

梦洁家纺 (002397.SZ)

纺织行业

评级: 买入 维持评级

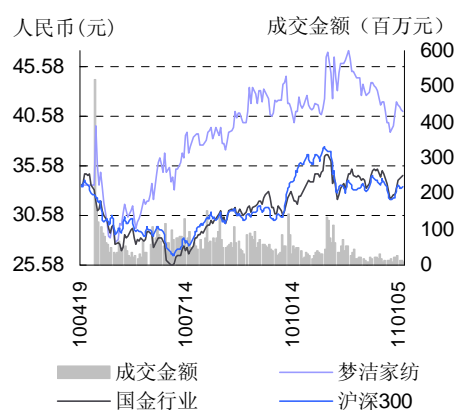
公司研究

市价(人民币): 41.00元
目标(人民币): 45.50-52.00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)	24.00
总市值(百万元)	3,874.50
年内股价最高最低(元)	47.21/27.78
沪深300指数	3166.62
中小板指数	7431.55



相关报告

1. 《梦洁家纺中报点评》，2010.8.9
2. 《加快销售网络扩张, 拉动业绩增长》，2010.7.1
3. 《充分享受家纺市场发展带来的良机》，2010.4.14

刘宇袖 联系人
(8621)61038285
liuyx@gjzq.com.cn

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

三个家纺企业中公司基数低, 发展空间大

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	1.073	1.885	0.966	1.300	1.697
每股净资产(元)	3.43	4.47	16.75	18.92	21.33
每股经营性现金流(元)	1.72	1.52	1.75	2.36	3.00
市盈率(倍)	N/A	N/A	42.45	31.53	24.15
行业优化市盈率(倍)	19.82	47.97	47.97	47.97	47.97
净利润增长率(%)	10.05%	75.70%	3.02%	34.63%	30.52%
净资产收益率(%)	31.27%	42.20%	8.65%	10.31%	11.94%
总股本(百万股)	47.00	47.00	94.50	94.50	94.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **家纺行业发展空间大, 上市先发优势带动业绩增长。**行业将随着人均可支配收入增长以及城市化进程, 在未来相当长一段时间内持续快速发展。家纺行业发展较为落后, 马太效应明显, 具有丰厚的资金、品牌和渠道优势的家纺品牌将迅速拉开与其他中小企业的距离, 因此上市红利效应短中期将成为三个家纺公司业绩高增长的主要推动力;
- **快速的终端网络扩张带动公司业绩高增长。**公司上市之前基数较低, 且店铺多位于传统的华中区域, 外延式扩张空间更大。我们预测 2010 年底公司终端零售网络数量将超过 2000 家, 11 和 12 年平均每年新增网络将超过 400 家, 这是业绩高增长的关键基础;
- **10 年毛利率增长较多, 11-12 年基本保持稳定。**直营渠道占比提升和产品提价带动 10 年毛利率大幅度上涨。公司提前一年储备原材料导致 10 年以及 11 年上半年出售的产品成本价格上涨幅度不大; 未来即便是产品成本继续上涨, 我们认为公司有通过提价转移成本、保持毛利率稳定的能力, 因此我们预计未来公司毛利率将保持在接近 40% 的水平。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2010-2012 年营业收入分别为 8.77 亿元、11.32 亿元和 14.89 亿元, 净利润分别为 0.91 亿元、1.23 亿元和 1.6 亿元, 净利润同比增速分别为 3%、34.63% 和 30.52%; EPS 分别为 0.966 元、1.30 元和 1.697 元;
- 近期纺织服装零售板块调整, 主要与估值较高有关。经过调整后, 当前动态市盈率已经降至合理水平, 提高了一个难得的买入良机;
- 目前 A 股市场品牌零售企业 2011 年市场一致预测平均市盈率为 35.7 倍; 鉴于家纺行业市场空间在几个子行业中成长性最好, 以及公司未来业绩增长的稳定性, 我们给予公司 2011 年 35-40 倍 PE, 对应股价为 45.5 元-52 元, 维持买入评级不变。

