

太平鸟(603877)

太平鸟 17 年报：库龄结构优化，冬装备货充足保障 18Q1 高增长，大众时尚龙头已扬帆启航

买入(维持)

2018 年 4 月 24 日

证券分析师 马莉

执业证书编号：S0600517050002

021-60199793

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证书编号：S0600517070001

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证书编号：S0600517050003

linjch@dwzq.com.cn

事件

公司公布年报，2017 年全年收入同比增长 12.99%至 71.42 亿元，归母净利同比增长 6.72%至 4.56 亿元，具体到 Q4，收入同比增长 18.37%至 28.29 亿元，归母净利同比增长 51.43%至 2.86 亿元。

分红方面，公司计划每 10 股派发现金股利 7 元，分红比例达到 72%。

投资要点

■ 分品牌来看，男装、女装四季度强势复苏，带动单季收入高增。

公司自进行战略调整、专注 90 后及 95 后年轻消费者以来产品时尚性显著提升，并重视通过多样化 SKU 满足消费者个性化需求：报告期内公司持续保持高上货波段，超过 500 人的设计团队 2017 年设计 9937 款服饰，支撑公司 2017 年女装/男装/乐町/童装上货波段分别提升至 40/28/38/22 次，保持了产品高新鲜度及时尚度，推动消费者增加消费频率。

产品力提升下全品牌会员数量及消费力显著提升，成功获得目标消费者认可：2017 年全品牌会员数量同增 38.15%至 1406 万人，会员贡献零售收入同比增 35.9%至 39.58 亿元（占零售额比重增 7.44p 至 37.81%），其中活跃会员数量同增 30.95%至 124 万人，贡献零售额同比增 36.22%至 24.49 亿元（占零售额比重增 4.67pp 至 23.39%），同时全品牌天猫旗舰店粉丝数量同增 42%至 2200 万人。

具体到各品牌来看：

1) **太平鸟女装**：四季度线上爆发式增长（增速约 80%），加之 Q4 线下实现同店回升，Q4 整体收入增长 23%，全年收入增长 11%至 26.85 亿元，线上高增、线下零售同店提升的乐观趋势延续至 18 年。

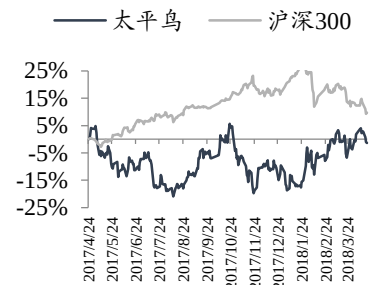
2) **太平鸟男装**：男装风格调整到位较早、17 年推行 TOC 模式后目前补货比例可达 20%助力零售好品卖深，四季度线上高增长之外线下四季度零售口径呈现双位数增长，全年净开店 30 家同时 4 季度实现同店销售回升展现出强劲复苏趋势，17 年收入同增 11%至 25.20 亿元。

3) **乐町女装**：线上继续高增长，线下受联营模式关闭（部分转为加盟店）影响门店净减 96 家，拖累线下收入增长，全年收入同增 7%至 9.48 亿元，预计在事业部逐渐理顺下 2018 年将迎来新增长区间。

4) **童装**：线上强劲增长、线下净展店 126 家带动童装整体收入同增 37%至 7.09 亿元，看好 2018 年持续高增长。

5) **MG**：低基数下发展迅速，年内净展店 29 家加之线上高速发展收入同增 80%至 1.73 亿元。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.75
一年最低/最高价	23.50/31.99
市净率(倍)	4.17
流通 A 股市值(百万元)	5,715

基础数据

每股净资产(元)	6.90
资产负债率(%)	46.54
总股本(百万股)	481
流通 A 股(百万股)	199

相关研究

1. 太平鸟：Q4 单季度业绩同增 60%超 3 亿，大众时尚龙头破茧-20180108
2. 太平鸟：新规下小非减持影响较小，17Q4 冬季零售情况良好，业绩有望保持增长-20180102
3. 太平鸟：董事长增持强化信心，Q4 业绩拐点即将确立-20171130
4. 太平鸟三季报：Q3 线上加速增长，存货减值包袱渐轻，业绩增长将进入快车道-20171031

