续篇：地产业务深度分析

买入维持

- **汇友地产今后仍有继续做的可能性，应该给予 PE 估值，PE 可以给予折扣。**由于目前汇友地产项目收益率较高，我们判断会有团队仍有继续拿地可能，友好集团地产业务应给予 PE 估值，考虑折扣后，我们认为地产部分合理 PE 在 5 倍。结合 2012 年地产业务结算贡献 1 元 EPS 考虑，友好集团地产业务价值约在 5 元/股左右。
- **广汇增持友好是着眼长远，未来房地产资产注入的可能。**广汇在其集团战略中清晰表明，最终将通过资产重组，把已成规模的商业地产项目及配套服务资产打包形成产权清晰收益稳定的资产包，并以“广汇置业”的名称上市。 2012 年 1 月，孙广信在广汇集团 2011 年度总结表彰大会上，更明确提出，“力争到 2016 年实现房产置业集团内部有一家上市公司。”我们认为广汇增持友好集团与其战略布局一致，是着眼于长远的战略考虑，未来可能进行资产注入。
- **广汇集团未来计划形成清洁能源、汽车服务、房地产三家规模上百亿上市公司。**广汇旗下清洁能源产业的液化天然气基地是目前中国最大的陆基液化天然气生产供应商，在全国居领先地位；汽车服务产业横跨全国 12 个省区，乘用轿车经营规模连续多年位居全国第一；房地产业累计开发规模超过 1100 万平方米，连续 19 年位居新疆第一。2011 年，广汇集团实现营业收入 682.2 亿元。
- **友好集团自有物业价值吸引力大，股权相对分散，广汇地产实现资产注入后将形成地产、商业协同效应。**友好集团目前共有自有物业超过 35 万平米，市场价值约 45 亿元，目前公司市值 37 亿元左右，折价率接近 20%。11 年广汇地产营业收入 44.9 亿元，净利率高达 36%。而目前友好集团销售净利率仅为 3.8%，实现资产注入后，将显著增强友好集团盈利能力。同时，商业和地产将产生较强的协同效应，进一步降低公司交易成本，实现盈利能力的进一步增强。
- **盈利预测。** 我们预计 12-14 年友好集团不含地产业务 EPS 分别为 0.36、0.52 和 0.67 元；考虑地产业务后，12-14 年 EPS 分别为 1.36、1.52 和 1.38 元，对应 PE 为 8.8、7.9 和 8.7 倍。维持“买入”评级。

亿元（不含地产业	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	38.6	48.6	78.03	93.21
增长率	32.36%	25.91%	60.56%	19.45%
归属母公司净利	1.43	1.13	1.61	2.09
增长率	36.15%	-21.30%	42.69%	29.73%
每股收益(不含地	0.46	0.36	0.52	0.67
每股收益(包含地产)	0.46	1.36	1.52	1.38
PE(包含地产)	23.98	8.82	7.89	8.70

消费服务研究组

高级分析师:

陈炫如（陈旭）（S1180511080001）

电话：010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

邢波（S1180511080004）

电话：010-8808 5963

Email: xingbo@hysec.com

联系人:

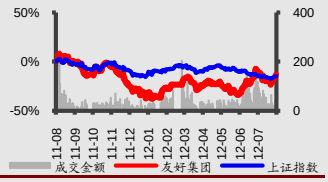
姜天骄

电话：010-8801 3525

Email: jiangtianjiao@hysec.com

带格式的：段落间距段后：0.5 行

市场表现



相关数据

收盘价	12.08
52 周内高	17.79
52 周内低	8.44
总市值(百万元)	3720
流通市值(百万元)	3688
总股本(百万股)	311
A 股(百万股)	311
—已流通(百万股)	309
—限售股(百万股)	2

资料来源：宏源证券

相关研究

1、《宏源证券＊调研深度报告＊友好集团：广汇增持友好，风物长宜放眼量＊600778＊商贸零售行业＊陈旭》6.28

请务必阅读正文之后的免责条款部分

我们近期持续跟踪广汇集团增持友好集团事件。分析结论，我们认为汇友房地产业务未来有可能持续经营，应该给予一定估值。同时友好集团有可能作为广汇地产的资本运作平台，最后实现广汇地产整体上市。因此我们此篇广汇地产相关的专题报告对广汇集团及其地产业务作较为详细的介绍。

一、汇友地产业务仍有持续可能性

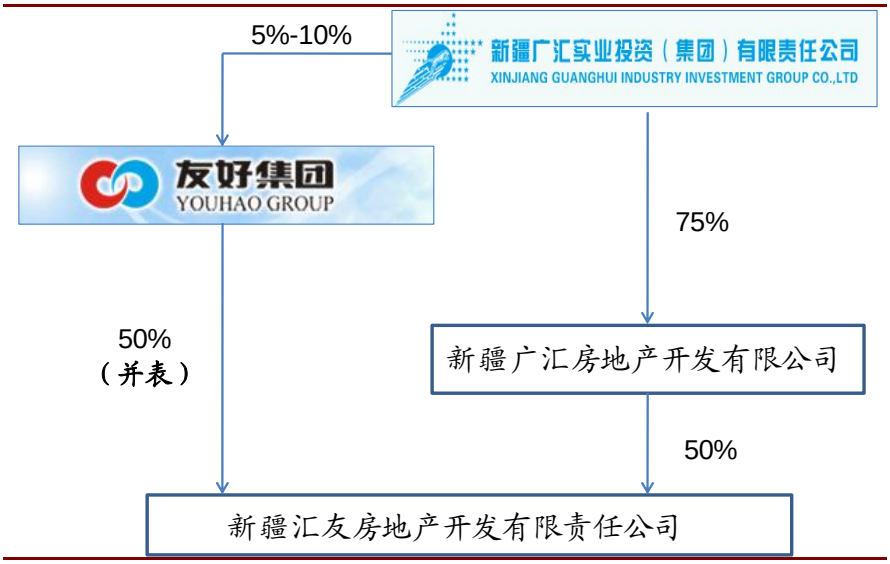
我们认为，汇友地产今后仍有继续做的可能性，因此友好集团的地产业务应该给予PE估值，但PE可以给予折扣。由于目前汇友地产项目收益率较高，汇友团队有继续运作的可能，因此友好集团地产业务应给予PE估值，考虑折扣后，我们认为地产部分合理PE在5倍。结合2012年地产业务结算贡献1元EPS考虑，友好集团地产业务价值约在5元/股。

（一）汇友地产概况

汇友地产于2009年12月成立，由友好集团及广汇地产各现金出资20000万元，出资比例个为50%合资成立。汇友地产目前主要有三个项目位于沙区克拉玛依西路、新市区外环路和新市区迎宾路。

我们认为汇友地产盈利好，今年地产业务会至少结算完去年销售商品房预收款197,756.38万元（按搜房网的价格预计全部营收94亿），按照50%的权益及20%的净利率计算，去年的预收账款如果今年结算将贡献EPS0.64元。（叠加今年销售结算，估计地产今年可贡献EPS为1元左右）