风险提示

- 如果未来原材料价格继续上涨, 可能会影响公司产品的销售量或毛利率;
- 上市之前公司店铺扩张速度较慢, 因此近几年持续的快速扩张终端渠道, 可能会导致公司面临管理能力风险。

盈利预测

盈利预测假设条件

- 家纺行业快速发展，在上市红利效应带动下，最近三年公司平均每年净增加零售网络不低于 400 家；
- 2010 年直营渠道占比提升、产品提价带动公司毛利率大幅度提升；2011-2012 年公司毛利率基本保持稳定；
- 2010 年快速的终端网络扩张和人员增加将大幅度提升公司的销售费用率和管理费用率，2011 年销售费用率基本稳定，管理费用率将随着工资成本提升进一步提高；

盈利预测

- 我们预测公司 2010-2012 年营业收入分别为 8.77 亿元、11.32 亿元和 14.89 亿元，净利润分别为 0.91 亿元、1.23 亿元和 1.6 亿元，净利润率分别为 10.4%、10.9%和 10.8%，净利润同比增速分别达到 3.02%、34.63%和 30.52%；
- 我们预计公司 2010-2012 年的销售费用率分别为 22%、22%和 21.0%；管理费用率分别为 4.2%、4.5%和 4.5%；
- 2010-2012 年每股收益分别为 0.966 元、1.30 元和 1.697 元。

图表1: 盈利预测

项 目	2007	2008	2009	1H10	2010E	2011E	2012E
直营							
店铺数量(家)	119	178	245		335	415	500
单店销售收入(百万元)	0.91	0.79	0.61		0.79	0.85	0.91
销售收入(百万元)	108.33	140.92	149.96	98.29	264.65	352.75	455.00
增长率(YOY)		30.08%	6.42%		76.48%	33.29%	28.99%
毛利率	46.00%	46.53%	52.41%	49.13%	56.00%	56.00%	56.00%
销售成本(百万元)	58.50	75.35	71.37	50.00	116.45	155.21	200.20
增长率(YOY)		28.80%	-5.28%		63.16%	33.29%	28.99%
毛利(百万元)	49.83	65.57	78.60	48.29	148.20	197.54	254.80
增长率(YOY)		31.58%	19.87%		88.57%	33.29%	28.99%
占总销售额比重	21.64%	22.70%	23.79%	28.35%	30.19%	31.17%	30.56%
占主营业务利润比重	29.60%	31.91%	34.36%	36.22%	43.08%	44.21%	43.50%
加盟							
店铺数量(家)	1237	1346	1417		1700	2050	2350
单店销售收入(百万元)	0.32	0.36	0.34		0.36	0.38	0.44
销售收入(百万元)	392.28	479.86	480.40	248.42	612.00	779.00	1,034.00
增长率(YOY)		22.33%	0.11%		27.39%	27.29%	32.73%
毛利率	30.21%	29.15%	31.26%	29.38%	32.00%	32.00%	32.00%
销售成本(百万元)	273.77	339.98	330.22	175.44	416.16	529.72	703.12
增长率(YOY)		24.18%	-2.87%		26.02%	27.29%	32.73%
毛利(百万元)	118.51	139.88	150.17	72.99	195.84	249.28	330.88
增长率(YOY)		18.03%	7.36%		30.41%	27.29%	32.73%
占总销售额比重	78.36%	77.30%	76.21%	71.65%	69.81%	68.83%	69.44%
占主营业务利润比重	70.40%	68.09%	65.64%	54.75%	56.92%	55.79%	56.50%
销售总收入(百万元)	500.61	620.78	630.36	346.72	876.65	1131.75	1489.00
销售总成本(百万元)	332.27	415.33	401.59	213.41	532.61	684.93	903.32
毛利(百万元)	168.34	205.45	228.77	133.31	344.04	446.82	585.68
平均毛利率	33.63%	33.10%	36.29%	38.45%	39.25%	39.48%	39.33%