图表 1: 太平鸟收入增长按品牌拆分 (单位: 百万元)

	2016	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2017
PEACEBIRD 女装	2,424.04	560.00	507.91	602.69	1,013.92	2,684.50
YOY	-4.64%	6.59%	8.22%	-0.26%	22.89%	10.74%
毛利率	56.52%	57.81%	57.35%	58.50%	48.23%	54.26%
增减	0.65%	1.55%	-2.77%	3.52%	-7.53%	-2.26%
门店数量	1,626		1,593			1,526
PEACEBIRD 男装	2,264.12	541.08	407.72	448.33	1,122.65	2,519.77
YOY	8.65%	3.94%	12.77%	3.79%	18.17%	11.29%
毛利率	58.19%	58.53%	60.83%	60.14%	52.96%	56.71%
增减	0.74%	1.78%	-4.36%	0.30%	-2.60%	-1.48%
门店数量	1,196		1,162			1,226
乐町 LED'IN 女装	887.97	211.93	193.34	216.44	326.23	947.95
YOY	13.15%	16.62%	21.15%	-0.46%	-0.91%	6.75%
毛利率	46.45%	48.84%	47.83%	44.83%	37.16%	43.70%
增减	-0.34%	0.37%	-1.73%	-5.16%	-4.33%	-2.75%
门店数量	687		635			591
Mini Peace 童装	515.82	143.32	137.93	170.58	257.30	709.13
YOY	65.91%	41.40%	59.68%	31.75%	29.55%	37.48%
毛利率	53.70%	57.11%	55.83%	52.19%	48.00%	52.37%
增减	-0.83%	1.07%	-1.50%	0.73%	-4.39%	-1.33%
门店数量	635		675			761
MATERIAL GIRL 女装	96.48	42.53	30.40	37.13	63.19	173.24
YOY	99.94%	87.82%	71.15%	35.52%	120.30%	79.56%
毛利率	46.04%	49.12%	50.06%	52.83%	28.67%	42.62%
增减	-25.88%	-12.41%	17.23%	-4.27%	-2.76%	-3.42%
门店数量	118		133			147
合计	6,204.62	1,498.85	1,277.29	1,475.15	2,783.29	7,034.59
YOY	7.35%	10.89%	16.68%	4.59%	18.55%	13.38%
毛利率	55.31%	56.49%	56.69%	56.12%	48.38%	53.24%
增减	0.05%	1.02%	-2.92%	0.71%	-4.78%	-2.07%
门店数量	4279		4199			4251

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

■ 线上线下来看, 电商的强劲发展是公司 2017 年的主要增长引擎。线上特供款设计紧抓年轻潮流、更新迅速+供应链保证产品品质+O2O、云仓助力用户体验提升+电商平台对线下龙头流量倾斜带来电商 17 年爆发性增长, 2017 其占报表收入比重超过 25%, 收入同比增长 37.5%达到 17.90 亿元。线下来看, 由于太平鸟女装及乐町的渠道调整, 线下净关店 28 家, 但在此基础上, 主品牌男女装的逐季复苏以及童装、MG 品牌焕发活力带动了线下收入增长 7%至 52.44 亿元。

图表 2: 太平鸟收入按线上线下拆分 (单位: 百万元)

	2016	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2017
线下收入	4,902.48	1,131.23	976.55	1,175.65	1,960.79	5,244.22
YOY	0.29%	3.88%	8.39%	-3.46%	15.70%	6.97%
占比	79.01%	75.47%	76.45%	79.70%	70.45%	74.55%

