

2009-02-03

房地产开发

阳光股份 000608.SZ

长期看估值具有吸引力

◇ 报告起因：调整公司盈利预测及估值

◆ 存货跌价准备及交易性金融资产损失合计约 1.5 亿元：

阳光股份1月20日公告,预计08年净利润4500万元,同比下降50%-100%,每股收益0.08元,同比下降50%-100%,业绩预减的原因是由于公司计提土地跌价准备及股票投资变现损失及公允价值下跌,我们判断两者合计大约1.5亿元:(1)提取土地跌价准备的项目可能是07年地价高点时取得的青岛城阳及烟台福山项目,两者合计提取跌价准备约7500万元。

(2)08年股票投资大概损失7000万元左右,损失幅度约50%。

◆ 09年起业绩开始恢复：

我们进行了盈利预测调整后的08-10年每股收益分别为0.08元、0.32元、0.49元。提取跌价准备的青岛和烟台项目可能会继续延后开工,因此,08年成本压力释放的效应还难以在09-10的业绩中体现出来。由于08年存货跌价准备的计提是一次性的,09年起业绩将会恢复,但受整体市场及开工进度影响,09-10年业绩仍低于原先的预测。

◆ 全部转型商业地产后 EPS 至少可维持在 0.25 元以上：

阳光股份制定的发展战略是未来全部转型为商业地产公司,对其全部转型后的业绩预测,我们假设将目前的住宅开发业务资产按市价全部变现,偿还所有付息负债,剩余现金加上公司账面原有现金全部用于发展新的商业物业,届时在无负债情况下可实现每股收益0.25元,如果适当增加负债,则业绩可进一步提高。

◆ 投资建议：

公司经调整后的09-10年每股收益对应的PE为11倍和8倍,在房地产板块中属于合理,短期内股价在没有催化因素的作用下不具有太多的吸引力。但目前股价相对于每股NAV折让达到53%,与板块内其他公司横向比是较低的,我们认为,主要是由于市场前期对公司计提土地减值准备和股票投资损失作出了反应,从长期价值的角度看,公司目前的股价是合理略偏低的,因此,我们对公司的评级仍为增持,给予12个月目标价4.86元,即NAV折让40%。

业绩预测和估值指标

指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	987	1,296	1,157	1,675	1,877
营业收入增长率	-13.00%	31.28%	-10.79%	44.83%	12.03%
净利润(百万元)	116	183	48	173	264
净利润增长率	-3.12%	57.90%	-73.75%	259.68%	52.65%
EPS(元)	0.40	0.34	0.09	0.32	0.49
ROE	13.34%	9.98%	2.59%	8.76%	11.34%
P/E	9	11	42	12	8
P/B	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	5	5	10	3	1

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系,并且继续寻求发展这些关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突,不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

增持

当前价格	3.87 元
目标价格	4.86 元
目标期限	12 个月

分析师：

翁非玉

021-22169116

wengfy@ebsecn.com

赵强

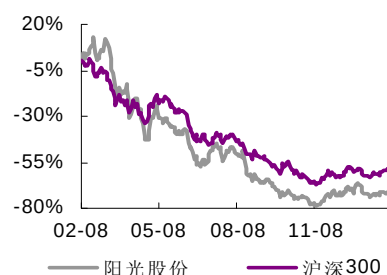
021-22169113

zhaoqiang@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	536
总市值(百万元)	2,019
流通比例(%)	70.16%
12个月最高/最低(元)	15.44/2.82
近3月日均成交量(百万股)	7.42
主要股东	Reco Shine Pte Ltd.

股价表现(12个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-0.98	7.56	-16.13
绝对收益	12.18	31.21	-71.14

相关报告：

商业地产业务是未来看点

.....2008-08-11

完成初步转型,成就长期价值

.....2008-03-28

土地跌价准备及股票投资损失合计约 1.5 亿元

阳光股份 1 月 20 日公告，预计 08 年净利润为 4500 万元，同比下降 50%-100%，每股收益 0.08 元，同比下降 50%-100%。业绩预减的原因是由于公司计提土地跌价准备、股票变现损失及公允价值下跌，我们判断两者合计大约 1.5 亿元。

土地跌价准备来自青岛及烟台项目

我们对公司的住宅开发项目做了市价对比分析，判断提取存货跌价准备的项目可能是 07 年地价高点时取得的青岛城阳及烟台福山项目，两者合计提取跌价准备约 7500 万元。

