雅 戈 尔 (600177.SH)　服装行业

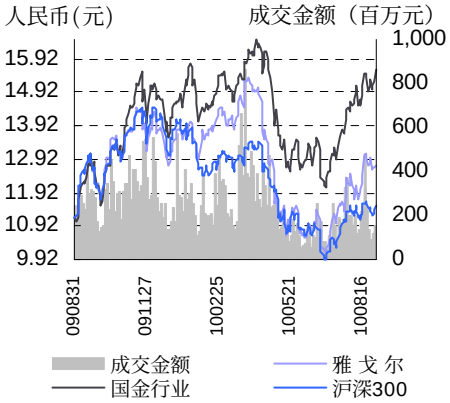
评级：买入　维持评级　　**业绩点评**

市价（人民币）：12.74 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,608.92
总市值(百万元)	28,367.03
年内股价最高最低(元)	15.34/10.08
沪深 300 指数	2915.01
上证指数	2652.66



相关报告

1.《09 年年报点评》，2010.3.23

2.《09 年中报点评》，2009.8.30

2010 年中报点评

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.711	1.466	1.457	1.622	1.790
每股净资产(元)	4.05	6.48	7.85	9.34	11.00
每股经营性现金流(元)	0.74	0.53	0.68	0.82	0.52
市盈率(倍)	10.14	9.90	8.74	7.86	7.12
行业优化市盈率(倍)	13.79	27.78	27.78	27.78	27.78
净利润增长率(%)	-36.05%	106.16%	-0.58%	11.27%	10.40%
净资产收益率(%)	17.57%	22.61%	18.57%	17.36%	16.27%
总股本(百万股)	2,226.61	2,226.61	2,226.61	2,226.61	2,226.61

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司公布中报，实现收入 53.52 亿元、净利润 5.81 亿元，分别同比下降 6.87%和 59%，每股收益 0.26 元。

经营分析

- **房地产业务确认收入下降**：上半年公司房地产预售订购金额 55.46 亿元，同比增长 49.4%。不过上半年仅确认苏州未来城三四期，实现收入 16.91 亿元，同比下降 26.8%，同时毛利率降低 2.09 个百分点；
- **投资收益大幅减少**：上半年实现投资收益 3.07 亿元，较去年同期的 9.98 亿元大幅降低，同时由于股市下跌，导致可供出售金融资产的公允价值减少 7361 万元；
- **国内服装业务保持增长**：品牌服装业务实现收入同比增长 7.12%，利润总额同比增长 34.27%。

盈利调整

- 公司主要利润来自于投资收益和房地产业务，这两块业务主要特点在于收益确认的时间难以相对准确预期，因此在假定房地产业务同比增长 30%，投资收益基本稳定的前提下，我们仍维持原有业绩预期不变，即 10-12 年分别实现净利润 32.45 亿元、36.11 亿元和 39.86 亿元，10 年基本与 09 年持平，11 年－12 年分别同比增长 11.27%和 10.4%，EPS 分别为 1.457 元、1.622 元、1.79 元。

投资建议

- 我们依然认可公司的发展战略：
  - 公司将股权投资业务作为重中之重可以充分利用已有的实业和金融资源，无疑是正确的决策；
  - 公司地处江浙，房地产市场发达，涉足房产无疑也是发挥长处之举；
  - 纺织服装业务能够创造大量现金流，未来无论出口还是内销都将保持增长，也是公司的基本业务类型，公司继续坚持是必然选择；
  - 中国的纺织服装企业发展壮大后，无一例外都面临产业转型升级的难题，公司多元化发展对实体经济和金融市场都是一个启示。
- 市场一直困惑于公司的多业务模式，过分纠缠于各业务的具体业绩，难以对其进行普遍认可的估值。我们一直给予公司买入投资建议，认为公司既有趋势投资价值也有长期投资价值。

张斌　分析师 SAC 执业编号：S1130206080208
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

