

# 将心注入，重庆分公司调研

## 中性调低

- **“永辉精神”让我们看到公司具有伟大企业的基因。** 1、公司激励到位，团队积极进取，真正“将心注入”，以主人翁的精神经营公司。2、一直被模仿，从未被超越。从生鲜直采、农超对接到开创“渐进式”精致超市经营策略，公司始终保持了很强的创新精神。3、强大执行力为永辉创造了良好的客户体验，成为向全国进军的一把利剑。
- **生鲜竞争力对手难以模仿，竞争优势长期仍可保持。** 1、生鲜直采是系统工程，从农户整合、物流保鲜到信息系统、商品陈列和储藏降损，学习曲线陡峭，短期难以模仿；2、竞争对手一直依赖经销商采购生鲜商品，内部逐渐形成牢固的利益分配结构，采购方式短期难以改革；3、公司生鲜采购规模优势额凸显，话语权很强，采购合同具有排他性；4、直接采购环节管控难，易滋生不规范行为。公司对采购管控能力强，买手人才多是创业时期的原班人马，对公司文化认同度高。
- **生鲜优势能够摆脱区域因素制约，全国扩张可复制性强。** 1、公司生鲜大部分为全国直采，不存在与新入地区经销商重复谈判的问题，规模优势可以延续。2、公司在生鲜方面具有高品质低价位的绝对竞争力，因此在进入新地区时，可以迅速形成价格形象，从而品牌知名度大幅度提高，门店培育期较短，可以在当地迅速形成竞争力。
- **优质物业稀缺和人才培养是未来最大挑战。** 公司扩张力度大，物业获取和人才储备成为挑战，公司对此采取前瞻性战略，抢先布点低租金新区，与周边配套共同成长。人才方面主要采用传帮带模式，每年招收 100-200 名大学以上高学历人才进行相关培训作为人才储备。
- **门店快速扩张，费用率上升过快，短期业绩承压。** 12 年公司外延扩张力度较大，自有门店比重和单店面积将继续上升，加上建重庆总部大楼、物流中心等项目建设，短期资本支出压力大增。考虑到培育期门店比重较高和期间费用率攀升，我们认为短期公司业绩将承压。
- **盈利预测。** 预计 2012-2014 年 EPS 分别为 0.66 元、0.92 元及 1.42 元，对应 2012 年 PE 为 48.0X，我们认为公司短期业绩将承受较大压力，公司目前估值水平偏高，调降评级至“中性”。

百万元、元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	12316.50	17731.56	24805	35860	48213
增长率	45.33%	43.97%	39.89%	44.57%	34.45%
归属母公司净利润	305.54	466.92	505	708	1092
增长率	20.15%	52.82%	8.19%	40.15%	54.30%
每股收益(EPS)	0.398	0.608	0.658	0.922	1.423
PE	79.39	51.95	48.02	34.26	22.21

### 消费服务研究组

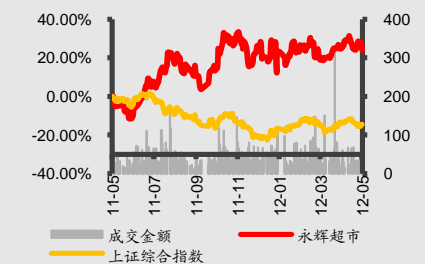
#### 高级分析师：

陈旭 (S1180511080001)

电话：010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

### 市场表现



### 相关数据

收盘价	31.59
52 周内高	34.13
52 周内低	21.83
总市值(百万元)	24257.96
流通市值(百万元)	15606.56
总股本(百万股)	767.90
A 股(百万股)	767.90
—已流通(百万股)	494.03
—限售股(百万股)	273.87

资料来源：宏源证券

### 相关研究

- 1 《宏源证券 \* 事件点评 \* 费用上升难掩长期价值 \* 商业贸易行业 \* 601933 \* 陈旭\_邢波》，2012.4
- 2 《宏源证券 \* 年报点评 \* 可复制强+高效管理=跨越式发展 \* 商业贸易行业 \* 601933 \* 陈旭\_邢波》，2012.4
- 3 《宏源证券 \* 3 季报点评 \* 永辉超市：巩固重庆，延续布局河南及江苏

