

N 安正 (603839)

2017-02-13

公司报告 | 新股报告

评级 **无评级** 首次

安正时尚：高端成熟男、女装多品牌企业

报告要点

■ 公司简介：高端成熟女装为主的多品牌企业

安正时尚是一家集研发、生产、销售、及品牌管理于一体的全国多品牌时装企业，主要产品包括上衣、裙装、裤装、皮衣等女士时装，以及西装、裤子、衬衫、夹克等男士时装，在高端成熟女装市场处于领先地位，营业收入稳定增长，净利润度过调整期未来增长可期。

■ 行业分析：整体增速放缓，高端女装前景良好

我国服装行业受经济低迷景气影响，发展速度由高速阶段进入中速，2010-2012 年我国限额以上服装类企业零售额每月增速在 25% 左右，2013 年至今增速逐步下滑，目前维持在 7% 左右。我国女装和男装消费比落后于美日等发达国家，女装消费仍有较大潜力。高端成熟女装市场目标人群数量增长，有望迎来新一轮上涨。

■ 公司分析：加强设计研发和渠道拓展，提升品牌价值

公司注重研发投入，投入资金逐年上升，确保产品时尚性满足消费者需求同时注重渠道拓展的科学管理，在门店覆盖率逐步提高的同时加强信息管理，追求更大盈利空间。此外供应渠道种类的多样化也拓宽了公司营收来源，有利于提升公司规模，提升品牌价值。

■ 盈利预测与询价建议

基于行业和公司基本面分析，看好公司长期发展，且预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.919、0.990、1.069 元。从估值层面来看，目前国内朗姿股份、维格娜丝、歌力思 16 年 EPS 估值平均在 44 倍左右，考虑到目前新股发行价格限制及公司未来三年业绩增速及可比上市公司估值水平，我们测算公司合理询价为 19.8-22.77 元。

建议询价区间：19.8~22.77
 上市首日定价区间：25~30

分析师 雷玉

☎ (8621)68751070

✉ lei.yu@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490511040005

联系人 曹轶俊

☎ (8621)68751070

✉ caoyj1@cjsc.com.cn

联系人 李俐璇

☎ (8621)68751070

✉ lilx2@cjsc.com.cn

联系人 杨靖凤

☎ (8621)68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

发行数据

总股本(万股)	28,504.00
发行数量(万股)	7,126.00
网下发行(万股)	4,276.00
网上发行(万股)	2,850.00
保荐机构	中信证券股份有限公司
发行日期	2017-01-24
发行方式	

主要财务指标

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1225	1299	1397	1542
增长率(%)	5%	6%	8%	10%
归属母公司所有者净利润(百万元)	243.9	262.0	282.2	304.6
增长率(%)	7%	7%	8%	8%
每股收益(元)	1.141	0.919	0.990	1.069
净资产收益率(%)	21.3%	10.4%	10.1%	9.8%

风险提示：

1. 不能达到预期收益的风险；
2. 营销规模迅速扩大带来的管理风险。

公司简介：高端成熟女装为主的多品牌企业

公司是一家集研发、生产、销售、及品牌管理于一体的全国多品牌时装企业，目前主要采用自主生产、委托加工及成衣采购的模式，建立一体化的供应链管理体系。主要产品包括上衣、裙装、裤装、皮衣等女士时装，以及西装、裤子、衬衫、夹克等男士时装。

图 1：公司产品情况一览



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

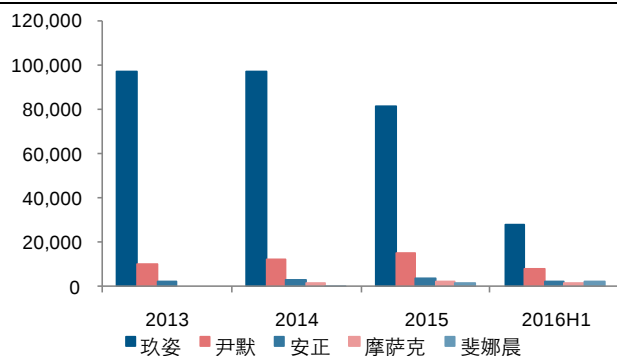
公司实行多品牌发展战略，2001 年创立玖姿女装，已成为中高端女装领导品牌，在成熟女装市占率中位列前五，高端女装销售排名位列第三，2008 年创立与玖姿差异明显的尹默女装，2012 年推出高端男装品牌安正，2014 年下半年收购摩萨克、斐娜晨，多品牌差异化推动公司发展。

表 1：中高档成熟女装品牌市占率排名

	2013年	2014年	2015年
第一名	哥弟	哥弟	哥弟
第二名	玖姿	玛丝菲尔	玛丝菲尔
第三名	玛丝菲尔	雅莹	雅莹
第四名	雅莹	阿玛施	阿玛施
第五名	衣恋	玖姿	玖姿

