

纺织服装

2014年07月10日

际华集团 (601718)

投资际华目的地中心项目，首创“奥特莱斯+极限运动中心”新业态

报告原因：上市公司调研

增持

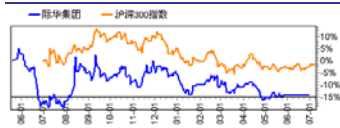
首次评级

市场数据:	2014年07月09日
收盘价(元)	2.52
一年内最高/最低(元)	3.12/2.33
上证指数/深证成指	2064/7358
市净率	0.9
息率(分红/股价)	1.51
流通A股市值(百万元)	9681

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年03月31日
每股净资产(元)	2.88
资产负债率%	39.27
总股本/流通A股(百万)	3857/3857
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

- 《际华集团(601718)新股定价报告》
2010/08/16
- 《际华集团(601718)新股询价报告》
2010/07/29

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

联系人

陈凯茜
chenkx@swsresearch.com
许一帜
(8621)23297717
xuyz@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	26,718	0.9	948	13.4	0.25	8.2	8.7	10.1	11.7
2014Q1	7,625	0.58	241	6.15	0.06	7.7	-	-	-
2014E	27,890	4.4	1,041	9.8	0.27	8.4	8.7	9.2	12.8
2015E	29,080	4.3	1,144	9.9	0.30	8.9	8.8	8.3	10.6
2016E	30,459	4.7	1,263	10.3	0.33	9.2	8.8	7.5	9.4

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩，“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE;

投资要点:

- **公司进军商业服务业，形成家庭一站式互动消费娱乐新业态。**公司于7月5日公告对外投资项目，拟在长春和重庆投资建设“际华目的地中心”项目，打造“奥特莱斯+运动中心（室内冲浪、室内攀岩、风洞跳伞等）+酒店”的综合服务业态。我们认为这种新型业态独特之处在于“为女人提供购物环境+为男人和孩子提供极限运动场所”，该项目也响应了国家号召“大力发展体育项目”。总投资29.4亿元，预计投资回收期约6年，IRR约20%。（1）**长春项目**：投资15.9亿元，总建筑面积为13.4万平米，建设期10-12个月，预计未来年收入5.5亿元、利润总额2.6亿元；（2）**重庆项目**：投资13.5亿元，总建筑面积为9万平米，建设期10个月，预计未来年收入5.2亿元、利润总额3亿元。
- **公司多元化产业实施“强二进三”战略：稳定基础制造业，发展特种制造业，转型现代服务业。**（1）**基础制造业**：2013年公司军品收入54亿，毛利率23%，民品收入102亿，毛利率7%。我们预计未来军品收入将稳定在60亿规模左右，预计基础制造业将维持5-10%的稳定增速。（2）**特种制造业**：预计该业务13年收入15亿元、净利润约为1.5亿元，其中包括天津的制药公司（心血管药+头孢原料药），南京的高端滤料公司，铁岭的特种车生产公司（防爆车等）和西宁的络铁合金公司。（3）**现代服务业**：目前以商贸物流为主，2013年收入约为118亿元，毛利率约1%。公司将际华目的地中心项目作为未来重要发展方向，预计先以长春、重庆项目作为试点，如果效果不错，未来有望全国铺开。
- **资产夯实创造较高安全边际，“出城入园”带来盘活资产机遇。**（1）**资产结构良好、价值低估**：公司目前总资产187亿元，净资产114亿元，市值97亿，PE约10倍，PB仅为0.9倍。公司安全边际较高，账上有货币资金36亿元，无形资产中土地账面净值21亿、固定资产中房屋及建筑物账面净值19亿，几乎没有长期借款，资产负债率为40%，未来可以通过适当地加杠杆来对看好的项目进行投资。（2）**土地储备充足，预计2-3年内动迁带来大量收益**：预计公司目前拥有9000亩土地，其中上市之初的5000亩土地以当时较低评估价入账，加上“出城入园”政策新增的预计4000亩土地。预计有1500亩土地（多在二线城市的市中心位置）将在2-3年内动迁改造，预计这部分评估价可能在25-30亿元，预计能实现收益15亿左右。此次项目投资总额29亿，约40%为自有资金，60%来自融资，我们预计明年开始财务费用可能在1-2亿。考虑到有土地收储等带来营业外收入进行补充，预计净利润保持10-15%的稳定增长。
- **公司作为央企军需龙头，资产夯实，价值被低估，未来进军商业服务业，打造符合时代发展方向的新业态，转型显著，前景可期。**由于央企考核对净利润有要求，预计项目投资带来的财务费用可能与动迁带来的营业外收入平衡，预计未来业绩增速保持10-15%左右。预计公司14-16年EPS为0.27/0.30/0.33元，对应PE为9.2/8.3/7.5倍，目前公司PB很低仅为0.9倍，首次评级增持。

