

# 定位经典舒适男装，加快投入升级

## 红豆股份(600400)

### 主要观点

公司2017年剥离地产业务，开始聚焦男装业务。我们建议关注公司近期以来的积极变化，包括：(1) 管理层变化：20年更换总经理、21年更换董事长，下半年与君智咨询开始合作业务转型；(2) 产品变化：聚焦“经典舒适男装”，与外部面料资源合作开发新产品，未来降低向供应商可退货比例；(3) 渠道变化：紧紧围绕“舒适”定位，一二线城市主打“舒适”差异化特色，三四线城市补充强调“经典”为高品质背书，22年将在江苏、上海等新开旗舰店；(4) 营销方面加大投入，预计明年在渠道升级和广告推广上合计投入4亿。考虑今明两年处于投入期，下调明年净利增速，但考虑23年后有望显现转型效果，上调23年净利，将21/22/23年收入预测从24.19/29.32/36.38亿元调整至24.19/30.28/39.42亿元，归母净利润预测从1.03/1.27/1.66亿元调整至1.03/1.19/1.72亿元，对应EPS为0.05/0.05/0.07元，2021年11月26日收盘价3.8元对应PE分别为84/73/51倍，维持“增持”评级。安全边际参考回购均价3.15-3.55元。

### 成长驱动：店效提升+外延开店共振，扣非净利率有提升空间

我们分析，短期来看，22年公司重点发展江苏省，我们预计22年有望新开100家店，带动江苏省收入增长30-40%；中期来看，公司开店有望恢复历史峰值水平，达到1500-2000家店；长期来看，参考同行海澜之家店数5000+家，我们认为公司店数至少有望达到2000-3000家。

从店效来看，2019年公司直营店店效在178万元，加盟商单店出货在105万元，较同行海澜之家仍有提升空间。长期来看，我们估计公司零售市场规模有望达到50-75亿元（店效250万\*店数2000-3000家）。

此外，目前公司扣非净利率低于10%，未来随着店效提升以及加价率提升，将带动公司净利率提升到中高端男装平均水平，我们估计有望达到15%+，带动净利增速高于收入增速。

### 风险提示

疫情的不确定性影响；同店恢复低于预期；系统性风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,540	2,384	2,419	3,028	3,942
YoY (%)	2.3%	-6.1%	1.4%	25.2%	30.2%
归母净利润(百万元)	170	145	103	119	172

### 评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	
最新收盘价：	3.8
股票代码：	600400
52周最高价/最低价：	3.92/2.8
总市值(亿)	86.38
自由流通市值(亿)	86.38
自由流通股数(百万)	2,291.37



分析师：唐爽爽  
邮箱：tangss@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519090002  
联系电话：

### 相关研究

- 【华西纺服】红豆股份三季报点评：期待与君智合作后的转型升级  
2021.10.28
- 【华西纺服】红豆股份中报点评：线上成为重要驱动，线上毛利率大幅提高  
2021.08.29
- 【华西纺服】红豆股份：Q1扣非净利恢复，期待新董事长上任后业绩加速  
2021.04.29

YoY (%)	-18.1%	-14.4%	-28.7%	15.5%	43.9%
毛利率 (%)	30.5%	28.2%	32.3%	32.4%	32.5%
每股收益 (元)	0.07	0.06	0.05	0.05	0.07
ROE	4.3%	4.0%	2.8%	3.1%	4.3%
市盈率	51	60	84	73	51

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 正文目录

1. 历史回顾：2017 年剥离地产、专注服装业务.....	4
2. 行业分析：男装市场近 6000 亿元，最大企业市占率仅 5%.....	6
2.1. 男装行业市场规模：市场规模近 6000 亿元.....	6
2.2. 男装行业竞争格局较为分散.....	6
3. 与君智咨询合作，重新定位“经典舒适男装”.....	7
4. 成长驱动：店效提升+外延开店共振+扣非净利率改善.....	9
5. 盈利预测和投资建议.....	10
6. 风险提示.....	11

## 图表目录

图 1 2001-2020 年收入、净利及增速（亿元，%）.....	4
图 2 历年毛利率和净利率（%）.....	4
图 3 分行业收入及服装行业增速（亿元，%）.....	5
图 4 服装行业毛利率.....	5
图 5 红豆男装、贴牌业务收入及增速（亿元，%）.....	5
图 6 红豆男装分渠道占比.....	5
图 7 红豆男装、贴牌业务毛利率（%）.....	5
图 8 红豆男装分渠道毛利率.....	5
图 9 2009-2020 年中国男装品牌市场规模及增速.....	6
图 10 2020 中国服装子行业 CR5 对比（%）.....	6
图 11 2011-2020 年中国男装行业市场集中度.....	6
图 12 线下门店数量.....	9
图 13 直营店效及加盟单店出货（万元）.....	9
图 14 男装同业直营店店效（万元）.....	10
图 15 同业对比扣非母净利率.....	10
表 1 中国男装行业主要参与者市占率（%）.....	7
表 2 新任管理层介绍.....	8
表 3 同业产品价格带对比.....	8

