计公司 2012 年、2013 年 EPS 分别为 0.53 元和 0.61 元, 对应的动态 PE 分别为 24 倍和 21 倍, 给予“增持”评级。



目录

1 单店经营能力突出	4
2 以区域性扩张为发展重点	5
3 高端百货品牌运营能力成为公司核心竞争力	7
3.1 翠微大厦店	8
3.2 牡丹园店	9
3.3 龙德店	10
3.4 翠微广场购物中心	10
3.5 清河店	11
4 综合毛利率和期间费用率	11
5 募投项目	12
5.1 翠微百货大成路店项目	12
5.1.1 项目商圈环境优越	13
5.1.2 项目市场定位和经营业态	13
5.1.3 项目品牌组合和经营布局	13
5.2 信息化系统升级改造项目	14
6 盈利预测及投资建议	15
7 风险因素	16



图目录

图表 1: 公司股权结构图	5
图表 2: 北京市主要商圈	6
图表 3: 2011 年前三季各业态占比 (%)	7
图表 4: 翠微大厦店各品类占比 (%)	9
图表 5: 牡丹园店各品类占比 (%)	9
图表 6: 龙德店各品类占比 (%)	10
图表 7: 清河店各品类占比 (%)	11
图表 8: 毛利率和费用率 (%)	12

表目录

表格 1: 公司股权结构	4
表格 2: 公司门店概况	6
表格 3: 分业态增长	7
表格 4: 百货业务增长	7
表格 5: 超市业务增长	8
表格 6: 各门店毛利率 (%)	12
表格 7: 大成路店品牌简况	14
表格 8: 信息化系统升级改造项目	14
表格 9: 各门店收入增长及毛利率假设 (%)	15
表格 10: 盈利预测表 (百万元)	15

1 单店经营能力突出

公司是以百货零售业务为主的北京市海淀区区属商业龙头企业，是北京市著名商业品牌和大型商业企业。公司坚持成熟名品百货名店的经营定位，每家门店均搭配有超市和餐饮经营。目前，公司已成为以百货业态为主，超市、餐饮等多种业态协同发展的大型现代化商业连锁企业。公司实际经营面积合计达 126,412.23 m²。

根据中国百货商业协会统计，2009 和 2010 年，公司在国内百货零售行业市场占有率排名中分别位列第 35 位和第 32 位。根据北京商业信息咨询中心的数据，2008、2009、2010 年和 2011 年 1-9 月，公司在所处的北京区域市场占有率排名均为第 3 名。据中华全国商业信息中心的数据测算，2008、2009 及 2010 年度，公司翠微大厦店北京区域单店市场占有率排名均为第 1 名。

2012 年 1 月 4 日，北京翠微大厦股份有限公司的首发申请获得证监会发审委审核通过，翠微大厦此次发行 7700 万股 A 股，发行后的总股本不超过 3.08 亿股。5 月 3 日，翠微大厦已在上海证券交易所成功上市，正式登陆资本市场。

