

美邦服饰 (002269.SZ)

服装行业

评级：增持 维持评级

公司研究

市价（人民币）：11.31元

预计 2013 年公司业绩难有明显起色

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,005.00
总市值(百万元)	113.67
年内股价最高最低(元)	21.22/10.99
沪深 300 指数	2477.88
中小板指数	5118.42



公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	1.200	0.845	0.766	0.845	0.943
每股净资产(元)	4.11	4.11	3.88	2.92	2.46
每股经营性现金流(元)	0.97	2.84	0.07	1.03	1.03
市盈率(倍)	21.64	15.45	18.13	16.43	14.73
行业优化市盈率(倍)	21.42	18.62	19.48	19.48	19.48
净利润增长率(%)	59.13%	-29.55%	-9.35%	10.32%	11.54%
净资产收益率(%)	29.23%	20.56%	19.76%	28.98%	38.32%
总股本(百万股)	1,005.00	1,005.00	1,005.00	1,005.00	1,005.00

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 客观上，公司受累于消费疲软以及商业环境、竞争环境的持续恶化：服装企业的经营表现及业绩情况基本与经济同步，公司持续受到 2011 年下半年以来的消费疲软的冲击；商业环境面临成本持续攀升的压力、竞争环境面临国际品牌与电子商务的夹击，经营环境的恶化进一步拖累了业内企业，延长了行业复苏的时间，是拖累公司 2012 年业绩的客观原因；
- 公司质地优秀，对于品牌营销及产品设计的理解和执行领先于国内同行，但公司自上市以来，战略规划及执行略显激进，直营门店、新品牌建设均给公司带来巨大的人力、组织架构、资金等全方面的挑战，在取得一定效果的同时，决策成本偏高带来了后续的收缩与调整压力，这是公司业绩不理想的主观原因；
- 消费疲软是公司面临的最大挑战，公司需要主动去适应这种变化，而能否快速适应则取决于公司的方向判断和战略选择；但 2013 年公司的战略规划并不清晰：公司计划在 2013 年，由外延式扩张开始转型至内生性增长，从两大品牌 2013 年的经营策略来看，MB 将收缩至之前的产品系列，即回归至男装、女装、童装、配饰四大产品系列，削减 SKU；MC 将撤销事业部模式，重新回归至产品线模式；未来的转型体现在终端形象提升上，2013 年公司在店铺总数保持在现有规模的同时，充分体现公司对购物体验的创新和尝试；以上调整思路难以在短期内完成，也难以短期内见效；
- 公司 2013 年的经营策略依然是以调整为主，外延式扩张大幅放缓将无法贡献收入增速，内生性增长需要公司长时间的付出才能有所回报，预计公司 2013 年损益表将大致延续 2012 年的态势，明显改善的概率不大。

盈利预测及投资建议

- 预计公司 2013-2015 年收入分别同比增长-0.79%、5%、7.31% 至 94.34 亿元、99.06 亿元、106.30 亿元；净利润分别同比增长-9.35%、10.32%、11.54% 至 7.7 亿元、8.5 亿元、9.5 亿元；对应 EPS 分别为 0.766 元、0.845 元、0.943 元；
- **维持增持评级：**公司 2013 年将处于深度调整阶段，消费疲软、经营环境不乐观，这些都将拉长调整时间，公司在产品设计、直营渠道方面具备明显的优势，但调整效果预计在短期内难以体现，前期公司股价调整幅度较大，目前股价对应的 13 年 PE 在 15 倍左右，维持对公司的增持评级。

焦娟

联系人
(8621)61038269
jiao@ gjzq.com.cn

张斌

分析师 SAC 执业编号：S1130511030002
(8621)61038278
zhangbin@ gjzq.com.cn

内容目录

公司受累于消费疲软以及商业环境、竞争环境的持续恶化.....	3
消费疲软、经营环境恶化，是拖累公司 2012 年业绩的客观原因	3
决策成本偏高，公司后续面临收缩与调整的压力	3
2013 年公司面临诸多层面的经营压力.....	4
消费疲软是公司面临的最大挑战	4
2013 年公司的战略规划并不清晰	4
预计 2013 年业绩难有明显改善.....	4
盈利预测及估值	6
盈利预测假设	6
盈利预测及估值.....	6
附录：三张报表预测摘要	7

