

估值严重低估的超跌零售股开始反弹

分析师:黄志刚

021-22169127

huangzg@ebscn.com

◇ 事件: 零售股反弹

在近期反弹的过程中, 估值严重偏低的零售股票都有比较好的反弹, 我们总结一下最近的观点和推荐的股票

◆ 板块催化因素:

1. 环比来看, 业绩回暖在二季度得到了很好体现, 从一季度的零增长到二季度 10% 以上的增长
2. 考虑到去年下半年基数较低和消费的持续回暖, 下半年业绩增速将大幅提升
3. 目前行业平均 09 年低于 25 倍的 PE 水平严重低估, 10 年业绩可以实现 20% 左右的增长

◆ 投资策略:

- 板块上涨来自于业绩预期的改善 (估计要到 9-10 月份) 和估值的大幅偏低 (正在发生)
- 关注业绩较快回暖, 估值有优势的公司

◆ 公司推荐:

- **新华百货:** 中期业绩有望大幅超预期, 上调全年每股收益至 0.95 元, 上调幅度 25%, 估值非常低。明年的增长主要来自于在 08 年进行改造的总店, 扩建的老大楼和超市业务。
- **大厦股份:** 全年业绩超预期, 主要来自于公司汽车业务利润井喷, 汽车业务净利润从去年的 900 万原预计今年有望超过 3000 万元。同时主力百货店通过品牌调整和升级, 进一步确立了无锡百货业的龙头地位, 可以支撑未来几年的快速增长。
- **王府井:** 连锁百货的龙头企业, 今年将快速扩张 3 家门店, 10 年业绩增速有望达到 30%。
- **广州友谊:** 估值偏低的现金牛型高档百货, 明显受益于行业复苏。
- **苏宁电器:** 下半年业绩有望快速增长, 主要受益于 1. 装修季将在 9 月份到来, 上半年积累的住房装修需求将释放; 2. 去年下半年家电销售急剧萎缩, 造成了很低的基数。在绝对费用控制良好的情况下, 同店增速转, 净利润增速有望大幅提升。

证券代码	证券简称	8月20日 股价	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE	目标价
600785.SH	新华百货	16.72	0.63	0.95	1.10	26.7	17.6	15.2	24.0
600327.SH	大厦股份	8.99	0.33	0.47	0.57	27.0	19.1	15.8	12.0
000987.SZ	广州友谊	18.29	0.72	0.82	0.95	25.5	22.3	19.3	20.5
600859.SH	王府井	26.80	0.88	1.07	1.30	30.6	24.4	20.6	32.4
002024.SZ	苏宁电器	14.09	0.48	0.63	0.78	43.7	22.4	18.1	19.0

2009-04-20

百货商店

新华百货 600785.SH



光大证券

EVERBRIGHT SECURITIES

维持

买入

当前价格	16.33 元
目标价格	19.00 元
目标期限	6 个月

分析师:

黄志刚

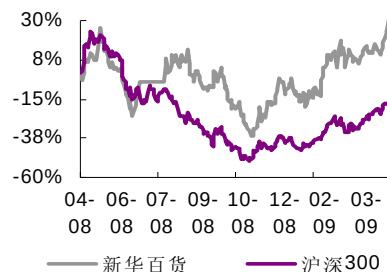
021-22169127

huangzg@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	173
总市值(百万元)	2,823
流通比例(%)	80.76%
12 个月最高/最低(元)	22.89/7.51
近 3 月日均成交量(百万股)	2.72
主要股东	物美控股集团 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	1.43	6.72	39.94
绝对收益	15.07	41.26	22.68

相关报告:

业绩超预期, 维持买入评级

.....2009-03-19

确定性稳健增长, 估值仍有优势

.....2009-02-17

业绩再超预期, 维持买入评级

◇ 事件: 公司公布 09 年一季度报

一季度营业收入增长 6.3%, 达到 8.3 亿元。归属于母公司净利润增长 32%, 每股收益 0.27 元, 业绩大幅超过市场预期。维持买入评级。

◆ 营收增速放缓, 环比下降明显, 但仍维持较好增长:

公司一季度营业收入增长较四季度环比下降了 14 个百分点, 这个和行业大体情况一致, 而 6.3% 的销售增长是行业的较好水平。

考虑到新百总店的装修改造在 08 年一季度并没有开始, 未来几个季度销售收入增速会明显加快。

◆ 区域优势助推毛利率提升 2 个百分点:

一季度毛利率提升 2 个百分点, 我们判断有以下几个原因:

1. 公司所处市场整体环境较好, 受经济下行影响较小, 同时竞争也相对缓和。
2. 公司绝对对市场龙头地位保证了面对供应商有更强的溢价能力。
3. 公司在 08 年所做的大规模品牌调整和引进目前看来初具成效。

预计全年毛利率有望明显提升, 这将可能导致业绩的超预期。

◆ 费用控制一直是公司较大的优势:

在营业收入增幅大幅下降的背景下, 公司销售和管理费用率仅从 9.4% 上升到 9.9%, 整体水平仍处于行业前列。

二季度后随着销售增幅回升, 费用率有望进一步下降。

◆ 盈利预测和投资评级:

我们维持此前的盈利预测, 预计 09-11 年每股收益可以达到 0.75 元、0.86 元和 0.99 元。

未来业绩超预期可能来自于调整后的新百总店在行业回暖中可以享受更快增长和公司整体毛利率提升超过预期。我们给予公司 09 年 25 倍的 PE, 对应目标价格为 19 元, 维持买入评级。

定向增发收购物美商业如果完成, 参照目前超市行业 09 年接近 30 倍的 PE 水平, 公司估值可以得到大幅提升。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2,519	2,825	3,206	3,664	4,147
营业收入增长率	5.55%	12.11%	13.50%	14.30%	13.17%
净利润(百万元)	77	108	129	148	172
净利润增长率	32.66%	41.07%	19.80%	14.73%	15.54%
EPS(元)	0.62	0.63	0.75	0.86	0.99
ROE	12.25%	16.81%	16.20%	15.70%	15.38%
P/E	26	26	22	19	16
P/B	3	4	3	3	2
EV/EBITDA	13	15	9	6	3

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。

2009-08-07

百货商店

大厦股份 600327.SH



光大证券

EVERBRIGHT SECURITIES

调升

增持

当前价格	9.66 元
目标价格	12.00 元
目标期限	6 个月

分析师:

黄志刚

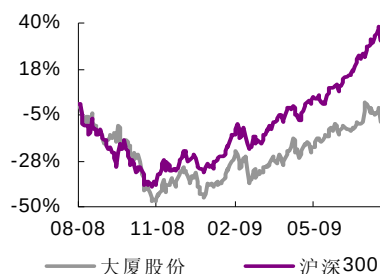
021-22169127

huangzg@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	326
总市值(百万元)	3,150
流通比例(%)	52.06%
12 个月最高/最低(元)	10.34/5.23
近 3 月日均成交量(百万股)	7.55
主要股东	江苏无锡商业大厦集团有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-3.19	-15.67	-38.74
绝对收益	5.35	16.81	-4.15

相关报告:

◇ 调研地点: 无锡

◇ 拜访对象: 董秘和财务总监

◆ 百货竞争优势提升, 毛利率大幅改善:

一季度百货销售增速 10%, 但是因为折扣促销力度加大, 净利润只增长了 3%。在公司努力下, 二季度毛利率得到大幅改善, 整个上半年净利润增速有望达到 10%。下半年估计毛利率仍然可以稳步回升, 净利润的增长将有保障。

随着 27 个一线品牌 (包括 GUCCI、HERMES 和 BURBERRY 等国际大牌) 的逐步引进, 公司确立了在无锡高端百货业的龙头地位, 竞争优势进一步巩固。

◆ 汽车经营是今年的亮点:

随着汽车市场的井喷, 汽车业务高速增长。我们改变此前对汽车业务的悲观预期。上半年预计可以实现销售收入 15 个亿, 其中东方汽车销售 11 亿, 去年同期只有 9.3 亿元, 增长约 20%。而汽车业务毛利率大幅提升了约 1 个百分点, 带动了净利润的快速增长。

去年全年汽车业务净利润不到 900 万元, 今年上半年估计可以达到 2000 万元。预计全年可以实现 3000-4000 万元。

◆ 超市、家电和食品业务保持平稳:

超市和家电业务公司并没有扩张, 保持业务的稳定。预计三项业务全年给公司贡献的净利润在 2000 万左右。

◆ 费用控制良好, 未来没有大的资本性支出:

公司目前的销售和管理费用率水平处于同业中较低水平, 其中百货业务为 10%, 低于行业平均 14% 的水平。未来费用的增量主要来自于吟春改造和国际大牌装修费的摊销。随着今年销售额的快速提升, 费用率有望持平或略降。

◆ 地铁施工影响被降低:

原来我们预期 3 月开工的地铁建设对公司有较大的负面影响, 但是根据最新的规划, 地铁 9 月开工建设, 原来全封闭道路的方式改为半封闭, 对公司的负面影响大大降低。

◆ 上调盈利预测和投资评级:

依据百货业毛利率的提升和汽车业务盈利的大幅超预期, 我们上调了公司的盈利预测约 10%, 09-10 年 EPS 分别为 0.47 元和 0.57 元。目前公司的估值位于行业较低的水平, 给予 09 年 25 倍行业平均估值, 目标价 12 元, 上调投资评级至增持。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3,344	4,258	5,024	5,813	6,610
营业收入增长率	3.71%	27.31%	18.00%	15.70%	13.71%
净利润(百万元)	84	108	153	185	222
净利润增长率	12.66%	29.02%	41.06%	21.16%	20.00%
EPS(元)	0.26	0.33	0.47	0.57	0.68
ROE	11.90%	13.52%	15.54%	15.69%	15.72%
P/E	37	29	21	17	14

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。

2009-06-15

百货商店

王府井 600859.SH



光大证券

EVERBRIGHT SECURITIES

首次评级

增持

当前价格	27.10 元
目标价格	32.40 元
目标期限	6 个月

分析师:

黄志刚

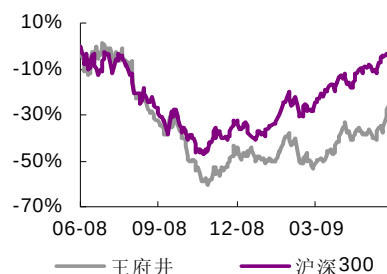
021-22169127

huangzg@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	393
总市值(百万元)	10,649
流通比例(%)	50.48%
12 个月最高/最低 (元)	41.00/14.79
近 3 月日均成交量(百万股)	5.25
主要股东	北京王府井 国际商业发 展有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	10.00	18.58	-24.90
绝对收益	16.22	53.08	-25.34

相关报告:

受益百货行业回暖的龙头

◇ 报告起因: 动态跟踪

◇ 潜在催化因素: 经营数据超预期, 转债转股

◆ 连锁百货将面临更有利的发展环境:

1. 从过去 10 年来看, 连锁百货有更快的增速和更大的发展空间。在具备了连锁扩张管理经验和品牌资源的核心优势后, 连锁百货将能够持续扩张提升市场份额。

2. 区域分割的代理商体系在逐步被百货商和品牌商的直营体系所取代。这将为百货店异地连锁扩张创造很大的便利。

◆ 公司零售网点全国布局, 次新店业绩增速快:

目前公司拥有零售网点 17 家, 和百盛的 44 家和香港新世界 33 家门店的规模相比仍有差距, 但是从销售规模和单店产出来看, 08 年 100 亿的销售额在行业内领先。

