

17Q4 收入增速回升，时间互联并表助力电商生态圈成长

——南极电商 (002127.SZ) 2017 年年报及 2018 年一季报点评

公司简报

买入 (维持)

当前价：14.94 元

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-22169107

lijie_yjs@ebscn.com

汲肖飞 (执业证书编号：S0930517100004)

021-22169314

jixiaofei@ebscn.com

市场数据

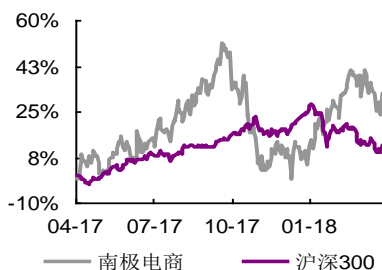
总股本(亿股)：16.37

总市值(亿元)：244.01

一年最低/最高(元)：10.82/17.19

近3月换手率：40.47%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	1.50	30.26	22.15
绝对	-1.83	16.59	32.04

资料来源：Wind

相关研报

收入放缓无碍长期增长，期待 Q4 电商旺季催化

..... 2017-10-28

新老渠道快速放量，GMV 与业绩齐增

..... 2017-08-26

品牌品类持续扩张，授权及电商服务业务快速增长

..... 2017-05-06

◆17 年收入增 89%，净利增 77%，时间互联并表促 18Q1 业绩大增

2017 年公司实现收入 9.86 亿元，同增 89.22%，归母净利 5.34 亿元，同增 77.42%，扣非净利 5.01 亿元，同增 72.59%，EPS 为 0.34 元，10 派 0.62 元 (含税) 转增 5 股。业绩增长高于我们预期，主要由于收购移动营销公司时间互联于 17 年 10 月底并表，剔除并表因素 17 年公司收入同增 43.27%，归母净利同增 68.51%。扣非净利增速低于收入主要受到毛利率下降影响，低于净利主要由于计入当期损益的政府补助、委托理财收益显著增长。

分季度看，17Q1-18Q1 公司收入同增 64.57%、56.06%、4.10%、167.91%、619.94%，归母净利同增 58.28%、65.82%、74.15%、85.73%、245.72%。17Q3 电商行业处于淡季，且公司为拓展市场份额及拼多多等新平台、品牌授权费折让比例有所提升，收入增速放缓。17Q4 收入增速回升、18Q1 业绩大增，主要受益于 17 年 10 月底时间互联并表显著增厚业绩，但同时拖累 17Q4-18Q1 毛利率下降、使得净利增速显著低于收入。扣除并表贡献，17Q4-18Q1 收入分别同增约 58%、43%，净利分别同增约 69%、132%，17Q4 电商旺季推动 GMV 同增 65.05%，18Q1 公司 GMV 同增 77.02%、保持较快增长，公司加大拓展品牌服务及经销商授权收入，带动整体收入增速持续回升。

◆品牌授权及综合服务收入快速增长，移动营销业务并表增厚业绩

公司主营业务包括品牌授权及电商服务、货品销售、园区平台服务、供应链金融、个人品牌业务及移动互联网营销业务。公司向供应商授予其生产旗下品牌特定品类的权利，并收取综合服务费，向经销商授予其销售旗下品牌特定品类的权利并收取经销商品牌授权费；货品销售为公司自有货品的库存处理；园区平台服务主要指公司为合作伙伴提供仓储、物流、代销货品等柔性供应链服务；供应链金融即公司对授权范围内的客户开展保理业务、产生保理收入；个人品牌业务即网红 Pony 带来的化妆品运营及广告业务，计入其他服务收入；移动营销业务为 17 年 10 月并入的子公司时间互联移动互联网媒体投放平台营销和流量整合服务，产生移动互联网媒体投放平台业务收入、自媒体流量变现收入及移动互联网流量整合收入。

