

成商集团

励精图治 渐入佳境

600828

增持/ 维持评级

股 价	2010/01/06
RMB24.3	

基础数据

总股本 (百万股)	203
流通 A 股 (百万股)	202
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	4830

财务数据

市净率 (X)	10.59
TRACING P/E (X)*	40.59
EPS (元)	0.4
股息率 (%)	0.00

*最近四季盈利计算。

相关研究

《3 季报点评：业绩符合预期》

2009/10/21

《积极拓展 趋势向好》2009/08/05

《远见才能卓识》2009/07/06

分析师

吴红光

+0755-82492069

wuhg@lhq.com

李珊珊

+0755-82364411

liss@lhq.com

耿邦昊

+0755-82080081

gengbh@lhq.com

经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1425.5	1207.7	1879	2490	4595
(+/-%)	5.1	19.9	31.8	32.5	84.5
归属母公司净利润(百万元)	102.3	81.3	126	165	339
(+/-%)	41.3	26.7	57.8	37.3	78.0
EPS(元)	0.50	0.40	0.62	0.81	1.67
P/E(倍)	47.4	59.7	31.6	24.1	11.7

■ 公司旗下拥有大量的优质物业,已开业门店中自有物业比例高达 70%以上,此外公司还拥有 103、208 仓库土地、杨柳桥土地、成都宾馆等地块,目前大部分物业的折旧已完成,这就意味着一旦这些资源被盘活,其潜在利润释放空间巨大。

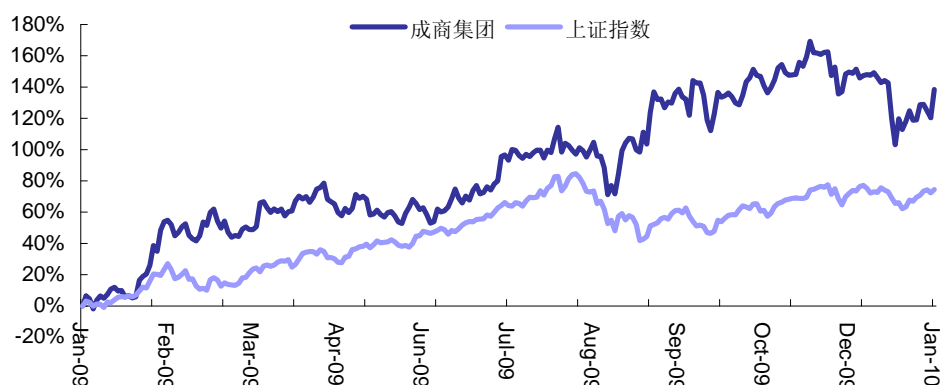
■ 无论从销售网络、单店体量、物业位置和项目储备来看,公司在四川地区拥有竞争对手无法超越的优势。随着公司区域销售网络的日趋健全和盘活潜在物业资源,公司跻身成为四川地区百货市场领导者已无悬念。

■ 茂业集团进主后带来的效益优先的价值取向和灵活的管理机制使得公司的治理结构得到很大的改善,公司门店的佣金率和综合毛利率水平快速回升。公司优质资源和茂业国际成熟的管理体制的结合,为其未来业绩的高增长埋下伏笔。

■ 在收回太平洋百货春熙路店、盐市口二期项目、九眼桥项目等外延式扩张和已有门店盈利改善推动下,我们预计公司未来 3 年收入平均增速在 48% 以上,其利润增速为 58% 以上。

■ 考虑到太平洋百货春熙路店利润贴现,我们可将公司 2009-2011 年零售主业 EPS 真实还原,分别为 1.11/1.36/1.67 元,结合 PE 和 DCF 估值,我们认为公司的合理价值应在 31-32 元左右。基于此,我们维持对公司“增持”投资评级。

最近 52 周股价表现



四川地区百货的领导者

竞争优势难以超越

在四川地区的百货零售商中，公司在网点布局、单店体量和地理位置上都拥有绝对的竞争优势。公司目前在成都市内拥有 8 家百货门店（2 家经营权尚未收回），经营面积达 15 万平米，其中的 70% 以上为公司的自有物业。另外，公司目前在四川二线城市网点分布最多，在二线城市经营面积达 7 万平方米左右，并且全部为自有物业。

