证券研究报告—动态报告

餐饮旅游

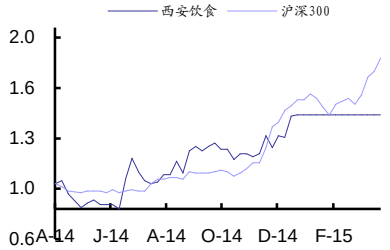
餐饮Ⅱ

西安饮食 (000721) 增持

合理估值: 10 元 昨收盘: 6.94 元

2015年04月08日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	499/436
总市值/流通(百万元)	3,463/3,023
上证综指/深圳成指	3,961/13,769
12 个月最高/最低(元)	6.94/3.50

相关研究报告:

证券分析师: 曾光
电话: 0755-82150809
E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003
证券分析师: 钟潇
电话: 0755-82132098
E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

公司分析

收购嘉和一品，转型大众餐饮，积极 O2O 布局

- **收购嘉和一品：转型大众餐饮，积极 O2O 布局**

公司公告收购嘉和一品 100%股权。嘉和一品系华北地区以粥为主的中式连锁快餐龙头，目前在全国有 101 家门店。公司收购嘉和一品后，不仅可以从原有西北地区老字号酒楼业务向一线城市大众餐饮有效转型，同时还可以嘉和一品目前现有的 O2O 餐饮业务为依托，未来持续强化公司餐饮 O2O 的全面布局。

- **换股收购锁定期长，业绩增厚较显著，PE 相对不高**

本次收购采用换股收购方式进行，有助于双方利益捆绑和收购后的整合，且本次收购对应的业绩承诺较高，2015-2019 年业绩承诺分别为 3000、4200、5500、6400、6900 万元，对公司业绩增厚较显，锁定期较长，且通过严格的现金+股权补偿和解锁条件有效确保了业绩承诺的兑现。此外，公司本次收购估价对应其 2015 年动态 PE13.7 倍，相对不高。

- **未来看点：国企改革+一路一带，资本运作加快**

公司兼具国企改革和一路一带双重概念。一方面，2014 年以来，西安国企改革积极推动，方向上更加积极进取，也为旗下旅游国企积极改制转型提供了有力的支持环境。另一方面，一路一带政策支持尤其是公司大股东已成为西安旅游发展重点支持的两大龙头企业之一，也为公司积极扩张创造了有力的条件。国企改革+一路一带双重支持下，公司业务转型和资本运作也有望加快，不仅积极推动餐饮转型和 O2O 化，还有望依托自身已有在职教育和儿童教育服务领域布局，持续扩张升级，进一步实现业务的多元化。

- **风险提示**

食品安全事件；重大传染性疫情；餐饮企业的财务风险等。

- **给予“增持”评级，国企改革+一路一带带来看点**

考虑收购并表，我们预计公司 2015-2017 年按增发后股本全面摊薄后 EPS0.06/ 0.08/0.11 元。考虑到公司积极业务转型背景下，目前资本运作明显加快，未来餐饮 O2O 布局和教育服务业的延伸也有一定期待，且“国企改革+一路一带”双重概念叠加有望带来估值弹性，公司总体市值仅 40 亿元左右（考虑了增发影响），给予一年期合理估值 10 元，首次给予公司“增持”评级，建议风险偏好型投资者可逢低积极关注。

盈利预测和财务指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	586	546	870	953	1,044
(+/-%)	-11.0%	-6.9%	59.5%	9.5%	9.6%
净利润(百万元)	15	11	33	47	67
(+/-%)	6.1%	-25.2%	197.4%	43.5%	41.6%
摊薄每股收益(元)	0.03	0.02	0.06	0.08	0.11
EBIT Margin	5.6%	6.4%	3.5%	5.2%	7.3%
净资产收益率(ROE)	2.1%	1.6%	2.9%	4.1%	5.5%
市盈率(PE)	234.1	313.1	122.6	85.5	60.4
EV/EBITDA	49.0	47.8	76.0	51.6	38.6
市净率(PB)	4.9	5.0	3.6	3.5	3.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

