

弹性管理突破跨区域扩张瓶颈，社区店支撑业绩高速增长 ——天虹商场（002419）再分析

1 行业分类：零售

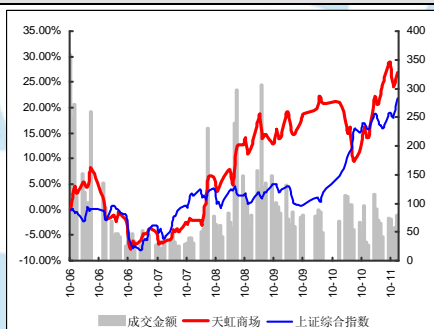
2010.11.19

公司投资评级	买入
6-12个月目标价	58
当前股价（10.10.22）	46.1
研究员：张绍坤 执业号：S0640208090087	
电话：0755-83689044	
E-mail: zskscstock@yahoo.com.cn	
报告日期：2010.11.19	

基础数据

上证指数	2865
总股本（亿）	4
流通A股（亿）	0.5
流通B股（亿）	0
流通A股市值（亿）	23.5
每股净资产（元）	7.62
ROE（Q3）	7.62%
资产负债率	55.6%
动态市盈率	39
市净率	6

近一年行业指数与上证综指走势对比



资料来源：wind

中航证券金融研究所：

联系人：刁志学、毛艳琼

联系电话：0755-83689524

地址：深圳市深南中路68号航空大厦2902室（518031）

投资要点：

- “弹性管理”是天虹成功的关键。天虹的“百货+超市+X”模式一直被市场上众多百货零售企业模仿，但“只是形似，难以神似”。原因就在于天虹20多年所形成的管理软实力难以模仿，天虹在的每一家门店都会根据门店的地理位置，周边消费者人群，所处城市或区域的消费偏好等方面因素对其百货、超市以及X的经营面积、经营品类、产品摆设等方面进行调整，这种“弹性管理”模式需要企业拥有强大的后台支持及管控能力；而天虹的国企背景也为其跨区域扩张提供了很好的支持，中航工业集团作为我国国资委直属的大型国企，旗下产业众多，这大大增加了天虹在跨区域扩张中与地方政府的谈判筹码。
- “百货+超市+X”商业模式以及“社区店+中心店”的发展战略造成了天虹“坪效低于其他百货企业，销售净利率高于其他企业”的第一个“怪现象”。天虹“社区店+中心店”的“众星拱月”经营模式打破了百货公司在扩张中选址方面必须选取核心商圈的核心物业造成的成本高，培育期长，经营风险大，“只赚吆喝不赚钱”的弊端，在扩张中天虹以中心店提升品牌形象，社区店提高利润水平，实现了品牌与效率的共赢。
- 弹性管理体制形成的核心竞争力——“超市聚人气，百货增销量”造成了天虹“打折少，价格贵，人流少，但效益好”的第二个“怪现象”。天虹超市的经营逻辑是重点要提升整个门店的客流量，进而带动百货的销售量，天虹超市里的商品并不是最低的，但在天虹超市里有一些其独有的商品，这是天虹通过前期对周边消费者消费习惯的考察，按照弹性管理体制动态调整的结果，天虹超市的这种特点增加了其门店长期的客流量（而不是通过百货的大幅打折造成门店客流量的短期剧增），因此虽然在其他百货门店大幅打折时，天虹的客流量不如竞争对手，但在非打折期间，尤其是在非周末时间，天虹门店的客流量要明显强于竞争对手，“细水长流”一年下来天虹门店的销售量并不比同一商圈的竞争门店少，另一方面“打折少”在提高了天虹的毛利率的同时也提升了品牌企业的毛利率，强化了双方的合作关系。
- 天虹上市解决资金瓶颈后开始实施“资产适度从重”的发展模式，未来天虹还将进一步在二三线城市增加自有物业，这样一方面降低未来经营的不确定性和经营成本，另一方面，天虹“百货+超市+X”商业模式具有类购物中心的雏形，若实现物业自有，随着经济发展，对经营品类和经营面积不断调整，未来天虹门店逐步向购物中心转型将水到渠成。
- 我们预计公司2010-2012年主营收入同比增长24.5%、28.07%和27.8%，净利润同比增长分别为35%、38%、38%，EPS分别为1.2元、1.66元和2.28元，考虑到天虹在业内独特的核心能力，我们给予其2011年35倍市盈率，则公司合理估值为58元。