敬请参阅最后一页特别声明

图表1：公司产品盈利预测

项　目	2002	2003	2004	2005	2006	1H07	2007	1H08	2008	1H09	2009E	1H10	2010E	2011E	2012E
西服															
销售收入（百万元）	734.44	704.58	671.17	835.72	865.54	484.61	985.68	486.45	1,068.24	517.14	1,116.25	660.93	1,205.55	1,326.11	1,458.72
增长率（YOY）	7.00%	-4.07%	-4.74%	24.52%	3.57%		*13.88%*	*0.38%*	*8.38%*	*6.31%*	*4.49%*	*27.80%*	*8.00%*	*10.00%*	*10.00%*
毛利率	52.94%	45.91%	50.94%	49.81%	50.52%	51.08%	48.54%	59.59%	51.45%	59.64%	52.37%	49.15%	51.00%	50.00%	50.00%
销售成本（百万元）	345.6	381.1	329.3	419.4	428.3	237.07	507.23	196.57	518.63	208.72	531.67	336.08	590.72	663.05	729.36
增长率（YOY）	2.61%	10.27%	-13.60%	27.39%	2.10%		*18.44%*	*-17.08%*	*2.25%*	*6.18%*	*2.51%*	*61.02%*	*11.11%*	*12.24%*	*10.00%*
毛利（百万元）	388.8	323.5	341.9	416.3	437.3	247.54	478.45	289.88	549.61	308.42	584.58	324.85	614.83	663.05	729.36
增长率（YOY）	11.22%	-16.80%	5.69%	21.76%	5.05%		*9.42%*	*17.10%*	*14.87%*	*6.40%*	*6.36%*	*5.33%*	*5.17%*	*7.84%*	*10.00%*
占总销售额比重	31.47%	27.60%	16.68%	18.43%	14.67%	14.15%	14.01%	8.93%	9.91%	9.23%	9.21%	12.70%	8.62%	8.13%	7.55%
占主营业务利润比重	37.94%	32.98%	23.08%	24.10%	20.07%	19.21%	19.19%	13.70%	14.22%	16.49%	12.50%	19.78%	12.04%	11.39%	10.85%
衬衫															
销售收入（百万元）	540.30	532.02	591.29	646.66	869.94	471.75	1,146.19	1,463.80	3,125.16	1,189.04	2,462.88	1,118.10	2,339.74	2,339.74	2,456.72
增长率（YOY）	0.11%	-1.53%	11.14%	9.36%	34.53%		*31.76%*	*210.29%*	*172.66%*	*-18.77%*	*-21.19%*	*-5.97%*	*-5.00%*	*0.00%*	*5.00%*
毛利率	50.41%	45.19%	49.12%	49.89%	50.23%	52.93%	47.42%	28.33%	26.26%	31.88%	29.37%	34.11%	29.00%	29.00%	29.00%
销售成本（百万元）	267.9	291.6	300.8	324.0	433.0	222.05	602.67	1,049.11	2,304.49	810.01	1,739.53	736.72	1,661.21	1,661.21	1,744.27
增长率（YOY）	-2.08%	8.83%	3.17%	7.71%	33.62%		*39.19%*	*372.46%*	*282.38%*	*-22.79%*	*-24.52%*	*-9.05%*	*-4.50%*	*0.00%*	*5.00%*
毛利（百万元）	272.4	240.4	290.4	322.6	437.0	249.70	543.52	414.69	820.67	379.03	723.35	381.38	678.52	678.52	712.45
增长率（YOY）	2.36%	-11.73%	20.81%	11.08%	35.44%		*24.38%*	*66.08%*	*50.99%*	*-8.60%*	*-11.86%*	*0.62%*	*-6.20%*	*0.00%*	*5.00%*
占总销售额比重	23.15%	20.84%	14.70%	14.26%	14.75%	13.78%	16.30%	26.87%	28.99%	21.23%	20.33%	21.48%	16.72%	14.35%	12.71%
占主营业务利润比重	26.57%	24.51%	19.61%	18.68%	20.05%	19.37%	21.80%	19.60%	21.23%	20.26%	15.46%	23.22%	13.29%	11.66%	10.60%
其它服装															
销售收入（百万元）	508.23	588.83	607.14	621.76	728.38	427.85	888.81	837.46	1,736.81	982.39	1,947.48	1,058.83	2,239.60	2,687.52	3,225.02
