

2011-03-28

批发和零售贸易

武汉中百 000759-SZ

业绩低于预期，4Q 单季业绩增速下滑是主因

◇ 事件：公司公布 2010 年年报

◆业绩低于预期，2010 年净利润同比增长 17.59%：

2010 期间公司营业收入 118.72 亿元，同比增长 17.60%，符合我们全年 120.73 亿元的预测。而归属母公司净利润 2.51 亿元（EPS 0.37 元），同比增长 17.59%，低于我们全年 2.83 亿元的预期（EPS 0.42 元）和市场预期（EPS 0.41 元）。业绩低于预期的主要原因有如下三大方面：1）公司期间费用率同比上升 0.80 个百分点，高于我们之前的预期。2）公司 2010 年实际税率为 29.97%，较我们之前全年 28.00% 的税率估计高 2 个百分点。3）四季度单季净利润下滑明显（4Q2010 单季净利润增速同比为 -4.07%，拖累整体业绩）。

◆2010 外延扩张略低于预期，内涵增长总体稳健成长：

公司外延扩张速度略低于我们的预期，其中仓储式业务 2010 年新增网点 20 家，但由于部分门店因租赁合同及城市拆迁原因，关闭 5 家门店，符合我们之前 15 家的预期。便民业务新增 58 家直营门店，而当年直营和加盟店分别关闭 23 家和 15 家，因此 2010 年便民店实际增加 20 家，低于我们之前全年净增 35 家的预期。内涵方面，2010 年公司所有门店、仓储式业务和便民业务的单店收入增长率分别为 11.36%、7.81% 和 9.53%，总体仍然保持较为稳健的增速。其中便利店单店收入增长率较 2009 年的 1.80% 有显著提升，我们认为得益于公司积极推动“好邦”品牌便利店的实施。

◆2010 期间费用率上涨，直采比例上升拉动毛利率提升：

公司 2010 年业绩低于预期的原因之一是期间费用率上涨较快，2010 年总体期间费用率为 15.70%，同比增加 0.80 个百分点。其中销售/管理费用同比分别增长 23.07%/29.60%，主要原因是职工工资及为职工支付的养老保险费用增长、新开门店增加租金及水电费用所致。而财务费用同比下降 23.44%，主要原因是 2010 年 1 月底公司按 10:2.2 比例配股，其中部分节余资金 2040.53 万用于补充流动资金所致。

毛利率方面，2010 年公司积极推进商品直采，进一步扩大直采商品范围，全年仓储公司直采商品销售额达 3.62 亿元，同比增长 53.18%，直采销售占比 4.05%。便民超市业务直采商品销售达 1.33 亿元，同比增长 68.07%，直采商品销售占比达 5.85%。受直采比例的利好推动，公司 2010 年毛利率由 2009 年的 18.15% 上升 0.87 个百分点至 19.02%。

◆下调至增持评级，中长期投资者仍可逢低介入：

我们调整公司 2011-13 年 EPS 分别至 0.46/0.58/0.75 元的预测（之前为 0.53/0.67/0.84 元），以 2010 年为基期未来三年 CAGR26.7%，六个月目标价 13.80 元，对应 2011 年主营业务 30 倍市盈率。我们仍然认为武汉中百在 A 股中估值较低，性价比方面具有较大的优势。但由于目前公司仍然处于外延扩张高速时期，未来二次创业将导致短期盈利能力较弱，且超市板块整体面临人工成本较高和门店租金上涨双重压力，因此下调评级至“增持”评级，中长期投资者仍可逢低介入。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	10,096	11,872	14,462	17,013	19,496
营业收入增长率	16.73%	17.60%	21.81%	17.64%	14.59%
净利润（百万元）	213	251	311	397	510
净利润增长率	24.09%	17.64%	23.81%	27.81%	28.54%
EPS（元）	0.31	0.37	0.46	0.58	0.75
ROE（归属母公司）	12.41%	10.06%	11.41%	13.12%	14.94%
P/E	41	35	28	22	17
P/B	5	3	3	3	3
EV/EBITDA	19	20	16	12	9

调降

增持

当前价格	12.80 元
目标价格	13.80 元
目标期限	6 个月

分析师：

唐佳睿 CFA CAIA FRM

(执业证书编号：S0930510120009)

