

证券研究报告—动态报告/公司快评

餐饮旅游

锦江股份 (600754)

买入

酒店

重大事件快评

(维持评级)

2015年01月19日

## 走出去战略升级 收购卢浮集团品牌意义大于业绩贡献

证券分析师: 曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003  
 证券分析师: 钟潇 0755-82132098 zhongxiao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100003

### 事项:

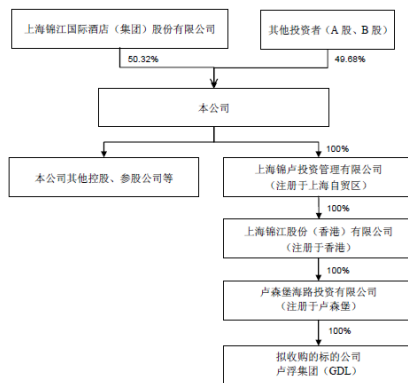
锦江股份公告: 本公司在境外设立全资子公司作为收购主体, 现金收购 Star SDL Investment Co S.à r.l.拥有的卢浮集团 (GDL) 100%的股权。

### 评论:

#### ■ 收购盈利分析: 兼顾低成本的财务费用和自有资金机会成本, 整体增厚估计约 18~20%

本次锦江股份收购卢浮集团 (GDL) 100%的股权, 其核心在于收购卢浮集团 (GDL) 的控股子公司卢浮酒店集团 (LHG), 收购后的股权结构如下图 1 所示。本次交易上市公司需要购买卢浮酒店 100%的股权, 并于交割日, 根据拟签署的应收账款转让协议受让交易对方和其关联方对标的公司及下属公司的应收账款净值 (5.4 亿元), 根据拟签署的 SPA 协议结清标的公司及下属公司欠付的借款协议偿付金额 (2.9 亿元), 合计需支付金额为 12.5 亿欧元~15 亿欧元。

图 1: 收购卢浮酒店后的股权结构



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

表 1: 交易方案的相关情况

项目	金额
100%股权的购买价款	12.5 亿欧元~15 亿欧元之间的金额, 减去交割净财务债务的余额。
截至 2014 年 6 月 30 日, 标的公司净财务债务 (以下二者之和)	8.28 亿欧元
截至 2014 年 6 月 30 日, 交易对方和其关联方对标的公司及下属公司的应收账款净值	5.40 亿欧元。
截至 2014 年 6 月 30 日, 借款协议偿付金额 (主要为银团贷款)	2.90 亿欧元

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

从盈利分析的角度，我们需要综合权衡收购卢浮酒店可能给公司带来的 EBITDA 增厚以及折摊费用、财务费用、所得税费用，自有资金的机会成本等的综合影响，其中关键在于确定 EBIT 的增加、财务费用的增长以及自有资金的机会成本。首先，本次交易完成后，标的公司报表将被纳入上市公司合并报表范围，收购带来的 EBITDA 的增厚较显著。如下表 2 所示，交易完成后，公司营业收入规模和 EBITDA 会出现较大增长。以 2013 年 7 月 1 日至 2014 年 6 月 30 日为基准期间，上市公司的营业收入将从 28 亿元上升至 66 亿元，EBITDA 将从 10 亿元上升至 19 亿元（人民币）。

表 2：2013.7.1-2014.6.30 的 EBITDA 增厚情况（单位：人民币百万元）

	交易前	交易后	变动金额/比率	变动比例
营业收入	284,964.27	657,995.95	373,031.68	130.90%
EBITDA	97,625.59	189,865.46	92,239.86	94.48%
EBITDA/营业收入	34.26%	28.86%	减少 5.4 个百分点	-15.77%

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

需要说明的是，从净利润的角度，2013 财年（从 2012 年 7 月 1 日至 2013 年 6 月 30 日，LTM，下同）和 2014 财年，卢浮集团的净利润分别为 3122 万欧元、-2247 万欧元，波动幅度较大，但波动主要是由于卢浮集团自 2013 年起开始资产重组而产生了不同程度的非经常性处置利得或损失。2013 财年和 2014 财年，卢浮集团非经常性损益前的营业利润分别为 5079 万欧元、6264 万欧元，保持平稳增长。公司收购方案中也注明：“这样的利得或损失在重组完成后的将来不再会发生”。

