

三夫户外 (002780)

三位一体渠道运营模式打造全国户外用品零售龙头

发行价格

9.42 RMB

预计上市定价

14.4 -19.2 RMB

主要数据

行业	纺织服装
公司网址	www.sanfo.com
大股东/持股	张恒/37.98%
实际控制人/持股	张恒/%
总股本(百万股)	50
流通 A 股(百万股)	
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	4.71
流通 A 股市值(亿元)	
每股净资产(元)	4.17
资产负债率(%)	10.60

相关研究报告

证券分析师

于旭辉 投资咨询资格编号
S1060512010002
021-38632830
YUXUHUI882@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 公司是国内专业户外用品零售龙头

公司为国内户外用品零售龙头，主营业务为专业户外用品零售，经销为主，各门店全资直营；经营产品主要分为户外服装、户外鞋袜与户外装备三大类别，并陆续引入自驾车类、儿童户外、自行车类、跑步、滑雪类产品，基本覆盖了户外用品的所有种类。公司以专业户外店为基本业态，渠道覆盖全国 12 个主要大中城市，拥有 37 家门店。截至 2015 年 Q3，公司实现营业收入 2.06 亿元，实现净利润 1.09 亿元。

■ 户外市场空间广阔，专业店优势渐显

2012 年我国零售额 145 亿元，仅为欧洲的 1/6、美国的 1/5，尚不及韩国的 166 亿元，作为新兴运动，我国户外用品发展空间广阔。根据 COCA 统计，中国户外用品零售总额从 2000 年到 2014 年以年均 45.37% 的速度增长，截至 2014 年我国实现零售总额 200.8 亿元。从渠道来看，受制于消费环境低迷以及线上分流，商场店零售增速有所放缓；而专业店更有利于提升客户粘性和体验度，增速有所提升，优势渐显。

■ 三位一体的渠道模式更符合行业长期发展趋势

三夫户外凭借其俱乐部+直营+电商的三位一体渠道模式，可以实现客户粘性提升和业务拓展的良好效果。通过俱乐部发展会员、组织活动、推广品牌，借由网络扩大销售覆盖面，适时发布信息，与顾客会员沟通互动，从而形成了三位一体的成熟有效的销售体系。公司共有会员近 16 万人，会员消费比重占总收入的 64%，人均消费 11563 元，高于同行业水平。未来，公司计划建立户外运动移动互联平台，大量组织户外体验活动、户外技能培训、长途旅行、国内外户外特色游，开办儿童基本户外技能培训学校等服务，有望拓展公司业务范围，成为“产品”+“服务”户外公司。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	284	292	298	364	449
YoY(%)	20.4	2.7	2.2	22.1	23.5
净利润(百万元)	32.6	28	25	32	39
YoY(%)	17.3	-14.5	-11.2	29.4	20.4
毛利率(%)	41.6	43.6	43.8	43.8	43.9
净利率(%)	11.5	9.6	8.3	8.8	8.6
ROE(%)	18.2	14.1	6.5	7.8	8.6
EPS(摊薄/元)	0.49	0.42	0.37	0.48	0.57
P/E(倍)	0.00	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B(倍)	0.00	0.0	0.0	0.0	0.0

■ **运营模式成熟，全国扩张可期，预计股价区间为 14.4-19.2 元**

根据我们盈利预测，预计 2015-2017 年营业收入分别为 2.98、3.64 和 4.49 亿元，净利润分别为 0.25、0.32 和 0.39 亿元，同比增长分别为-11.2%、29.4%和 20.4%，对应 IPO 后 EPS 分别为 0.37、0.48 和 0.57 元。我们认为公司“三位一体”的运营模式符合“消费为王”时代的客户需求，能够有效提升客户的粘性，未来通过全国布局和扩张能够带来长期业绩增长，将充分受益我国户外运动的成长红利。并且，未来由户外用品零售商向服务商转型的路径清晰，公司成长空间仍然很大。参考可比公司估值，我们给予公司 2016 年 30-40 倍动态估值区间，预计股价合理区间为 14.4-19.2 元

