

百货零售

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@china-invs.cn

天虹商场

002419

推荐

收入、利润增速放缓不掩优秀公司本色

2012年, 欧美经济持续萎靡, 以出口导向型产业为支柱的珠三角经济遭受重创。作为公司收入和利润主要来源的华南区门店首当其冲, 同店增速滑落至 4.45%。外地门店在全国宏观经济不景气的大环境下尚不能成为拉动公司增长的主力。2012年, 公司营业收入和归属净利润分别增长 10.3%和 2.4%, 增速均为 2006 年以来的最低水平。但是, 我们认为, 收入、利润的放缓不掩天虹商场优秀公司的本色。

投资要点:

- ▶ **业绩表现优于同地区同行:** 2012年, 公司深圳地区营业收入增速 5.27%, 华南区可比店营业收入和利润总额增速分别为 4.45%和 10.31%, 表现优于主力门店同处珠三角的人人乐、岁宝百货、广州友谊、广百股份等。
- ▶ **坚持有效益扩张的全国化拓展思路, 2012年新增 9 家门店:** 新增营业面积近 31 万平米 (其中东莞君尚约 5.9 万平方米待装修完成后开业); 新增储备项目 6 个; 2013年, 公司将新增 6-8 家门店。
- ▶ **各项财务指标反映出公司不凡的经营管理能力:** 1、毛利率逆势提升, 综合/零售毛利率高达 23.48%/ 22.14%, 仅低于徐家汇 002561; 2、推进人效项目, 2012年商业面积增加近 31 万平米, 增幅约 25%, 而在职工数仅增加 3.7%; 3、目前虽是租赁物业为主, 但租金上涨可控、租售比连年下降, 2012年降至 4.51%。
- ▶ **作为全国百货业龙头, 在品牌代理、自有品牌、直采、O2O 等方面先行先试, 积极探索:** 1、品牌代理: 乐迪服饰 2012年实现营业收入 491 万元, 新引入 1 个国际品牌; 2、自有品牌: 占超市收入的 2-3%, 未来十年提升至 20%; 3、直采: 12年签约 10 家农超对接基地, 新增 13 家全国直供客户; 4、O2O: 网上天虹减亏, 业务将拓展至东莞、惠州及厦门等地。
- ▶ **2013年, 战略转型开局之年:** 1、城市中心店将向时尚化、体验性转型, 社区店转向社区生活中心: 标准化产品上逐步转移到线上去, 实体店中腾出面积, 适当增加餐饮、娱乐配套。2、公司购物中心业态陆续开业; 3、增加自有物业比重至轻重资产比例 6: 4。
- ▶ **维持“推荐”评级:** 预计公司 2013-2015 年营业收入同比增长 14.5%、16.4%和 18%; 归属净利润同比增长 17.2%、17.5%和 20.5%, 对应 2013-15 年 EPS0.86、1.01 和 1.22 元。作为一家管理优秀、激励到位、全国化扩张的零售龙头企业, 给予 2013 年 14 倍 PE, 目标价 12.04 元, 维持“推荐”评级。

风险提示: 1、异地门店培育期超 4 年; 2、出现多家老门店大幅提租; 3、关店风险

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	14377	16462	19161	22610
收入同比(%)	10%	15%	16%	18%
归属母公司净利润	588	688	809	975
净利润同比(%)	2%	17%	18%	21%
毛利率(%)	23.5%	23.5%	23.6%	23.8%
ROE(%)	14.8%	14.8%	15.7%	16.9%
每股收益(元)	0.73	0.86	1.01	1.22
P/E	13.28	11.33	9.64	8.00
P/B	1.97	1.68	1.51	1.35
EV/EBITDA	2	2	2	1