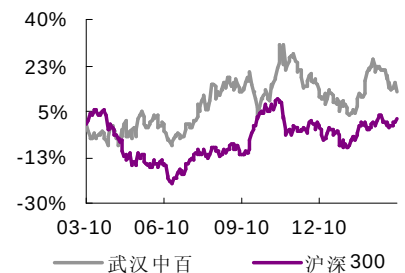
021-22169161

tangjiarui@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	681
总市值(百万元)	8,717
流通比例(%)	99.91%
12 个月最高/最低(元)	15.55/10.10
近 3 月日均成交量(百万股)	11.28
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	-11.33	-2.65	10.19
绝对收益	-8.30	1.51	12.22

相关报告：

武汉中百：性价比最高的 A 股超市公司——公司调研简报（维持买入）

..... 2011-01-10
 业绩符合预期，看好未来后台供应链整合——武汉中百 2010 年 3 季报简报

..... 2010-10-25
 业绩符合预期，重回盈利增速快车道——1H2010 武汉中百中报点评

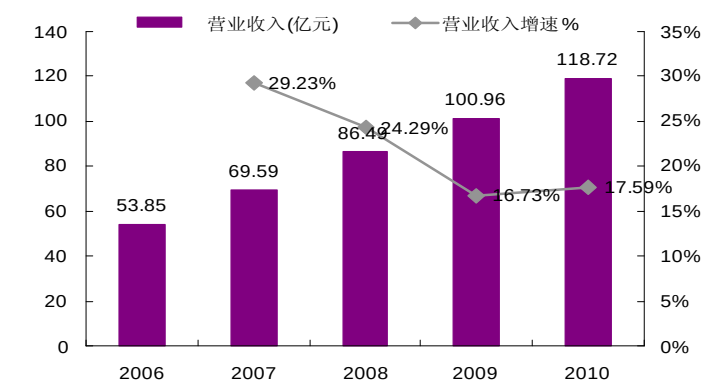
..... 2010-08-13

业绩低于预期，净利润同比增长 17.59%

2010 期间公司营业收入 118.72 亿元，同比增长 17.60%，符合我们全年 120.73 亿元的预测。而归属母公司净利润 2.51 亿元（EPS 0.37 元），同比增长 17.59%，低于我们全年 2.83 亿元的预期（EPS 0.42 元）和市场预期（EPS 0.41 元）。业绩低于预期的主要原因有如下三大方面：1）公司期间费用率同比上升 0.80 个百分点，高于我们之前的预期。2）公司 2010 年实际税率为 29.97%，较我们之前全年 28.00% 的税率估计高 2 个百分点。3）四季度单季净利润下滑明显（4Q2010 单季净利润增速同比为 -4.07%，拖累整体业绩）。