在这种背景下，参考标的公司 2014 财年的净利润为 32.7 百万欧元，EBITDA 为 107.6 百万欧元，且报告中披露标的公司 2015 年预测的 EBITDA 为 121.07 百万欧元。同时，参考公司企业报表及盈利预测，公司每年的折摊费用（DA）假设为 3,950 万欧元。综合来看，我们粗略预计标的公司 2015 年度（1 月 1 日至 12 月 31 日）的 EBIT 为 7000~7500 万欧元左右（兼顾重组当年额外重组费用或其他支出等影响）。

**财务费用：**从借款规模来看，本次收购采取现金收购，资金来源为自有资金及银行贷款，其中自有资金不低于 30%。按照本次交易支付款项金额上限 15 亿欧元的 70% 测算，本次交易预计增加本公司银行贷款最高达 10.5 亿欧元。从资金利率来看，欧洲融资成本相对低廉，卢浮集团历史银团借贷成本为 3 月期 Euribor 加 2.5% 至 3.5%。公司此前董事会公告指出银团贷款利率为不超过 3 月期 Euribor+2%，最新 3 月期 Euribor 仅 0.060%（截止 2015 年 1 月 16 日）。

需要说明的是，从交易完成前卢浮酒店集团的负债和财务费用来看，截至 2013 年 6 月 30 日和 2014 年 6 月 30 日，GDL 公司的借款和其他金融负债总额分别为 700,844 千欧元和 572,472 千欧元（主要包括 Star SDL Investment Co S.à r.l. 的借款以及辛迪加贷款（银团贷款）），整体对应财务费用为 3656.8 万欧元，据此估算平均资金成本约为 5.7%。这一资金利率相对偏高主要是 Star SDL Investment / PSP 对 Star Eco 的贷款为固定利率高达 10.04%（但本次收购交易时将偿还本金和利息），剔除这一影响（按（期初贷款余额+期末贷款余额）/2\*固定利率计算约 1255 万欧元左右），GDL 的财务费用大约在 2400 万欧元左右，综合资金利率在 4.7% 左右。在这种背景下，我们估计公司综合资金利率有望控制在 2%~4.7% 之间，且通过海外融资手段的利用和债务的重新梳理，大概率有望控制在 2% 左右（取决于 Euribor 的浮动情况）。

从交易完成后的情况来估计，按支付金额 12.5 亿-15 亿欧元中 70% 来自银行贷款计算，对应的财务费用大致为 1750~4975 万欧元（按资金利率 2%~4.7% 估算），平均为 3300 万欧元左右，较此前的财务费用 3656.8 万欧元尚有所降低。

其三，考虑自有资金的机会成本。假设本次交易 30% 来自自有资金，按照 12.5~15 亿欧元的支付总价和 2015 年 1 月 18 日欧元兑人民币最新中间价折算（参考中行官网，1 欧元=7.12 人民币），对应需要支付自有资金 26.70~32.04 亿元人民币。公司目前短期借款的利率为 5.04%~5.3%，如果以 5% 的年化利率进行估算（参考目前银行理财产品及借款利率），对应自有资金的机会成本一年也达到 1.33~1.60 亿元人民币。

综合来看，如果不考虑自有资金的机会成本，我们预计本次收购有望增厚锦江股份 2015 年净利润 1350~3800 万欧元（所得税按照 33.33% 计算，暂不考虑其他税收筹划的影响），按照最新汇率计算，可以增厚公司净利润 0.96~2.71 亿元人民币，其中如果按照 2% 左右的资金成本计算，可以增厚公司净利润 2.3~2.7 亿元人民币，对应增厚公司 2015 年净利润 42%~49%，相对较显著。但是，如果审慎地考虑自有资金的机会成本，本次收购仅增厚上市公司净利润 9900~11300 万元人民币，较我们预计的锦江股份原有业务 2015 年净利润 5.5 亿元增厚 18%~20%，仍有一定增厚。其中，如果我们以中值计算，本次收购实际增厚上市公司 2015 年净利润约 1.06 亿元，对应增厚全面摊薄后 2015 年 EPS 0.13 元（换言之，公司 2015 年全面摊薄后 EPS 有望达到 0.82 元，现有股价计算对应 2015 年 PE 31 倍）。需要说明的是，利率成本假设对我们上述盈利测算的影响至关重要，如果资金成本上升至 3%，上述净利润增厚仅为 9-13%。

