

2010-06-11

电脑与电子产品零售

苏宁电器 002024.SZ

与其临渊羡鱼，不如退而结网

分析师:唐佳睿 (执业证书编号: S0930210060002)

021-22169161

tangjiarui@ebsecn.com

◇事件: 2010 年光大证券中期策略会苏宁电器董秘任峻一对多投资者见面会专场纪要

2010 年 6 月 10 日, 光大证券中期策略会有幸邀请到了苏宁电器董秘任峻为广大投资者做了一个半小时的交流, 目前大家对苏宁电器公司的担忧, 基本也是目前机构投资者对公司质疑最多的几个焦点问题, 主要归结为如下五点, 我们做了简单的摘录, 并在最后列出了 Q&A 全部内容的纪要, 以飨没有参与现场 Q&A 环节的投资者。我们认为苏宁目前后台狠抓物流管理以及平台建设想法, 恰恰验证了公司一贯从关键制度、文化以及理念来发挥自己长期竞争力的特色。企业自身不断发展才是硬道理, 相信成功的企业必然会找到自己的生存空间和特点。零售业未来连锁的本质就是物流和规模的竞争, 只有将物流中心和供应链整合这张全国推开的“渔网”编织得疏而不漏, 未来苏宁才能通过渠道沉淀、产品多元化、电子商务业态等多种手段的拥有核心竞争力的“大鱼”。

◆ 未来苏宁多种业态竞争对手的策略:

未来二、三线城市地级城市, 苏宁主要竞争对手是百货业态, 而县级城市的对手主要是专卖店, 个体户。地级城市的百货门店是苏宁农村下乡的主要竞争对手, 但是该业态中的家电毛利率低, 形象和客流量都不具备竞争力。百货中的家电销售, 更多可能是起到价格比较大, 容易冲销额的一个门类, 毛利率低将由百货高毛利率支撑, 做一个形象、吸引人流量的作用。此外, 公司认为县级城市的竞争优势更大, 因为专卖店、夫妻店的品类单一, 且价格战的持续性和规模性方面都不及苏宁有竞争力。谈到区域家电连锁, 在重庆地区去年比重商旗下家电销售略超, 今年相信销售额超过更多, 而湖南通程方面, 苏宁估计今年基本可以和对手持平。公司认为, 地方连锁被全国连锁取代是一个渐进的过程, 消费者需要一定时间认识和接受。

◆ 未来三四线城市“价格战”策略:

苏宁认为产品毛利率可能在农村更高, 因为信息不对称以及考虑到物流成本因素, 都会从价格中体现出来。据估算农村的毛利率可能比城市还高 2-3 个点, 而这 2 个点的平均超额毛利率苏宁可以短期通过降价牺牲, 以赢得公司的品牌、信任度。农村价格策略中, 苏宁不会把所有价格都均匀降价, 因为所有产品都降价, 三四线城市消费者未必能体会到便宜的感受。相反公司将通过一部分产品大促销, 比如特价品、促销品, 让农村居民体会到苏宁购物很便宜的美誉度。当然农村战役, 公司一开始肯定就是价格战, 因为农村三四线对价格最敏感。

◆ 京东商城模式对苏宁的影响:

电子商务业务在未来苏宁业务规划中不是补充, 而是当作一块业务来做。电子商务最大的困扰因素是物流建设, 而公司截止 2013 年将投入 60 个物流中心 (目前 10 个在建, 30 个已经选址完毕), 大约需 100 亿资金。未来苏宁是在两个模式做家电零售业务, 供应链的统一和整合需要一定的时间。公司认为苏宁的电子商务业务在今年、明年是最好的切入点, 未来实体和模拟购物是互动的模式, 两种业态都可以发展, 完全可以逐渐融合。关于苏宁自己电子网络业务的特色, 公司认为品牌带来的美誉度, 信任度是第一个因素。第二个消费给客户的服务。第三如何信息化和消费者融合, 给消费者体验, 造成联动。