一、核心能力：弹性管理突破跨区域扩张瓶颈

1.1 跨区域扩张瓶颈难以突破，是我国百货业龙头难以形成的主要因素

我国百货业行业集中度低难以形成全国性龙头企业的一个最重要的原因是百货企业在跨区域扩张所遇到的一些瓶颈问题难以突破，我们认为主要有以下四个方面：

1、消费者偏好差异较大。由于我国幅员辽阔，不同地区消费者的消费习惯、风俗、气候等方面差异较大，与超市相比百货企业所销售的商品更加多元化，面对消费者对品牌要求更高，且更加追求个性化、差异化，这造成了百货企业在跨区域扩张中往往水土不服，加大了门店培育期。

2、扩张成本高，经营风险加大。由于百货本身对门店选址的要求较为苛刻，一般需要进入一个城市或地区的核心商圈的核心地段，在跨区域扩张中，百货企业在进入一个陌生城市的核心商圈时，一般需要付出很大的租金成本或购置成本，而另一方面陌生区域对企业品牌的认知度和消费者口碑的培育需要一个较长的过程，这造成在跨区域扩张中短期内给企业带来巨额亏损，经营风险加大。

3、供应链重建需要投入较大的人力物力，对企业的管理能力和管理效率有很高的要求。家电连锁企业面临的上游供货商一般均为全国性的品牌企业，其在跨区域扩张不存在重新的招商问题，超市企业尤其是外资超市企业由于是统购统销模式，除部分生鲜产品外，采取的是全球采购或全国采购的模式，而百货企业在进入一个新区域后，其面临的供应链重建问题远远大于超市和家电连锁企业，这主要是由于百货上游的品牌商集中度不高，很多为区域品牌，即使是全国性品牌其在各地区的代理商不同，有时也需要重新谈判，这造成了百货企业在其优势区域所形成品牌、信誉积累难以复制，进一步加大了跨区域扩张的困难。

4、政策壁垒。百货企业跨区域扩张将与当地的百货企业面临直接竞争，而由于历史原因，区域的百货企业一般会有政府背景，这造成百货企业在跨区域扩张中一般会遇到较大的政策壁垒。

由于上述4方面的原因，百货企业在跨区域扩张中一直进程缓慢，那么百货企业的跨区域扩张可不可行？未来我国的百货业是否一直维持这种区域龙头林立的格局呢？

我们认为答案是否定的。考察国外百货业的发展历程，我们发现有两种结果，日本和欧洲的百货企业鲜有跨区域扩张成功的案例，我们认为这主要是由于这些国家国土面积狭小，若跨国扩张遇到的政策壁垒巨大，而国家之间的文化差异也巨大其面临比我国百货业更严重的四大瓶颈问题；美国的百货零售业在美国国内的跨区域扩张较为成功，西尔斯百货、梅西百货、科尔百货均为全国性的连锁企业，我们认为这一方面与美国国土面积辽阔，人口众多有关，另一方面也与美国统一的移民文化，开放的商业环境形成区域壁垒较少有很大关系。我国百货零售企业所面临的行业环境介于美国和欧洲之间，一方面我国幅员辽阔、人口众多，消费者有统一的文化背景但各区域之间在文化、经济发展水平、气候等方面又有差异，另一方面我国中央政府较为强势，政策具有统一性，但各地方政府也有一定的自主权，政策壁垒虽小于欧洲，但高于美国。

随着经济的发展，我们认为我国百货零售企业所面临的商业环境将逐步向美国靠拢，未来全国性的百货龙头必将出现。

1.2 弹性管理模式能够适应我国百货行业的市场环境，成为突破跨区域扩张瓶颈的利器

我们认为一家零售企业未来能否成为业内龙头，重点在其跨区域扩张能否成功，而跨区域扩张的关键是要解决上述四个问题，因此我们认为在选择百货零售企业的投资标的时，重点要考虑一下几个问题第一是该企业的商业模式是否适合目前的市场，打破壁垒，实现大规模复制；第二是该模式能否被其他竞争者或潜在竞争者复制，也就是说公司是否具有核心竞争力，别人难以模仿；第三是否有足够的资金支持，或者是畅通的融资渠道，这是因为零售企业的快速扩张，资金链是最大风险。

天虹的“百货+超市+X”模式一直被市场上众多百货零售企业模仿，但“只是形似，难以神似”。原因就在于天虹20多年所形成的管理软实力难以模仿，天虹在的每一家门店都会根据门店的地理位置，周边消费者人群，所处城市或区域的消费偏好等方面因素对其百货、超市以及X的经营面积、经营品类、产品

