

2010-12-14

服装、服饰与奢侈品

嘉欣丝绸 002404-SZ

变更募投项目，品牌转型迈出关键一步

◇ 报告起因：公司公告变更部分募投项目

◆ 公司变更募投项目，品牌转型迈出重要一步

公司发布公告，变更募投项目，拟将“真丝梭织服装项目”变更为“嘉欣丝绸内销品牌项目”，募集资金6050万变更投向，全部用于内销品牌服装的生产和销售。拟设立“浙江嘉欣丝绸品牌服饰分公司”，以高档时尚女装、丝绸家居服、真丝内衣为主导产品，以直营及连锁加盟为销售模式，计划三年内开设直营旗舰店、直营专柜及专卖店、加盟店共计142家，达到1.2亿的销售目标。公司正一步步踏实推进项目进展，具体包括聘请专业策划团队、扩大设计师团队、考察店铺选址等等。

◆ 品牌转型，符合产业升级趋势，有利于公司长期发展

锻造中高端丝绸服饰家纺内销品牌，是公司今后发展重点。一方面，国际市场的不稳定、国内劳动力成本提高、人民币的升值预期，都对产品出口带来一定的压力，国内外市场形势的变化要求公司加快开拓内销市场，提高内销占总体收入的比重；另一方面，建立企业自有品牌，抓住价值链中高附加值的两端“设计”与“渠道”，强化终端市场控制力，是顺应纺织服装行业发展趋势的必然举措。

◆ 品牌转型，已具备坚实基础

公司原有内销品牌“金三塔”定位较低，但在江浙沪范围内仍有一定的知名度，“真丝专家-金三塔”的形象已经深入人心。未来目标消费者定位于中高收入群体，将以“优雅、天然、舒适、时尚”为品牌风格，可能通过购买国际高端品牌或自建，走多品牌发展路线，打造中高端形象。此外，公司拥有从“茧-丝-面料-印染-成衣加工”的一套完整的产业链，以及多年来为众多国际一线品牌的生产加工能力，十几名设计师团队，都为品牌的未来发展奠定了坚实的基础。

◆ 短期受制品牌培育投入，未来盈利提升空间较大

此次变更募投项目，由于真丝梭织服装产能自产转外协而导致毛利率下降、品牌项目11、12年处培育期而产生大量投入，将对公司短期业绩带来影响，下调公司2010-2012年EPS，分别由0.57、0.87、1.15元下调为0.57、0.80和1.05元。

但从长期考虑，品牌转型有利于公司长期发展，将带来公司盈利模式的改变及分享潜力巨大的国内消费市场增长的机会，我们看好品牌转型为公司带来的发展机遇，目前市场上丝绸规模品牌尚属空白，公司品牌建设一旦转型成功，将为未来增长打开空间，将带来业绩与估值的双重提升。维持“买入”评级并将密切跟踪后续品牌建设进展。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,510	1,439	1,663	2,218	2,579
营业收入增长率	-12.87%	-4.68%	15.60%	33.35%	16.25%
净利润(百万元)	55	64	76	106	140
净利润增长率	-11.76%	15.68%	18.73%	39.43%	31.66%
EPS(元)	0.42	0.48	0.57	0.80	1.05
ROE(归属母公司) (摊薄)	17.71%	17.41%	8.04%	10.18%	11.95%
P/E	52	45	38	27	21

维持

买入

当前价格	22.40元
目标价格	26元
目标期限	6个月

分析师：

李婕

(执业证书编号：F0050108120160)

联系人：

谢宁铃

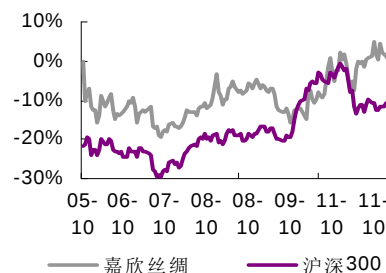
021-2216 9127

xienl@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	134
总市值(百万元)	2,870
流通比例(%)	25.09%
12个月最高/最低(元)	23.50/16.85
近3月日均成交量(百万股)	2.12
主要股东	周国建

股价表现(12个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	12.60	1.65	0.00
绝对收益	8.65	9.48	0.00