### ■ 收购前景分析：品牌管理协同和客源优势带来一定看点，通过跨国收购分享出境游市场蛋糕

卢浮酒店集团 (LHG) 成立于 1976 年，是欧洲领先的酒店集团，截至 2014 年 6 月 30 日，LHG 旗下共计 1,115 家酒店，尤其在经济型与中档酒店行业拥有超过 38 年的行业经验以及极具竞争力的地位。

首先，由于卢浮酒店的主要品牌优势集中在经济型和中档酒店领域，因此与上市公司存有一定的协同效应预期。具体来看，卢浮酒店集团 (LHG) 旗下拥有四大系列，共计七大品牌（如下表 3 所示），其中知名度较高的 *Première Classe*、*Campanile*、*Kyriad* 系列（*Kyriad* 和 *Kyriad Prestige*）主要集中在经济型和中档酒店领域。由于二者的品牌契合度较高（从定位来看，*Campanile* 比较接近锦江之星，*Kyriad* 类似于金广快捷，*Première* 类似于百时快捷），因此，通过人员交流和运营共享，锦江股份收购卢浮酒店可以获得一定的协同效应预期。同时，卢浮酒店以加盟为主，直营为辅，这与锦江股份的酒店运营模式也较为一致，如表 4。并且，2011 年，锦江集团就曾通过与卢浮酒店集团开展品牌合作，在法国 9 个城市挂牌了 15 家锦江之星酒店，通过在法国和中国运营复合品牌来满足两国之间游客的需求。换言之，前期良好的合作使其彼此有了初步的了解，有助于收购后的整合和管理协同。

表 3：卢浮酒店集团 (LHG) 各品牌情况

	酒店数量 (家)	占比 (%)	客房数量 (间)	品牌分级
<i>Première Classe</i>	251	22.96%	17,174	一星级酒店品牌
<i>Campanile</i>	400	36.60%	27,651	2-3 星酒店/餐饮品牌，系法国第二大酒店连锁品牌，欧洲排名第九
<i>Kyriad</i>	228	20.86%	1,316	2-3 星非标酒店
<i>Tulip inn</i>	68	6.22%	6,642	3 星酒店中的性价比高的酒店，分布于 21 个国家
<i>Golden tulip</i>	137	12.53%	19,671	4 星酒店品牌，遍布 30 个国家
<i>Royal tulip</i>	9	0.82%	2,098	5 星酒店品牌
合计	1,093	100.00%	74,552	

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

表 4：截至 2014 年 6 月 30 日卢浮酒店集团 (LHG) 旗下各类型酒店情况

管理模式	酒店家数 (家)	占比 (%)	酒店客房数 (间)	占比 (%)
自由和租赁	255	22.87%	19,105	20.96%
特许经营	576	51.66%	47,977	52.63%
受托管理	284	25.47%	24,072	26.41%
合计	1,115	100.00%	91,154	100.00%

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

其次，锦江在中国客源方面的优势有助于卢浮酒店更好地吸引赴欧洲旅游的中国客人。从目前欧洲旅游市场来看，由于欧洲旅游市场发展较成熟，度假游盛行，欧洲本土客人对中高端酒店的青睐程度相对更高；经济型酒店和中档酒店竞争也相对激烈，加之欧洲经济等大环境影响，卢浮酒店经济型酒店此前入住率相对一般，集中在 60-70% 之间，相比国内经济型酒店 80%+ 甚至 90% 以上的入住率差距明显。但是，由于旅游发展阶段的不同，经济型和中档酒店却备受中国赴欧旅游游客青睐（性价比较高）。加之赴欧旅游的中国游客近几年持续增加，掌握这部分客源可以有效提升欧洲经济型酒店的入住率和盈利水平。在这种情况下，锦江的入主一是可凭借其中方背景有效拓宽卢浮酒店的中国客源，从而改善其盈利能力；二是凭借其既有服务中国客人的经验，改善卢浮酒店的运营管理，增加对中国客人的吸引力。