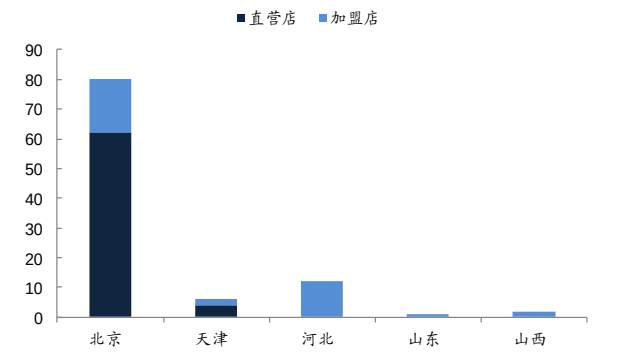
收购嘉和一品：转型大众餐饮，积极 O2O 布局

嘉和一品：华北地区连锁中式快餐龙头

西安饮食 4 月 6 日晚发布公告，公司拟以非公开发行股份的方式收购刘京京、蔡玉钻、肖吕强、天津红杉、上海云锋、上海祥禾和拉萨涌金等 7 名股东持有的**嘉和一品** 100%的股份。

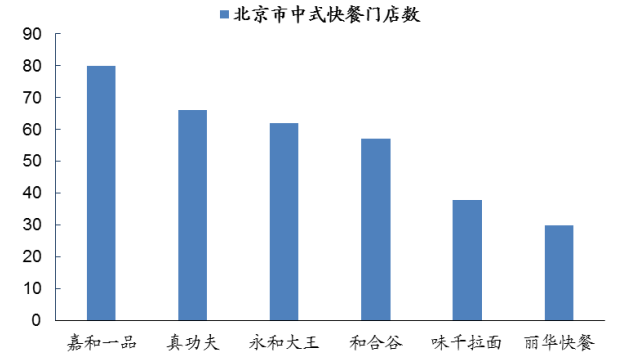
嘉和一品成立于 2004 年，是以粥为主要产品的中式连锁餐厅。公司在全国开设了 101 家连锁店，其中直营店 66 家，加盟店 35 家，**其中异地扩张相对以加盟为主**（见图 1）。从区域分布来看，嘉和一品的门店主要集中于华北地区，尤其以北京地区为主。从门店数量上看（见图 2），公司不仅在同业粥类连锁快餐中占据绝对优势，而且在北京市整个中式快餐领域相对领先。

图 1：公司在北京以直营店为主，异地扩张则以加盟为主



资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

图 2：公司在北京市中式快餐门店数量占据优势



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

与在北京的同类粥类连锁餐厅相比，嘉和一品无论在门店数量上还是服务方面都处于一定领先地位，人均消费水平更大众化。

表 1：北京粥店比较分析

公司名称	门店数量	人均消费	有无在线订餐
嘉和一品	80	20-30	有
宏状元	47	30-40	无
健将一品粥	14	25-30	无

资料来源：公司资料、公司官网，大众点评网等，国信证券经济研究所整理

收购看点一：换股收购锁定期长，业绩增厚较显著，PE 相对不高

首先，本次收购以增发换股的方式进行，上市公司并不实际现金出资，且换股的方式最大限度将双方利益捆绑。具体来看，本次收购标的嘉和一品整体作价 4.11 亿元，而西安饮食发行股份购买资产的发行价格定为 5.00 元/股，合计发行股份总数为 8,220 万股，如下表 2 所示。本次交易完成后，嘉和一品的原有股东刘京京、蔡玉钻、肖吕强、天津红杉、上海云锋、上海祥禾和拉萨涌金成为西安饮食的股东。本次交易后，西旅集团持有公司 18.06%的股份（此前为 21.04%），仍为公司控股股东，同时，公司实际控制人没有发生变更。总体来看，**由于本次交易换股方式进行，最大限度地保证了双方利益的一致性，有助于收购后上市公司与嘉和一品的整合与共赢。**