■ **风险提示：**公司扩张低于预期，终端消费持续低迷致业绩低于预期。

正文目录

一、公司是全国户外用品零售龙头企业.....	5
二、户外用品行业潜力巨大，专业店优势渐显.....	6
三、俱乐部+直营+电商的三位一体渠道模式符合行业长期发展趋势.....	8
四、公司短期业绩承压，未来成长可期.....	9
五、募投项目与盈利预测.....	10
5.1 募投项目分析.....	10
5.2 盈利预测与定价建议.....	11

图表目录

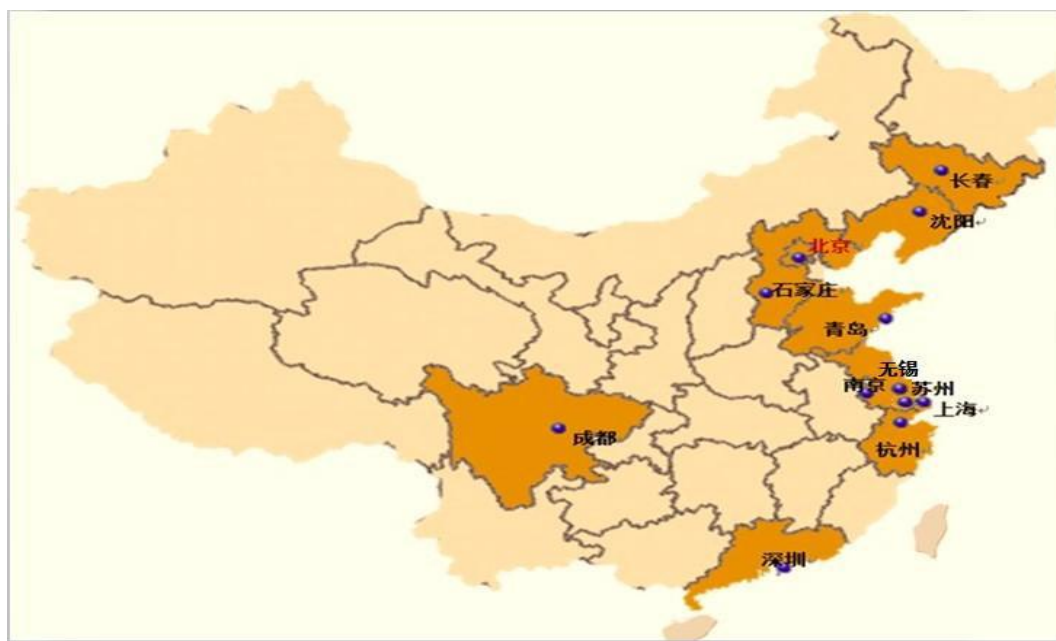
图表 1 公司渠道布局以长三角和华北为主	5
图表 3 发行前后股本结构对比	6
图表 4 中国物外用品零售额与欧美差异巨大	7
图表 5 韩国户外用品消费额占 GDP 比重领先	7
图表 6 我国户外用品零售额持续增长	7
图表 7 行业毛利率略有下降，整体稳定	7
图表 8 三位一体的渠道运营模式	8
图表 9 会员消费占比达 63.36%	9
图表 10 2014 年线上销售占比已达 11.61%	9
图表 11 三夫会员消费能力强于其他子行业水平	9
图表 12 营业收入稳步增长	10
图表 13 净利润波动较大	10
图表 14 服装品类占比最大（单位：百万）	10
图表 15 毛利率呈增长趋势	10
图表 16 募资投向与进度	11
图表 17 新开店进度和标准	11
图表 18 拟投资店铺分布	12

一、 公司是全国户外用品零售龙头企业

北京三夫户外用品股份有限公司创立于 1997 年，前身为三夫户外用品开发有限公司。公司的主营业务为专业户外用品零售，定位中高端，经销为主，各门店全资直营；经营产品主要分为户外服装、户外鞋袜与户外装备三大类别，并陆续引入自驾车类、儿童户外、自行车类、跑步、滑雪类产品，基本覆盖了户外用品的所有种类。2011-2014 年，公司营业收入 CAGR 为 10.31%，净利润 CAGR 为-6.11%；截至 2015 年 Q3，公司实现营业收入 2.06 亿元，同比上升 3.63%；实现净利润 1.09 亿元，同比下降 22.81%。