公司首次发行前总股本为 23,100 万股，首次发行 7,700 万股，首次发行前后本公司的股权结构变化如表 1 所示：

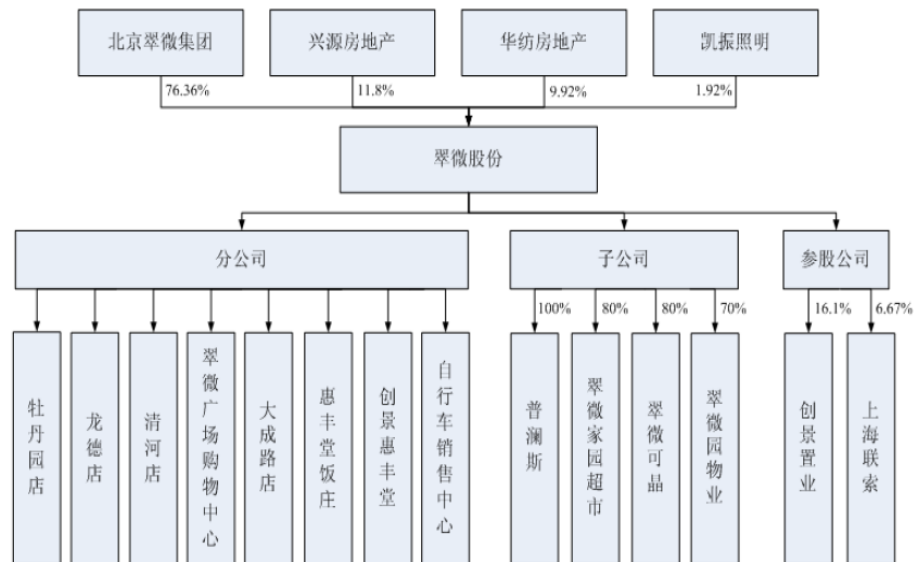
表格 1：公司股权结构

股东名称	本次 A 股发行前		本次 A 股发行后	
	持股数（万股）	持股比例（%）	持股数（万股）	持股比例
翠微集团（ss）	17639	76.36	16958	55.06
兴源房地产	2726	11.8	2726	8.85
华纺房地产（ss）	2292	9.92	2203	7.15
凯振照明	444	1.92	444	1.44
社保基金会	—	—	770	2.5
A 股社会公众股	—	—	7700	25
合计	23100	100	30800	100

资料来源：公司招股说明书

公司下属共设有 12 个职能部门，拥有 1 家全资子公司、3 家控股子公司和 2 家参股公司，8 家分公司。具体如下图所示：

图表 1:公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书

2 以区域性扩张为发展重点

北京传统的商业圈主要围绕长安街沿线发展。新兴的商业圈也不断涌现，形成了以长安街沿线和新兴商业圈共同发展的局面。根据北京商业信息港的数据，目前北京主要商业圈包括：西单商圈、王府井商圈、前门商圈、崇文门商圈、公主坟商圈、建外商圈、朝外商圈、燕莎商圈、亚奥商圈和木樨园商圈等。

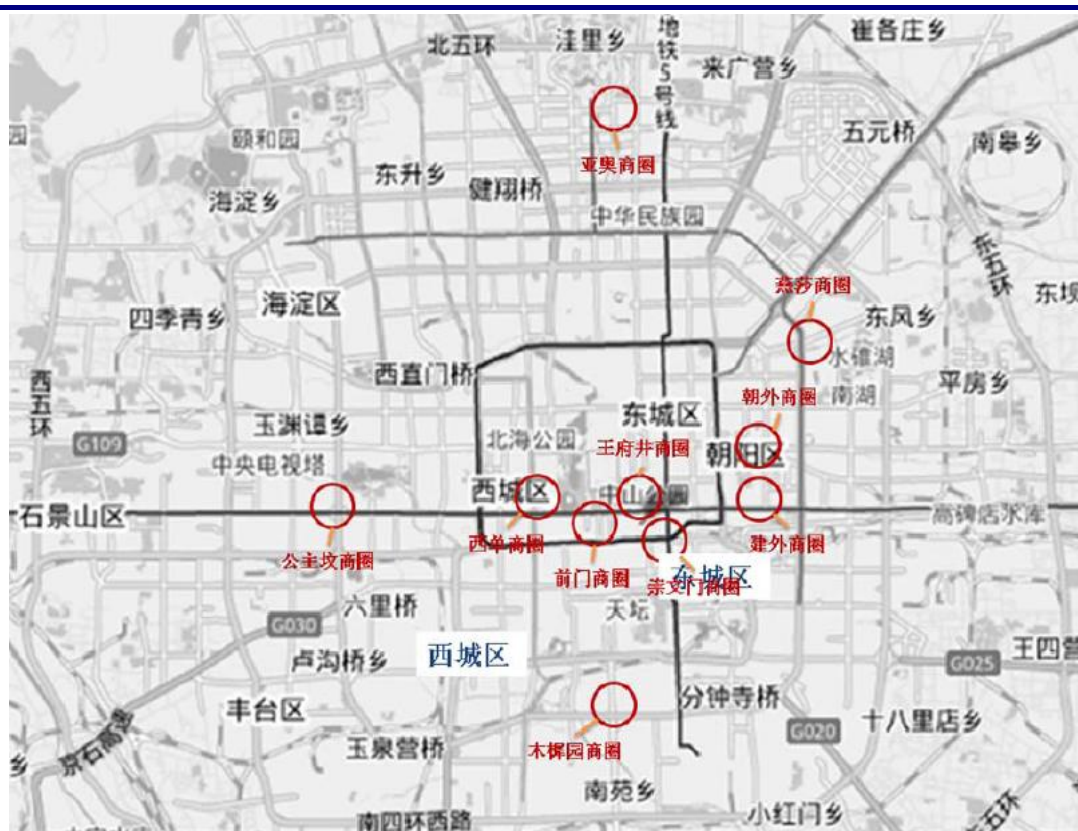
目前，翠微大厦在京共拥有 5 家门店，但尚未实现跨区域扩张。这五家门店分别为翠微大厦店、牡丹园店、龙德店、翠微广场购物中心及清河店。翠微计划于未来三年再开发 3-5 家成熟名品百货店，单店平均营业面积超过 3 万平米，年销售规模突破 80 亿元，市场开拓的重点仍以华北为主，力争到 2013 年北京市门店总数达到 8-10 家。公司未来三年将以“立足北京，面向全国”为经营目标，以北京为中心向全国其他市场扩张，寻找有利时机向外埠布点。

