

## 转型家居仍处投入期，LEXINGTON 并表提升 17 年业绩

公司简报

### ◆16 年收入增 8%、大家居仍处投入期拖累净利降 23%，17Q1 获益 Lexington 并表收入增 39%

16年公司实现营业收入31.52亿元，同比增8.11%；归母净利润3.17亿元，同比降22.63%，扣非净利降18.01%；EPS0.45元，10股派2元（含税）。净利增速低于收入主要系公司家居业务转型处于投入阶段，毛利率降、费用率升所致。

16Q1~17Q1收入增8.14%、6.55%、2.02%、14.65%、38.66%，净利-6.34%、-37.83%、-22.44%、-32.95%、7.38%。17Q1收入增长提速主要为LEXINGTON于2017.1.6并表贡献以及销售有所提升（扣除并表影响约个位数增长），净利增速转正主要为并表影响以及去年基数较低所致。

### ◆渠道仍在扩张，电商增速较快、主品牌罗莱稳中有增

收入拆分：1) 16年渠道总数量2442家，净开店180多家；家居馆共计116家（年初为58家，外延拓展一倍）。

2) 电商贡献主要增长。16年电商业务收入约7.5亿元，增速约30%+；推算线下收入增速在低个位数，直营、加盟增速差别不大；17Q1电商预计仍有40~50%的增长。

3) 主品牌稳定增长。16年罗莱主品牌稳中略增、预计低个位数增长，电商品牌LOVO增速较快拉动收入增长，乐优家、高端品牌廊湾规模较小；内野2016年1月开始并表、全年收入1.01亿元、同比增40%。

4) 从量价来看，销售量同比增5.19%，从而推出价格同比增2.78%。

5) 分地区来看，传统优势地区华东、华中收入分别增4.41%、3.74%；华北、东北、西北、国外地区收入分别增35.49%、19.54%、38.41%、36.26%，西南、华南地区收入降4.30%、4.78%。

### ◆毛利率降，16 年费用率升，LEXINGTON 并表影响多个财务指标

**毛利率：**16 年毛利率降0.50PCT至48.46%，主要为产品结构变化、毛利率较低的品类占比提升。16Q1~17Q1毛利率分别为49.90% (+2.12PCT)、49.21% (+0.20PCT)、47.20% (+0.54PCT)、47.96% (-4.04PCT)、44.57% (-5.33PCT)。16Q4以来毛利率下降主要为低毛利产品占比提升所致，同时Q4电商增长较快占比提升以及旺季促销力度加大影响，17Q1还受到并入毛利率偏低的LEXINGTON影响。

**费用率：**家居转型期投入较大促16年期间费用率上升2.26PCT至34.44%，其中销售费用率上升0.86PCT至24.94%，主要系直营业务占比提升所致；管理费用率上升1.15PCT至9.74%，主要人力成本增加所致；财务费用率上升0.26 PCT至-0.23%。

17Q1期间费用率降低2.52PCT至29.81%，主要为LEXINGTON并表影

## 买入 (维持)

当前价：12.45 元

### 分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)  
021-22169107  
[lijie\\_yjs@ebscn.com](mailto:lijie_yjs@ebscn.com)

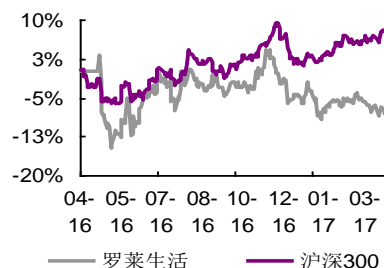
### 联系人

孙未末  
021-22169124  
[sunww@ebscn.com](mailto:sunww@ebscn.com)  
罗晓婷  
021-22169049  
[luoxt@ebscn.com](mailto:luoxt@ebscn.com)