来源: 国金证券研究所

家纺行业发展空间大，上市先发优势带动业绩增长

有渠道、有知名度的品牌家纺企业发展有望超越行业

按照我们对欧美家纺行业发展路径的研究（详见 2010 年 6 月家纺行业报告），我们认为该行业发展经历了三个阶段：无品牌阶段，品牌强化阶段和弱化品牌、渠道为王三个阶段。目前的中国家纺行业处于强化品牌发展阶段初期：行业将随着宏观经济稳定发展、人均可支配收入增长以及城市化进程，在未来相当长一段时间内持续快速发展；随着消费升级，消费者对家纺产品的消费将逐步由耐用消费品性质向品牌类消费过渡，有渠道、有知名度的家纺品牌发展速度将超越行业。

从三个上市公司对消费者购买原因的日常调查中可以看到：近些年中国消费者对家纺用品的消费习惯已经开始逐步由耐用消费品转向时尚个性化消费，家居改善性消费者占比在不断上升：前几年占家纺企业收入较高的婚庆需求由 40% 下降至 30% 左右，家居改善性消费者占比上升至 35% 左右，而由消费升级带动的市场规模的扩大正是来自于家居改善性需求消费者的增加以及消费频率的增多。

与品牌服装相比，家纺行业经营空间较大

从品牌经营水平看，全球范围内品牌服装企业的经营水平都要高于家纺企业，这也是欧美国家纺品牌被服装品牌系列化经营的原因之一；从产品时尚性角度看，服装是引领时尚潮流的风向标。

目前的中国家纺行业发展处于“春秋”时期：大的家纺品牌刚刚完成全国性的网络布局，各个品牌之间产品同质化程度仍然较高，企业经营管理水平也较品牌服装企业落后。从理论上讲，落后就意味着进步的空间更大。家纺企业需要从产品设计、市场营销和渠道布局等方面着手，引导消费者消费习惯：使不同年龄、不同生活习惯、不同装潢风格的消费者有差异化的选择；并引导消费者将家纺产品由耐用消费品消费习惯转向精神消费习惯，提高家纺产品消费频率。

上市红利效应带动三个家纺公司提高市场集中度

图表2：上市红利效应分析

品牌经营水平和市场地位提高	大大提高了员工士气，增强凝聚力；有利于招募更多优秀的管理人才和业务人才
	三个上市公司都实现了高管层持股，有利于管理层稳定性
	增强了加盟商的信心，直接导致加盟商订货量的增加
	提升公司与百货商场谈判时的地位，有利于销售网络的扩张
	募集资金有利于公司增加产能、加快销售网络扩张速度和改善内部管理控制能力，加快信息系统建设
品牌形象提高	提升品牌在消费者心目中的知名度：由于家纺行业的市场营销手段同质化强，消费者对品牌辨识度低，上市成为比电视广告更有效的宣传手段，使消费者清晰的记住了品牌，从而提升产品销售量

来源：国金证券研究所

一般来说，产品越是具有功能性，市场集中度会越高一些。但由于家纺行业整体发展较为落后，不同品牌的产品同质化较高，并且行业内还没有像女鞋行业的百丽一样实力超群的巨无霸企业，即便是销售收入领先的罗莱 2010 年预计收入也刚刚超过 16 个亿。在这种情况下，行业的马太效应明显，具有丰厚的资金、品牌和渠道优势的家纺品牌将迅速拉开与其他中小企业的距离，市场两极分化将更加明显，知名家纺品牌的发展速度将高于行业平均增速。因