表格 2：公司门店概况

门店	面积（平米）		开业时间	物业性质	租赁到期日	业态	位置
	百货	超市					
翠微大厦店	39736	2626	1997 年	自有		百货+超市	海淀区复兴路 33 号
牡丹园店	19153	2450	2003 年 12 月	租赁	2013 年 5 月 31 日	百货+超市	海淀区花园路 2 号
龙德店	19790	280	2007 年 12 月	租赁	2027 年 8 月 31 日	百货+超市	昌平区立汤路 186 号
翠微广场购物中心	21176	1132	2010 年 6 月底	租赁	分三部分，分别为 2024 年 5 月 29 日、2024 年 9 月 14 日、2015 年 2 月 28 日	百货+超市	海淀区复兴路 29 号
清河店	18009	2061	2010 年 1 月底	租赁	2025 年 3 月 16 日	百货+超市	海淀区清河镇危改小区项目甲 1 号
大成路店	31890		2011 年 12 月	自有		百货+超市	丰台区大成路

资料来源：公司招股说明书、山西证券研究所

图表 2：北京市主要商圈

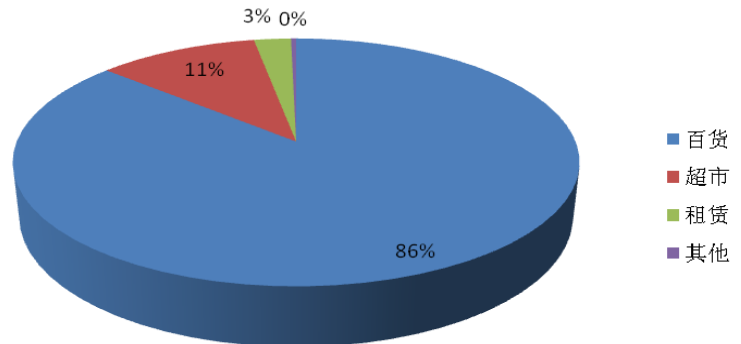




资料来源：北京商业信息港、公司招股说明书

3 高端百货品牌运营能力成为公司核心竞争力

图表 3: 2011 年前三季各业态占比 (%)



资料来源：公司招股说明书

表格 3: 分业态增长

项目	百货		超市		租赁		其他	
	收入 (万元)	增速 (%)	收入 (万元)	增速 (%)	收入 (万元)	增速 (%)	收入 (万元)	增速 (%)
2008 年	232275		33188		1991		50	
2009 年	260123	11.99	36411	9.71	2011	1.00	50	0.00
2010 年	326226	25.41	41477	13.91	9710	382.84	685	1270.00
2011 年 1-9 月	292887	-10.22	36486	-12.03	8418	-13.31	1156	68.76