图表 1：2010 武汉中百营业收入增速较为稳定

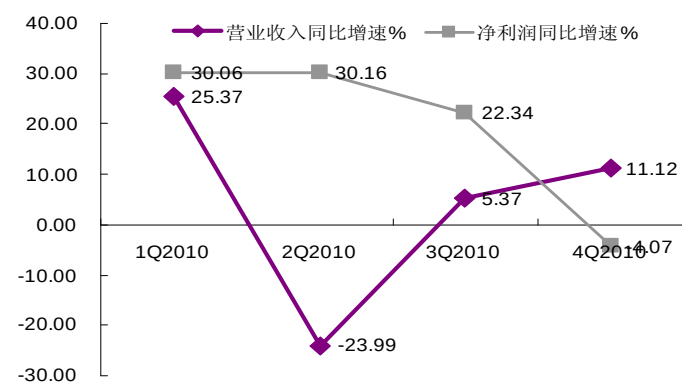
2006-2010 武汉中百营业收入及收入增速%



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 3：4Q2010 单季净利润增速下滑明显

1Q2010-4Q2010 武汉中百单季度营业收入及净利润增速%



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 2：2010 武汉中百净利润同比增速 17.59%

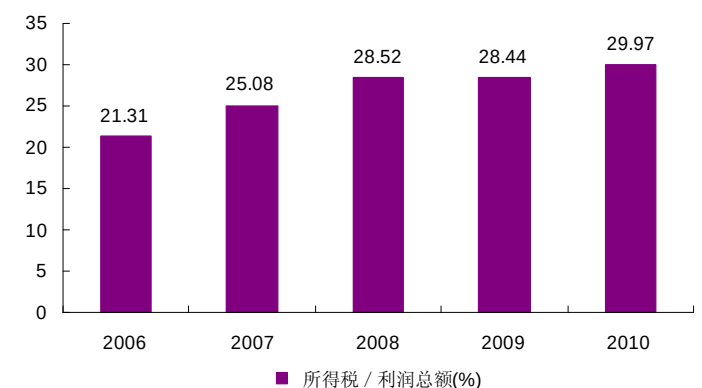
2006-2010 武汉中百净利润及其增速%



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 4：武汉中百所得税率逐年递增

2006-2010 武汉中百所得税占利润总额比重情况



资料来源：公司公告、光大证券研究所

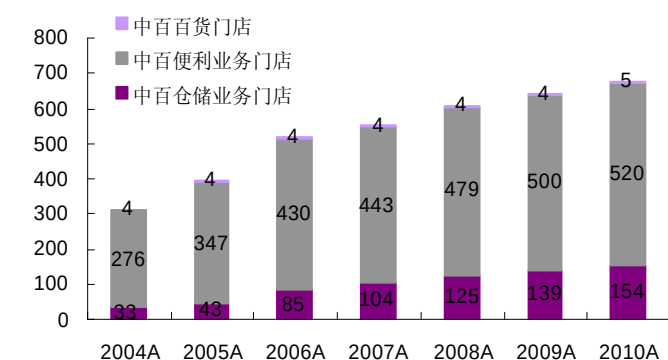
2010 外延扩张略低于预期，内涵单店销售总体稳健增长

截至 2010 年底，公司连锁网点总数为 679 家，其中仓储 154 家（武汉 58 家，湖北 61 家、重庆 35 家），便民超市 520 家（加盟店 56 家）及百货店 5 家。2010 期间公司仓储、便民超市门店数分别净增加 15 家和 20 家（2009 分别为 14 家和 21 家），外延扩张速度略低于我们的预期。其中仓储式业务 2010 年新增网点 20 家，但由于部分门店因租赁合同以及城市改造拆迁等原因，关闭 5 家门店（省内 1 家、重庆 4 家），因此实际净增 15 家，符合我们之前 15 家的预期。但便民业务新增 58 家直营门店，而当年直营和加盟店分别关闭 23 家和 15 家，因此 2010 年便民店实际增加 20 家，低于我们之前全年净增 35 家的预期。

内涵方面，2010 公司所有门店、仓储式业务和便民业务的单店收入增长率分别为 11.36%、7.81%和 9.53%，总体仍然保持较为稳健的增速。其中便利店单店收入增长率较 2009 年的 1.80%有显著提升，我们认为得益于公司积极推动“好邦”品牌便利店的实施。