资料来源: 中投证券研究所

6-12 个月目标价: 12.04 元

当前股价: 9.75 元

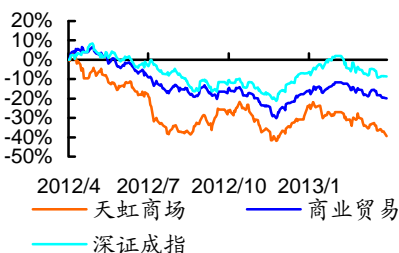
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2211.59
总股本(百万)	800
流通股本(百万)	164
流通市值(亿)	16
EPS	0.73
每股净资产(元)	4.96
资产负债率	58.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天虹商场	-13.49%	-20.41%	-15.66%
商业贸易	-5.28%	-4.40%	-3.21%
深证成指	-3.58%	-1.72%	4.84%



相关报告

《天虹商场 - 2012 年逐季好转, 3 季度单季已实现利润正增长 2012 年 3 季报点评》
2012-10-26

《天虹商场 - 2012 年逐季好转, 3 季度单季已实现利润正增长 2012 年 3 季报点评》
2012-10-26

《天虹商场 - 修炼内功度时艰, 静待业绩拐点》
2012 年中报点评 2012 年 8 月 20 日

请务必阅读正文之后的免责条款部分

一、收入、利润增速放缓不掩优秀公司本色

2012年，欧美经济持续萎靡，以出口导向型产业为支柱的珠三角经济遭受重创。作为公司收入和利润主要来源的华南区门店首当其冲，同店增速滑落至4.45%。外地门店在全国宏观经济不景气的大环境下尚不能成为拉动公司增长的主力。2012年，公司营业收入和归属净利润分别增长10.3%和2.4%，增速均为2006年以来的最低水平。但是，我们认为，收入、利润的放缓不掩天虹商场优秀公司的本色：

- 1、业绩表现优于主力门店同处珠三角的人人乐、岁宝百货、广州友谊、广百股份等；
- 2、不因市场改变全国布局的长期发展策略，全年新增9家门店；
- 3、品类管理行业领先，毛利率逆势提升，综合/零售毛利率高达23.48%/22.14%，业内仅低于徐家汇002561。
- 4、推进人效项目，2012年商业面积增加近31万平方米，增幅约25%，而在职工数仅增加3.7%。
- 5、目前虽是租赁物业为主，轻资产运行，但租金上涨可控、租售比连年下降，2012年降至4.51%。
- 6、作为全国百货业龙头，在品牌代理、自有品牌、直采、O2O等方面先行先试，积极探索。

二、2012年回顾

1、门店网络 - 门店家数、营业面积全国排名第二的百货类零售公司

➤ 2012年，新增9家“天虹”门店，升级1家“君尚”品牌门店

2012年，零售企业在行业“寒冬”中普遍因为各种主客观原因放慢了开店速度，而天虹商场坚持了十二五期间每年新增8-10家门店的开店速度。

2012年，公司新增9家“天虹”品牌门店，升级1家“君尚”品牌门店；合计新增营业面积近31万平方米（其中东莞君尚约5.9万平方米待装修完成后开业），营业面积增幅约25%。

表1 公司2012年新增/升级门店

序号	项目名称	性质	省份	城市	建筑面积 (平方米)	物业性质	拓展性质	开业时间
1	北京新奥天虹	直营店	北京市	北京市	37,000	租赁	同城布点	2012-1-6
2	绍兴柯桥天虹	直营店	浙江省	绍兴县	30,000	租赁	新进入	2012-4-28
3	厦门海沧天虹	直营店	福建省	厦门市	27,886	租赁	同城布点	2012-4-29
4	深圳南山前海天虹	直营店	广东省	深圳市	19,000	租赁	同城布点	2012-6-16
5	湖南岳阳天虹	直营店	湖南省	岳阳市	18,500	租赁	新进入	2012-7-7

6	深圳东环天虹 (龙华耀丰 通)	直营店	广东省	深圳市	20,000	租赁	同城布点	2012-11-3
7	成都高新天虹 (奥克斯)	直营店	四川省	成都市	47,600	租赁	新进入	2012-11-29
8	湖南株洲天虹	直营店	湖南省	株洲市	33,552	租赁	新进入	2012-12-28
9	深圳坪山天虹 (东晟时代花 园)	直营店	广东省	深圳市	16,629	租赁	同城布点	2012-12-29
10	东莞东纵天虹 扩容、升级	直营店	广东省	东莞市	59,000	租赁	扩容、升 级	2012-9-28
合计					309,167			