### 市场数据

总股本(亿股)：7.02  
总市值(亿元)：87.38  
一年最低/最高(元)：12.00/15.30  
近3月换手率：13.63%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

| %  | 一个月   | 三个月   | 十二个月   |
|----|-------|-------|--------|
| 相对 | -4.12 | -7.56 | -21.29 |
| 绝对 | -4.59 | -6.03 | -12.32 |

### 相关研报

投资美国高档家具公司 LEXINGTON，大家居触角延伸至家具领域  
..... 2016-11-09  
收入增 5%，大家居仍处投入期拖累净利增长  
..... 2016-10-30  
收入增7%，整合优质家居资源推动大家居转型  
..... 2016-08-06

响，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别-3.95/+1.43/0PCT至17.92%/11.98%/-0.10%。

**其他财务指标:**1)16年末存货较年初降0.15%至6.59亿,主要系库存商品下降所致,其中存货/收入为20.90%,较去年同期下降1.73PCT;存货跌价准备/存货为2.34%,较去年同期3.24%有所下调;存货周转率为2.46,较去年有所提速。17Q1存货较年初增44.98%至9.55亿,主要系LEXINGTON并表影响。

2)16年末应收账款较年初增9.19%至2.93亿。受LEXINGTON并表影响17Q1较16年末增36.02%至3.98亿。

3)16年资产减值损失较去年同期增加55.11%至4855万,主要为确认商誉减值损失2540万元,而存货跌价损失、坏账损失分别降487万、330万;17Q1同比降204.48%至-9万。

4)16年投资收益同比降44.31%至3052万元,主要为委托理财产品收益减少;17Q1同比降92.51%至78万。

5)16年经营活动现金流量净额较去年同期增48.85%至5.05亿,主要系销售资金回笼较快、采购付款相对较慢以及银行承兑汇票结算较多所致。17Q1同比增13.41%至9120万元。

#### ◆内部产品、渠道、管理升级、持续推进家居转型

公司16年继续推进向家居生活一站式品牌零售商战略转型,延续“大家纺—小家居—大家居—整体家居”的路径,内部在产品、渠道、管理多个层面进行升级。

**产品端:**在公司原有家纺产品的基础上,向大家居领域进行延伸,目前已涵盖卧室用品、卫浴用品、餐厨用品、客厅用品、生活家居、软装家居等六大类家居产品,满足消费者一站式家居购物需求。

**渠道端:**1)16年全面推动传统家纺门店向“大家纺小家居”方向转型升级,提升门店形象、扩充家居品类、提升家居品类收入占比,2016年罗莱品牌中门店符合“大家纺小家居”标准的比例已达16.6%,有可比数据的大家纺小家居门店其同店增长速度高于传统家纺门店。2)积极试点全品类生活家居馆、探索新型商业模式,全品类生活家居馆由年初的58家增长至年末的116家。其中罗莱家居馆11家、收入超2000万元,同比增176%。

**管理层面:**公司于2016年6月对各品牌事业部组织架构进行了优化调整:1)廊湾事业部定位高端,业务模式为“全球精选,整体软装”,目前已与全球超过50家高端家居品牌有业务合作;2)罗莱儿童品牌与罗莱品牌定位于中高端,两个事业部合并部分职能,目的是实现渠道资源共享、增强协同效应,更好的为中产阶级家庭提供家居产品一站式购物服务;3)乐优家(LACASA)事业部与LOVO事业部合并,定位大众消费、主打高性价比家居产品,LOVO品牌丰富的线上运营经验和乐优家线下门店资源深度融合,有助于线上和线下业务增强协同效应,提升消费者体验。

#### ◆外部扩张、“产业投资+产业经营”双轮驱动大家居版图持续延伸

公司聚焦转型大家居行业,计划通过“产业投资+产业经营”方式打造成为家居生活一站式品牌零售商,2015年以来陆续完成了内野、LEXINGTON等标的收购、受托经营恐龙纺织,围绕家居产业链进行了多点布局。