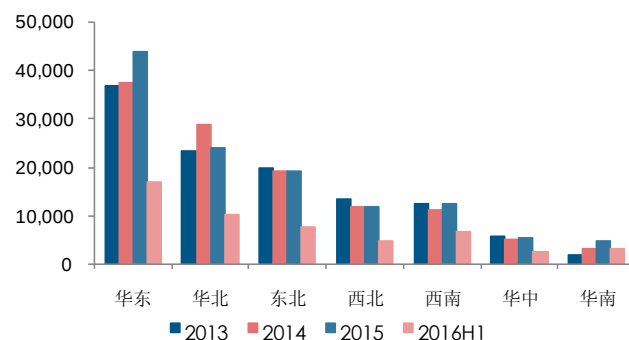
资料来源：招股说明书，长江证券研究所

图 2：各品牌销售情况



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

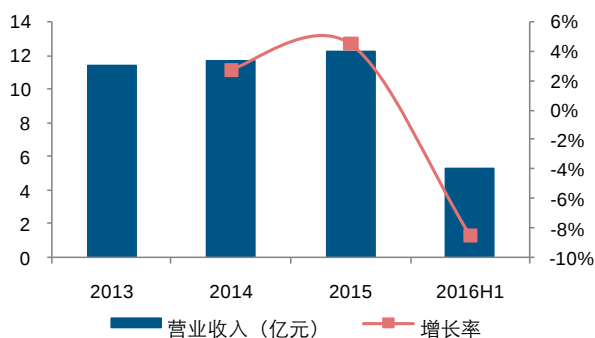
图 3：各区域销售额



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

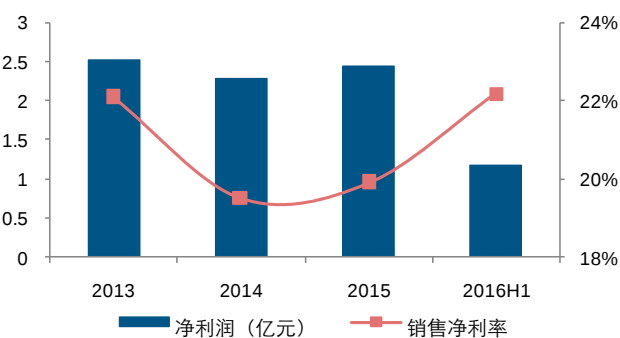
公司营业收入增长缓慢但总体稳定，2016 上半年营业收入同比下降，主要受下半年收入较高的季节性特征影响，另外公司优化渠道结构进行关店，导致加盟业务收入减少，作为主要渠道的加盟收入减少导致 2016 上半年的营业收入下降。经营结构调整也影响了短期净利，2014 年计提存货跌价损失较多且拓展销售渠道导致销售费用增加，当年净利同比下降 9.19%，2016 年上半年销售净利率回到 2013 年水平，净利润增长可期。

图 4: 2013-2015 年营业收入复合增长率 15.29%



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

图 5: 2013-2015 年净利润复合增长率-6.25%

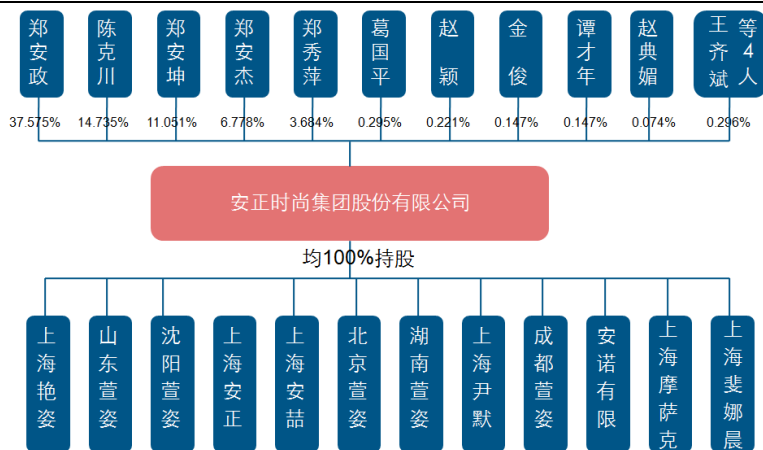


资料来源：招股说明书，长江证券研究所

本次新股发行概况

本次发行前总股本 21,378 万股，预计本次发行 7,126 万股 A 股股份，占发行后总股本的 25%。发行前郑安政持股 50.100%，发行后仍持有 37.575% 的股份，第二至第五大股东合计持股 36.248% 的股份，郑安政仍为公司实际控制人。

图 6: IPO 发行后公司股权结构一览



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

其中郑安政为公司实际控制人，陈克川、郑安坤、郑安杰、郑秀萍为郑安政亲属，并担任公司董事或高级管理人员，赵颖、金俊、谭才年、赵典媚为公司副总经理，王齐斌等 4 人为中层管理人员或核心技术人员，分别持有 0.074% 的股份。

行业分析：整体增速放缓，高端女装前景良好

我国服装行业受经济低迷景气影响，发展速度由高速阶段进入中速，2010-2012 年我国限额以上服装类企业零售额每月增速在 25% 左右，2013 年至今增速逐步下滑，目前维