请务必阅读正文之后的免责条款部分

永辉的生鲜特色已经得到市场认可，成功在重庆、合肥及北京的异地复制扩张已经被验证。今年永辉进入河南、东北及大四川能否再次顺利异地复制？永辉是否能在全国扩张中保持竞争优势？就这些问题我们再次调研永辉，拜访已经成熟并收入利润贡献近一半的重庆分公司，借此预测及验证“永辉模式”全国异地开花的可行性及发展过程。

调研报告分三个部分：第一至第五点主要阐述我们调研中对永辉的直观深刻印象和对永辉模式的新的认识，第六、七点是我们重新对于“永辉优势”的可持续性和全国扩张性的分析和思考，第八点是公司未来的发展计划和短期业绩预测。

## 一、激励到位，团队积极进取，以主人翁的精神经营公司

踏入重庆永辉的办公楼的一刻起，我们就感受到公司与与众不同的精神面貌，每个员工都在干劲十足地忙碌，此后与公司管理层交流和门店寻访的过程更是印证了我们对公司的印象。永辉的员工团队十分年轻而充满活力，大多数员工的年龄集中在 25-35 岁之间，许多店长的年龄也在 30 岁左右。另外，我们发现在调研的门店店长中，有相当一部分来自于其他大型中、外资超市，例如重庆第一家门店观音桥店的店长之前在物美超市有过 5 年的工作经验，万达店精致超市的店长之前在大润发任职……之所以能够吸引这么多优秀人才加盟，是因为永辉有着包容的团队文化和强大的团队整合能力。永辉的公司文化秉承永辉员工应兼具“永辉人”（愿意付出）、“生意人”（精明）和“管理人”（善于把握核心）三位一体的角色。公司向各店长和普通员工提供的薪酬待遇已经略高于外资超市，店长的主动离职率很低，团队稳定性很强。“得人心者，得天下”，公司激励机制的到位，使得员工始终能以主人翁的精神经营公司，让我们看到公司具有伟大企业的基因。

## 二、一直被模仿，从未被超越

公司每年都会接待许多超市同行参观学习，想模仿永辉“生鲜模式”的超市也不少，但公司却始终能够领先他人一步。在许多超市还在向经销商采购生鲜商品时，永辉已经走在前列，开始到农产品基地进行直接采购。通过不断尝试，永辉逐步摸索出“超市+农户”、“超市+专业合作社+农户”、自建基地等连锁超市与农业基地的对接模式。目前在重庆两翼已成功对接多个基地和合作社。仅 2010 年在各基地采购玉米、冬瓜、白萝卜、大白菜等农产品就近万吨，采购金额近千万元。当其他超市也开始试图模仿永辉的直采模式时，永辉超市进一步通过设置“农超对接”建设专项资金，对合作基地提供资金和技术上的扶持，包括帮助有质量优势、发展空间大的合作基地完善其基础建设；在农户资金困难时期，为其预先垫付农资费用；聘请农业专家作为永辉农业技术顾问，为合作社进行农业技术指导，在保证农户的利益，鼓励农户生产积极性的同时，也提高了自身生鲜商品采购的质量。未来随着公司也可能会考虑向产业链的上游延伸。

## 三、强大的执行力及管控力，换来良好的客户体验

永辉对于公司门店执行营运标准的检查非常严格，因此门店的客户体验也较其他超市更具优势。公司总部每个月都会分派 12 个检查组，不定时间、不定人选，对各个区域门店进行抽检（抽检内容包括“店长 50 条”等运营标准相关内容，主要涵盖经营安全、食

品新鲜度等方面的检查)。同时,除公司总部检查之外,公司各个大区总部也会成立相关质量管理组,每个月到门店进行抽检,大区检查的内容不仅仅包括“店长 50 条”,还有更细节的标准。公司对营运标准的考核将占年终绩效 10-15%,如果执行不能达到一定标准,店长将会失去全年奖金评定资格。公司对营运标准控制力度很强,充分确保了强大的执行能力。