图表目录

图表 1：全国百家重点商场服装零售额及销量增速	5
图表 2：2011 年下半年以来，公司单季度业绩下滑明显	5
图表 3：全社会的人力成本持续攀升	5
图表 4：公司 2006 年以来的人力成本持续攀升	5
图表 5：公司历年直营、加盟门店的数量	5
图表 6：公司上市以来终端门店数量的增速.....	5
图表 7：销售预测	6

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www. jztzw. net

公司受累于消费疲软以及商业环境、竞争环境的持续恶化

消费疲软、经营环境恶化，是拖累公司 2012 年业绩的客观原因

- 服装企业的经营表现及业绩情况基本与经济同步：2011年下半年开始的经济下行在 CPI 高企下具有一定的隐蔽性，加之服装企业的期货模式，企业在充分意识到经济下行带来消费疲软风险的时候，已经积累了大量的库存压力，企业的经营开始面临转型的压力，处理库存、调整终端相继拖累企业业绩；从统计数据来看，2011年全国百家重点商场的服装销售额增速开始明显放缓；2011年下半年开始，公司单季度的收入、净利润增速开始明显下滑，2012年4季度，公司单季度的收入、净利润增速分别下滑-26.55%、-78.79%，尚未有见底迹象；
- 商业环境面临成本持续攀升的压力、竞争环境面临国际品牌与电子商务的夹击，经营环境的恶化进一步拖累了业内企业，延长了行业复苏的时间：租金成本、人力成本持续攀升，导致消费疲软环境下的企业成本负担持续攀升，在一定程度上也削弱终端产品的价格竞争力；而国际品牌大举进驻中国、电子商务的迅速崛起，对以传统渠道为主的休闲服企业而言，竞争的加剧一方面压缩了盈利空间，另一方面则冲击了它们业已习惯的成长模式，规模越大则越难以调整，行业整体面临转型的压力，在消费整体低迷的大环境下，为行业复苏平添了更多不确定性；公司作为休闲服行业的龙头企业，明显受累于此。

决策成本偏高，公司后续面临收缩与调整的压力

- 公司质地优秀，对于品牌营销及产品设计的理解和执行领先于国内同行：公司目前收入规模近百亿，其中 MB 品牌收入占比 90%，拥有 5000 多家终端门店，在休闲服行业居龙头地位；公司在品牌营销、产品设计等方面拥有先进的理念和强势的执行力，是一家质地较为优秀的休闲服龙头企业；
- 公司过去几年的决策成本偏高：公司自上市以来，战略规划及执行略显激进，建设直营大店、打造新品牌 MC，公司的战略眼光超前，直营门店建设、打造高端新品牌均符合行业未来的发展趋势，但实际操作略有激进。直营大店的建设需要大量的先期投入且十分考验公司的终端管理能力，消费疲软冲击了直营大店的盈利能力，影响公司业绩；新品牌，尤其是高端品牌的建设困难重重，需要重新建设新的供应链，从而投入大量的资本与精力，而消费者的认知与接受则是相对缓慢的过程，短中期内将明显拖累公司业绩表现；直营门店、新品牌建设均给公司带来巨大的人力、组织架构、资金等全方面的挑战，加之公司略有激进，在取得一定效果的同时，带来后续的收缩与调整压力。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

2013 年公司面临诸多层面的经营压力

消费疲软是公司面临的最大挑战

- **消费疲软，公司需要主动去适应这种变化：**消费疲软主要来源于两方面的原因，首先，经济增速放缓，与之同步的是国内消费增长速度的放缓，消费行业均受影响；其次，消费者更加成熟，消费习惯更多元化、个性化，国际品牌的涌入和电子商务的兴起，为消费者提供了更多的品牌选择和购物渠道的选择；而业内企业在粗放经营的时代里，通过同质化的产品及同质化的扩张模式而崛起，经营环境的恶化导致企业惯用的发展模式难以为继；服装企业无法主导这些变化，只能积极适应，而能否快速适应则取决于企业的方向判断和战略选择；
- **2013 年内销市场难以复苏：**服装行业走出目前的困境，与国内消费者的消费力增速有关，也与行业的商业环境变化有关；从消费需求的增长来看，经济增速的放缓导致短期内难有大的变化，而商业环境的变化，则取决于产业升级和企业自身经营情况的调整。