图1：汇友地产股权结构



资料来源：宏源证券

（二）汇友地产成立的原因：共担资金压力和投资风险

2009 年 11 月，友好集团为增加可用于商业项目开发的土地储备，对破产企业新疆维吾尔自治区第一运输公司（以下简称一运司）的相关资产进行了收购，拍得 2009-C-086、087、088 号国有建设用地使用权（工业用地，分别位于沙区克拉玛依西路、新市区外环路和新市区迎宾路，属原一运司破产处置用地）和一运司破产资产。

当时，鉴于地块房地产开发面积较大，收购成本及开发建设成本资金需求量较大，为降低资金压力和投资风险，友好集团决定联合新疆最大的房地产开发商、在房地产开发领域有着丰富的项目运作经验的新疆广汇房地产开发有限公司共同开发上述土地。经公司与新疆广汇房地产开发有限公司协商，双方拟共同出资设立“新疆汇友房地产开发有限责任公司”，该公司注册资本金拟为：人民币 40,000 万元。其中，公司现金出资 20,000 万元，出资比例为 50%，新疆广汇房地产开发有限公司现金出资 20,000 万元，出资比例为 50%。双方约定：共担风险、共享收益。

汇友地产成立后，双方均派出管理人员参与汇友集团经营管理决策，友好集团方面主要派出的管理高层人员为集团副总经理王琳；广汇方面主要派出广汇集团董事、广汇房产总经理杨铁军等参与汇友的经营管理。

（三）汇友地产项目介绍

截止 2012 年 6 月，汇友地产共开发 3 处住宅项目，分别为中央郡，马德里春天和航空嘉园。由于目前项目利润率很高，**我们判断汇友地产团队继续运作的可能性较大**。

表 1：汇友地产目前开发的三处住宅

楼盘名称	建筑面积（平米）	均价（元/平米）	总价（亿元）	开盘时间	地址
航空嘉园	221800	4860	10.78	2011 年 4 月	新市区迎宾北一路 18 号
马德里春天	808100	6000	48.49	2010 年 12 月 9 日	新市区西环北路 728 号
中央郡	424600	8400	35.67	2010 年 11 月 21 日	沙依巴克区克拉玛依西路平顶山东二路
合计	**1454500**		**94.93**		

资料来源：宏源证券，搜房网

图 2：乌鲁木齐中央郡规划全景图

资料来源：宏源证券，搜房网

图 3：2011 年底中央郡实景

资料来源：宏源证券，搜房网

图 4：乌鲁木齐马德里春天效果图

资料来源：宏源证券，搜房网

图 5：2012 年 6 月马德里春天实景

资料来源：宏源证券，搜房网

图 6：乌鲁木齐航空嘉园规划全景图

资料来源：宏源证券，搜房网

图 7：2012 年航空嘉园实景

资料来源：宏源证券，搜房网

（四）估值，房地产结算进度及估值的敏感性测算

在房地产业务方面，公司上半年没有进行结算，将在今年下半年集中结算（去年预收房款和今年叠加部分）。我们认为，如果**今年公司结算地产收入将接近 30 亿元，贡献权益利润 3 亿元左右，将贡献 EPS0.96 元。**（原预计 12-14 年分别贡献净利润 1.27 亿元 、1.09 亿元 和 0.91 亿元，贡献 EPS 0.41 元、0.35 元和 0.29 元。并入地产业务后，友好集团 12-14 年 EPS 为 0.77、0.87 和 0.96 元。）按照 2012 年地产 5 倍 PE 估值，公司地产业务估值应在 5 元左右。

表 2：地产业务结算所贡献 EPS 敏感性分析

单位：元		结算金额（亿元）									
		25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
销售净利率	10%	0.40	0.42	0.43	0.45	0.47	0.48	0.50	0.51	0.53	0.55
	11%	0.44	0.46	0.48	0.50	0.51	0.53	0.55	0.57	0.58	0.60
	12%	0.48	0.50	0.52	0.54	0.56	0.58	0.60	0.62	0.64	0.66
	13%	0.52	0.54	0.56	0.59	0.61	0.63	0.65	0.67	0.69	0.71
	14%	0.56	0.59	0.61	0.63	0.65	0.68	0.70	0.72	0.74	0.77
	15%	0.60	0.63	0.65	0.68	0.70	0.72	0.75	0.77	0.80	0.82
	16%	0.64	0.67	0.69	0.72	0.75	0.77	0.80	0.82	0.85	0.87
	17%	0.68	0.71	0.74	0.77	0.79	0.82	0.85	0.87	0.90	0.93
	18%	0.72	0.75	0.78	0.81	0.84	0.87	0.90	0.93	0.95	0.98
	19%	0.76	0.79	0.82	0.86	0.89	0.92	0.95	0.98	1.01	1.04
	20%	0.80	0.84	0.87	0.90	0.93	**0.96**	1.00	1.03	1.06	1.09
	21%	0.84	0.88	0.91	0.95	0.98	1.01	1.05	1.08	1.11	1.15
	22%	0.88	0.92	0.95	0.99	1.03	1.06	1.10	1.13	1.17	1.20
	23%	0.92	0.96	1.00	1.04	1.07	1.11	1.15	1.18	1.22	1.26
	24%	0.96	1.00	1.04	1.08	1.12	1.16	1.20	1.23	1.27	1.31
	25%	1.00	1.05	1.09	1.13	1.17	1.21	1.25	1.29	1.33	1.37

资料来源：宏源证券

表 3：地产业务估值敏感性分析

单位：元		地产业务市盈率估值									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
地产业务权益利润	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
	0.2	0.2	0.4	0.6	0.8	1.0	1.2	1.4	1.6	1.8	2.0
	0.3	0.3	0.6	0.9	1.2	1.5	1.8	2.1	2.4	2.7	3.0
	0.4	0.4	0.8	1.2	1.6	2.0	2.4	2.8	3.2	3.6	4.0
	0.5	0.5	1.0	1.5	2.0	2.5	3.0	3.5	4.0	4.5	5.0
	0.6	0.6	1.2	1.8	2.4	3.0	3.6	4.2	4.8	5.4	6.0
	0.7	0.7	1.4	2.1	2.8	3.5	4.2	4.9	5.6	6.3	7.0
	0.8	0.8	1.6	2.4	3.2	4.0	4.8	5.6	6.4	7.2	8.0
	0.9	0.9	1.8	2.7	3.6	4.5	5.4	6.3	7.2	8.1	9.0
	1.0	1.0	2.0	3.0	4.0	**5.0**	6.0	7.0	8.0	9.0	10.0
	1.1	1.1	2.2	3.3	4.4	5.5	6.6	7.7	8.8	9.9	11.0
	1.2	1.2	2.4	3.6	4.8	6.0	7.2	8.4	9.6	10.8	12.0
	1.3	1.3	2.6	3.9	5.2	6.5	7.8	9.1	10.4	11.7	13.0
	1.4	1.4	2.8	4.2	5.6	7.0	8.4	9.8	11.2	12.6	14.0
	1.5	1.5	3.0	4.5	6.0	7.5	9.0	10.5	12.0	13.5	15.0
	1.6	1.6	3.2	4.8	6.4	8.0	9.6	11.2	12.8	14.4	16.0