增长率（YOY）	13.03%	15.86%	3.11%	2.41%	17.15%		*22.03%*	*95.74%*	*95.41%*	*17.31%*	*12.13%*	*7.78%*	*15.00%*	*20.00%*	*20.00%*
毛利率	33.57%	20.77%	25.52%	30.65%	30.23%	34.31%	34.34%	30.77%	30.55%	35.70%	33.66%	33.13%	32.00%	32.00%	32.00%
销售成本（百万元）	337.6	466.5	452.2	431.2	508.2	281.07	583.55	579.77	1,206.29	631.68	1,292.00	708.04	1,522.93	1,827.51	2,193.01
增长率（YOY）	-0.74%	38.19%	-3.07%	-4.64%	17.86%		*14.83%*	*106.27%*	*106.72%*	*8.95%*	*7.10%*	*12.09%*	*17.87%*	*20.00%*	*20.00%*
毛利（百万元）	170.6	122.3	154.9	190.6	220.2	146.78	305.26	257.69	530.51	350.71	655.48	350.79	716.67	860.01	1,032.01
增长率（YOY）	55.81%	-28.32%	26.69%	22.98%	15.55%		*38.65%*	*75.56%*	*73.79%*	*36.10%*	*23.56%*	*0.02%*	*9.34%*	*20.00%*	*20.00%*
占总销售额比重	21.78%	23.07%	15.09%	13.71%	12.35%	12.49%	12.64%	15.37%	16.11%	17.54%	16.07%	20.34%	16.01%	16.48%	16.68%
占主营业务利润比重	16.65%	12.47%	10.46%	11.03%	10.10%	11.39%	12.24%	12.18%	13.72%	18.75%	14.01%	21.36%	14.04%	14.77%	15.35%
纺织业															
销售收入（百万元）		52.19	349.39	806.78	1,205.28	867.88	1,644.61	577.43	1,220.38	509.13	1,236.21	603.53	1,298.02	1,362.92	1,499.21
增长率（YOY）			569.52%	130.91%	49.39%		*36.45%*	*-33.47%*	*-25.79%*	*-11.83%*	*1.30%*	*18.54%*	*5.00%*	*5.00%*	*10.00%*
毛利率		9.48%	20.24%	19.11%	20.77%	19.01%	22.99%	28.31%	26.39%	14.87%	31.37%	10.71%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本（百万元）		47.2	278.7	652.6	954.9	702.90	1,266.58	413.95	898.34	433.42	848.42	538.89	908.61	954.05	1,049.45
增长率（YOY）			489.95%	134.17%	46.32%		*32.64%*	*-41.11%*	*-29.07%*	*4.70%*	*-5.56%*	*24.33%*	*7.09%*	*5.00%*	*10.00%*
毛利（百万元）		4.9	70.7	154.2	250.4	164.98	378.03	163.48	322.04	75.71	387.79	64.64	389.41	408.88	449.76
增长率（YOY）			1329%	118.06%	62.41%		*50.97%*	*-0.91%*	*-14.81%*	*-53.69%*	*20.42%*	*-14.62%*	*0.42%*	*5.00%*	*10.00%*
占总销售额比重		2.04%	8.68%	17.79%	20.43%	25.34%	23.38%	10.60%	11.32%	9.09%	10.20%	11.60%	9.28%	8.36%	7.75%
占主营业务利润比重		0.50%	4.77%	8.92%	11.49%	12.80%	15.16%	7.73%	8.33%	4.05%	8.29%	3.94%	7.63%	7.02%	6.69%
房地产															
销售收入（百万元）	550.5	674.8	1689.3	1427.2	2032.7	1082.9	2185.1	2011.3	3466.3	2308.5	5175.4	1690.6	6728.1	8410.1	10512.6
增长率（YOY）		13.56%	162.21%	-15.52%	*42.43%*		*7.50%*	*85.73%*	*58.64%*	*14.78%*	*49.31%*	*-26.77%*	*30.00%*	*25.00%*	*25.00%*
毛利率	35.08%	42.95%	36.41%	43.90%	40.00%	43.86%	35.62%	49.55%	47.21%	32.37%	44.65%	30.28%	40.00%	38.00%	36.00%