表 1：提取存货跌价准备的项目

(元/平米, 万元)	预计售价	楼面地价	估计单位成本	单位跌价准备	总计跌价准备
青岛城阳项目	5800	3138	5938	138	1674
烟台福山项目	4300	1625	4425	125	5878
合计					7552

资料来源：光大证券研究所

计算假设及说明：

- ◆ 青岛城阳和烟台福山项目均于 2007 年 9 月取得，此时的地价基本是近两年的高点。
- ◆ 青岛项目占地面积 8.10 万平米，规划建筑面积 12.13 万平米，地价 3.8 亿元，楼面地价 3138 元/平米。目前附近的万科青岛魅力之城的销售均价大概在 6000 元，08 年 12 月新推的一批 5300 元单价的房源已售完，估计以后的单价可能还会回到 5500-6000 元区间。我们假设阳光股份的项目未来售价在 5800 元，单位建安成本及其他开发费用 2800 元，则合计单位成本 5938 元，每平米可能存在跌价损失 138 元，整个项目预计跌价准备合计 1674 万元。
- ◆ 烟台福山项目占地面积 19.56 万平米，规划建筑面积 47.02 万平米，地价 7.64 亿元，楼面地价 1625 元，我们假设单位建安成本及其他开发费用 2800 元，单位成本 4425 元。目前周边的项目如富豪青年国际广场、星河城等销售均价一般在 4000-4500 元/平米，假设未来按 4300 元/平米销售，则每平米可能存在跌价损失 125 元，项目预计提取跌价准备 5878 万元。

股票投资 08 年损失 50%

07 年底交易性金融资产—股票投资的公允价值为 1.43 亿元，到 08 年 6 月底该资产公允价值下跌至 8571 万元，到三季报时显示，大部分股票投资已变现，账面余 1697 万元，我们判断，08 年大概损失 7000 万元左右，损失幅度约 50%。

09 年起业绩开始恢复，但低于原先预期

公司有部分项目实际进度慢于原计划，且住宅项目售价低于原先预期，我们据此对 08-10 年的盈利预测做了调整，调整后的 08-10 年每股收益分别为 0.08 元、0.36 元、0.49 元。

08 年提取跌价准备的青岛和烟台项目预计可能会继续延后开工，因此，08 年成本压力的释放还难以在 09-10 年的业绩中体现出来。由于 08 年存货跌价准备的计提是一次性的，09 年起业绩将会恢复，但受整体市场及开工进度影响，09-10 年业绩仍低于原先的预测。

表 2：2009 年收入预测

		结算/出租面积 万平方米	营业收入 百万元	营业成本 百万元	营业税及附加 百万元	毛利 百万元
开发业务	阳光上东酒店	2.9	600.0	406.0	33.3	194.0
	北京阳光上东项目	4.5	889.8	535.5	49.4	354.3
	天津万东小马路项目	2.0	140.0	131.6	7.8	8.4
	开发业务小计	6.5	1629.8	1073.1	90.5	556.7
出租业务	北京阳光大厦项目	4.6	51.8	12.9	2.9	38.9
	通州商业项目	3.1	40.0	16.6	1.7	23.4
	科创大厦项目	4.3	24.2	10.6	1.3	13.6
	其他商铺		20.0	7.9	1.2	12.1
	成都 A-Z Town 商业楼	6.2	22.3	5.8	1.2	16.5
	出租业务小计	23.8	158.4	53.8	8.4	104.6
物业管理			51.3	45.1	2.8	3.4
合计			1839.5	1171.9	175.3	664.7

资料来源：光大证券研究所

表 3：2010 年收入预测

		结算/出租面积 万平方米	营业收入 百万元	营业成本 百万元	营业税及附加 百万元	毛利 百万元
开发业务	北京阳光上东项目	6.3	1386.0	755.4	76.9	630.6
	天津万东小马路项目	3.0	210.0	197.4	11.7	12.6
	开发业务小计		1596.0	952.8	209.4	643.2
出租业务	北京阳光大厦项目	4.6	51.8	12.9	2.9	38.9
	通州商业项目	3.1	40.0	16.6	2.2	23.4
	科创大厦项目	4.3	32.3	14.1	1.8	18.2
	其他商铺		20.0	7.9	1.1	12.1
	北京 A-Z Town 商业楼	5.6	40.3	20.0	2.2	20.3
	成都 A-Z Town 商业楼	6.2	44.6	11.7	2.5	33.0
	出租业务小计		229.1	64.1	12.7	164.9
物业管理			51.3	45.1	2.8	3.4
合计			1876.4	1062.0	224.9	811.6