此上市给三个家纺公司带来的品牌知名度、资金对渠道扩张等方面的推动效应非常明显，短中期将成为三个家纺公司业绩高增长的主要推动力。

我们认为三个家纺企业虽然规模有差异，但面对快速发展的家纺市场，和国内广阔的市场空间，未来三个企业都可能实现业绩高增长，共同享受市场发展带来的发展良机。

快速的终端网络扩张带动公司业绩高增长

近几年外延式扩张将维持高速

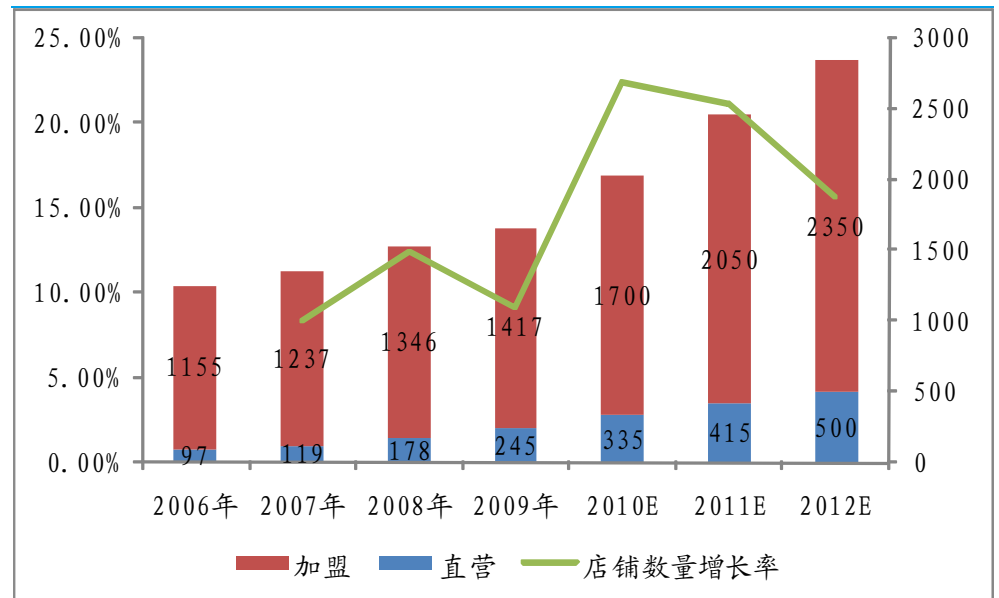
三个家纺公司上市以来，在上市红利效应带动下，均保持较快的外延式扩张速度。梦洁家纺上市之前店铺多位于传统的华中区域，通过此次调研，我们了解到公司的外延式扩张着力于填补市场空白点，这更有利于公司成为一个真正意义上的全国性家纺品牌。为了在快速进行终端渠道扩张的同时，在选址、盈利等方面保证新建网络质量，公司对招商、销售、店铺设计装修等后勤部门配备上也在大力补充人员，各部门的人员配备均由原来的 7,8 人增加至 20-30 人；在绩效考核的“一主三辅”指标上，也将重点考核指标设定为销售毛利率的考核，销售数量、店铺拓展和库存等指标辅助考核。

公司近期公告部分超募资金投向：计划投资 5500 万在长沙高新区梦洁工业园建设自动化立体仓库中心；新增 4500 万元用于研发中心建设；新增 6544 万元用于信息化建设项目等；我们认为以上研发、仓储以及信息系统的后台建设，将进一步完善公司的后台运营能力，为快速而保证质量的终端零售网络扩张提供支持。

直营渠道有利于公司快速掌握消费者消费偏好和消费习惯的变化；有利于对周边加盟渠道起到示范带动效应，吸引加盟商加盟；有利于提高产品销售的利润率。因此公司在上市之后资金充裕，仍然以加盟为主的渠道模式前提下，近几年将适当增加直营渠道占比，我们预计未来公司直营渠道数量将逐步提升至全部零售终端数量的 25% 左右。

综合以上分析，我们预计截止到 2010 年底，公司终端零售网络数量将超过 2000 家，2011 和 2012 年仍将保持较快的零售终端增长速度，预计明后两年平均每年新增网络将超过 400 家。