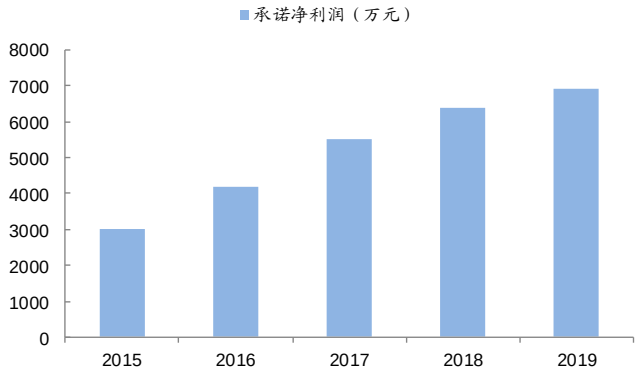
表 2: 本次交易前后持股数量变化

股东名称	本次交易前		本次交易后	
	持股数量（股）	持股比例	持股数量（股）	持股比例
西旅集团	105,000,000	21.04%	105,000,000	18.06%
其他社会股东	394,055,920	78.96%	394,055,920	67.79%
刘京京	--	--	36,990,000	6.36%
蔡玉钻	--	--	4,932,000	0.85%
肖吕强	--	--	23,016,000	3.96%
天津红杉	--	--	4,521,000	0.78%
上海云锋	--	--	8,220,000	1.41%
上海祥禾	--	--	2,260,500	0.39%
拉萨涌金	--	--	2,260,500	0.39%
合计	499,055,920	100.00%	581,255,920	100.00%

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

其次，**本次收购业绩承诺较高，对公司业绩增厚较显著**。嘉和一品控股股东刘京京同意对嘉和一品在本次交易实施完毕当年及其后四年（2015 年至 2019 年）内的业绩进行承诺：**目标公司 2015 年度、2016 年度、2017 年度、2018 年度、2019 年度净利润数分别不低于人民币 3,000 万元、4,200 万元、5,500 万元、6,400 万元和 6,900 万元。**考虑到 2014 年上市公司原有主业 2014 年净利润 1106.06 万元，扣非后亏损 2712.78 万元，因此本次收购对改善公司业绩具有显著影响。

图 3: 公司 2015-2019 年业绩承诺情况



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

并且，本次收购还规定了较为严格的**“现金+股权补偿”**的方式（如果净利润低于业绩承诺数 5%以内，以现金补偿，超过部分，则以股权+现金的方式进行补偿），可以有效地确保业绩承诺的兑现。

从股份的锁定期来看，除了通常增发要求的锁定 1 年以外，**公司对嘉和一品的实际控制人解锁要求还与其业绩承诺捆绑，解锁期较长，进一步有效保障了业绩承诺的实现。**具体来看，嘉和一品控股股东、实际控制人刘京京对本次交易进行了业绩承诺，在本次交易中认购的西安饮食股份，自股份上市之日起 12 个月内不得转让，自股份上市满 12 个月后可解禁本次发行所获股份的 40%即 14,796,000 股；在嘉和一品第三个业绩承诺年度的净利润达到或超过其承诺净利润时可解禁本次发行所获股份 5,000,000 股；在嘉和一品第四个业绩承诺年度的净利润达到或超过其承诺净利润时可解禁本次发行所获股份 5,000,000 股；在嘉和一品第五个业绩承诺年度的利润达到或超过其承诺净利润或业绩，承诺人刘京京对第五个业绩承诺年度的不足业绩进行了全额补偿后，可解禁剩余全部股份。

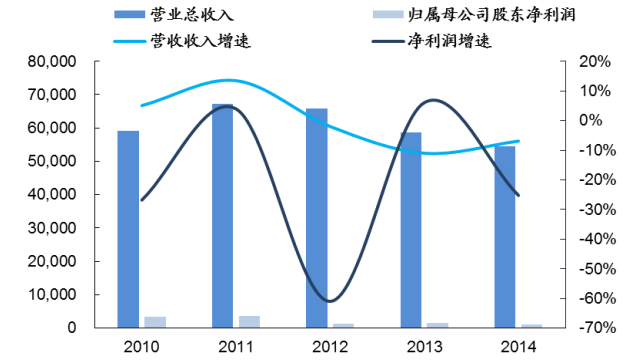
其三，从收购 PE 来看，本次收购对价对应 2015 年动态 PE 为 13.7 倍，也相对