资料来源：宏源证券

二、广汇增持友好着眼长远，未来可能进行资产注入

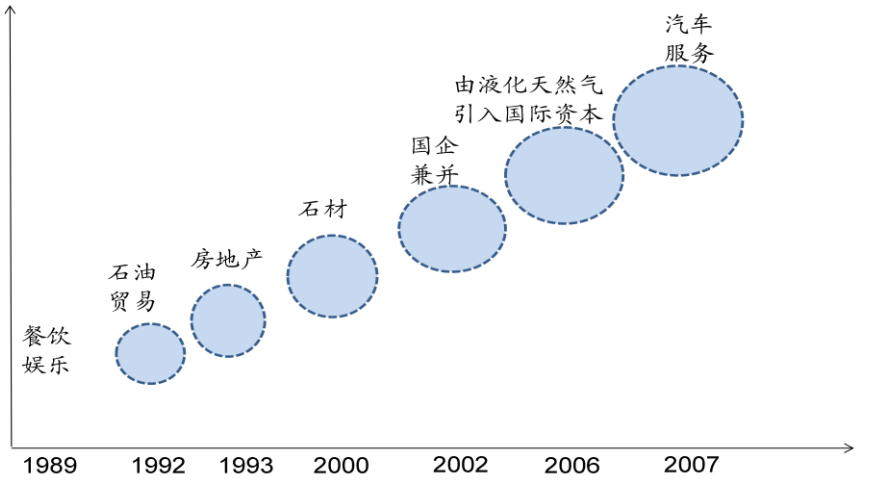
广汇在其集团战略中清晰表明，最终将通过资产重组，把已成规模的商业地产项目及配套服务资产打包形成产权清晰收益稳定的资产包，并以“广汇置业”的名称上市。2012年1月,孙广信在广汇集团2011年度总结表彰大会上,更明确提出,"力争到2016年实现房产置业集团内部有一家上市公司."我们认为广汇增持友好集团与其战略布局一致，是着眼于长远的战略考虑，未来可能进行资产注入。

（一）广汇集团历史沿革

广汇集团前身为乌鲁木齐市广汇工贸公司，创建于1989年，创始人孙广信。1994年更名为新疆广汇企业（集团）有限责任公司，注册资本2,086万元；2002年1月，更名为新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司，注册资本增至128,000万元；2006年，注册资本增至140,600万元；2008年6月，注册资本增至55,267万元。

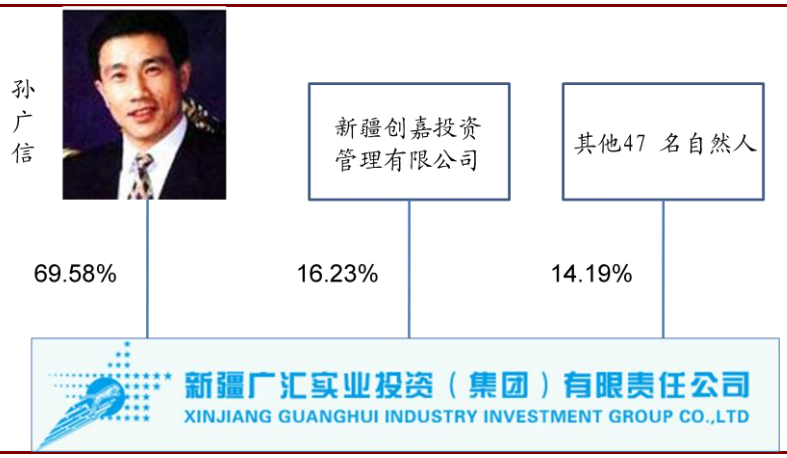
广汇集团从成立至今，先后涉足餐饮娱乐、石油贸易、房地产、石材、汽车销售服务、能源等行业，目前目前已形成清洁能源、汽车服务、房地产三大支柱产业。

图8：广汇集团发展历程



资料来源：宏源证券

图 9：2011 年广汇集团股权结构



资料来源：宏源证券，公开资料

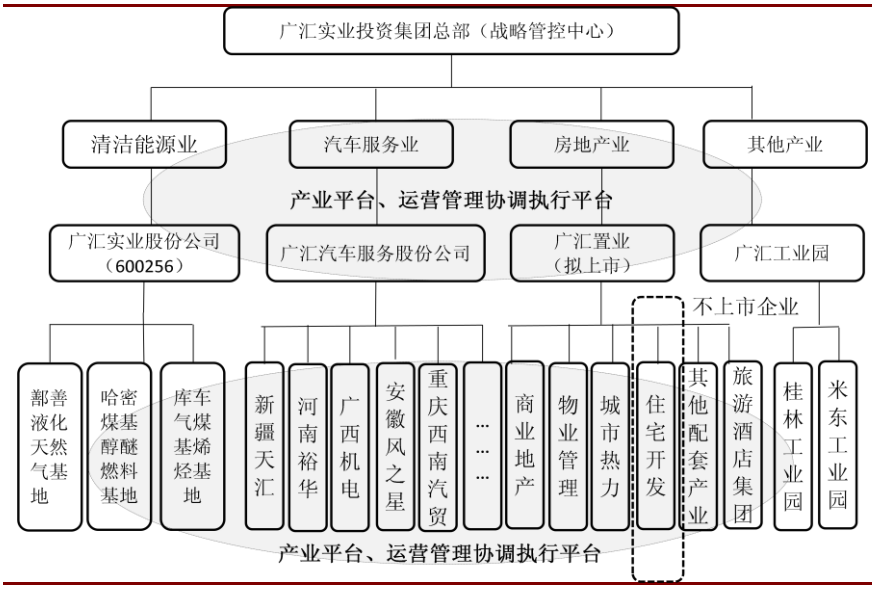
（二）广汇集团业务概况

广汇集团经过二十余年的创业发展，资产规模不断扩大，经营效益逐年提高。目前已形成清洁能源、汽车服务、房地产三大支柱产业。**广汇旗下清洁能源产业的液化天然气基地是目前中国最大的陆基液化天然气生产供应商，在全国居领先地位；汽车服务产业横跨全国 12 个省区，乘用轿车经营规模连续多年位居全国第一；房地产业累计开发规模超过 1100 万平方米，连续 19 年位居新疆第一**。

根据国家统计局 2008 年 10 月发布的资料，在以年营业收入排名的全国 1000 强企业集团中，广汇集团位居第 221 位，在新疆企业中排名第一。在由中国企业联合会、中国企业家协会联合组织开展的评选活动中，公司已连续八年进入“中国企业 500 强”。多年来公司先后荣获“全国优秀民营企业”、“首届对中国经济社会发挥贡献突出企业 1000 强”、“全国诚信纳税企业”、“全国光彩之星”等数十项荣誉称号，连续多年被乌鲁木齐市委、市政府授予“纳税功勋企业”，被新疆维吾尔自治区党委和人民政府誉为“新疆非公有制经济的一面旗帜”。

目前，集团旗下能源业务已经在 A 股上市——广汇能源（600256），汽车服务业务也在上市申报过程中，根据集团战略规划，广汇的地产业务也将最终通过资产重组，将已成规模的商业地产项目及配套服务资产打包形成产权清晰收益稳定的资产包，并以广汇置业上市。最终实现集团三大产业全部上市。