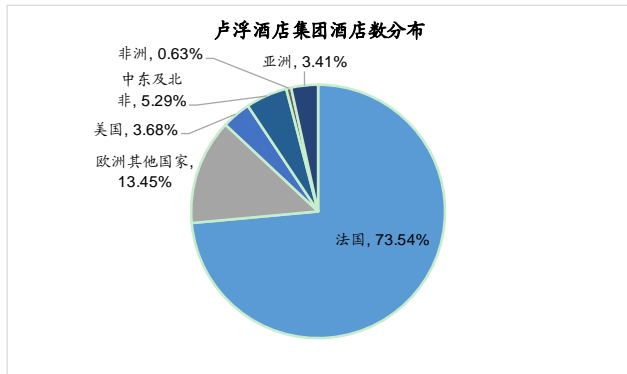
表 5：卢浮酒店的经营情况

项目	<i>Première Classe</i>	<i>Campanile</i>	<i>Kyriad</i> 及 <i>Golden Tulip</i> 系列
入住率 OR (%)	2013 年	71	66
	2012 年	69	64
	2011 年	69	64
平均每天房价 ADR (欧元)	2013 年	38.7	63.9
	2012 年	38.7	64.7
	2011 年	39.0	64.9
平均每间客房收入 RevPAR (欧元)	2013 年	27.3	42.3
	2012 年	26.7	41.6
	2011 年	27.0	41.7

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

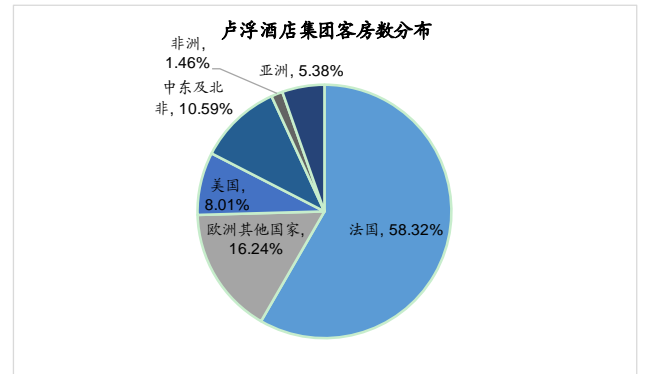
其三，本次收购可以有效强化锦江股份在欧洲酒店市场的布局。欧洲拥有全球最大的酒店市场，共有约 600 万间客房，在客房数量上排名世界第一，相当于全世界三分之一的客房总量。且 2009 年以后，欧洲酒店可租客房平均收入 (RevPAR) 开始复苏，经济/中档型酒店市场需求反弹。从区域分布来看，卢浮酒店旗下 87% 酒店的都集中在欧洲 (尤其以法国为主)，其他中东、美洲、非洲、亚洲及环太平洋地区占比仅在 3-4%。并且，对欧洲本地人而言，由于消费习惯的差异，欧洲人更为青睐欧洲本土的品牌。因此，收购卢浮酒店也有助于锦江系在欧洲的布局和渗透。欧洲游是中国出境游仍将快速发展的潜力市场，预计上市公司未来将跟出境游批发商等合作来深挖市场。

图 2: 卢浮酒店的区域分布 (按酒店数计算)



资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所整理

图 3: 卢浮酒店的区域分布 (按客房数计算)



资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所整理

■ 收购风险分析: 实际整合效应待观察, 财务风险和汇兑风险等或需关注

首先, 本次收购是锦江股份第一次跨境收购, 虽然前期已经有了一定的合作基础, 且在引导中国客源上有一定优势, 但毕竟境内外酒店运营的环境还是存在较大差异, 加之欧洲整体经济环境仍然并不十分景气, 因此最终实际的整合效应仍然待观察。

其次, 本次收购涉及的资金量较大, 合计需要支付收购价款 12.5~15 亿欧元, 这需要面临较高的银行贷款, 存有一定的融资压力, 同时也带来了利率风险 (欧洲主要采用浮动利率贷款) 和汇率风险。其中尤其需要说明的是, 目前 Euribor 利率处于历史相对较低水平, 但浮动利率下公司未来的利率成本仍有一定的不确定性。此外, 由于收购标的盈利能力低于锦江, 虽然公司可以进行整合, 但短期内对公司的盈利能力仍有一定的不确定性影响。

■ 收购对价 EV/EBITDA 为 12-15 倍, 通过可比公司来看, 虽不算低廉, 但仍在相对合理范围

国际酒店估值一般参考企业价值倍数 EV/EBITDA 指标。根据公告, 锦江收购卢浮酒店对应的企业价值倍数为 12-15 倍 (参考标的资产交易价格及 2014 年度 (2013 年 7 月 1 日至 2014 年 6 月 30 日) EBITDA), 而可比公司的平均估值水平为 13 倍左右 (见表 4), 从这个意义来看, 收购对价相对合理。同时, 标的资产交易价格低于公司自身的企业价值倍数 (锦江股份在购买标的资产前 (2015 年 1 月 14 日) 对应的企业价值倍数为 15.49 倍)。此外, 公司本次收购总体出价在 12.5 亿欧元~15 亿欧元 (按 1 月 18 日最新汇率计算约折合 14.4~17.3 亿美元) 之间, 考虑到 2005 年喜达屋集团收购卢浮酒店集团时的出价 32 亿美元, 本次锦江集团的收购价格也相对合理。