资料来源：公司招股说明书

表格 4: 百货业务增长

门店		2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-9 月
翠微大厦店	收入 (万元)	176545	190879	227466	201916
	同增 (%)		8.12	19.17	-11.23
牡丹园店	收入 (万元)	43583	48824	54605	45840

	同增 (%)		12.03	11.84	-16.05
龙德店	收入 (万元)	17876	25830	33402	29496
	同增 (%)		44.50	29.31	-11.69
翠微广场购物中心	收入 (万元)			12416	13904
	同增 (%)				11.98
清河店	收入 (万元)			14052	15499
	同增 (%)				10.30

资料来源：公司招股说明书

表格 5：超市业务增长

门店		2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-9 月
翠微大厦店	收入 (万元)	21883	24230	26106	22616
	同增 (%)		10.73	7.74	-13.37
牡丹园店	收入 (万元)	10008	12206	13936	12011
	同增 (%)		21.96	14.17	-13.81
龙德店	收入 (万元)	261	643	933	1014
	同增 (%)		146.36	45.10	8.68
翠微广场购物中心	收入 (万元)			261	250
	同增 (%)				-4.21
清河店	收入 (万元)			1034	1593
	同增 (%)				54.06

资料来源：公司招股说明书

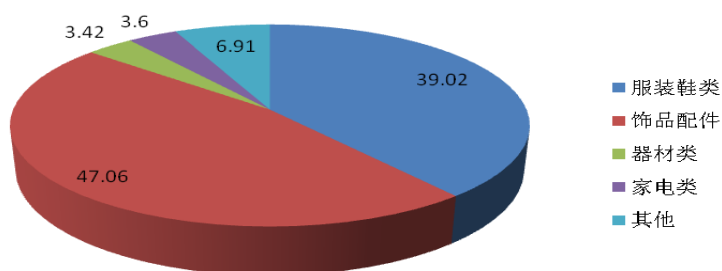
高端百货是公司的主要收入来源，近三年来，占主营业务收入比例均在 85%以上，其次为超市，所占比例在 10%以上，从 2010 年开始，翠微广场购物中心正式营业，由于其主要采取租赁模式开展经营，因此公司 2010 年及 2011 年的租赁收入大幅增加，租赁收入占主营业务收入的比例分别为 2.57%和 2.48%。截至 2011 年 9 月 30 日，公司共计与 1,029 个品牌供应商建立了合作关系，共经营 2,580 个国内外品牌，是目前北京区域高端及奢侈品牌较为齐全，品牌结构较为合理的百货零售商。公司目前各百货品牌运营情况如下：

3.1 翠微大厦店

翠微大厦店所在的公主坟商业圈地处长安街西延长线，西三环新兴桥周边，地理位置优越，是北京最悠久也最具规模的商业中心，在区域周边分布着各类临街商铺，服饰、鞋帽专卖、手机专卖、餐饮小吃等一应俱全。该门店定位为中高档百货，

共有六层营业楼层，汇集了香奈儿、希思黎、雅诗兰黛、兰蔻、劳力士、欧米茄、万宝龙、DIOR、耐克、LACOSTE 等众多国际及国内知名品牌，拥有服装首饰、化妆品、体育用品、皮具箱包、家电、工艺文化、照相器材、家居用品等各类商品，并搭配有超市及餐厅。截至 2011 年 9 月 30 日，翠微大厦店引入品牌的具体情况如下：国际一线 246 个，国际二线 391 个，进口品牌 511 个，国内一线 427 个，国内二线 690 个，共计 2,265 个国内外品牌。翠微大厦店目前的主要经营商品为服装鞋类和饰品配件，两者销售（含税）合计占比为 86.08%。