目 录

1. 新项目：投资“际华目的地中心”，向商业服务业转型..	2
1.1 国际化团队打造“奥特莱斯+体育中心”综合服务业态.....	2
1.2 奥特莱斯提供低价享受，运动中心建设响应国家政策.....	4
1.3 际华目的地项目率先在长春和重庆启动	5
1.4 项目 SWOT 分析	7
2. 现有业务：强化第二产业，进军第三产业.....	8
2.1 预计基础制造业将维持 5-10%的稳定增长	8
2.2 发展特种制造业	9
2.3 现代服务业是公司未来的转型方向	10
3. 资产夯实创造高安全边际，出城入园带来盘活资产机遇. 10	10
3.1 公司估值偏低，PB 仅为 0.9 倍，PE 为 10 倍左右	10
3.2 “出城入园”规划盘活土地储备资产	11
4、盈利预测：	12

1. 新项目：投资“际华目的地中心”，向商业服务业转型

1.1 国际化团队打造“奥特莱斯+体育中心”综合服务业态

公司7月5日公告的对外投资项目，拟在长春和重庆投资建设“际华目的地中心”项目，运用国际化团队打造“奥特莱斯+极限运动中心（室内冲浪、室内攀岩、风洞跳伞等）+酒店”的综合服务业态。

图 1：项目效果图 1



资料来源：申万研究

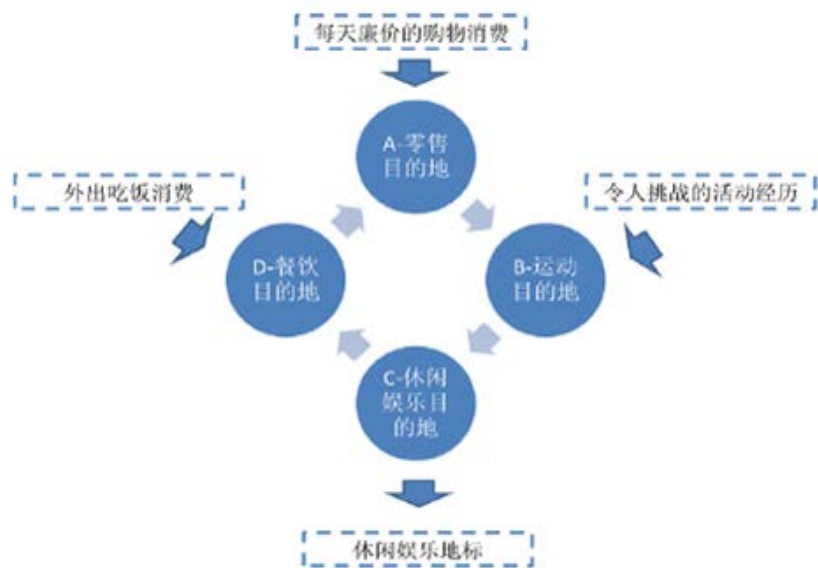
图 2：项目效果图 2



资料来源：申万研究

该项目定位为“时尚、休闲、健康、绿色”的现代生活服务体验中心，旨在打造“集时尚运动娱乐、国际时尚品牌购物、旅游度假休闲、特色餐饮为一体”的新生活体。不同的功能分区可涵盖各年龄段人群，是家庭休闲、购物、旅游的好去处。