◆ 房地产对苏宁短期业绩的影响：

目前房地产对业绩销售没有很大影响，因为有个 6-7 月的滞后期。未来苏宁将采取区域多元化销售来抵抗风险。比如空调、热水器是受房地产调控因素影响最大的，但是它们在一线城市销售增速放缓，所以苏宁布局中一半该产品销售在二线城市。而彩电、冰箱受地产因素影响小，有技术革新问题，会消费升级换代更频繁，因此受房地产因素影响就更小。手机这块业务，苏宁目前有 50% 的增量，对房地产影响也很小。最后考虑生活习惯，小家电和配件的需求以及耗材产品的需求，该业务受地产因素也很小。就目前苏宁电器的销售产品占比来看，手机和电脑大约占 24%，小家电 10%（其中生活小家电 3-4%），电视音箱 28%，还有冰箱 18% 和空调 12-13%，空调比例大大降低（光大证券注：2005 年空调比例占 20%，2009 年底为 13%），因此市场对于房地产对苏宁电器的影响可能过分担忧。

◆ 物流中心的建设问题：

截止 2013 年，60 个物流中心必须至少选址完毕（现在大概 30 个选址完毕，10 个在建），大约要花费 100 个亿，每个物流中心辐射半径是 150 公里，平均送货期限是 1 天，基本做到 24 小时送货，当然偏远地区只能定期送货。物流设立的范围和个数，不是按照地区划分的，是按照销售配比的。今年 12 月，苏宁将有一个全自动化仓库建立，这也是未来苏宁物流的发展方向，基本 90% 的小型货物可以全自动。苏宁坚持后台大力发展物流的策略，因为公司认为未来中国家电连锁模式，如果物流、人才方面不跟进，短期可能业绩很好，但是由于后台投资不够，很难未来有爆发力。

◆ 问答纪要（部分问题已合并整理）：

1. 价差和占款模式以外，还有什么盈利模式突破？

A: 我认为零售企业肯定靠产品赚钱，不是靠金融占款，这是长期的方针。我只能说，占款是资金效率的提高，而不是盈利模式的改变。长期来看，零售业的本质还是要靠赚取产品差价来赚钱。

2. 能不能谈谈我们网络上线的事情？

A: 我们会以合适的时间，合适的模式来切入电子商务这个模式，店面和电子商务是苏宁的两个事业，店面会受到消费群体的冲击，电子商务方面，年轻人会越来越多，我们要适应这种方式。关于苏宁自己电子网络业务的特色，我们认为品牌带来的美誉度，信任度是第一个因素。第二个消费给客户的服务。第三如何信息化和消费者融合，给消费者体验，造成联动。比如苹果就是一种就是网络，手机是一个载体。苹果卖的是里面的内容，未来实体和电子商务，物流，品牌以及消费可以是一个综合体。电子商务这个模式，一定是产品边缘化，区域边界甚至都可能在 5 年后被打破。淘宝的实质是没有物流的，因此也就放弃了盈利模式。我们未来也打算在网上做超市，扩大品种丰富度，学习 Walmart 的网上超市，但是实体店我们打算不开超市，风险太大。网络物流建设，我们没有成本，因为我们还有实体店的销售。物流对于实体店和网络店是共享的。

3. 亚马逊在美国做的很好，您怎么看？

A: 亚马逊有非常强大的物流，试想，如果他们信息、物流不好，怎么推出电子书这个东西呢？如果说，所有的电子商务企业都能做好，我觉得有难度，不是所有电子商务都能成功，只有把几个特点发挥出来，才能成功。美国前十位零售商，walmart 成为快速发展趋势，在线销售业务增长很快，我认为 walmart 和亚马逊是不相上下的，B2C 这个领域，一定是虚实互动，而不是简单虚拟电子商务的问题。如果大家都把握，就都能成功。电子商务业务我们未来不是补充，而是当作一块业务来做。电子商务最大的因素是物流，2013 年我们要投入 60 个物流中心，大约需要 100 亿。我们不会去考虑到店面和电子商务互相竞争的问题，股权结构和治理结构，才是我要考虑的问题。未来苏宁是在两个模式做家电零售业务，供应链的统一和整合需要一定的时间。京东商城的规模，在整个家电电子类消费规模上可以忽略不计。我们需要了解行业的本质是什么，苏宁绝对不是要把

对方消灭，这个市场很大，大家可以起赚钱。只有对手做好了，消费者才能接受 B2C 这个模式，没有京东商城，大家不会认同这个模式，这个市场谁也消灭不了谁，当京东到一定规模，才是我们苏宁的切入点，我认为在今年、明年是最好的切入点，所以实体和模拟、互动的模式，都可以发展，可以逐渐融合，两者边界会融合的。但是通过物流平台，网络要有信息技术的支撑。