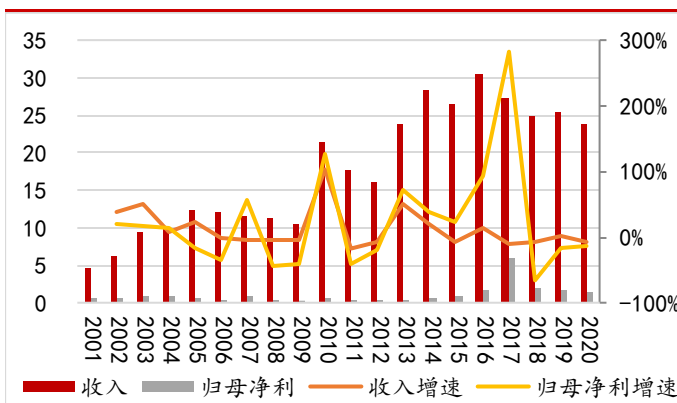
## 1. 历史回顾：2017 年剥离地产、专注服装业务

红豆股份大股东为红豆集团，红豆集团成立于1957年，总资产超500亿元、收入超200亿元，在无锡市民营企业中排名第2。集团旗下共有4大业务板块：

(1) 衣：红豆股份（红豆男装+职业装+少量外贸服装贴牌加工业务）、红豆居家、红豆童装、红豆家纺、外贸服装贴牌加工业务；(2) 住：房地产板块，在江苏地区有楼盘，柬埔寨工业园区“西港特区”是一带一路的样板工程；(3) 行：通用股份，主营矿山卡车轮胎，目前转做乘用车汽车轮胎、以及新能源汽车轮胎。(4) 食：生物医药板块，红豆杉曾在新三板挂牌。集团还有一些金融投资板块，参股锡商银行、江苏银行、无锡银行、力合科创等。

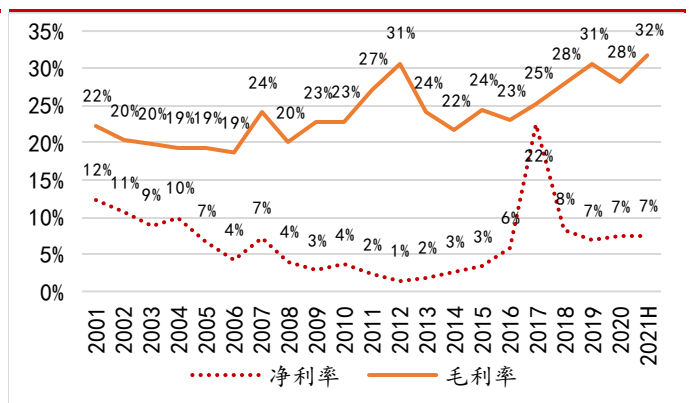
红豆股份成立于1995年6月，2001年1月8日在上海证券交易所挂牌上市。2017年前上市公司主营红豆男装和房地产业务，2017年公司剥离房地产业务，专注红豆男装，截至21Q3共1001家门店。2020年公司收入和净利润分别为23.84/1.74亿元，2018-2020年收入/归母净利年复合增速为-2%/-16%。2021年前三季度公司收入/归母净利分别为16.19亿元/7666.85万元、同比下降4.7%/41%，下滑主要受防疫物资高基数影响，21Q3单季公司收入5.87亿元、同比增长23.24%，其中主营服装业务实现收入4.85亿元，同比增长57.65%。2018年以来，公司毛利率在28%-32%之间波动，净利率在7%-8%之间波动。

图1 2001-2020 年收入、净利及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图2 历年毛利率和净利率（%）

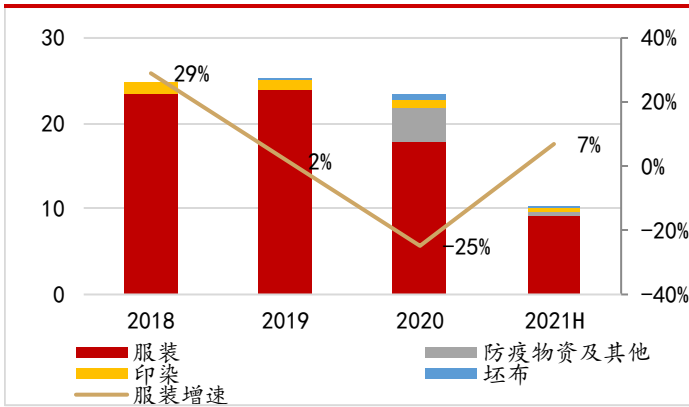


资料来源：公司公告，华西证券研究所

分业务来看，2018、2019年服装业务收入占比在94%左右，2020年公司新增防疫物资、2020年服装/防疫物资及其他/印染/坯布收入占比分别为77%/17%/4%/3%，2021H防疫物资大幅减少，2021H服装收入占比提升至90%。从服装行业毛利率来看，毛利率在24-32%之间波动。从服装业务来看，2020年公司男装/贴牌业务占比分别为86%/14%，男装中直营/加盟/线上/团购业务收入占比分别为4%/52%/19%/11%，同比增速分别为-24%/-33%/27%/5%。