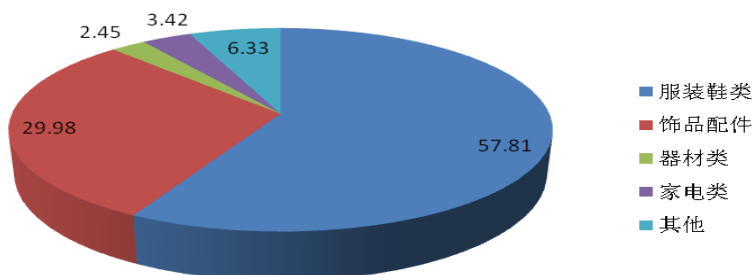
图表 4: 翠微大厦店各品类占比 (%)



资料来源：公司招股说明书

3.2 牡丹园店

图表 5: 牡丹园店各品类占比 (%)



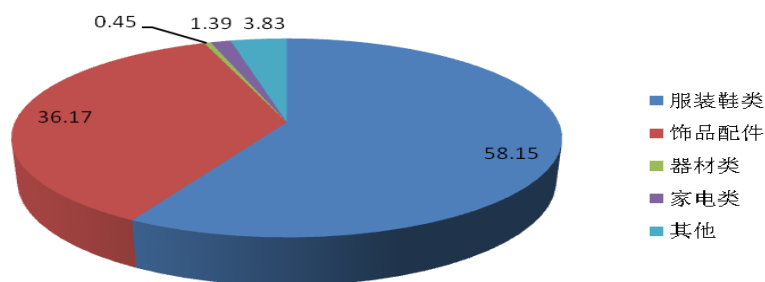
资料来源：公司招股说明书

牡丹园店是以百货零售经营为核心，辅以超市、餐饮、娱乐、金融、商务会馆等功能服务，集都市现代消费休闲娱乐为一体的综合性百货店。该店汇集了周大福、伊丽莎白雅顿、爱步、GEOX、乐斯菲斯、LEVI'S、诺帝卡、柯利亚诺、玛丝菲尔、ESPRIT 等众多国际及国内知名品牌，集百货、超市、餐饮、休闲娱乐于一体。截

至 2011 年 9 月 30 日，牡丹园店引入品牌的具体情况如下：国际一线 113 个，国际二线 146 个，进口品牌 227 个，国内一线 618 个，国内二线 287 个，共计 1,391 个国内外品牌。牡丹园店目前的主要经营商品为服装鞋类，销售（含税）占比均在 55%以上。

3.3 龙德店

图表 6：龙德店各品类占比（%）



资料来源：公司招股说明书

龙德店与龙德广场中多种业态汇集一堂、互为依托，共同构筑奥北核心商圈的“一站式购物休闲胜地”。龙德店共有四层营业楼层，汇集了 H20、新秀丽、双立人、NIKE、华歌尔、百丽、爱慕、玫尔美、鄂尔多斯、李宁等众多国际及国内知名品牌。龙德店目前的主要经营商品为服装鞋类，销售（含税）占比均在 55%以上。截至 2011 年 9 月 30 日，龙德店引入品牌的具体情况如下：国际一线 106 个，国际二线 83 个，进口品牌 134 个，国内一线 223 个，国内二线 873 个，共计 1,419 个国内外品牌。