图表 5：2010 武汉中百门店扩张总体低于预期

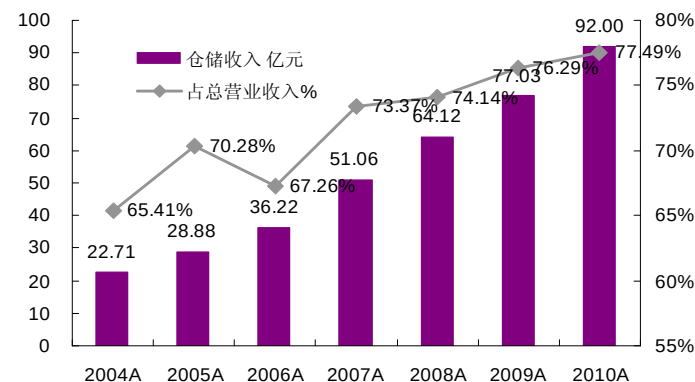
2004-2010 武汉中百三类业务门店数量情况



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

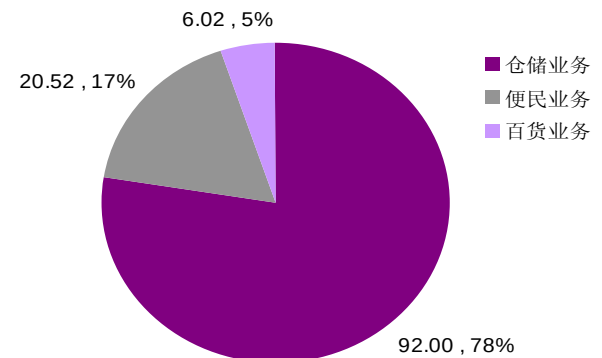
2004-2010 武汉中百仓储业务销售及占营业收入比重情况%



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

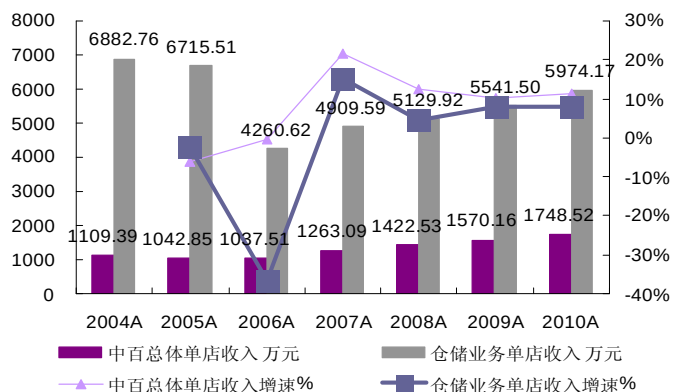
2010 武汉中百三大业务销售收入（亿元）及销售占比%



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

2004-2010 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

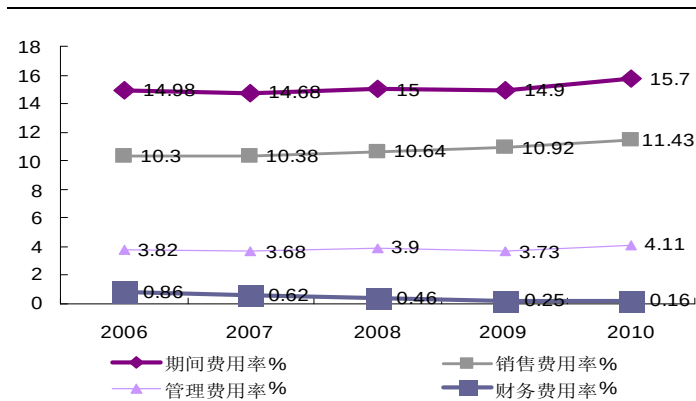
2010 期间费用率上涨，直采比例上升拉动毛利率提升

公司 2010 年业绩低于预期的原因之一是期间费用率上涨较快，2010 年总体期间费用率为 15.70%，同比增加 0.80 个百分点。其中销售/管理费用同比分别增长 23.07%/29.60%，主要原因是职工工资及为职工支付的养老保险费用增长以及新开门店增加租金及水电费用所致。而财务费用同比下降 23.44%，主要原因是 2010 年 1 月底公司按 10:2.2 比例配股，其中部分结余资金 2040.53 万用于补充流动资金所致。

毛利率方面，2010 年公司积极推进商品直采，进一步扩大自采商品范围，全年仓储公司直采商品销售额达 3.62 亿元，同比增长 53.18%，直采销售占比 4.05%。便民超市业务直采商品销售达 1.33 亿元，同比增长 68.07%，直采商品销售占比达 5.85%。受直采比例的利好推动，公司 2010 年毛利率由 2009 年的 18.15% 上升 0.87 个百分点至 19.02%。