2017 年公司品牌综合服务、货品销售、保理、经销商品牌授权、园区平台服务、其他服务等收入分别为 6.22 亿元、3150 万元、2539 万元、1742 万元、752 万元、1221 万元，同增 35.28%、62.99%、97.23%、168.21%、-53.72%、122.93%，移动互联网媒体投放、自媒体流量变现、移动互联网流量整合等业务实现收入 2.20 亿元、3061 万元、1897 万元。18Q1 品牌综合服务及经销商授权收入合计同增 60% 以上，较 17 年增速有所提升。

公司各品牌 GMV 快速增长，带动综合服务及经销商品牌授权收入提升。2017 年公司收缩柔性供应链业务、加大自有货品促销力度，平台服务费收入下降、货品销售收入增长。

◆GMV 继续保持快速增长，主品牌南极人优势品类增速靓丽

分平台来看：2017 年公司全品牌 GMV 同增 72.13% 至 124.03 亿元，

增速高于网上零售额同比增速 (32.3%)，其中在阿里、京东、唯品会实现 GMV 为 88.94 亿元、25.36 亿元、2.34 亿元，同增 68.21%、41.97%、77.00%，在拼多多实现 GMV6.97 亿元，电视购物实现 GMV3890 万元。

17Q4 公司全品牌 GMV 同增 65.05%至 59.16 亿元，增速保持稳定，其中在阿里、京东、唯品会分别实现 GMV 为 43.81 亿元、9.92 亿元、1.05 亿元，同增 58.26%、11.58%、244.44%，在拼多多实现 GMV3.98 亿元。2018Q1 公司全品牌 GMV 同增 77.02%至 33.69 亿元，其中阿里、京东、拼多多、唯品会实现 GMV 为 24.08 亿元、6.10 亿元、2.65 亿元、7204.14 万元，同增 86.64%、16.85%、510.23%、70.10%，拼多多平台收入实现快速增长。

分品牌来看：2017 年南极人、卡帝乐、南极人+、南极人 home 品牌实现 GMV109.03 亿元、12.70 亿元、9757 万元、4959 万元，同增 60.54%、235.41%、252.25%、552.52%，精典泰迪实现 GMV4382 万元。新品牌快速成长，品牌矩阵进一步丰富。南极人内衣、家纺、男女装、母婴等品类发展较为成熟，在阿里 14 个细分类目位居行业第一，内衣、家纺优势类目规模效应明显，17 年 GMV 同增 54.81%、59.97%。卡帝乐男装、鞋类、箱包皮具等品类 GMV 占比较高。

17Q4 南极人 GMV 同增 51.74%至 52.00 亿元。18Q1 南极人、卡帝乐、南极人+、南极人 home 实现 GMV28.84 亿元、4.04 亿元、2941.75 万元、1709.07 万元，同增 69.98%、124.34%、38.05%、292.52%，精典泰迪、PONY 系列、奥特曼实现 GMV 为 2530.69 万元、793.49 万元、156.24 万元，新品牌逐步开始贡献业绩。

◆时间互联并表影响毛利率、费用率等多个财务指标，应收账款周转率升

毛利率方面：2017 年公司毛利率同降 17.18PCT 至 70.05%，主要由于促销及承担形象授权费分别导致货品销售及其他服务业务毛利率下降，以及低毛利率移动营销业务并表所致。2017 年品牌综合服务、货品销售、保理、经销商品牌授权、其他服务毛利率为 94.85%、3.77%、98.98%、91.22%、48.51%，同增 2.55PCT、-29.75PCT、-0.29PCT、0 PCT、-12.94PCT，移动互联网媒体投放、自媒体流量变现、移动互联网流量整合等毛利率为 10.13%、44.04%、54.94%。

17Q1-18Q1 毛利率分别为 72.98% (+6.95PCT)、83.00% (-6.51PCT)、90.96% (-4.44PCT)、60.32% (-24.43PCT)、26.85% (-46.13PCT)，时间互联移动营销业务毛利率相对较低，17 年 10 月底并表拖累毛利率表现，18Q1 移动营销收入占比进一步提升至超过 79%。

费用率方面：2017 年公司期间费用率同降 2.62PCT 至 8.35%，其中销售费用率同降 1.09PCT 至 3.14%，管理费用率同降 2.63PCT 至 6.08%，主要由于公司加强费用管控、时间互联并表，财务费用率同增 1.09PCT 至 -0.88%，主要由于 17 年公司新增借款、产生利息费用。