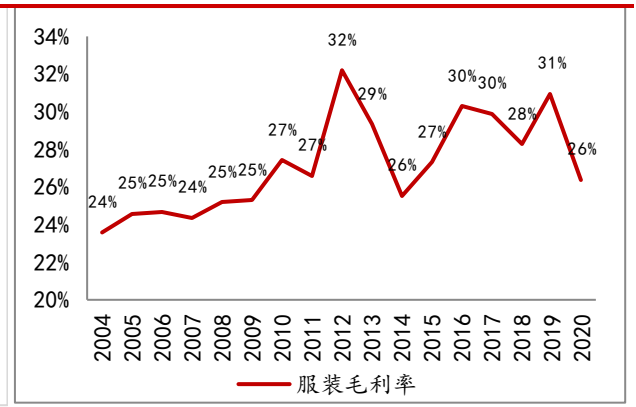
从毛利率来看，男装毛利率在26%-34%波动，贴牌毛利率在12%-31%之间波动。分渠道来看，直营毛利率最高、在44%-48%，线上毛利率在29-37%，加盟毛利率最低、在22%-29%。

图3 分行业收入及服装行业增速（亿元，%）



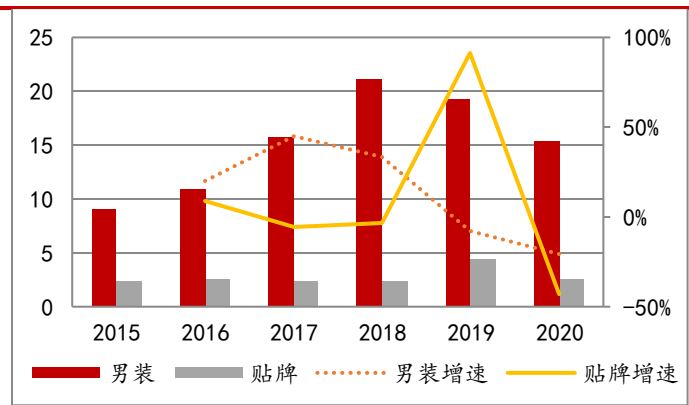
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图4 服装行业毛利率



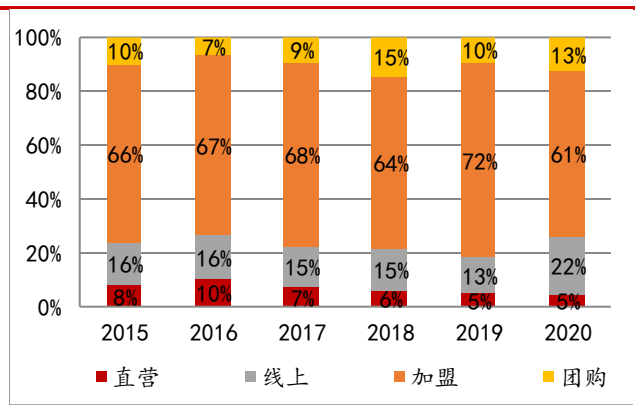
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图5 红豆男装、贴牌业务收入及增速（亿元，%）



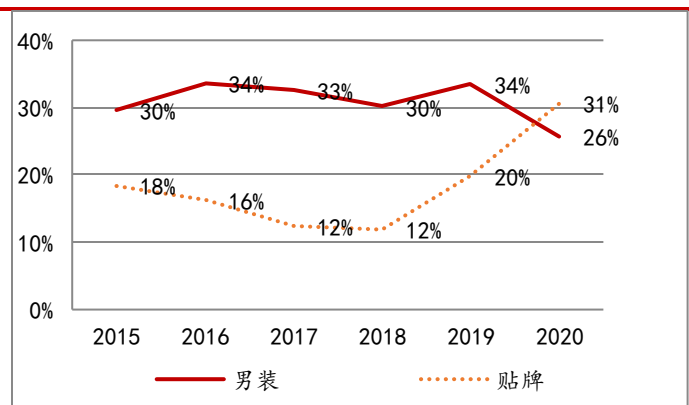
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图6 红豆男装分渠道占比