2013 年公司的战略规划并不清晰

- **品牌与渠道的调整思路并不清晰：**公司计划在 2013 年，由外延式扩张开始转型至内生性增长，公司的转型本质上是人的转型，公司首先调整了高管队伍，聘请外籍产品设计师、供应链负责人、人力资源负责人；从**两大品牌 2013 年的经营策略**来看，MB 将收缩至之前的产品系列，即回归至男装、女装、童装、配饰四大产品系列，削减 SKU；MC 将撤销事业部模式，重新回归至产品线模式；公司未来的转型体现在**终端形象提升**上，2013 年公司在店铺总数保持在现有规模的同时，将沿着两条路径，一是新增店铺主要聚焦于购物中心（符合商业模式的变化趋势），充分体现公司对购物体验的创新和尝试；二是未来用 3 年时间提升现有 5000 家门店的终端购物环境；总体而言，公司的调整思路聚焦于产品与渠道上，但 2013 年经营环境不乐观，以上调整思路难以在短期内完成，也难以在短期内见效；
- **内生性增长的诉求是大势所趋，但需要长期、持续的投入：**从大的方向上，粗放式发展的时代已经过去，重视内生性增长是大势所趋，是业内所有企业需要共同面对的难题；此外，退一步讲，消费增速下降、商业环境恶化，外延式扩张的边际利润贡献急剧下降，加之公司现有的 5000 家终端规模已然够大，内生性增长确实是公司不得不面对的瓶颈；但以公司为代表的业内企业，过去已经习惯了传统的渠道扩张来实现业绩增长的模式，内生性增长的诉求只能不断的摸索与尝试，需要长期、持续的投入，短期内难有成效；
- **产品设计实力及直营渠道体系是公司最大的竞争优势：**内生性增长的关键在于产品，公司在 2008 年上市之际，产品创新方面具备很强的竞争优势，目前依然保持这一优势；此外，公司的优势还在于目前所具备的直营渠道（直营数量占比 25%，直营收入占比 50%），能够提供创新性产品与消费者沟通的场所；这些是公司进行内生性增长探索和尝试的资源禀赋。

预计 2013 年业绩难有明显改善

- **2013 年国内消费市场难有起色，行业整体面临转型压力，未来能够成功穿越本轮转型的企业，“它的产品能够不断满足终端消费需求”，公司的优势在于产品设计及营销，直营渠道的建设虽然激进但已有一定规模，目前直营渠道数量占比超过 25%（直营收入占比近 50%），这些都是公司在未来竞争过程中的优势之所在；公司最大的风险在于过去激进的战略决策，结合公司 2013 年仍处于深度调整阶段，预计公司 2013 年整体仍将面临诸多压力；**
- **总体来讲，公司 2013 年的经营策略依然是以调整为主，外延式扩张大幅放缓将无法贡献收入增速，单纯依靠内生性增长，一方面内生性增长对业绩的贡献不稳定，另一方面内生性增长需要公司长时间的付出才能有所回**