图表3: 店铺数量增长预测



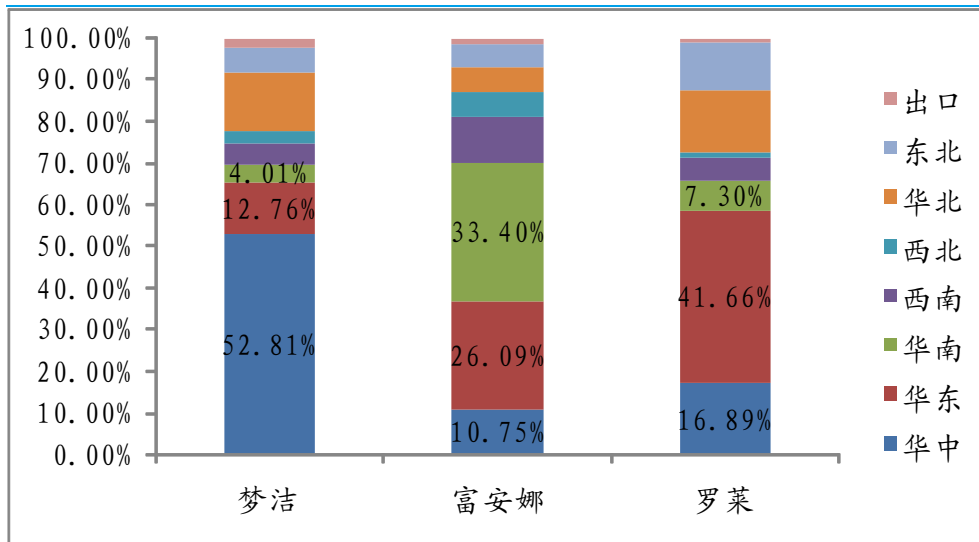
来源：国金证券研究所

公司基数相对较低、外延式扩张空间大

与罗莱和富安娜比较，公司从销售收入、净利润、店铺数量等方面都基数较低，基数低意味着未来的增长空间更大。

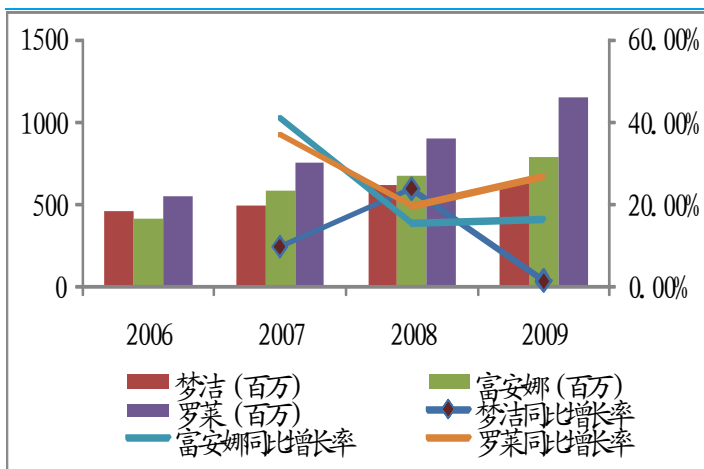
一方面上市时，公司的主品牌梦洁（除去床垫约 1000 家）的店铺数量就少于富安娜（1200 多家）和罗莱（1600 多家）；另一方面与其他两个公司上市之前半数销售收入来自于强势的华中区域，我们认为公司可以充分利用上市带来的资金优势和品牌知名度优势，努力在空白市场进行外延式扩张，有利于公司成为一个真正意义上的全国性家纺品牌。