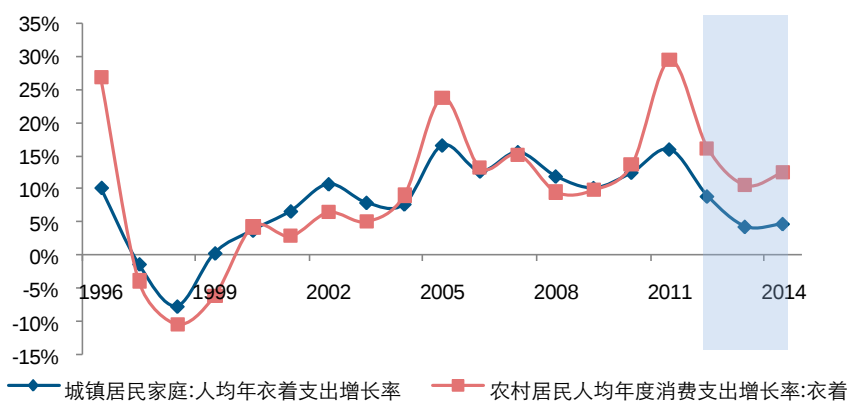
持在 7% 左右。各大服装企业主要通过多品牌化、并购重组以及扩张门店来提高自身竞争力，同时在设计以及供应链体系上寻求优化，力争形成核心竞争力。

需求在较低增长率下稳健发展

随着人民生活水平的改善和消费能力的提高，对服装的需求量也在稳步增长。国家统计局数据显示全国城镇居民人均衣着类支出由 2013 年 1,553.70 元增到 2014 年 1,6270.20 元，农村居民人均衣着类支出水平由 2013 年 453.80 元增至 2014 年 501.40 元。

衣着类消费增长率近年来较低，主要受宏观经济影响，城镇居民人均年衣着支出增长率 2011 年以后降至个位数，农村居民人均年度消费支出增长率略高，但下降趋势相同。服装行业受周期性影响未来将出现复苏迹象，同时随着扩大内需及城镇化推进，服装消费规模将迎来更广阔的前景。

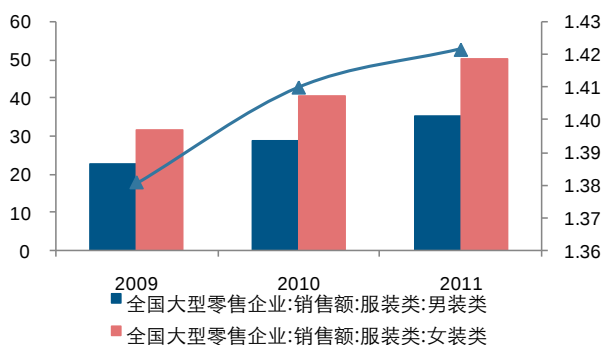
图 7：衣着类消费增长 2011 年后显著下降



资料来源：Wind，招股说明书，长江证券研究所

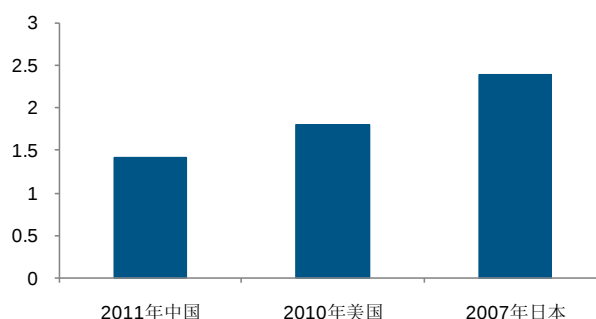
我国服装行业经历了先男装后女装的过程，改革开放初期为适应商务场合男装的需求较大，随着社会财富的积累和女装的多样化、时尚化，女装行业已经超越男装。2009、2010、2011 年女装销售额分别是男装的 1.38 倍、1.41 倍、1.42 倍。未来仍有较大发展空间，2007 年日本女装比男装的消费比是 2.4 倍，2010 年美国女装比男装的消费比是 1.8 倍¹，可以预见随着经济的发展，女装比男装的消费比也将向发达国家看齐。

图 8：男女装销售额（亿元）与女装和男装消费比



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：女装和男装消费比与发达国家存在明显差距

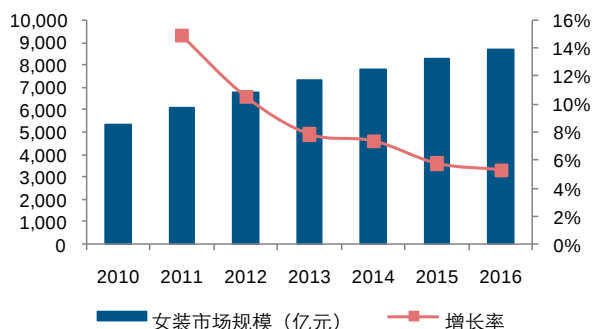


资料来源：招股说明书，长江证券研究所

¹ 数据来源：安正时尚集团股份有限公司首次公开发行股票招股说明书

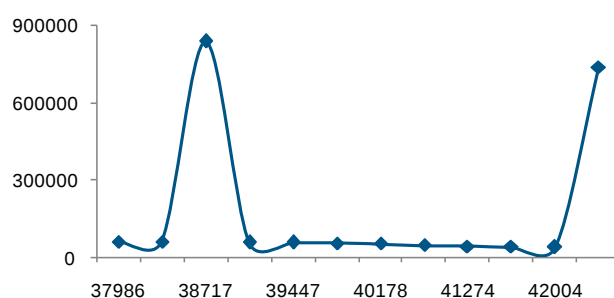
女装行业的市场规模近年来增长率下降，主要由于经济环境影响，以及更早时候的高增长率导致规模基数较大，从总量上看女装市场的规模仍稳健上升。另外 2015 年 35-39 岁的女性人口数量急剧上升，高端成熟女装市场有望迎来新一轮上涨。