报，加之公司的“体验式”购物环境的打造将耗费部分额外的费用，我们认为公司13年损益表将大致延续2012年的态势，明显改善的概率不大。

图表1：全国百家重点商场服装零售额及销量增速



来源：国金证券研究所、公司年报

图表2：2011年下半年以来，公司单季度业绩下滑明显



图表3：全社会的人力成本持续攀升

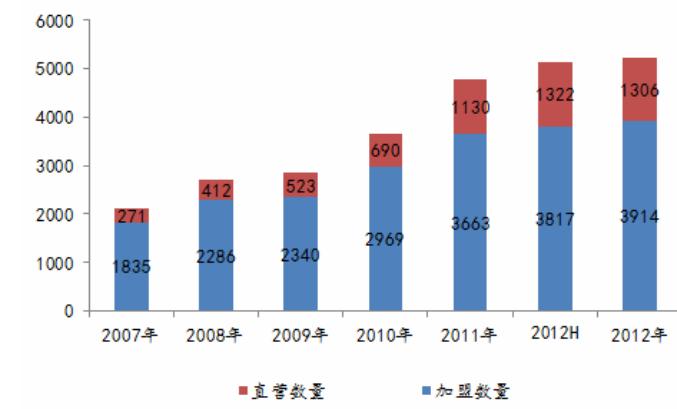


来源：国金证券研究所、公司年报、同花顺

图表4：公司2006年以来的人力成本持续攀升

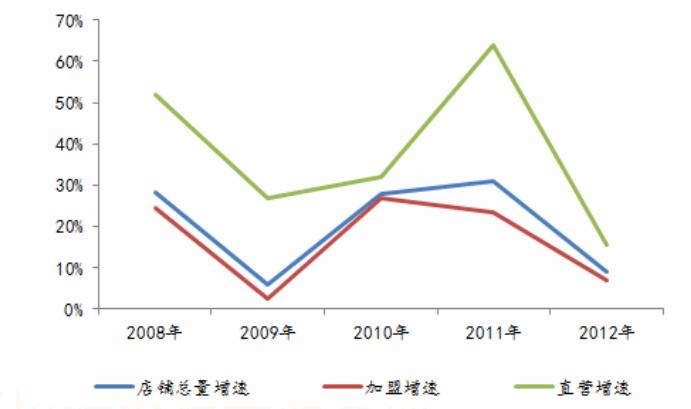


图表5：公司历年直营、加盟店的数量



来源：国金证券研究所、公司年报

图表6：公司上市以来终端门店数量的增速



盈利预测及估值

盈利预测假设

- 考虑到公司 2013 年一季度终端销售平淡，加盟商整体信心不足，预计 2013-2015 年加盟业务的收入增速分别为 -10%、5%、10%；直营渠道作为公司的竞争优势之一，2013 年公司在产品设计、渠道形象提升等方面的效果将首先体现在直营终端里，预计 2013-2015 年直营终端的收入增速分别为 10%、5%、5%；
- 预计加盟业务 2013-2015 年的毛利率分别为 42%、42.5%、43%；预计直营业务 2013-2015 年的毛利率分别为 46%、46.5%、47%；
- 预计 2013-2015 年公司的销售费用率保持在 29%，大致与 2012 年相当；管理费用率分别提升至 3%、3.15%、3.3%。

盈利预测及估值

- 预计公司 2013-2015 年收入分别同比增长 -0.79%、5%、7.31% 至 94.34 亿元、99.06 亿元、106.30 亿元；净利润分别同比增长 -9.35%、10.32%、11.54% 至 7.7 亿元、8.5 亿元、9.5 亿元；对应 EPS 分别为 0.766 元、0.845 元、0.943 元；
- 维持增持评级：**公司 2013 年将处于深度调整阶段，消费疲软、经营环境不乐观，这些都将拉长调整时间，公司在产品设计、直营渠道方面具备明显的优势，但调整效果预计在短期内难以体现，前期公司股价调整幅度较大，目前股价对应的 13 年 PE 在 15 倍左右，维持对公司的增持评级。

图表7：销售预测

项 目	2008	1H09	2009	1H10	2010	1H11	2011	1H12	2012	2013E	2014E	2015E
加盟												
销售收入（百万元）	3,035.9	950.6	2,904.9	1,212.0	4,335.2	1,872.7	5,653.3	2,244.2	4,843.0	4,358.74	4,576.67	5,034.34
增长率(%)	44.93%	-7.57%	-4.32%	27.50%	49.24%	54.51%	30.40%	19.84%	-14.00%	-10.00%	5.00%	10.00%
毛利率	40.60%	39.41%	41.70%	37.61%	41.00%	42.02%	40.00%	42.00%	42.27%	42.00%	42.50%	43.00%
销售成本（百万元）	1,803.4	576.0	1,693.6	756.1	2,557.8	1,085.8	3,392.0	1,301.7	2,795.9	2,528.07	2,631.59	2,869.57
增长率(%)	25.92%	-6.93%	-6.09%	31.27%	51.03%	43.60%	32.61%	19.88%	-17.57%	-9.58%	4.09%	9.04%
毛利(百万元)	1,232.5	374.6	1,211.3	455.9	1,777.4	786.9	2,261.3	942.6	2,047.2	1,830.67	1,945.09	2,164.77
增长率(%)	86.03%	-8.54%	-1.72%	21.70%	46.73%	72.61%	27.22%	19.78%	-9.47%	-10.57%	6.25%	11.29%
占总销售额比重	67.97%	52.42%	55.78%	47.86%	57.83%	49.68%	57.06%	49.20%	51.21%	46.20%	46.20%	47.36%
占主营业务利润比重	60.64%	45.35%	52.37%	41.87%	52.24%	44.33%	51.53%	44.86%	48.67%	43.95%	43.97%	45.15%
直营												
销售收入（百万元）	1,430.6	862.9	2,302.6	1,320.5	3,161.4	1,896.9	4,253.6	2,317.0	4,614.1	5,075.47	5,329.24	5,595.70
增长率(%)	35.33%	42.06%	60.96%	53.04%	37.29%	43.64%	34.55%	22.15%	8.00%	10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	55.92%	52.32%	47.84%	47.92%	51.40%	52.10%	50.00%	50.00%	46.79%	46.00%	46.50%	47.00%
销售成本（百万元）	630.6	411.4	1,201.1	687.7	1,536.4	908.6	2,126.8	1,158.5	2,455.1	2,740.75	2,851.14	2,965.72
增长率(%)	26.55%	34.34%	90.45%	67.15%	27.92%	32.12%	38.42%	27.51%	15.44%	11.63%	4.03%	4.02%
毛利(百万元)	799.9	451.5	1,101.6	632.9	1,624.9	988.3	2,126.8	1,158.5	2,158.9	2,334.71	2,478.10	2,629.98
增长率(%)	43.15%	49.90%	37.71%	40.18%	47.51%	56.16%	30.88%	17.23%	1.51%	8.14%	6.14%	6.13%
占总销售额比重	32.03%	47.58%	44.22%	52.14%	42.17%	50.32%	42.94%	50.80%	48.79%	53.80%	53.80%	52.64%
占主营业务利润比重	39.36%	54.65%	47.63%	58.13%	47.76%	55.67%	48.47%	55.14%	51.33%	56.05%	56.03%	54.85%
销售总收入（百万元）	4466.50	1813.50	5207.51	2532.56	7496.58	3769.55	9906.85	4561.26	9457.10	9434.20	9905.91	10630.04
销售总成本（百万元）	2434.06	987.43	2894.60	1443.83	4094.20	1994.38	5518.76	2460.17	5251.03	5268.82	5482.73	5835.30
毛利(百万元)	2032.44	826.07	2312.91	1088.73	3402.38	1775.17	4388.10	2101.09	4206.07	4165.38	4423.18	4794.75
平均毛利率	45.50%	45.55%	44.41%	42.99%	45.39%	47.09%	44.29%	46.06%	44.48%	44.15%	44.65%	45.11%