门店数量	4279		4199			4251
毛利率	58.01%	59.78%	60.62%	59.47%	50.16%	56.27%
增减	0.80%	0.79%	-2.45%	2.95%	-5.60%	-1.74%
其中：直营收入	2,599.68	701.94	533.29	521.81	1,033.73	2,790.76
YOY	21.84%	2.89%	8.16%	5.57%	11.14%	7.35%
占比	41.90%	46.83%	41.75%	35.37%	37.14%	39.67%
门店数量	1198		1202			1271
毛利率	65.80%	64.91%	67.20%	67.89%	62.28%	64.93%
增减	0.36%	-0.89%	-0.69%	3.71%	-3.27%	-0.87%
其中：加盟收入	2,156.62	389.81	416.95	642.43	926.26	2,375.44
YOY	-18.25%	4.08%	9.45%	-6.34%	29.51%	10.15%
占比	34.76%	26.01%	32.64%	43.55%	33.28%	33.77%
门店数量	2835		2926			2980
毛利率	50.21%	53.00%	54.18%	53.16%	36.71%	46.90%
增减	-1.29%	4.02%	-4.52%	1.00%	-7.75%	-3.31%
其中：联营收入	146.18	39.48	28.22	9.51	0.81	78.02
YOY	25.43%	22.51%	-1.88%	-73.45%	-98.35%	-46.63%
占比	2.36%	2.63%	2.21%	0.64%	0.03%	1.11%
门店数量	246		71			0
毛利率	34.53%	35.56%	31.36%	24.72%	-84.40%	31.47%
增减	-1.36%	4.41%	-7.27%	-10.02%	-118.59%	-3.06%
线上收入	1,302.15	367.62	300.74	299.51	822.50	1,790.37
YOY	46.08%	39.96%	55.28%	55.56%	25.91%	37.49%
占比	20.99%	24.53%	23.55%	20.30%	29.55%	25.45%
毛利率	45.16%	46.36%	43.85%	42.97%	45.01%	44.75%
增减	0.59%	5.46%	0.55%	-5.39%	-1.47%	-0.41%
线上+线下	6,204.62	1,498.85	1,277.29	1,475.15	2,783.29	7,034.59
YOY	7.35%	10.89%			18.55%	13.38%
毛利率	55.31%	56.49%	56.69%	56.12%	48.38%	53.24%
增减	0.05%	1.02%			-4.78%	-2.07%

数据来源：公司招股说明书、公司年报、东吴证券研究所

■ 从零售渠道来看：线上、购物中心成主要零售端主要拉动收入增长的渠道。2017 年公司零售口径收入同比增长 5.7%至 104.6 亿元，其中街边店收缩较明显、百货商场店收入持平，线上、购物中心成为拉动零售收入增长的主要渠道，其中，“云仓”系统主力线上线下销售配货联通，线上 17H1/H2/全年零售收入同增 38%/34%/36%至 7.6/14.1/21.7 亿元，而购物中心 17H1/H2/全年零售收入同增 17%/16%/17%至 13/16/29 亿元，17 年公司已经与包括印力、银泰、万达、百盛开展渠道战略合作开启精准拓店，17 年购物中心门店数量同增 14.93%至 1386 家。

图表 3：零售口径收入按渠道拆分（单位：百万元）

	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2016	2017
街店	1,190.06	1,097.57	942.50	904.91	2,287.63	1,847.41
YOY	-8.33%	-8.86%	-20.80%	-17.55%	-8.58%	-19.24%
收入占比	26.43%	20.35%	20.32%	15.53%	23.12%	17.66%
百货商场店	1,659.42	1,881.05	1,643.11	1,922.66	3,540.47	3,565.77