近年来，公司以专业户外店为基本业态，以商场店为补充，并与电商和移动互联渠道进行整合。公司经营地域分布在全国 12 个主要大中城市，总营业面积（包括自有、租赁及联营）超过 1.4 万平方米。公司目前共有 15 家子公司，下辖 37 家门店（其中：旗舰店 3 家，标准店 21 家，精品店 13 家）。从区域分布来看，公司门店布局主要集中在户外运动消费地，即长三角核心城市、华北地区的京津冀、东北片辽沈地区与西南旅游重地成都。

图表 1 公司渠道布局以长三角和华北为主



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

图表 2 2011 年以来公司主要增加中高端品牌

	2012 年	2013 年
主要增加品牌	HAGLOFS、MARMOT、桥登、史丹利	MUT(猛犸象)、X-BIONIC、ODLO (奥递乐)、KEEN、REIMA、BLUEBIRD (遇青鸟)、拙雅、MADROCK
主要减少品牌	BERGEHAUS、HOUDINI	BERGEHAUS、HOUDINI、HANWAG、DIANA、KROCEUS、

OPTICNERVE、DESCENTE

合计增加品牌数量(个)	2	3
-------------	---	---

资料来源: 招股说明书, 平安证券研究所

公司发起人共有十三位, 包括 11 位自然人、2 位投资合伙人。公司创始人张恒持有公司 37.98% 的股权, 天津亿润成长股权投资合伙人持有公司 12.50% 的股权, 朱艳华持有公司 9.22% 的股权, 前三大股东持股合计占公司股份总额的 59.7%。其余十位名发起人共持股 40.3%, 公司股权结构较为分散。

图表 3 发行前后股本结构对比

股东名称	IPO 前		IPO 后	
	持股数 (万股)	持股比例	持股数 (万股)	持股比例
张恒	1898.9600	37.98%	1898.9600	28.34%
天津亿润	624.8820	12.50%	624.8820	9.33%
朱艳华	460.8865	9.22%	460.8865	6.88%
赵栋伟	352.0804	7.04%	352.0804	5.25%
倪正东	323.5868	6.47%	323.5868	4.83%
陈柳	307.2726	6.145%	307.2726	4.59%
孙雷	307.2726	6.145%	307.2726	4.59%
博信成长	247.9034	4.96%	247.9034	3.70%
卢弘毅	238.4655	4.77%	238.4655	3.56%
王旻	94.1997	1.88%	94.1997	1.41%
王剑	72.5823	1.45%	72.5823	1.08%
陈蕾	35.9541	0.72%	35.9541	0.54%
杨扬	35.9541	0.72%	35.9541	0.54%
其他			1700.0000	25.37%
合计	5000.0000	100%	6700.0000	100%

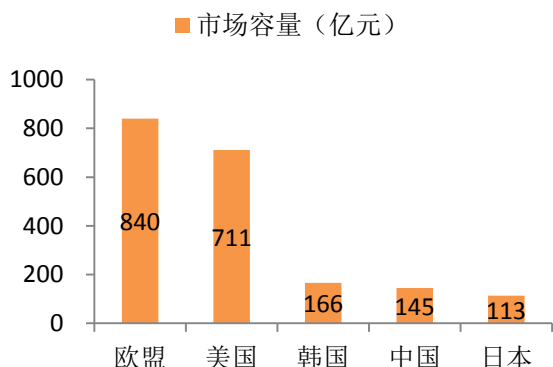
资料来源: 招股说明书, 平安证券研究所

二、 户外用品行业潜力巨大, 专业店优势渐显

从全球来看, 户外用品消费越来越受到人们关注, 其中欧洲为全球最大的户外用品市场。根据欧洲户外运动协会 (EOG) 统计, 2012 年欧洲户外用品零售总额达到 101 亿欧元, 折合人民币 840 亿元, 美国位于第二, 2012 年零售额达到 711 亿元; 在亚洲地区, 韩国的物外消费需求最为旺盛, 零售额达到 166 亿元, 而人口总数是韩国 26 倍的中国, 零售额还不及韩国, 仅为 145 亿元。可见, 我国户外用品零售额仅为欧洲的 1/6、美国的 1/5, 未来发展空间广阔。