摆设等方面进行调整，这种“弹性管理”模式需要企业拥有强大的后台支持及管控能力。

为了适应跨区域扩张的发展需要，天虹对其“弹性管理”模式仍在不断完善，目前天虹正在加大对公司管理架构的调整力度，根据我国具有不同消费习惯的区域设立区域总部，通过区域总部统一采购和招商，并动态调整不同门店的品类管理，以期实现标准化和差异化的平衡。另外为了在减少跨区域扩张的风险，缩短培育期，天虹还会加大对区域成熟门店的并购力度，加快扩张；在扩张区域方面，天虹未来预计将会把扩张重点放在二三线城市，这一方面可以降低扩张成本，另一方面也是源于对我国未来二三线城市发展规模化、集群化的判断。

二、运营效率：核心能力保证运营效率高于同类企业——“百货+超市+X”商业模式以及“社区店+中心店”的发展战略造成了天虹“坪效低于其他百货企业，销售净利率高于其他企业”的第一个“怪现象”

09年天虹实现销售收入80.57亿，按照其87.08万平米计算，其坪效为9252元/平米，低于其他区域龙头企业，因此市场对于天虹坪效低于竞争对手较为担心。我们认为天虹的坪效低于竞争对手源于其独特的商业模式。天虹的“社区店+中心店”的发展战略中中心店处于城市中心商圈，经营面积较大，其坪效与竞争对手相当，如图1所示，我们比较了同处在东门和华强北天虹和茂业百货09年的销售收入和坪效，天虹的坪效并不逊于对手；但另一方面，天虹社区店的选址一般不是在城市传统的核心商圈的核心物业，并且经营面积较小，因此其整体坪效要低于中心店。

图表 1: 同一商圈天虹与茂业门店经营效率对比

门店名称	门店面积(平米)	2009年销售收入(万元)	2009年坪效(万/平米)
天虹东门店	25730	36002	1.40
茂业东门店	47436	60330	1.27
茂业华强北店	59797	137620	2.30
天虹深南店	19544	39041	2.00

资料来源：中航证券金融研究所，公司公告

从图表2中我们可以看到，天虹的社区店2万平米以下的居多，坪效大多数低于1.2万（福民、创业、龙华、龙兴、常兴天虹的坪效均达到了1.5万以上，这主要原因是天虹是在02-03年开的这几家社区店，经过几年的发展，深圳龙华、福民地区已经非常繁荣，进而造成这几家门店的经营情况非常好，这也侧面反映出天虹开店的眼光），但从销售净利率指标上来看，天虹社区店的经营效率非常高，深圳成熟社区店的销售净利率达到10%以上，东莞、南昌成熟的社区店的销售净利率也达到了5%以上，这不但高于其他百货企业，也高于天虹成熟的中心店（如天虹购物中心09年销售净利率6.08%，南昌中山路5.12%，厦门大西洋8.9%）。社区店的坪效整体低于中心店，但销售净利率确高于中心店，我们认为这主要原因是由于社区店的选址没有中心店苛刻，其经营成本要低于中心店（租金、人员配置、装修等），另一方面社区店的经营品牌一般低于中心店，天虹向品牌商的议价能力增强，扣点率提升，这造成社区店的毛利率要高于中心店，最终其经营效率好于中心店。

天虹“社区店+中心店”的“众星拱月”经营模式打破了百货公司在扩张中选址方面必须选取核心商圈的核心物业造成的成本高，培育期长，经营风险大，“只赚吆喝不赚钱”的弊端，在扩张中天虹以中心店提升品牌形象，社区店提高利润水平，实现了品牌与效率的共赢。