图表4：2009 年三个家纺公司收入分区域图



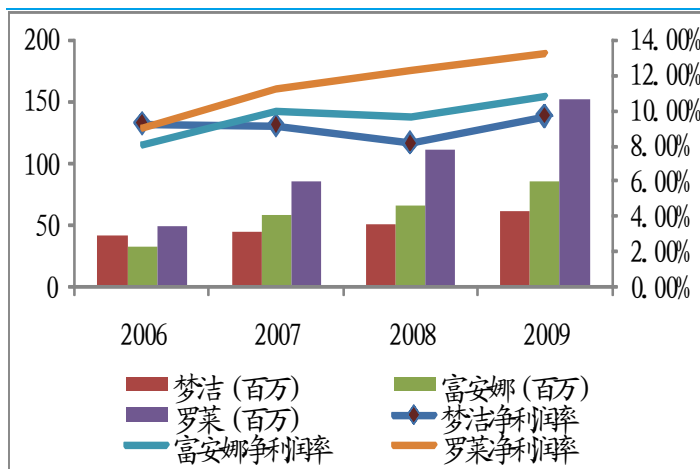
来源：国金证券研究所

图表5：三个家纺公司上市之前销售收入及同比增速对比



来源：国金证券研究所

图表6：三个家纺公司上市之前净利润及同比增速对比



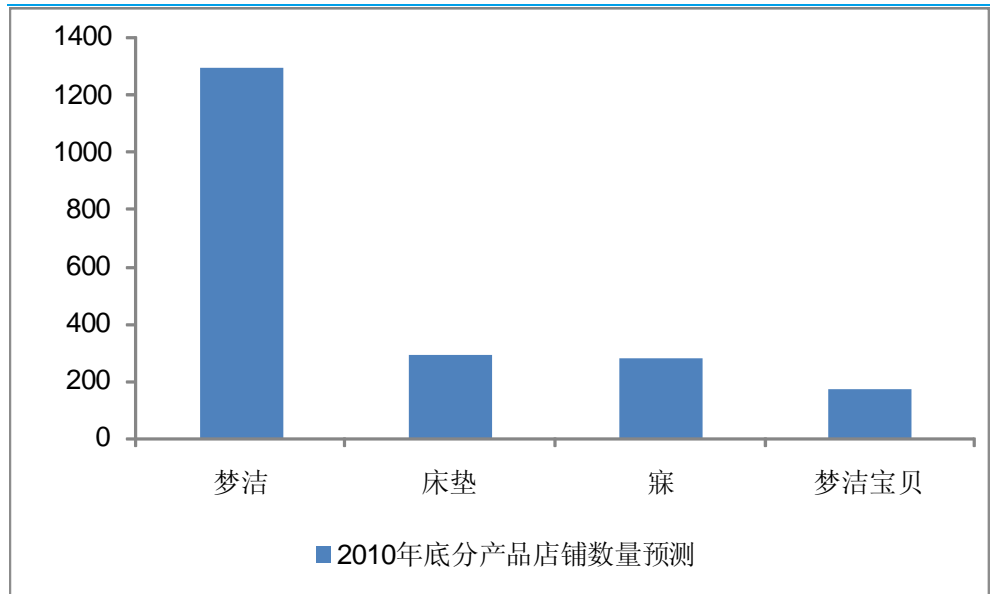
三个主要品牌全面开花

除主要品牌梦洁快速发展外，公司的高端品牌“寐”和儿童品牌“梦洁宝贝”今年也都保持高速增长。

寐品牌经过 7 年的发展，在风格定位、产品设计、渠道等方面已经基本成熟。在定位于高端的家纺品牌中，寐是中国真正意义上的中国制造，目前的销售量也在高端家纺品牌中独占鳌头，我们预计 2010 年该品牌销售有望突破 1.5 个亿；

儿童品牌“梦洁宝贝”和床垫业务的销售都归于梦洁品牌中，尚未单独核算，这两块业务今年也增长迅速，目前店铺数量分别超过了 280 家和 160 家，销售毛利率也均超过 40%；

图表 7: 2010E 分品牌店铺预测



来源: 国金证券研究所 PS: 公司招股说明书公布 2009 年梦洁品牌店铺数量超过 1200 家包括床垫终端

10 年毛利率增长较多, 预计未来基本保持稳定

公司自 08 年开始逐步增加直营渠道占比, 10 年上市之后更是进一步加快了直营渠道建设, 我们预计 2010 年末公司的直营渠道占收入比重将超过 30%, 直营占比提升进一步带动了综合毛利率的增长;

10 年下半年以来以棉花为首的原材料成本快速飙升, 公司的产品对加盟商提价幅度在 5%-10%之间, 合算终端产品提价幅度约在 10%-20%之间。由于此次是全球范围内的纺织原材料成本上涨, 消费者对产品提价接受程度较高。而公司提前一年储备原材料, 10 年以及 11 年上半年出售的产品成本价格上涨幅度不大。2010 年产品终端提价幅度大于原材料上涨幅度, 这也是我们预测今年毛利率增长较多的主要原因之一;