从网点分布来看，目前公司基本上覆盖了市内一线和二线商圈，是唯一一个在成都两大核心商圈拥有最佳物业的公司。在春熙路商圈公司拥有太平洋百货春熙路店和春南店；在盐市口商圈公司拥有盐市口一期。公司计划将于 2010 年底收回太平洋百货春熙路店和春南店的经营权，同时盐市口二期也将于 2010 年底建成，随着这些门店的收回和建成，公司在成都地区的网络布局基本完成。

随着公司区域销售网络日趋健全和渗透力逐渐增强，其对终端的控制力将更为强大，这为公司成为区域的整合者和日后利润的高增长埋下了伏笔。

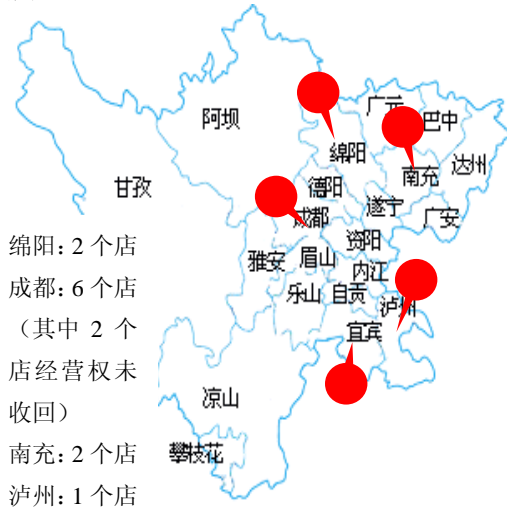
表 1：成都市区公司竞争者门店分布情况

百货门店	门店数	分布区域	门店定位
太平洋百货	1 家	春熙路、2010 年底商铺被成商回收后，计划迁往盐市口	大众消费
王府井	1 家	盐市口—春熙路商业区	大众消费
新世界	1 家	盐市口—春熙路商业区	大众消费（潮流百货）
百盛			
一时尚百盛	1 家	西大街商圈	中高档消费群体
一时代百盛	1 家	盐市口—春熙路商业区	高档消费群体
一摩尔百盛	1 家	盐市口—春熙路商业区	大众消费
北京华联	1 家	盐市口—春熙路商业区	大众消费
伊藤洋华堂	3 家	春熙路、外双楠住社区、锦江区锦华路	大众消费

数据来源：联合证券研究所整理

图 1：成商集团在四川地区百货连锁网点分布一览

四川地区



成都地区



资料来源：联合证券研究所整理

管理与资源的完美结合

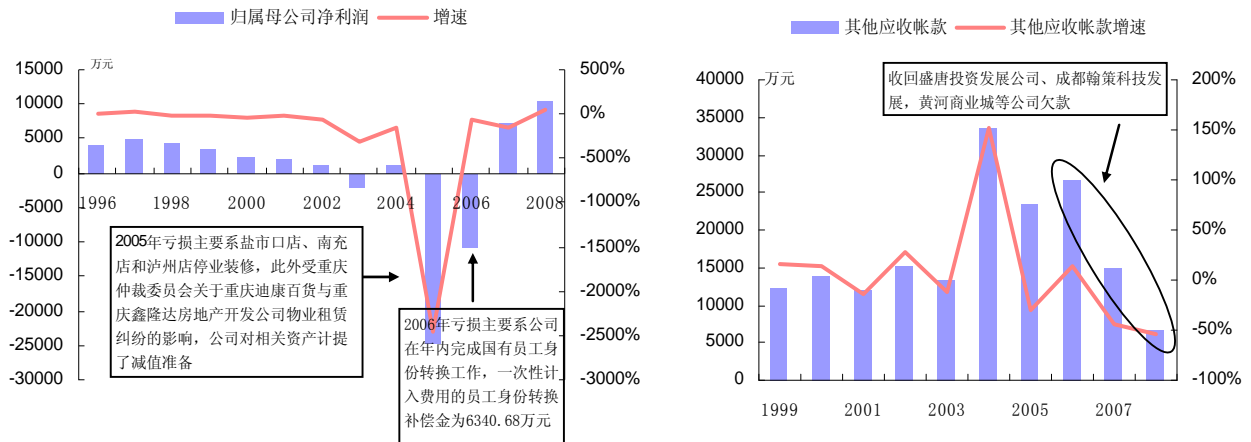
公司拥有大量的优质商业物业资源，现有商业经营面积约 16.5 万平方米，其中 72% 属于自有物业。此外公司还拥有 103、208 仓库土地面积 10 多亩，杨柳桥土地、成都宾馆等地块，这些存量资源一旦被合理利用，公司的盈利存在巨大的改善空间。