图表2: 天虹社区店统计

门店名称	所处城市	门店面积	门店类型	09年经营效率(万元)		09年坪效(万/平米)	09年销售净利率
福民天虹	深圳	12553	社区购物中心	营业收入	26114	2.08	10.68%
				营业利润	2789		
创业天虹	深圳	19129	社区购物中心	营业收入	35222	1.84	13.42%
				营业利润	4728		
龙华天虹	深圳	19006	社区购物中心	营业收入	33819	1.78	13.09%
				营业利润	4426		
龙新天虹	深圳	14810	社区购物中心	营业收入	24738	1.67	12.31%
				营业利润	3046		
常兴天虹	深圳	31348	社区购物中心	营业收入	55702	1.78	10.55%
				营业利润	5875		
沙井天虹	深圳	31888	社区购物中心	营业收入	34375	1.08	12.85%
				营业利润	4418		
布吉天虹	深圳	17014	社区购物中心	营业收入	32915	1.93	12.72%
				营业利润	4186		
前进天虹	深圳	21048	社区购物中心	营业收入	29687	1.41	10.14%
				营业利润	3011		
双龙天虹	深圳	20721	社区购物中心	营业收入	25227	1.22	12.55%
				营业利润	3167		
西丽天虹	深圳	17521	社区购物中心	营业收入	24434	1.39	9.94%
				营业利润	2430		
观澜天虹	深圳	16660	社区购物中心	营业收入	17325	1.04	5.60%
				营业利润	971		
松岗天虹	深圳	18585	社区购物中心	营业收入	21267	1.14	9.20%
				营业利润	1956		
民治天虹	深圳	20180	社区购物中心	营业收入	24330	1.21	9.52%
				营业利润	2316		
沙河天虹	深圳	16456	社区购物中心	营业收入	19532	1.19	7.44%
				营业利润	1453		
南昌江大天虹商	南昌	13000	社区购物中心	营业收入	11470	0.88	5.12%
				营业利润	587		
南昌红谷天虹	南昌	20000	社区购物中心	营业收入	2873	0.14	-7.95%
				营业利润	(228)		
厦门汇腾天虹	厦门	19778	社区购物中心	营业收入	40951	2.07	12.47%
				营业利润	5106		
东莞常平天虹	东莞	15350	社区购物中心	营业收入	12726	0.83	5.87%
				营业利润	746		
东莞长安天虹	东莞	24000	社区购物中心	营业收入	7723	0.32	-10.84%
				营业利润	(837)		
长沙芙蓉天虹	长沙	30000	社区购物中心	营业收入	11132	0.37	-16.38%
				营业利润	(1824)		

资料来源: 中航证券金融研究所, 公司公告

三、弹性管理体制形成的核心竞争力——“超市聚人气，百货增销量”造成了天虹“打折少，价格贵，人流少，但效益好”的第二个“怪现象”

去过天虹购物的消费者尤其是深圳的消费者，一般会有这样的感受，天虹百货的打折力度整体要低于其他百货商场，天虹超市里的有些商品要贵于沃尔玛等其他超市大卖场，在其他百货商家大幅打折，消费者疯狂扫货的时候，天虹要是不打折力度不吸引人，要不干脆就没有活动，这造成其他百货商场人头攒动，

人山人海，而天虹的客流量明显不如竞争对手，这给消费者的直观感受是天虹的生意肯定不如对手。但我们前面分析天虹的财务数据后会发现，天虹的经营效率要明显高于其他百货企业。

我们认为造成这种“怪现象”的原因是天虹弹性管理体制形成的核心竞争力——“超市聚人气，百货增销量”。天虹超市的经营逻辑与单一的超市企业不同，超市企业的经营重点是想方设法降成本，采购、物流、内部管控等各个方面效率的提升均是在努力给消费者最平价的商品，甚至要控制企业毛利的增长。但天虹超市的经营逻辑是重点要提升整个门店的客流量，进而带动百货的销售量，天虹超市里的商品并不是最低的，但在天虹超市里有一些其独有的商品，这是天虹通过前期对周边消费者消费习惯的考察，按照弹性管理体制动态调整的结果，天虹超市的这种特点增加了其门店长期的客流量（而不是通过百货的大幅打折造成门店客流量的短期剧增），因此虽然在其他百货门店大幅打折时，天虹的客流量不如竞争对手，但在非打折期间，尤其是在非周末时间，天虹门店的客流量要明显强于竞争对手，“细水长流”一年下来天虹门店的销售量并不比同一商圈的竞争门店少，另一方面“打折少”在提高了天虹的毛利率的同时也提升了品牌企业的毛利率，强化了双方的合作关系。

四、未来发展思路——“资产适度从重”+“收购兼并实现跨区域扩张”

上市前天虹一直遵循“轻资产战略”的扩张模式，截至09年底，其32家门店中只有两家门店为自有物业（深南天虹新店和厦门汇腾天虹），其他均为租赁物业，轻资产战略是为其前期的快速发展提供了很好的支持，但也为未来的经营埋下了风险，当门店租约到期，天虹将面临租金上涨的压力，成本提升，侵蚀公司利润，若新签合同发生问题，对门店经营都将会产生不利影响。