资料来源：光大证券研究所

表 4：08-10 年预测利润表

单位：百万元	2008F	2009F	2010F
一、营业总收入	1157	1675	1876
二、营业总成本	945	1425	1497
营业成本	705	1074	1062
营业税金及附加	105	157	225
销售费用	52	67	75
管理费用	52	67	75
财务费用	30	60	60
资产减值损失	76		
公允价值变动收益	70		
投资净收益		3	3
三、营业利润	66	253	382
四、利润总额	66	253	382
减：所得税	17	63	96
五、净利润(元)	50	189	287
减：少数股东损益	5	20	23
归属于母公司所有者的净利润	45	169	264
每股收益	0.09	0.32	0.49

资料来源：光大证券研究所

预测说明：

我们估计，08 年开发业务的收入全部来自于阳光上东项目，大约结算 5.7 万平米。出租物业收入来自于北京阳光大厦、通州项目和零星商铺，出租营业收入大约 1 亿元。原计划 08 年开业的科创北苑项目受奥运影响，将延后到 09 年开业。

对 09 年业绩影响的因素有以下几个方面：

(1) 目前阳光上东的酒店打算出售，预计 09 年可以实现销售，将至少增加营业收入 6 亿元，09 年的开发业务结算收入将主要是阳光上东、天津万东项目及阳光上东酒店带来的，预计约有 16 亿元；

(2) 出租业务中，科创北苑项目和成都 A-Z TOWN 项目 09 年可以投入运营，将使总的租金收入增加到 1.6 亿元。

(3) 08 年起结算的阳光上东单位全部是精装修的，装修标准约 4000 元/平米，成本相应抬高，而 08 年公寓报价 22000 元/平米销售不理想，价格还有进一步下调的可能，幅度估计在 10%，这部分开发业务的业绩低于预期。

2010 年结算收入仍然主要是阳光上东 C9 和天津万东项目，预计结算收入 16 亿元，出租业务则增加北京 A-Z TOWN 项目，预计总的出租收入 2.3 亿元。

NAV 估值

我们对阳光股份每股净资产的估值为 8.10 元，主要基于以下假设：

1. 09 年商品住宅市场暂时还不会出现价格上涨和成交量大幅回升；
2. 阳光上东公寓的单价目前约 22000 元/平米，可能还有 10% 的下跌空间；
3. 考虑了青岛和烟台项目的跌价损失；
4. 下调了天津项目的销售均价至 7000 元/平米；

表 5：NAV 估值表

开发业务	储备面积 万平方米	重估价值 百万元	权益重估价值 百万元
北京阳光上东	12	1860	1366
北京酒仙桥危改项目	115	93	79
天津万东小马路项目	9	289	289
青岛城阳项目	12	273	271
烟台福山项目	47	615	612
开发业务小计		3130	2617
出租业务			
北京阳光大厦项目	5	941	611
通州商业项目	3	491	251
科创大厦项目	4	694	381
沈阳世达物流商业项目	3	320	96
北京酒仙桥科研培训中心	5	157	157
北京 A-Z Town 商业楼	6	1180	649
成都 A-Z Town 商业楼	6	461	253
底商	4	600	480
出租业务小计		4843	2879
合计		7973	5496
其他资产			
交易性金融资产			12
现金			752
付息债务			1920
有形资产净值			4340
股本（百万股）			536
每股 NAV			8.10

资料来源：光大证券研究所

全部转型商业地产后 EPS 至少可维持在 0.25 元以上

阳光股份制定的发展战略是未来全部转型为商业地产公司，而目前住宅开发业务资产权益估值 22 亿元，占有形资产的一半。对完成转型后的业绩，我们假设采用一种比较极端的假设来进行预估，即：

1. 将目前的开发业务资产按市价全部变现，偿还所有付息负债，剩余现金

加上公司账面原有现金，共约 10 亿元；

2. 将现金用于继续开发酒仙桥培训中心项目，并增加 2 个新的社区商业项目；

在这种假设下，全部项目建成投入运营后，租金收入达到 3.8 亿元，并且销售费用和财务费用将大幅降低，届时在无负债情况下全部依靠租赁可以实现每股收益 0.25 元。以目前股价对应市盈率为 15 倍，对于纯商业地产公司来说，这个估值也是在合理且偏低的区间内，如果适当增加负债，则业绩有望进一步提高。我们模拟的项目营业收入及利润表如下：