茂业入主后，经过两年多的整治，逐渐去其糟粕，将专业经营管理能力输入公司

公司的大股东茂业国际对“百货+地产”模式拥有丰富的经验，其成功地开发了深圳的东门商圈、华强北店、无锡店等。茂业优秀的管理能力和公司优质物业的结合将有利于迅速恢复公司的资产的真实盈利能力。

茂业国际于 2005 年进驻公司后，一方面通过关联交易受让劣质资产、收回历史债务、完成国有职工身份转换等多项措施改善公司治理结构；另一方面通过改善门店购物环境、重新搭建采购平台等为提升主营业务盈利能力。经过 2 年的调整，从 2007 年开始公司的佣金率和综合毛利率有了很大的回升，但与茂业店相比公司的盈利能力还存在一定的提升空间。

图 2: 茂业国际入主成商后情况



数据来源: 公司公告、联合证券研究所整理

表 2: 公司历年职工人数

年份	在册员工数 (人)	需承担费用离休职工数 (人)
2002	5285	2050
2003	5024	1912
2004	4061	493
2005	4489	437
2006	1606	126
2007	1706	19
2008	1831	17

数据来源: 公司公告、联合证券研究所整理

表 3: 茂业集团盈利能力与成商盈利能力对比

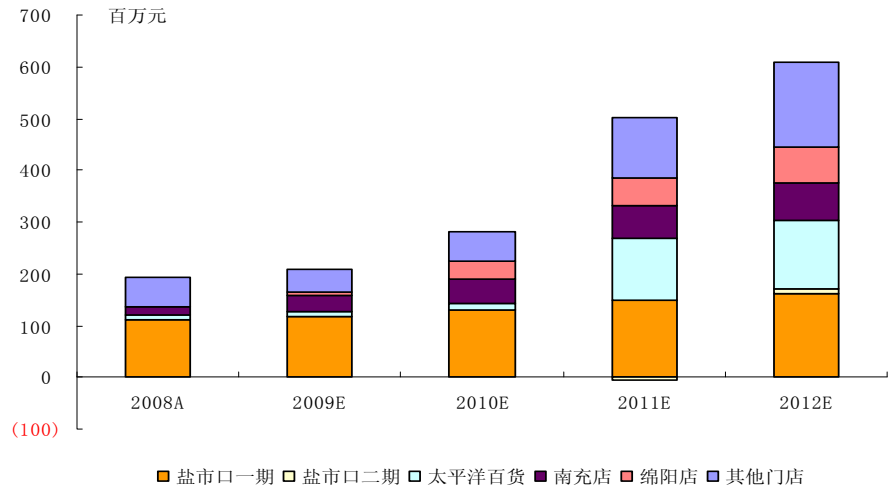
	2005	2006	2007
平均特许专柜费率(%)	20.80	20.40	20.50
其中:茂业店	20.50	21.20	21.10
成商店	10.60	17.50	18.40
综合毛利率(%)	25.80	26.40	26.70
其中:茂业店	26.00	28.50	27.90
成商店	24.70	20.50	23.00

数据来源: 茂业国际招股说明书、联合证券研究所

百货业务渐入佳境

公司目前实际下属 12 家门店, 其中成都市内 8 家、绵阳和南充地区各 2 家门店。太平洋百货春熙路店和春南路店经营权尚未收回, 预计公司未来每年将保持新增 2-3 家门店扩张速度, 其中, 2010 年-2012 年将新增盐市口二期、九眼桥店和茂业中心。在公司外延式扩张和已有门店盈利改善推动下, 我们预计公司未来 3 年收入平均增速在 48% 以上, 其利润增速为 58% 以上。

图 3：公司净利润构成



数据来源：公司年报、联合证券预测

盐市口项目

盐市口项目位于成都市中央商务区的中心，临近地铁交通枢纽中心的天府广场站，地理位置优越。其中一期项目由于开业时间较长，物业折旧已基本完成，目前的折旧是 2006 年重新装修时的资本化的装修费用，约 660 万左右。预计该门店收入同比增长约 11% 左右，全年实现销售收入约 6.1 亿。同时由于促销力度加大，09 年净利润率有所下滑，预计 09 年实现净利润为 1.2 亿元左右。