不高。

收购看点二：转型大众餐饮，积极 O2O 布局

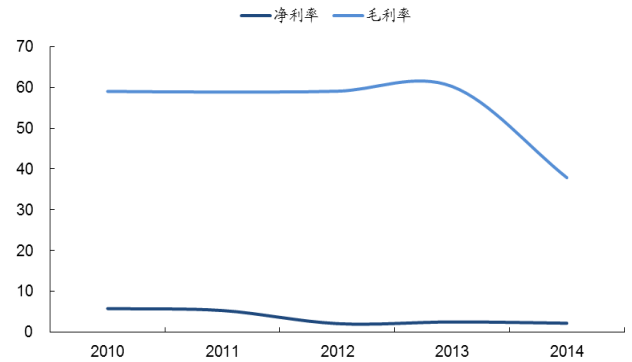
公司原有业务以**西北地区经营部分老字号餐饮业务为主**，拥有西安饭庄、老孙家饭庄、西安烤鸭店、德发长酒店、德发长饺子馆、同盛祥饭庄、春发生饭店、永宁宫大酒店等 16 家分公司、11 家子公司，百余家经营网点，其中多数为百年历史的面向高端消费者的名店、特色店和中华老字号。2013 年以前，上述老字号酒楼经营稳定，但净利率水平整体不高；2013 年以来，受去三公影响，公司主业餐饮收入持续下滑，**原有老字号酒楼经营模式持续承压，业务转型需求日趋迫切。**

图 4：2013 年以来公司收入和业绩增长放缓



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

图 5：公司毛利率和净利率 2013 年以来持续承压



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

在这种背景下，本次收购嘉和一品是收购嘉和一品后，西安饮食不仅可以大力发力一线城市，且积极转型大众餐饮领域，分享大众餐饮行业的稳健成长。

从下图可以看出，2014 年以来全国餐饮收入止跌回升，其中餐饮收入整体增速好于限额以上餐饮企业的增速，从一个侧面也显示出大众餐饮的增长相对更稳健。同时，从 2014 年居民外出用餐需求来看，也主要以朋友、家庭聚会等大众消费需求为主，商务活动的占比仅 7%。此外，通过银联餐饮刷卡消费数据显示，高端餐饮刷卡消费总体增速下滑十分明显，而笔均刷卡在 1600 元以下的中低端餐饮发展平稳。2012 年 11 月至 2014 年 12 月，月均刷卡交易金额增幅保持 10%左右，呈温和上升态势。其中刷卡 50 元档增幅最大， 在 2014 年 12 月增幅达到了 444.2%。其次为 50 元至 100 元档，2013 年 12 月，增幅达 115.9%。换言之，大众餐饮日益成为国内餐饮市场的主体。在这种背景下，公司积极转型大众餐饮，并重点发力一线城市的大众餐饮连锁市场，从而可以分享该领域的稳健成长，有助于改善其原有业务单一依靠西北地区老字号酒楼业务的不足。

图 6：全国餐饮收入增速 2014 年止跌回升

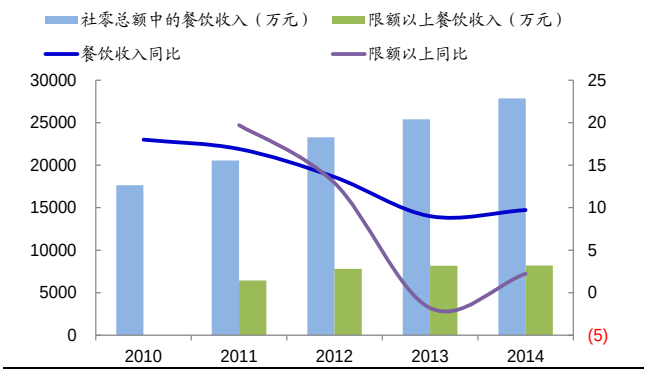
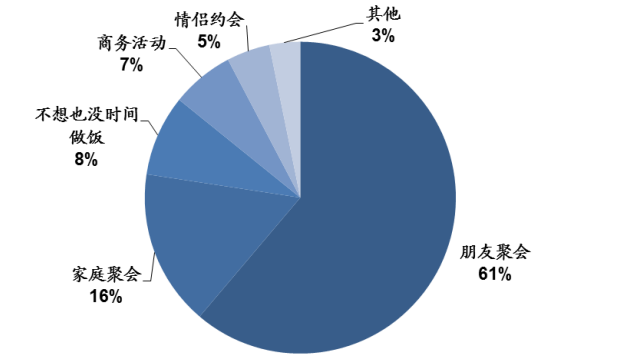