图 3：际华目的地的不同功能区



资料来源：公司公告，申万研究

图 4：际华目的地中心的理念



资料来源：申万研究

整个项目由意大利公司 Gestioni Arcotecnica S.r.l.(GA)协助项目的开发及运营，世界建筑设计百强企业波捷特公司(Progetto CMR)负责项目建筑设计，法国专业品牌推广公司 Pueblo 执笔项目企划。

表 1 国际化团队介绍

公司名称	协助业务	公司相关介绍
Gestioni Arcotecnica S.r.l.	项目的开发及运营	该公司是一家集物业、项目开发及建设管理于一身的新型服务业综合投资运营商，已有 30 年的历史，管理覆盖世界各地 1400 多栋建筑及 850 家零售机构。该公司专注零售机构运营，已在芬兰、土耳其等地开发奥特莱斯项目，旗下项目遍布罗马、伦敦、巴黎等欧洲主要城市，目前已涉足中国香港、上海和北京等地的项目开发。
Progetto CMR	建筑设计	世界建筑设计百强企业，意大利最大的建筑设计公司，进入中国市场已有 10 余年历史，业务范围囊括住宅、酒店、写字楼、工商业以及公共场所等各个领域。波捷特擅长设计综合功能建筑体，设计项目包括 2014 年北京 APEC 峰会举办地雁栖湖生态发展示范区的配套项目“雁栖湖庄园”。
Pueblo	执笔项目企划	该公司擅长运用平面广告、宣传手册、网站设计等多种方式塑造品牌特征、推广品牌认知度，其客户覆盖卡地亚、米其林、艾格和兰姿等众多世界著名品牌。

资料来源：申万研究

1.2 奥特莱斯提供低价享受，运动中心建设响应国家政策

奥特莱斯定位时尚品牌，保障商品折扣，让消费者享受低价消费时尚产品。公司经过调研发现一些奥特莱斯的失败主要归结于运营方式的同质单一，公司未来将引进 70% 的国际品牌，主要分三类：（1）已经进入中国市场且被中国消费者认可的国际品牌；（2）还未进入国内市场的品牌；（3）在欧洲当地知名的区域性品牌。

图 5：奥特莱斯模拟图



资料来源：公司公告，申万研究

图 6：极限运动中心模拟图



资料来源：公司公告，申万研究

运动中心欲设置风洞跳伞、室内冲浪、室内攀岩等项目。目前国内还没有风洞跳伞项目，公司抢先攻占市场空白点，而针对国内已有的室内冲浪和室内攀岩项目，公司将引进国际高水准设备，重点放在提高用户体验上。公司未来还计划引入室内滑雪与室内赛车等项目。

公司此次“目的地中心”建设正响应了国家对发展体育产业的呼吁，未来可能享受到该方面的政策优惠。

表 2 体育产业相关优惠政策

政策颁发时间	文件名称	具体相关政策
2010年3月19日	《国务院办公厅关于加快发展体育产业的指导意见》	<p>大力促进体育服务贸易。以体育劳务、赛事组织、场馆建设、信息咨询、技术培训等为重点，逐步扩大体育服务规模。</p> <p>协调推进体育产业与相关产业互动发展。发挥体育产业的综合效应和拉动作用，推动体育产业与文化、旅游、电子信息等相关产业的复合经营，促进体育旅游、体育出版、体育媒介、体育广告、体育会展、体育影视等相关业态的发展。</p> <p>加大投融资支持力度。拓宽体育产业发展资金来源渠道，政府可以通过安排补助资金等方式促进体育产业发展。支持有条件的体育企业进入资本市场融资，通过发行债券、股票，以及项目融资、资产重组、股权置换等方式筹措发展资金。积极鼓励民间和境外资本投资体育产业，兴建体育设施。鼓励金融机构适应体育产业发展需要，开发新产品，开拓新业务。</p>

完善税费优惠政策。符合条件的体育类非营利组织的收入，可按税法有关规定，享受企业所得税相关优惠政策。企业发生的符合条件的广告费支出，可以按照税法规定扣除。鼓励社会捐赠体育事业，对企业、个人和其他社会力量向公益性体育事业的捐赠，符合税法有关规定的部分，可在计算企业所得税应纳税所得额时扣除。