盐市口二期项目地块系公司自有土地整合临近用地，土地成本低，项目规划面积达 12 万平米，建成后将成为一个集购物中心与高档酒店式公寓为一体的综合性建筑群体。其商业部分约 6.5 万平米，将与一期打通，档次定位为中高檔，并加强配套设施一期，与一期差异化和互补，预计开业时间为 2011 年。

由于地理位置优越和较低的土地成本，二期项目建成后收益率有望高达 20%。我们预计 2011—2013 年，二期项目将分别为公司带来 500 万/2109 万/7881 万元的利润。

目前公司的绝对核心门店，对公司业绩影响较大，2009 年受经济危机影响门店净利率有一定下滑

图 4：盐市口项目地理位置和周边商业布局情况

盐市口商圈现有百货商店分布
其



盐市口项目盈利预测

单位：百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
一期项目盈利预期				
主营业务收入	550.00	627.00	725.00	797.50
综合毛利	148.50	169.29	195.75	215.33
综合毛利率	27%	27%	27%	27%
折旧摊销	6.65	6.65	6.65	6.65
水电费	9.00	9.45	9.92	10.4
人工费用	7.49	8.09	8.79	9.43
其他费用	15.36	24.65	29.39	41.72
未扣所得税前净利润	110.00	116.00	129.91	149.40
二期项目盈利预期				
商业	-	-	-	-5.0
酒店公寓	-	-	-	0
其他配套	-	-	-	0
合计	-	-	-	-5
净利润合计	110	116.0	129.9	144.5

数据来源：《盐市口二期可行性报告》、联合证券研究所预测

茂业中心

该项目计划将于 2009 年 8 月底起开工，到 2011 年 10 月底竣工结束，公司承担的投资金额为 4.28 亿元。建成后公司将拥有地下 1 层至地面 4 层裙楼面积约 6.83 万平方米的商业物业和地下 2.32 万平米的地下停车场及对应的土地权益。

按成都市政府规划，茂业中心项目所处区域天府新城未来将建成成都市的科技商务中心，目前该区域的站南片区大部分办公写字楼和酒店项目已经开工，开始进入人气提升的阶段。随着 2010 年地铁 1 号线开通，该片区集客能力有望进一步提高。而茂业中心项目正处于这个核心区的中心，将会享受到会议经济和旅游经济带来的巨大发展机遇。

我们预计该项目的启动资金约 1 亿元左右，假设公司采取银行贷款的方式获得资金，若按 6% 的年利率，分 5 年偿还，项目在建期间带来的财务费用将摊薄公司 2009-2010 年业绩为 0.03/0.02 元。2011 年建成开业后，预计该门 2011-20 年净利润为 -345.5 万/229 万/1739 万元。

但我们也不排除项目在建期间，公司会将利息资本化处理，若此，该项目短期内对公司 2009-2010 年业绩不会造成影响，但待茂业中心建成开业之际其造成一次性费用支出对 2011 年业绩将有一定幅度的摊薄。

表 5：太平洋百货春熙路店盈利预测 单位：百万元

	2008A	2009E	2010E	2011E
太平洋百货				
销售收入	800.00	880.00	986.00	1234.2
平销	34783	38261	42852	47137/15000
净利润	72.00	82.80	99.36	119.3
归属成商集团				
销售收入	26.0	26.0	26.0	1234.2
净利润	12.0	12.0	12.0	119.3
贡献 EPS	0.06	0.06	0.06	0.59

数据来源：联合证券研究所预测。注：2011 年包括原有部分和新增部分

表 6：成都王府井店盈利情况

	2007 年	2008 年
平销	约 35000 元/平米	约 40000 元/平米
净利润率	约 8%	约 10%

数据来源：联合证券研究所预测

九眼桥地产项目

公司九眼桥项目用地为公司原下属仓库用地，规划面积为 20 万平米，其中 70%为自有土地，该项目完工后将“百货+地产”的模式出现。其中，百货部分经营面积约 5 万平米左右，预计住宅可售面积约 6 万平米，总投资约 3 亿左右。该项目将于 2010 年初启动，估计 2010 年底百货部分可以正式营业，假设其地产项目于 2011 年开始进入结算期，结算期分为 3 年，售价为 6000 元/平米，预计将为公司 2011-2013 年带来 2112 万/3120 万/3446 万元的净利润增长。