2015年下半年公司取得日本知名毛巾品牌商内野在中国销售公司的60%股权,2016年1月开始内野中国并表,通过整合双方销售渠道资源,内野中国当年实现收入1.01亿元、同比增41%,净利796万元、同比增201%。

2016.11.8公司公告旗下产业投资基金大信家居产业基金计划通过反向吸收合并方式收购LEXINGTON HOLDING, INC.(莱克星顿)100%的股份,交易金额预计不超过8145万美元,交易完成后大信家居产业基金成为莱克星顿唯一的股东,2017.1.6完成交割、并入公司合并报表。LEXINGTON是美国家具品牌、定位高端家具品类,具有百年历史,预计2016年收入1.2亿美元、利润约550万美元。目前LEXINGTON在中国21个城市拥有24家授权零售店,主要有品牌专卖商场店、品牌专卖独立店、高端进口家居馆独立层等形态;单店面积在500平方米以上,选址多数在进口馆。本次收购完成后,除了并表所带来的外延业绩增量外,LEXINGTON有望借助公司

渠道、产业资源、资本等方面的优势加速中国业务拓展，同时 LEXINGTON 出色的高端家具产品有望与公司大家居转型形成较强的协同效应，带动公司内外延发展。

2017.1.23 公告子公司南通罗莱商务咨询受托管理恐龙纺织及其下属六家子公司，2016 年度上述 7 家托管公司营业收入规模 3.81 亿元，净利-1735.04 万元；公司将有权在 2019、2020、2021 年根据恐龙纺织上一年度净利情况分别向现有股东同比例收购其持有的委托方 33%、34%、33% 的股权。恐龙纺织成立于 1995 年，除拥有自主品牌 DINOSAUR(恐龙)和 petit DINOSAUR(恐龙天使)之外，还代理了知名家居品牌美国 Esprit home 和 Calvin Klein home、法国 LACOSTE 以及世界顶级芯被品牌德国 Paradies，双方将在产品、渠道、供应链、管理等方面实现资源共享和效率提升。

另外，公司陆续投资了迈迪加、迅驰时尚、优集品、影觅传媒等新兴企业，以及合作艾瑞资管、戈壁创赢、加华裕丰、前海梧桐并购投资基金等设立多个产业投资基金，在媒体、家居电商和内容营销方面进行适当布局，有望在发展家居业务中获得借力。2017.1.11 公司公告与前海梧桐共同设立的罗莱梧桐基金以 5402 万元受让拓拓 2.59% 股权，并以 5000 万元增资 2.27% 股权（按增资前估值 22 亿元计算）。

#### ◆定增获批加速大家居落地，推出限制性股票激励计划增强发展动力

2016.5.5 公告非公开发行股票预案，2016.12.10 调整方案为拟向伟发投资、绍元九鼎等 5 名特定对象发行股份募集资金不超过 7.3 亿元，发行价格 12.04 元/股，锁定期为 3 年，其中大股东伟发投资认购 50%。本次发行募集资金将用于：1) 新设 205 个家居生活馆，继续推动公司由家纺向家居生活一站式品牌零售商转型；2) 整合现有线上和线下销售网络，打造公司线上线下互动融合的家居产品全渠道 O2O 运营体系；3) 新建自动化立体库，优化供应链体系，支持公司的战略转型。2017 年 3 月 3 日，公司非公开发行股票申请获得证监会审核通过。

2017.3.31 公司公告 2017 年限制性股票激励计划草案，向 53 名激励对象定向发行 414 万股，占公司当前总股本的 0.59%，本计划有效期不超 2 年。其中首次授予 334 万股，授予价格为 6.66 元/股，首次授予激励对象 53 人，其中高级管理人员 5 名，其余为中层管理人员和核心技术（业务）人员。业绩考核指标为以 16 年为基准，17/18/19 年销售收入增长分别不低于 10%/21%/33%；17~19 年归母净利不低于 16 年。本次激励对象主要为公司中层管理人员以及和核心技术人员，为公司业务开展的中坚力量，在公司大家居转型雏形初现的时机推出本激励计划有利于促进大家居业务顺利推进。