YOY	6.02%	10.78%	-0.98%	2.21%	8.50%	0.71%
收入占比	36.86%	34.88%	35.43%	33.00%	35.78%	34.08%
购物中心店	1,102.05	1,367.18	1,292.97	1,590.73	2,469.23	2,883.70
YOY	23.58%	5.56%	17.32%	16.35%	27.84%	16.79%
收入占比	24.48%	20.35%	27.88%	27.30%	24.95%	24.95%
网上销售	550.62	1,047.38	758.88	1,407.50	1,598.00	2,166.38
YOY	30.03%	52.44%	37.82%	34.38%	43.90%	35.57%
收入占比	12.23%	19.42%	16.36%	24.16%	16.15%	16.15%
合计	4,502.16	5,393.18	4,637.46	5,825.80	9,895.34	10,463.26
YOY	7.75%	16.51%	3.01%	8.02%	12.35%	5.74%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

■ **毛利率下降，但受益资产减值包袱减轻以及税前利润同增 19.36%至 6.43 亿元。**2017 年受毛利率较低的线上收入占比提升影响，公司毛利率同比下降 2.00pp 至 52.95%，费用方面总体表现稳健，但存货库龄结构改善带来的减值包袱减轻让资产减值损失同比下降 15.13%至 1.90 亿元，加之投资收益（主要为理财产品收益）、其他收益及营业外收入的小幅增加，公司税前利润同比增长 19.36%至 6.43 亿元，但由于期内综合所得税率提升 7.79pp 至 29.57%，导致了公司净利润及归母净利增速慢于收入增速，归母净利同增 6.72%至 4.56 亿元。

图表 4：太平鸟财务摘要（单位：百万元）

	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2016	2017
营业收入	1,358.57	1,138.58	1,433.37	2,389.85	1,514.45	1,300.26	1,498.09	2,828.85	6,320.37	7,141.65
YOY				11.75%	11.47%	14.20%	4.52%	18.37%	7.06%	12.99%
毛利率	53.96%	60.59%	55.10%	52.74%	54.40%	58.21%	55.68%	48.30%	54.95%	52.95%
期间费用率	43.52%	55.75%	45.78%	36.40%	43.70%	54.11%	45.81%	34.08%	43.54%	42.22%
销售费用率	36.20%	43.73%	36.19%	29.02%	36.35%	42.25%	36.42%	28.40%	34.84%	34.29%
管理费用率	6.76%	11.30%	9.00%	6.85%	6.95%	11.61%	9.07%	5.42%	8.12%	7.64%
财务费用率	0.56%	0.71%	0.59%	0.53%	0.41%	0.24%	0.31%	0.26%	0.58%	0.30%
资产减值损失	57.61	24.34	40.71	101.23	91.06	80.92	48.99	-30.95	223.89	190.02
YOY				566.86%	58.06%	232.46%	20.34%	-130.57%	33.43%	-15.13%
投资净收益		-0.94	-1.05	0.06		0.29	3.62	8.70	-1.92	12.61
其他收益+营业外收入	21.36	77.82	6.70	3.71	18.60	94.59	12.05	8.72	109.59	133.97
YOY				-25.05%	-12.92%	21.55%	79.85%	135.04%	10.57%	22.25%
利润总额	91.62	98.95	82.32	265.78	75.30	52.99	98.85	415.77	538.66	642.92
YOY				-21.50%	-17.81%	-46.45%	20.08%	56.43%	-25.76%	19.36%
所得税率	34.11%	18.65%	-13.90%	29.76%	24.16%	36.52%	23.98%	30.99%	21.78%	29.57%
净利润	60.37	80.50	93.76	186.69	57.12	33.63	75.15	286.93	421.32	452.83
YOY				-28.47%	-5.38%	-58.22%	-19.85%	53.69%	-20.95%	7.48%
归母净利	61.43	81.77	95.29	189.04	58.61	35.40	75.97	286.27	427.54	456.25
YOY				-27.48%	-4.59%	-56.71%	-20.27%	51.43%	-20.22%	6.72%
净利润率	4.52%	7.18%	6.65%	7.91%	3.87%	2.72%	5.07%	10.12%	6.76%	6.39%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