18Q1 期间费用率同降 26.02PCT 至 6.41%，其中销售费用率同降 8.94PCT 至 2.21%、管理费用率同降 21.03PCT 至 4.11%，主要由于时间互联并表带动；财务费用率同增 3.95PCT 至 0.09%，主要由于子公司因业务发展需要取得银行长期借款、增加利息支出。

其他方面：

1) 2017 年底公司应收账款较年初增 65.87%至 5.08 亿元，主要由于业务规模扩大以及时间互联并表，17 年应收账款周转率为 2.48，16 年为 1.83，公司注重收入质量、完善供应商及经销商管理体系，应收账款周转速度提升。2018 年 3 月底应收账款较期初增 77.47%至 9.01 亿元，主要由于保理贷款业务新增 3.57 亿元。

2) 2017 年底存货较期初降 77.77%至 1260.90 万元，库存周转率为 8.52（16 年为 1.06），主要由于公司加大促销力度，大幅消化自有品牌的成衣库存。2018 年 3 月底存货较期初略增 3.89%至 1309.54 万元。

3) 2017 年末公司商誉较年初增 709.11%至 8.90 亿元，主要由于收购时间互联所致。

4) 2017 年公司经营性现金流量净额同增 17.59%至 5.38 亿元，主要由于公司加强对应收账款的管理，且移动互联网营销业务并表，带动现金流有所好转。2018Q1 经营性现金流量净额为-4668.06 万元，同比大幅减少，主要由于移动营销业务投入的运营资本增加。

◆依托现有品牌矩阵，供应商及经销商资源持续壮大

公司持续拓展自有及合作品牌，覆盖更多消费品类和客户群体。自有品牌包括南极人、南极人+、南极人 home、卡帝乐鳄鱼、精典泰迪、PONYTIMES 系列商标，其中南极人主要授权内衣、家纺、男女童装、母婴、生活电器等类目；南极人+主要授权男装，南极人 home 主要授权床上用品；卡帝乐授权内衣、床上用品、男装、鞋类、箱包等类目；精典泰迪授权童装、尿裤湿巾、童床童车、玩具等母婴类目，并与外交官在儿童书包、拉杆箱、化妆包等品类合作；PONYTIMES 系列商标主要运营彩妆、护肤、美妆工具、饰品等类目，并与兰蔻、雅诗兰黛等品牌合作营销推广。合作品牌包括帕兰朵和奥特曼，公司代运营帕兰朵女装、户外、家纺、童装四个类目，与奥特曼品牌合作童装和童鞋类目。

2017 年全国网上零售额 7.18 万亿，同增 32.3%，移动购物市场交易规模 4.9 万亿，同增 37.4%，电商交易规模及渗透率进一步提升。2017 年公司授权生产商达 846 家，同增 40.53%，授权经销商 3427 家，同增 84.84%，授权店铺 4442 家，同增 112.94%，依托品牌矩阵拓展更多中小优质供应链及线上店铺，推动产品品类及 GMV 保持快速增长。2017 年公司全品牌 GMV 保持快速增长，南极人健康生活、大母婴、大家纺、内衣事业部 GMV 同增 185.17%、64.55%、59.97%、54.81%，销售规模持续扩张为收入增长提供基础。

◆时间互联快速成长，业务矩阵强化授权经销商、供应商运营能力

2016 年 8 月南极电商公告拟收购移动营销服务商时间互联 100%股权，2017 年 10 月底完成并表，进一步丰富业务矩阵。时间互联向小米商城、百度手机助手、腾讯应用宝、OPPO 商店、腾讯广点通等移动媒体平台采购资源、投放客户 APP，主要客户包括唯品会、美图、58 同城、美丽说等，根据个性化需求提供移动互联网流量整合、营销方案涉及等定制化移动营销服务。2017 年时间互联收入、净利润同增 80.16%、52.30%，新增苏宁易购、拼多多、链家、陌陌、映客等 100 余家优质客户，并成为腾讯应用宝、小米、VIVO 等核心代理商，移动营销业务快速发展。