图 7：大众消费为拉动消费回升的主要因素

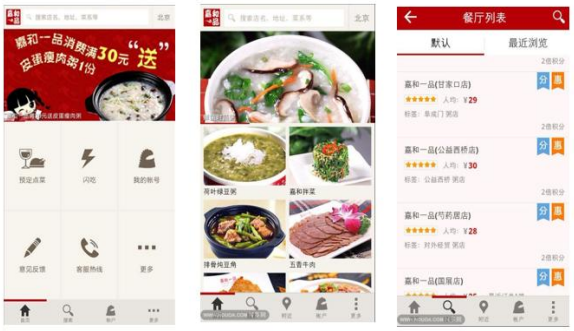


资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

资料来源：中国烹饪协会、国信证券经济研究所整理

同时，嘉和一品在餐饮 O2O 布局上相对领先，在线上嘉和一品不仅有专门的订餐网站，提供预订以及在线支付功能，同时公司也在移动端于 2012 年推出了手机点菜客户端，成为**当时全国首个拥有手机点菜支付 APP 的中式快餐连锁餐厅**。另一方面，公司在 2014 年与佰年华商联合研发推出了 ifood517 线下智慧餐饮配送站。简单来说，消费者在完成在线订餐后，物流人员按消费者指定的时间提前把餐品配送至就近站点，消费者凭识别码自取。**在这种情况下，收购嘉和一品还有助于公司积极向餐饮 O2O 领域的布局，未来不排除进一步以此为平台，加强餐饮 O2O 领域的并购扩张，不断推进线上业务转型。**

图 8: 嘉和一品手机点菜软件页面



资料来源：互联网、国信证券经济研究所整理

图 9: ifood517 线下智能配送柜

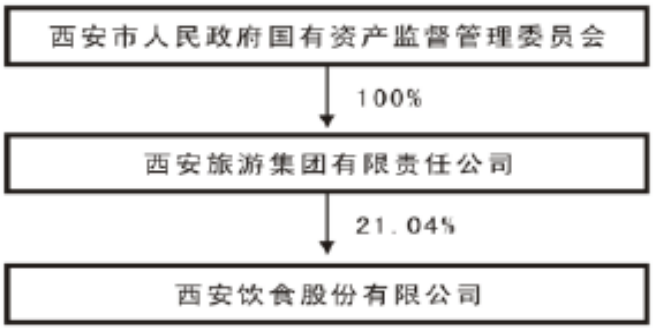
资料来源：我饭我吃网、国信证券经济研究所整理

未来看点之一：国企改革+一路一带，资本运作加快

公司未来看点：国企改革+一路一带

公司兼具国企改革和一路一带双重概念。一方面，如下图所示，**公司实际控制人为西安市国有资产监督管理委员会。**截至 2014 年底，公司最大股东为西安国资委全资控制的西安旅游集团有限责任公司，第一大股东持股比例为 21.04%。

图 10: 公司实际控制人为西安市国资委



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所分析师归纳整理

从下表可以看出，2014 年以来，西安国企改革步伐也积极推动，在改革方向上更加积极进取，也为旗下旅游国企积极改制转型提供了有力的支持环境。

表 3: 西安国企改革积极推动

时间	方案名称	具体内容
2014 年 5 月	西安市国资监管暨国资委系统党建纪检工作会	深化国资国企改革工作将全面启动，全市将围绕调结构、稳增长，加快转型升级步伐，强化国资监管的改革思路
2014 年 9 月	陕西省人民政府关于推进混合所有制经济发展的意见(试行)发布	到 2017 年，大多数省属国有企业实现股权多元化，国有资产证券化率比 2014 年提升 10%以上。到 2020 年，国有企业基本建成现代企业制度，国有资产证券化率再提高 10%以上。并表示探索员工持股转化一批混合所有制企业。
2015 年 2 月	西安市国资系统 2015 年工作会议	会议提出，2015 年全面推进国资国企改革的关键之年，抓好稳增长各项工作，务实推进国企改革，落实市属国企改革“1+N”方案，推进混合所有制试点，加快国有资产证券化步伐，逐步实现市属经营性国有资产集中统一监管。