公司作为家纺行业的三大龙头企业之一, 上市之后更是大大提升了品牌知名度; 另外公司原本产品定价较罗莱和富安娜稍低一点, 我们认为即便是明年原材料成本维持高位, 公司有通过提价转移成本、保持毛利率稳定的能力。我们预计未来公司毛利率将保持在接近 40%的水平。

估值与投资建议

- 目前股价 41 元, 基于我们的盈利预测, 对应 2011 和 2012 年市盈率分别为 31.53 倍和 24.15 倍;
- 目前 A 股市场品牌零售企业 2011 年市场一致预测平均市盈率为 35.7 倍; 而鉴于家纺市场空间在几个子行业中成长性最好, 以及公司未来业绩增长的稳定性, 我们给予公司 2011 年 35-40 倍 PE, 对应股价为 45.5 元-52 元, 维持买入评级不变。

图表 8: 2011E 市场一致预期 PE

股票代码	股票名称	2011E市场一致预期PE (%)	2011年平均PE (%)
002029	七匹狼	25.83	35.71
002154	报喜鸟	27.32	
002269	美邦服饰	29.29	
002291	星期六	33.35	
002293	罗莱家纺	35.39	
002327	富安娜	32.41	
300005	探路者	52.69	
002397	梦洁家纺	29.66	
002425	凯撒股份	45.79	
002485	希努尔	28.91	
002503	搜于特	52.13	

来源：聚源数据，国金证券研究所

风险提示

- 原材料价格不确定性对公司销售量或毛利率的影响。2010 年原材料价格飙升带动全行业产品提价 10%-20%，如果 2011 年原材料价格在宽松流动性的带动下持续上涨，公司产品的提价有可能会影响销售量，如果不提价可能会影响公司毛利率水平；
- 我们预计公司未来仍将保持快速的店铺扩张速度，上市之前公司的店铺扩张速度较慢，因此近几年持续的快速扩张终端渠道，可能会面临管理能力风险，以及部分新增店铺地址、质量不达标风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	502	622	631	877	1,132	1,489
增长率		23.9%	1.5%	38.9%	29.1%	31.6%
主营业务成本	-333	-416	-402	-533	-685	-903
% 销售收入	66.5%	66.9%	63.7%	60.8%	60.5%	60.7%
毛利	168	206	229	344	447	586
% 销售收入	33.5%	33.1%	36.3%	39.2%	39.5%	39.3%
营业税金及附加	-2	-4	-5	-7	-9	-12
% 销售收入	0.4%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-93	-111	-119	-193	-249	-320
% 销售收入	18.5%	17.9%	18.9%	22.0%	22.0%	21.5%
管理费用	-16	-21	-24	-37	-51	-67
% 销售收入	3.1%	3.4%	3.8%	4.2%	4.5%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	57	69	81	107	138	187
% 销售收入	11.4%	11.1%	12.8%	12.2%	12.2%	12.5%
财务费用	-4	-8	-6	3	12	14
% 销售收入	0.7%	1.3%	0.9%	-0.3%	-1.1%	-0.9%
资产减值损失	0	0	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	54	61	73	110	150	201
营业利润率	10.7%	9.8%	11.6%	12.5%	13.2%	13.5%
营业外收支	-1	-2	33	0	0	0
税前利润	53	59	106	110	150	201
利润率	10.6%	9.5%	16.9%	12.5%	13.2%	13.5%
所得税	-7	-9	-17	-19	-27	-40
所得税率	13.8%	14.9%	16.4%	17.0%	18.0%	20.0%
净利润	46	50	89	91	123	160
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利	46	50	89	91	123	160
净利率	9.1%	8.1%	14.0%	10.4%	10.9%	10.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	46	50	89	91	123	160
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	5	10	14	21	29	33
非经营收益	3	7	-19	8	0	0
营运资金变动	-5	13	-12	-10	-3	-5
经营活动现金净流	49	81	71	110	149	189
资本开支	-38	-59	-17	-152	-69	-50
投资	4	0	-4	0	0	0
其他	1	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-33	-60	-22	-152	-69	-50
股权募资	0	0	0	762	22	0
债权募资	1	84	0	-196	0	1
其他	-15	-26	-44	-6	-8	-8
筹资活动现金净流	-14	58	-45	560	14	-7
现金净流量	1	79	5	518	93	132

