

2010-08-13

大卖场与超市

武汉中百 000759.SZ

业绩符合预期，重回盈利增速快车道

◇ 事件：公司公布 2010 年中报业绩

◆业绩符合预期，净利润同比增长 30.16%：

1H2010 期间公司营业收入 60.55 亿元，同比增长 20.32%，归属母公司净利润 1.27 亿元，同比增长 30.16%，符合我们预期。其中净利润继 1Q2010 年同比 30.16% 增速后，上半年维持 30% 左右稳定增长，我们认为公司盈利能力基本已从 09 年同期较低增速（18.95%）重回增速快车道，主要归因于受去年同期基数较低影响，营业收入较 1H2009 同比增长 9.85 个百分点，拉动净利润提升。此外 1H2010 期间 CPI 稳步走高，亦对公司净利润增速提升起到一定推波助澜的作用。

◆1H2010 外延扩张低于预期，内涵单店销售稳健增长：

1H2010 期间公司仓储、便民超市门店数分别增加 6 家和 13 家（1H2009 分别为 4 家和 2 家），开店步伐较去年同期有较大速度提升，但仍然低于我们原先 2010 年新开仓储/便民超市 21 和 70 家的预测，其中门店选址较为谨慎以及上半年门店租金涨幅较大是主要原因。而内涵方面，公司所有门店及仓储单店销售额分别为 915 和 3237 万，同比增长 11.6% 和 8.7%，彰显公司一贯较强的管理能力及渠道控制能力。鉴于超市行业特点以及中报中 2H2010 业务发展规划，我们认为公司下半年将提升开店速度，因此重新调整 2010 年新开仓储和便利门店数至 19 和 60 家。

◆建设生鲜物流配送中心，我们持肯定态度：

公司同时公告将分三期（每期 6 个月）于江夏开发区建设 90740 平米的中百生鲜物流配送中心，其中一期为蔬果配送，二期为冷链物流（库容 8000 吨）而三期为生鲜加工中心。我们对此项目持肯定态度，未来冷链物流将成为中百整合供应链上下游的平台，不但能提高现有生鲜毛利率水平，更能解决目前中百生鲜产品经营特色不足的问题。此外，也有助于加强公司未来外延网点布局和发挥公司规模优势。

◆盈利预测与投资评级：

我们维持公司 2010-12 年 EPS 分别为 0.43/0.55/0.69 元的预测，以 2009 年为基期未来三年 CAGR33.3%，认为公司合理价值在 14.33 元，对应 2011 年主营业务 27 倍市盈率（目前超市板块 2011 年市盈率平均为 30 倍），上调六个月目标价至 14.33 元，维持现价（12.04 元）“买入”评级。我们认为武汉中百抗系统风险优势明显，建议防御型投资者在目前历史估值低位和震荡市中积极标准配置。

◆风险分析：

公司开店速度低于预期，CPI 迅速回落导致超市营业收入低于预期增长。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	8,649	10,096	12,369	14,933	17,743
营业收入增长率	24.28%	16.73%	22.51%	20.73%	18.81%
净利润（百万元）	172	213	294	376	473
净利润增长率	36.62%	24.09%	37.83%	27.93%	25.67%
EPS（元）	0.25	0.31	0.43	0.55	0.69
ROE（归属母公司）	10.99%	12.41%	15.02%	16.75%	18.15%
P/E	48	38	28	22	17
P/B	5	5	4	4	3
EV/EBITDA	19	-30	13	11	9

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

买入

当前价格	12.04 元
目标价格	14.33 元
目标期限	6 个月

分析师：

唐佳睿 (执业证书编号：S0930210060002)

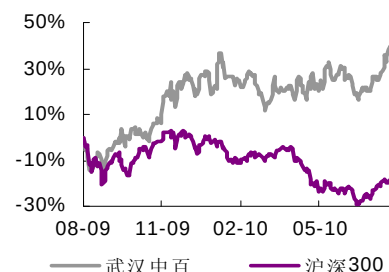
021-22169161

tangjiarui@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	681
总市值(百万元)	8,199
流通比例(%)	99.91%
12 个月最高/最低(元)	14.20/8.50
近 3 月日均成交量(百万股)	11.80
主要股东	武汉商联(集团)股份有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.05	9.78	54.20
绝对收益	9.45	10.33	33.39