表 7：九眼桥地产项目盈利预测 单位：百万元

		2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
百货业务	销售收入	50.00	150.00	195.00	224.25	246.68
	毛利	9.00	27.00	39.00	44.85	49.34
	净利润	-15.33	-8.88	1.20	4.46	6.73
住宅销售 (假设房价为 6000 元/平米)	销售收入	-	120.00	120.00	120.00	-
	毛利	-	48.00	48.00	48.00	-
	净利润	-	30.00	30.00	30.00	-
住宅销售 (假设房价为 6500 元/平米)	销售收入	-	130.00	130.00	130.00	-
	毛利	-	52.00	52.00	52.00	-
	净利润	-	32.50	32.50	32.50	-
住宅销售 (假设房价为 7000 元/平米)	销售收入	-	140.00	140.00	140.00	-
	毛利	-	56.00	56.00	56.00	-
	净利润	-	35.00	35.00	35.00	-
住宅销售 (假设房价为 7500 元/平米)	销售收入	-	150.00	150.00	150.00	-
	毛利	-	60.00	60.00	60.00	-
	净利润	-	37.50	37.50	37.50	-

数据来源：联合证券研究所预测

绵阳地区

绵阳是国家重要的国防军工、科研生产和人才基地，目前绵阳境内拥有独立科研院所 43 家，博士后流动工作站 5 个，18 个重要国防科研单位和数十个高科技企业，各类专业技术人才 17 万人。据了解未来中油集团旗下约 10 万人左右的

机车组也将在绵阳落户。

这些研科院带来巨大的团购需求，我们估计未来绵阳地区的团购市场规模可达到 9 亿元以上，这有望成为绵阳分公司未来盈利增长的亮点之一。公司正通过加大宣传促销和在会员卡设计上做到省内互动和门店互通以吸引更多得团购消费者，目前公司的团购销售已占其销售总额的 5% 左右。

绵阳分公司下属 2 个门店位置都地处绵阳地区黄金商业地段，兴达店更是目前绵阳销售品种最全、体量最大、购物环境最好的门店，预计该店 09 年销售收入为 1.3 亿元左右。临园店仍在进行品牌调整，目前品牌结构已较调整前有了很大的突破，其中百货部和鞋类较去年同期增长 40% 左右，预计 09 年全年临园店销售收入有望达到 1 亿元左右。

09 年上半年绵阳分公司经营毛利率在 19%-20% 左右，综合毛利率（后台租金）约 25%，2009 年净利润为 979 万元左右。

科目	门店	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	临园店	70	100	135	175.5
	兴达店	30	130	290	377
综合毛利率 (%)	临园店	30%	23%	23%	23%
	兴达店	28%	25%	25%	26%
运营费用(百万元)	水电费	3.00	6.00	6.00	6.00
	人工成本	3.60	3.71	4.08	4.49
	折旧摊销	6.00	12.00	15.00	15.00
	其它	0.00	11.00	21.40	25.56
财务费用(百万元)		15.00	12.00	12.00	12.00
所得税率 (%)		0.00%	0.00%	25.00%	25.00%
净利润(百万元)		1.80	9.79	33.80	53.67
贡献 EPS (元)		0.01	0.05	0.17	0.26

资料来源：联合证券研究所估算

南充地区

公司目前在南充有两个店即五星店和模范街店，公司门店所在区域的竞争环境缓和，无论是从物业位置、营业面积还是销售规模等各类指标相比，公司都处于领导地位，区域市场控制力极强。

公司的家电销售对公司利润贡献占比 30% 左右，其销售收入占当地家电市场的 40%，且市场份额继续呈上升趋势。公司计划于 2010 年将川东地区部分家电代理权拿到，届时公司的家电收入将登上新的台阶，这将是公司 2010 年南充地区收入大幅增长的主要动力。公司计划南充地区零售业务销售收入将超过 8 亿，但基于保守，我们预计 2010 年收入约 5 个亿左右，利润 2300 万左右。

表 9：南充店盈利预测

科目	门店	2008A	2009E	2010E	2011E
收入 (百万)	五星店	215.00	247.25	296.7	323.4
	模范街店	10.00	120.00	156.00	187.2
综合毛利率 (%)	五星店	19%	20%	20%	20%
	模范街店	19%	20%	20%	20%
运营费用 (百万)	水电费	11.0	11.0	11.88	12.47
	人工成本	3.0	5.76	6.34	6.97
	折旧摊销	12.0	12.0	12.0	12.0
	其它	3.64	13.40	14.02	14.55
财务费用 (百万)		2.5	2.5	2.5	2.5
净利润 (百万)		13.61	28.79	48.33	62.22
贡献 EPS (元)		0.07	0.14	0.23	0.30