南极电商依托现有品牌矩阵，发力品牌授权服务、电商服务、移动营销等业务，强化长期增长优势。公司深耕电商行业超过十年，与各大电商平台长期合作，电商运营经验丰富，可向授权供应商和经销商提供资源推介、质量管控、研发设计、流量分析等服务，提升线上销售表现，成熟品类增长亮眼。2017 年南极人内衣、家纺类目在阿里平台的访客数量达 4.84 亿、2.23 亿，支付转化率 12.07%、5.47%，显著高于竞争对手。公司借助业务矩阵提升合作伙伴运营能力，提高品牌网络规模效应，未来时间互联有望为经销商提供流量导入、流量分析及管理等定制化移动营销服务，强化与主业协同。

◆ 预计 18H1 净利增 97-120%，二股东减持完毕，继续看好公司成长性

公司预计 2018H1 归母净利润为 2.75-3.08 亿元，同增 96.65%-120.24%，剔除时间互联并表同增 58.74%-78.76%。公司品牌网络效应进一步体现，预计南极人、卡帝乐在保持成熟品类优势基础上持续扩张市场份额，带动收入增长。

我们认为：1) 公司定位高性价比、高频次标准消费品，通过规模效应、线上低成本引流、合作中小优质供应链控制成本，构建多品牌矩阵，聚焦内衣、家纺、母婴、生活电器等高频次消费品。未来公司有望拓展更多优质高性价比品牌，带动 GMV 及品牌授权服务收入增长。2) 公司收购时间互联丰富业务矩阵，多种服务助力合作供应商、经销商销售增长。2017 年时间互联实现归母净利润 1.10 亿元、完成业绩承诺，近年来移动营销行业快速增长，2018-19 年时间互联承诺净利润 1.17/1.32 亿元，同增 6.09%/12.82%，业绩承诺有望完成、进一步增厚业绩水平。3) 2018 年 3 月 21 日公司与建行上海青浦支行签订战略合作协议，由其向公司提供 14 亿元综合授信额度用于日常经营、项目建设、并购业务等资金需求，拓展公司融资渠道。4) 2017 年 9 月 2 日公司公告二股东东方新民与一致行动人蒋学明因自身经营需要拟减持股份不超过 6000 万股、占总股本 4%，2018 年 3 月 22 日共减持 4576 万股，占总股本 2.80%，减持均价 13.68 元/股，减持计划实施完毕。

公司线上龙头优势持续显现，各品牌 GMV 快速增长提振业绩表现。我们看好时间互联并购后与公司主业协同，引流强化品牌高性价比优势，推动 GMV 及收入继续快速增长。考虑时间互联已并表，上调 2018-19 年 EPS 为 0.51/0.71 元，预测 2020 年 EPS 为 0.95 元，目前股价对应 2018 年 30 倍 PE，考虑到公司商业模式的稀缺性、品牌品类持续扩张带来业绩的高成长，维持“买入”评级。

◆ 风险提示：应收账款坏账风险、时间互联业绩不达预期、产品质量控制风险、品牌影响力下降等。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	521	986	2,088	2,664	3,457
营业收入增长率	33.85%	89.22%	111.83%	27.59%	29.74%
净利润(百万元)	301	534	827	1,166	1,558
净利润增长率	75.27%	77.42%	54.88%	40.95%	33.60%
EPS(元)	0.72	1.28	0.51	0.71	0.95
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.63%	17.68%	21.50%	23.26%	24.13%
P/E	21	12	30	21	16
P/B	4	2	2	1	1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 4 月 26 日