相关报告：

经营稳健的区域渗透扩张型超市

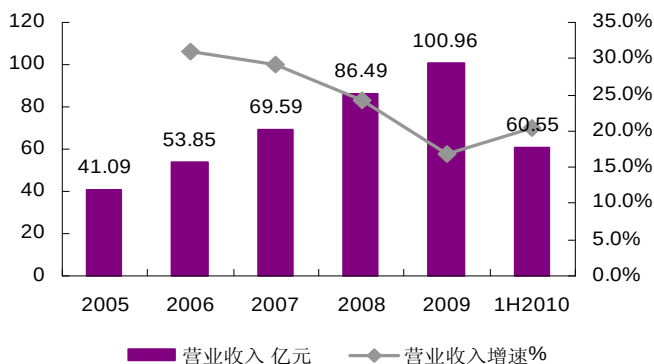
..... 2010-07-13

业绩符合预期，净利润同比增长 30.16%

1H2010 期间公司营业收入 60.55 亿元，同比增长 20.32%，归属母公司净利润 1.27 亿元，同比增长 30.16%，符合我们预期。其中净利润继 1Q2010 年同比 30.16% 增速后，上半年维持 30% 左右稳定增长，我们认为公司盈利能力基本已从 09 年同期较低增速（18.95%）重回增速快车道，主要归因于受去年同期基数较低影响，营业收入较 1H2009 同比增长 9.85 个百分点，拉动净利润提升。此外 1H2010 期间 CPI 稳步走高，亦对公司净利润增速提升起到一定推波助澜的作用。