图 10：女装市场规模稳健上升



资料来源：Wind，长江证券研究所

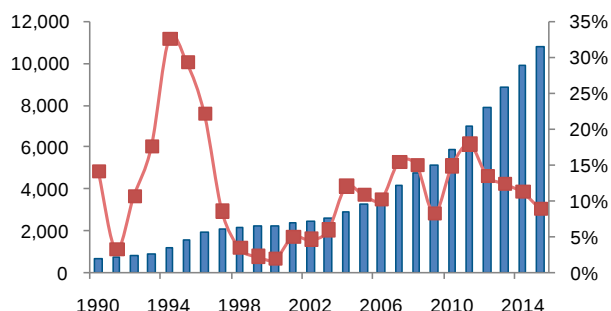
图 11：35-39 岁女性人口数统计



资料来源：wind，长江证券研究所

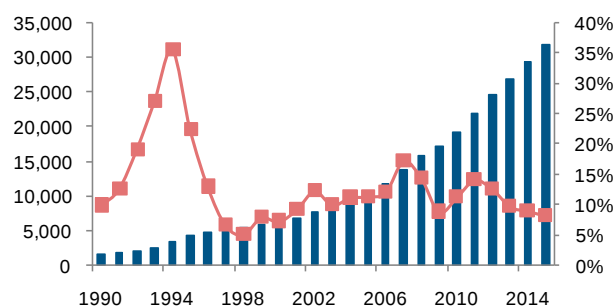
服装产品的需求与国民收入水平密切相关，随着人民可支配收入的提高，对服装的时尚性、风格化要求逐渐增加，对于高端女装这类非基本必需品的需求也会有所上升。在增长率趋于稳定的前提下，2015 年农村居民年纯收入突破 10,000 元，城镇居民人均年可支配收入突破 30,000 元。

图 12：农村居民家庭人均年纯收入



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 13：城镇居民家庭人均年可支配收入



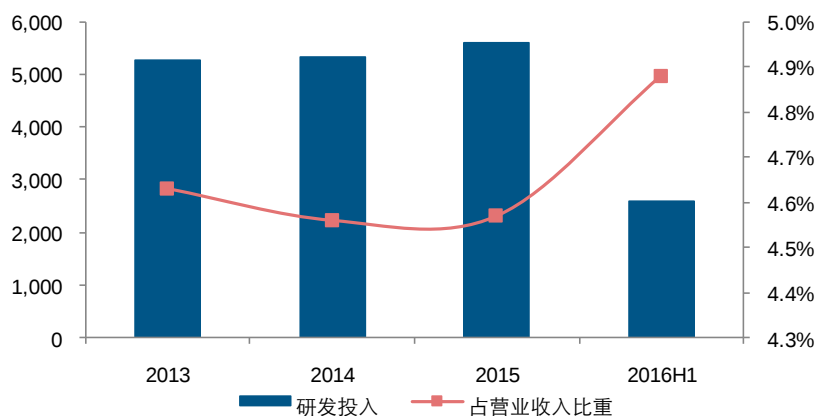
资料来源：wind，长江证券研究所

公司分析：加强设计研发，提升品牌价值

高端成熟女装领导品牌

公司女装产品定位于中高档价格区间的成熟女装细分市场，其主导品牌“玖姿”经过十余年的发展已成为成熟女装领域的领导品牌。通过自主品牌、研发设计、营销渠道、生产工艺等方面的努力，保持着成熟女装细分市场的优势竞争力。公司拥有省级企业研发中心，五大品牌各自独立设计，以内部培养和外部吸收的方式建设人才团队。截至 2016 年 6 月 30 日共拥有有效专利 59 项，计算机软件著作权 38 项，美术著作权 25 项，均由公司原始取得。另外集研发、采购生产、零售分销一体化的供应链提高市场反应度，使产品紧跟时尚潮流。

图 14：2013-2016 上半年研发投入情况

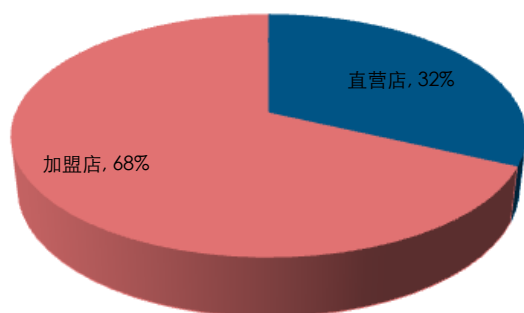


资料来源：招股说明书，长江证券研究所

注重渠道扩张，科学管理提高效率

截至 2016 年 6 月末，公司已有终端数量共 897 家，其中加盟店 610 家覆盖全国 31 个省份，保证了业绩稳步增长。近年来随着直营、电商渠道发展以及对加盟渠道优化调整，加盟商收入贡献逐渐下降，2016 年上半年加盟商收入贡献与直营店基本持平。