表 6：全部转型商业地产后分项目营业收入模拟

(百万元)	营业收入
北京阳光大厦项目	52
通州商业项目	40
科创大厦项目	32
其他商铺	20
北京 A-Z Town 商业楼	40
成都 A-Z Town 商业楼	45
北京酒仙桥科研培训中心	50
2 个新项目	100
出租业务营业收入合计	379

资料来源：光大证券研究所

表 7：全部转型商业地产后的业绩模拟（无付息负债）

单位：百万元	全部转型后
一、营业总收入	379
二、营业总成本	147
营业成本	106
营业税金及附加	21
销售费用	8
管理费用	15
财务费用	-4
投资净收益	3
三、营业利润	236
四、利润总额	236
减：所得税	59
五、净利润(元)	177
减：少数股东损益	42
归属于母公司所有者的净利润	135
每股收益	0.25

资料来源：光大证券研究所

投资建议

公司经调整后的 09-10 年每股收益对应的 PE 为 11 倍和 8 倍，在房地产板块中属于合理，短期内股价在没有催化因素的作用下不具有太多的吸引力。但目前股价相对于每股 NAV 折让达到 53%，与板块内其他公司横向比是较低的，我们认为，这一方面是由于市场前期对公司计提土地减值准备和股票投资损失作出了反应，另一方面，从长期价值的角度看，公司目前的股价是合理略偏低的，因此，我们对公司的评级仍为增持，给予 12 个月目标价 4.86 元，即 NAV 折让 40%。

风险分析

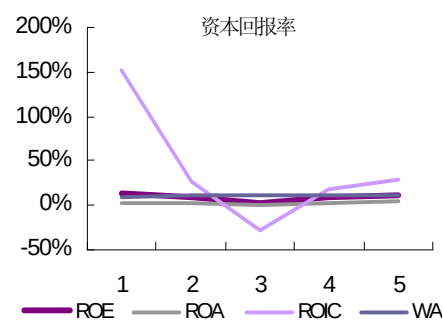
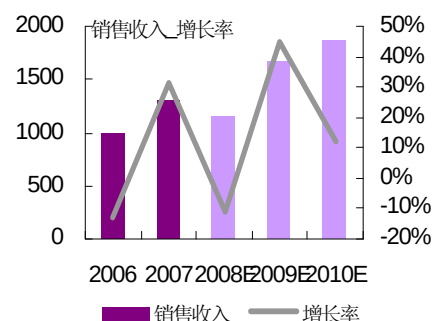
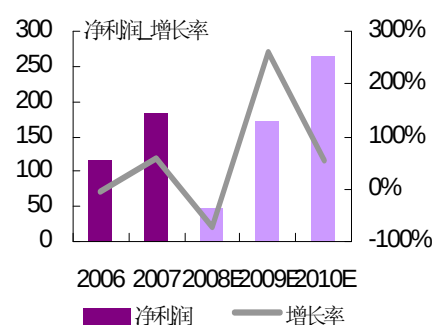
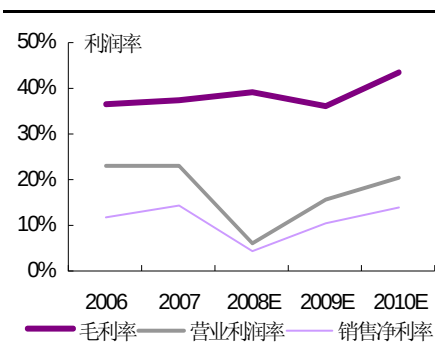
如果商品住宅市场在 09 年的状况进一步恶化且超过我们的预期，则公司 09-10 年的盈利会有进一步下调的可能。