正是由于公司对于营运标准的“苛刻”要求,换来了良好的客户体验。在我们的门店走访过程中,我们发现永辉生鲜区域的蔬菜、水果堆头总是保持非常好的外观状态,当顾客选走商品之后,旁边的生鲜部员工马上会补充新货,以使堆头始终保持新鲜和充盈的状态,给客户带来良好的购物体验。

**图 1: 永辉观音桥店的生鲜区域**



资料来源: 宏源证券

**图 2: 堆头始终保持充盈状态(此图摄于下午 2:00)**



资料来源: 宏源证券

#### 四、盈利一方面通过产品结构调整,但主要来自减少耗损

公司通过提高毛利率和减少损耗两方面努力增强盈利水平,目前主要来自减少损耗。公司通过品类结构调整,不断加大食品用品和服装销售占比,同时公司尝试进入精致超市业态,并开出了咏悦汇红酒,安歌母婴馆等专区,这些都加大了公司毛利率的提升空间。但毛利率提高是一个长期的渐进的过程,公司目前主要通过减少生鲜的损耗提高毛利水平。在一般的大型超市企业,生鲜损耗率在 8%—10%。而永辉通过良好的细节管理,将生鲜损耗率从 5%逐步降低到 3.5%,远低于行业平均水平,从而在生鲜降损方面赢得了特殊的盈利能力。目前,永辉的生鲜毛利率已经达到 12%以上(不含熟食),而家乐福等大型超市包含熟食的销售毛利率还不到 4%,永辉在生鲜减损方面的优势非常显著。

#### 五、对精致超市 BRAVO 的再认识

精致超市 BRAVO 是公司的又一大尝试。但一味模仿他人并不是永辉的文化,公司在尝试精致超市业态的同时对经营方式大胆创新,采用了“渐进式”的经营策略。这在一般经营者看来是犯了“定位不清晰”的商家大忌,然而商业经营中永远没有颠扑不破、放之四海皆准的真理,永辉正是利用这种“渐进式”的经营策略尝试取得了相当不错的效果。

所谓“渐进式”的精致超市经营策略，是指门店中并不是全面引入高定价的高端进口商品，而是先进行小比例的引进，逐步增加高端商品比重。这样经营的好处是，不会因为突兀的高端定位而使得一般消费者对超市敬而远之，造成客流的大量流失，从而导致门店周转不畅，经营恶性循环。永辉这“渐进式”方面做得更加细致，为了不影响到一般消费者的购物体验，永辉对高端商品的陈列进行了多次改进，最终决定在每个货架的第一列陈列高端商品，货架的其余部分仍是常规的大众商品，这样既不影响一般消费者的购物体验，又增加了高端商品的“曝光度”，达到了对高端消费的培育效果。目前重庆 BRAVO 门店高端商品陈列的面积只占总经营面积的 2%。

我们认为，这样的“渐进式”经营策略反映出公司因地制宜的经营灵活性和创新精神，不刻意模仿标准，对不同地域不同消费习惯的适应性更强，因此我们看好公司精致超市在全国扩张。

**图 3: BRAVO 红酒区域“咏乐汇”**



资料来源：公司资料，宏源证券

**图 4: 在 BRAVO，生鲜仍是客流的“发动机”**



资料来源：宏源证券

## 六、生鲜竞争力难以被模仿，竞争优势可长期保持

### （一）盈利模式的主要特点

利用全国+区域生鲜直采的模式，大大降低生鲜成本，同时能够提高生鲜品质。由此，公司能够做到通过生鲜商品直接盈利（其他超市多为平或亏），并且通过生鲜大大提高聚客能力，促进了食品用品和服装等高毛利商品的销售。此外，全国直采使得公司全国化扩张不受区域供应商因素的影响，规模效应得以在扩张过程中延续。

### （二）生鲜直采是系统工程，并非点对点的复制

生鲜直采并不仅仅是一个单点运作，而是一个系统工程，难以被完整复制。从对上游农户整合、聘请专家进行种植指导；到物流保鲜技术和经验、门店陈列和保鲜降损以及生鲜储藏技巧都具有陡峭的学习曲线，短时间难以对整个直采系统链条进行全面的模仿。公司通过长期运营，生鲜损耗率从 5%降低到 3.5%（而一般零售企业达到 8-10%），生鲜毛