表 6: 可比公司估值情况

	所在国家	企业价值倍数 (截止 2014 年 6 月 30 日)
雅高酒店	法国	10.4
洲际酒店集团	英国	15.5
千禧国敦酒店	英国	9.8
Rezidor 酒店集团	瑞典	10.4
喜达屋	美国	15.1
凯悦酒店	美国	15.5
Choice 国际酒店	美国	15.4
华住	中国	13.5
如家	中国	11.8
平均水平		13.0

资料来源: 公司资料, WIND, 国信证券经济研究所整理

### ■ 本次收购系公司“走出去”海外扩张战略升级

作为国内酒店龙头和上海国资委重点企业，公司一直肩负国资海外扩张的重任。2011年9月，“锦江之星”与菲律宾的上好佳（国际）正式签约，通过品牌输出的方式跨出国门，成为中国经济型酒店品牌走向海外的第一例。2011年11月，锦江集团与卢浮酒店集团开展品牌合作，首批15家锦江之星以品牌联盟的方式正式亮相法国六大城市。2012年6月，公司又与一家韩国公司在上海签订特许经营合同（锦江之星的首尔明洞店也于2014年开业）；2014年1月，锦江之星将品牌在印尼的特许经营总代理权授予当地的金锋集团。本次收购卢浮酒店较此前跨国品牌输出有了实质性的提高，是公司走出去战略的有效升级，代表着公司海外扩张进入一个新的阶段。

此外，根据路透社台北2014年7月8日的报道，锦江股份的控股股东-上海锦江国际酒店（2006.HK）表示，将透过收购、投资以及赴海外争取管理合同等多种方式，在五年内超越希尔顿酒店等巨擘，成为以客房数计的全球第三大集团。锦江酒店市场营销高级副总裁陈思霖在台北接受路透专访时称，目前集团拥有或管理的客房数逾23.5万间，要成为全球第三大集团，客房数将跳增两倍至60-70万间。目前正积极与欧美地区的饭店集团洽商。本次收购有望为锦江系增加7万多间客房，未来海外收购扩张可能仍将继续。在这种背景下，锦江股份未来不排除在集团支持下进一步加速其海外扩张。

### ■ 本次收购总体属偏利好，上市公司15年兼具迪士尼和国企改革看点，建议逢低择机增持

由于会计准则和会计财年的差异（目前收购公布的2013、2014年相关数据基于IFRS准则和7月1日至次年6月30日的财年），我们需要待公司进一步公布相关数据后调整盈利预测。暂不考虑收购卢浮酒店影响的情况下，考虑长江证券的股价变动以及2014年的处置收益情况，我们调整公司14-16年全面摊薄后EPS至0.57/0.69/0.83元（假设2015、2016年公司每年处置2000万股长江证券股权），对应PE44/36/30倍。如果按照前面审慎分析计算本次收购影响，中性测算收购增厚2015年PS0.13元，换言之，公司2015年全面摊薄后EPS有望达到0.82元，现有股价计算对应2015年PE31倍。从乐观角度看，本次跨国收购对上市公司存在一定的协同效应预期，中国客源导入有助于公司改善卢浮酒店的盈利，但与此同时，本次收购价格不算低，贷款额较高，对上市公司的实际业绩影响有待跟踪观察，且跨国经营风险不确定性更大。我们对本次收购暂时持略乐观态度。公司最主要的看点依然是国企改革和迪士尼题材。在上海积极推进国企改革等的背景下，公司2015年有望重新启动新一轮的股权激励，束缚其发展的掣肘有望部分改善。上海迪士尼乐园有望2015年底或2016年初开业，公司有望直接受益于迪士尼概念而获得阶段性的估值溢价。综合来看，我们认为公司主业目前正面临从稳健发展向加速扩张的转折，加之公司兼具迪士尼和国企改革双重概念，2015年估值弹性较大，给予2015年40PE，合理估值32.8元，建议逢低增持。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	679	3200	1296	1111
应收款项	117	120	138	164
存货净额	33	14	11	13
其他流动资产	48	58	67	80
<b>流动资产合计</b>	<b>877</b>	<b>3391</b>	<b>1513</b>	<b>1367</b>
固定资产	3201	3684	4500	5049
无形资产及其他	250	241	232	223
投资性房地产	2568	2568	2568	2568
长期股权投资	187	187	187	187
<b>资产总计</b>	<b>7083</b>	<b>10071</b>	<b>9000</b>	<b>9394</b>
短期借款及交易性金融负债	1330	1330	0	0
应付款项	463	205	171	189
其他流动负债	580	608	677	786
<b>流动负债合计</b>	<b>2374</b>	<b>2143</b>	<b>849</b>	<b>975</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	329	329	329	329
<b>长期负债合计</b>	<b>329</b>	<b>329</b>	<b>329</b>	<b>329</b>
<b>负债合计</b>	<b>2702</b>	<b>2471</b>	<b>1178</b>	<b>1304</b>
少数股东权益	37	38	39	40
股东权益	4344	7562	7784	8050
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7083</b>	<b>10071</b>	<b>9000</b>	<b>9394</b>