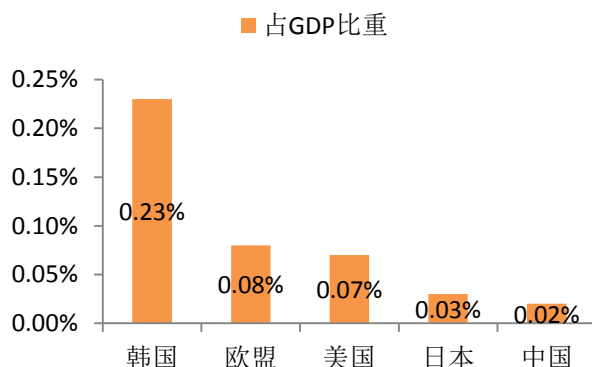
从户外用品消费占 GDP 的比重来看, 韩国、欧盟、美国、日本户外用品消费额占 GDP 比重分别为 0.23%、0.08%、0.07%、0.03%, 中国仅有 0.02%。

图表 4 中国物外用品零售额与欧美差异巨大



资料来源: COCA, 平安证券研究所

图表 5 韩国户外用品消费额占 GDP 比重领先



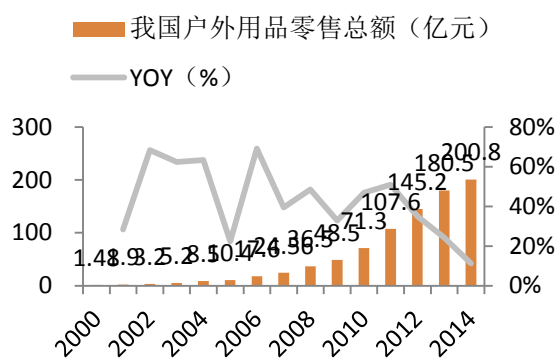
资料来源: 国家统计局, 平安证券研究所

我国户外用品从 2000 年开始快速增长,根据 COCA 统计,中国户外用品零售总额从 2000 年到 2014 年以年均 45.37% 的速度增长,2006 年达到同比增幅最大值 69.23%,此后市场容量整体仍呈上升趋势,但增速却震荡下行,截至 2014 年我国实现零售总额 200.8 亿元。

从我国户外用品行业毛利率来看,户外用品零售商的整体毛利率水平在 30%~45% 之间。根据 COCA 统计,自 2006 年以来全行业的毛利率逐年提升,预计未来行业平均毛利率还将稳中有升。由于价格体系对供货商至关重要,预计行业惯例会继续维持,行业整体利润水平不会发生较大变动。

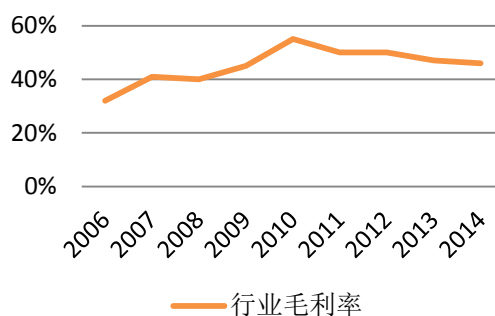
以上数据都说明伴随着人均收入的不断提高,消费结构的不断升级,我国物外用品市场规模存在巨大增长空间,且行业整体盈利能力良好。