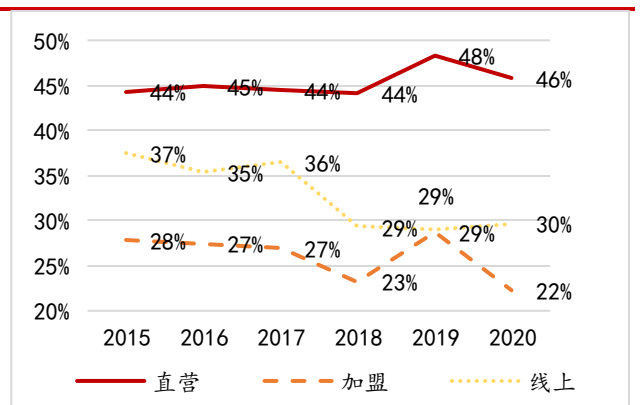
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图7 红豆男装、贴牌业务毛利率（%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图8 红豆男装分渠道毛利率



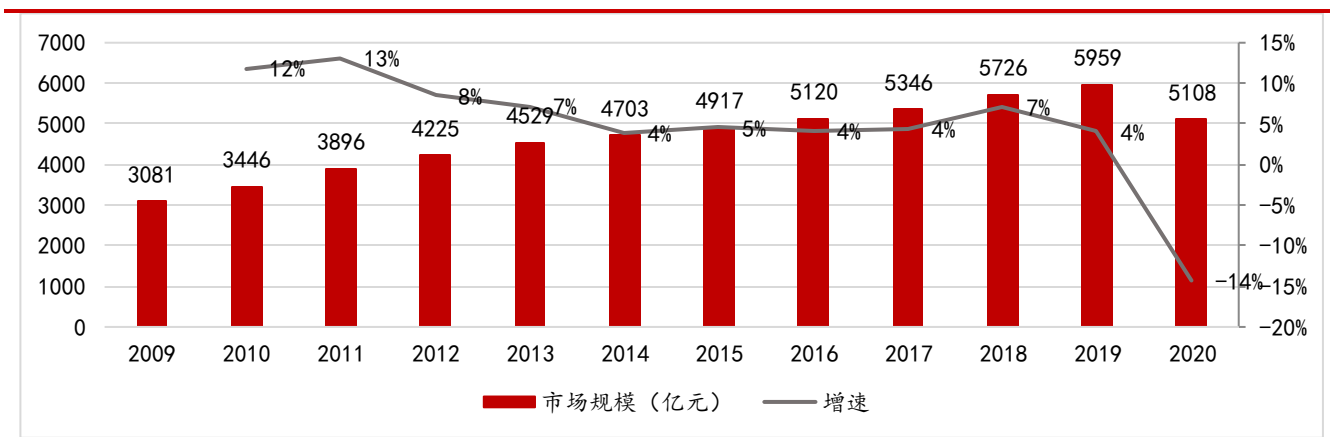
资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 2. 行业分析：男装市场近 6000 亿元，最大企业市占率仅 5%

### 2.1. 男装行业市场规模：市场规模近 6000 亿元

根据欧瑞咨询统计数据，男装行业市场规模在 2003-2011 年经历两位数的高速增长后，2012 年后增速放缓，2020 年受到疫情冲击，行业规模下降至 5108 亿元，同比下降 14.28%，欧瑞咨询预计未来市场将保持 3% 的平稳增速。