资料来源：搜狐网，凤凰网，国信证券经济研究所整理

同时，公司所在的陕西西安地区作为国家实施一带一路战略的重要桥头堡，出台了多项政策规划，这些政策将在未来有力促进西安餐饮旅游业的快速发展。比如，近日《西安建设丝绸之路经济带(新起点)战略规划》和《西安欧亚经济论坛综合园区发展规划》的发布，标志着西安正式启动第一批 60 个丝绸之路经济带的重点项目，总投资额达到 1155 亿元。并且，据全国政协常委、国家旅游局前局长邵琪伟证实，国家旅游局正在制定“一路一带”旅游规划。其中重点区域含陕西、新疆、甘肃，**目前西安已有扶持曲江文化集团、西旅集团（西安饮食的控股股东）的规划**。换言之，在西安市积极推进一路一带建设背景下，公司大股东有望获得有力的扶持，西安饮食也有望直接受益。

表 4: 2014 年以来西安一路一带相关旅游方面的政策

时间	方案名称	具体内容
2014 年 3 月	《推进旅游业健康持续发展的十条措施》	开展丝绸之路经济带旅游合作，强化与丝路沿线国家和城市的旅游合作，在中亚相关国家选址设立“西安之窗”旅游推广中心，通过“西安旅游网”与丝绸之路沿线城市主要网站建立相互链接。
2014 年 12 月	旅游局已完成《丝绸之路经济带和海上丝绸之路旅游合作发展战略规划》初稿。	该规划是国家“一路一带”战略组成部分，将有望助力实现年旅游总消费 5.5 万亿目标。涉及推行智慧旅游、合作塑造丝路旅游大品牌、整合资源联动发展、加强区域旅游一体化建设等，望借此加强中国与沿线国家交流交往，其中“一带”重要节点性区域含陕西、新疆、甘肃等。
2015 年 3 月 1 日	西安市发改委公布《西安建设丝绸之路经济带（新起点）战略规划》《西安欧亚经济综合园区发展规划》	西安首批推出 60 个重点项目，总投资 1155 亿元 每个项目平均投资 19 亿元以上
2015 年 3 月 4 日	据全国政协常委、国家旅游局前局长邵琪伟证实，国家旅游局正在制定“一路一带”旅游规划。其中重点区域含陕西、新疆、甘肃，目前西安已有扶持曲江文化集团、西旅集团的规划。	西安将持续推进曲江国家级文化产业区开发建设，依托大雁塔-大唐芙蓉园、大唐不夜城、曲江池遗址公园等核心景区，塑造推广西安曲江盛唐文化主题旅游品牌形象；推进曲江二期项目的策划、规划与设施建设，创建西安大型主题乐园。
2015 年 3 月 7 日	十二届全国人大三次会议的陕西代表团举行开放日	围绕“一带一路”，提出建设五个中心：综合交通枢纽中心，国际商贸物流中心，科技教育文化旅游交流中心，能源金融中心，经贸合作中心。
2015 年 3 月 28 日	国家发改委、外交部、商务部联合发布《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》	打造西安内陆型改革开放新高地，支持西安等内陆城市建设航空港、国际陆港

资料来源：搜狐网，凤凰网，国信证券经济研究所整理

国企改革+业务转型支持下，资本运作明显加快

在国企改革和业务转型支持下，公司 2013 年以来资本运作明显加快。公司曾在 2013 年年报中曾表示将积极寻找商机，通过并购、合作等方式引入大众连锁餐饮业态和其它盈利能力较强，适合大众消费的餐饮品牌企业。2014 年，公司完成非公开发行股票募集资金 2.6 亿，用于旗下饭店重建以及营业网点的改造工作。此后还布局儿童教育服务领域（儿童早教），目前又通过增发换股强化餐饮业务转型，从中高端餐饮转型为大众连锁餐饮，并拓展餐饮 O2O 布局。