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

9省21城市59门店：

截至2012年末，公司已进入广东、江西、福建、湖南、浙江、江苏、北京、山东、四川共计9省/市的21个城市，拥有“天虹”品牌直营百货商场53家，营业面积近141万平方米；拥有“君尚”品牌直营百货商场2家，营业面积近12万平方米；此外，公司还以特许经营方式管理4家“天虹”品牌百货商场；总计在9省/市21个城市开设有59家门店，营业面积163万平米（含加盟），其门店数量、营业面积在百货行业内仅次于大商股份。

➤ 2012年，新签储备项目

2012年，公司新签约6个项目：惠州瑞峰、东莞东纵天虹扩容、西乡合正又一城、珠海诚丰、南昌演武广场、南昌高新华宸项目，合计建筑面积24.8万平方米。

此外，公司全资子公司南昌市天虹置业有限公司于2012年10月19日成功竞得南昌市朝阳新城的43,444平米（65.167亩）的土地，用于建设商场和住宅，成交价3.26亿元，自有资金支付。

表2 公司2012年新签储备项目（租赁部分）

序号	项目名称	性质	省份	城市	建筑面积 (平米)	物业 性质	拓展性质	特点
1	南昌演武广场项目	直营店	江西省	南昌市	17,000	租赁	同城布点	
2	南昌高新区华宸东区 项目	直营店	江西省	南昌市	33,000	租赁	同城布点	
3	深圳西乡汇一城项目	直营店	广东省	深圳市	72,000	租赁	同城布点	购物中心
4	东莞中银广场项目(东 纵天虹扩容)	直营店	广东省	东莞市	41,324	租赁	同城布点	购物中心
5	惠州瑞峰商业广场项 目	直营店	广东省	深圳市	45,800	租赁	同城布点	
6	珠海诚丰广场项目	直营店	广东省	珠海市	39,000	租赁	新进入	
合计					248,124			

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

截至 2012 年末，公司共有尚未开业/完工的储备项目 21 个，其中租赁项目 17 个，合计建筑面积约 63.47 万平方米；自建项目 4 个（总部大楼、吉安吉州区项目、厦门思明项目、南昌朝阳新城项目），合计土地面积 79,729 平米。

2、2012 年，营业收入增速 10.3%

2012 年，公司实现营业收入 143.8 亿元，同比增长 10.3%，为 2006 年以来的最低增速水平。分季度看，营业收入增速 Q2>Q3>Q4>Q1。值得关注的是：2012 年第 4 季度，在上年同期增速已回落、当季新增 4 家门店的情况下，营业收入增速仅为 9.5%；这与华中区、华东区的同店增速在 4 季度回落紧密相关。

图 1 历年营业收入及增速

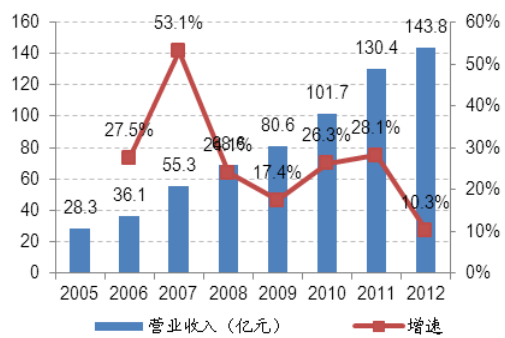
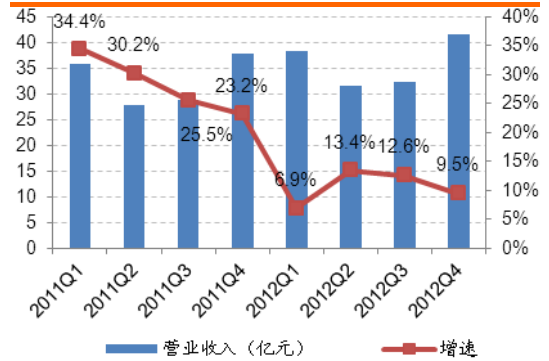
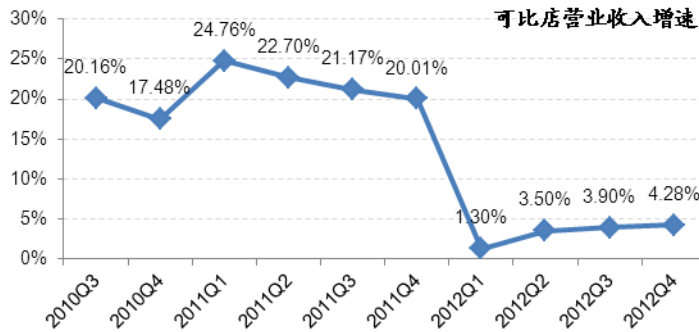