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.63	0.57	0.69	0.83
每股红利	0.44	0.34	0.41	0.50
每股净资产	7.20	9.40	9.68	10.01
ROIC	5%	3%	4%	5%
ROE	9%	6%	7%	8%
毛利率	89%	89%	90%	90%
EBIT Margin	10%	9%	11%	13%
EBITDA Margin	17%	20%	23%	24%
收入增长	15%	9%	15%	18%
净利润增长率	2%	22%	21%	20%
资产负债率	39%	25%	14%	14%
息率	2%	2%	2%	3%
P/E	40.1	44.0	36.4	30.4
P/B	3.5	2.7	2.6	2.5
EV/EBITDA	39.1	39.3	28.2	22.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>2684</b>	<b>2914</b>	<b>3365</b>	<b>3987</b>
营业成本	301	329	345	393
营业税金及附加	142	154	178	211
销售费用	1393	1524	1740	2033
管理费用	581	657	737	847
财务费用	46	70	(42)	(24)
投资收益	247	417	319	349
资产减值及公允价值变动	1	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	470	596	726	874
营业外净收支	27	18	16	16
<b>利润总额</b>	<b>497</b>	<b>614</b>	<b>742</b>	<b>890</b>
所得税费用	114	154	185	223
少数股东损益	5	2	2	3
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>377</b>	<b>459</b>	<b>554</b>	<b>665</b>

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
<b>净利润</b>	<b>377</b>	<b>459</b>	<b>554</b>	<b>665</b>
资产减值准备	(4)	0	0	0
折旧摊销	189	327	394	461
公允价值变动损失	(1)	0	0	0
财务费用	46	70	(42)	(24)
营运资本变动	152	(224)	11	87
其它	6	1	1	1
<b>经营活动现金流</b>	<b>719</b>	<b>563</b>	<b>960</b>	<b>1215</b>
资本开支	(1882)	(801)	(1201)	(1001)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1833)</b>	<b>(801)</b>	<b>(1201)</b>	<b>(1001)</b>
权益性融资	4	3035	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(266)	(275)	(333)	(399)
其它融资现金流	1568	0	(1330)	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>1041</b>	<b>2759</b>	<b>(1663)</b>	<b>(399)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(73)</b>	<b>2521</b>	<b>(1903)</b>	<b>(185)</b>
货币资金的期初余额	752	679	3200	1296
货币资金的期末余额	679	3200	1296	1111
企业自由现金流	(1334)	(511)	(522)	(76)
权益自由现金流	234	(564)	(1821)	(58)

## 相关研究报告:

- 《锦江股份-600754-2014年三季报点评: 业绩平稳增长, 未来股价具备较好弹性》 —— 2014-10-31
- 《锦江股份-600754-2014年半年报点评: 业绩符合预期, 多重主题投资题材提升股价弹性》 —— 2014-08-29
- 《锦江股份-600754-重大事件快评: 定增引入战投, 资金实力大增且强化国企改革预期》 —— 2014-06-16
- 《锦江股份-600754-2013年年报点评: 业绩平稳增长, 纯正迪士尼题材叠加再融资预期》 —— 2014-03-28
- 《锦江股份-600754-2013年半年报点评: 肯德基拖累业绩下滑, 未来一年可重点关注》 —— 2013-08-29

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。