图表 9：2010 武汉中百期间费用率有所上升

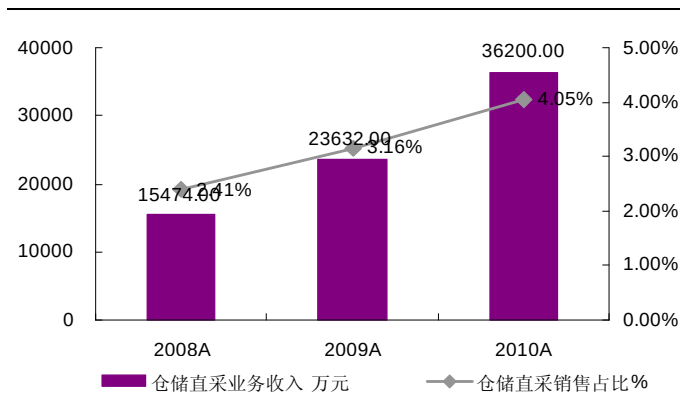
2006-2010 武汉中百期间费用率情况%



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 11：公司仓储业务直采比例稳健提升

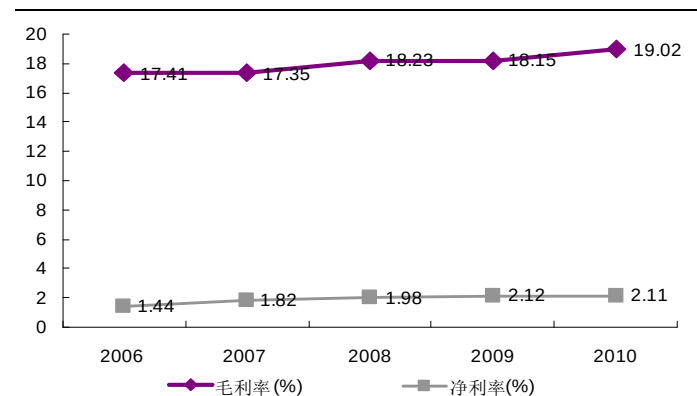
2008-2010 武汉中百仓储业务直采规模及占销售比重%



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 10：2010 武汉中百毛利率上升，净利率持平

2006-2010 武汉中百毛利率/净利率情况%



资料来源：公司公告、光大证券研究所

二次创业及多业态发展成为主旋律

2010 年公司管理层适时提出“二次创业”战略构想，多年来，百货业务可以说是武汉中百的鸡肋业务，对公司整体业绩贡献微弱。公司正式进军“**百货+超市+电器+娱乐中心的小摩尔模式**”将有望改变这一现状。与鄂武商耗资 25.5 亿建立的大摩尔城不同，武汉中百另辟新径，所做的小摩尔经营面积较小，物业采用租赁方式，一般在 1.8 万-2 万平米之间，初步估计开办一家小摩尔费用在 2000-2500 万元左右，更加适合开办在二三线城市。

公司年报同时宣布投资建设**恩施来凤购物中心**，拟将位于恩施来凤渝鄂路 7629 平米商业用地开发成效小摩尔多业态模式购物中心，项目建面 4.6 万平米（其中商业建面 3.72 万平米，地下车库 0.88 万平米），我们认为，摩尔城是国际商业零售的发展趋势。一站式的购物模式能够集聚更多的人气，提升百货和超市的销售规模，同时鉴于娱乐中心的毛利较高，我们判断待摩尔城进入盈利期之后，其毛利率水平要远远高于百货和超市单体。目前，武汉中百已经规划好的小摩尔城有天门、来凤和监利三家，并将随着发展模式的逐渐成熟不断扩展。我们认为小摩尔业态将是未来公司发展的重要增长极。

下调至增持评级，中长期投资者仍可逢低介入

我们调整公司 2011-13 年 EPS 分别至 0.46/0.58/0.75 元的预测（之前为 0.53/0.67/0.84 元），以 2010 年为基期未来三年 CAGR26.7%，六个月目标价 13.80 元，对应 2011 年主营业务 30 倍市盈率。我们仍然认为武汉中百在 A 股中估值较低，性价比方面具有较大的优势。但由于目前公司仍然处于外延扩张高速时期，未来二次创业将导致短期盈利能力较弱，且超市板块整体面临人工成本较高和门店租金上涨双重压力，因此下调评级至“增持”评级，中长期投资者仍可逢低介入。

图表 12：武汉中百 EPS 拆分

2006-2013 武汉中百 EPS 拆分一览

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
仓储业务	0.10	0.14	0.20	0.22	0.22	0.26	0.29	0.35
便民业务	0.03	0.03	0.05	0.05	0.09	0.13	0.19	0.27
百货业务	-0.01	0.02	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03
物流业务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01
误差项	0.01	-0.01	-0.03	0.02	0.03	0.04	0.07	0.09
合计	0.12	0.18	0.25	0.31	0.37	0.46	0.58	0.75