#### ◆关注大家居转型进程，LEXINGTON 并表将促 17 年业绩提速

公司计划 2017 年实现收入同比增长 10%-30%，计划实现净利同比增 0%-20%，2017H1 预计归母净利增 0~15%。

我们认为：1) 家纺主业方面公司已确立龙头优势，且形成了覆盖不同渠道、档次的多个家纺品牌，满足细分需求，同时公司转型大家居、定位家居生活一站式品牌零售商，符合当前消费升级注重品质的消费趋势，定位中高端的家居业务增长空间有望打开。2) 大家居转型中陆续并入的内野、Lexington 带来新发展空间：一方面，内野、LEXINGTON 分别于 2016 年 1 月、2017 年 1 月并表，其中 LEXINGTON 体量较大（16 年收入约 1.2 亿美元、净利润约 550 万美元）、并表将明显增厚业绩；另一方面标的质地较好、行业地位突出，在与公司实现协同基础上有望贡献内生增长、促整体业绩提升，如内野并表后 2016 年当年实现收入 1.01 亿元、增长 41%，净利润 796 万元、增 201%。3) 定增推进家居渠道及供应链体系建设项目获证监会核准，随着资金的到位有望加速公司大家居转型进程。4) 17 年限制性股票激励计划彰显发展信心。5) 17Q1 现金 6.77 亿+其他流动资产 6.37 亿（预计 5 亿多银行理财），公司规划大家纺-小家居-大家居-整体家居的升级转型路径，预计继续通过产业投资和产业经营实现转型，外延并购方面仍存预期。6) 2017.3.2 公告通过高新技术企业复审，16-18 年按 15% 计征企业所得税。

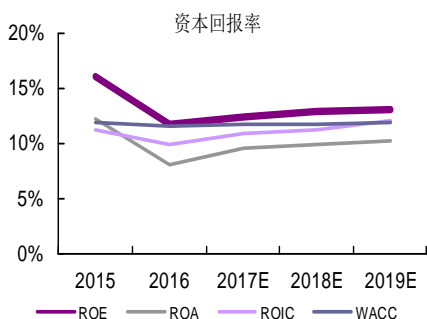
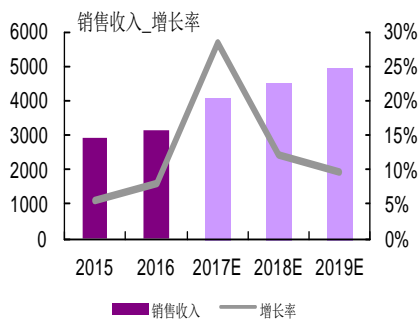
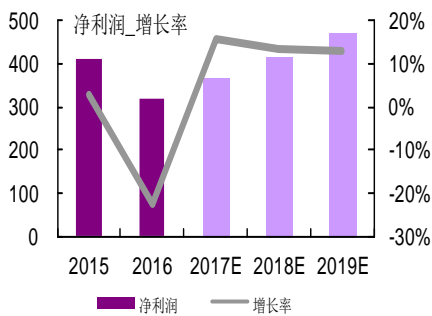
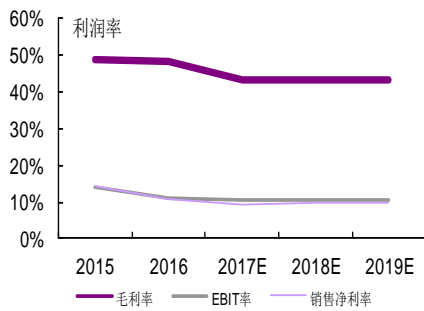
我们继续看好公司复制家纺龙头优势、转型家居生活一站式服务商的推进，随着定增到位助力大家居布局提速，短期 LEXINGTON 并表带来业绩增量，未来期待内野、LEXINGTON 等内生增长助力业绩提升。从业绩上分析，2017 年 LEXINGTON 并表将明显增加收入规模，而其净利率较低预计在净利上贡献较小；同时公司目前仍处于家居转型期、投入较大，叠加并入 LEXINGTON 的费用，预计费用率仍较刚性。不考虑定增以目前股本测算，上调 17~19 年 EPS 为 0.52/0.59/0.67 元，对应 17 年 PE24 倍，维持“买入”评级。