图 10：广汇集团业务架构——形成能源、汽车服务及房地产三块上市业务



资料来源：宏源证券

表 4：广汇集团近年来分业务收入情况

	2011 年		2010 年	
单位：万元	主营业务收入	主营业务成本	主营业务收入	主营业务成本
整车销售	5,297,555.04	5,050,544.32	3,965,386.62	3,781,813.21
房地产	449,058.43	200,127.93	674,261.30	364,627.64
汽车配件销售及修理业务	435,791.61	316,279.55	287,875.69	210,201.49
装饰装潢维修服务	151,504.92	90,443.18	93,207.30	56,425.21
天然气销售	130,857.09	93,113.06	85,442.49	63,725.23
商品贸易	96,373.06	90,812.40	104,378.56	95,402.24
代销手续费及佣金代理	81,612.40	12,969.45	32,157.93	10,181.18
煤炭	71,016.97	48,450.42	0	0
物业管理及租赁	51,227.30	24,538.27	26,169.50	12,336.97
机械加工	28,797.58	24,645.43	21,365.93	17,750.66
热力	18,207.98	13,466.12	21,056.15	13,617.74
旅游文化体育业	2,478.13	1,165.36	4,962.43	3,094.21
石材	509.52	263.03	2,667.28	1,508.10
施工工程	87.02	130.29	685.95	1,024.29
其他	7,081.97	4,258.82	7,653.16	6,332.78
合计	6,822,159.02	5,971,207.63	5,327,270.30	4,638,040.94

资料来源：公司公开资料、宏源证券

三、广汇地产业务简介：新疆龙头地产商

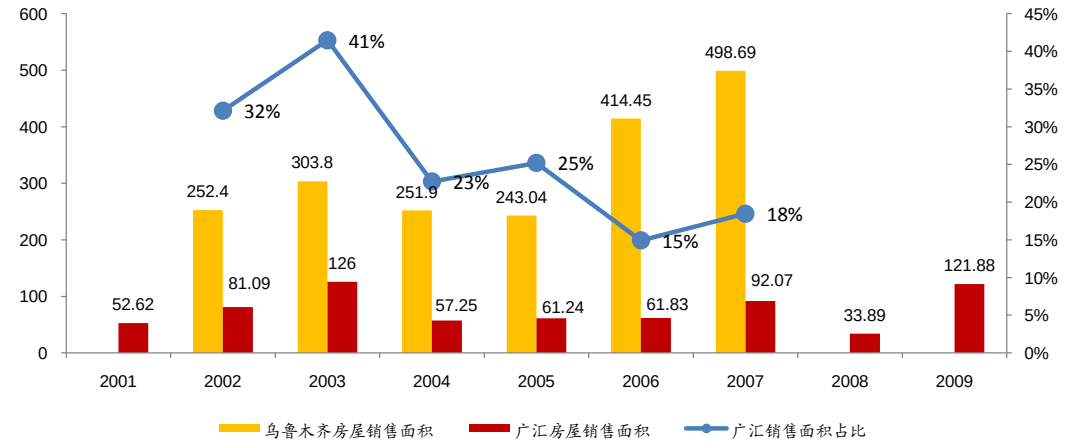
（一）地产业务历史沿革和概况

新疆广汇房地产开发有限公司（简称“广汇房产”）广汇房产成立于 1993 年，经过 19 年发展，**该公司已成为新疆最大的房地产开发商，是国家建设部批准的房地产开发一级资质企业**，下属子公司广汇物业管理有限公司作为新疆最大的专业物业管理公司，是建设部“一级资质物业管理企业”，是自治区唯一一家拥有此项资质的企业。**广汇集团为广汇房产的第一大股东，持有其 75%的股份**。1993～2009 年，**广汇房产累计开发项目超过 80 个，开发面积 1200 余万平方米**，包括商住小区、综合大厦、集中供热中心、高层公寓、别墅区、度假村、西北最大的美居物流园和工业园等多种物业类型。多年来，广汇房产先后荣获“世界房地产行业 500 强”、“中国房地产品牌企业 50 强”、“中国房地产领先企业”、全国“优秀房地产企业”等荣誉称号。该公司开发的“优诗美地”项目被中国住交会组委会评为“2004 年度中国房地产优秀别墅”，“和枫雅居”项目于 2007 年被中国住交会组委会评为“中国名盘”。

（二）地产业务整合：成立广汇房产置业集团

广汇集团为进一步整合资源，发挥产业集群的协同效应，在 2011 年 6 月，集团公司在涉足房产领域的实体内实施产业整合，成立房产置业集团，总体形成了“区域集中全价值链开发”的经营战略和跨区域、多业态、横纵结合的内部产业集群。**房产开发公司位列 2010—2011 年度“中国房地产业百强企业”第 20 位，物业公司位列“中国百强物业企业”第 58 位，房地产业总体实现成交套数 12946 套，回笼资金 84.74 亿元，实现净利润 16.18 亿元。2011 年房产开发集团建设面积达到 358.57 万平方米，同比增长 55%，新开工面积 134.63 万平方米，是房地产开发业务量最大的一年。**

图 11：广汇地产销售在乌鲁木齐市场占有率较高，广汇销量占乌鲁木齐销量保持在 20%左右



资料来源：宏源证券

（三）广汇房地产业发展思路及目标:

广汇房地产的目标是通过资产重组将商业地产项目以广汇置业的名称上市。广汇地产将稳步扩大新疆市场，开辟拓展区外市场，以质量为生命、以诚信为宗旨、以市场为导向，大力开发节能型建筑，打造精品楼盘，满足不同层次消费者的需求。充分发挥广汇房地产业的优势，利用网络资源，构筑房地产商品消费一站式综合服务平台，拓展房屋租赁、房屋置换业务，拉动商贸、旅游、餐饮、热力等产业的发展，最终形成房地产开发、经营、管理、服务一条龙的管理体系。**最终通过资产重组，将已成规模的商业地产项目及配套服务资产打包形成产权清晰收益稳定的资产包，并以“广汇置业”的名称上市。** 到2017年新增开发面积达到1500万平方米,其中:自有商业地产出租面积业400万平方米;物业管理总面积达到3000万平方米；热力供应总面积达到2500万平米。收入200亿元，利润总额50亿元。

（四）广汇地产的竞争优势

1、有力的土地储备能力

在广汇房的发展历程中，采用多种策略获取土地，具有强有力的土地储备能力。创业初期和高校合作开发房地产而获得土地，胜利小区、丽园小区属于这一类型；国企改制过程中大量并购国企，获得大量区位极佳的土地资源，日月星光花园、红十月小区属于这一类型；与企业签订土地出让合同而获得部分土地，丰泽园、美居物流园属于这一类型；与政府土地置换项目获得土地，南湖广场住宅楼、时代广场属于这一类型；招标竞拍的方式获得土地，米东新城、蓝调一品属于这一类型；自有土地转换使用性质而来的土地，凤凰城、米东汽车城属于这一类型。早在2007年，广汇地产就已经拥有641万平米的土地储备，广西地区占393平方米，占总土地储备的61%，新疆地区248.4万平方米，可供稳定开发5年以上。

