

豫园股份 (600655)

证券研究报告
2017年11月13日

引入“蜂巢城市”复合功能核心资产，战略升级复星旗下“快乐、时尚”旗舰型平台！

拟 258 亿收购复星系+黄浦区国资委优质商业地产资源。公司 11 月 9 日发布重组预案拟以 9.98 元/股的价格①向浙江复星、复地投资管理 17 名对象发行股份，购买其持有的上海星泓、闵祥地产、Winner Gold 等 28 家公司的全部或部分股权；②向黄房公司发行股份，购买其持有的新元房产 100% 股权。本次重组合计发行 25.82 亿股，收购资产合计约 257.68 亿。本次重组前复星系合计持股 26.45%，黄浦区国资委持股 12.03%；交易完成后，复星系和黄浦区国资委持股比例分别变更为 69.69% 和 8.31%。本次重组完成后郭广昌作为豫园实际控制人位置不变，控制权更加集中。

收购标的系复星旗下“蜂巢城市”复合功能地产资源+黄浦区国资委持有的豫园商圈毗邻核心物业。①本次交易中，公司拟购买的上海星泓、闵祥地产、Winner Gold 等 28 家公司为复星近年来持续打造的“蜂巢城市”复合功能地产资源。②新元房产为黄浦区国资委持有的豫园商圈毗邻核心物业，地理位置优越，资产价值较高，注入后将显著促进周边商业资源的进一步整合。

引入新资产战略升级复星旗下“快乐、时尚”大平台，双线并行打造新豫园！

1. 原产业继续强化，稳健增长！

①黄金珠宝品牌与渠道优势显著，注重文化内涵。②内圈物业资源优质，地产持续迭代升级。③多业态协同、商旅文联动打造独特竞争优势。

2. 新资产提供外延增长，强化盈利能力！

多家股东共同注入优质资产，助力豫园实现资源与载体的升级融合。公司顺应经济新常态，持续通过运营优化、投资收购获取优质内容资源，聚焦服务中国新生代消费阶层的快乐时尚主题产业。本次重组完成后，上海星泓、闵祥地产等 28 家房地产项目公司将成为公司的控股或参股公司，新元房产持有的核心商圈物业也将成为上市公司的重要资产。公司主营业务将注入新的元素，有助于实现“快乐、时尚”业务的战略升级。近年来公司战略持续转型升级，由单一的商业物业地产业务发展成为多业态协同并进的综合商业集团。重组完成后公司将确立成为复星集团“富足、健康、快乐”三大产业支柱中的“快乐”定位，未来战略发展方向明确。伴随着消费升级新趋势，本次收购的资产将与原有优质资产形成强大的协同效应，公司发展快乐时尚主题产业的核心竞争力不断提升。

给予“买入”评级。豫园股份起源于上海市历史悠久的“豫园”及“老城隍庙市场”，拥有一批“中华老字号”、“百年老店”等久负盛名的产业资源。不断拓展商圈优质商业物业面积，巩固区位优势；先后投资太阳马戏团与日本星野，签约 ClubMed，进军海外旅游板块，协同现有资源丰富商旅文内涵。依托复星全球资源整合体系，引入“蜂巢城市”战略升级“快乐、时尚”大平台。暂不考虑本次交易，我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.52/0.58/0.69 元，当前股价对应 PE 分别为 22x/20x/17x，给予买入评级。**风险提示：资产重组存在不确定性；原主业增长不达预期。**

投资评级	
行业	商业贸易/专业零售
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	11.41 元
目标价格	13.21 元

基本数据	
A 股总股本(百万股)	1,437.32
流通 A 股股本(百万股)	1,437.32
A 股总市值(百万元)	16,399.84
流通 A 股市值(百万元)	16,399.84
每股净资产(元)	7.67
资产负债率(%)	52.59
一年内最高/最低(元)	12.45/10.79

作者	
刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	17,551.48	15,643.05	16,667.42	17,716.42	19,183.44
增长率(%)	(8.36)	(10.87)	6.55	6.29	8.28
EBITDA(百万元)	1,188.18	780.87	1,447.94	1,541.33	1,628.16
净利润(百万元)	807.20	478.84	745.05	830.62	984.77
增长率(%)	(19.52)	(40.68)	55.59	11.49	18.56
EPS(元/股)	0.56	0.33	0.52	0.58	0.69
市盈率(P/E)	20.37	34.34	22.07	19.80	16.70
市净率(P/B)	2.07	1.56	1.73	1.63	1.53
市销率(P/S)	0.94	1.05	0.99	0.93	0.86
EV/EBITDA	19.28	12.59	8.69	6.72	6.39