风险提示：消费疲软、家居服务等新业务推进不及预期。

#### 业绩预测和估值指标

| 指标             | 2015   | 2016    | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）      | 2,916  | 3,152   | 4,048  | 4,535  | 4,975  |
| 营业收入增长率        | 5.59%  | 8.11%   | 28.41% | 12.03% | 9.72%  |
| 净利润（百万元）       | 410    | 317     | 367    | 417    | 471    |
| 净利润增长率         | 3.01%  | -22.63% | 15.65% | 13.53% | 13.17% |
| EPS（元）         | 0.58   | 0.45    | 0.52   | 0.59   | 0.67   |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 16.04% | 11.58%  | 12.37% | 12.83% | 13.06% |
| P/E            | 21     | 28      | 24     | 21     | 19     |
| P/B            | 3      | 3       | 3      | 3      | 2      |





| 利润表 (百万元)       | 2015          | 2016          | 2017E         | 2018E         | 2019E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>2,916</b>  | <b>3,152</b>  | <b>4,048</b>  | <b>4,535</b>  | <b>4,975</b>  |
| 营业成本            | 1,488         | 1,625         | 2,285         | 2,564         | 2,826         |
| 折旧和摊销           | 67            | 74            | 39            | 41            | 42            |
| 营业税费            | 31            | 33            | 43            | 48            | 53            |
| 销售费用            | 702           | 786           | 992           | 1,066         | 1,144         |
| 管理费用            | 250           | 307           | 324           | 385           | 423           |
| 财务费用            | -14           | -7            | 23            | 14            | 8             |
| 公允价值变动损益        | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 投资收益            | 55            | 31            | 30            | 30            | 30            |
| <b>营业利润</b>     | <b>482</b>    | <b>391</b>    | <b>427</b>    | <b>486</b>    | <b>550</b>    |
| <b>利润总额</b>     | <b>512</b>    | <b>420</b>    | <b>455</b>    | <b>514</b>    | <b>578</b>    |
| 少数股东损益          | 13            | 22            | 20            | 20            | 20            |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>410.09</b> | <b>317.30</b> | <b>366.95</b> | <b>416.58</b> | <b>471.43</b> |

| 资产负债表 (百万元) | 2015         | 2016         | 2017E        | 2018E        | 2019E        |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>总资产</b>  | <b>3,485</b> | <b>4,208</b> | <b>4,094</b> | <b>4,414</b> | <b>4,817</b> |
| 流动资产        | 2,460        | 2,936        | 3,253        | 3,581        | 3,993        |
| 货币资金        | 590          | 1,159        | 1,417        | 1,587        | 1,852        |
| 交易型金融资产     | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应收帐款        | 268          | 293          | 231          | 258          | 284          |
| 应收票据        | 1            | 2            | 0            | 0            | 0            |
| 其他应收款       | 67           | 136          | 32           | 36           | 40           |
| 存货          | 660          | 659          | 899          | 1,011        | 1,115        |
| 可供出售投资      | 104          | 389          | 0            | 0            | 0            |
| 持有到期金融资产    | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资        | 48           | 44           | 47           | 50           | 53           |
| 固定资产        | 393          | 387          | 395          | 388          | 378          |
| 无形资产        | 115          | 118          | 112          | 107          | 101          |
| <b>总负债</b>  | <b>829</b>   | <b>1,328</b> | <b>967</b>   | <b>986</b>   | <b>1,007</b> |
| 无息负债        | 729          | 840          | 741          | 816          | 918          |
| 有息负债        | 100          | 488          | 226          | 171          | 88           |
| <b>股东权益</b> | <b>2,655</b> | <b>2,880</b> | <b>3,127</b> | <b>3,428</b> | <b>3,810</b> |
| 股本          | 702          | 702          | 702          | 702          | 702          |
| 公积金         | 604          | 635          | 671          | 699          | 699          |
| 未分配利润       | 1,251        | 1,400        | 1,590        | 1,843        | 2,205        |
| 少数股东权益      | 99           | 141          | 161          | 181          | 201          |