图 9 2009-2020 年中国男装品牌市场规模及增速

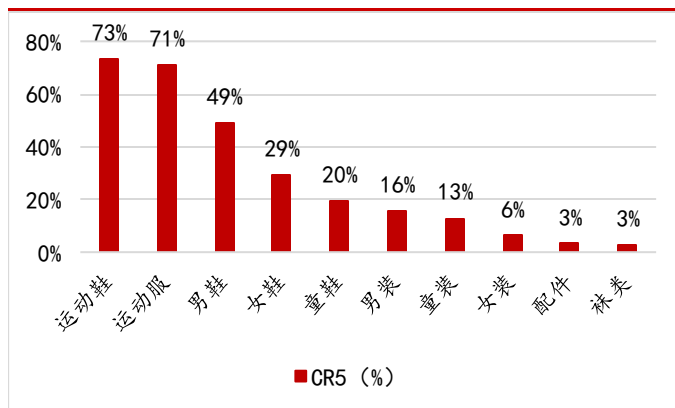


资料来源：Euromonitor、华西证券研究所

### 2.2. 男装行业竞争格局较为分散

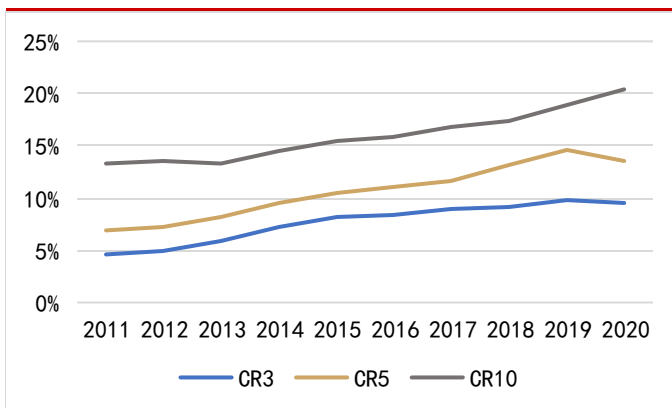
根据前瞻产业研究院，2020 年中国男装行业的 CR5 为 13.6%，CR10 为 20.4%，相较于其他服装子行业来看（运动鞋、运动服 CR5 分别为 73%、71%），男装行业市场集中程度较低；但自 2013 年起行业集中程度不断提升，CR5 由 2013 年的 8.1% 增长至 2020 年的 13.6%，CR10 由 2013 年的 13.3% 增长至 2020 年的 20.4%，其中头部品牌提升明显，海澜之家由 2010 年的 0.9% 增长至 2020 年的 5%。

图 10 2020 中国服装子行业 CR5 对比 (%)



资料来源：Euromonitor、华西证券研究所

图 11 2011-2020 年中国男装行业市场集中度



资料来源：前瞻产业研究院、华西证券研究所

表 1 中国男装行业主要参与者市占率 (%)

排名	主要品牌	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	海澜之家	-	-	4.8	4.5	4.8	5.0
2	安踏体育	1.0	1.1	1.3	1.9	2.5	3.0
3	耐克	1.5	1.6	1.8	2.0	2.4	2.8
4	绫致	3.4	3.2	3.0	2.8	2.7	2.6
5	阿迪达斯	1.4	1.6	1.9	2.2	2.4	2.4
6	优衣库	0.9	1.2	1.4	1.5	1.7	2.1
7	波司登	0.7	0.8	1.0	1.1	1.3	1.5
8	李宁	0.7	0.7	0.7	0.8	1.1	1.2
9	马克华菲	0.8	0.8	0.8	1.0	1.2	1.2
10	罗蒙	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2
11	森马服饰	0.9	0.8	0.8	0.9	1.1	1.1
12	Inditex (zara 母公司)	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0
13	七匹狼	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0
14	雅戈尔	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0
15	慕尚集团	0.9	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
16	中国利郎	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9
17	九牧王	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8
18	太平鸟	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
19	特步国际	0.5	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
20	江苏红豆	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7

资料来源：Euromonitor、华西证券研究所

### 3. 与君智咨询合作，重新定位“经典舒适男装”

近些年红豆男装发展遇到瓶颈，我们分析主要存在的问题在于：(1) 品牌老化；(2) 品牌广告投入少、知名度不高；(3) 供应链实力不强。

2020 年公司新任总经理王总上任、2021 年 4 月新任董事长戴董事长上任，新的管理团队对公司现状进行了深入分析探讨，并调研了波司登、雅迪电动车等一系列企业。2021 年 5 月公司与君智咨询合作，对公司从战略到落实措施进行一系列改革。



表 2 新任管理层介绍

管理层	介绍
戴总	集团常务副总裁，主导过企业多个板块业务，包括服装外贸板块，房地产板块，摩托车轮胎等板块，管理的企业在集团所有一级公司排名里连续数年业绩都是最好的。
王总	原来主管红豆居家，红豆家居内衣拥有 2500 多家门店，年营收达 40-50 亿元，年利润达 2-3 亿元。王总担任红豆居家营销总监时，开发了爆品红豆绒内衣，价格、毛利率均远高于同行，3 年销售共 1 亿件。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司战略转型方向定位为“经典舒适男装”，意义在于：（1）以“经典”为背书：红豆 1997 年就被国家工商行政管理局认定首批中国驰名商标，2019 年入选央视大国品牌“新中国成立 70 周年 70 品牌”，在一批消费者心中有着经典的形象；（2）选择舒适男装赛道：“红豆”品牌带给人的感受就是柔软舒适，而其他男装主打阳刚、霸气风格；根据欧睿数据显示，2019 年国内男装市场规模接近 6000 亿元左右，我们估计其中 2000 亿元是舒适男装市场、2025 年有望达到 3000 亿元。与竞争对手将部分产品或系列定位为舒适不同，红豆提出做全方位舒适转型，包括：1) 面料、辅料、配色、版型舒适；2) 在终端门店给消费者舒适的终端体验，注重线下终端形象、陈列、环境、音乐等的舒适感；3) 在线上，对页面设计、品牌信息、产品详情页等做全方面改善，全面体现舒适特性；4) 服务方面，包括售前、售中、售后会员服务均带给消费者舒适体验。