相关报告：

转型品牌价值值得期待

..... 2010-11-22

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。

公司今日发布公告，变更 IPO 募投项目打造内销品牌。拟将募投项目第三项即“高档真丝梭织服装技术改造项目”（原计划新增 1,500 台电脑平缝机及相应配套生产设备，以增加公司梭织服装的产能，但截止 2010 年 12 月，尚未启动）变更为“嘉欣丝绸内销品牌项目”。募集资金 6050 万变更投向，全部用于内销品牌服装的生产和销售。

表 1 公司 IPO 募集资金投资项目

序号	项目名称	投资金额
1	年产 600 吨天然纤维针织面料及 90 万件无缝真丝针织内衣项目	9,700 万元
2	真丝宽幅面料及特种绣花装饰绸技改项目	9,300 万元
3	高档真丝梭织服装技术改造项目	6,050 万元
4	年产 110 万件高档丝针织服装项目	9,052 万元

我们在 11 月 22 日发布的报告《转型品牌值得期待》中认为，公司决定扩大内销、转型品牌零售商对公司未来发展而言将踏上一个新平台。本次变更募投项目，意味着公司在打造终端内销品牌方面迈出了关键的一步。

1、品牌转型迈出重要一步

1.1 品牌建设

公司拟设立“浙江嘉欣丝绸品牌服饰分公司”，偏重内销，以高档时尚女装、丝绸家居服、真丝内衣为主导产品，以直营及连锁加盟为销售模式，计划三年内开设直营旗舰店、直营专柜及专卖店、加盟店共计 142 家，达到 1.2 亿的销售目标。

表 2 品牌建设方案

经营方向	设计、生产和销售高档时尚女装、真丝家居服、真丝内衣产品
品牌风格	优雅 天然 舒适 时尚
客户定位	中高端消费群体

- 产品系列：公司将推行“综合服饰品牌”拓展的品牌延伸战略，促进产品多元化。
- 生产供应：计划形成 100 台缝纫车的生产规模，专门配套生产内销品牌服装；在配套生产能力不足时，公司原有的 5 家服装生产企业可提供生产资源，保证内销产品的制造需求。
- 订货模式：1 年两季的产品发布和订货会。

1.2 渠道规划

公司将整合提升现有销售渠道，大力发展内销直营及连锁加盟模式。其中，公司将在一线城市建立直营旗舰店和直营专卖店、专柜，在二三线城市发展加盟商。打算直营以旗舰店带动专柜和普通店的模式发展，同时以旗舰店作为形象窗口开拓吸引加盟商。

3 年内计划开设直营旗舰、直营普通店和加盟店共计 142 家，包括直营店和专柜 66 家，加盟店 73 家，在网上建立网店 3 家。

表 3 店铺形式及各年度店铺数

店铺形式&各年度店铺数	第 1 年	第 2 年	第 3 年
直营旗舰店	1	1	5
直营专柜	10	28	51
直营普通店	7	9	10
网络平台	3	3	3
加盟店	5	21	73
总计	26	62	142

具体而言，第一阶段以上海为核心，辐射华东地区；第二阶段，以北京为核心辐射华北地区；进而拓展到全国其他省份和地区，最终形成辐射面广、控制力强，布局稳定、体系完整的全国营销网络。

表 4、实体店铺全国布局计划

各地区店铺数	直营旗舰店	直营普通店	直营专柜	加盟店
上海地区	2	1	33	
嘉兴地区	1	6		
华东地区		3	12	23
其他地区	2		6	50
总计	5	10	51	73

同时，公司计划进入网络渠道，开设包括官方销售平台在内的网店 3 家，增强品牌影响力。

就直营及加盟模式的具体方式而言，公司与加盟商签订《特许专卖合同》：许可加盟商在特定期限和区域内享有特许专卖权，且该许可为独占许可。公司拟采取“合理布局、统一价格、统一形象、统一管理、适度竞争、共同发展”等策略妥善处理解决好直营店和加盟店之间的市场协调和利益冲突。此外，逐步完善营销网络建设，实施连锁营销网络集中管理系统，实现营销网络的一体化管理。

1.3 具体举措

公司正朝着打造终端内销品牌的方向努力，一步步踏实推进项目进展，具体包括聘请专业策划机构、扩大设计师团队、考察店铺选址等等，以上举措有助于公司加快从 OEM 企业逐步转型为品牌零售商。