| 现金流量表 (百万元)      | 2015        | 2016        | 2017E       | 2018E       | 2019E       |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>经营活动现金流</b>   | <b>340</b>  | <b>505</b>  | <b>318</b>  | <b>378</b>  | <b>467</b>  |
| 净利润              | 410         | 317         | 367         | 417         | 471         |
| 折旧摊销             | 67          | 74          | 39          | 41          | 42          |
| 净营运资金增加          | 191         | -119        | 470         | 254         | 199         |
| 其他               | -329        | 232         | -558        | -333        | -246        |
| <b>投资活动产生现金流</b> | <b>-223</b> | <b>-209</b> | <b>366</b>  | <b>-3</b>   | <b>-3</b>   |
| 净资本支出            | -61         | -62         | -50         | -30         | -30         |
| 长期投资变化           | 48          | 44          | -3          | -3          | -3          |
| 其他资产变化           | -211        | -191        | 419         | 30          | 30          |
| <b>融资活动现金流</b>   | <b>-176</b> | <b>176</b>  | <b>-426</b> | <b>-205</b> | <b>-199</b> |
| 股本变化             | 421         | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 债务净变化            | 100         | 388         | -262        | -55         | -82         |
| 无息负债变化           | 102         | 110         | -99         | 75          | 102         |
| <b>净现金流</b>      | <b>-58</b>  | <b>482</b>  | <b>258</b>  | <b>170</b>  | <b>264</b>  |

资料来源：光大证券、上市公司

| 关键指标                         | 2015   | 2016    | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|------------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力 (%YoY)</b>           |        |         |        |        |        |
| 收入增长率                        | 5.59%  | 8.11%   | 28.41% | 12.03% | 9.72%  |
| 净利润增长率                       | 3.01%  | -22.63% | 15.65% | 13.53% | 13.17% |
| EBITDA/EBITDA 增长率            | 5.60%  | -10.98% | 7.60%  | 10.98% | 11.64% |
| EBIT/EBIT 增长率                | 4.94%  | -14.43% | 19.10% | 11.62% | 12.39% |
| <b>估值指标</b>                  |        |         |        |        |        |
| PE                           | 21     | 28      | 24     | 21     | 19     |
| PB                           | 3      | 3       | 3      | 3      | 2      |
| EV/EBITDA                    | 19     | 21      | 20     | 18     | 16     |
| EV/EBIT                      | 23     | 26      | 22     | 20     | 17     |
| EV/NOPLAT                    | 27     | 32      | 26     | 23     | 20     |
| EV/Sales                     | 3      | 3       | 2      | 2      | 2      |
| EV/IC                        | 3      | 3       | 3      | 3      | 2      |
| <b>盈利能力 (%)</b>              |        |         |        |        |        |
| 毛利率                          | 48.96% | 48.46%  | 43.55% | 43.45% | 43.19% |
| EBITDA 率                     | 16.47% | 13.56%  | 11.36% | 11.26% | 11.45% |
| EBIT 率                       | 14.16% | 11.21%  | 10.39% | 10.36% | 10.61% |
| 税前净利润率                       | 17.55% | 13.31%  | 11.25% | 11.33% | 11.62% |
| 税后净利润率 (归属母公司)               | 14.07% | 10.07%  | 9.07%  | 9.19%  | 9.48%  |
| ROA                          | 12.14% | 8.05%   | 9.45%  | 9.89%  | 10.20% |
| ROE (归属母公司) (摊薄)             | 16.04% | 11.58%  | 12.37% | 12.83% | 13.06% |
| 经营性 ROIC                     | 11.25% | 9.90%   | 10.82% | 11.25% | 12.01% |
| <b>偿债能力</b>                  |        |         |        |        |        |
| 流动比率                         | 3.02   | 2.40    | 3.77   | 4.06   | 4.43   |
| 速动比率                         | 2.21   | 1.86    | 2.73   | 2.92   | 3.19   |
| 归属母公司权益/有息债务                 | 25.56  | 5.61    | 13.11  | 19.01  | 40.84  |
| 有形资产/有息债务                    | 30.17  | 7.74    | 16.47  | 23.73  | 50.48  |
| <b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b> |        |         |        |        |        |
| EPS                          | 0.58   | 0.45    | 0.52   | 0.59   | 0.67   |
| 每股红利                         | 0.20   | 0.20    | 0.19   | 0.16   | 0.18   |
| 每股经营现金流                      | 0.48   | 0.72    | 0.45   | 0.54   | 0.66   |
| 每股自由现金流(FCFF)                | 0.27   | 0.66    | -0.20  | 0.22   | 0.38   |
| 每股净资产                        | 3.64   | 3.90    | 4.23   | 4.63   | 5.14   |
| 每股销售收入                       | 4.15   | 4.49    | 5.77   | 6.46   | 7.09   |