未来看点之二：业务转型，积极布局教育服务领域

公司旗下同时拥有儿童教育以及职业教育公司，未来有望继续延伸教育服务领域

的相关布局。公司 2014 年曾合资设立西安西饮儿童成长体验中心有限公司，其中公司占有 95%的股权。该公司的核心业务是为 0-12 岁的儿童提供早期教育服务、亲子咨询服务、亲子活动的策划和组织以及多元智能课程的开发，已尝试在儿童学前教育等方面积极布局。同时，目前西安饮食旗下还全资拥有三家职业学院，分别为西安桃李旅游烹饪专修学院、陕西桃李旅游烹饪技术学校和西安旅游烹饪职业学校，主要培养烹饪、酒店管理、中西点工艺职业人才。在这种背景下，公司未来不排除继续加大在教育服务领域的相关布局，从而积极推动自身业务的多元化。

表 5: 公司教育系子公司情况

公司名称	持股比例	培训内容
西安桃李旅游烹饪专修学院	100%	烹饪、酒店管理
陕西桃李旅游烹饪技术学校	100%	烹饪、中西点工艺、酒店服务、市场营销
西安旅游烹饪职业学校	100%	中等职业教育
西安西饮儿童成长体验中心有限公司	95%	儿童早期教育服务

资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

给予“增持”评级，国企改革+一路一带带来看点

客观而言，公司原有餐饮主业相对平淡，但公司 2014 年以来业务转型升级和延伸明显加快。本次收购嘉和一品不仅有助于显著增厚公司业绩，实现向大众餐饮业务转型，还可以为公司进一步拓展餐饮 O2O 业务奠定良好基础。此外，公司此前还积极布局儿童教育服务领域，未来不排除在这方面进一步转型升级。

考虑收购并表，我们预计公司 2015-2017 年按增发后股本全面摊薄后 EPS0.06/ 0.08/ 0.11 元。考虑到公司积极业务转型背景下，目前资本运作明显加快，且“国企改革+一路一带”双重概念叠加有望带来估值弹性，公司总体市值仅 40 亿元左右（考虑了增发影响），给予 1 年期合理估值 10 元，首次给予公司“增持”评级，建议风险偏好型投资者可逢低积极关注。

风险提示

1、食品安全卫生问题引发信誉危机。
2、大规模传染性疫情等重大突发事件。
3、经济下滑对餐饮尤其是正餐酒楼等的冲击。
4、餐饮企业的财务风险。

附表 2: 财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	346	367	396	473
应收款项	22	29	29	29
存货净额	35	47	50	54
其他流动资产	24	38	42	46
流动资产合计	**427**	**481**	**517**	**601**
固定资产	373	394	408	390
无形资产及其他	26	26	26	26
投资性房地产	238	238	238	238
长期股权投资	0	411	411	411
资产总计	**1064**	**1550**	**1600**	**1666**
短期借款及交易性金融负债	150	150	150	150
应付款项	69	89	95	101
其他流动负债	115	146	156	167
流动负债合计	**334**	**385**	**401**	**418**
长期借款及应付债券	4	4	4	4
其他长期负债	20	20	20	20
长期负债合计	**23**	**23**	**23**	**23**
负债合计	**357**	**408**	**424**	**442**
少数股东权益	15	15	16	18
股东权益	692	1126	1159	1206
负债和股东权益总计	**1064**	**1550**	**1600**	**1666**

利润表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	**546**	**870**	**953**	**1044**
营业成本	339	446	482	514
营业税金及附加	28	44	49	53
销售费用	159	270	291	313
管理费用	34	79	82	88
财务费用	9	(2)	(3)	(4)
投资收益	9	9	9	9
资产减值及公允价值变动	(3)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	(18)	41	62	89
营业外净收支	44	5	5	5
利润总额	**26**	**46**	**67**	**94**
所得税费用	14	12	17	24
少数股东损益	1	2	3	4
归属于母公司净利润	**11**	**33**	**47**	**67**