■ **库龄结构改善，冬季备货充足保障 18Q1 业绩高增长：**公司自从 16 年初产品风格切换以来阵痛期面临较大存货压力，经过两年调整，随品牌形象的重新确立、与目标消费者需求的成功匹配，库存结构在 17 年下半年已经

呈现出明显的改善，截至 17 年末，公司存货同比增长 12.78%至 18.28 亿元，存货周转天数下降至 13 天至 185 天，且从账面库存结构来看，库存商品账面原值中一年以内存货占比提升至 50.66%，库龄结构呈现出历史最佳水平，这也是 17H2 公司资产减值损失负担超预期减轻的主要原因。充足的冬装备货预计也将保障公司 18 年 Q1 零售呈现高增长态势，我们对公司 18 年一季报保持乐观态度。

图表 5：库存商品账面原值按库龄拆分（单位：百万元）

	2016	2017
1 年以内	829.06	1150.11
占比	43.03%	50.66%
1-2 年	649.10	479.13
占比	33.69%	21.10%
2-3 年	262.60	296.19
占比	13.63%	13.05%
3 年以上	185.90	344.87
占比	9.65%	15.19%
合计	1926.67	2270.30

数据来源：公司年报、东吴证券研究所

现金流来看，2017 年公司经营性现金流微降 0.47%至 6.27 亿元，主要与冬季备货过程中存货及应收账款规模上升（应收账款同增 29.6%至 4.87 亿元）有关，总体周转健康。

■ **1 月解禁对股价冲击有限，基本面支持下当前时点推荐对公司进行配置：**公司公告自 2018 年 1 月 9 日，公司有 1.44 亿限售股解禁，占公司总股本 29.89%。本次限售股涉及 Proven Success Investments Limited、陈红朝、宁波泛美投资管理有限公司三位股东，其中 Proven 和宁波泛美属同一实际控制人而陈红朝为公司高管，参照根据减持新规，我们认为本次减持对公司二级市场股价冲击较小。根据减持新规，持股 5%以上股东在任意 90 自然日内不能通过集中竞价交易减持超过公司总股本 1%股份，同时也不能在任意 90 个自然日内通过大宗交易方式减持超过公司总股本 2%股份，同时受让方在受让后 6 个月内不得交易。

而本次解禁股份的股东中，根据公司招股书披露情况，Proven 与持有宁波泛美 75%股权的东坚投资均受方源资本控制，因此我们认为 Proven 和宁波泛美不排除被认定为同一持股主体，两家机构在 1 月 9 日之后的 90 个自然日，能通过二级市场减持的合计股份数量可能仅为 1%。同时，基于公司的业绩高成长性，我们认为陈红朝作为核心高管减持可能性相对较小，若出现极端情况，在 90 个自然日三位股东能通过二级市场减持的合计股份数量也可能仅为 2%。因此在基本面向好的情况下，我们认为解禁对公司二级市场股价冲击相对较小。

■ **投资建议：**太平鸟作为我国龙头大众时尚集团，2016 年内部整体提效以来产品力、渠道结构、供应链效率明显向好，在女装、男装主品牌同店有望在近期迎来拐点的基础上公司 17H2 存货结构得到明显优化、减值包袱减轻，预计 2018 年收入增长以及利润增长都将迈入新台阶，我们认为公司在 7 月推出的股权激励计划中提到的 17/18/19 年 4.5 亿/6.5 亿/8.5 亿目标实现确定性较高，另外 11/22-12/5 期间，实际控制人张江平等共增持 193.38 万股，增持金额达到 5079 万元，成交均价为 26.26 元/股，彰显对公司业绩信心，虽 18 年 1 月涉及部分股东解禁，但考虑减持新规我们认为对二级市场股价冲击较小。业绩方面，我们预计公司 18/19/20 年归母净利润可达到 6.57 亿/8.74 亿/10.97 亿元，同比增长 44%/33%/26%，对应当前市值 PE21/16/13 倍，作为我国大众时尚领域最有潜力的龙头公司，估值相对成长性具有吸引力，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**终端销售不及预期，库存消化不及预期，小非减持可能带来股价波动