图表 6 我国户外用品零售额持续增长



资料来源: COCA, 平安证券研究所

图表 7 行业毛利率略有下降,整体稳定



资料来源: 国家统计局, 平安证券研究所

从渠道来看,受制于消费环境低迷以及线上分流,商场店零售增速有所放缓;而专业店更有利于提升客户粘性和体验度,增速有所提升。国内的户外用品销售渠道主要包括专业户外店、商场店与线上销售,其中专业户外店与商场店在数量与销售额上均占绝大多数。从渠道数量上来看,商场店在数量上仍高于专业户外店,但单店销售额增长不及专业户外店。根据 COCA 相关统计,商场店 2008 年的单店销售额为 128 万元,2014 年为 148 万元,增长 15.63%;而专业户外店 2007 年的单店销

销售额为 114 万元，2014 年为 173 万元，增长 51.75%。随着品牌供应渐多，消费者逐渐回归理性，未来我们更看好消费体验更强的专业门店，零售商凭借其自身的专业优势、展位优势、体验优势等，在户外用品销售上将会有更强的爆发潜力。

三、 俱乐部+直营+电商的三位一体渠道模式符合行业长期发展趋势

户外运动和零售具有较强的专业性，优秀的户外用品连锁零售企业需要拥有对户外产品的深刻了解。户外用品以功能性、专业性、耐用性见长，面料、零配件、加工工艺都有特殊之处，很多产品用于比较极端的户外环境和天气条件下，这对用户和从业者提出了严格的户外产品知识和户外运动知识的要求。因此，立足多品牌的零售商，可以凭借其专业理解能够提供更好的产品、运动建议和指导。

三夫户外凭借其俱乐部+直营+电商的三位一体渠道模式，可以实现客户粘性提升和业务拓展的良好效果。通过俱乐部发展会员、组织活动、推广品牌，借由网络扩大销售覆盖面，适时发布信息，与顾客会员沟通互动，从而形成了三位一体的成熟有效的销售体系。

图表 8 三位一体的渠道运营模式



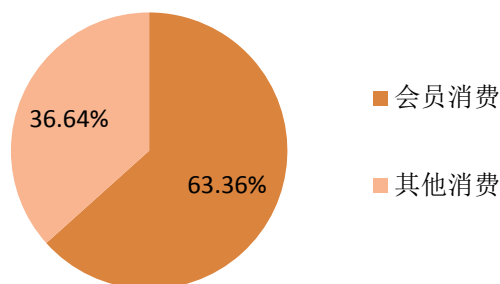
资料来源：招股说明书，平安证券研究所

三夫俱乐部是公司提高知名度、增加会员认知度的重要途径。据统计，平均每年有上万人次的户外爱好者参与俱乐部组织的户外活动。会员消费占总收入得 63.36%。2014 年，公司在北京、上海共组织各项户外活动近 350 次，共有 12100 余人次参与。截至目前，公司共有会员总数近 16 万人。公司会员具有稳定性强、忠诚度高等特点，入会时间超过 1 年的会员超过 80%，超过 2 年的会员占比超过 60%，超过 3 年的会员占比达到 40%。

公司以连锁专营店为业务基础，由三夫分布于全国各地的 37 家门店实现线下销售，上市后公司将继续专营店的拓展，拟在北京、上海、杭州、南京、青岛、石家庄、成都、吉林、鞍山、大连、太原、包头、郑州、呼和浩特、济南、唐山、盘锦 17 座城市建设 29 家直营专卖店。

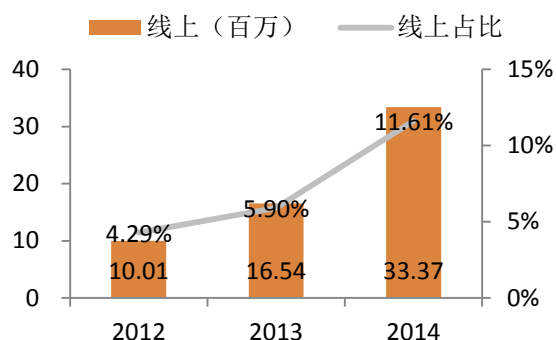
公司积极发展电商和移动互联销售渠道，一是三夫官网，二是京东商城、天猫、淘宝、苏宁易购、当当等知名电商平台上开设三夫户外网络旗舰店。三夫户外的电子商务发展良好，公司线上旗舰店在各知名电商平台的户外用品品类中均位列前列。2012-2014 年，公司线上销售收入 CAGR 为 82.58%，高于营业收入总额的增速，2014 年线上销售占比已达 11.61%，收入增长显著。