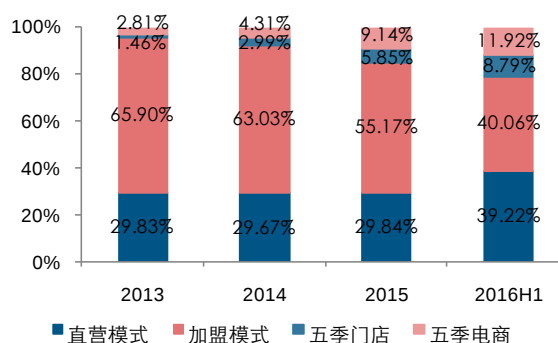
图 15：2016 上半年直营店、加盟店数量占比



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

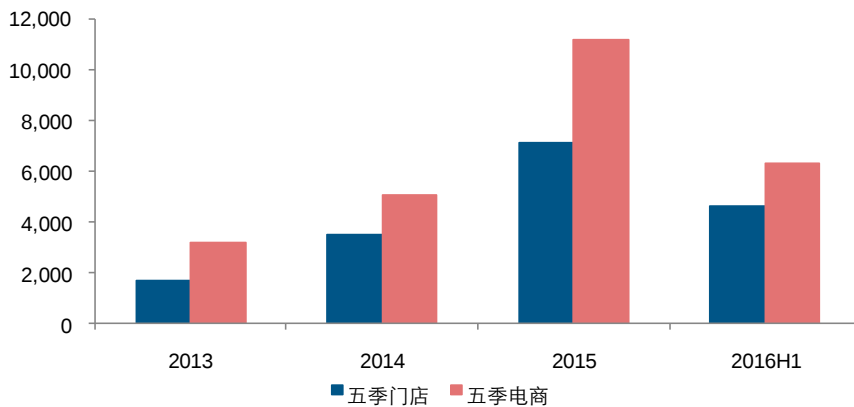
发展实体渠道的同时积极拓展五季电商业务，公司在天猫商城和唯品会建立品牌旗舰店，一方面拓宽销售渠道，另一方面电商渠道也成为过季及滞销产品的折扣销售手段。五季电商作为公司自主电商渠道，同时在线上和线下开店，同时根据正价门店的销售情况进行筛选，与其形成差异化定位。

图 16：2016 年各渠道销售收入占比



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

图 17：五季渠道销售收入



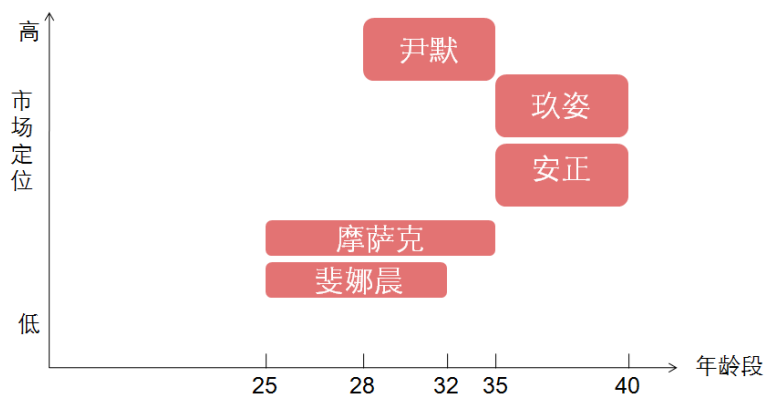
资料来源：招股说明书，长江证券研究所

公司对直营和加盟实行统一信息化管理，每一个销售终端安装统一的分销信息系统与即时通讯工具，及时记录并掌握货品的销售库存情况，并实现各个终端的顺畅沟通和无缝对接。

多样化差异化品牌战略，扩大客户群体覆盖面

玖姿作为公司的核心品牌，主打高端成熟女装，强调自信、优雅、女人味；尹默定位于28-35岁中淑装，并定位于较玖姿更高端的市场；安正则为成熟男性提供商务选择；摩萨克、斐娜晨侧重年轻化。五大品牌形成多样性与互补性，从而构成结构稳固、风格多样、定位互补的“金字塔式”品牌阵营。

图 18：品牌定位情况



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

表 2: 公司各品牌情况

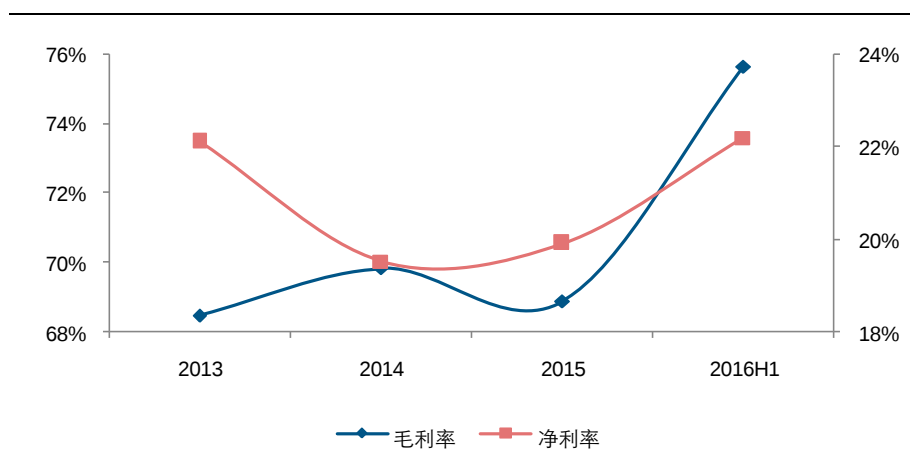
品牌	创立时间	发展阶段	品牌定位	门店数量 (2016.6.30)	2016H1 收入(万元)	盈利情况
玖姿	2001年	核心品牌	35-45岁成熟女性	83	27,932.62	盈利
尹默	2008年	初创品牌	28-35岁中淑装, 强调知性、独立风格	81	8,171.54	盈利
安正	2012年	初创品牌	35-45岁成熟男性	32	2,477.70	未盈利
摩萨克	2014年	新兴品牌	25-35岁中淑装, 偏灵动、华美设计风	19	1,161.18	未盈利
斐娜晨	2014年	新兴品牌	28-32岁中淑装, 注重年轻化设计	33	2,106.50	未盈利