基于舒适经典定位，公司将在产品、渠道、营销进行一系列转型：

（1）产品力升级：公司此前定位于大众平价产品、且可退货比例高、使得基础款商品占比极高。未来公司定位高品质、但仍具备高性价比的价格。

设计上，2020 年公司聘请欧洲著名设计师 Fabio Del Bianco (Moncler 前男装首席设计师) 担任设计顾问，并挖来多位优秀设计师、工艺师、版型师组建专业商品团队，同时与有“时尚界哈佛之称”的法国 ESMOD 服装学院等校企进行合作，全面提升商品设计研发能力。

面料上，公司更加注重产品面料的舒适程度，与国内外著名面料商进行研究合作，采用日本丰岛 WONDER SHAPE 专利面料、德国鲁道夫 3A 级银离子抗菌材质、德国拜耳 Dralon 德绒等。

供应链上，公司主动降低可退换货比例，推出高端产品、提高加价率，提升产品的科技感。

表 3 同业产品价格带对比

	海澜之家	雅戈尔：汉麻世家	红豆男装	优衣库	MUJI
价位带	上装：129-1299	T 恤：278-578 羽绒服：2278-2978	T 恤：118-219 羽绒服：369-1499	T 恤：39-299 羽绒服：299-1299	上装：39-1107
	裤装：99-799	卫衣：878-2278	西服：359-1299	卫衣：99-499	下装：74-537
	内衣：39-149	衬衫：978-1578	衬衫：59-359	衬衫：99-199	内衣：39-247
	配件：15-299	外套：1978-2678	外套：219-1299	外套：129-1299	睡衣：107-
	鞋：79-499	休闲裤：878-1578	裤装：149-398	西装：99-1499	1540
		羊毛衫：778-1278	内衣内裤：109-298	大衣：299-1999	袜子：24-58
		内衣：126-256 袜子：26-86	服饰配件：89-99	裤装：59-799 内衣内裤：40-199	



配件：697-1078

袜子：10-59

配件：15-499

资料来源：淘宝、华西证券研究所

(2) 渠道升级：公司渠道此前大多在三四五线下沉城市，一二线城市则较少，公司主要对手为海澜之家、地方性品牌以及杂牌。未来公司将在低线城市强调“经典”，在一二线城市主打“舒适”差异化特色。

未来公司将在无锡开设超级旗舰店、树立品牌形象，明年：1) 在无锡、江苏地级市、上海开设旗舰店，并在地铁、公交等投放大屏广告；2) 在江苏省重点县市开设标准店，同时将对江苏线下门店进行升级，包括门店装修、视觉陈列等。我们估计明年在渠道升级方面将投入 2 亿元（对应新增 100 家门店及 300-400 家门店改造升级）。

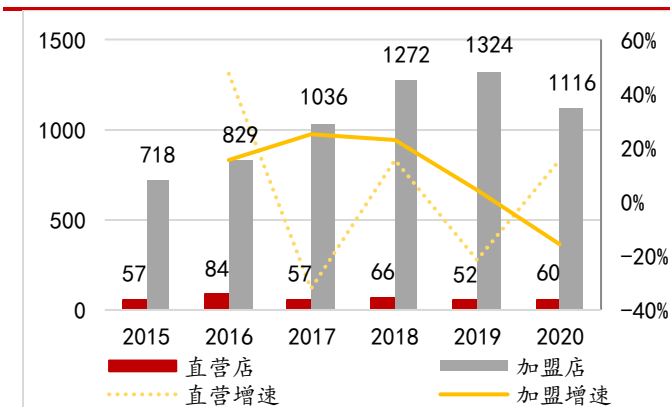
(3) 品牌营销：修改品牌 LOGO，去掉原 LOGO 中的英文字，只保留中文字、突出国潮属性；同时，LOGO 右边加上 1957 年和舒适男装，强调出红豆的厚重感和经典感以及舒适特性。我们估计，明年在品牌推广方面投入 2 亿，合计 4 亿。

#### 4. 成长驱动：店效提升+外延开店共振+扣非净利率改善

截至 2021 年三季度末，公司直营/加盟店数分别为 393/608 家，21 前三季度分别净关闭 8/167 家，此外 341 家加盟店转为直营店。我们分析，短期来看，22 年公司重点发展江苏省，我们预计 22 年有望新开 100 家店，带动江苏省收入增长 30-40%；中期来看，公司开店有望恢复历史峰值水平，达到 1500-2000 家店；长期来看，参考同行海澜之家店数 5000+家，我们认为公司店数至少有望达到 2000-3000 家。