- 品牌识别：公司在已有 CI 基础上，引入知名品牌管理和咨询公司，重新对品牌进行形象诊断，科学筹划建立品牌的市场地位和消费者的认知度，不断融入科技、文化含量。从品牌标识、品牌 VI 和 SI 等方面重新进行优化，以利于品牌的推广和运作。
- 服装设计：加大引进专业设计人员的力度，以高档时尚女装、丝绸家居服和真丝内衣为设计开发重点，扩大产品设计量。以市场需求为导向，实现设计潮流化的纵向发展、产品多元化的横向发展。此外，公司将建设品牌设计研发中心，构建集服装设计、面辅料材料测试与研发、视觉传达设计、专业培训和服装资讯收集利用等功能于一体的国内一流真丝服装研发与信息平台，快速收集和分析服装流行信息，为设计和营销提供技术支持和保障，也为公司整体发展战略的实施提供强大后台支持。
- 开店选址：公司派人深入调研市场，贴近目标消费群体优化网

点布局，科学合理并适度战略性的进行销售网点选址。

- 土地资源：生产研发基地在浙江嘉欣丝绸股份有限公司工业园区内建设，项目所需土地为公司留存土地，土地已征用。
- 人员储备：公司将聘请与公司发展阶段相适应的职业经理人，以促进管理、营销队伍建设。建立人才计划和完善绩效体系，采用内部培养和外部引进相结合的办法提高全体员工的综合素质。第一，强化在职员工的岗位技能培训。第二，外派员工进修学习。第三，积极引进各类适合公司发展需要的优秀人才。公司将与国内的知名大专院校建立更加密切的联系，重点引进一批服装的开发、设计、营销及管理高级人才，使公司的研发和生产能力进一步增强。积极外聘专家学者、行业权威人士和专业顾问机构，培养公司内部销售管理人才、各地专卖店店长和店员，提高营销一线人员的综合素质和服务水平，为品牌的持续发展提供强有力的保障。建立科学合理的薪酬制度和绩效管理体系，做好员工的职业发展规划，建立既有利于留住人才，又有利于调动人才的积极性和创造性的科学、合理的激励机制。

2、品牌项目投资计划与测算

品牌项目总投资为 6050 万元，包括建安工程费用 2770 万元，生产及研发设备 200 万元，流动资金 3080 万元，资金来源全部为募集资金。

建安工程费用主要用于建造内销服装生产设计大楼及仓库，建筑面积约 23271.73 m²；设备资金用于新增缝纫生产设备 100 台及配套研发设备；流动资金主要为店面的租赁、装修、连锁营销网络集中管理系统的投入及产品生产、销售周转用资金。

项目经济效益指标测算计算期 10 年，其中项目建设期为 12 个月，按建设期起第 3 年至第 10 年达产 100% 测算。考虑到加快市场开拓的需求，公司计划在生产设计大楼建设的同时，由公司现有服装生产企业加工内销服装，在项目建设当年达产 30%，建设期第二年达产 60%，第三年达产 100%。

年销售收入测算：按照市场惯例，一般以店面面积作为效益测算依据，公司目前在嘉兴地区及上海开设的“金三塔”品牌直营店及专柜的平均平效是 70 元/天；内销项目 100% 达产后，开设直营及加盟店 142 家，营业面积约 8220 平方，从稳健原则考虑，按平均平效 40 元/天测算，营业额 12000 万。

表 5 项目进度测算

项目（万）	第 1 年 达产 30%	第 2 年 达产 60%	第 3 年 达产 100%
销售额（不含税）	3600	7200	12000

成本费用测算：成本费用主要包含产品生产（采购）成本、店面租金、装修费、信息系统建设费、工资及保险费、销售和管理费；生产（采购）成本参考公司服装制造企业生产的国际品牌服装生产成本，租金测算为对意向开设店面的地区相关地域现行租金成本调研取得。

表 6 品牌项目成本费用测算

项目（万）	第 1 年 达产 30%	第 2 年 达产 60%	第 3 年 达产 100%
生产（采购）成本	2124	4176	6600
租金	516	1200	1760
装修费	150	250	300
折旧支出	0	138	138
信息系统建设投入	150	100	100
工资及劳动保险金	250	400	1000
销售和管理费用	605	712	818