销售成本（百万元）	357.4	385.0	1074.3	800.7	1219.7	607.9	1406.8	1014.7	1829.9	1561.2	2864.6	1178.7	4036.8	5214.2	6728.1
增长率（YOY）		1.65%	190.21%	-25.47%	*52.33%*		*15.34%*	*66.90%*	*30.08%*	*53.87%*	*56.55%*	*-24.50%*	*40.92%*	*29.17%*	*29.03%*
毛利（百万元）	193.1	289.8	615.0	626.5	813.0	475.0	778.3	996.6	1636.5	747.3	2310.8	511.9	2691.2	3195.8	3784.5
增长率（YOY）		36.42%	122.15%	1.87%	*29.77%*		*-4.26%*	*109.82%*	*110.25%*	*-25.01%*	*41.21%*	*-31.50%*	*16.46%*	*18.75%*	*18.42%*
占总销售额比重	23.59%	26.44%	41.99%	31.48%	34.46%	31.62%	31.07%	36.92%	32.15%	41.22%	42.72%	32.48%	48.09%	51.58%	54.38%
占主营业务利润比重	18.84%	29.54%	41.52%	36.27%	37.31%	36.85%	31.21%	47.11%	42.33%	39.94%	49.40%	31.17%	52.72%	54.90%	56.30%
电力热力															
销售收入（百万元）			114.76	195.98	196.97	89.28	182.80	71.40	163.30	94.10	177.10	72.49	180.00	180.00	180.00
增长率（YOY）				70.78%	0.50%		*-7.19%*	*-20.03%*	*-10.67%*	*31.80%*	*8.45%*	*-22.97%*	*1.64%*	*0.00%*	*0.00%*
毛利率			7.26%	8.87%	10.72%	5.48%	5.56%	-9.64%	3.82%	10.29%	8.64%	11.93%	8.00%	8.00%	8.00%
销售成本（百万元）			106.4	178.6	175.8	84.39	172.64	78.28	157.06	84.42	161.79	63.84	165.60	165.60	165.60
增长率（YOY）				67.81%	-1.55%		*-1.82%*	*-7.24%*	*-9.02%*	*7.84%*	*3.01%*	*-24.37%*	*2.35%*	*0.00%*	*0.00%*
毛利（百万元）			8.3	17.4	21.1	4.89	10.16	-6.88	6.24	9.69	15.31	8.65	14.40	14.40	14.40
增长率（YOY）				108.71%	21.55%		*-51.89%*	*-240.70%*	*-38.62%*	*-240.78%*	*145.47%*	*-10.70%*	*-5.94%*	*0.00%*	*0.00%*
占总销售额比重			2.85%	4.32%	3.34%	2.61%	2.60%	1.31%	1.51%	1.68%	1.46%	1.39%	1.29%	1.10%	0.93%
占主营业务利润比重			0.56%	1.01%	0.97%	0.38%	0.41%	-0.33%	0.16%	0.52%	0.33%	0.53%	0.28%	0.25%	0.21%
销售总收入（百万元）	**2333.47**	**2552.42**	**4023.05**	**4534.11**	**5898.80**	**3424.28**	**7033.18**	**5447.79**	**10780.22**	**5600.35**	**12115.35**	**5204.49**	**13990.97**	**16306.36**	**19332.27**
销售总成本（百万元）	**1308.57**	**1571.49**	**2541.75**	**2806.61**	**3719.87**	**2135.43**	**4539.43**	**3332.36**	**6914.70**	**3729.48**	**7438.01**	**3562.26**	**8885.91**	**10485.67**	**12609.76**
毛利（百万元）	**1024.90**	**980.93**	**1481.30**	**1727.50**	**2178.93**	**1288.85**	**2493.75**	**2115.43**	**3865.52**	**1870.86**	**4677.34**	**1642.23**	**5105.06**	**5820.69**	**6722.51**
平均毛利率	**43.92%**	**38.43%**	**36.82%**	**38.10%**	**36.94%**	**37.64%**	**35.46%**	**38.83%**	**35.86%**	**33.41%**	**38.61%**	**31.55%**	**36.49%**	**35.70%**	**34.77%**