2014 年 1 月 3 日 《长春市人民政府办公厅关于加快发展体育产业的实施意见》	公共体育场馆在保证自身业务前提下，利用空余房间、场地出租或联办其它产业创收的，其所得用于贴补事业费，免征土地租金。 国家体育行政主管部门正式公布的体育项目，按“文化体育业”税目，征收 3% 营业税。月营业收入在 20000 元以下的小微企业和个人，不征营业税、城市维护建设税、教育费附加税。
---	--

资料来源：申万研究

1.3 际华目的地项目率先在长春和重庆启动

际华长春目的地中心项目和际华重庆目的地中心项目的具体情况如表 3 所示。此次选择长春和重庆作为项目启动的第一站，主要是考虑到三个因素：当地政府的支持、消费环境适宜、二三线城市土地成本较低。

表 3 际华长春、重庆目的地中心项目的具体情况

项目		际华长春目的地中心项目	际华重庆目的地中心项目
建筑面积 (万平方米)	地上	8.4	8.2
	地下	5	0.8
初始投资额 (亿元)	总计	15.9	13.5
	土地成本	5.3	5.4
	建设成本	9.8	7.5
	设备投资	6.8	6.9
选址情况	具体地址	长春兴华保税区。	两江新区龙兴园区
	周边交通	长春市东北方向，距市中心 30 公里，紧邻机场，东至乙四街，南至三甲路，西至空地，北至机场路。	市中心东北 50 公里，紧邻基地北侧规划有城市快速干道和轨道交通地铁站。
投资指标	投资回收期	6.3 年	6.1 年
	内部收益率	20.80%	20.50%
预期收益	营业收入	5.5 亿元	5.2 亿元
	利润	3 亿元	3 亿元
建设期		10-12 个月 (不含冬季)	10 个月
项目进度		已完成购地	购地中

资料来源：公司公告，申万研究

图 7：长春目的地中心位置图



资料来源：公司公告，申万研究

图 8：重庆目的地中心位置图



资料来源：公司公告，申万研究

(1) **当地政府支持。**当地政府基于城市规划和消费需求的考虑，并不希望在这类商业服务业项目间增加竞争。“际华目的地中心项目”中运动中心的建设，与目前国家支持体育事业发展的方向一致，长春市政府 2014 年 1 月 3 日出台的《长春市

《人民政府办公厅关于加快发展体育产业的实施意见》明确规定对当地体育项目的经营及体育场馆的建设实行税收优惠。

(2) **消费环境符合。**长春市和重庆市都属于交通便利，人均 GDP 全国排名靠前的，服务业发展快速的地区，际华项目在两地的选址均综合考虑了当地的消费环境及周边的交通状况。

(3) **二三线城市土地成本较低。**长春项目购买的 401 亩土地花费了 4 亿 3 千多万元。而一线城市土地成本过高会提高前期投入成本，最终引起终端消费价格的提高，减少消费者的消费意愿，选择二、三线城市可降低项目的整体风险。

1.4 项目 SWOT 分析

总体来说，公司在际华项目上的优势：在于长年积累的服饰行业经营和产业链的整合优势可以帮助奥特莱斯的项目发展，建设运动中心抢占市场空白点；劣势在于：公司对零售项目建设和经营的经验缺乏，以及对运动项目在中国市场推广情况的不确定性。

表 4 项目 SWOT 分析

	优势	劣势	机会	风险
奥特莱斯	多年服饰行业的积累使公司在后期经营和产业链整合上具备明显的优势；企业的政治优势和整体实力，有利于实现项目的建设和综合成本降低。	际华集团在零售项目建设和零售运营经验的缺乏，导致项目启动需要经过较长时间的论证。	借助于国家大力推进第三产业发展的大环境和扩大内需拉动经济增长的有利时机，有机会在国内创造品牌纯正、价格有竞争力的奥特莱斯卖场。	电商对消费品的冲击，可能导致消费竞争的加剧；建筑成本的提升可能侵蚀终端消费品价格的价格优势，导致项目整体竞争优势削弱的风险。
运动中心	结合国外成熟的运动设备体系，可以为客户提供有价值的体验感受。	运动的独特性和客户基础偏弱，对长期客户粘性难以估量；目前引进模式的高成本在后期可能形成较大的价格抗性。	目前基本属于市场空白点，其新颖业态组合的体验，有利于项目品牌树立和消费者的青睐。	消费习惯和人均可支配收入现状以及增长趋势，对消费总量难以准确估量。
项目综合分析	目标客户群消费取向的统一为项目提供了竞争力；整体成本优势和产业链整合为项目的执行提供了基础。	投资巨大、管理复杂，对公司的经营能力提出较大的挑战。	抓住消费升级的增长趋势，提前启动可以占领细分市场的制高点。	新颖市场的消费特性难以判断，客流量的变化有可能导致营业收入难以达到预期效果。