表 8：行业重点上市公司评级与估值指标

证券	公司	股价	总市值	流通市值	EPS			PE			BVPS	PB	NAV	折溢价率	投资评级	
代码	名称	2009-2-3	亿元	亿元	07A	08F	09F	07A	08F	09F	元/股		元/股		上次	本次
住宅开发																
000002	万科 A	7.01	771	660	0.44	0.48	0.60	15.9	14.5	11.7	2.73	2.6	7.17	-2%	增持	增持
600048	保利地产	16.51	405	207	0.61	1.15	1.91	27.2	14.3	8.7	5.25	3.1	17.20	-4%	增持	增持
600383	金地集团	7.64	128	125	0.58	0.76	0.92	13.3	10.0	8.3	5.19	1.5	11.48	-33%	买入	买入
002244	滨江集团	9.04	94	11	0.44	0.71	0.88	20.6	12.7	10.3	2.51	3.6	10.27	-12%	买入	买入
000718	苏宁环球	5.74	81	22	0.15	0.53	0.74	38.2	10.9	7.8	1.07	5.4	8.91	-36%	增持	增持
600533	栖霞建设	3.56	37	37	0.33	0.34	0.41	10.9	10.5	8.7	1.40	2.5	4.74	-25%	增持	增持
000616	亿城股份	4.53	27	22	0.49	0.53	0.60	9.2	8.5	7.6	3.88	1.2	9.50	-52%	买入	买入
002133	广宇集团	4.00	20	10	0.31	0.36	0.42	13.1	11.1	9.5	2.10	1.9	7.87	-49%	买入	增持
平均								18.5	11.6	9.1		2.7		-27%		
综合经营																
000024	招商地产	14.67	252	95	0.67	0.77	0.98	21.8	18.9	15.0	4.61	3.2	15.40	-5%	买入	买入
600208	新潮中宝	4.65	131	29	0.15	0.27	0.37	31.6	17.2	12.6	1.40	3.3	6.00	-23%	增持	增持
601588	北辰实业	3.09	104	46	0.10	0.18	0.23	31.7	17.4	13.6	2.46	1.3	7.59	-59%	增持	增持
600675	中华企业	6.84	74	51	0.56	0.52	0.64	12.3	13.2	10.8	2.83	2.4	12.60	-46%	增持	买入
600246	万通地产	9.97	51	24	0.33	0.95	1.15	30.6	10.5	8.6	5.00	2.0	16.85	-41%	买入	增持
000608	阳光股份	3.87	21	15	0.34	0.09	0.32	11.3	43.2	12.0	3.41	1.1	8.10	-52%	买入	增持
平均								23.2	20.1	12.1		2.2		-38%		
商业地产																
600663	陆家嘴	17.57	328	239	0.40	0.52	0.60	43.5	33.7	29.3	4.53	3.9	17.70	-1%	中性	中性
000402	金融街	7.83	194	144	0.29	0.43	0.53	26.6	18.1	14.9	5.55	1.4	12.9	-40%	增持	增持
600007	中国国贸	7.98	80	16	0.29	0.34	0.69	27.8	23.1	11.6	4.07	2.0	13.9	-43%	买入	增持
600639	浦东金桥	10.88	92	65	0.24	0.29	0.37	44.5	38.1	29.3	3.53	3.1	13.7	-20%	买入	增持
平均								32.9	26.4	18.6		2.2	13.5	-34%		

资料来源：光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	987	1,296	1,157	1,675	1,877
营业成本	628	809	705	1,074	1,062
EBITDA	245	313	110	320	451
折旧和摊销	7	10	12	14	15
销售费用	42	50	52	67	75
管理费用	35	67	46	67	75
财务费用	17	15	32	48	56
公允价值变动损益	43	74	-70	0	0
投资收益	1	1	0	0	0
营业利润	228	298	71	262	383
利润总额	116	183	71	262	383
少数股东损益	31	16	5	24	23
归属母公司净利润	116.11	183.33	48.13	173.12	264.27

资产负债表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
总资产	4,011	5,465	5,375	6,367	7,292
流动资产	2,786	4,264	3,825	4,627	5,064
货币资金	912	773	1,388	1,576	2,041
交易型金融资产	69	143	73	73	73
应收账款	11	17	17	25	28
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	58	160	160	160	160
存货	1,660	2,160	2,116	2,685	2,655
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	202	35	35	35	35
固定资产	16	18	75	113	138
无形资产	15	15	14	14	13
总负债	2,907	3,469	3,326	4,121	4,759
无息负债	1,660	2,205	2,062	2,857	3,495
有息负债	1,247	1,264	1,264	1,264	1,264
股东权益	1,104	1,996	2,049	2,246	2,533
股本	292	536	536	536	536
公积金	160	719	748	791	919
未分配利润	459	492	532	676	897
少数股东权益	199	257	262	286	309