来源：国金证券研究所

www.jztzw.net

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	7,500	9,945	9,510	9,434	9,906	10,630
增长率	32.6%	4.4%	-0.8%	5.0%	7.3%	
主营业务成本	-4,095	-5,552	-5,273	-5,269	-5,483	-5,835
%销售收入	54.6%	55.8%	55.4%	55.8%	55.3%	54.9%
毛利	3,406	4,393	4,237	4,165	4,423	4,795
%销售收入	45.4%	44.2%	44.6%	44.2%	44.7%	45.1%
营业税金及附加	-34	-55	-62	-57	-59	-64
%销售收入	0.5%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-1,989	-2,305	-2,772	-2,736	-2,873	-3,083
%销售收入	26.5%	23.2%	29.2%	29.0%	29.0%	29.0%
管理费用	-325	-341	-265	-283	-312	-351
%销售收入	4.3%	3.4%	2.8%	3.0%	3.2%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	1,059	1,692	1,137	1,090	1,179	1,297
%销售收入	14.1%	17.0%	12.0%	11.6%	11.9%	12.2%
财务费用	-88	-207	-168	-116	-121	-131
%销售收入	1.2%	2.1%	1.8%	1.2%	1.2%	1.2%
资产减值损失	-8	-31	-64	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-8	-11	0	0	0
%销售收入	0.0%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	963	1,446	894	973	1,058	1,167
营业利润率	12.8%	14.5%	9.4%	10.3%	10.7%	11.0%
营业外收支	71	130	209	40	60	80
税前利润	1,034	1,576	1,103	1,013	1,118	1,247
利润率	13.8%	15.8%	11.6%	10.7%	11.3%	11.7%
所得税	-276	-370	-254	-243	-268	-299
所得税率	26.7%	23.5%	23.0%	24.0%	24.0%	24.0%
净利润	758	1,206	850	770	850	948
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	758	1,206	850	770	850	948
净利率	10.1%	12.1%	8.9%	8.2%	8.6%	8.9%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	758	1,206	850	770	850	948
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	384	345	445	243	173	152
非经营收益	-53	247	139	538	68	58
营运资金变动	-2,150	-719	1,423	-1,481	-59	-119
经营活动现金净流	-1,061	1,078	2,856	70	1,031	1,039
资本开支	-818	-443	-353	175	-49	-30
投资	0	4	-33	-1	0	0
其他	-33	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-851	-438	-386	174	-49	-30
股权募资	0	0	0	0	-609	0
债权募资	2,218	93	-1,875	748	959	535
其他	-474	-618	-984	-121	-1,133	-1,344
筹资活动现金净流	1,744	-525	-2,859	627	-782	-809
现金净流量	-169	115	-389	871	200	200