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 13: 武汉中百收支预测表

2011-2013 武汉中百收支预测表 (2011 年 3 月 27 日更新)

单位: 万元	2011E	2012E	2013E
营业收入	1446197.5	1701321.1	1949592.9
营业收入增速%	21.81%	17.64%	14.59%
营业成本	1172190.58	1374357.51	1570418.79
综合毛利率%	18.95%	19.22%	19.45%
总门店数	731	785	844
单店收入(万元)	1978.38	2167.29	2309.94
单店收入增速%	13.15%	9.55%	6.58%
主营收入	1356658.1	1594490.2	1827172.3
主营收入增速%	22.32%	17.53%	14.59%
主营成本	1170399.8	1372220.9	1567970.4
主营毛利率%	13.73%	13.94%	14.19%
其他业务收入	89539.4	106830.8	122420.5
其他业务收入增速%	14.59%	19.31%	14.59%
其他业务占主营比%	6.60%	6.70%	6.70%
其他业务成本	1790.8	2136.6	2448.4
其他业务毛利率%	98.00%	98.00%	98.00%
净利润	31,066.33	39,706.54	51,039.82
最新股本	68,102.15	68,102.15	68,102.15
EPS	0.46	0.58	0.75
主营业务拆分			
仓储超市业务			
营业收入	1136219.54	1336003.42	1531845.89
占主营收入%	83.75%	83.79%	83.84%
收入增速%	23.5%	17.6%	14.7%
成本	924314.60	1083498.77	1237731.48
毛利率%	18.65%	18.90%	19.20%
权益%	100.00%	100.00%	100.00%
净利润	17444.20	20060.83	24073.00
净利润增速%	15%	15%	20%
占总利润比%	56.15%	50.52%	47.17%
门店数	170	187	209
净增门店	16	17	22
单店收入	6683.64	7144.40	7329.41
单店收入增速%	11.88%	6.89%	2.59%
EPS	0.26	0.29	0.35
湖北部分	1077024.10	1270888.44	1461521.70
湖北销售增速%	22%	18.0%	15.0%
门店数	134	149	169

净增门店	15	15	20
单店收入	8037.49	8529.45	8648.06
单店收入增速%	8.34%	6.12%	1.39%
重庆部分	59195.44	65114.98	70324.18
重庆销售增速%	12%	10.0%	8.0%
门店数	36	38	40
净增门店	1	2	2
单店收入	1644.32	1713.55	1758.10
单店收入增速%	8.89%	4.21%	2.60%
便民超市业务			
营业收入	246194.16	290509.11	334085.48
占主营收入%	18.15%	18.22%	18.28%
收入增速%	20.0%	18.0%	15.0%
成本	195478.16	230083.21	264261.61
毛利率%	20.60%	20.80%	20.90%
权益%	100.00%	100.00%	100.00%
净利润	8967.09	13002.28	18203.19
净利润增速%	50.00%	45.00%	40.00%
占总利润比%	28.86%	32.75%	35.66%
门店数	555	590	625
净增门店	35	35	35
单店收入	443.59	492.39	534.54
单店收入增速%	12.43%	11.00%	8.56%
EPS	0.13	0.19	0.27
百货业务			
营业收入	69210.44	79592.00	89143.04
占主营收入%	5.10%	4.99%	4.88%
收入增速%	15.00%	15.00%	12.00%
成本	54607.04	62638.91	69977.29
毛利率%	21.10%	21.30%	21.50%
权益%	100.00%	100.00%	100.00%
经营面积 万平米	9.34	13.34	17.34
净利润	1305.89	1567.07	1880.48
净利润增速%	20.00%	20.00%	20.00%
占总利润比%	4.20%	3.95%	3.68%
门店数	6	8	10
单店收入	11535.07	9949.00	8914.30
单店收入增速%	-4.17%	-13.75%	-10.40%
单位面积坪销 元/平米	7410.11	5966.42	5140.89
净利润率	1.89%	1.97%	2.11%
EPS	0.02	0.02	0.03