2、卓越的金融创新能力

在房地产开发过程中，广汇地产的营销和金融手段层出不穷，显示出卓越的金融创新能力。包括购房回租（消费者购房后交由广汇代为经营，租给第三者，获得超过银行5年期存款利率7个百分点的收益）、抵押售房、存单购房（投资者可以使用银行存单购房，5年后到银行兑付）、零首付购房以及2008年推出的“房三保”等。在最短的时间内将积压的商品房销售一空，房款资金快速收回，既缓解了公司资金压力，又使得公司有资金投入新的项目。

3、强大的团队人才凝聚力

广汇在人才凝聚力方面具有独特的优势。广汇地产的高层管理人员有相当一部分曾就职于政府机关单位担任要职。广汇房地产的董事长董金山，曾任乌鲁木齐天山区人民检察院起诉科科长。广西广汇公司董事长尚边江曾任乌鲁木齐市委副秘书长兼办公厅主任，中共乌市头屯河区区委书记，乌鲁木齐市商业银行董事长等职。广汇房产公司总经理杨铁军曾任西安陆军学院乌鲁木齐分院营职教官。能够吸引到如此多政府官员加盟，可见广汇地产团队人才凝聚力之强。

四、友好安全边际高，资产注入后盈利能力将显著增强

（一）自有物业价值具有很强吸引力，提供安全边际

友好集团目前共有自有物业超过 35 万平米，市场价值约 45 亿元，目前公司市值近 37 亿元左右，折价率接近 20%。我们认为，广汇之所以选择友好集团作为战略投资对象，友好集团优质的自有物业资产是重要的原因之一。

表 5：友好集团自有物业价值

自有物业	业态	地区	单价估计（万元/平米）	建筑面积（平米）	市场价值（亿元）
友好商场	百货、超市	乌鲁木齐	2	30000	6.00
天山百货	百货、超市	乌鲁木齐	2	34000	6.80
美美友好购物中心增购	购物中心	乌鲁木齐	2	1880.42	0.38
友好百盛	百货、超市	乌鲁木齐	2	50000	10.00
友好百盛停车场	停车场	乌鲁木齐	0.5	20000	1.00
阿克苏天百	百货、超市	阿克苏	1	70465.14	7.05
奎屯购物中心	百货、超市	奎屯	1	47500	4.75
奎屯购物中心增购	百货、超市	奎屯	1	9458.77	0.95
伊犁天百购物中心	百货、超市	伊宁市	1	32192.42	3.22
独山子金盛时尚百货	百货	克拉玛依	1	13000	1.30
西山路佳雨 i 城友好超市	大型超市	乌鲁木齐	1	8851.09	0.89
迎宾路友好超市	大型超市	乌鲁木齐	1	4792.23	0.48
嘉和园友好超市	大型超市	乌鲁木齐	1	12012.69	1.20
珠江路 TOP 尚城小区友好超市	大型超市	乌鲁木齐	1	5877.94	0.59
克拉玛依东路 13 号的佳雨大厦三层	大型超市	乌鲁木齐	1	5460	0.55
合计				**345,490.70**	**45.14**

资料来源：宏源证券

（二）广汇如果实现地产资产注入，将显著增强友好集团盈利能力

广汇地产目前主要的自由商业物业价值接近 50 亿元。2011 年广汇地产营业收入 44.9 亿元，净利润 16.18 亿元，净利率高达 36%。而目前友好集团销售净利率仅为 3.8%，实现资产注入后，将显著增强友好集团盈利能力。另外考虑非上市公司给予估值折扣 40%，我们根据 6 倍 PE 对广汇地产业务进行估值，广汇地产借壳上市后市值将达到 73 亿元左右。较目前友好集团 30 亿左右的市值增加 2.5 倍的市值空间。注入后的友好集团市值将超过 100 亿元。

同时，商业和地产将产生较强的协同效应，进一步降低公司交易成本，实现盈利能力的进一步增强。

表 6：广汇地产拥有的部分商业物业资产价值接近 50 亿元

商业物业	目前承租方	物业面积	物业市场价格	物业市场价值
时代广场	世纪金花	10 万平方米	一楼：3 万，二楼以上：2.6 万	约 28 亿元
美林花园	友好集团	5.1 万平米	2 万左右	约 10 亿元
中天广场	丹璐国际购物中心	4.5 万平方米	2 万左右	约 10 亿元
合计				约 48 亿元

资料来源：宏源证券

表 7：广汇地产业务和估计市值（亿元）

营业收入	44.91
净利润	16.18
权益	75%
权益净利润	12.14
PE 估值(估计)	6.00
对应市值	**72.81**

资料来源：宏源证券

表 8：百货类上市公司 PS 估值（2013 年）

代码	公司名称	股价	每股营业收入	PS
600694.SH	大商股份	37.03	135.55	0.27
002187.SZ	广百股份	8.35	28.52	0.29
600827.SH	友谊股份	9.75	32.15	0.30
600729.SH	重庆百货	27.36	89.24	0.31
600697.SH	欧亚集团	21.47	68.14	0.32
600327.SH	大东方	5.83	17.50	0.33
600723.SH	首商股份	8.24	23.47	0.35
000564.SZ	西安民生	5.16	14.41	0.36
000785.SZ	武汉中商	6.74	18.54	0.36
600858.SH	银座股份	11.88	32.56	0.36
000501.SZ	鄂武商	13.26	35.32	0.38
000715.SZ	中兴商业	6.25	15.76	0.40
000679.SZ	大连友谊	5.72	13.91	0.41
600785.SH	新华百货	16.24	37.83	0.43
002419.SZ	天虹商场	10.65	23.97	0.44
603123.SH	翠微股份	9.45	20.13	0.47
600778.SH	**友好集团**	**12.08**	**24.88**	**0.49**
600859.SH	王府井	26.34	50.14	0.53
600280.SH	南京中商	27.41	50.94	0.54
000417.SZ	合肥百货	8.17	14.73	0.55
601116.SH	三江购物	9.79	15.01	0.65
000987.SZ	广州友谊	12.26	16.43	0.75

600814.SH	杭州解百	6.14	8.02	0.77
601010.SH	文峰股份	13.89	18.15	0.77
002277.SZ	友阿股份	16.49	21.41	0.77
000516.SZ	开元投资	5.11	6.07	0.84
600828.SH	成商集团	5.18	5.91	0.88
600628.SH	新世界	6.83	6.89	0.99
600693.SH	东百集团	7.71	7.77	0.99
600682.SH	南京新百	8.80	8.67	1.02
002561.SZ	徐家汇	9.99	6.04	1.65

资料来源：宏源证券,wind

附件资料:

（一）孙广信简介：意志坚定、目光如鹰、胸怀似海

孙广信，现任新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司董事局主席。孙广信出生于1962年，山东省平度市人。从商之前为部队军人，参与过1979对越自卫反击战。孙广信性格豪爽，目光长远，善于发现“大手笔”的商业机会，而不在意计较小利。2002 年孙广信将集团25%的股份分给了公司管理层，可见其性格豪爽与目光长远。