图 2 各季度营业收入及增速



资料来源：公司公告，中投证券研究总部

图 3 公司可比门店增速



资料来源：公司公告，中投证券研究总部

表 3 公司分地区可比门店增速

区域	门店	营业收入可比增速		利润总额可比增速	
		2012Q1-Q3	2012	2012Q1-Q3	2012
华南区	可比店	3.4%	4.45%	6.6%	10.31%
东南区	可比店	-2.6%	-1.83%	-5.9%	-4.26%
华中区	可比店	21.5%	16.08%	29.3%	34.18%
华东区	可比店	9.2%	7.26%	33.9%	42.26%
北京	可比店	-10.2%	-9.97%	14.4%	14.01%
君尚	可比店	1.1%	3.94%	34%	27.41%
全公司	可比店	3.9%	4.28%	10.4%	13.98%

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

3、毛利率逆势显著上升

2012年，公司零售业毛利率 22.14%，预计仍居行业第二，仅低于徐家汇零售主业 23.62%的水平。

公司毛利率水平高居行业前列的主要原因：1) 天虹品牌门店定位中端，对品牌商议价能力强，扣点率高；2) 珠三角是公司的主力区域，而大量品牌的总部位于珠三角，代理层级短，扣点率高；3) 超市业务定位于以白领阶层为主要客群的精品超市，目标客群对价格不敏感，所售商品具有高质高价高毛利的特征。

表 4 公司综合/各项业务毛利率

分类	毛利率	同比变化	
合并报表	23.48%	上升 0.39 个百分点	
分行业	零售业	22.14%	上升 0.26 个百分点
分品类	百货	21.77%	上升 0.54 个百分点
	超市	21.96%	上升 0.04 个百分点
	X	29.22%	下降 1.46 个百分点
	其他	100%	
分经营模式	专柜	22.50%	上升 0.24 个百分点
	自营	21.12%	上升 0.28 个百分点
	其他	100%	
分地区	深圳地区	23.42%	上升 0.43 个百分点
	深圳外地区	20.27%	上升 0.20 个百分点

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

2012年，为应对低迷的宏观环境和消费者购买意愿，大部分零售商加大了打折促销的力度，毛利率有所下滑，而公司的毛利率呈逆势全面上升态势，其背后是公司卓越的经营管理能力：

(1) 品类管理：在全国 60%以上的门店开展品类管理，以品类为单位进行人员分工、制定预算和考核；

(2) 大力发展自有品牌，加强商品直供、直采力度，加快生鲜基地建设，全年完成签约 10 家农超对接基地，新增 13 家全国直供客户。自有品牌毛利额、产地直采毛利额、生鲜熟食后创利额均创新高。

(3) 同样的打折促销，不同的毛利水平：加强了打折促销的针对性、有效性，以最少的毛利损失争取最高的销售收入。

4、期间费用率

2012年，公司期间/销售/管理/财务费用率分别上升 0.81/0.52/0.28/0.03 个百分点。

表 5 三项费用

项目	2012 年	2011 年	同比增减情况
销售费用率	15.39%	14.87%	同比上升 0.52 个百分点
管理费用率	2.02%	1.74%	同比上升 0.28 个百分点