图表 1：1H2010 武汉中百营业收入增速同比回升

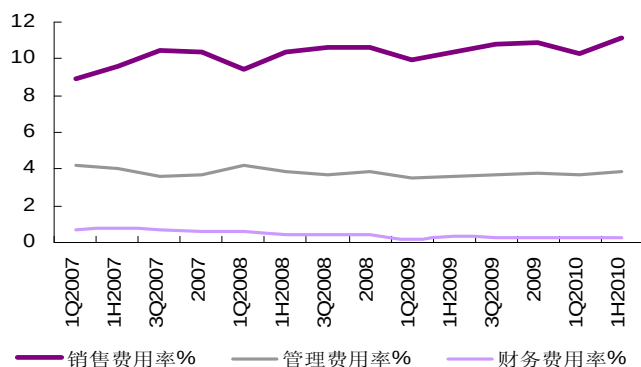
2005-1H2010 武汉中百营业收入及收入增速%



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 3：1H2010 武汉中百期间费用率处于历史高位

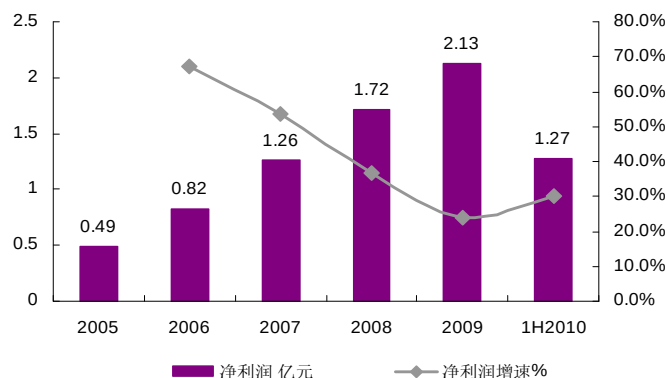
2007-1H2010 武汉中百期间费用率比较%



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 2：武汉中百净利润增速同比反弹

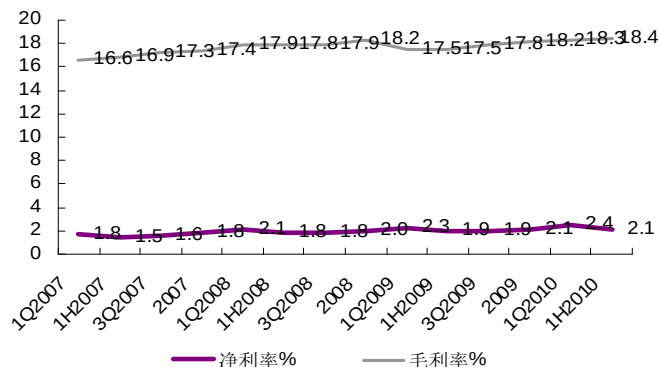
2005-1H2010 年武汉中百净利润及其增速%



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 4：1H2010 武汉中百净利率下滑，而毛利率上升

2007-1H2010 武汉中百净利率和毛利率情况%



资料来源：公司公告、光大证券研究所

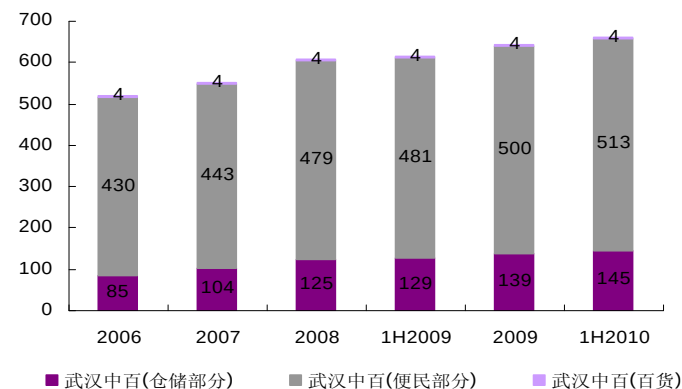
1H2010 外延扩张低于预期，内涵单店销售稳健增长

1H2010 期间公司仓储、便民超市门店数分别增加 6 家和 13 家（1H2009 分别为 4 家和 2 家），开店步伐较去年同期有较大速度提升，但仍然低于

我们原先 2010 年新开仓储/便民超市 21 和 70 家的预期，其中门店选址较为谨慎以及上半年门店租金涨幅较大是主要原因。而内涵方面，公司所有门店及仓储单店销售额分别为 915 和 3237 万，同比增长 11.6% 和 8.7%，彰显公司一贯较强的管理能力及渠道控制能力。鉴于超市行业特点以及中报中 2H2010 业务发展规划，我们认为公司下半年将提升开店速度，因此重新调整 2010 年新开仓储和便民门店数至 19 和 60 家。