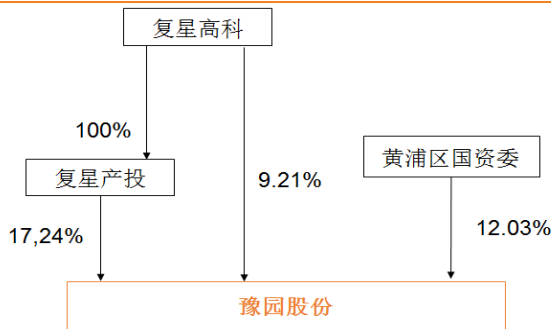
资料来源：wind，天风证券研究所

图表目录

图 1：交易前公司股权结构图	3
图 2：交易后公司股权结构图	3
图 3：标的公司地产项目情况	4

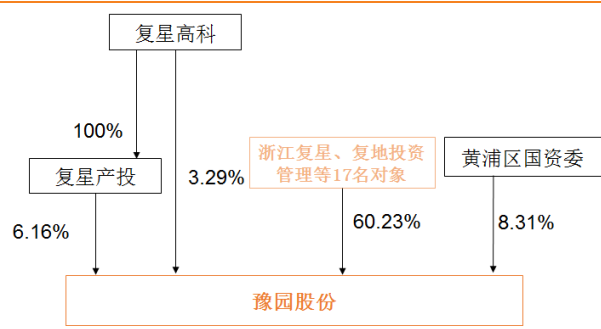
拟 258 亿收购复星系+黄浦区国资委优质商业地产资源。公司 11 月 9 日发布重组预案拟以 9.98 元/股的价格①向浙江复星、复地投资管理 17 名对象发行股份，购买其持有的上海星泓、闵祥地产、Winner Gold 等 28 家公司的全部或部分股权；②向黄房公司发行股份，购买其持有的新元房产 100% 股权。本次重组合计发行 25.82 亿股，收购资产合计约 257.68 亿。本次重组前复星系合计持股 26.45%，黄浦区国资委持股 12.03%；交易完成后，复星系和黄浦区国资委持股比例分别变更为 69.69% 和 8.31%。本次重组完成后郭广昌作为豫园实际控制人位置不变，控制权更加集中。公司主业引入新元素，将成为成为复星集团 C2M 生态系统的核心资产，并进一步发展为快乐、时尚板块的旗舰型上市平台。

图 1：交易前公司股权结构图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：交易后公司股权结构图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

收购标的系复星旗下“蜂巢城市”复合功能地产资源+黄浦区国资委持有的豫园商圈毗邻核心物业。①本次交易中，公司拟购买的上海星泓、闵祥地产、Winner Gold 等 28 家公司为复星近年来持续打造的“蜂巢城市”复合功能地产资源。蜂巢城市是复星围绕产城一体、产城融合的思路，打造的依靠地产承载城市复合功能、活力社区的新兴板块，其围绕金融服务、文化旅游、物流商贸、健康体验等主题，集聚产业资源、引入全球内容，将成为复星构建快乐时尚产业集群的重要支撑。本次拟购买的 28 家公司中，上海星泓、闵祥地产等公司地产主要分部在上海；宁波星健、苏州星和及 Winner Gold 等公司地产项目分部在宁波、苏州、武汉、成都、海南和香港等城市，覆盖范围广，地产及物业资源价值较高。部分地产公司经营业绩突出：如复城润广 16 年经业绩扭亏为盈，实现净利润 3.69 亿；天津湖滨盈利能力良好，16 年实现净利润 6.03 亿；闵光地产 16 年实现净利润 0.85 亿，较 15 年同比增长 198%。“蜂巢城市”的注入，将大大提高豫园商圈周边老城厢地区整体更新，区域整合和资源调集能力及产业资源影响力的全国推广。②新元房产为黄浦区国资委持有的豫园商圈毗邻核心物业，地理位置优越，资产价值较高，注入后将显著促进周边商业资源的进一步整合。