表 7 品牌项目财务指标测算

项目（万）	第 1 年 达产 30%	第 2 年 达产 60%	第 3 年 达产 100%
销售额（不含税）	3600	7200	12000
成本费用	3795	6976	10716
利润总额	-195	224	1284
净利	-195	168	963
内部收益率	22.79%		
投资回收期	6.6 年		
盈亏平衡	72.68%		

3、品牌转型，有利于公司长期发展

公司在三年规划中提出“锻造中高端丝绸服饰家纺内销品牌”，是公司今后发展重点。

一方面，公司目前的业务以 OEM 为主，出口产品收入占营业收入总额的 75% 左右。国际市场的不稳定性、人民币的升值预期，都对产品出口带来一定的压力。

另一方面，原有募投项目“真丝梭织服装项目”计划增加 1500 台电脑平缝车，需新增人员 1868 人，据纺织工业协会统计 2010 年国家纺织行业平均用工成本增长近 20%，劳动力成本的增长将减少项目预计利润。

而在中国，快速增长的富裕阶层和强有力的 GDP 增长，将给中国带来庞大的消费市场和旺盛的消费能力。真丝产品，历来被誉为“纤维皇后”和“人体第二肌肤”，本身所特有的天然、舒适的原料特性，穿着起来雍容华贵、飘逸轻柔的感觉，决定了其在高档服装领域必定占有一定的市场份额，而且随着人们生活水平的提高，追求天然和舒适将成为大的趋势。

以上国内外市场形势的变化，都要求公司加快开拓内销市场，提高内销占总体收入的比重。

此外，抓住价值链中高附加值的两端“设计”与“渠道”，是纺织服装行业的发展趋势。低附加值的生产部分，可通过继续委托周边外协厂加工来满足。公司通过变更募投项目，加快建立企业自有品牌，广铺网点，强化终端市场控制力，是顺应此产业升级趋势的必然举措。

4、品牌转型：已具备坚实基础

公司专注丝绸产品生产销售 20 余年，“嘉欣丝绸”作为企业品牌已

在丝绸国际市场中获得了广泛知名度。

原有内销品牌“金三塔”是国家免检产品，被命名为“浙江省著名商标”、中国驰名商标，获得了丝绸行业协会颁发的高档丝绸标志，屡次获得行业内产品金奖。在江浙沪范围内有一定的市场基础，“真丝专家”的形象已经深入人心。虽然定位较低，但凭借在面料开发和产品设计上的优势，“金三塔”逐步走上了探索中高端化产品路线的道路。未来目标消费者定位于中高收入群体，将以“优雅、天然、舒适、时尚”为品牌风格，可能通过购买国际高端品牌或自建，走多品牌发展路线，打造中高端形象。

公司内销业务的经营模式已经初步成型，建立了自己的设计研发团队和销售体系，并推出了包括真丝家居服和内衣在内 500 多款产品。目前已经在嘉兴和上海地区开设了直营店及专柜 6 家，同时建立了网上销售渠道，为内销品牌的发展打造了较好的起点。

公司拥有从“茧-丝-面料-印染-成衣加工”的一套完整的产业链，以及多年来为众多国际一线品牌代工的加工能力，在生产制作工艺方面具有成熟独到的技术。由于生产各个环节中流程管理及操作工人的经验非常重要，这些因素将直接影响到最终产品的品质，公司在这方面也配备足够的熟练技工。

公司目前拥有十几名设计师的研发团队，多次获得丝绸服装大赛的设计奖项；面料部门专注于各种新品种面料的开发和设计，平均每年新开发面料多达 300 种；在成衣设计上每年自主开发 250 款左右的服装款式供客户试销，并能逐步融入客户服装的前端设计，这些都为品牌的未来发展奠定了坚实的基础。

此外，公司所处的嘉兴，是中国“四大绸都”之一，丝绸企业和服装企业的聚集地，熟练工人储备多，原辅材料供应充足，也为公司提供了稳固的产业基础。

5、短期受制品牌培育投入，未来盈利提升空间较大

我们在 11 月 22 日发布的报告《转型品牌值得期待》中认为，不考虑公司品牌转型，预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.57、0.87 和 1.15 元，并认为现有业务估值基本合理，为公司股价提供了安全边际。