财务费用率	-0.31%	-0.34%	同比上升 0.03 个百分点
三项费用率	17.09%	16.28%	同比上升 0.81 个百分点

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

表 6 主要费用项

项目	费用(元)			占营业收入比例	
	2012	2011	增速	2012	2011
职工薪酬	907,449,034	721,742,554	26%	6.31%	5.54%
租赁费	648,586,331	602,083,093	8%	4.51%	4.62%

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

尽管公司是以绝对轻资产的方式运营，但公司有效控制了租金的上涨，租售比连年下降。2012 年，公司租售比降至 4.51%。

表 7 人效分析

项目	2012	2011	增速
在职员工	14734	14204	3.7%
人均营业收入	975,771	917,744	6.3%
人均净利润	39,763	40,341	-1.4%
人均薪酬	61,589	50,813	21.2%

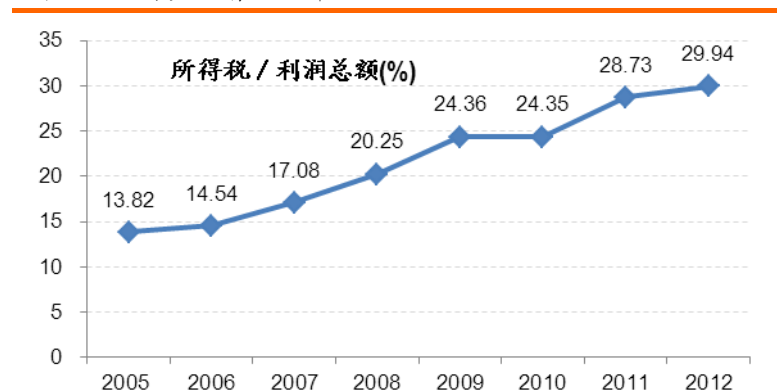
资料来源：公司公告，中投证券研究总部

随着我国人口红利的逐渐消失，公司切实感受到了来自劳动力方面的压力：1) 人均薪酬上涨—2012 年人均薪酬提升 21.2%至 6.16 万元/人/年；2) 招工困难。为积极应对，公司加大内部流程变革，推进人效项目以提升人工效益，在收银和防损两个岗位上精减了 1000 多人。公司 2012 年商业面积增加近 31 万平米，增幅约 25%，而在在职员工数仅增加 3.7%至 1.47 万人，人均营业收入提升 6.3%至 97.6 万元。

5、实际有效税率

2008 年起，公司注册在深圳特区和厦门特区的公司不再享受 15%的优惠所得税税率，逐年向 25%的税率过度。截至 2012 年，公司所有子公司的所得税税率均为 25%；由于北京、绍兴等子公司仍处亏损状态，公司 2012 年实际有效税率高达 29.94%。

图 4 公司实际有效税率



资料来源：公司公告，中投证券研究总部

6、投资收益

2012年,公司短期理财产品收益711万元,税后贡献净利润533万元。

7、归属净利润增速

2012年,公司实现归属净利润5.88亿元,同比增长2.4%,与2008年的增速相当,皆为2005年以来的最低增速水平。

图5 历年归属净利润增速

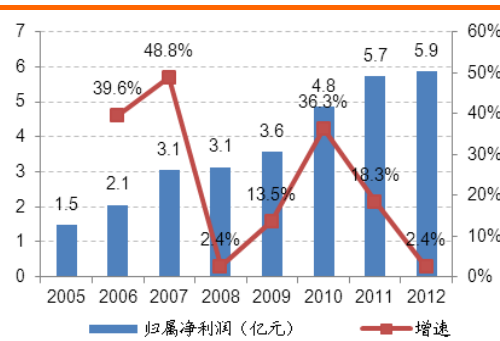
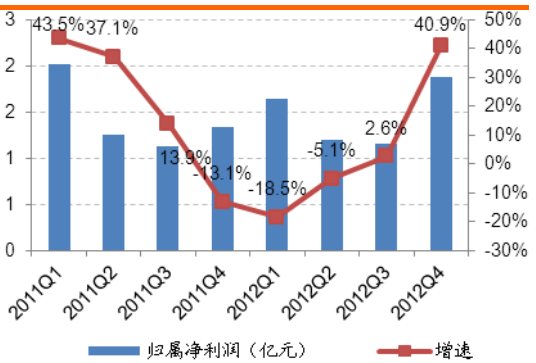