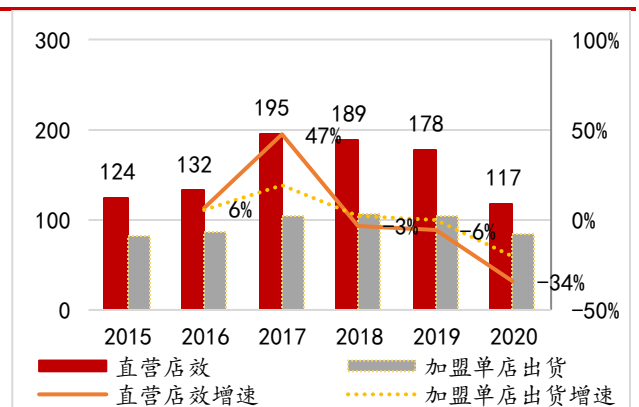
从店效来看，2019 年公司直营店店效在 178 万元，加盟商单店出货在 105 万元，较同行海澜之家仍有提升空间，未来公司提价有望贡献部分同店增长。长期来看，我们估计公司零售市场规模有望达到 50-75 亿元（店效 250 万\*店数 2000-3000 家）。

图 12 线下门店数量



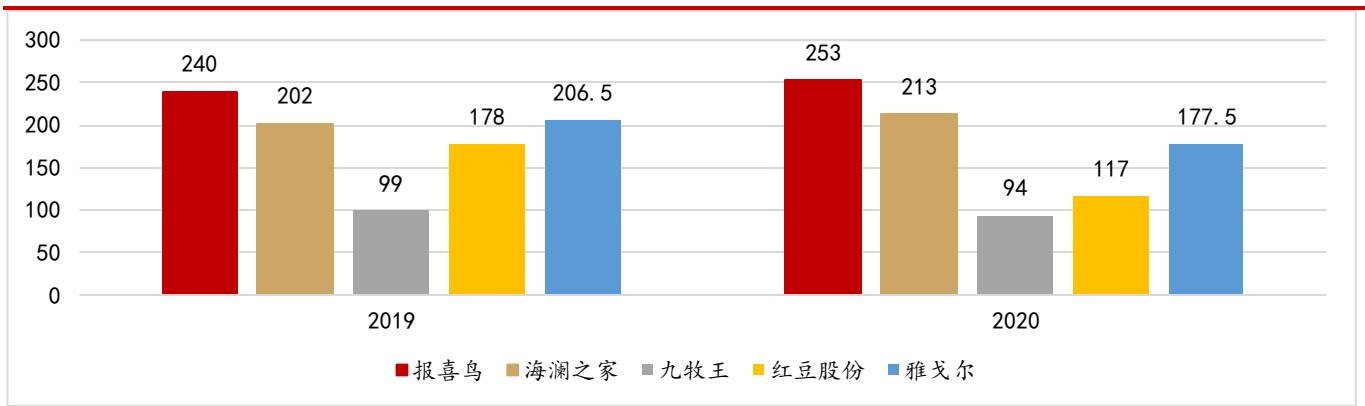
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 13 直营店效及加盟单店出货（万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

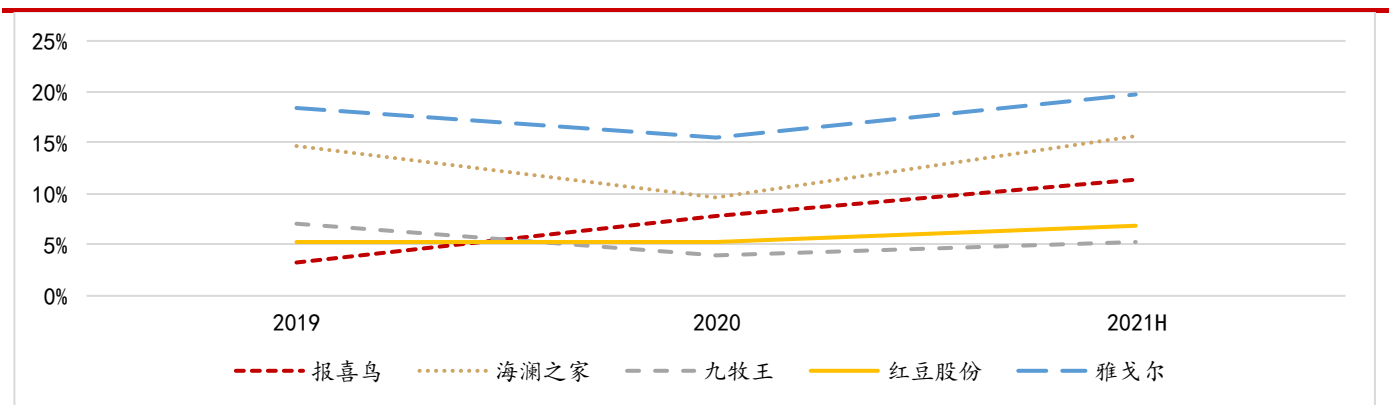
图 14 男装同业直营店店效（万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