数据来源：联合证券研究所预测

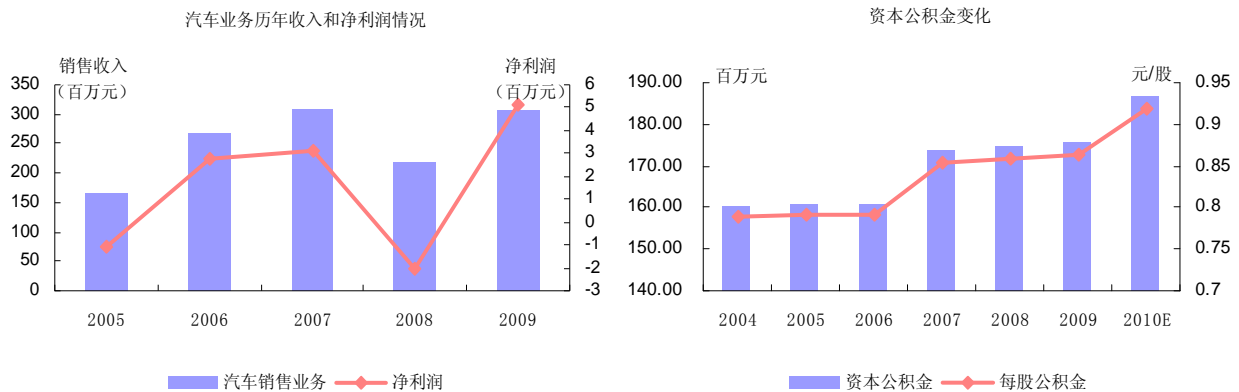
副业逐渐退出公司视野

出售汽车业务, 理顺
主业、增厚每股公积

除百货零售业务外, 公司旗下还拥有有 100%成都成商联合汽车联合品牌专卖店、30%新世纪有线电视网络的股权和成都宾馆。但为了更加专注于主业经营, 公司正择机逐渐剥离这几项业务。

2010 年 1 月公司的汽车业务以溢价 1100 万出售给吕志勇和涂彬, 公司预计当期将获得 1700 万的投资收益。此次出售完成后, 预计将分别增厚当年 EPS 和每股公积金约 0.05 元。但基于保守考虑, 我们暂不调整 EPS。