利率已经达到 12%以上，而家乐福等超市包括熟食销售毛利仅能达到 4%。同时，公司门店人员配备上，生鲜员工数量更多。例如一个 300 员工的店面，生鲜配备 120 个员工，而家乐福沃尔玛同等规模的店铺大概只配备 40 个生鲜员工。公司通过多配备生鲜员工，及时保证生鲜商品陈列有序，加快了生鲜周转，进一步降低了损耗率；同时公司门店的生鲜价格能够做到根据时段和消费群体的变化，（通过调整商品品类，例如平价蔬菜和精品蔬菜，从而调整商品价格。）充分提高了公司获取高毛利的可能性。

### （三）竞争对手采购环节长期形成利益桎梏

国有企业及其他民营企业由于一直以来依赖向区域经销商采购生鲜商品的路径，公司内部与经销商形成了很牢固的利益分配结构，脱离路径依赖，大力度的改革，进行生鲜直采在公司内部执行并不现实。由于体制和利益的桎梏，已经依赖于经销商采购体系的一般零售企业无法在短期内实现生鲜采购模式的顺利转型。

### （四）规模效应和先发优势

一般来说，生鲜采购占到当地零售行业（不算批发和农贸市场）生鲜的 30%-40%就具有很强的话语权。永辉的生鲜采购占比很高，规模优势额凸显，话语权很强。并且生鲜采购合同也具有排他性，因此公司先发优势很大程度上提高了同行业竞争者的模仿难度。

### （五）公司对采购团队管控能力强

直接面向农户进行生鲜采购对于一般零售企业来说，管控难度很高，容易滋生不规范交易行为。而永辉的采购人才基本都是创业时期的原班人马，对公司文化认同度高，责任感更强，同时公司对采购环节的不规范现象采取很严厉的惩罚机制，因此公司对于采购环节的管控能力很强。而一般零售企业没有这样的资源条件和管控能力，不愿也难以进行直采。

## 七、摆脱区域因素制约，全国可复制性强

### （一）全国直采，不存在区域约束

传统的超市由于需要向区域经销商采购（各个区域的经销商不同），因此每进入一个新的地区就需要重新谈判，在价格等方面无法形成规模优势。而公司主要采用全国直采模式（只有部分地区特色生鲜在当地直采），因此不存在进入新的区域需要重新谈判的问题，规模优势可以在全国扩张的过程中延续。

### （二）生鲜优势立足民生，迅速形成竞争力

生鲜民生商品是超市经营的核心竞争力，是客流的发动机。在我国只有做强生鲜才能经营好超市。公司因为在生鲜方面具有高品质低价位的绝对竞争力，因此在进入新地区时，

可以迅速形成价格和品质形象，从而品牌知名度大幅度提高，门店培育期较短，可以在当地迅速形成竞争力。因此公司能够执行快速全国扩张的策略。

## 八、未来的发展计划，机遇和挑战

### （一）公司将加大食品用品和服装的销售力度

在品类调整方面，公司将进一步加大食品用品和服装的销售力度，提高非生鲜商品比重，尤其是服装类商品，公司也采用厂家直接定制的模式，提供高质低价商品获得竞争力。公司服装类商品的毛利率最高，可以达到 30%以上。

### （二）北京大区未来会比较强势（包括进入河北）。

公司主要将进入新城区，因为老城区物业已经非常稀缺。从实际运营来看，区县有时候利润率会更高，因此公司未来布点着眼于新城区，有时候相关配套还没有进入，但公司主要看商圈的后续发展，伴随周边配套一同成长。

### （三）重庆本地主城区好的物业越来越少

重庆本地主城区好的物业越来越少（只能进入区县），主要重点在四川和贵州地区，后面将会进入云南。公司认为四川市场比重庆进入难度更低。目前主要处于获取物业阶段，目前四川仅有温江店一个新店开业。未来四川计划开店数量应该不会低于重庆。年内四川地区预计 3 家，重庆大区今年预计开 19 家左右。