图表 5：1H2010 武汉中百门店扩张速度同比加快

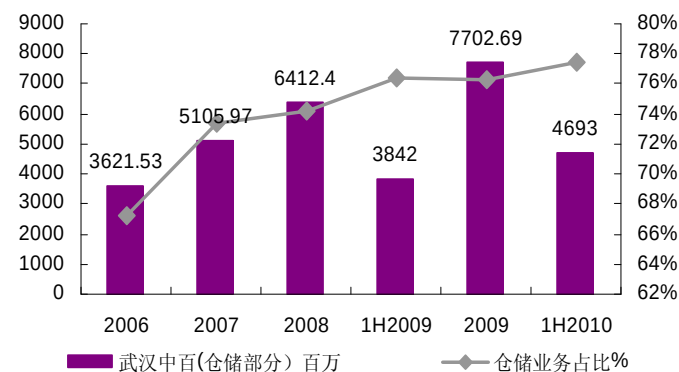
2006-1H2010 武汉中百三类业务门店数量情况



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 7：武汉中百仓储超市收入占比逐年提高

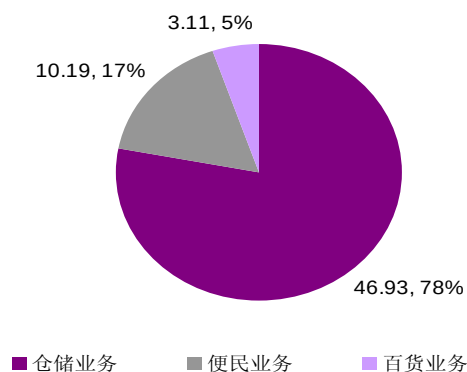
2006-1H2010 武汉中百仓储业务销售及占营业收入比重情况%



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 6：武汉中百仓储业务收入仍占主导地位

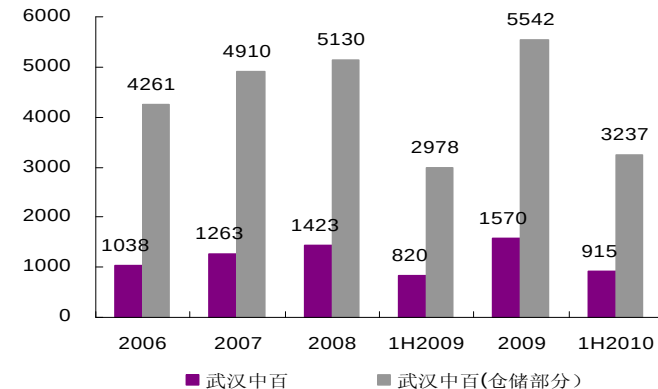
1H2010 武汉中百三大业务销售收入（亿元）及销售占比%



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 8：武汉中百单店销售额稳步提升

2006-1H2010 武汉中百及中百仓储业务单店销售额情况(万元/店)



资料来源：公司公告、光大证券研究所

建设生鲜物流配送中心，我们持肯定态度

我们强调物流作为零售企业“第三利润”的作用，未来超市业态提高直采和自营比例以及生鲜产品占比是拉升公司整体毛利率的不二法门。2010 年公司战略重点是后台配送中心建设，目前在湖北四隅建有配送中心，新增咸宁、涪水配送中心有望在 2011 年投入使用，将大大增强物业配送能力和

降低耗材成本，公司毛利率和存货周转率较弱局面将有所改观，同时为日后省外区域扩张打下夯实后台基础。

公司在公布 2010 年中报业绩同时公告将分三期（每期 6 个月）于江夏开发区建设 90740 平米的中百生鲜物流配送中心，其中一期为蔬果配送，二期为冷链物流（库容 8000 吨）而三期为生鲜加工中心。我们对此项目持肯定态度，未来冷链物流将成为中百整合供应链上下游的平台，不但能提高现有生鲜毛利率水平，更能解决目前中百生鲜产品经营特色不足的问题。此外，也有助于加强公司未来外延网点布局和发挥公司规模优势。

图表 9：武汉中百物流能力未来将大大提高

武汉中百物流中心一览（2010 年 8 月更新）

配送中心	类型	规模	功能介绍
吴家山配送中心	常温配送	库容 3.5 万平米	日配送能力可满足 600 余家超市门店的配送服务。配送中心拥有 100 余台车辆可同时配货
武汉科德中心（汉阳冷配中心）	冷配	1.2 万吨冷配容量	为公司 500 余家超市门店提供冷冻食品配送服务
中百阳逻生鲜中心	生鲜配送	3000 平米蔬果配送面积	为武汉中百配套生产豆制品、塑料袋及塑料托盘，蔬菜进行初级加工
武汉汉鹏配送中心	常温配送	180 亩，建面 3 万平米	常温配送
江夏生鲜物流配送中心	冷配/常温配送	250 亩，10 万平方米左右	一期：44990 平米，蔬果配送中心，建成后水果类最大配送量 350 吨/天，蔬菜类最大配送量 470 吨/天。 二期：冷链物流，2011 年 5 月建成，面积 12000 平米，库容 8000 余吨。 三期：生鲜及食品加工，33750 平米。
浠水配送中心	常温配送	年配送能力为 1,900 万件，商品仓储面积 15000 平米	辐射周边半径 100-150 公里内中百超市的物流配送
恩施配送中心	常温配送	商品仓储面积 1-2 万平米	
咸宁配送中心	常温配送	年配送能力为 2,000 万件，商品仓储面积 19070 平米	
襄樊配送中心	常温配送	商品仓储面积 1-2 万平米	