现金流量表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	352	-469	946	435	1,022
净利润	116	183	48	173	264
折旧摊销	7	10	12	14	15
净营运资金增加	-119	381	-327	7	-194
其他	347	-1,043	1,213	242	937
投资活动产生现金流	-487	-316	-299	-200	-500
净资本支出	-582	365	200	500	0
长期投资变化	0	35	0	0	0
其他资产变化	95	-716	-499	-700	-500
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	0	244	0	0	0
债务净变化	585	17	0	0	0
其它长期负债变化	-31	545	-143	795	638
净现金流	397	-140	615	187	466

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	-13.00%	31.28%	-10.79%	44.83%	12.03%
净利润增长率	-3.12%	57.90%	-73.75%	259.68%	52.65%
EBITDA 增长率	-5.97%	27.71%	-64.92%	191.57%	41.16%
EBIT 增长率	-5.69%	27.71%	-67.22%	202.27%	41.81%
EPS 增长率	-3.12%	-13.91%	-73.75%	259.68%	52.65%
估值指标					
PE	9	11	42	12	8
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	5	5	10	3	1
EV/EBIT	5	5	11	3	1
EV/NAPLAT	6	6	14	4	1
EV/Sales	1	1	1	1	0
EV/IC	13	3	-6	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	26.56%	37.58%	39.01%	35.87%	43.40%
EBITDA 率	24.80%	24.12%	9.48%	19.09%	24.06%
EBIT 率	24.80%	24.12%	8.86%	18.50%	23.42%
税前净利润率	23.06%	22.98%	6.12%	15.65%	20.41%
税后净利润率	11.76%	14.14%	4.16%	10.34%	14.08%
ROA	3.67%	3.65%	0.99%	3.09%	3.94%
ROE	13.34%	9.98%	2.59%	8.76%	11.34%
ROIC	233.60%	40.80%	-38.71%	22.63%	38.84%
偿债能力					
净负债 / 权益	0.09	-0.15	-0.45	-0.49	-0.62
资产负债率	72.48%	63.48%	61.88%	64.73%	65.26%
流动比率	1.49	1.43	1.34	1.27	1.18
速动比率	0.60	0.71	0.60	0.53	0.56
每股指标					
EPS	0.40	0.34	0.09	0.32	0.49
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-	-0.88	1.77	0.81	1.91
每股净资产	3.78	3.73	3.83	4.19	4.73
每股销售收入	3.38	2.42	2.16	3.13	3.50
每股 EBITDA	0.84	0.58	0.20	0.60	0.84

资料来源：光大证券、上市公司

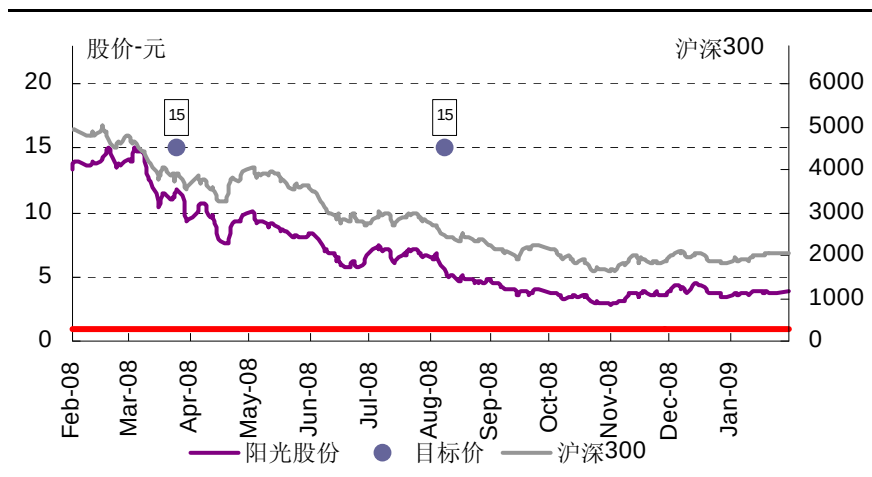
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实地反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

阳光股份（000608）

分析师：翁非玉



日期	股价	目标	评级
2008-03-28	11.12	15.00	增持
2008-08-11	6.21	15.00	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李立志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海				
	李松	021-22169999-9086	15821882803	lisong@ebscn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebscn.com
	高峥	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebscn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152393	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。