物流配送			
权益%	100.00%	100.00%	100.00%
净利润	500.00	600.00	700.00
EPS	0.01	0.01	0.01
误差抵消项收入	-94966.07	-111614.32	-127902.06
误差抵消等因素成本	-4000	-4000	-4000
误差抵消等因素占主营收入%	-7.00%	-7.00%	-7.00%
其他业务收入	97679.4	114803.3	131556.4
其他业务占主营比%	7.20%	7.20%	7.20%
其他业务成本	1953.6	2296.1	2631.1
其他业务毛利率	98.00%	98.00%	98.00%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

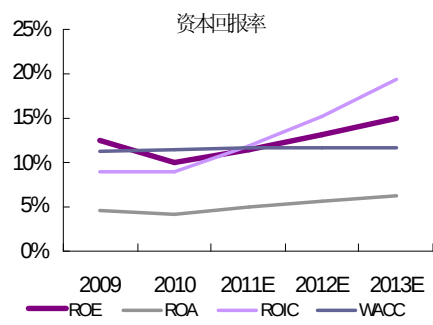
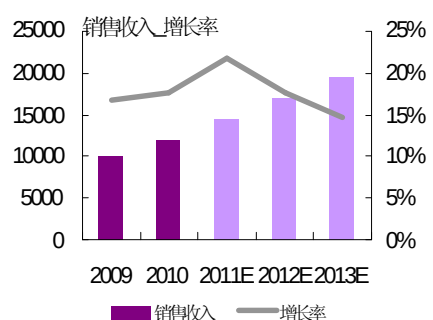
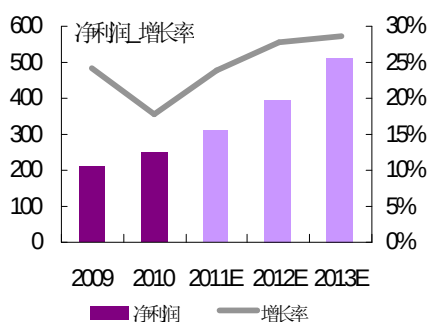
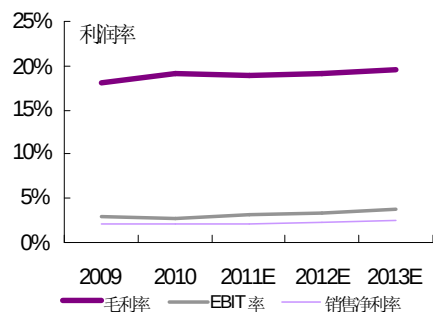
风险分析

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。

相关报告

- 20100713 经营稳健的区域渗透扩张型超市---公司深度报告
- 20100813 业绩符合预期，重回盈利增速快车道---1H2010 武汉中百中报点评
- 20101025 业绩符合预期，看好未来后台供应链整合---3Q2010 公司业绩点评
- 20110110 武汉中百：性价比最高的 A 股超市公司----公司调研简报

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	10,096	11,872	14,462	17,013	19,496
营业成本	8,264	9,614	11,722	13,744	15,704
折旧和摊销	118	111	112	117	122
营业税费	65	81	94	111	127
销售费用	1,102	1,357	1,605	1,888	2,145
管理费用	376	488	593	689	780
财务费用	25	19	11	25	27
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	12	20	0	0	0
营业利润	274	333	433	553	710
利润总额	299	357	433	553	710
少数股东损益	1	-1	1	1	1
归属母公司净利润	213.30	250.93	310.66	397.07	510.40

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	4,642	5,869	6,253	7,125	8,083
流动资产	2,244	3,135	3,541	4,430	5,410
货币资金	761	1,313	1,446	1,973	2,602
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	97	76	68	80	92
应收票据	0	1	0	0	0
其他应收款	18	20	34	40	46
存货	1,111	1,348	1,641	1,924	2,199
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	39	39	39	39	39
固定资产	1,657	1,770	1,788	1,796	1,794
无形资产	239	300	293	285	278
总负债	2,906	3,360	3,514	4,081	4,647
无息负债	2,496	3,063	3,454	4,042	4,608
有息负债	410	297	60	39	39
股东权益	1,736	2,509	2,739	3,044	3,436
股本	561	681	681	681	681
公积金	757	1,257	1,303	1,363	1,440
未分配利润	401	556	738	982	1,296
少数股东权益	17	16	17	18	19