资料来源：公司调研、光大证券研究所

盈利预测与投资评级

关键假设

- 1) 假设武汉中百 2010-2012 年仓储业务各净新增 19/20/22 家门店，便利业务新增门店数均为每年 60 家，而百货门店未来三年维持四家不变。

- 2) 假设 2010-2012 年主营业务中仓储业务、便利业务及百货业态的营业增速分别为 23.5%/21.4%/19.5%、22%/20%/18%和 12%/10%/8%。2010-2012 年其他业务收入占主营业务收入比重分别为 6.5%/6.6%/6.7%，增速分别为 22.3%/22.5%/20.5%。
- 3) 假设综合毛利率 2010-2012 年分别为 18.43%/18.66%/18.82%，营业收入增速分别为 22.5%/20.7%/18.8%。
- 4) 假设 2010-2012 年期间费用率分别为 14.71%/14.64%/14.55%，实际税率分别为 28%/27%/27%。
- 5) 鉴于政府补贴力度逐渐下降，我们给予 2010-2012 年营业外收入 1500/1500/1000 万的预测，而 2010 年的盈利预测中还包含 1700 万出售荆州资产的投资收益。
- 6) 综上，我们预测 2010-2012 年公司的 EPS 分别为 0.43/0.55/0.69 元。

图表 10：武汉中百收支预测拆分

2010-2012 年武汉中百主营、其他业务收支拆分 (2010 年 8 月更新)

单位：百万元	2010E	2011E	2012E
营业收入	12369.0	14933.3	17742.8
营业收入增速%	22.51%	20.73%	18.81%
营业成本	10089.68	12146.09	14404.20
毛利率%	18.43%	18.66%	18.82%
总门店数	722	802	884
单店坪效	17.13	18.62	20.07
主营收入	11614.1	14008.7	16628.7
主营收入增速%	22.5%	20.6%	18.7%
主营成本	10074.6	12127.6	14381.9
主营毛利率	13.3%	13.4%	13.5%
其他业务收入	754.9	924.6	1114.1
其他业务收入增速%	22.26%	22.47%	20.50%
其他业务占主营比%	6.50%	6.60%	6.70%
其他业务成本	15.1	18.5	22.3
其他业务毛利率%	98.00%	98.00%	98.00%
主营业务拆分			
仓储超市业务			
营业收入	9509.34	11547.74	13797.20
占主营收入%	81.88%	82.43%	82.97%
收入增速%	23.5%	21.4%	19.5%
成本	7769.13	9422.96	11251.62
毛利率%	18.30%	18.40%	18.45%
权益%	100.00%	100.00%	100.00%

直采业务	361.36	508.10	689.86
直采比例	3.80%	4.40%	5.00%
门店数	158	178	200
净增门店	19	20	22
单店销售坪效	60.19	64.87	68.99
单店销售坪效增速%	8.61%	7.79%	6.34%
湖北部分	8972.79	10946.80	13136.16
湖北销售增速%	24.0%	22%	20.0%
门店数	121	139	157
净增门店	18	18	18
单店销售坪效	74.16	78.75	83.67
单店坪效增速%	5.55%	6.20%	6.24%
重庆部分	536.56	600.94	661.04
重庆销售增速%	15.0%	12%	10.0%
门店数	37	39	43
净增门店	1	2	4
单店销售坪效	14.50	15.41	15.37
单店坪效增速%	11.89%	6.26%	-0.23%
便民超市业务			
营业收入	2197.21	2636.65	3111.25
占主营收入%	18.92%	18.82%	18.71%
收入增速%	22.0%	20.0%	18.0%
成本	1751.17	2098.77	2473.44
毛利率%	20.30%	20.40%	20.50%
权益%	100.00%	100.00%	100.00%
门店数	560	620	680
净增门店	60	60	60
单店销售坪效	3.92	4.25	4.58
单店销售坪效增速%	8.93%	8.39%	7.59%
百货业务			
营业收入	604.37	664.81	718.00
占主营收入%	5.20%	4.75%	4.32%
收入增速%	12.00%	10.00%	8.00%
成本	479.27	525.87	566.86
毛利率%	20.70%	20.90%	21.05%
权益%	100.00%	100.00%	100.00%
经营面积 万平米	4.14	4.14	4.14
门店数	4	4	4
单店销售坪效	151.09	166.20	179.50
单店销售坪效增速%	12.00%	10.00%	8.00%
单位面积坪销 元/平米	14598.42	16058.26	17342.92