4. 有些人认为今年下半年实际销售情况，家电销售比预期要低，您怎么看？

A: 今年销售和去年家电销售的不同，今年二季度要高于一季度的销售同比增速，至于说市场好不好，我们不能简单判断，去年合资品卖的不好，但是今年国产品不好，但是合资品可能很好，我们苏宁是所有品牌都卖的。最近空调促销，增长不错，而手机、电脑去年快速增长，因为有 3G 推动，几乎所有产品线都增长很快。

5. 今年我们镭射店情况如何？

A: 今年打算开 10 家门店，但是门店都会很小，坪效会比国内门店坪效高。目前镭射店整合不错的，销售的环比平均是每月 15-20% 在上升。我们只能开 200-300 平米的店，因为租金太贵，租不起。而且主要卖高档的，毛利率高的，才能承担起租金。

6. 农村下乡，咱们到底怎么铺开，二、三线城市怎么和百货、专卖店、夫妻老婆店竞争？

A: 二、三线城市我认为，地级城市，我们主要竞争对手是百货业态，而县级城市对手主要是专卖店，个体户。我认为我们县级城市的竞争优势更大，因为专卖店、夫妻店的品类单一，如果我们拼价格战，难道专卖、夫妻老婆店为了把苏宁挤出去，降低价格不赚利润血拼一年？不太可能。而地级城市的百货门店是我们农村下乡的主要竞争对手，但是他们的毛利率低，形象和人流量都不具备竞争力。县级城市，是没有供应商的，基本就是打价格战，目前苏宁所谓的三级县市场，大概有 100 家门店，目前开拓地区主要是发达地区的镇，不发达地区的县，比如今年主要有顺德、无锡等地区开始了推广。今后我们的目标是，一二线城市扩张，依靠数码产品，精品为主。其实很多大城市我们都没有布点，主要是可遇不可求的地理位置和营业面积，比如上海的莘庄、七宝、老西门，我们都没有门店，未来大城市也是有布点空间的。再比如北京的北三环、四环，也没有苏宁的门店。今后一线城市基本就是依靠旗舰店、自建店来开设。谈到区域家电连锁，我们现在可以说在重庆地区，那么强竞争的地方，去年可以比重商的家电销售略超，今年相信超过更多，而湖南通程方面，今年基本可以和对手持平。百货业态中，也慢慢被我们蚕食，比如合肥百货大楼，我们现在也远远销售超过了他们。南京的新百，中央商场，现在也不能和苏宁比了。百货中的家电销售，更多可能是起到价格比较大，容易冲销额的一个门类，毛利率低一点没问题，因为有百货高毛利率支撑，做一个形象，吸引人流量的作用。

7. 很多投资者担心物流问题，您能再谈谈么？

A: 我们说的 60 个物流中心，截至年份是 2013 年，也就是说 60 个物流中心必须在 2013 年至少选址完毕（现在大概 30 个选址完毕，10 个在建），大约要花费 100 个亿，每个物流中心辐射半径是 150 公里，平均送货期限是 1 天，基本做到 24 小时送货，当然偏远地区只能定期送货。物流设立的范围和个数，不是按照地区划分的，是按照销售配比的，比如天津如果销售好，那就可以多几个，如果销售不好，可能一个也没有。今年 12 月，我们将有一个全自动化仓库建立，未来我们物流也是朝这个方向发展，基本 90% 的小型货物可以全自动，当然冰箱、彩电还是不能依靠全自动，还需要人力挑选。未来中国家电连锁模式，一定是一二线城市细耕，如果物流、人才方面不跟进，短期可能业绩很好，但是由于前期投资不够，很难后来有爆发力。

8. 我的理解，3C 产品是未来大方向，但是目前国内 3C 产品毛利率很低，您怎么看？

A: 3C 产品毛利率低，是因为我们的规模还没有优势，不足以和供应商谈判是有规模优势，毛利率才会有瓶颈。国外百思买也是以 3C 产品为主的，他们的毛利率就可以有 24%-25% 的空间，国外 3C 毛利率很高的。我认为未来 3C 产品提高毛利率的方法，还有就是配套、一系列产品销售，尤其是耗材产品。比如买手机、买个电池。