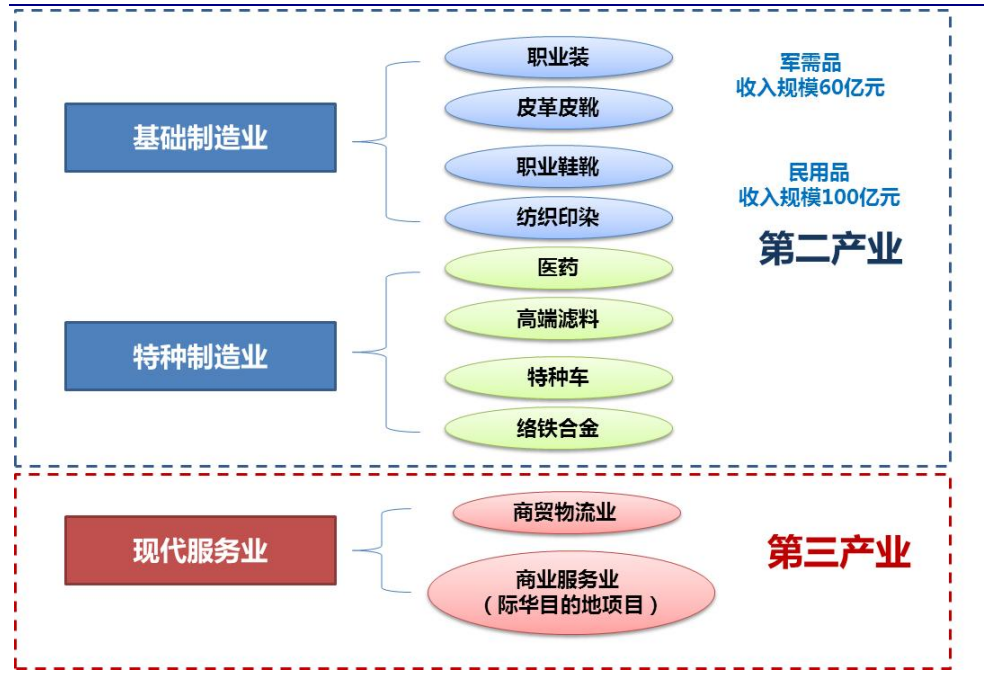
资料来源：申万研究

对于市场比较关注的财务风险，我们认为，公司将增加有息负债 17 亿左右，预计每年将带来 1-2 亿元财务费用，以公司目前健康的财务状况来看，不会造成太大财务压力。项目总投资额 29.4 亿，有息融资预计占 60%，公司计划以银行负债和公司债的形式融资，预计增加财务费用 1-2 亿元。公司目前握有现金 36 亿左右，资产负债率约 40%，财务状况健康。我们认为，该融资项目不会影响公司的正常运营。

2. 现有业务：强化第二产业，进军第三产业

公司主要业务仍集中在制造业，可按业务种类分为基础制造业和特种制造业；此外，公司也在积极拓展现代服务业，目前主要为商贸物流业，际华目的地项目的建设有助公司进军商业服务业。

图 9：公司的业务类别



资料来源：申万研究

2.1 预计基础制造业将维持 5-10%的稳定增长

2013 年公司军品收入 54 亿元，民品收入 102 亿元。我们预计未来公司军品收入将稳定在 60 亿元的规模，预计基础制造业将维持 5-10%的稳定增长。

军品市占率高达 70%以上，收入稳定在 60 亿规模；军品结构调整和生产效率的提高带来毛利率的提升。公司前身是军队和武警部队的军需保障性企业，自我军成立之初就开始从事军需业务，是国内唯一的全系列军需产品供应商，承担了军队和武警部队 75%的军需被装产品生产任务，处于行业龙头地位，客户群体稳定，收入