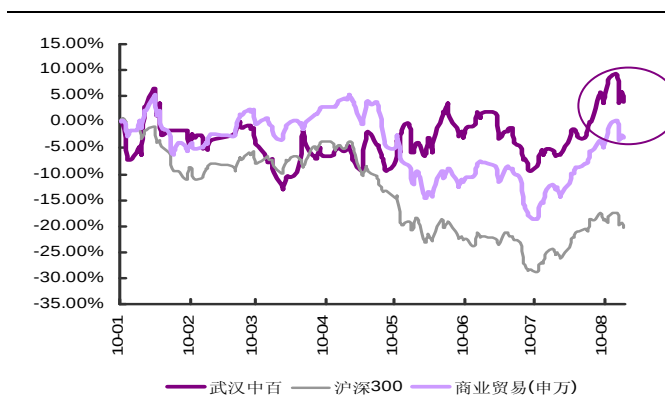
资料来源：光大证券研究所

估值仍处行业较低区间，维持“买入”评级

我们维持公司 2010-12 年 EPS 分别为 0.43/0.55/0.69 元的预测，以 2009 年为基期未来三年 CAGR33.3%，认为公司合理价值在 14.33 元，对应 2011 年主营业务 27 倍市盈率（目前超市板块 2011 年市盈率平均为 30 倍），上调六个月目标价至 14.33 元，维持现价(12.04 元)“买入”评级。在前一篇相关报告中（20100713），我们曾经指出武汉中百抵抗大盘系统性风险较强，而截至 2010 年 8 月 12 日，公司相对¹沪深 300 指数和商贸指数（801200）年初以来涨幅分别为 24.19%和 6.95%，抗波动性优势明显，因此建议防御型投资者在目前历史估值低位和震荡市中积极标准配置。

图表 11：武汉中百今年以来跑赢大盘和商贸指数

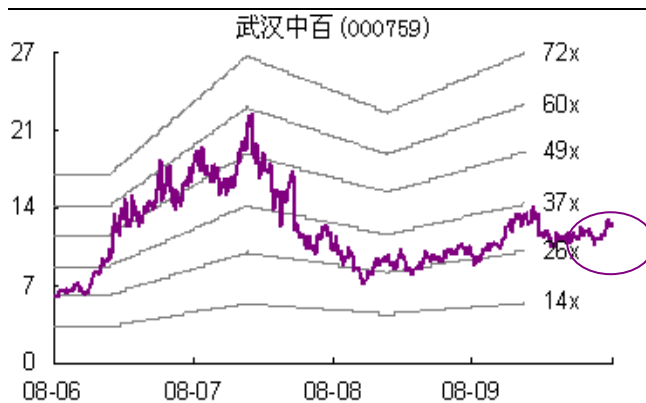
2010 年以来武汉中百、沪深 300 及商贸指数涨幅



资料来源：Wind、光大证券研究所

图表 12：武汉中百估值目前仍处于历史低点

武汉中百 PE Band 图



资料来源：光大证券研究所

图表 13：武汉中百在超市子行业中估值最低

A 股五家超市公司 2011 年预测市盈率（20100812）

证券代码	证券简称	预测市盈率(PE, 未来 12 个月)
000759. SZ	武汉中百	25.46
002251. SZ	步步高	27.86
002264. SZ	新华都	28.82
002336. SZ	人人乐	29.88
600361. SH	华联综超	38.61
	平均	30.13