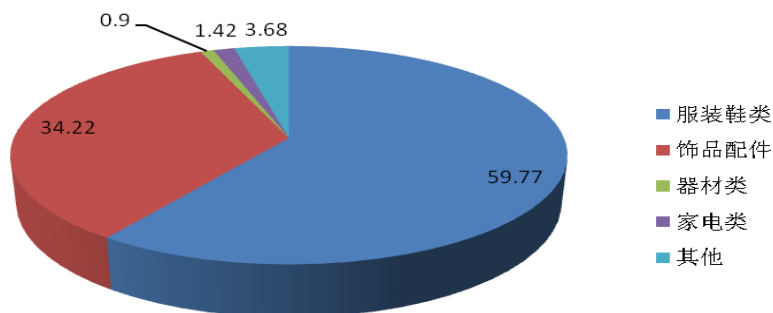
3.4 翠微广场购物中心

该门店是公司开设的第一个高档购物中心，是集购物、休闲娱乐、餐饮、酒店、办公、综合服务功能为一体的尊贵、时尚购物中心。市场定位为 28 到 50 岁之间的社会中坚消费群体。品牌定位以国际一、二线高档奢侈品牌为主，国内知名、成熟品牌为有力补充。翠微广场购物中心共有六层营业楼层，其中，地下一层为精品超市，地上一至四层为高档品牌专卖店、特色餐饮及休闲服务设施，地上五层为餐饮区。翠微广场店汇集了 Burberry、Cerrutti 1881、Escada sports、Gieves & Hawkes、Kent & Curwen、BMW Lifestyle、Brooks Brothers、Haagen-Dazs、Lloyd、Ports 1961 等众多国际知名品牌。截至 2011 年 9 月 30 日，翠微广场购物中心引入品牌

的具体情况如下：国际一线 18 个，国际二线 14 个，进口品牌 38 个，国内一线 24 个，国内二线 79 个，共计 173 个国内外品牌。公司准备在 2013 年对翠微广场商户及品牌进行整体置换和提升，使该门店尽快走出培育期。

3.5 清河店

图表 7：清河店各品类占比（%）



资料来源：公司招股说明书

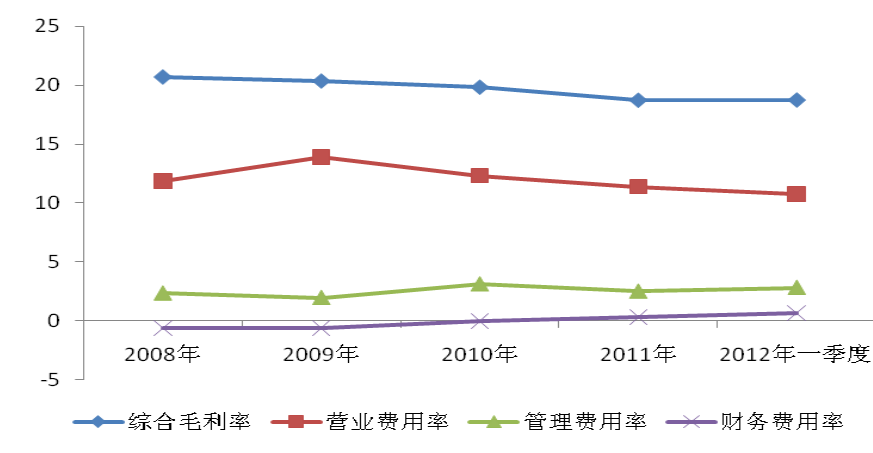
该门店定位于中高档百货，组合了诸多时尚元素，集百货、超市、餐饮于一体。其处于清河地区的核心商圈，填补了清河地区中高档百货店的空白，是清河地区居民购物的主要区域。清河店共有七层营业楼层，汇集了吉列博朗、松下、资生堂、伊丽莎白雅顿、NIKE、柯利亚诺、ESPRIT、Adidas、OCHIRLY、皮尔卡丹等众多国际及国内知名品牌。截至 2011 年 9 月 30 日，清河店引入品牌的具体情况如下：国际一线 86 个，国际二线 33 个，进口品牌 98 个，国内一线 315 个，国内二线 702 个，共计 1,234 个品牌。

4 综合毛利率和期间费用率

公司的毛利率水平略有下降，主要原因为黄金珠宝的销售收入占比出现较大幅度上升，而相关商品的毛利率仅为 7%-8%，造成了公司整体毛利率的下降。随着新开门店经营状况好转，以及黄金销售额大幅增长，2011 年公司营业费用率持续回落至 10.75%。公司营业收入增长较快以及公司的物业费改为营业费用列支，导致 2011 年度公司管理费用率回落至 2.84%。2011 年以来财务费用大幅增加主要是因为 2011 年信用卡刷卡量的增加及银行贷款利息支出增加。



图表 8: 毛利率和费用率 (%)