资料来源: 招股说明书, 长江证券研究所

突出的主营业务和高质量资产带来财务优势

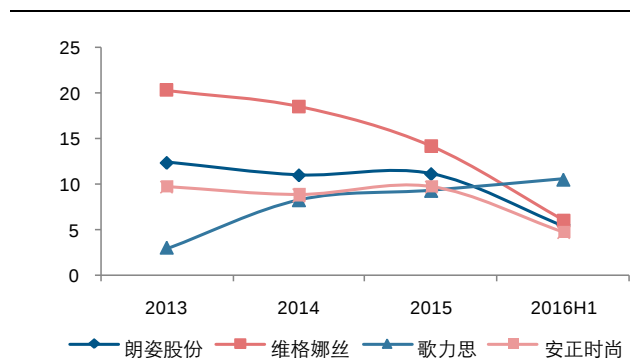
公司主营业务突出, 主要产品销量逐年增加, 主营产品市场认可度高, 毛利率保持在较高水平, 同时拥有完善的资产体系, 资产质量较好, 应收账款占比低且周期短回收快, 回收风险较低, 存货方面公司一直注重对存货的管理, 不断加强生产和采购的计划性, 存货周转率高。

图 19: 毛利率、净利率稳步回升



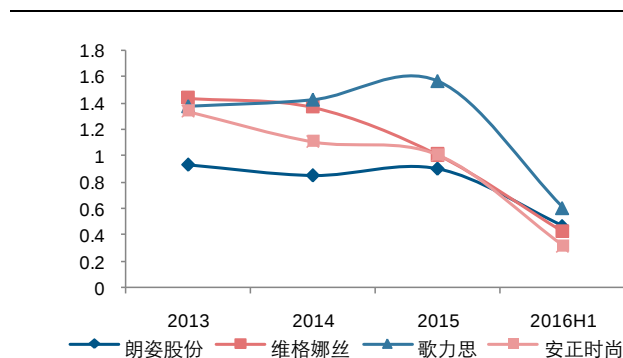
资料来源: 招股说明书, 长江证券研究所

图 20: 应收账款周转率对比



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究所

图 21: 存货周转率对比



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究所

公司募投项目分析

公司本次公开发行募集资金将主要应用于供应链中心改扩建和营销网络建设等项目。募投项目将围绕公司新产业园的建设展开，并配套加强全国性营销网络的建设，从研发、生产、仓储、营销、信息系统等方面全面升级，为未来五到十年的发展奠定基础。

表 3：公司募投项目一览

序号	项目名称	投资额（万元）	建设期
1	供应链中心改扩建	29,141.09	2年
2	营销网络建设	51,272.13	3年
3	研发中心建设	2,458.73	2年
4	信息系统建设	8,937.40	3年
合计		91,809.35	

资料来源：招股说明书，长江证券研究所

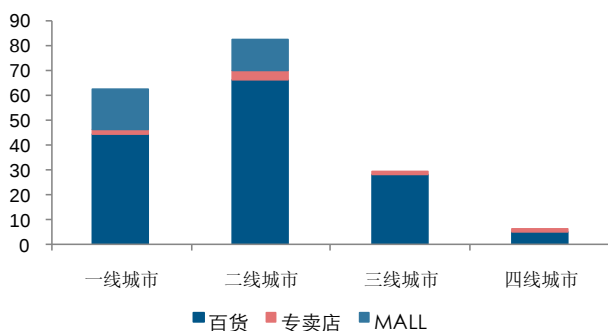
供应链改扩建提升产能，满足持续发展

本次供应链中心改扩建项目将提升产能至 250 万件，可有效解决产能瓶颈，有助于打造柔性供应链，改善物流仓储条件。随着营销网络的逐步扩大，现有的生产基地的空间和产能几近饱和，本次供应链改扩建项目将新建厂房 61,950 平方米，并将现有的 30 条生产线改造扩建至 45 条，新增设备电子平车、带刀平缝机等共 988 台。本项目的建设也是为了配合拓展直营渠道的战略，有利于提升市场规模和品牌影响力。

加强营销网络建设提升公司综合实力

本项目拟针对“玖姿”、“尹默”两个品牌优化现有直营门店并新开直营门店，以提升公司对营销网络的渠道控制力，扩大品牌影响力。项目完成后将提升市占率，更好地满足高端成熟女装的市场需求。本项目新增直营店 179 家，其中以一二线城市为主，占项目的 80.45%，目的在于加强大型城市的覆盖深度，布局三四线城市旨在挖掘该类市场的消费潜力。