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	683	815	555	767	875
净利润	213	251	311	397	510
折旧摊销	118	111	112	117	122
净营运资金增加	-30	-51	142	29	33
其他	381	504	-10	224	210
投资活动产生现金流	-355	-660	-93	-100	-100
净资本支出	-278	-340	100	100	100
长期投资变化	39	39	0	0	0
其他资产变化	-116	-360	-193	-200	-200
融资活动现金流	-203	398	-329	-140	-146
股本变化	0	121	0	0	0
债务净变化	-88	-113	-236	-21	0
无息负债变化	427	567	391	588	566
净现金流	124	553	133	527	629

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	16.73%	17.60%	21.81%	17.64%	14.59%
净利润增长率	24.09%	17.64%	23.81%	27.81%	28.54%
EBITDA 增长率	9.97%	9.43%	25.47%	24.90%	23.56%
EBIT 增长率	9.49%	15.97%	33.51%	30.11%	27.54%
估值指标					
PE	41	35	28	22	17
PB	5	3	3	3	3
EV/EBITDA	19	20	16	12	9
EV/EBIT	27	27	20	15	11
EV/NOPLAT	38	38	27	20	15
EV/Sales	1	1	1	0	0
EV/IC	3	3	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	18.15%	19.02%	18.95%	19.22%	19.45%
EBITDA 率	4.01%	3.74%	3.85%	4.09%	4.41%
EBIT 率	2.84%	2.80%	3.07%	3.40%	3.78%
税前净利润率	2.96%	3.01%	2.99%	3.25%	3.64%
税后净利润率 (归属母公司)	2.11%	2.11%	2.15%	2.33%	2.62%
ROA	4.61%	4.27%	4.98%	5.59%	6.33%
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.41%	10.06%	11.41%	13.12%	14.94%
经营性 ROIC	8.91%	9.03%	11.81%	15.30%	19.43%
偿债能力					
流动比率	0.79	0.94	1.02	1.10	1.17
速动比率	39.93%	53.83%	54.69%	62.00%	69.69%
归属母公司权益/有息债务	4.19	8.40	45.00	76.93	86.87
有形资产/有息债务	9.82	17.38	91.76	163.47	188.01
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.31	0.37	0.46	0.58	0.75
每股红利	0.08	0.12	0.14	0.18	0.23
每股经营现金流	1.00	1.20	0.81	1.13	1.28
每股自由现金流(FCFF)	0.78	0.94	0.28	0.60	0.77
每股净资产	2.52	3.66	4.00	4.44	5.02
每股销售收入	14.82	17.43	21.24	24.98	28.63

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

唐佳睿, CFA CAIA FRM, 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。

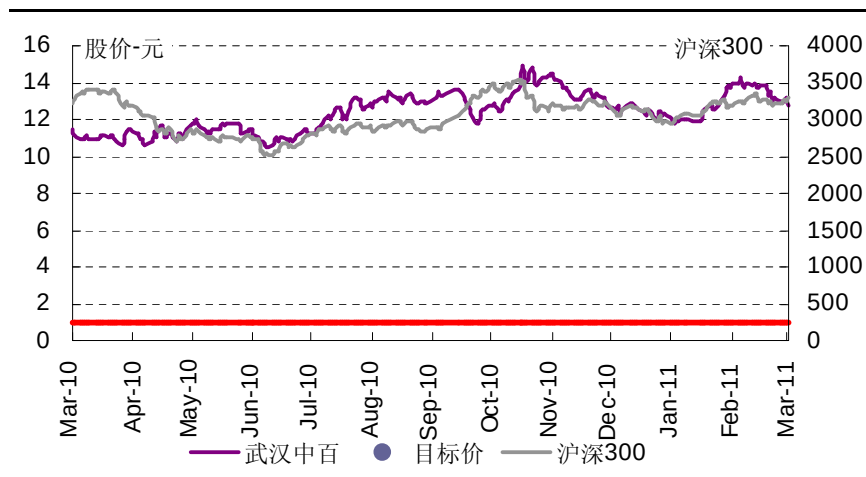
分析师声明

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
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
2010-08-13	12.04	14.33	买入
2010-10-24	12.66	15.62	买入
2011-01-09	12.68	15.32	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。

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
	杨月		18910037319	yangyue1@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
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@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

风险提示及免责声明

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（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。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发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。