公司次新门店都保持了较快的盈利增长, 未来在新门店持续盈利增长和成熟门店逐步受益于行业回暖的背景下, 公司业绩有望步入另一个快速成长期。

◆ 毛利率回升, 销售增速回暖趋势明显:

在一季度毛利回暖的基础上, 二季度王府井的销售增速也将回暖, 从而推动业绩的明显好转。从公司 4-5 月的销售情况来看, 销售增速确实明显回暖, 并在 5 月份达到两位数, 明显好于一季度的零增长。

◆ 09 年后非经常性亏损有望大幅减少, 助推公司业绩:

08 年收购的王府井大厦因承担较大债务利息和折旧, 加上拆除装修导致营业外支出增加 3700 万元, 亏损 6600 万元。公司控股 66.67% 的股票投资公司北京恒和 08 年亏损了 2400 万。这部分非经常性亏损将大幅减少, 对业绩产生积极影响。

◆ 可转债的发行将降低财务成本并提升公司业绩动力:

公司计划发行 8.2 亿的可转债, 来置换之前收购北厦所支付的资金, 这将降低公司的财务成本。而可转债发行六个月后进入转股期, 参照其他可转债的历史情况, 我们预计公司会有业绩动力来使得可转债尽快转股。

◆ 盈利预测和投资评级:

我们主要看好公司较好的全国性门店网络, 连锁经营管理能力, 比较均衡的销售布局以及几大核心门店较强的盈利能力。在未来行业向好的趋势下, 业绩有望快速增长。预计 09-11 年公司的每股收益可以达到 1.07 元、1.42 元和 1.69 元, 考虑到公司连锁规模和管理上的溢价能力, 给予 09 年 30 倍 PE, 目标价格 32 元, 增持评级。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	8,936	10,174	11,101	13,034	14,527
营业收入增长率	37.58%	13.85%	9.11%	17.41%	11.46%
净利润(百万元)	266	344	422	559	663
净利润增长率	37.11%	29.22%	22.67%	32.45%	18.60%
EPS(元)	0.68	0.88	1.07	1.42	1.69
ROE	8.84%	17.39%	17.69%	18.87%	18.25%
P/E	40	31	25	19	16
P/B	3	5	4	3	3

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。

2009-08-17

百货商店

广州友谊 000987.SZ

价值低估，上调评级至买入

◇ 事件：公司公布半年报

2009 年上半年实现营业收入 13.89 亿元，同比增长 6.35%，实现净利润 1.42 亿元，同比增长 8.86%。净资产收益率 12.14%，略降 0.65 个百分点。每股收益 0.4 元，业绩符合预期。

◆ 二季度销售增速达到 16%，远高于一季度的零增长：

09 年一季度和二季度分别实现营业收入 7.7 亿元和 6.2 亿元，同比分别增长 16.1%和 0.34%，考虑到公司并没有新增门店，二季度销售增速大幅改善显示了业绩向好的趋势。

南宁店上半年实现 7800 万销售，略超我们全年 1.35 亿元销售的预期。7 月 4 日，环东店举办夏季“友谊 VIP 尊享日”，当天实现近 6000 万元销售。预计下半年整体收入增速会超过上半年，全年预计在 7.2%。

◆ 受折扣促销影响，毛利率仍有下滑：

百货毛利率仍然出现了 0.5 个百分点的下滑，达到 19.8%，综合毛利率相应下降至 23.8%。我们认为一方面是受到经济不景气下打折促销力度加大的影响，另一方面也是因为公司高毛利门店-环市东路店销售占比的下降。公司的出租收益和管理费收益稳定在 7700 万元左右。

◆ 费用的良好控制是业绩上升的主要驱动力：

在销售增长的同时，销售和管理费用出现了下降，从 1.46 亿元下降至 1.35 亿元，体现了良好的费用控制。财务费用为负，因为公司有充足的货币资金而产生了较高的利息收入。

预计全年的费用水平仍会下降，从而抵消毛利率下降的影响，带动利润增速超过收入增速。在高净利润率的支持下，公司上半年的 ROE 达到 12.14%，处于行业领先水平。