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	77	156	161	679	772	904
应收款项	26	48	51	60	78	102
存货	142	147	187	233	300	396
其他流动资产	17	13	14	19	25	33
流动资产	262	364	413	992	1,175	1,434
% 总资产	63.8%	63.5%	62.8%	72.6%	73.9%	76.9%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	113	173	216	340	378	391
% 总资产	27.4%	30.3%	32.8%	24.9%	23.8%	21.0%
无形资产	35	34	26	31	35	39
非流动资产	149	209	245	375	415	432
% 总资产	36.2%	36.5%	37.2%	27.4%	26.1%	23.1%
资产总计	411	573	658	1,366	1,590	1,866
短期借款	110	188	193	0	0	0
应付款项	150	193	219	256	329	434
其他流动负债	20	23	32	54	68	86
流动负债	279	405	444	310	397	520
长期贷款	0	5	0	0	0	1
其他长期负债	1	1	3	0	0	0
负债	280	411	448	310	397	522
普通股股东权益	131	161	210	1,055	1,192	1,344
少数股东权益	0	0	1	1	1	1
负债股东权益合计	411	573	658	1,366	1,590	1,866

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.975	1.073	1.885	0.966	1.300	1.697
每股净资产	2.784	3.432	4.467	16.750	18.917	21.333
每股经营现金净流	1.038	1.719	1.520	1.746	2.358	2.998
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	35.02%	31.27%	42.20%	8.65%	10.31%	11.94%
总资产收益率	11.14%	8.80%	13.46%	6.68%	7.73%	8.59%
投入资本收益率	20.50%	16.56%	16.77%	8.44%	9.48%	11.09%
增长率						
主营业务收入增长率	9.77%	23.85%	1.51%	38.94%	29.10%	31.57%
EBIT增长率	40.92%	20.47%	17.26%	32.52%	28.42%	35.38%
净利润增长率	7.63%	10.05%	75.70%	3.02%	34.63%	30.52%
总资产增长率	27.53%	39.24%	14.91%	107.58%	16.35%	17.40%
资产管理能力						
应收账款周转天数	13.8	15.7	19.5	15.0	15.0	15.0
存货周转天数	129.2	126.9	151.3	160.0	160.0	160.0
应付账款周转天数	87.5	101.3	119.9	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	75.3	73.2	77.6	99.4	89.0	70.9
偿债能力						
净负债/股东权益	25.29%	23.05%	15.14%	-64.28%	-64.74%	-67.13%
EBIT利息保障倍数	15.5	8.5	13.6	-40.8	-11.5	-13.4
资产负债率	68.11%	71.79%	68.00%	22.72%	24.99%	27.95%

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	2	5	9
买入	0	0	0	7	19
持有	0	1	1	1	4
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.80	1.72	1.80

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-04-14	减持		N/A
2 2010-07-01	买入	34.03	57.70 ~ 65.30
3 2010-08-09	买入	39.39	57.70 ~ 65.30

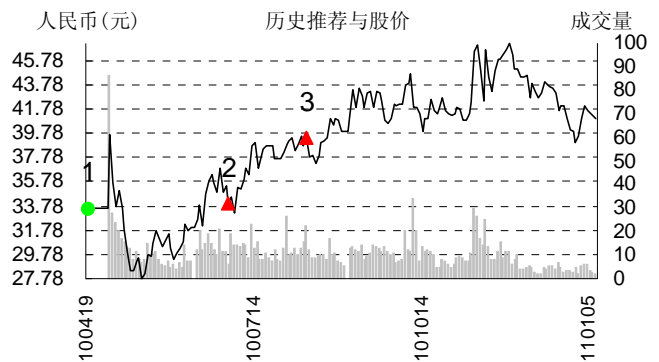
来源：国金证券研究所

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



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