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.02	0.06	0.08	0.11
每股红利	0.06	0.02	0.02	0.03
每股净资产	1.19	1.94	1.99	2.08
ROIC	-1%	3%	5%	7%
ROE	2%	3%	4%	6%
毛利率	38%	49%	49%	51%
EBIT Margin	-3%	3%	5%	7%
EBITDA Margin	1%	7%	9%	11%
收入增长	-7%	59%	10%	10%
净利润增长率	-25%	197%	43%	42%
资产负债率	35%	27%	28%	28%
息率	1%	0%	0%	0%
P/E	364.7	122.6	85.5	60.4
P/B	5.8	3.6	3.5	3.3
EV/EBITDA	554.3	76.0	51.6	38.6

现金流量表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	**11**	**33**	**47**	**67**
资产减值准备	3	3	0	0
折旧摊销	22	28	36	40
公允价值变动损失	3	0	0	0
财务费用	9	(2)	(3)	(4)
营运资本变动	276	20	9	10
其它	(5)	(2)	1	2
经营活动现金流	**311**	**82**	**94**	**118**
资本开支	(116)	(51)	(51)	(21)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(101)**	**(462)**	**(51)**	**(21)**
权益性融资	0	411	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(34)	(10)	(14)	(20)
其它融资现金流	90	0	0	0
融资活动现金流	**24**	**401**	**(14)**	**(20)**
现金净变动	**234**	**21**	**29**	**77**
货币资金的期初余额	112	346	367	396
货币资金的期末余额	346	367	396	473
企业自由现金流	176	20	32	86
权益自由现金流	266	22	34	89

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		**策略**		**技术分析**	
董德志	021-60933158	郦　彬	021-6093 3155	闫　莉	010-88005316
林　虎	010-88005302	马　韬	021-60933157		
		孔令超	021-60933159		
固定收益		**大宗商品研究**		**互联网**	
董德志	021-60933158	马　韬	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵　婧	021-60875174	郦　彬	021-6093 3155	郑　剑	010-88005307
魏玉敏	021-60933161	郑　东	010-66025270	李树国	010-88005305
医药生物		**社会服务(酒店、餐饮和休闲)**		**家电**	
贺平鸽	0755-82133396	曾　光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
林小伟	0755-22940022	钟　潇	0755-82132098		
邓周宇	0755-82133263				
通信服务		**电子**		**环保与公共事业**	
程　成	0755-22940300	刘　翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077			徐　强	010-88005329
军工		**机械**		**非金属及建材**	
朱海涛	0755-22940097	朱海涛	0755-22940097	黄道立	0755-82130685
		成尚汶	010-88005315	刘　宏	0755-22940109
房地产		**食品饮料**		**汽车及零配件**	
区瑞明	0755-82130678	刘　鹏	021-60933167	丁云波	0755-22940056
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备				**建筑工程**	
杨敬梅	021-60933160			邱　波	0755-82133390
				刘　萍	0755-22940678
农林牧渔		**轻工造纸**			
杨天明	021-60875165	邵　达	0755-82130706		
银行		**金融工程**			
李关政	010-88005326	林晓明	021-60875168		
		吴子昱	0755-22940607		
		周　琦	0755-82133568		
		黄志文	0755-82133928		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）	华东区（机构销售二部）	华南区（机构销售三部）	海外销售交易部
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 18516250266 yelf@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 0755-82134282 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	李　佩 021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	郑　灿 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	梁　佳 0755-25472670 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
原　祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	汤静文 021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	程可欣 886-0975503529(台湾) chengkx@guosen.com.cn
许　婧 18600319171	梁轶聪 021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	刘　研 0755-82136081 18610557448 liuyan3@guosen.com.cn
	唐泓翼 13818243512	刘紫微 13828854899	夏　雪 82130833-701503 18682071096 xiaxue@guosen.com
	吴　国 15800476582	黄明燕 18507558226	
	储贻波 18930809296		
	倪　婧 18616741177		