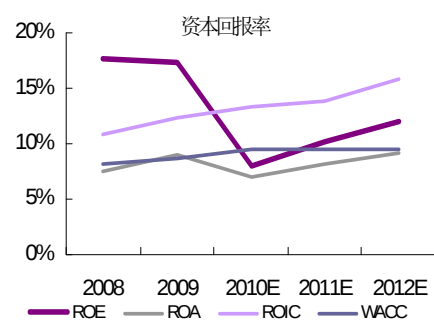
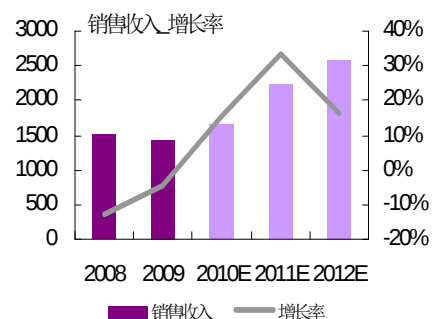
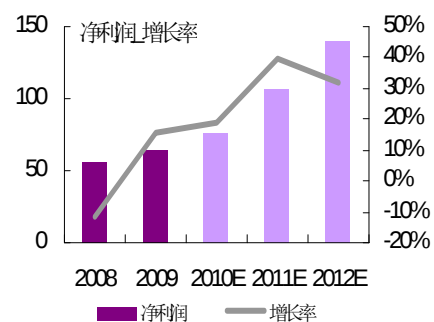
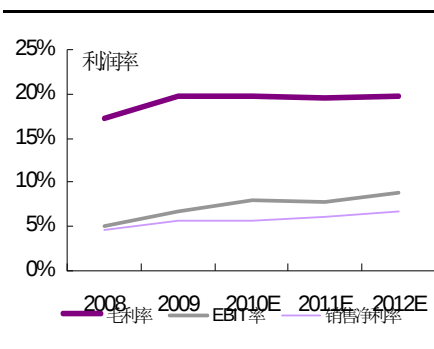
本次募投项目调整后，真丝梭织服装项目产能可通过委托周边外协厂加工来满足，我们预测其对收入贡献不变。另加上内销品牌项目的销售，预计公司整体收入提高。

但由于真丝梭织服装自产转外协，毛利率有所下降；而内销品牌项目虽然毛利率较高，但培育期较长，短期投入较大；综合考虑，我们下调公司短期盈利预测，11 年和 12 年 EPS 分别由 0.87、1.15 元下调到 0.80 和 1.05 元。

但我们认为，丝绸因其独特的产品特性及中国垄断资源优势，在高端服装家纺领域有着广阔市场前景，目前市场上丝绸规模品牌尚属空白，公司加快拓展内销品牌，未来发展空间巨大。而品牌建设一旦转型成功将带来业绩与估值的双重提升。

虽然我们下调了公司短期业绩预测，但考虑到品牌转型有利于公司长期发展，将带来公司盈利模式的改变及未来长期业绩增长的保证，我们看好品牌转型为公司带来的发展空间，维持“买入”评级，后续将密切跟踪其品牌建设进展。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,510	1,439	1,663	2,218	2,579
营业成本	1,248	1,155	1,336	1,783	2,068
折旧和摊销	0	215	38	42	48
营业税费	3	3	3	4	5
销售费用	60	69	82	119	127
管理费用	83	96	111	139	153
财务费用	35	18	8	2	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	5	0	0	0	0
营业利润	82	97	123	172	226
利润总额	86	101	122	171	225
少数股东损益	13	16	19	27	35
归属母公司净利润	55.49	64.19	76.21	106.26	139.90

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	918	890	1,350	1,638	1,906
流动资产	492	443	926	1,052	1,218
货币资金	87	93	513	517	602
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	201	172	200	266	309
应收票据	1	1	0	1	1
其他应收款	34	36	39	36	37
存货	115	127	134	178	207
可供出售投资	15	30	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	7	7	7	7	7
固定资产	284	322	328	455	540
无形资产	82	80	76	72	68
总负债	537	442	305	469	575
无息负债	220	232	305	469	575
有息负债	318	210	0	0	0
股东权益	380	448	1,046	1,169	1,331
股本	100	100	134	134	134
公积金	69	84	567	587	614
未分配利润	145	185	246	323	424
少数股东权益	67	79	98	125	161