### （四）未来挑战主要在物业获取方面和人才储备方面。

公司扩张力度较大，但优质物业获取越来越困难，公司对此采取了前瞻性战略，对一些新城区地域进行抢先布店，可以获得较低的租金优势，同时伴随着周边相关配套的完善，实现门店的成长。第二个面临的挑战主要是公司扩张较快，人才需求较大。目前公司重庆大区人才储备较为充足，主要采用传帮带的模式培养人才，同时公司每年招收 100-200 名大学以上高学历人才进行相关培训，作为人才储备。

### （五）受门店快速扩张影响，短期业绩承压

公司今年预计开业门店达到 50 家，外延扩张力度较大。同时公司自有门店比重和单店面积将延续上升趋势，加上建重庆总部大楼、重庆物流、安徽物流、沈阳物流、福建物流、公司总部大楼征地等项目投资建设，公司短期内资本支出压力大增。考虑到新增培育期门店比重较高和期间费用率的攀升，我们认为短期公司面临较大的业绩压力，预计 12 年全年收入达到 248.05 亿元，增速 39.89%；摊薄每股收益 0.658 元，增幅 8.19%。2013 年后业绩将逐步得到释放。

长期来看，公司的生鲜竞争优势仍然凸显。我们近期对公司重庆大区的经营情况进行调研后认为，公司的竞争优势中短期内难以被竞争对手模仿，并且可以在全国扩张的过程中成功复制。