1、意志坚定，勇夺第一

在创业初期，孙广信曾从事销售挖掘机、推土机等业务，亲自在新疆各地奔波，夏日吐鲁番气温高达47摄氏度，冬季阿勒泰气温低至零下47度，孙广信和销售人员10个月行程10多万公里，成功推销103台机械，比当时柳工、成工两场办事处3年的销售总和还多。由此可见其军人钢铁般的意志和奋勇争先的精神。目前广汇旗下三大产业也分别在各自领域力拔头筹，广汇能源是目前中国最大的陆基液化天然气生产供应商，未来战略定位为中国最大最优秀的民营清洁能源公司；广汇地产已经连续多年稳坐新疆省地产开发商头把交椅；广汇汽车的乘用轿车经营规模连续多年位居全国第一。意志坚定，勇夺第一是孙广信性格中最突出的特点。

2、胸怀开阔，广汇人才

孙广信对于人才具有很强的包容心和凝聚力。他广泛汇聚各类人才，包括原党政官员和国企干部、金融专才、职业经理人、复员军人和社会系人员。

表 9：广汇集团高管人才汇聚

高管人员	集团职务	曾任职务
尚继强	执行董事、总裁、广汇能源董事长	某部连长、股长
马安泰	财务总监、副总裁	中国人民银行新疆分行金融研究所所长
董金山	执行董事、副总裁、广汇地产董事长	乌鲁木齐天山区人民检察院起诉科科长
尚边疆	执行董事、副总裁、广西广汇董事长	乌鲁木齐市委副秘书长兼办公厅主任
向东	执行董事、副总裁	新疆军区部营房处副处长
马岩	副总裁	维吾尔自治区团委统战部长、自治区青联秘书长等
侯伟	副总裁	曾任乌鲁木齐市水务局天山分局专管员
杨铁军	董事、广汇房产总经理	西安陆军学院乌鲁木齐分院营职教官
玉素甫 热卖提	副总裁	乌鲁木齐市交通局副局长
单文孝	总裁助理	乌鲁木齐军需仓库连长
王晓兵	财务副总监	解放军7454工厂财务科长
任亚光	战略运营部部长	新疆兵团公交局主管

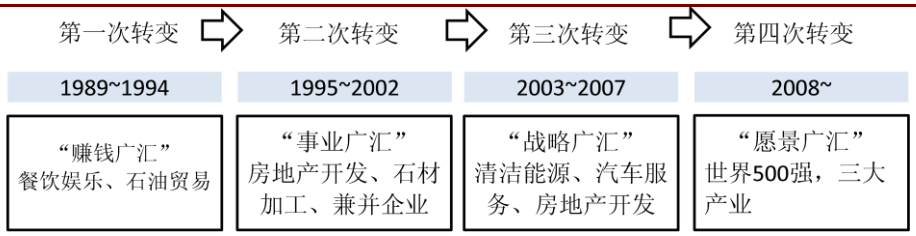
资料来源：宏源证券，《广信广汇》

3、高瞻远瞩，善觅良机

从创立广汇开始，到最后形成三大支柱产业的战略布局，孙广信始终保持了开阔的视野和善于发现机会的独到视角，从一开始的餐饮、石材，到后来的石油贸易、房地产、汽车销售，在他接触每一个行业的时候，都处在行业高利润的时期，但他始终没有囿于“赚

钱”的局限，而是用一颗做“事业”的心，不断发现新的机会，进行更大的战略布局。

图 12：广汇集团发展的关键阶段和发展愿景



资料来源：宏源证券，《广信广汇》

表 10：孙广信在广汇内部刊物中与其战略、地产业务有关的发言

时间	摘自	内 容
2012 年 1 月	孙广信在广汇集团二○一一年度总结表彰大会上的报告《认真用心满怀激情坚定信念下定决心为开创集团公司跨越式发展新局面而努力奋斗》	房产置业积极推行模式化管理，进一步加强广汇品牌建设 1、进一步加强房产置业集团内部资源的整合和融合，以市场和客户满意度为导向，继续推行业务专业化、内部市场化、管理精细化的内部管控模式，按照品牌联合运作的模，通过程序和标准建立具有广汇特色的质量保障体系，打造精品楼盘和精品物业，提升广汇品牌形象。2、对标国内外先进房产置业上市公司，深入学习和借鉴其先进的经营理念和运作模式，认真分析总结，取长补短。“他山之石，可以攻玉。”我们要尽快找到与国内一流房产企业的差距，找准突破点，及时改进管理模式。力争到 2016 年实现房产置业集团内部有一家上市公司。
2011 年 9 月	孙主席在第四届董事会上的讲话精神《居安思危，以核心价值观引领企业发展》	回顾广汇走过的 22 年，感慨很多，体会不少。历经风雨，如今走在以“三大产业”为主的经营轨道上，实现高速稳步发展，而且获取了最为核心的资源竞争力，回头看还是很欣慰。大家看到前几天发布的“2011 中国民企 500 强”，咱们排名多少？第八。但远远不够，你看前三名年销售额多少？从 1860 亿到 1560 亿，按照 07 年制定的十年规划，2015 年广汇将达到 3000 多亿，可见在“十二五”末，我们进入全国民企前两强是有基础的
2011 年 3 月	《把握方向抓住关键提升管理实现集团三大产业跨越式发展》	2010 年度实现经营收入 647.56 亿元，同比增长 52.4%；完成考核净利润 35.78 亿元，同比增长 82.9%；上缴税收超过 20 亿元。连续九年跻身中国企业 500 强，位列 2010“中国企业 500 强”第 145 位，“中国民营企业 500 强”第 9 位。地产业务全年销售商品房 11180 套，面积 91.37 万平方米。成交额 52.32 亿元，同比增长 16.24%；回笼资金 48.32 亿元，同比增长 9%。广西房产经营效益稳步提升广西广汇、广西广运、桂林广运三家公司打造精品工程，加强品牌建设，加大存量资产变现力度，全年完成销售面积 14 万平方米，回笼资金 7.14 亿元，净利润 9679 万元。房地产业总体实现回笼资金 58.64 亿元；实现净利润 14.97 亿元。
2010 年 9 月	《变新疆的资源优势为企业的经济优势》	广汇集团现在账上还有几十个亿元，如果像其他民营企业那样，我们完全可以拿 20-30 个亿在资本市场蹦跶蹦跶，但我们不做，能赚再多的钱也不做，就是要把大家的思想统一到发展三大产业上面来，为了实现一个更大的理想和远大的目标，我们必须舍弃一些东西。由于广汇的战略转型及时、准确，所以企业才能快速成长，有了今天的发展。一个企业的战略首先要符合国家大战略，符合企业所处区域的中战略，企业的小战略才能得以实施。一个有远大理想的企业或个人，是不能临阵磨枪的，那些好的结果总是给有准备的人。

2010 年 4 月	《从优秀到卓越对话录》	在接受本报记者采访时，孙广信多次提及，啤酒花和德隆是广汇的前车之鉴。“资本市场希望你发展得越快越好，但那是有问题的，做企业追求速度会出大麻烦。”“因为我账面上有那么多现金，就有人对我说，投资可以赚钱。”孙广信突然提高了声音说，“不可以，坚决不可以！你就做你该做的事，管好你这一亩三分地。”他坦承，“唐万新曾拉我去合作，但我说，如果我俩合作，朋友就没得做了。”