图6 各季度营业收入及增速



资料来源：公司公告，中投证券研究总部

三、2013年，战略转型开局之年

1、战略转型：中心店向时尚化体验性转型；社区店向社区生活中心转型

表8 公司门店类型

类型	数量(家)	占比(%)
城市中心店	16	27.1
社区购物中心	43	72.9
合计	59	100

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

根据辐射范围的不同,公司门店分为城市中心店和社区购物中心。截至2012年末,公司59家门店中,城市中心店和社区购物中心分别为16、43家。除部分门店为购物中心的主力门店外,公司大部分门店仍属单体百货。未来,为满足消费者不断升级的需求,顺应市场潮流,公司的城市中心店将向时尚化、体验性转型,社区店转向社区生活中心:标准化产品上逐步转移到线上去,实体店中腾出一些面积;根据面积的大小适当去增加一些餐饮、娱乐配套;同时增加一些服务性的内容,不需要太大面积。

2、业态转型：逐步增加购物中心占比

深圳西乡合正汇一城项目是公司的首个购物中心,主力百货部分已于2013年1季度开业,经营情况超公司预期;配套餐饮、娱乐将陆续开业。此外,杭州五福购物中心项目有望于2013或2014年开业;自建的吉安购物中心将于2014年开业;深圳市宝安区沙井新沙路项目有望于2014年或2015年开业。

3、物业持有比例转型：适度从重，逐渐向轻重资产 6:4 的比例靠近

截至 2012 年末，公司营业面积约 141 万平米，自有物业面积约 6.5 万平米，占比 4.64%。

公司充分意识到租赁物业在经营过程中面临的大幅提租、到期能否顺利续约等风险，未来资产结构将向轻重资产 6:4 的比例靠近。

表 9 公司自建物业项目

	项目名称	省份	城市	土地面积 (平米)	土地成交金额 (万元)	土地价格 (元/平米)	建筑面积 (平方米)	业态
1	总部大楼工程 建筑投资项目	广东省	深圳市	6,213	47,600	76,618	56,000	商场+写字 楼
	总部大楼配套 停车场	广东省	深圳市	3,354	2,596	7,740	11,400	
2	吉安市吉州区 项目	江西省	吉安市	17,062	4,994	2,927	N.A.	购物中心
3	厦门思明区会 展北项目	福建省	厦门市	9,656	22,401	23,199	50,000	小型 购物中心
4	南昌市朝阳新 城九洲大街项 目	江西省	南昌市	43,444	32,584	7,500	217,220	购物中心+ 住宅
合计				79,729	110,175	23,597	334,620	

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

公司资金充裕，自建物业均以自有资金承担，近期无融资计划。

4、网上天虹：探索 O2O 模式，重规模更重效益，2012 年减亏

天虹商场是国内实体百货中最早探索线上业务的公司之一。网上天虹于 2010 年 3 月正式上线。公司认为，中国未来真正有实力的百货公司一定是线上、线下业务相结合发展的公司。近 3 年来，网上天虹获得了快速成长。公司注重线上、线下业务的融合，追求边际效益，2012 年已减亏。目前，网上天虹的覆盖范围仍是深圳地区，未来将拓展至东莞、惠州等珠三角城市和厦门等公司传统优势区域。