图 6：汽车业务情况及出售后对资本公积金影响



数据来源：万德、联合证券研究所整理

公司估值假设

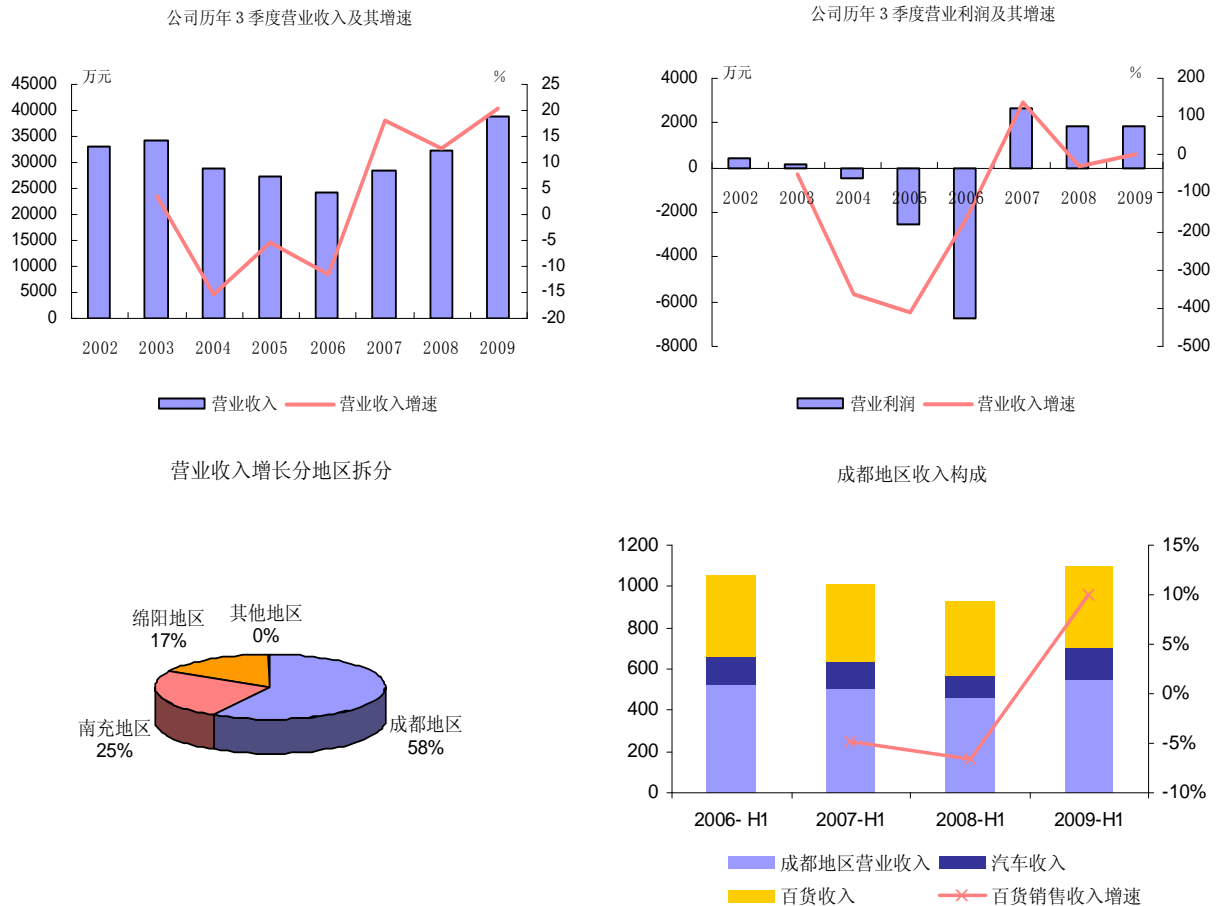
公司 1-9 月份实现营业收入 12.1 亿元, 比上年同期增长 19.94%; 实现归属母公司净利润 8125.2 万元, 较去年同期增长 28%。其中 3 季度单季实现营业收入 3.98 亿元, 同比增长 20.5%, 实现营业利润 1854.2 元, 同比增长 1.75%。3 季度单季度经营状况将上半年出现明显好转。

分地区来看, 公司 2009 年销售收入增长主要来源于成都地区和绵阳地区, 而成都地区主营收入增长主要来源于汽车业务销售同比增长 42%, 若剔除销售收入我们预计 2009 年成都地区百货业务销售收入同比增长约 10%左右。此外, 绵

阳地区和南充地区由于新开南充模范街店和绵阳兴达店，销售收入也呈现较快的增长。预计绵阳地区和南充地区销售收入同比增长 100%和 63%。

公司费用控制良好，3 季度销售费用率基本维持在去年 10.8% 的水平，管理费用率出现明显下降，从 08 年 3 季度的 3.17% 下降至 1.78%。

图 7：公司 1-9 月经营状况



数据来源：天软咨询、联合证券研究所整理

还原公司的真实价值

目前 A 股百货行业平均 PE 为 36 倍，考虑到下半年经济的不确定性仍然存在，我们认为给予 2010 年 30 倍 PE 较为合理。公司 1 月 6 日的收盘价格为 24.3 元，相对应 2010 年 PE 为 31 倍，公司估值偏高。但如果考虑到公司后续业绩爆发式增长和其增长的确定性，我们认为公司已具备长期投资价值。

此外，太平洋百货春熙路的经营权于 2010 年底收回已无悬念，收回后该店的实际收入可达到 13 亿以上，净利润为 1.2-1.4 亿元，如果按 30 倍 PE 计算，其价值为 36.0 亿元，若按 10% 的贴现率，该门店的现值为 30 亿元。

但目前我们在考虑公司 2009-2010 年收入和利润时，仅仅计算了其年 2600 万租金收入和 1200 万的租金净利润，以此简单测算，则该门店价值仅为 3.6 亿元，相比下少计算了 26.4 亿元。如果评估公司时忽略该因素，将严重低估公司的内在价值，我们认为较为科学的估值方法是将太平洋百货春熙店的业绩贴现回来，