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	1,107	1,088	629	1,500	1,700	1,900
应收款项	1,260	1,497	775	1,137	1,194	1,281
存货	2,548	2,560	2,006	2,165	2,178	2,238
其他流动资产	710	488	297	424	468	527
流动资产	5,625	5,632	3,706	5,226	5,540	5,947
%总资产	65.6%	63.8%	53.0%	68.0%	69.8%	71.7%
长期投资	206	257	290	291	290	290
固定资产	2,052	2,077	2,108	2,092	2,069	2,041
%总资产	23.9%	23.5%	30.1%	27.2%	26.1%	24.6%
无形资产	460	472	437	73	32	18
非流动资产	2,954	3,192	3,293	2,457	2,393	2,350
%总资产	34.4%	36.2%	47.0%	32.0%	30.2%	28.3%
资产总计	8,579	8,824	6,999	7,683	7,933	8,297
短期借款	2,776	2,369	794	1,505	2,382	2,868
应付款项	1,630	894	862	858	894	954
其他流动负债	750	1,393	1,219	1,393	1,613	1,843
流动负债	5,156	4,657	2,874	3,757	4,889	5,664
长期贷款	100	100	0	0	0	1
其他长期负债	-8	-59	-8	29	111	159
负债	5,248	4,698	2,867	3,786	5,001	5,824
普通股股东权益	3,331	4,126	4,132	3,897	2,932	2,473
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	8,579	8,824	6,999	7,683	7,933	8,297

比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.754	1.200	0.845	0.766	0.845	0.943
每股净资产	3.314	4.105	4.111	3.878	2.918	2.460
每股经营现金净流	-1.048	0.972	2.842	0.069	1.026	1.034
每股股利	0.000	0.300	0.420	1.000	1.200	1.400
回报率						
净资产收益率	22.75%	29.23%	20.56%	19.76%	28.98%	38.32%
总资产收益率	8.83%	13.67%	12.14%	10.02%	10.71%	11.42%
投入资本收益率	12.50%	19.63%	17.77%	15.33%	16.86%	18.46%
增长率						
主营业务收入增长率	43.76%	32.59%	-4.38%	-0.79%	5.00%	7.31%
EBIT增长率	68.57%	59.79%	-32.78%	-4.16%	8.18%	10.05%
净利润增长率	25.42%	59.13%	-29.55%	-9.35%	10.32%	11.54%
总资产增长率	57.60%	2.85%	-20.68%	9.78%	3.25%	4.59%
资产管理能力						
应收账款周转天数	34.3	38.4	31.2	32.0	32.0	32.0
存货周转天数	153.8	167.9	158.0	150.0	145.0	140.0
应付账款周转天数	78.1	60.8	39.7	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	84.0	70.6	79.9	79.8	75.2	69.1
偿债能力						
净负债/股东权益	53.12%	33.49%	4.01%	0.13%	23.26%	39.20%
EBIT利息保障倍数	12.0	8.2	6.8	9.4	9.7	9.9
资产负债率	61.17%	53.24%	40.96%	49.28%	63.04%	70.20%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	2	5
增持	0	1	11	12	27
中性	0	1	5	5	6
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.50	2.26	2.21	2.12

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-04-26	增持	25.40	N/A
2 2011-08-21	增持	28.55	N/A
3 2012-04-26	增持	19.06	N/A
4 2012-05-30	增持	19.65	23.76 ~ 23.76
5 2012-08-31	增持	17.08	N/A
6 2013-03-02	增持	12.93	N/A

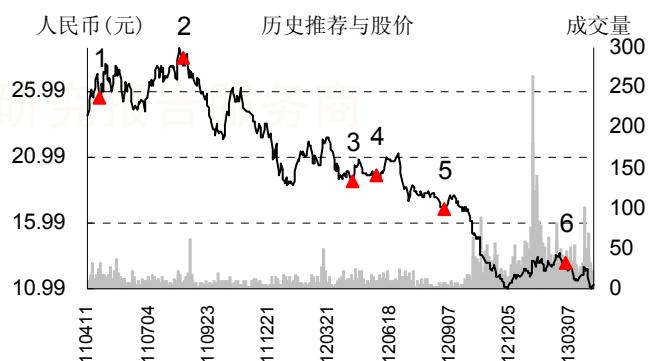
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038271
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979
传真：010-6621 6793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-33516015
传真：0755-33516020
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518026
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net