四、维持“推荐”评级

预计公司 2013-2015 年营业收入分别为 164.6、191.6 和 226.1 亿元，同比增长 14.5%、16.4%和 18%；归属净利润分别为 6.88、8.09 和 9.75 亿元，同比增长 17.2%、17.5%和 20.5%，对应 2013-15 年 EPS0.86、1.01 和 1.22 元。作为一家管理优秀、激励到位、全国化扩张的零售龙头企业，给予其 2013 年 14 倍 PE，目标价 12.04 元，维持“推荐”评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	6023	7681	8932	10560	营业收入	14377	16462	19161	22610
现金	5257	6645	7725	9140	营业成本	11001	12587	14647	17225
应收账款	26	53	61	72	营业税金及附加	112	123	144	170
其它应收款	199	329	383	452	营业费用	2212	2552	2947	3487
预付账款	82	189	220	258	管理费用	290	337	399	466
存货	425	466	542	637	财务费用	-45	-52	-50	-34
其他	33	0	0	0	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	3443	3026	3178	3303	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	7	14	14	14
固定资产	1312	1580	1775	1922	营业利润	814	928	1089	1312
无形资产	786	786	786	786	营业外收入	30	20	20	20
其他	1344	660	616	595	营业外支出	7	5	5	5
资产总计	9466	10707	12109	13863	利润总额	836	943	1104	1327
流动负债	5488	6050	6953	8095	所得税	250	255	295	352
短期借款	2	0	0	0	净利润	586	688	809	975
应付账款	1806	2140	2490	2928	少数股东损益	-2	0	0	0
其他	3679	3910	4463	5167	归属母公司净利润	588	688	809	975
非流动负债	9	0	0	0	EBITDA	1045	1095	1287	1552
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.73	0.86	1.01	1.22
其他	9	0	0	0					
负债合计	5497	6050	6953	8095					
少数股东权益	1	1	1	1	主要财务比率				
股本	800	800	800	800	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
资本公积	1712	1712	1712	1712	成长能力				
留存收益	1456	2144	2643	3255	营业收入	10.3%	14.5%	16.4%	18.0%
归属母公司股东权益	3967	4656	5155	5766	营业利润	3.7%	14.0%	17.3%	20.5%
负债和股东权益	9466	10707	12109	13863	归属于母公司净利润	2.4%	17.2%	17.5%	20.5%
					获利能力				
					毛利率	23.5%	23.5%	23.6%	23.8%
					净利率	4.1%	4.2%	4.2%	4.3%
					ROE	14.8%	14.8%	15.7%	16.9%
					ROIC	36.8%	41.6%	36.0%	32.1%
					偿债能力				
					资产负债率	58.1%	56.5%	57.4%	58.4%
					净负债比率	0.04%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.10	1.27	1.28	1.30
					速动比率	1.02	1.19	1.21	1.23
					营运能力				
					总资产周转率	1.57	1.63	1.68	1.74
					应收账款周转率	363	413	336	338
					应付账款周转率	6.18	6.38	6.33	6.36
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.73	0.86	1.01	1.22
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.96	2.11	2.16	2.66
					每股净资产(最新摊薄)	4.96	5.82	6.44	7.21
					估值比率				
					P/E	13.28	11.33	9.64	8.00
					P/B	1.97	1.68	1.51	1.35
					EV/EBITDA	2	2	2	1

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2012-10-26	《天虹商场 - 2012 年逐季好转, 3 季度单季已实现利润正增长 2012 年 3 季报点评》
2012-10-26	《天虹商场 - 2012 年逐季好转, 3 季度单季已实现利润正增长 2012 年 3 季报点评》
2012-8-29	《天虹商场 - 修炼内功度时艰, 静待业绩拐点 - 2012 年中报点评》
2012-4-27	《天虹商场 - 业绩与珠三角经济共振, 收入增 6.87%, 利润负增长 - 2012 年 1 季报点评》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

徐晓芳,中投证券百货零售、奢侈品分析师,中山大学岭南学院经济学硕士。重点覆盖公司:欧亚集团、步步高、大商股份、友好集团、银座股份、重庆百货、友阿股份、天虹商场、广州友谊、新华百货、南京中商、通程控股以及潮宏基、东方金钰、飞亚达 A、千足珍珠等。

樊俊豪,连锁零售行业分析师,中山大学金融学硕士。重点覆盖公司:海宁皮城、永辉超市、吉峰农机、苏宁电器、农产品等。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434