图表 9 会员消费占比达 63.36%



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

图表 10 2014 年线上销售占比已达 11.61%



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

同时，专业的户外路线、人次以及活动储备，使得公司具有很强的服务外延性，未来有望向服务商转型。公司的会员人数为 16 万人，会员消费比重占总收入的 64%，人均消费 11563 元，高于同行业水平。说明公司拥有良好的会员吸附能力和使用能力。未来，公司计划建立户外运动移动互联平台，大量组织户外体验活动、户外技能培训、长途旅行、国内外户外特色游，开办儿童基本户外技能培训学校等服务，有望拓展公司业务范围，成为“产品”+“服务”户外公司。

图表 11 三夫会员消费能力强于其他子行业水平

(百万元)	三夫户外	Jorya	Anmani	GIVHSHYH
会员销售金额	185	374.23	126.56	71.54
会员消费比例	64.00%	53.80%	29.90%	31.80%
会员人数	160000	54808	30915	17887
人均消费金额	11563	6828	4093.8	3999.6

资料来源：招股说明书，平安证券研究所

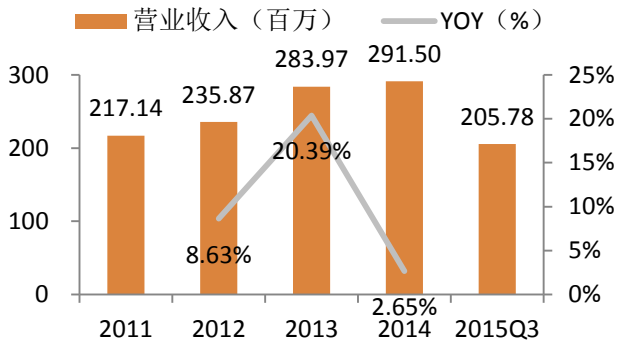
四、公司短期业绩承压，未来成长可期

伴随着新店增加以及坪效的平稳增长，公司近年来营业收入稳步上涨，由 2011 年的 2.17 亿元上涨到 2014 年的 2.92 亿元，2015 年 1-9 月份营业收入为 2.06 亿元，同比增长 3.63%。2014 年户外服装、户外鞋袜及户外装备三大品类收入均实现持续增长，其中，户外服装平均增速 12.38%，户外鞋袜平均增速 2.72%，户外鞋袜平均增速 15.87%。综合毛利率由 2012 年的 41.97% 上升到 2015 年 1-9 月份的 44.41%。

但公司净利润波动较大，2014 年比 2013 年下降 14.53%，2015 年 1-9 月份净利润仅 10.90 亿元，同比下降了 22.81%。营业收入增长的情况下，净利润下降，期间费用率上升。销售费用率 2014 年为 21.06%，2015H1 为 24.84%，较 2013 年的 18.49% 有较大增长。主要原因是新开门店所致。一方面，新开门店使公司员工人数增加，导致相应支付的工资增加；另一方面是新开门店导致的房租费用和装修费的增加。从招股书看，2014 年约有 10 家门店亏损，主要原因是分摊总部费用及新开店盈利较差所致。

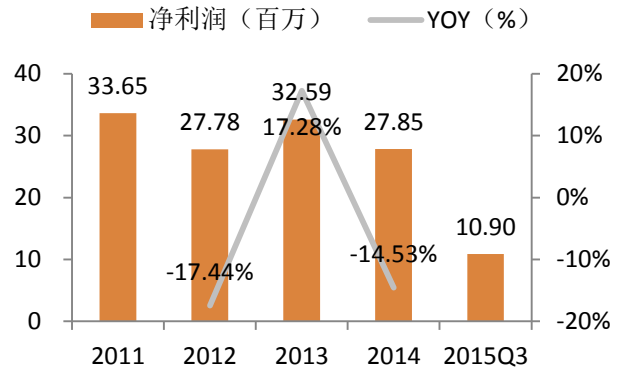
我们认为公司在零售业景气下行的情况下，能够保持营业收入和毛利率的稳定增长，说明具有较好的销售能力。短期销售费用率的上升系战略扩张引起的，净利润将在未来出现增长。