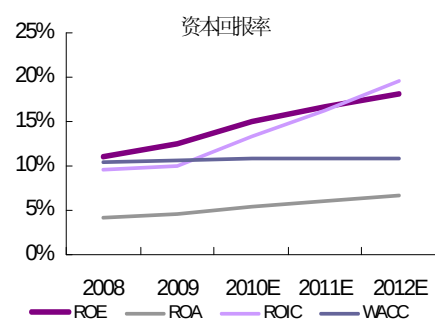
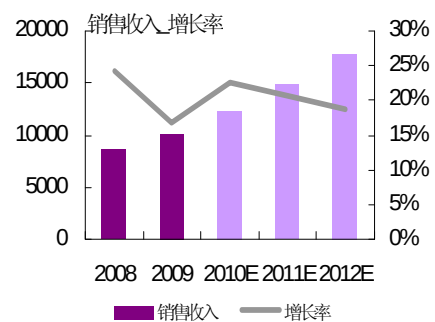
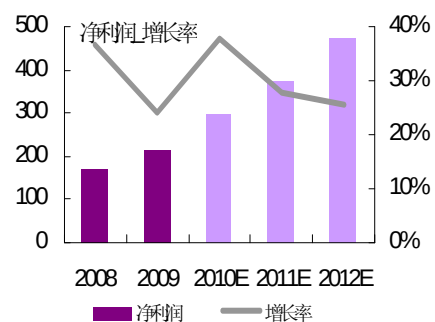
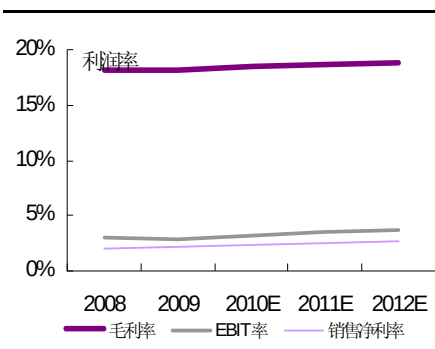
资料来源：Wind、光大证券研究所

风险分析

CPI 迅速回落导致超市营业收入低于预期增长，超市开店速度低于预期，重庆地区长期不能扭亏为盈拖累公司整体业绩。

¹ 2010 年 1 月 4 日至 2010 年 8 月 12 日期间，武汉中百、商贸指数及沪深 300 指数绝对涨幅分别为 3.86%/-3.09%/-20.33%。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	8,649	10,096	12,369	14,933	17,743
营业成本	7,073	8,264	10,090	12,146	14,404
折旧和摊销	107	-521	225	256	286
营业税费	54	65	80	97	115
销售费用	920	1,102	1,336	1,605	1,907
管理费用	337	376	458	553	648
财务费用	40	25	26	28	26
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-12	12	17	0	0
营业利润	210	274	395	502	639
利润总额	240	299	410	517	649
少数股东损益	0	1	1	1	1
归属母公司净利润	171.89	213.30	293.98	376.08	472.63

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	4,147	4,642	5,357	6,152	7,033
流动资产	1,867	2,244	2,683	3,234	3,951
货币资金	636	761	928	1,120	1,444
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	17	97	61	74	88
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	18	18	29	36	42
存货	1,050	1,111	1,413	1,700	2,017
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	99	39	41	41	41
固定资产	1,594	1,657	1,873	2,073	2,212
无形资产	135	239	233	227	221
总负债	2,567	2,906	3,383	3,888	4,409
无息负债	2,069	2,496	3,073	3,679	4,342
有息负债	498	410	309	209	67
股东权益	1,580	1,736	1,975	2,263	2,624
股本	561	561	681	681	681
公积金	733	757	801	858	929
未分配利润	270	401	475	706	994
少数股东权益	16	17	18	19	20

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	473	683	834	909	1,056
净利润	172	213	294	376	473
折旧摊销	107	-521	225	256	286
净营运资金增加	37	-66	-135	-56	-59
其他	158	1,057	450	332	355
投资活动产生现金流	-398	-355	-484	-500	-450
净资本支出	-174	-278	500	500	450
长期投资变化	99	39	-2	0	0
其他资产变化	-322	-116	-983	-1,000	-900
融资活动现金流	98	-203	-183	-216	-281
股本变化	225	0	121	0	0
债务净变化	-245	-88	-101	-100	-142
无息负债变化	516	427	577	606	663
净现金流	174	124	167	192	324