◆ 盈利预测和投资评级

我们预计公司 09-10 年的业绩分别为 0.82 和 0.95 元。目前股价只有 09 年 20 倍 PE 水平，考虑到公司较确定的业绩增长，给予 25-30 倍 PE，目标价在 20-24 元，上调评级至买入。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	2,291	2,620	2,808	3,159	3,488
营业收入增长率	21.12%	14.35%	7.20%	12.50%	10.40%
净利润（百万元）	191	257	295	340	386
净利润增长率	35.18%	34.62%	14.77%	15.20%	13.54%
EPS（元）	0.80	0.72	0.82	0.95	1.08
ROE	19.46%	22.38%	20.42%	19.04%	17.78%
P/E	21	23	20	18	15
P/B	4	5	4	3	3
EV/EBITDA	11	15	10	7	5

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。

调升

买入

当前价格	16.62 元
目标价格	20.50 元
目标期限	6 个月

分析师：

黄志刚

021-22169127

huangzg@ebcn.com

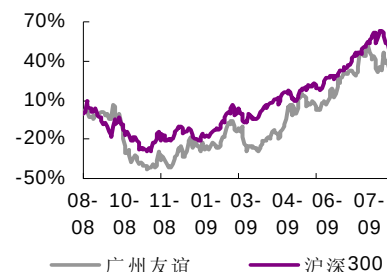
市场数据

总股本(百万股)	359
总市值(百万元)	5,966
流通比例(%)	99.82%
12 个月最高/最低(元)	22.45/8.00
近 3 月日均成交量(百万股)	3.30

主要股东

广州市人民
政府国有资
产监督管理
委员会

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-11.31	-6.84	-22.64
绝对收益	-21.62	5.47	5.65

相关报告：

内生增长潜力有限，估值仍具优势

..... 2009-03-27

2009-08-06

电脑与电子产品零售

苏宁电器 002024.SZ


光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

维持

增持

当前价格	16.25 元
目标价格	19.00 元
目标期限	6 个月

分析师:

黄志刚

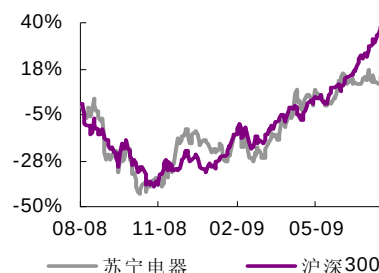
021-22169127

huangzg@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	4,487
总市值(百万元)	72,906
流通比例(%)	70.04%
12 个月最高/最低(元)	45.50/12.01
近 3 月日均成交量(百万股)	45.86
主要股东	张近东

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-8.03	-26.78	-23.10
绝对收益	2.07	7.54	12.41

相关报告:

业绩符合预期, 环比改善明显

.....2009-07-31

销售有望逐步回暖

.....2009-03-17

销售压力加大, 管理提升效率

.....2009-03-01

下半年业绩快速增长值得期待

◇ 调研地点和对象: 南京, 公司董秘

◆销售增速加快, 新店表现较好:

七月份销售总体增长 10%, 同店下降 4-5%, 整体销售增速明显加快, 主要因为新增门店表现比较好。分品类来看, 七月上旬因为空调的拉动销售较好, 但下半个月天气转凉, 空调销售回落。3G 手机的推广并未大规模展开, 导致了持币待购的换机需求推迟到四季度释放。而去年同期液晶电视的井喷也造成了销售基数较大。

◆公司整体毛利率将持续提升:

通过加大定制、包销、OEM 产品的差异化采购与推广提升毛利水平。公司独家承销的惠尔浦空调销售很好, 全年有望销售 20 万台, 占整个空调销售的 8%, 而其 30% 以上的毛利率显著高于其他空调 10-15% 的毛利水平。同时公司也进行了手机包销的尝试, 包销的三星手机月销售万台, 毛利率超过 30%。预计全年整体毛利率提升 0.5 个百分点。