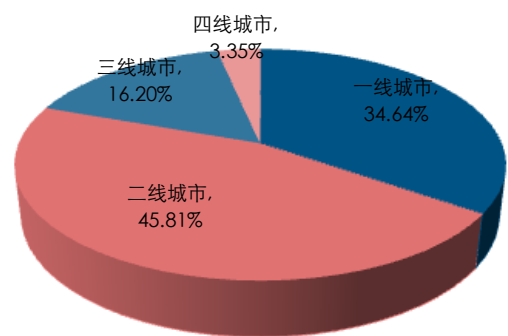
图 22：各级城市开店计划对比



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

现有直营店的优化可以增强消费者购物体验，同时对门店的管理更加科学，通过对库存仓储的科学管理，客户数据的精准分析，时尚新品的快速供应等获取更多利润空间。本项目的直营店优化涉及“玖姿”、“尹默”两个高端成熟女装品牌，优化门店数分别为

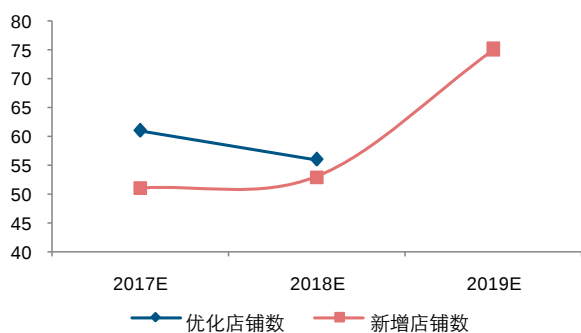
图 23：各级城市开店计划数占比



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

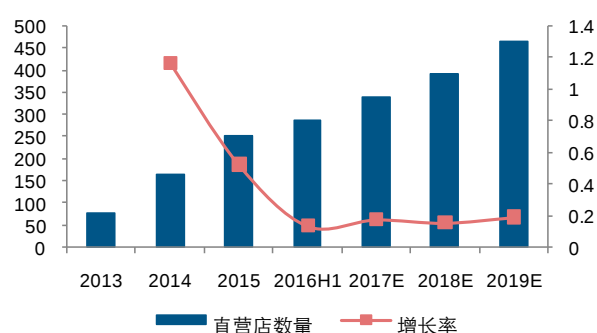
90 家、27 家。“玖姿”作为公司最重要的收入来源，对其大力优化改造将更快提升未来营业收入。

图 24：优化及新店进度安排



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

图 25：直营店开店速度趋缓，开店数量稳步上升

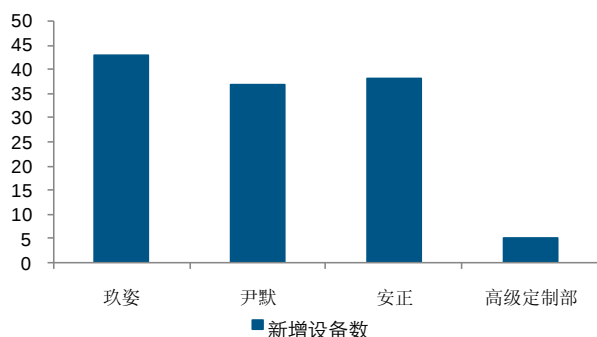


资料来源：招股说明书，长江证券研究所

研发中心和信息系统建设，提高科技竞争力

本项目通过建立研发中心和信息管理系统，通过先进的研发设备和软件形成打造较高水准的研发中心，提高竞争力和品牌价值；信息系统的建设在现有基础上进一步升级，以满足更大数据量的需求，通过对数据多层次多角度的分析，有助于公司更好地掌握营销体系，提升供应链管理能力。

图 26：各品牌新增设备数



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

图 27：信息系统模块



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

盈利预测与询价建议

公司全力布局高端成熟女装市场，在过去三年内保持着行业领先地位，随着资产规模的进一步扩大，公司将加深大型城市市场的渗透并着手布局中小城市，并进一步加强设计研发能力，有望在未来市场竞争中占据更有利的地位。随着实体门店布局的扩大和五季电商业务的发展，我们预计公司 16-18 年销售收入增速为 6.04%、7.55%、10.37%；而随着科学管理系统的建设，公司可以更有效地提升店效，扩大盈利空间，我们预计 16-18 年公司归母净利润增速为 7.45%、7.71%、7.93%，对应 EPS 分别为 0.919、0.990、1.069 元。