资料来源：光大证券、上市公司

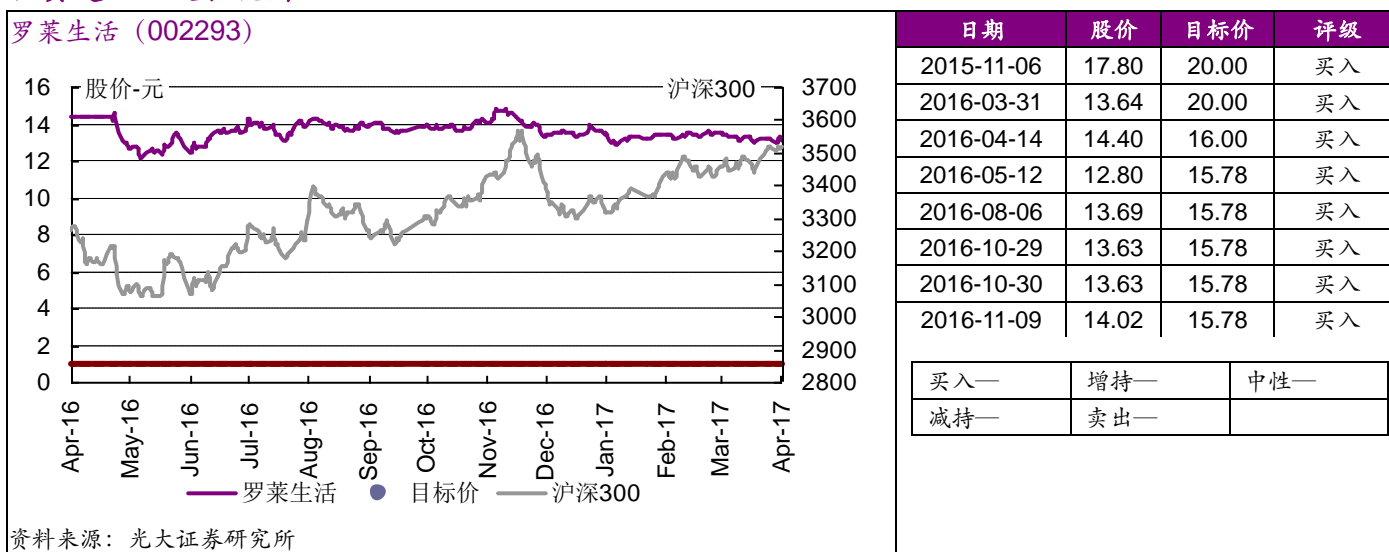
## 分析师声明

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推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