只有这样才能对公司价值存在客观判断。

若将太平洋百货店的利润贴现，公司 2009-2010 年的 EPS 为 1.11/1.36 元，公司 2009-2010 年真实 PE 则分别为 16.9 倍和 13.9 倍，远低于目前百货股平均估值水平。即使不考虑公司的高成长性，仅按照目前行业平均 30 倍 PE 测算，其合理估值也应在 30 元以上。

表 10：考虑贴现前后公司估值对比

项目	贴现还原前			贴现还原后		
	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
EPS (元)	0.62	0.81	1.67	1.11	1.36	1.67
对应 P E (倍)	30.3	23.2	11.3	16.9	13.8	11.3
P E 估值	18.6	24.3	50.1	33.3	40.8	50.1

数据来源：联合证券研究所预测

注：PE 估值按行业平均 30 倍 PE 来测算

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	320	550	571	1090	营业收入	1426	1828	2108	4102
现金	66	127	97	190	营业成本	1101	1424	1584	3073
应收账款	6	21	23	43	营业税金及附加	23	30	35	67
其它应收款	68	211	243	469	营业费用	140	179	202	386
预付账款	50	50	52	95	管理费用	46	55	61	111
存货	129	141	154	292	财务费用	32	38	69	92
其他	1	2	1	2	资产减值损失	3	0	0	0
非流动资产	1144	1806	2281	2657	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	197	197	155	137	投资净收益	29	20	27	10
固定资产	427	986	1454	1812	营业利润	109	122	184	383
无形资产	358	374	386	397	营业外收入	7	30	4	4
其他	162	249	286	311	营业外支出	1	8	1	1
资产总计	1463	2356	2852	3747	利润总额	115	144	187	386
流动负债	908	1114	1485	2125	所得税	14	17	23	47
短期借款	141	0	450	793	净利润	101	127	165	340
应付账款	256	377	411	782	少数股东损益	-1	-0	0	0
其他	511	738	624	550	归属母公司净利润	102	127	165	340
非流动负债	160	720	671	643	EBITDA	180	218	349	595
长期借款	160	720	670	620	EPS (元)	0.50	0.62	0.81	1.67
其他	0	0	1	23					
负债合计	1068	1834	2155	2745	主要财务比率				
少数股东权益	18	18	18	18	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	203	203	203	203	成长能力				
资本公积	174	174	185	185	营业收入	5.1%	28.2%	15.4%	94.6%
留存收益	-1	126	290	595	营业利润	0.0%	11.7%	51.2%	102.7%
归属母公司股东权益	377	503	679	984	归属于母公司净利润	41.3%	23.7%	30.1%	101.0%
负债和股东权益	1463	2356	2852	3747	获利能力				
					毛利率	22.8%	22.1%	24.9%	25.1%
现金流量表					净利率	7.2%	6.9%	7.8%	8.1%
					ROE	27.2%	25.2%	24.3%	33.7%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	30.0%	15.3%	14.0%	19.4%
经营活动现金流	342	373	181	413	偿债能力				
净利润	101	127	165	340	资产负债率	73.0%	77.9%	75.6%	73.3%
折旧摊销	39	58	96	129	净负债比率	30.04%	41.25%	53.66%	52.82%
财务费用	32	38	69	94	流动比率	0.35	0.49	0.38	0.51
投资损失	-29	-20	-27	-10	速动比率	0.21	0.37	0.28	0.38
营运资金变动	181	192	-136	-187	营运能力				
其它	17	-22	16	47	总资产周转率	1.05	0.96	0.81	1.24
投资活动现金流	-277	-708	-553	-494	应收账款周转率	46	74	91	118
资本支出	333	700	600	500	应付账款周转率	4.94	4.50	4.02	5.15
长期投资	0	1	-42	-18	每股指标 (元)				
其他	56	-7	5	-12	每股收益 (最新摊薄)	0.50	0.62	0.81	1.63
筹资活动现金流	-70	396	343	170	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.69	1.83	0.89	2.03
短期借款	-105	-141	450	343	每股净资产 (最新摊薄)	1.85	2.48	3.34	4.84
长期借款	-20	560	-50	-50	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	38.86	31.43	24.15	12.01
资本公积增加	1	0	11	0	P/B	10.56	7.91	5.86	4.04
其他	54	-23	-68	-123	EV/EBITDA	28	23	14	8
现金净增加额	-5	61	-28	89					

数据来源: 联合证券研究所。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们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。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。