此外，我们未来会强调引进商品、店面展示、促销套装等多渠道，来提高 3C 产品毛利率。

9. 今年夏季来的比较晚，会不会空调销售受影响？

A: 现在家电连锁销售中，季节因素越发不是很明显，最近因为能效补贴可能会政策有所变动，所以有最后一波行情。但是空调受季节因素影响趋势不大，此外空调夏天有刚性需求，会适当加价，主要是供应的问题，一时间缺货，就会提价。

10. 您怎么看房地产对公司的影响？

A: 现在没有很大的影响，因为有个滞后期，我们会有手段去应对这个问题，区域多元化销售是我们目前的方针。比如空调、热水器是受房地产调控因素影响最大的，但是它们在一线城市的销售增速放缓，所以我们布局中一半销售在二级市场。彩电、冰箱受地产因素影响小，有技术革新问题，会消费升级换代更频繁，因此受房地产因素影响就更小了。手机这块业务，我们目前有 50% 的增量，对房地产影响也很小。最后还是有生活习惯的问题，小家电和配件的需求以及耗材产品的需求，我认为受地产因素也很小。就目前苏宁电器的销售产品占比来看，手机和电脑大约占 24%，小家电 10%（其中生活小家电 3-4%），电视音箱 28%，还有冰箱 18% 和空调 12-13%，空调比例降低了（光大证券注：2005 年空调比例占 20%，2009 年底为 13%）。现在外界对房地产的担忧，肯定没有 08 年对苏宁影响大，但是你说 08 年究竟是地产不行，还是金融危机造成了苏宁销售不行？如果这样说，百货、超市 08 年业绩也不好，不可能都是地产的因素。

11. 如何看待毛利率提高的问题？农村下乡会不会降低毛利率？有些投资者比较关心，未来在开拓三、四线城市上，价格战怎么打？

A: 规模提高是一个因素，我们现在还没有定价权，只能说规模上去了，有更大的毛利率空间。毛利率可能在农村更高，因为信息不对称，以及考虑到物流成本因素，都会显示出来。三、四线城市可能毛利率更高。我们估计农村的毛利率可能比城市还高 2-3 个点，这 2 个点的平均毛利率苏宁可以短期不要，就赚取 17.5-18% 的平均毛利率，我们会放在价格战上，但是我们不会把所有价格都均匀降价，因为所有产品都降价，三四线城市未必体会到便宜的感受，但是我可以搞一部分产品大促销，比如特价品，促销品，一开始肯定就是价格战，而农村三四线对价格也最敏感，有时候天天送礼品，也会很开心，要让农村体会到苏宁购物很便宜。我们不会和三四线城市的消费者说我们的物流多好，信息系统好，不管用。当然我们在三四线城市一定是开最好布局，最大面积的店，这是最关键的，将作为乡镇级娱乐场所，这是我们无形的品牌，类别比其他竞争对手全，货物也不放置贵的产品，比如电视机，我们就不会放 LED，放最普通的，功能少，但是价廉物美的。因为三四线城市是考虑的价格低面积上，乡镇级城市不会超过 1500 平米一家，基本控制在 1000-1200 平米，当然如果当地有超过 2000 平米的，我们力争要做当地最大面积的门店，这个夫妻老婆店和专卖店没法竞争，样机方面他们就跟不上。

12. 以旧换新占销售收入多少比例？

A: 30% 左右，但可能有些未必发自内心的以旧换新，不过至少多少有推动因素。新 19 省的以旧换新我认为将会比一线城市推动更高，我们在 3 月份已经培养人员，提前准备，现在新的省份已经有几个开始铺开了。

13. 我们现在 580 亿规模，到底未来能做多大？

A: 我们未来计划中国覆盖 2000 多个县，300-400 个城市，1 个城市平均 4-5 个，一个县平均一个店，也就是说算下来 3500 家左右，这个是 2020 年的计划。目前我们原有 100 个左右县级城市有布点，主要集中在江苏、浙江、广东，这些店我们不把他们归为乡镇，而是地级城市，因为它的销售量以及经济发展水平很高。我们指的乡镇店是发达地区的镇一级市场和不发达地区的县一级城市。所以未来县级城市将加大力度，这几年新开拓时期，将争取每年 300 家县级城市店，而长期可能在 250 家每年。而原有一、二线城市长期在 150 家门店左