维持在 60 亿元的规模。近年来军品业务毛利上升带来利润增长，11、12、13 年的毛利率分别为 14.76%、18.23% 和 23.12%，2013 年业务收入受部队采购节奏影响，有所波动。民品销售主要集中在职业鞋靴，收入规模百亿左右，占国内市场约 1/3 的份额；还有纺织印染，在高支高密坯布的市场占有率达 40%。

图 10：3523 防弹衣展示



资料来源：申万研究

图 11：3515 “强人”军警鞋靴展示



资料来源：申万研究

2.2 发展特种制造业

目前，公司特种制造业增长较快，2013 年净利润约为 1.5 亿元，包括医药、高端滤料、特种车生产和络铁合金四块业务。

表 5:特种制造业相关介绍

业务名称	相关子公司	所在地	相关业务介绍
医药	天津华津制药	天津	2013 年总规模约 9 亿元 利润总额约 9000 万元 正常年增长 10%，主要产品有达美康和头孢原料药，天津华津制药近年多动作于上游原料厂的并购，试图完善产业链。
高端滤料	三五二二公司	南京产业园	2013 年收入规模约 2 亿元，相关客户为钢铁、水泥、垃圾焚烧的系统，受环保政策影响较大。
特种车	三五二一公司	辽宁铁岭产业园	2013 年利润总额约 5000-6000 万元，产品包括军队武警和公安运用的改装车、防暴车、运钞车、防弹指挥车、炊事车等。
络铁合金	青海际华江源实业	西宁	公司产能目前 10 万吨左右，络铁合金属于不锈钢的添加材料，不锈钢的产业发展有利于其发展。

资料来源：申万研究

2.3 现代服务业是公司未来的转型方向

现代服务业是公司未来的转型方向。央企重视收入考核，公司目前已有的商贸物流业 2013 年贡献收入 118 亿元，占总收入的 44% 左右，但毛利率低于 1%，对利润的贡献较小。公司将际华目的地中心项目作为未来重要发展方向，预计先以长春、重庆项目作为试点，如果效果不错，未来有望全国铺开。

图 12：际华目的地中心项目未来布局



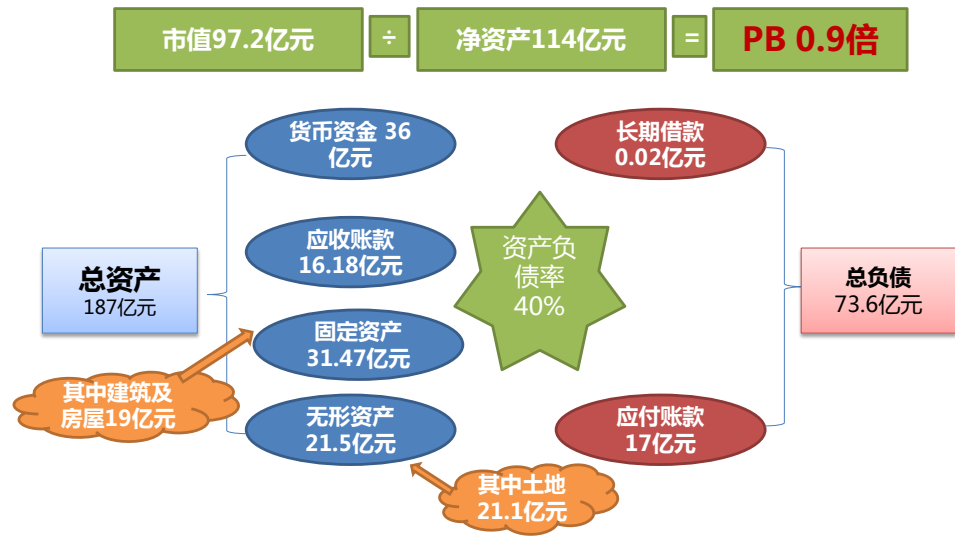
资料来源：GA 公司官网，申万研究

3. 资产夯实创造较高安全边际，“出城入园”带来盘活资产机遇

3.1 公司估值偏低，PB 仅为 0.9 倍，PE 为 10 倍左右

公司目前总资产 187 亿元，净资产 114 亿元，市值 97 亿，PE 约 10 倍，PB 仅为 0.9 倍。公司安全边际较高，账上有货币资金 36 亿元，无形资产中土地账面净值 21 亿、固定资产中房屋及建筑物账面净值 19 亿，几乎没有长期借款，资产负债率为 40%，未来可以通过适当地加杠杆来对看好的项目进行投资。