图 3：标的公司地产项目情况

标的公司	拟直接购买股比	未来开始实现盈利的预计时点	项目名称	开发阶段
上海星泓	100%	预计2017年开始盈利	四川苍溪、陕西安康、青岛商贸城、合肥金融城	在建或拟建
闵祥地产	100%	已开始盈利	紫藤里（上海）	已交付
复星物业	100%	已开始盈利	复星商务大厦（上海）	持有复星商务大厦
复城润产	100%	已开始盈利	宴南都（南京）	一期B地块住宅交付，一期D地块、2.1期和2.2期在建
			江城国际（宁波）	已交付
宁波星健	100%	预计2018年开始盈利	星健宁波	验收阶段
博城置业	100%	已开始盈利	杭州黄龙和山	项目已竣工交付，移交物业管理。
长沙复地	100%	已开始盈利	长沙崑玉国际	项目一期已竣工交付，除部分商辅外已销售完毕，二期方案调整中
苏州星和	70%	预计2019年开始盈利	星健苏州	主体结构施工
金成品屋	60%	已开始盈利	杭州上城	项目已竣工交付，移交物业管理
复地通达	60%	预计2019年开始盈利	通州2号	在建
复地通盈	60%	预计2019年开始盈利	通州6号	在建
复毓投资	50%	预计2020年开始盈利	复星汉正街（武汉）	待建
复暘投资	50%	预计2019年开始盈利	长沙湘府路	项目一期2-4#已开盘销售，1#栋5月中旬开盘，项目二期5月四证齐全，开工建设
复星南岭	49%	预计2019年开始盈利	广州南地块	待建
复星南粤	47.62%	预计2022年开始盈利	广州北地块	待建
天津湖滨	100%	已开始盈利	天津湖滨	住宅二期尚未开工，住宅一期竣工交付
复拓置业	100%	预计2018年开始盈利	壹中心（杭州）	施工阶段，两栋主楼幕墙完成90%，门窗扇玻璃安装完成，室外管道施工。计划2018年6月30日竣工备案
复曼达置业	100%	预计2018年开始盈利		施工阶段，两栋主楼A、B楼砌体完成，12层以下粉刷完成。计划2018年6月30日竣工备案
海南复地	55%	预计2017年开始盈利	复地鹿岛（三亚）	在建
复地东郡	100%	已开始盈利	御钟山（南京）	一期、二期交付，三期未拆迁
光霞地产	65%	已开始盈利	复地悦城（武汉）	一期已竣工，二期在建
Globeview	100%	预计2021年开始盈利	清水湾（香港）	待建，土地补地价正在行政审批中
WinnerGold	100%		南早（香港）	
闵光地产	100%	已开始盈利	浦江中公馆（上海）	已交付
武汉复江	100%	预计2017年开始盈利	复地海上海（武汉）	在建
成都复地明珠	66%	预计2017年开始盈利	复地金融岛（成都）	一期将竣工，二三期在建，四期待建
复鑫置业	50%	预计2020年开始盈利	通州5、8	待建
上海星耀	50%	已开始盈利	真如（上海）	A2地块已竣工交付，A1地块除一号楼以外均已结构封顶
新元房产	100%	预计2019年开始盈利	上海滩商厦	已形成经营计划

资料来源：公司公告，天风证券研究所

引入新资产战略升级复星旗下“快乐、时尚”大平台，双线并行打造新豫园！

1.原产业继续强化，稳健增长！

①**黄金珠宝品牌与渠道优势显著，注重文化内涵。**公司旗下“老庙黄金”和“亚一珠宝”品牌价值突出，其中“老庙黄金”品牌曾被评为世博会特许品牌，位列“中国 500 最具价值品牌排行榜”前 200。截止上半年黄金珠宝连锁网点达到 1904 家，连锁网络优势得以巩固。黄金珠宝集团深植中国文化推出老庙“五运文化”并开发十二生肖等系列产品；结合宗教文化推出禅悦系列，公司吸纳时尚元素形成新品牌 VI/SI，不断丰富品牌内涵。17 年 1-9 月金价相对平稳，归还黄金租赁产生的投资损失较少，黄金珠宝产业盈利能力良好。公司注重新品研发与推广，逐步推进由计“克”向计“件”结构性转变，经营毛利有望不断提升。②**内圈物业资源优质，地产持续迭代升级。**公司主要商业物业位于上海中心核心区域豫园商圈内圈，10 万平自有物业商业奠定公司较强的区位优势。通过新商户引进和老商户升级两个渠道逐步优化商圈形象，通过内圈物业改造、商业调整和服务升级加强品牌创新、延伸及推广。③**多业态协同、商旅文联动打造独特竞争优势。商业旅游：**积极寻找旅游商业项目，投资拓展公司在海外的旅游及酒店业务，投资韩国株式会社普光拓展旅游及酒店业务版图，收购日本星野 Resort Tomamu100%股权，当前北海道的 Clubmed TOMAMU 已正式进入工程建设阶段。公司坚持产业运营+产业投资双轮驱动，坚持打造时尚快乐大平台战略，在提升收益的同时，公司护城河有望继续拓宽。**餐饮：**以打造新摩登老上海特色点心店为品牌定位，启动并完成湖滨美食楼全面升级改造，提升业态水平；**医药：**“童涵春堂”品牌影响力不断扩大，形成冬虫夏草、精致饮片、人参（粉）等知名系列产品。