右。

14. 目前新开门店，一个店要多久盈亏平衡？

A: 一年左右，对苏宁来说，我们不是没有算过一个店的盈亏平衡点，但是我们要说的是一个单店，其实成本不大，只是多一个触角而已。我们的盈利是在于店，而不在于公司。如果新进一个地级城市的话，那就不一样了，我要搭建一个公司的体系，重新建物流、品牌、形象、推广。但是县级城市是不需要的，因为县级城市是依附在地级管理体系之下的，县级只需要店长、副店长等 10 名员工，主要投资阶段，还是在物流建设方面，但是这个投资阶段的成本已经过去。此外大家关心乡镇店的开店成本，租金方面乡镇一个平均只要 30-40 万一年，开店其实成本比一线小很多，所以盈亏时间也相对较短。

15. 今年一季度我们销售增长很好，有 30% 左右，未来几个季度，会不会出现前高后低的局面？

A: 不会，肯定是要发展的，未来几个季度最基本的目标在 30% 以上，因为我在不断开店，所以销售增长不会前高后低的。

16. 能否再谈谈网络对苏宁的影响？

A: 首先，我们并不是说成功的定义，是要把其他业态赶尽杀绝，每个业态可能有些低成本生存下来，有些业态低成本生存下来，每个人优势都不一样，能不能生存才是最重要的。从长远发展来看，我们和国美一样，还是要看成功上找到自己的空间。这个行业，包括网络电子商务，一定会有人上，也会有人下。下的人一定是管理的问题，产品战略的问题。管理是一个大问题，企业发展有它自身的规律。比如我们融资上市后，完全可以在深圳不计成本的开店，和顺电比拼，但是我们认为消费者在接受方面需要一定的时间，是不是一定店多，别人就能接受？苏宁这方面是走自己的道路，过去 5 年，每次开投资者见面会，总有人问我，如果国美不断兼并，苏宁怎么办，如果国美不赚钱，拼市场怎么办。我们说没有怎么办，我们看市场的，看企业自身的竞争力。我们并不是说我要去消灭别人，企业自身不断发展才是硬道理。竞争力长期的是管理，是理念的问题，看文化的问题。成功的企业，会找到自己的生存空间和特点。此外一个 100 亿规模的公司，物流和自建渠道是正确的方向，但是人才体系会有问题，大家有没有想过，电话可能都来不及接，以前苏宁也碰到过这样的问题，扩张后续的支持是个很大瓶颈。这些问题不想清楚，200 个门店的规模时候，根本没有机会重来。

17. 门店方面建设多少自有店，多少租赁店？

A: 零售行业未来的趋势，肯定不能完全轻资产或完全重资产模式，前几年，为了规模扩张，我们采取轻资产模式，以后必须采取重资产的模式，因为轻资产风险大，核心店一旦谈不拢租金，就很被动，必须买下门店。2020 年我们希望自建门店有 5-8% 的规模（100-200 家门店左右），平均一个店 4000 平米，但是旗舰店肯定不止，5000-800 平米平均。

18. 能否谈谈未来我们商业地产方面的设想？

A: 目前想买的，很小的店，如果能拿下，就直接购买。也可能建一个店，上市公司自己做了。单个项目比较多，如果是合作伙伴模式，就要看总体投资，然后我们在项目中拿自己开设店的面积，现在地产基本主要在集团里做配套。

19. 能否谈谈苏宁未来对业态的看法，或者说业态方面您对零售业的想法？

A: 首先，未来零售业的格局肯定是连锁化道路，我讲的是有一定规模的，跨区域的连锁化。现在国内超市的连锁化还没有完全整合。第二是整合品牌，尤其是零售集团下的品牌整合，我认为会出现一些零售集团。最后是电子商务出现新业态。未来超市卖电器以及家电连锁卖电器可能长期同时存在，但是侧重点不一样，超市家电可能更加注重功能简单，自提方便，选择适合超市习惯的电器。而家电连锁在产品丰富度上则有更高要求。