表 4：公司分品牌收入预测一览

品牌	分类	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
玖姿	营业收入:万元	96,786.94	91,916.09	81,522.19	73,369.97	66,766.67	61,425.34
	营业收入:YOY		-5.03%	-11.31%	-10%	-9%	-8%
	毛利润:万元	67,721.82	65,582.13	55,467.70	50,258.43	45,401.34	42,690.61
	毛利率	69.97%	71.35%	68.04%	68.50%	68.00%	69.50%
尹默	营业收入:万元	10,130.37	12,395.56	15,199.39	18,649.65	22,845.82	28,100.36
	营业收入:YOY		22.36%	22.62%	22.70%	22.50%	23.00%
	毛利润:万元		2,771.70	3,438.05	15,385.96	18,505.12	23,463.80
	毛利率	67.64%	76.51%	82.23%	82.50%	81.00%	83.50%
安正	营业收入:万元	2,237.45	2,996.92	3,587.91	4,305.49	5,080.48	6,147.38
	营业收入:YOY		33.94%	19.72%	20%	18.00%	21%
	毛利润:万元		1,017.26	707.53	3,179.18	3,751.43	4,539.23
	毛利率	66.19%	65.64%	76.61%	73.84%	73.84%	73.84%
五季	营业收入:万元	4,864.96	8,548.13	18,331.55	27,497.33	37,121.39	48,257.81
	营业收入:YOY		75.71%	114.45%	50%	35%	30%
	毛利润:万元		3,955.22	10,802.78	15,948.45	21,530.41	28,954.68
	毛利率	41.74%	46.27%	58.93%	58.00%	58.00%	60.00%
摩萨克	营业收入:万元		1,116.82	2,438.41	3,657.62	4,754.90	6,181.37
	营业收入:YOY			118.34%	50%	30%	30%
	毛利润:万元		678.36	1,764.68	2,948.77	3,833.40	4,983.42
	毛利率		60.74%	72.37%	80.62%	80.62%	80.62%
斐娜晨	营业收入:万元		73.37	1,205.63	2,411.26	3,134.64	4,075.03
	营业收入:YOY			1543.2%	100%	30%	30%
	毛利润:万元		55.70	937.14	1,937.69	2,519.00	3,274.69
	毛利率		75.92%	77.73%	80.36%	80.36%	80.36%
合计	营业收入:万元	114,078.00	117,211.00	122,489.00	129,891.31	139,703.90	154,187.29
	营业收入:YOY		2.75%	4.50%	6.04%	7.55%	10.37%
	毛利润:万元	68.41%	69.61%	68.61%	69.03%	68.39%	69.98%
	毛利率	114,078.00	117,211.00	122,489.00	129,891.31	139,703.90	154,187.29

资料来源：公司公告，长江证券研究所

从估值层面来看，目前国内朗姿股份、维格娜丝、歌力思 16 年 EPS 估值平均在 44 倍左右，考虑到目前新股发行价格限制及公司未来三年业绩增速及可比上市公司估值水平，我们测算公司合理询价为 19.8-22.77 元。

表 5:可比公司估值一览

公司简称	收盘价 (2月13日)	EPS			PE		
		2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
朗姿股份	17.54	0.385	0.462	0.580	45.56	37.97	30.24
维格娜丝	30.95	0.712	0.784	0.863	43.47	39.48	35.86
歌力思	29.75	0.711	0.909	1.385	41.84	32.73	21.48
平均					43.62	36.72	29.19

资料来源：Wind, 长江证券研究所

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1225	1299	1397	1542	货币资金	44	1205	1202	1410
营业成本	384	402	442	463	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	840	897	955	1079	应收账款	128	136	146	161
%营业收入	68.6%	69.0%	68.4%	70.0%	存货	404	422	464	485
营业税金及附加	16	17	18	20	预付账款	10	10	11	12
%营业收入	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	其他流动资产	168	178	192	212
销售费用	327	347	373	412	流动资产合计	754	1951	2015	2279
%营业收入	26.7%	26.7%	26.7%	26.7%	可供出售金融资产	19	19	19	19
管理费用	169	179	193	213	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	5	-1	-4	-5	投资性房地产	48	48	48	48
%营业收入	0.4%	-0.1%	-0.3%	-0.3%	固定资产合计	240	554	814	883
资产减值损失	87	50	48	86	无形资产	78	74	71	67
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	28	28	28	28
投资收益	14	0	0	0	递延所得税资产	109	7	7	12
营业利润	250	304	328	354	其他非流动资产	350	350	350	350
%营业收入	20.4%	23.4%	23.5%	22.9%	资产总计	1626	3031	3352	3686
营业外收支	33	0	0	0	短期贷款	70	0	0	0
利润总额	283	304	328	354	应付款项	115	201	220	231
%营业收入	23.1%	23.4%	23.5%	22.9%	预收账款	57	60	64	71
所得税费用	39	42	46	49	应付职工薪酬	36	38	42	44
净利润	244	262	282	305	应交税费	74	79	85	93
归属于母公司所有者的净利润	243.9	262.0	282.2	304.6	其他流动负债	46	48	53	57
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	398	426	464	494
EPS (元/股)	1.14	0.92	0.99	1.07	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2015A	2016E	2017E	2018E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	265	528	408	518	其他非流动负债	85	85	85	85
取得投资收益	14	0	0	0	负债合计	483	511	550	580
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	1143	2520	2802	3106
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-172	-413	-414	-315	股东权益	1143	2520	2802	3106
其他	-101	0	0	0	负债及股东权益	1626	3031	3352	3686
投资活动现金流净额	-273	-413	-414	-315	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2015A	2016E	2017E	2018E
股权融资	0	1115	0	0	EPS	1.141	0.919	0.990	1.069
银行贷款增加 (减少)	70	-70	0	0	BVPS	5.35	8.84	9.83	10.90
筹资成本	122	1	4	5	PE	19.96	24.77	23.00	21.31
其他	-244	0	0	0	PEG	2.59	3.22	2.99	2.77
筹资活动现金流净额	-52	1045	4	5	PB	4.26	2.58	2.32	2.09
现金净流量	-60	1160	-2	207	EV/EBITDA	22.52	14.81	12.21	9.89
					ROE	21.3%	10.4%	10.1%	9.8%

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼（200122）

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼（518000）

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。