2.新资产提供外延增长，强化盈利能力！

多名股东共同注入优质资产，助力豫园实现资源与载体的升级融合。公司成立于 1992 年，战略不断迭代升级，由最初的豫园周边商业及物业运营业务，逐步发展成为一家拥有珠宝零售、餐饮品牌、旅游商业、老字号品牌零售、旅游地产等业务的大型综合商业集团，公司围绕“豫园股份”商业旅游文化品牌，形成了现有独特的“商旅文”商业地产业务。公司顺应经济新常态，持续通过运营优化、投资收购获取优质内容资源，聚焦服务中国新生代消费阶层的快乐时尚主题产业。本次重组完成后，上海星泓、闵祥地产等 28 家房地产项目公司将成为公司的控股或参股公司，新元房产持有的核心商圈物业也将成为上市公司的重要资产。公司主营业务将注入新的元素，有助于实现“快乐、时尚”业务的战略升级。①复星“蜂巢城市”概念资产注入后，复星系持股比例由 26.45% 上升至 69.69%，郭广昌实际控制权将更加集中，未来将发力将豫园打造成为复星旗下“快乐、时尚”的战略平台，大大提高豫园商圈周边老城厢地区区域整合和资源调集能力；②黄浦区国资委拥有的豫园商圈毗邻核心物业的注入，将扩大豫园经营的区域覆盖、丰富豫园商圈经营的空间选择，利于周边商业资源的进一步整合。近年来公司战

略持续转型升级，由单一的商业物业地产业务发展成为多业态协同并进的综合商业集团。重组完成后公司将确立成为复星集团“富足、健康、快乐”三大产业支柱中的“快乐”定位，未来战略发展方向明确。伴随着消费升级新趋势，本次收购的资产将与原有优质资产形成强大的协同效应，公司发展快乐时尚主题产业的核心竞争力不断提升。

给予“买入”评级。豫园股份起源于上海市历史悠久的“豫园”及“老城隍庙市场”，拥有一批“中华老字号”、“百年老店”等久负盛名的产业资源。不断拓展商圈优质商业物业面积，巩固区位优势；先后投资太阳马戏团与日本星野，签约 ClubMed，进军海外旅游板块，协同现有资源丰富商旅文内涵。依托复星全球资源整合体系，引入“蜂巢城市”战略升级“快乐、时尚”大平台。暂不考虑本次交易，我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.52/0.58/0.69 元，当前股价对应 PE 分别为 22x/20x/18x，给予买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,025.08	1,915.51	1,333.39	1,417.31	1,534.68
应收账款	257.20	335.10	175.47	(205.10)	(222.08)
预付账款	356.49	422.75	256.75	500.26	345.30
存货	4,219.82	3,253.58	3,633.30	3,870.47	4,031.10
其他	584.85	1,081.87	878.23	848.24	936.09
流动资产合计	7,443.44	7,008.81	6,277.15	6,431.19	6,625.08
长期股权投资	4,057.87	3,847.87	3,847.87	3,847.87	3,847.87
固定资产	3,248.28	1,404.68	1,283.32	1,173.77	1,058.32
在建工程	26.24	48.03	64.82	86.89	82.14
无形资产	545.38	536.49	526.83	517.16	507.49
其他	1,834.41	10,333.10	10,508.68	10,494.13	10,441.49
非流动资产合计	9,712.17	16,170.18	16,231.51	16,119.83	15,937.31
资产总计	17,155.61	23,178.98	22,508.66	22,551.02	22,562.39
短期借款	1,780.00	1,680.00	4,324.90	3,167.80	3,309.46
应付账款	1,117.65	1,352.07	557.59	1,646.00	870.88
其他	3,714.88	4,088.89	3,382.12	3,867.20	3,743.65
流动负债合计	6,612.53	7,120.96	8,264.61	8,681.00	7,923.98
长期借款	734.06	2,902.71	2,731.26	1,700.00	1,695.00
应付债券	500.00	500.00	500.00	500.00	500.00
其他	884.82	1,717.28	1,152.33	1,251.48	1,373.69
非流动负债合计	2,118.89	5,119.99	4,383.59	3,451.48	3,568.69
负债合计	8,731.42	12,240.95	12,648.19	12,132.47	11,492.68
少数股东权益	472.81	366.37	355.42	333.21	295.97
股本	1,437.32	1,437.32	1,437.32	1,437.32	1,437.32
资本公积	832.28	919.16	919.16	919.16	919.16
留存收益	6,471.83	7,547.13	8,067.72	8,648.01	9,336.42
其他	(790.05)	668.06	(919.16)	(919.16)	(919.16)
股东权益合计	8,424.19	10,938.04	9,860.46	10,418.54	11,069.72
负债和股东权益总	17,155.61	23,178.98	22,508.66	22,551.02	22,562.39