图表 12 营业收入稳步增长



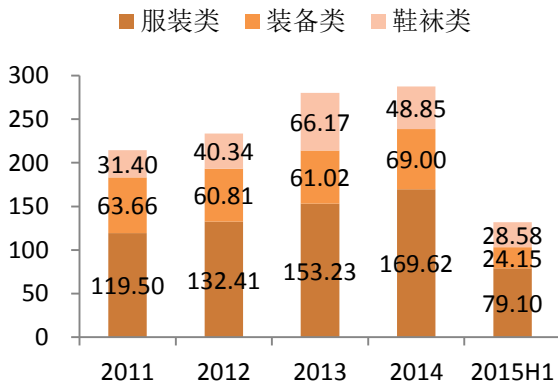
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 13 净利润波动较大



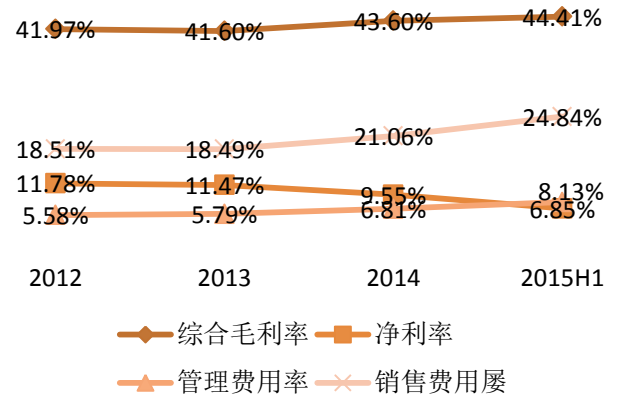
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 14 服装品类占比最大 (单位: 百万)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 15 毛利率呈增长趋势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

五、募投项目与盈利预测

5.1 募投项目分析

公司本次拟向社会公众发行 1700 万股人民币普通股，募集资金主要用于以下三个项目：(1) 营销网络建设项目：拟投资 1.57 亿建设 29 家营销网点(全部为直营专卖店)。(2) 信息化系统建设项目：拟投资 0.1 亿。(3) 公司拟使用 0.33 亿补充流动资金。

营销网络建设投资资金总额为 15680 万元，拟新设店铺 29 家，包括旗舰店、标准店和精品店三种类型(旗舰店 9 家，标准店 10 家，精品店 10 家)，以期达到在全国范围内构建更强的营销网络，

进一步深化公司的品牌形象和号召力,提高公司的销售收入。信息化系统建设项目总投资为 1010.40 万元,将以公司现有的分销系统和信息化管理系统为平台,进一步利用已有数据资源,结合业务需求,深入开展数据挖掘和分析,搭建集零售管理、客户关系管理、物流配送管理等功能于一体的信息系统,增强公司市场反应速度。补充 13335.41 万元流动资金,将有利于缓解公司快速增长过程中的资金压力瓶颈,保证未来长期稳定的发展。

图表 16 募资投向与进度

项目名称	投资总额 (万)	完成时间
营销网络建设	15680.00	24 个月
信息系统升级改造	1010.40	24 个月
补充流动资金	3335.41	
合计	20025.81	

资料来源:招股说明书,平安证券研究所

5.2 盈利预测与定价建议

公司发行股份 1700 万股,募集资金净额 1.32 亿元,发行费用合计 2841.59 万元,发行价格为 9.42 元/股。

根据公司募投资金投向,公司拟投资 15690 万元建设专卖店共计 29 家,全部为直营店;其中分为旗舰店(9 家)、标准店(10 家)和精品店三级。我们假设 2015-2017 年开店规模分别为 3、11 和 15 家。