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	24.28%	16.73%	22.51%	20.73%	18.81%
净利润增长率	36.62%	24.09%	37.83%	27.93%	25.67%
EBITDA 增长率	23.33%	-163.59%	-368.57%	24.76%	21.17%
EBIT 增长率	41.90%	9.49%	40.83%	31.00%	25.66%
估值指标					
PE	48	38	28	22	17
PB	5	5	4	4	3
EV/EBITDA	19	-30	13	11	9
EV/EBIT	27	25	21	16	12
EV/NOPLAT	38	35	29	22	17
EV/Sales	1	1	1	1	0
EV/IC	4	3	4	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	18.23%	18.15%	18.43%	18.66%	18.82%
EBITDA 率	4.26%	-2.32%	5.09%	5.26%	5.36%
EBIT 率	3.03%	2.84%	3.27%	3.54%	3.75%
税前净利润率	2.78%	2.96%	3.31%	3.46%	3.66%
税后净利润率 (归属母公司)	1.99%	2.11%	2.38%	2.52%	2.66%
ROA	4.14%	4.61%	5.50%	6.13%	6.73%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.99%	12.41%	15.02%	16.75%	18.15%
经营性 ROIC	9.67%	10.01%	13.27%	16.23%	19.54%
偿债能力					
流动比率	0.80	0.79	0.81	0.85	0.91
速动比率	35.11%	39.93%	38.33%	40.12%	44.56%
归属母公司权益/有息债务	3.14	4.19	6.32	10.73	38.79
有形资产/有息债务	7.35	9.82	15.35	26.53	95.87
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.25	0.31	0.43	0.55	0.69
每股红利	0.08	0.08	0.13	0.17	0.21
每股经营现金流	0.70	1.00	1.23	1.33	1.55
每股自由现金流(FCFF)	0.49	0.80	0.22	0.30	0.56
每股净资产	2.30	2.52	2.87	3.30	3.82
每股销售收入	12.70	14.82	18.16	21.93	26.05

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(Dipl.-Vw.), 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。

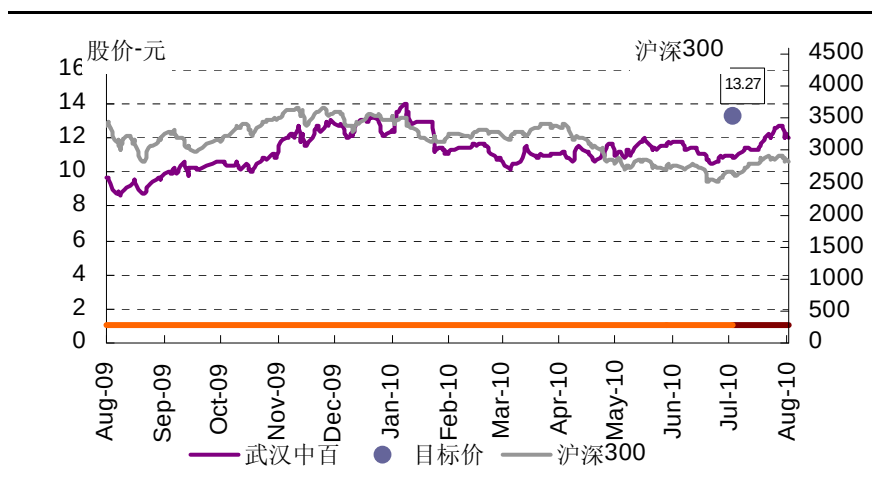
分析师声明

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

武汉中百 (000759)

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
2007-08-21	18.30	21.00	增持
2008-01-31	16.81	26.70	买入
2008-07-10	11.30	13.20	增持
2008-08-01	11.38	13.20	增持
2008-10-21	8.41	11.00	增持
2009-03-25	8.40	8.75	中性
2009-07-31	9.60	10.50	中性
2010-07-13	10.96	13.27	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@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	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。