来源：国金证券研究所

图表2：公司报表摘要

损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	**7,034**	**10,780**	**12,279**	**13,991**	**16,306**	**19,332**
增长率		*53.3%*	*13.9%*	*13.9%*	*16.5%*	*18.6%*
主营业务成本	-4,539	-6,915	-7,563	-8,886	-10,486	-12,610
% 销售收入	*64.5%*	*64.1%*	*61.6%*	*63.5%*	*64.3%*	*65.2%*
毛利	2,494	3,866	4,716	5,105	5,821	6,723
% 销售收入	*35.5%*	*35.9%*	*38.4%*	*36.5%*	*35.7%*	*34.8%*
营业税金及附加	-152	-255	-350	-437	-531	-650
% 销售收入	*2.2%*	*2.4%*	*2.9%*	*3.1%*	*3.3%*	*3.4%*
营业费用	-782	-978	-1,098	-1,259	-1,468	-1,740
% 销售收入	*11.1%*	*9.1%*	*8.9%*	*9.0%*	*9.0%*	*9.0%*
管理费用	-551	-801	-813	-923	-1,076	-1,276
% 销售收入	*7.8%*	*7.4%*	*6.6%*	*6.6%*	*6.6%*	*6.6%*
息税前利润（EBIT）	1,010	1,832	2,454	2,486	2,746	3,057
% 销售收入	*14.4%*	*17.0%*	*20.0%*	*17.8%*	*16.8%*	*15.8%*
财务费用	-100	-451	-301	-644	-481	-349
% 销售收入	*1.4%*	*4.2%*	*2.5%*	*4.6%*	*2.9%*	*1.8%*
资产减值损失	-22	-1,408	-28	-8	-1	-2
公允价值变动收益	1	-1	35	0	0	0
投资收益	2,754	2,222	1,979	2,000	2,000	2,000
% 税前利润	*74.6%*	*93.6%*	*48.3%*	*52.2%*	*46.9%*	*42.5%*
营业利润	3,643	2,193	4,140	3,834	4,264	4,706
营业利润率	*51.8%*	*20.3%*	*33.7%*	*27.4%*	*26.2%*	*24.3%*
营业外收支	48	182	-42	0	0	0
税前利润	**3,691**	**2,375**	**4,098**	**3,834**	**4,264**	**4,706**
利润率	*52.5%*	*22.0%*	*33.4%*	*27.4%*	*26.2%*	*24.3%*
所得税	-1,041	-584	-603	-575	-640	-706
所得税率	*28.2%*	*24.6%*	*14.7%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*
净利润	2,651	1,792	3,494	3,259	3,625	4,000
少数股东损益	175	208	230	14	14	14
归属于母公司的净	**2,476**	**1,583**	**3,264**	**3,245**	**3,611**	**3,986**
净利率	*35.2%*	*14.7%*	*26.6%*	*23.2%*	*22.1%*	*20.6%*

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	2,476	1,792	3,264	3,259	3,625	4,000
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	350	1,823	488	454	483	528
非经营收益	-2,664	-1,831	-1,707	-3,445	-1,485	-1,609
营运资金变动	3,387	-930	-874	1,254	-795	-1,762
经营活动现金净流	**3,548**	**853**	**1,171**	**1,522**	**1,827**	**1,157**
资本开支	-3,896	-4,158	-628	-238	-509	-510
投资	-1,479	2,125	-1,986	-1	0	0
其他	-82	-733	-378	2,000	2,000	2,000
投资活动现金净流	**-5,457**	**-2,766**	**-2,993**	**1,761**	**1,491**	**1,490**
股权募资	61	59	0	0	0	0
债权募资	4,229	4,465	1,454	-3,290	-2,214	-1,567
其他	-1,025	-1,633	-1,510	-596	-804	-680
筹资活动现金净流	**3,265**	**2,891**	**-57**	**-3,886**	**-3,018**	**-2,247**
现金净流量	**1,357**	**977**	**-1,878**	**-603**	**300**	**400**