李婕，东华大学（原中国纺织大学）博士，拥有 10 多年从业经验，2006、2007 年新财富纺织服装行业最佳分析师，2008 年起任职某基金研究副总监，2010 年 10 月重新加盟光大证券，兼具纺织服装背景及买方经验，2011-2016 年获得新财富最佳分析师纺织服装行业第 1、1、3、1、1、3 名。

## 投资建议历史表现图



## 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；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：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；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。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究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，仅供本公司的客户使用。

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。

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。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

| 销售交易总部 | 姓名  | 办公电话          | 手机                      | 电子邮件                   |                       |
|--------|-----|---------------|-------------------------|------------------------|-----------------------|
| 上海     | 陈蓉  | 021-22169086  | 13801605631             | chenrong@ebscn.com     |                       |
|        | 濮维娜 | 021-62158036  | 13611990668             | puwn@ebscn.com         |                       |
|        | 胡超  | 021-22167056  | 13761102952             | huchao6@ebscn.com      |                       |
|        | 周薇薇 | 021-22169087  | 13671735383             | zhouww1@ebscn.com      |                       |
|        | 李强  | 021-22169131  | 18621590998             | liqiang88@ebscn.com    |                       |
|        | 罗德锦 | 021-22169146  | 13661875949/13609618940 | luodj@ebscn.com        |                       |
|        | 张弓  | 021-22169083  | 13918550549             | zhanggong@ebscn.com    |                       |
|        | 黄素青 | 021-22169130  | 13162521110             | huangsuqing@ebscn.com  |                       |
|        | 邢可  | 021-22167108  | 15618296961             | xingk@ebscn.com        |                       |
|        | 陈晨  | 021-22169150  | 15000608292             | chenchen66@ebscn.com   |                       |
|        | 王昕宇 | 021-22167233  | 15216717824             | wangxinyu@ebscn.com    |                       |
|        | 北京  | 郝辉            | 010-58452028            | 13511017986            | haohui@ebscn.com      |
|        |     | 梁晨            | 010-58452025            | 13901184256            | liangchen@ebscn.com   |
|        |     | 郭晓远           | 010-58452029            | 15120072716            | guoxiaoyuan@ebscn.com |
| 王曦     |     | 010-58452036  | 18610717900             | wangxi@ebscn.com       |                       |
| 关明雨    |     | 010-58452037  | 18516227399             | guanmy@ebscn.com       |                       |
| 张彦斌    |     | 010-58452026  | 15135130865             | zhangyanbin@ebscn.com  |                       |
| 深圳     | 黎晓宇 | 0755-83553559 | 13823771340             | lix1@ebscn.com         |                       |
|        | 李潇  | 0755-83559378 | 13631517757             | lixiao1@ebscn.com      |                       |
|        | 张亦潇 | 0755-23996409 | 13725559855             | zhangyx@ebscn.com      |                       |
|        | 王渊锋 | 0755-83551458 | 18576778603             | wangyuanfeng@ebscn.com |                       |
|        | 张靖雯 | 0755-83553249 | 18589058561             | zhangjingwen@ebscn.com |                       |
|        | 牟俊宇 | 0755-83552459 | 13827421872             | moujy@ebscn.com        |                       |
| 国际业务   | 陶奕  | 021-22167107  | 18018609199             | taoyi@ebscn.com        |                       |
|        | 威德文 | 021-22167111  | 18101889111             | qidw@ebscn.com         |                       |
|        | 金英光 | 021-22169085  | 13311088991             | jinyg@ebscn.com        |                       |
|        | 傅裕  | 021-22169092  | 13564655558             | fuyu@ebscn.com         |                       |