资料来源: 公司招股说明书

表格 6: 各门店毛利率 (%)

门店		2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-9 月
翠微大厦店	百货	21.29	21.13	20.63	17.99
	超市	16.4	17.2	16.23	17.68
牡丹园店	百货	21.92	21.01	20.74	20.33
	超市	12.24	10.82	12.64	13.51
龙德店	百货	20.29	19.17	18.97	18.98
	超市	100	19.28	17.04	18.64
翠微广场购物中心	百货			14.05	19
	超市			65.13	78.8
清河店	百货			19.16	18.67
	超市			19.25	23.85

资料来源: 公司招股说明书

5 募投项目

公司首次发行募集资金扣除发行费用后, 将按轻重缓急顺序投资于翠微百货大成路店项目和信息化系统升级改造项目。

5.1 翠微百货大成路店项目

本项目总投资额为 78,140.83 万元, 其中 1,000 万元已使用自有资金支付, 拟使用募集资金 77,140.83 万元。



5.1.1 项目商圈环境优越

该项目位于丰台区青塔二期居住区中部，北临大成路，西临永定路南延线，北侧为青塔一期居住区，项目为该区域交通枢纽，道路纵横，四条南北干道分别是西三环路、西四环路、万丰路和小屯路，还有张仪村路正在建设，京石路，卢沟桥路、丰北路三条干路横贯东西，构成四通八达道路网，并且项目本身可提供 250 个车位，周边有公交线路众多。

便捷的交通设施拓展了本项目商圈有效覆盖范围。该项目核心商圈覆盖半径约 2 公里，内有岳各庄小区、秀园、大成南里一区及二区、万科紫台、珠江风景、西府颐园等 18 个居民社区，武警部队军属院、总参指挥部、总后干休所、解放军 302 医院等 6 个机关社区，涉及人口约 15-20 万人（含流动人口）。除此之外，本项目辐射范围还包括丰台区、海淀区西部、石景山区东部，并可吸引由京石高速进京的消费者。根据本公司实地问卷调研，本项目核心商圈内的消费者群体大多为周边社区居民、办公楼白领、机关工作人员、离退休干部等，这部分消费者群体收入水平中等偏上、消费意识和消费能力较强，追求时尚化、品牌化消费方式，对百货业态有较高的倾向性。

该项目商圈内竞争环境较佳，半径 2 公里范围内无业态相同的竞争对手，半径 5 公里范围内无市场定位相同的竞争对手。目前，项目周边有苏宁电器青塔店、联通营业厅、建设银行以及各类餐饮等，项目半径 1 公里到 2 公里之间有华联超市、超市发、大中电器、红星美凯龙等零售企业。该项目以百货为主，与苏宁电器、华联超市有一定的竞争关系，但是由于市场定位不同且超市仅是本项目的辅助部分，因此项目与周边商业设施更易形成集聚效应，有利于吸引客流、带动商圈氛围。

5.1.2 项目市场定位和经营业态

该项目定位于：在填补区域市场空白，满足目标消费群体便利化购物需求的同时，提升消费者的生活质量和生活品味，适度超前，引领区域消费的北京西南部地区百货名店。该项目采用以百货为主，超市、餐饮等为补充的组合业态模式。

5.1.3 项目品牌组合和经营布局

该项目商品定位仍以成熟、名品、热销品牌为主，在对本公司现有品牌组合进行复制的基础上，针对当地特点做适当调整，在品牌组合上国际品牌和国内品牌并举。项目拟引进品牌均是本公司现有门店已有品牌：