考虑到近年同店增长放缓,终端零售仍有压力,我们假设 2015-2017 年同店增长分别为-0.5%、0% 和 1%;毛利率和费用保持稳定。根据我们盈利预测,预计 2015-2017 年营业收入分别为 2.98、3.64 和 4.49 亿元,同比增长分别为 2.2%、22.1%和 23.5%;净利润分别为 0.25、0.32 和 0.39 亿元,同比增长分别为-11.2%、29.4%和 20.4%,对应 IPO 后 EPS 分别为 0.37、0.48 和 0.57 元。我们认为公司“三位一体”的运营模式符合“消费为王”时代的客户需求,能够有效提升客户的粘性,未来通过全国布局和扩张能够带来长期业绩增长,将充分受益我国户外运动的成长红利。并且,未来由户外用品零售商向服务商转型的路径清晰,公司成长空间仍然很大。参考探路者公司估值,我们给予公司 2016 年 30-40 倍动态估值区间,预计股价合理区间为 14.4-19.2 元。

图表 17 新开店进度和标准

	旗舰店	标准店	精品店
面积(平米)	700 平以上	300-700 平	300 平以下
单店投资额(万元)	820	500	330
第一年	5	5	5
第二年	4	5	5
数量	9	10	10
投资额合计	7380	5000	3300

资料来源:招股说明书 平安证券研究所

图表 18 拟投资店铺分布



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	233	421	466	508
现金	65	259	227	254
应收账款	14	5	18	10
其他应收款	5	5	7	8
预付账款	13	12	18	19
存货	132	137	192	214
其他流动资产	3	3	3	3
非流动资产	19	18	17	18
长期投资	0	0	0	0
固定资产	12	11	10	11
无形资产	0	0	0	1
其他非流动资产	7	7	7	6
资产总计	252	439	483	526
流动负债	54	56	71	77
短期借款	7	7	7	7
应付账款	17	13	24	21
其他流动负债	30	37	40	49
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	55	56	71	77
少数股东权益	0	0	0	0
股本	50	67	67	67
资本公积	38	181	181	181
留存收益	110	134	165	202
归属母公司股东权益	198	383	412	448
负债和股东权益	252	439	483	526

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	17	36	-31	31
净利润	28	25	32	39
折旧摊销	3	2	3	3
财务费用	4	2	-3	-2
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-16	7	-62	-8
其他经营现金流	-2	0	0	0
投资活动现金流	-4	-1	-1	-3
资本支出	4	-1	-1	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	-2	-3	-3
筹资活动现金流	-8	159	1	-0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	17	0	0
资本公积增加	0	143	0	0
其他筹资现金流	-8	-2	1	-0
现金净增加额	6	193	-31	27

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	292	298	364	449
营业成本	164	167	204	252
营业税金及附加	3	3	4	4
营业费用	61	70	86	106
管理费用	20	21	28	35
财务费用	4	2	-3	-2
资产减值损失	2	2	2	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	37	33	42	51
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	37	33	43	52
所得税	10	8	11	13
净利润	28	25	32	39
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	28	25	32	39
EBITDA	39	31	39	48
EPS (元)	0.42	0.37	0.48	0.57

主要财务比率

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	2.7	2.2	22.1	23.5
营业利润(%)	-14.8	-11.4	29.9	20.6
归属于母公司净利润(%)	-14.5	-11.2	29.4	20.4
获利能力				
毛利率(%)	43.6	43.8	43.8	43.9
净利率(%)	9.6	8.3	8.8	8.6
ROE(%)	14.1	6.5	7.8	8.6
ROIC(%)	13.0	5.5	6.4	7.3
偿债能力				
资产负债率(%)	21.6	12.8	14.7	14.7
净负债比率(%)	-29.5	-65.8	-53.4	-55.2
流动比率	4.3	7.5	6.6	6.6
速动比率	1.8	5.0	3.9	3.8
营运能力				
总资产周转率	1.2	0.9	0.8	0.9
应收账款周转率	32.5	32.5	32.5	32.5
应付账款周转率	11.2	11.2	11.2	11.2
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.37	0.48	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.54	-0.46	0.46
每股净资产(最新摊薄)	2.95	5.71	6.16	6.69
估值比率				
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	-1.5	-8.1	-5.7	-5.2

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033