图 13: 公司财务状况



资料来源: 申万研究

3.2 “出城入园”规划盘活土地储备资产

土地储备充足, 预计 2-3 年内动迁带来大量收益。预计公司目前拥有 9000 亩土地, 其中上市之初的 5000 亩土地以当时较低评估价入账, 加上“出城入园”政策新增的预计 4000 亩土地。预计有 1500 亩土地(多在二线城市的市中心位置)将在 2-3 年内动迁改造, 预计这部分评估价可能在 25-30 亿元, 预计能实现收益 15 亿左右。

去年长春全资子公司被政府收储了 4 万平米土地, 产生了 1.55 亿元的收益。公司目前在二线城市市中心仍有 1200 亩土地将在近 2-3 年内完成“出城入园”。

表 6 长春子公司土地处置具体情况

公告日期	子公司	面积	收益
2013 年 12 月 27 日	长春际华三五零四职业装有限公司	40,000 平方米	1.55 亿元

资料来源: 申万研究

表 7: 可出城入园土地的分布情况

地点	面积约 (亩)	对应的子公司
长春	已处置	际华三五零四职业装有限公司
兰州	120	际华三五一二皮革皮鞋有限公司
岳阳	400	际华三五二七公司橡胶制品有限公司
漯河	200	际华三五二五公司皮革皮鞋有限公司
襄阳	380	际华三五四二纺织有限公司
绵阳	60	际华三五三六职业装有限公司

重庆	80	际华三五三九制鞋有限公司
秦皇岛	100	际华三五四四鞋业有限公司
呼和浩特	120	际华五二零三服装有限公司

资料来源：申万研究

4、盈利预测：

我们预计公司 14 年的收入为 278.9 亿元，同比增速为 4.3%，净利润为 10.4 亿元，同比增速为 10.9%。预计 14/15/16 年的 EPS 分别为 0.27/0.30/0.33 元，对应 PE 为 9.2/8.3/7.5 倍，首次评级增持。

表 8：利润预测表

单位：元，百万元

利润表	2009	2010	2011	2012	2013	2014Q1	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	11,028	15,938	22,639	26,486	26,718	7,625	27,890	29,080	30,459
二、营业总成本	10,498	15,305	21,982	25,754	26,055	7,391	27,082	28,136	29,360
其中：营业成本	9,554	14,313	20,898	24,467	24,531	7,040	25,546	26,488	27,655
营业税金及附加	25	26	32	42	40	9	42	44	46
销售费用	298	336	394	436	510	98	502	523	548
管理费用	523	549	646	755	845	223	837	872	914
财务费用	72	60	(20)	23	62	23	118	171	158
资产减值损失	27	21	33	30	67	-1	37	38	39
加：公允价值变动收益	0	(0)	(0)	0	(0)	0.00	0	0	0
投资收益	4	7	3	22	13	3	0	0	0
三、营业利润	533	640	660	755	676	236	808	944	1,099
加：营业外收入	86	84	180	395	606	53	1,060	1,060	1,060
减：营业外支出	16	5	4	96	32	2	500	500	500
四、利润总额	602	719	836	1,054	1,251	287	1,368	1,504	1,659
减：所得税	149	200	207	223	305	45	327	359	397
五、净利润	453	518	629	831	946	241	1,041	1,144	1,263
少数股东损益	0	3	5	(5)	(2)	-1	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	453	516	624	836	948	242	1,041	1,144	1,263
六、基本每股收益	0.17	0.17	0.16	0.22	0.25	0.06	0.27	0.30	0.33
全面摊薄每股收益	0.12	0.13	0.16	0.22	0.25	0.0629	0.27	0.30	0.33

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。