表格 7：大成路店品牌简况

品牌级别	拟引进品牌	占比情况 (%)
国际一线品牌	万宝龙、香奈儿、希思黎、兰蔻、施华洛世奇、雅诗兰黛、CD、资生堂、阿玛尼、欧米茄、劳力士、天梭、耐克、ADIDAS、BOSE 等	10
国际二线品牌	LACOSTE、水芝澳、赫莲娜、Jack Wolfskin、KAPPA、Levi's、THE NORTH FACE、奥索卡、黛安芬、Calvin Klein、ESPRIT、爱步、ara、nine west、新秀丽、ELLE、JEEP、双立人等	20
进口品牌	GABOR、24HRS、帕翠亚、都彭、克雷斯丹妮、维氏、舒雅、华歌尔、暇步士、GABOR、chicco、皇冠等	20
国内一线品牌	谢瑞麟、周大福、周生生、李宁、依瑶、例外、马克张、观奇、顺美、爱慕、珍贝、罗莱、富安娜、百丽、联想、九阳、亚都、海信、浩沙等	30
国内二线品牌	木真了、玖而美、万利达、金正、季候风、卡汶、爱特爱、雅戈尔、九牧王、恺王、暖倍儿、禧坊、强美等	20
合计		100

资料来源：公司招股说明书

5.2 信息化系统升级改造项目

表格 8：信息化系统升级改造项目

项目	投资内容	投资金额 (万元)	合计 (万元)
ERP 系统升级项目	软件系统升级、采购及维护	830	2535
	电子设备升级、采购及维护	1443	
	配套安装工程	262	
CRM 系统升级	软件系统升级、采购及维护	583	1483
	电子设备升级、采购及维护	900	
	配套安装工程	-	
BI 系统及布局管理系统升级项目	软件系统升级、采购及维护	833	903
	电子设备升级、采购及维护	70	
	配套安装工程	-	
合计			4920

资料来源：公司招股说明书

本项目总投资额为 4,920.19 万元，拟使用募集资金 4,920.19 万元。该项目包

括购买软件使用权、信息系统电子设备以及相关系统安装工程等，主要用于 ERP 系统升级、CRM 系统升级、BI 系统及布局管理系统升级三大部分。项目完成后，将为本公司的进一步发展搭建更为高效的应用平台，对公司的长远发展将产生深远而积极的影响。

6 盈利预测及投资建议

表格 9：各门店收入增长及毛利率假设（%）

门店	项目	2011	2012E	2013E
翠微大厦店	收入增速	21	9	10
	毛利率	19	20	20
牡丹园店	收入增速	15	10	10
	毛利率	20	20	20
龙德店	收入增速	26	16	16
	毛利率	19	20	20
翠微广场购物中心	收入增速	50	16	36
	毛利率	20	21	23
清河店	收入增速	51	33	24
	毛利率	19	20	20
大成店	收入增速	-	35	38
	毛利率	-	21	21

资料来源：公司招股说明书

表格 10：盈利预测表（百万元）

项目	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
一、营业总收入	3030	3853	4803	5427	6258
二、营业总成本	2904	3722	4636	5215	6014
营业成本	2413	3089	3903	4407	5081
营业税金及附加	26	38	49	60	69
销售费用	422	475	547	613	707
管理费用	60	121	120	136	156
财务费用	(18)	0	15	0	0
资产减值损失	0	0	1	0	0
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	8	1	8	11	13



汇兑净收益	0	0	0	0	0
四、营业利润	135	132	176	223	257
加：营业外收入	1	10	6	0	0
减：营业外支出	0	1	1	0	0
五、利润总额	135	141	181	223	257
减：所得税	34	35	46	57	65
加：未确认的投资损失	0	0	0	0	0
六、净利润	101	105	135	166	191
减：少数股东损益	3	1	3	2	2
归属于母公司所有者的净利润	98	104	131	164	189
七、每股收益：	0.32	0.34	0.43	0.53	0.61

资料来源：公司公告、山西证券研究所

预计 2011 年-2013 年公司各门店同店增速和毛利率如下表所示,预计公司 2012 年、2013 年 EPS 分别为 0.53 元和 0.61 元,对应的动态 PE 分别为 24 倍和 21 倍,给予“增持”评级。

7 风险因素

1) 市场竞争环境恶化; 2) 租赁门店到期不能续租及租金涨幅过大; 3) 新开门店培育期表现低于预期; 4) 经营相对集中风险; 5) 扩展过程中人才流失风险。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。