20. 国美据说要开始卖服装了，咱们在产品丰富度，多元化产品上有什么构想？您怎么看待国美现在大刀阔斧关闭门店的事件？

A: 我们也会引进，6月18日将在上海开设一个乐器门店，LAOX进驻上海，此外我们未来将开设手表、办公用品、根据客户群体不同，有新产品，尤其是日本产品中，我们加入娱乐元素，游戏、动漫是趋势，但是可能目前有版权的问题。关于国美现在关店是正确的选择，规模是一个问题，风投以后，效率改善是一个很现实的问题。但是我个人认为有些门店关得太快，二级城市门店一旦关闭太多，未来作为一、三线城市桥梁的作用就没有了。我们现在和国美，已经是处于相对良性竞争的阶段。

21. 手机这块业务，我们大概多少是直供的？有些分销商说有些品牌说只有它们能卖，这个怎么看？苹果这种产品，绕开我们苏宁，怎么办？

A: 苹果我们也有很多专卖店，苹果允许我们进货，要有授权的，在我的店中店，不是每家都允许的，很多地方还允许苏宁做品牌旗舰店。手机占苏宁销售大约10%多个点，我们也从国代那里进货，Nokia基本从厂家拿货，其实利润率从代理和供应商拿货都差不多，只是区域品牌问题。比如三星只能从代理商进货，Nokia都是从厂家拿，不从代理商拿，如果找了也是违法，供应商规定只能从他们那里拿货。在国代体系里，有些代理商说独家卖，并不是说苏宁不能卖，而是其他代理商不能卖，如果苏宁不能卖，消费者从什么渠道可以买？Nokia从厂商拿，不是我来决定的，而是供应商的渠道决定的。所谓独家代理，就是这个型号，只能从这个分销商那里拿货，不是说苏宁就不能卖。

22. 外资行有个报告，说中国家电连锁人均拥有的店面，人均和美国差不多了，因此未来成长空间很小，您怎么看？

A: 我觉得分析一个东西，不能用一个指标分析全局，我肯定可以会找出一个指标说，美国不如中国。一级市场还有很多地区没有辐射，3G手机、冰箱、电视机都有升级换代，中国家电销售潜力还是很大的，日本一个市场都有5000-6000亿规模，中国目前大概8000-9000亿规模，但是中国消费结构还有很大上升空间，我们不能和美国比。

相关报告

20100607 迎来二次发展的蓝筹股---公司动态研究

20100608 行使LAOX新股预约权，增厚2010年EPS 0.01元---公司快评

分析师介绍

唐佳睿, CAIA, FRM, CFA Charter pending candidate, 德国波恩大学国民经济学硕士, 同济大学高分子材料与工程系工学学士, 精通英日德三国语言。2010 年 5 月加盟光大证券研究所, 现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。

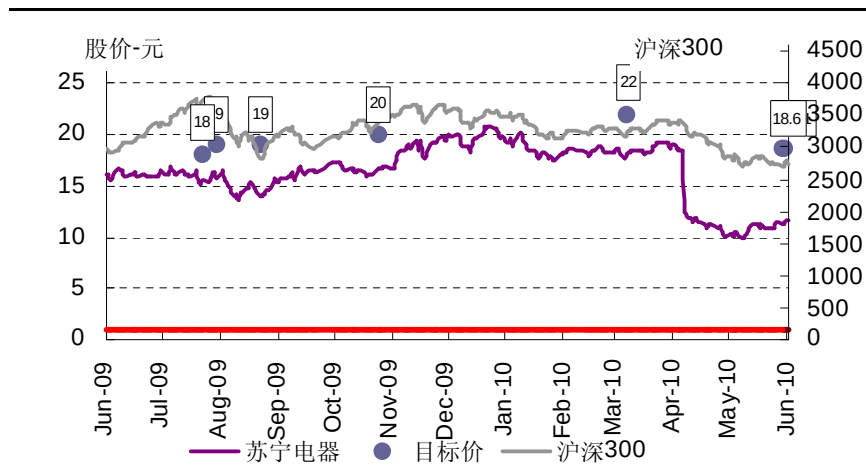
分析师声明

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

苏宁电器 (002024)

分析师: 唐佳睿



资料来源: 光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2009-04-30	14.59	18.00	增持
2009-07-31	15.18	18.00	增持
2009-08-07	16.25	19.00	增持
2009-08-29	14.70	19.00	增持
2009-11-02	16.17	20.00	增持
2010-03-16	17.70	22.00	增持
2010-06-06	11.40	18.60	买入
2010-06-08	11.24	18.61	买入

买入 — 增持 — 中性 —
减持 — 卖出 —

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				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.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。