（二）广汇集团历史财务状况

表 11：广汇集团合并资产负债表

项目名称	2009	占比	2008	占比	2007	占比
流动资产合计	1,897,302.68	61.16	1,284,724.54	61.33	1,127,564.28	62.37
货币资金	685,126.23	22.08	298,080.53	14.23	363,059.31	20.08
存货	715,572.92	23.07	556,524.52	26.57	385,196.30	21.31
预付款项	253,541.84	8.17	224,521.68	10.72	163,822.78	9.06
非流动资产合计	1,205,000.37	38.84	810,148.27	38.67	680,185.60	37.63
投资性房地产	152,981.38	4.93	133,746.92	6.38	132,033.28	7.3
固定资产	312,545.64	10.07	303,813.83	14.5	295,967.25	16.37
资产总计	3,102,303.05	100	2,094,872.81	100	1,807,749.87	100
流动负债合计	1,583,017.28	80.19	1,006,438.59	84.78	878,772.04	82.93
短期借款	375,138.79	19	260,693.26	21.96	213,012.69	20.1
应付票据	420,970.85	21.33	240,287.36	20.24	177,847.36	16.78
应付账款	111,419.69	5.64	146,304.00	12.32	140,788.58	13.29
预收款项	314,543.75	15.93	131,183.05	11.05	136,691.03	12.9
其他应付款	254,500.63	12.89	161,014.73	13.56	130,039.04	12.27
非流动负债合计	390,985.84	19.81	180,740.52	15.22	180,823.03	17.07
长期借款	221,741.91	11.23	159,498.01	13.44	161,758.09	15.27
负债合计	1,974,003.12	100	1,187,179.11	100	1,059,595.08	100

资料来源：公司资料，宏源证券

表 12：广汇集团合并利润表

项目名称	2009	2008	2007
营业收入	3,269,484.87	2,141,674.48	1,718,632.36
营业成本	2,863,717.78	1,856,804.42	1,468,061.05
营业利润	205,070.31	133,844.96	115,895.09
利润总额	217,187.83	134,094.18	122,172.39
净利润	165,942.34	103,776.30	95,876.32
归属于母公司所有者的净利润	75,136.36	49,531.27	46,270.54
毛利率（%）	12.41	13.3	14.58
净资产收益率（%）	16.3	12.53	12.82
归属于母公司所有者的净资产收益率（%）	14.79	11.86	12.48

资料来源：公司资料，宏源证券

表 13：广汇集团重要二级子公司列表

子公司名称	注册资本（元）	经营范围	本公司合计持股比例
新疆化工机械有限公司	70,000,000.00	设计、制造、销售：第一类压力容器，第二、三类中低压容器，液化气体汽车罐车，罐式集装箱，化工机械及配件生产、销售等	100%
新标紧固件泵业有限责任公司	20,000,000.00	各类水泵、阀门,机电产品、化工产品、泵类产品技术服务,仓储服务等	95.00%
滚动轴承制造有限责任公司	26,000,000.00	轴承制造销售、机械零部件加工,仪器仪表的销售等	96.15%
新齿减速机制造有限责任公司	7,000,000.00	机械齿轮制造等	96.43%
新疆通用机械有限公司	38,000,000.00	起重运输机械安装及改造、金属结构件及机械配件加工等	97.37%
新疆东风锅炉制造安装有限责任公司	44,000,000.00	工业锅炉制造、安装,化工机械设备制造安装、销售等	96.59%
新疆大酒店有限公司	24,714,262.79	客房出租及客运服务,附设餐厅,康乐设施,商品零售等	75.00%
新疆维吾尔自治区华侨宾馆	18,983,530.30	住宿、餐饮,旅游用品、日用百货销售,房屋租赁等	100.00%
中国旅行社有限公司	14,000,000.00	旅游业务、汽车(小轿车除外)及配件,旅游工艺品(金饰品除外)等	96.43%
乌鲁木齐五一商场	20,000,000.00	日用百货、金银首饰、电梯设备、暖通设备、文体用品等	100.00%
乌鲁木齐高新技术产业开发区热力公司	26,000,000.00	供暖、生活热水供应等	100.00%
新疆广汇实业股份有限公司	952,667,370.00	花岗岩矿山开采、加工、销售,房地产购销与租赁及柜台租赁,房屋销售、广告经营等	41.93%
广汇汽车服务股份公司	3,700,000,000.00	汽车及配件销售、二手车销售、汽车维修等	47.12%
新疆广汇房地产开发有限公司	1,408,600,000.00	房地产开发等	75.00%
新讯电梯有限责任公司	1,000,000.00	电梯销售、安装及维修相关业务服务及零部件销售等	55.00%
乌鲁木齐高新区进出口有限责任公司	7,820,000.00	货物和技术的进出口业务；机械设备；会展服务；劳务派遣等	60.00%
福田广汇专用车有限责任公司	24,803,614.69	汽车底盘销售、改装,营房车、半挂车及零部件的生产、销售、维修等	60.18%
汇驰汽车改装有限责任公司	5,600,000.00	汽车销售；配电箱柜生产销售及安装；工业性作业及维修等	62.60%

资料来源：宏源证券

（三）广汇地产开发项目一览

表 14: 广汇地产 1993 年-2009 年开发的部分项目

序号	项目	面积（平方米）	开工时间	竣工时间	地址
1	胜利小区	35206.16	1993	1994.1	新东街 32 号
2	丽园小区	17045.21	1993	1994.3	新医路二号付三号
3	广汇大厦	27295.73	1993	1995	新华南路 68 号
4	泰翠小区	27278.33	1995	1996.10	北京南路 2 号付 4 号
5	时代小区	58290.81	1995	1997.1	新民东街 57 号
6	汇苑小区	22585.49	1995	1995.11	胜利路 794 号
7	三医院住宅楼	6319.38	1995	1996.1	胜利路 558 号
8	京都小区	146234.09	1996	1996.12	北京南路 6 号
9	丰泽园别墅	18099.61	1997	1999.11	水磨沟公园清泉山路
10	科技大厦	9585.01	1997	1998.06	北京南路 2 号付 4 号
11	工行小区	39742.18	1998	1999	新民东街 12 号
12	泰翔小区	102112.02	1998	1999.1	钱塘江路 17 号
13	泰德小区	80237.01	1998	1999.12	西八家户路 75 号
14	日光小区	234966.30	1999	多层 2001.1 高层 2001.2	青年路 26 号
15	月光小区	331845.25	1999	多层 2001.1 高层 2001.2	青年路 26 号
16	泰祺小区	80769.48	1999	2000.1	长江路 82 号
17	泰翔大厦	14770.78	1999.3	2000.2	和田街 178 号
18	泰琮小区	24020.91	1999	2001.1	新民路 153 号
19	国税小区	28455.82	1999	2000.5	新民路 66 号付 1 号
20	泰僖小区	57747.29	1999	多层 2000.1 高层 2001.1	新华南路 98 号
21	泰琛小区	2238.48	1999	2002.8	新民路 322 号
22	泰琛大厦	52250.67	1999.11	2002.7	红山路 171 号
23	泰琇小区	111787.36	1999	2000.10	阿勒泰路 30 号付 9 号
24	红十月小区	633683.08	住宅 1 期 2000 住宅 2 期 2001 高层 1 期 2000 高层 2 期 2002	住宅 1 期 2002.1 住宅 2 期 2003.10 高层 1 期 2002.1 高层 2 期 2004.9	扬子江路 42 号
25	汇珍小区	61147.39	2000.3	2001.2	英阿瓦提路 4 号
26	汇珊小区	83140.70	2000.8	2001.8	阿勒泰路 36 号
27	汇芙小区	214313.38	多层 1 期 2000 多层 2 期 2002 高层 2000	多层 1 期 2001.11 多层 2 期 2003.4 高层 2002.4	阿勒泰路 36 号
28	汇珂小区	45784.37	多层 1 期 2000 多层 2 期 2004 高层 2000	多层 1 期 2002.1 多层 2 期 2005.10 高层 2002.3	黄河路和田街 15 号