◆全年净增 150 家门店的计划有望实现:

上半年新开连锁店 75 家, 关闭 40 家, 净增门店大概 35 家。七月份公司开出 20 家门店, 其中首次进入银川开出的门店非常成功, 实现了开业当天 1500 万的销售。按照公司估计, 下半年需要关闭调整的店面还有十几家, 数量已经大大降低, 全年净增 150 家左右门店的计划能够实现。

◆下半年的两大亮点:

1. 上半年房地产销售火爆带来的下半年家装需求有望在 9-10 月份逐步反应, 公司经营业绩将得到提振。2. 通过严格的成本费用控制, 公司业绩杠杆有望在同店转为正增长后大幅提升, 净利润增速有望数倍于销售增速。

◆惠普直供带来公司 IT 经营上的突破:

惠普在公司的销售额大概 10 亿元, 直供后有三方面受益: 1. 厂家供货更为直接, 解决了此前经销商新品上货较慢的问题, 2. IT 产品价格下降较快, 和厂家直接合作调价及时, 更能给消费者树立低价形象。3. 直供减少了分销商环节, 产品毛利率有望显著提升 3-4 个百分点。

◆盈利预测和投资评级:

基于对下半年销售的良好预期, 我们上调全年的同店增长至 -3%, 不考虑增幅摊薄的影响, 上调公司 09 年-10 年 EPS 至 0.63 元和 0.78 元。公司一直致力于核心竞争力打造, 未来将受益于行业转暖和市场提升, 成长空间较大, 上调目标价至 19 元, 维持增持评级。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	40,152	49,897	58,379	71,806	86,598
营业收入增长率	53.48%	24.27%	17.00%	23.00%	20.60%
净利润(百万元)	1,465	2,170	2,847	3,499	4,268
净利润增长率	93.42%	48.09%	31.18%	22.90%	21.99%
EPS(元)	1.02	0.73	0.63	0.78	0.95
ROE	31.55%	24.80%	24.37%	23.08%	22.10%
P/E	16	22	26	21	17

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。

分析师介绍

黄志刚，北京大学经济学硕士、对外经济贸易大学经济学学士；2004 年 7 月加入宝洁公司客户生意发展部负责重点零售客户管理，2007 年 6 月加盟光大证券研究所负责商业零售行业研究。

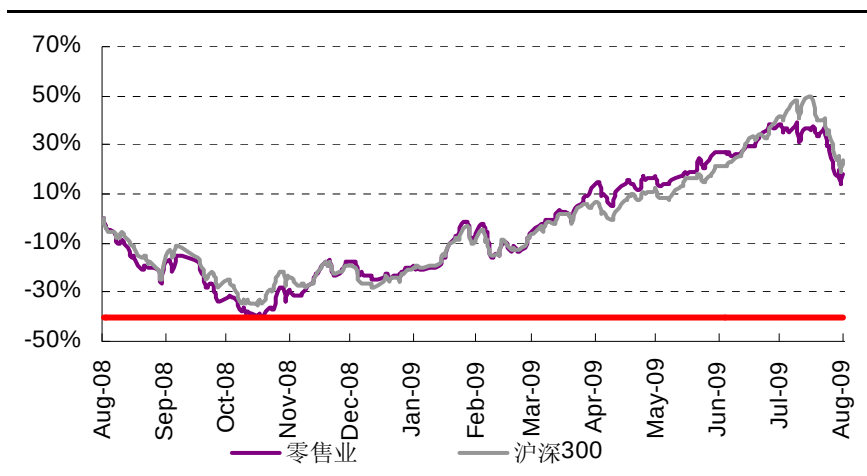
分析师声明

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

零售业

分析师：黄志刚



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
2008-01-16	增持
2008-05-08	增持
2009-01-07	无评级
2009-01-22	无评级
2009-01-23	无评级
2009-02-02	增持
2009-04-17	买入
2009-05-23	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	010-68561122-1717	13810794466	lidz@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				
	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				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@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。