太平鸟三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4752.06	5406.45	6267.13	7241.37	营业收入	7141.65	8313.48	9768.82	11330.20
现金	1089.00	1672.86	2007.59	2742.09	营业成本	3360.42	3962.91	4687.66	5480.52
应收款项	486.81	552.37	668.73	664.24	营业税金及附加	72.06	76.10	91.15	107.91
存货	1828.19	1946.00	2315.51	2450.16	销售费用	2448.88	2733.44	3052.72	3391.13
其他	935.36	740.00	740.00	741.00	管理费用	545.42	614.56	711.86	816.97
非流动资产	1422.21	1359.95	1387.76	1426.29	财务费用	21.26	18.18	13.02	7.41
长期股权投资	29.39	29.39	29.39	29.39	投资净收益	12.61	0.00	0.00	0.00
固定资产	399.40	406.30	389.94	310.09	其他	150.70	112.48	124.94	135.64
无形资产	192.58	181.33	170.07	158.82	营业利润	555.52	795.82	1087.47	1390.62
其他	133.26	54.29	66.66	84.74	营业外净收支	87.39	91.39	92.57	90.45
资产总计	6174.28	6766.40	7654.89	8667.66	利润总额	642.92	887.21	1180.05	1481.07
流动负债	2481.50	2714.05	3119.45	3558.13	所得税费用	190.08	230.34	306.37	384.53
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(3.42)	0.00	0.00	0.00
应付账款	1435.71	1731.28	2011.07	2366.31	归属母公司净利润	456.25	656.87	873.67	1096.55
其他	244.58	228.50	227.23	233.44	EBIT	786.93	1002.58	1316.58	1641.58
非流动负债	392.04	356.08	359.61	361.36	EBITDA	862.39	1069.28	1394.96	1732.49
长期借款	300.64	270.00	270.00	271.00					
其他	0.00	1.00	1.00	2.00					
负债总计	2873.54	3070.13	3479.07	3919.50	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	(16.88)	(16.88)	(16.88)	(16.88)	每股收益(元)	0.95	1.37	1.82	2.27
归属母公司股东权益	3317.55	3696.27	4175.82	4748.17	每股净资产(元)	6.90	7.68	8.68	9.85
负债和股东权益总计	6174.28	6766.40	7654.89	8667.66	发行在外股份(百万股)	481	481	481	481
					ROIC(%)	15.39%	18.71%	21.93%	24.21%
					ROE(%)	17.27%	18.78%	22.20%	24.58%
					毛利率(%)	52.95%	52.33%	52.01%	51.63%
					EBIT Margin(%)	11.02%	12.06%	13.48%	14.49%
					销售净利率(%)	6.39%	7.90%	8.94%	9.68%
					资产负债率(%)	46.54%	45.37%	45.45%	45.22%
					收入增长率(%)	12.99%	16.41%	17.51%	15.98%
					净利润增长率(%)	6.72%	43.97%	33.01%	25.51%
					P/E	30.31	21.05	15.83	12.61
					P/B	4.17	3.74	3.31	2.91
					EV/EBITDA	16.38	13.18	10.11	8.14
现金流量表 (百万元)									
	2017	2018E	2019E	2020E					
经营活动现金流	627.23	915.11	1098.26	1636.74					
投资活动现金流	(1237.37)	16.18	(356.39)	(370.63)					
筹资活动现金流	598.70	(347.44)	(407.14)	(531.61)					
现金净增加额	(11.44)	583.85	334.73	734.50					
折旧与摊销	75.46	66.70	78.38	90.91					
资本开支	2949.42	283.82	356.39	370.63					
营运资本变动	(185.28)	(69.25)	(106.74)	207.65					
企业自由现金流	3393.87	1023.56	1302.79	1884.57					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