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	813.72	445.22	745.05	830.62	984.77
折旧摊销	126.46	205.36	174.24	177.14	179.88
财务费用	187.66	118.25	413.13	426.57	349.30
投资损失	(504.69)	171.99	(220.00)	(260.00)	(200.00)
营运资金变动	(874.58)	529.73	(1,635.53)	1,308.25	(746.70)
其它	(55.50)	(1,073.31)	53.52	(48.55)	(41.17)
经营活动现金流	(306.94)	397.23	(469.59)	2,434.03	526.07
资本支出	1,983.38	(2,662.31)	624.95	(19.15)	(72.22)
长期投资	111.95	(210.00)	0.00	0.00	0.00
其他	(3,049.39)	738.59	(566.04)	326.34	171.12
投资活动现金流	(954.07)	(2,133.72)	58.92	307.19	98.90
债权融资	3,362.16	5,657.09	8,035.32	5,835.02	6,011.37
股权融资	(230.81)	1,526.59	(1,980.81)	(409.34)	(333.35)
其他	(1,728.04)	(5,558.81)	(6,225.96)	(8,082.97)	(6,185.63)
筹资活动现金流	1,403.31	1,624.88	(171.45)	(2,657.29)	(507.61)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	142.29	(111.61)	(582.11)	83.92	117.36

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	17,551.48	15,643.05	16,667.42	17,716.42	19,183.44
营业成本	15,538.54	13,177.65	14,019.06	14,823.69	15,987.28
营业税金及附加	205.08	171.12	177.59	196.53	209.02
营业费用	631.69	712.78	650.03	673.22	748.15
管理费用	571.87	1,000.31	816.70	885.82	978.36
财务费用	188.61	116.35	413.13	426.57	349.30
资产减值损失	1.28	3.82	14.79	6.63	8.41
公允价值变动收益	(19.42)	193.39	64.46	(26.34)	(3.93)
投资净收益	503.59	(172.67)	220.00	260.00	200.00
其他	(968.34)	(41.45)	(568.93)	(467.31)	(392.15)
营业利润	898.58	481.76	860.57	937.62	1,098.99
营业外收入	75.87	254.35	130.46	153.56	179.46
营业外支出	7.97	19.71	12.23	13.30	15.08
利润总额	966.48	716.41	978.80	1,077.88	1,263.37
所得税	152.76	271.19	244.70	269.47	315.84
净利润	813.72	445.22	734.10	808.41	947.53
少数股东损益	6.51	(33.62)	(10.94)	(22.21)	(37.24)
归属于母公司净利润	807.20	478.84	745.05	830.62	984.77
每股收益(元)	0.56	0.33	0.52	0.58	0.69

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-8.36%	-10.87%	6.55%	6.29%	8.28%
营业利润	-19.44%	-46.39%	78.63%	8.95%	17.21%
归属于母公司净利润	-19.52%	-40.68%	55.59%	11.49%	18.56%
获利能力					
毛利率	11.47%	15.76%	15.89%	16.33%	16.66%
净利率	4.60%	3.06%	4.47%	4.69%	5.13%
ROE	10.15%	4.53%	7.84%	8.24%	9.14%
ROIC	15.02%	4.31%	19.14%	16.21%	22.23%
偿债能力					
资产负债率	50.90%	52.81%	56.19%	53.80%	50.94%
净负债率	22.20%	21.43%	37.20%	25.08%	36.06%
流动比率	1.13	0.98	0.76	0.74	0.84
速动比率	0.49	0.53	0.32	0.29	0.33
营运能力					
应收账款周转率	69.66	52.82	65.29	-1,196.01	-89.81
存货周转率	4.91	4.19	4.84	4.72	4.86
总资产周转率	1.13	0.78	0.73	0.79	0.85
每股指标(元)					
每股收益	0.56	0.33	0.52	0.58	0.69
每股经营现金流	-0.21	0.28	-0.33	1.69	0.37
每股净资产	5.53	7.36	6.61	7.02	7.50
估值比率					
市盈率	20.37	34.34	22.07	19.80	16.70
市净率	2.07	1.56	1.73	1.63	1.53
EV/EBITDA	19.28	12.59	8.69	6.72	6.39
EV/EBIT	21.07	16.44	9.88	7.59	7.18

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com