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	192	192	155	219	249
净利润	55	64	76	106	140
折旧摊销	0	215	38	42	48
净营运资金增加	-36	-75	18	41	29
其他	172	-13	23	30	31
投资活动产生现金流	-34	-34	-20	-204	-150
净资本支出	-82	-80	50	204	150
长期投资变化	7	7	0	0	0
其他资产变化	42	40	-70	-408	-300
融资活动现金流	-147	-147	284	-11	-14
股本变化	0	0	34	0	0
债务净变化	7	-107	-210	0	0
无息负债变化	-16	12	72	164	106
净现金流	11	11	420	4	85

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	-12.87%	-4.68%	15.60%	33.35%	16.25%
净利润增长率	-11.76%	15.68%	18.73%	39.43%	31.66%
EBITDA 增长率	-25.40%	306.69%	-48.62%	26.92%	27.28%
EBIT 增长率	-25.40%	26.78%	14.11%	31.64%	30.48%
盈利能力 (%)					
毛利率	17.31%	19.71%	19.70%	19.64%	19.79%
EBITDA 率	5.10%	21.75%	10.22%	9.72%	10.65%
EBIT 率	5.10%	6.78%	7.91%	7.81%	8.77%
税前净利润率	5.70%	7.05%	7.36%	7.70%	8.72%
税后净利润率 (归属母公司)	3.68%	4.46%	4.58%	4.79%	5.43%
ROA	7.48%	9.04%	7.07%	8.13%	9.20%
ROE (归属母公司) (摊薄)	17.71%	17.41%	8.04%	10.18%	11.95%
经营性 ROIC	10.84%	12.30%	13.38%	13.78%	15.85%
偿债能力					
流动比率	0.92	1.02	3.06	2.25	2.13
速动比率	70.76%	72.80%	261.91%	187.13%	176.55%
归属母公司权益/有息债务	0.99	1.75	-	-	-
有形资产/有息债务	2.61	3.83	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.42	0.48	0.57	0.80	1.05
每股红利	0.00	0.00	0.07	0.10	0.13
每股经营现金流	1.44	1.44	1.16	1.64	1.86
每股自由现金流(FCFF)	1.57	3.47	0.55	-0.51	0.34
每股净资产	2.35	2.76	7.10	7.82	8.77
每股销售收入	11.31	10.78	12.46	16.62	19.32

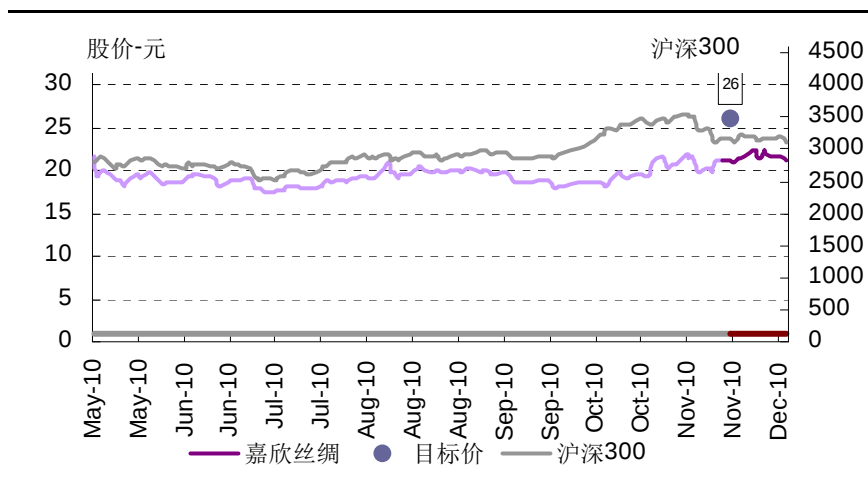
资料来源：光大证券、上市公司

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

嘉欣丝绸（002404）



日期	股价	目标价	评级
2010-11-22	21.23	26.00	买入

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	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
专题				
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。