因此我们看到，天虹上市解决资金瓶颈后明显加大了自有物业的持有力度，开始实施“资产适度从重”的发展模式，先后在江西吉安、东莞、深圳增加了自有物业，我们了解到，未来天虹还将进一步增加自有物业，尤其是在二三线城市区域，一方面通过直接购买土地新建商场，另一方面也会寻找机会对已有门店的物业进行收购。天虹加大自有物业的目的一方面降低未来经营的不确定性和经营成本，另一方面，也是为其长远发展的转型做准备，我们知道从美国百货业的发展历程来看，90年代以后，百货企业一直在走下坡路，其不断遭到专业店、网络购物等新兴零售模式冲击，发展缓慢，而美国的shoppingmall、奥特莱斯等零售模式却发展迅猛。目前我国仍然处在高速城市化阶段，随着我国经济的迅速发展，居民的消费能力提升，未来我国也将像美国一样一大批中小城市将会崛起，因此目前的二三线城市发展潜力巨大，而天虹的“百货+超市+X”商业模式已经具有类购物中心的雏形，若实现物业自有，随着经济发展，对经营品类和经营面积不断调整，那么未来天虹门店逐步向购物中心转型将水到渠成。

另外，在跨区域扩张中，天虹未来除了通过租赁或购买物业新开门店外，也将会尝试通过收购兼并区域内的成熟门店实现跨区域扩张，这样一方面可以利用原有成熟门店在招商、地方政府关系等方面的资源，另一方面，也可以缩短门店培育期，降低经营风险。同时在扩张中天虹通过与大股东中航工业企业旗下的其他兄弟企业合作，在打破区域壁垒方面也具有一定优势。

五、估值

我们维持前期预计的公司2010-2012年主营收入同比增长24.5%、28.07%和27.8%，净利润同比增长分别为35%、38%、38%，EPS分别为1.2元、1.66元和2.28元，考虑到天虹在业内独特的核心能力，我们给予其2011年35倍市盈率，则公司合理估值为58元。

报表预测:

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2399	4819	6287	8348	营业收入	8057	10031	12847	16419
现金	1698	4111	5383	7199	营业成本	6207	7684	9783	12414
应收账款	25	30	39	49	营业税金及附加	34	49	59	77
其他应收款	151	178	229	292	营业费用	1224	1525	1954	2494
预付账款	321	231	293	372	管理费用	128	152	193	248
存货	205	269	342	434	财务费用	10	-10	-17	-23
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	0	1	0	0
非流动资产	1534	2007	2077	2023	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	644	1002	1002	973	营业利润	454	631	875	1208
无形资产	525	535	564	564	营业外收入	20	20	20	20
其他非流动资产	365	470	511	486	营业外支出	2	10	10	10
资产总计	3933	6826	8364	10371	利润总额	471	641	885	1218
流动负债	3030	3537	4411	5505	所得税	115	160	221	304
短期借款	0	0	0	0	净利润	356	482	664	913
应付账款	1156	1363	1779	2230	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1874	2174	2632	3275	归属母公司净利润	356	482	664	913
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	464	663	912	1241
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.02	1.20	1.66	2.28
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	3030	3537	4411	5505	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	350	400	400	400	成长能力				
资本公积	40	1894	1894	1894	营业收入	17.4%	24.5%	28.1%	27.8%
留存收益	513	995	1659	2572	营业利润	18.1%	39.2%	38.6%	37.9%
归属母公司股东权益	903	3289	3953	4866	归属于母公司净利润	13.5%	35.3%	37.8%	37.5%
负债和股东权益	3933	6826	8364	10371	获利能力				
					毛利率(%)	23.0%	23.4%	23.9%	24.4%
					净利率(%)	4.4%	4.8%	5.2%	5.6%
					ROE(%)	39.4%	14.6%	16.8%	18.8%
					ROIC(%)	-65.0%	-86.1%	-58.8%	-44.5%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	77.0%	51.8%	52.7%	53.1%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	0.79	1.36	1.43	1.52
					速动比率	0.72	1.29	1.35	1.44
					营运能力				
					总资产周转率	2.31	1.86	1.69	1.75
					应收账款周转率	334	365	374	374
					应付账款周转率	6.11	6.10	6.23	6.19
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.89	1.20	1.66	2.28
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.92	2.40	3.35	4.48
					每股净资产(最新摊薄)	2.26	8.22	9.88	12.16
					估值比率				
					P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
					P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
					EV/EBITDA	-4	-3	-2	-1

资料来源: 江南金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张绍坤，SAC执业证书号：S0640208090087，南开大学经济学硕士，2007年8月加入中航证券金融研究所，从事零售行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）
联系电话：0755-83689524

公司网址：www.avicsec.com
传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。