表 4: 盈利预测

报表预测					财务分析和估值指标汇总				
利润表	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	17,731.56	24,804.87	35,859.91	48,212.76	<b>收益率</b>				
减: 营业成本	14,318.21	20,002.52	28,996.05	38,965.76	毛利率	19.25%	19.36%	19.14%	19.18%
营业税金及附加	82.89	99.51	143.86	193.42	三费/销售收入	15.50%	16.24%	16.10%	15.75%
营业费用	2,294.51	3,376.09	4,763.45	6,187.50	EBIT/销售收入	3.54%	2.94%	3.05%	3.53%
管理费用	403.63	564.65	816.30	1,097.49	EBITDA/销售收入	5.31%	5.55%	5.12%	4.13%
财务费用	49.40	87.61	194.94	309.97	销售净利率	2.64%	2.04%	1.98%	2.27%
资产减值损失	16.10	8.42	8.42	8.42	<b>资产获利率</b>				
加: 投资收益	21.58	0.00	0.00	0.00	ROE	11.48%	11.20%	13.81%	17.96%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.84%	8.10%	7.55%	10.46%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	19.46%	13.41%	12.67%	14.03%
<b>营业利润</b>	<b>588.39</b>	<b>666.07</b>	<b>936.89</b>	<b>1,450.19</b>	<b>增长率</b>				
加: 其他非经营损益	14.39	8.40	8.40	8.40	销售收入增长率	43.97%	39.89%	44.57%	34.45%
<b>利润总额</b>	<b>602.79</b>	<b>674.47</b>	<b>945.29</b>	<b>1,458.60</b>	EBIT 增长率	37.86%	15.98%	49.85%	56.02%
减: 所得税	135.22	168.62	236.32	364.65	EBITDA 增长率	38.81%	46.37%	33.35%	8.47%
<b>净利润</b>	<b>467.57</b>	<b>505.86</b>	<b>708.97</b>	<b>1,093.95</b>	净利润增长率	53.26%	8.19%	40.15%	54.30%
减: 少数股东损益	0.65	0.70	0.98	1.51	总资产增长率	41.54%	-2.08%	60.85%	12.60%
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>466.92</b>	<b>505.16</b>	<b>707.99</b>	<b>1,092.43</b>	股东权益增长率	6.68%	10.84%	13.71%	18.61%
<b>资产负债表</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	经营营运资本增长率	-12.30%	71.37%	109.15%	31.57%
货币资金	1,765.95	744.15	1,075.80	1,446.38	<b>资本结构</b>				
应收和预付款项	1,565.91	1,664.97	3,012.05	3,274.61	资产负债率	55.66%	53.12%	66.57%	64.44%
存货	2,395.41	1,682.44	4,228.88	3,714.93	投资资本/总资产	43.86%	71.30%	62.66%	71.33%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	带息债务/总负债	23.28%	39.72%	40.81%	52.66%
长期股权投资	209.99	209.99	209.99	209.99	流动比率	1.16	0.89	0.88	0.82
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.68	0.52	0.43	0.46
固定资产和在建工程	1,838.84	3,855.30	5,674.30	7,413.31	股利支付率	16.45%	12.66%	12.66%	12.66%
无形资产和开发支出	336.43	300.53	264.63	228.73	收益留存率	83.55%	87.34%	87.34%	87.34%
其他非流动资产	1,072.34	536.17	0.00	0.00	<b>资产管理效率</b>				
<b>资产总计</b>	<b>9,184.86</b>	<b>8,993.54</b>	<b>14,465.66</b>	<b>16,287.95</b>	总资产周转率	1.93	2.76	2.48	2.96
短期借款	1,190.00	1,793.16	3,825.86	5,423.20	固定资产周转率	11.51	17.04	9.76	8.91
应付和预收款项	2,895.10	1,957.25	4,777.34	4,046.64	应收账款周转率	161.81	222.38	172.29	217.50
长期借款	104.50	104.50	104.50	104.50	存货周转率	5.98	11.89	6.86	10.49
其他负债	922.32	922.32	922.32	922.32	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
<b>负债合计</b>	<b>5,111.92</b>	<b>4,777.24</b>	<b>9,630.01</b>	<b>10,496.66</b>	EBIT	628.35	728.74	1,092.04	1,703.77
股本	767.90	767.90	767.90	767.90	EBITDA	941.05	1,377.39	1,836.68	1,992.24
资本公积	2,297.96	2,297.96	2,297.96	2,297.96	NOPLAT	475.94	540.25	812.72	1,271.52
留存收益	1,002.69	1,443.90	2,062.26	3,016.39	净利润	466.92	505.16	707.99	1,092.43
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>4,068.55</b>	<b>4,509.76</b>	<b>5,128.12</b>	<b>6,082.25</b>	EPS	0.608	0.658	0.922	1.423
少数股东权益	4.39	5.09	6.07	7.58	BPS	5.298	5.873	6.678	7.921
<b>股东权益合计</b>	<b>4,072.94</b>	<b>4,514.85</b>	<b>5,134.19</b>	<b>6,089.84</b>	PE	51.95	48.02	34.26	22.21
负债和股东权益合计	9,184.86	9,292.08	14,764.20	16,586.50	PEG	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>现金流量表</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	PB	5.96	5.38	4.73	3.99
经营性现金净流量	602.95	886.95	529.03	1,150.41	PS	1.37	0.98	0.68	0.50
投资性现金净流量	-2,554.16	-2,393.70	-1,993.70	-1,993.70	PCF	40.23	27.35	45.85	21.09
筹资性现金净流量	917.88	484.94	1,796.32	1,213.87	EV/EBIT	38.54	35.90	25.82	17.49
<b>现金流量净额</b>	<b>-1,033.31</b>	<b>-1,021.80</b>	<b>331.65</b>	<b>370.59</b>					

资料来源: 宏源证券

**分析师简介:**

**陈旭:** 商贸零售行业高级分析师, 消费服务组组长, 5年证券行业从业经验。就读于香港大学、厦门大学和中山大学, 金融系。2010年8月加盟宏源证券研究所, 曾服务于中金公司投资银行部、华泰联合研究所, 2009-2010年新财富分析师。

主要覆盖公司: 永辉超市、欧亚集团、新华百货、吉峰农机、中兴商业、东百集团、豫园商城、南京中商、友谊股份、王府井、秋林集团、东方金钰、友阿股份、东百集团、大连友谊

**机构销售团队**

华北区域	<b>郭振举</b>	<b>牟晚凤</b>	<b>孙利群</b>	
	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	<b>张珺</b>	<b>赵佳</b>	<b>奚曦</b>	<b>王燕妮</b>
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com
华南区域	<b>曾利洁</b>	<b>贾浩森</b>	<b>罗云</b>	<b>孙婉莹</b>
	010-88085991 zenglijie@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com	0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	<b>方芳</b>	<b>胡玉峰</b>		
	010-88085842 fangfang@hysec.com	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。