29	汇芳小区	64397.32	2000.10	多层 2001.10 高层 2002.6	北艺公园街 98 号
30	汇轩小区	243556.87	2000.10	2001.12.31	北京北路 40 号
31	泰裕小区	141863.59	1 期 2000 2 期 2007	1 期 2000.12 2 期 2007.12	清风路 719 号
32	汇丰大厦	75572.75	2000	2002.6	新华北路 47 号
33	汇珅小区	91093.74	2000	多层 2001.1 高层 2001.4	经二路 48 号
34	汇珉小区	125622.78	2000.10	多层 2001.1 高层 2001.1	巴州路 18 号
35	汇嘉小区	416140.34	1 期、2 期 2001.6 3 期 2003 4 期 2004	1 期、2 期 2002.1.20 3 期 2004.7 4 期 2005.12	平顶山东一路 19、20 路
36	广晟小区	161278.58	2001.4	多层 2002.1 高层 2002.4	仓房沟路 37 号
37	广益小区	46191.59	2001.4	多层 2002.1 高层 2002.12	仓房沟路 40 号
38	汇展小区	113501.53	2001.4	2002.1.10	鲤鱼山路 12 号
39	汇玺小区	93839.70	多层 2001 高层 2001	多层 2002.4 高层 2003.5	奇台路 11 号
40	广源小区	172470.25	2001.6	2002.1.20	珠江路 21 号
41	汇璟小区	22686.03	2001.8	2004.1	青峰路 19 号、付 19 号
42	吐鲁番文化园	223086.52	2001	2002.1.15	吐鲁番市柏孜克里克路 199 号
43	商业银行大厦	111208.87	2001.10	2003.12	新华北路 108 号
44	汇祥小区	21643.90	2001.11	2002.12	西虹东路
45	中天广场	102395.03	2001.10	2009.8	新华北路
46	世贸大厦	56084.20	2001.8	2003.5	长江路 76 号
47	汇轩大厦	13234.74	2002	2003.02	北京北路 136 号
48	嘉和小区	442854.65	2003	2003.7	阿勒泰路 20 号
49	数码港大厦	56844.18	2004	2004.1	北京南站钻石路 5 号
50	美居物流园	704367.95	2005	2003.12	长春路南二路
51	祥平大厦	4829.60	2002.7	2003.6	新市区天津路 79 号
52	嘉德小区	114216.64	2003.4	2003.11	北京北路 8 号
53	嘉德补偿楼	5631.48	2003.5	2004.1	北京北路 8 号
54	华侨小区	28534.44	2003	多层 2003.9 高层 2004.6	新华南路 51 号
55	汇鸿苑	8284.79	2003	2004.12	红山体育馆对面
56	轴承厂补偿楼	23965.68	2003	2004	北京北路 305 号
57	二医院住宅楼	5208.31	2003.4	2003.12	天池路 30 号
58	嘉虹小区	76360.30	2004	2004.10	碱泉三街
59	中环小区	16203.11	2004	2006.12	碱泉街 2 号
60	嘉盛园小区	146050.18	2004	一期 2004.10 二期 2005.9	天津北路
61	嘉丰小区	128501.64	2004	2006.4	北京北路 305 号

62	优诗美地小区	215772.45	2004	一期 2004.11 二期 2005.9	青年路 33 号
63	嘉华小区	185804.84	2004.3	2005.9	天津北路 234 号
64	五一小区	4943.39	2005	2005.12	铁路局五一商场院内
65	佳美轩小区	40418.73	2006	2007.10	北京北路
66	名筑花都西区	109681.76	2006	2006.11	新市区锦州东路 203 号
67	美林阁小区	53184.32	2006	多层 2006.11 高层 2007.9	长春路 218 号
68	迎宾丽舍小区	245207.25	1、2 期 2006 3 期 2007	1 期 2007.5 2 期 2007.12 3 期 2008.9	经济技术开发区迎宾路 154 号
69	美居三期	333824.77	多层 2007 高层 2008、2009	多层 2007.12 高层 2009.2、2009.12	高新区长春南路 218 号
70	和枫雅居小区	317220.17	2007	2009.4 至 2009.8 分批交公	沙依巴克区宝山路 386 号
71	风尚翠苑小区	150546.33	2007	2007.11	新市区北京北路 226 号
72	名筑花都东区	89190.27	2007	2007.11	新市区锦州东路 203 号
73	米东新城小区	154304.39	2007	2008.2	米东区碱沟西路
74	美林花源·金福阁	64138.67	2008	2009.12	高新区长春南路 116 号
75	星光银座小区	5396.90	2008	2009.9	天山区青年路 356 号
76	米东二期	88479.57	2008	2009.9	米东区碱沟西路
77	江南嘉园小区	133863.39	2008	多层 2009.8 高层 2010.8	沙依巴克区平顶山东一路 238 号
78	时代广场	284904.14	2008	2010	天山区光明路 30 号
79	植物园西岸小区	3289.36	2008	2009.8	新市区北京北路 41 号
80	蓝调·一品小区	112305.20	2008	2009.8	高新区长春南路 408 号
81	宜品·家春秋小区	157762.55	2009	多层 2009.10 高层 2010.8	沙依巴克区西城街 872 号
82	蓝调一品 C 区	288356.91	2009	多层 2009.11 11 高层 2010.6 18 层高层 2010.9 MINI、LOFT2010.9	高新区长春南路 408 号
83	凤凰城小区	122190.98	2009	2010.7	开发区上海路与厦门路交会处
84	西域丽都小区	126518.23	2009	2009.5-2009.8 分批交付	吐鲁番市柏孜克里克路 199 号
85	米东三期	156917.00	2009	2010.8	米东区碱沟西路
86	嘉逸轩小区	21662.49	2009		北京北路

资料来源：宏源证券，《广信广汇》

分析师简介:

陈炫如：商贸零售行业高级分析师，消费服务组组长，就读香港大学、中山大学、厦门大学，金融学硕士，5 年证券行业从业经验，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。

主要覆盖公司：友好集团、永辉超市、苏宁电器、欧亚集团、银座股份、新华百货、吉峰农机、王府井、东方金钰、友阿股份、大连友谊、飞亚达、老凤祥

机构销售团队					
华北区域	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	李倩 010-88083561 liqian@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com	张瑶 010-88013560 zhangyao@hysec.com	
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	李岚 02151782236 lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云 13631505872 xiasuyun@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	赵越 18930809316 zhaoyue@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉 010-88085842 qinhan@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。