此外，目前公司扣非净利率低于 10%，未来随着店效提升以及加价率提升，将带动公司净利率提升到中高端男装平均水平，我们估计有望达到 15%+，带动净利增速高于收入增速。

图 15 同业对比扣非母净利率



资料来源：wind、华西证券研究所。注：雅戈尔为服装板块净利率。

## 5. 盈利预测和投资建议

我们建议关注公司的积极变化，包括（1）管理层变化：20 年更换总经理、21 年更换董事长，下半年与君智咨询开始合作业务转型；（2）产品变化：聚焦“经典舒适男装”，与外部面料资源合作开发新产品，未来降低向供应商可退货比例；（3）渠道变化：紧紧围绕“舒适”定位，一二线城市主打“舒适”差异化特色，三四线城市补充强调“经典”为高品质背书，22 年将在江苏、上海等新开旗舰店；（4）营销方面加大投入，预计明年在渠道升级和广告推广上合计投入 4 亿。考虑今明两年处于投入期，下调明年净利增速，但考虑 23 年后有望显现转型效果，上调 23 年净利，将 21/22/23 年收入预测从 24.19/29.32/36.38 亿元调整至 24.19/30.28/39.42 亿元，归母净利润预测从 1.03/1.27/1.66 亿元调整至 1.03/1.19/1.72 亿元，对应 EPS 为

0.05/0.05/0.07 元，2021 年 11 月 26 日收盘价 3.8 元对应 PE 分别为 84/73/51 倍，维持“增持”评级。安全边际参考回购均价 3.15-3.55 元。

## 6. 风险提示

疫情的不确定性影响；同店恢复低于预期；系统性风险。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,384	2,419	3,028	3,942	净利润	174	115	133	191
YoY (%)	-6.1%	1.4%	25.2%	30.2%	折旧和摊销	116	16	16	16
营业成本	1,713	1,639	2,048	2,662	营运资金变动	-20	-53	-14	-8
营业税金及附加	21	17	22	30	经营活动现金流	243	40	89	130
销售费用	281	423	551	705	资本开支	-73	-79	-80	-80
管理费用	189	218	272	355	投资	416	0	0	0
财务费用	8	0	0	0	投资活动现金流	390	-16	-4	18
资产减值损失	-20	-25	-30	-30	股权募资	3	0	0	0
投资收益	64	63	76	99	债务募资	295	-141	0	0
营业利润	213	155	177	254	筹资活动现金流	-717	-141	0	0
营业外收支	0	0	0	0	现金净流量	-84	-117	85	148
利润总额	214	155	177	254					
所得税	39	40	44	64	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
净利润	174	115	133	191	<b>成长能力 (%)</b>				
归属于母公司净利润	145	103	119	172	营业收入增长率	-6.1%	1.4%	25.2%	30.2%
YoY (%)	-14.4%	-28.7%	15.5%	43.9%	净利润增长率	-14.4%	-28.7%	15.5%	43.9%
每股收益	0.06	0.05	0.05	0.07	<b>盈利能力 (%)</b>				
					毛利率	28.2%	32.3%	32.4%	32.5%
					净利率率	7.3%	4.7%	4.4%	4.8%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	总资产收益率 ROA	3.1%	2.2%	2.4%	3.2%
货币资金	1,039	922	1,006	1,155	净资产收益率 ROE	4.0%	2.8%	3.1%	4.3%
预付款项	23	22	28	36	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	125	119	149	194	流动比率	2.17	2.57	2.34	2.16
其他流动资产	538	544	650	808	速动比率	1.98	2.34	2.12	1.93
流动资产合计	1,724	1,607	1,832	2,192	现金比率	1.31	1.47	1.29	1.14
长期股权投资	856	856	856	856	资产负债率	19.5%	16.1%	18.3%	21.3%
固定资产	439	502	566	630	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	145	145	145	145	总资产周转率	0.51	0.52	0.62	0.74
非流动资产合计	2,941	3,004	3,067	3,132	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	4,665	4,611	4,900	5,324	每股收益	0.06	0.05	0.05	0.07
短期借款	141	0	0	0	每股净资产	1.57	1.61	1.67	1.74
应付账款及票据	448	429	536	696	每股经营现金流	0.11	0.02	0.04	0.06
其他流动负债	207	198	247	320	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	795	626	783	1,016	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	60	84	73	51
其他长期负债	116	116	116	116	PB	2.65	2.36	2.28	2.18
非流动负债合计	116	116	116	116					
负债合计	911	742	898	1,131					
股本	2,533	2,533	2,533	2,533					
少数股东权益	161	173	186	205					
股东权益合计	3,754	3,869	4,001	4,192					
负债和股东权益合计	4,665	4,611	4,900	5,324					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，11年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得2011-2015年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。