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	2,193	3,983	2,103	1,500	1,800	2,200
应收款项	641	1,439	2,007	1,769	2,062	2,445
存货	7,370	13,335	18,257	15,824	17,237	20,728
其他流动资产	3,395	1,648	1,327	1,384	1,472	1,589
流动资产	13,599	20,405	23,694	20,477	22,571	26,962
% 总资产	*38.5%*	*64.5%*	*56.5%*	*53.3%*	*55.7%*	*60.0%*
长期投资	17,386	5,824	12,647	12,648	12,647	12,647
固定资产	4,042	4,877	5,046	4,916	4,950	4,938
% 总资产	*11.4%*	*15.4%*	*12.0%*	*12.8%*	*12.2%*	*11.0%*
无形资产	311	454	443	363	358	354
非流动资产	21,746	11,227	18,240	17,929	17,957	17,940
% 总资产	*61.5%*	*35.5%*	*43.5%*	*46.7%*	*44.3%*	*40.0%*
资产总计	**35,344**	**31,632**	**41,934**	**38,406**	**40,527**	**44,902**
短期借款	6,140	8,343	8,656	5,367	3,153	1,586
应付款项	6,749	7,454	9,807	10,176	11,077	13,178
其他流动负债	846	2,050	2,277	846	944	1,075
流动负债	13,736	17,848	20,741	16,389	15,175	15,838
长期贷款	1,934	2,335	3,389	3,389	3,389	3,390
其他长期负债	3,102	1,542	2,231	0	0	0
负债	**18,772**	**21,724**	**26,361**	**19,778**	**18,564**	**19,228**
普通股股东权益	15,735	9,011	14,435	17,475	20,796	24,493
少数股东权益	838	896	1,139	1,153	1,167	1,181
负债股东权益合计	**35,344**	**31,632**	**41,934**	**38,406**	**40,527**	**44,902**

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	1.112	0.711	1.466	1.457	1.622	1.790
每股净资产	7.067	4.047	6.483	7.848	9.340	11.000
每股经营现金净流	1.672	0.740	0.532	0.683	0.821	0.520
每股股利	0.500	0.300	0.550	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	15.73%	17.57%	22.61%	18.57%	17.36%	16.27%
总资产收益率	7.00%	5.01%	7.78%	8.45%	8.91%	8.88%
投入资本收益率	2.62%	6.25%	7.01%	7.72%	8.19%	8.48%
增长率						
主营业务收入增长率	17.71%	53.26%	13.90%	13.95%	16.55%	18.56%
EBIT增长率	-4.12%	81.35%	33.97%	1.27%	10.48%	11.31%
净利润增长率	227.91%	-36.05%	106.16%	-0.58%	11.27%	10.40%
总资产增长率	167.82%	-10.50%	32.57%	-8.41%	5.52%	10.79%
资产管理能力						
应收账款周转天数	22.4	21.2	21.7	21.0	21.0	21.0
存货周转天数	516.0	546.5	762.3	650.0	600.0	600.0
应付账款周转天数	30.8	29.2	27.4	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	191.3	152.6	137.8	117.6	101.6	85.5
偿债能力						
净负债/股东权益	35.47%	67.57%	58.11%	34.16%	17.53%	7.33%
EBIT利息保障倍数	10.1	4.1	8.2	3.9	5.7	8.8
资产负债率	53.11%	68.68%	62.86%	51.50%	45.81%	42.82%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	5	6	10
买入	0	0	0	1	6
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	**0**	**1.00**	**1.00**	**1.08**	**1.24**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得 1 分，为“买入”得 2 分，为“持有”得 3 分，为“减持”得 4 分，为“卖出”得 5 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

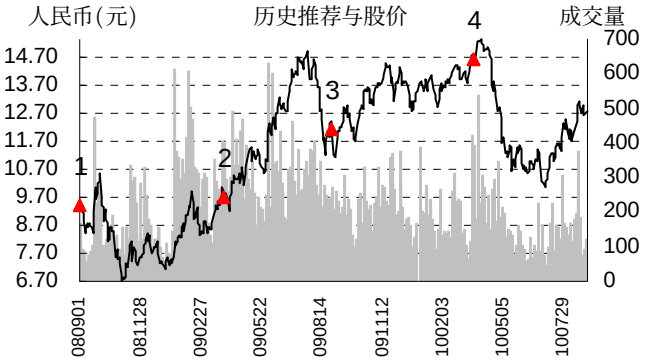
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买；1.01~2.0=买入 ；2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持 ；4.01~5.0=卖出

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2008-08-30	买入	9.33	N/A
2	2009-03-31	买入	9.73	N/A
3	2009-08-30	买入	12.10	N/A
4	2010-03-23	买入	14.60	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 20%以上；
买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 10%－20%；
持有：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -10%－10%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 10%－20%；
卖出：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室