表 1: 2017 年公司各业务收入、毛利率情况

业务		收入(百万元)	收入增速	收入占比	毛利率	毛利率变动
原有业务	品牌综合服务	621.77	35.28%	63.07%	94.85%	2.55PCT
	货品销售	31.50	62.99%	3.20%	3.77%	-29.75PCT
	保理	25.39	-	2.58%	98.98%	-
	经销商品牌授权	17.42	-	1.77%	91.13%	-0.09PCT
	园区平台服务	7.52	-53.72%	0.76%	86.10%	76.60PCT
	其他服务	12.21	-35.37%	1.24%	48.51%	-4.32PCT
时间互联	移动互联网媒体投放	220.40	-	22.36%	10.13%	-
	自媒体流量变现	30.61	-	3.11%	44.04%	-
	移动互联网整合	18.97	-	1.92%	54.94%	-
合计(含时间互联并表)		985.79	89.22%	100%	70.05%	-17.18PCT

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 2: 公司品牌矩阵基本情况

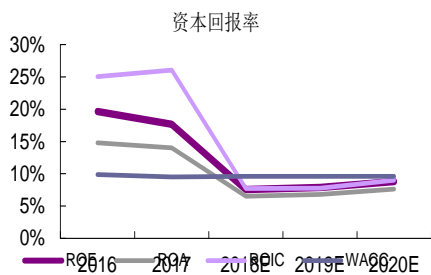
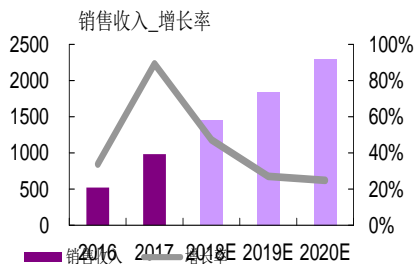
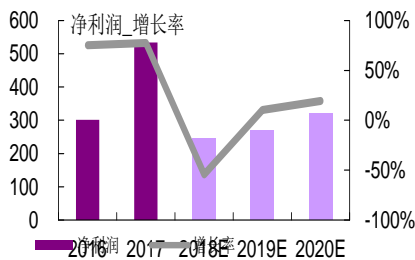
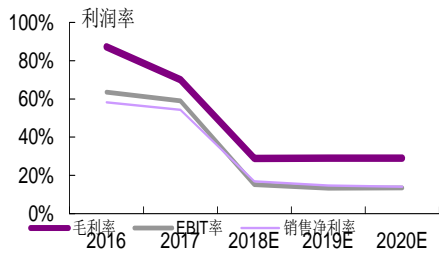
分类	基本情况	
自有品牌	南极人	主要授权内衣、家纺、男女童装、母婴、生活电器等类目, GMV 占比最高, 授权合作伙伴数量、合作店铺数量、GMV 用量等稳健增长
	南极人+	主要授权男装类目, 体量相对较小、GMV 增速快
	南极人 home	主要授权类目为床上用品, GMV 实现快速增长
	卡帝乐鳄鱼	主要授权内衣、床上用品、男装、鞋品、箱包服饰等类目, 优势类目 GMV 增速较高, 2017 年底取得商标 234 件
	精典泰迪	主要授权童装、尿裤湿巾、寝居服饰、童车童床、玩具等母婴类目, 与外交官在儿童书包、拉杆箱、化妆包等类目开展合作, 在食品、儿童内衣、童装、3C 数码等类目自主设计款式、进行品牌升级
合作品牌	PONY 系列	主要运营彩妆、护肤、美妆工具、饰品等类目, 与兰蔻、雅诗兰黛等品牌合作, 挖掘 Pony 作为美妆 KOL 的商业价值
	帕兰朵	公司代运营女装、户外、家纺、童装四个类目
	奥特曼	主要合作童装、童鞋类目, 目前体量较小

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 3: 公司分品牌、平台 GMV 增长情况 (亿元)

分类		2017 年 GMV	2017 年 GMV 增速	2018 年一季度 GMV	2018 年一季度 GMV 增速
分品牌	南极人	109.03	60.54%	28.84	69.98%
	卡帝乐	12.70	235.41%	4.04	124.34%
	南极人+	0.98	252.25%	0.29	38.05%
	南极人 home	0.50	552.52%	0.17	292.52%
	经典泰迪	0.44	-	0.25	-
	Pony	-	-	0.079	-
	奥特曼	-	-	0.016	-
分平台	阿里	88.94	68.21%	24.08	86.64%
	京东	25.36	41.97%	6.10	16.85%
	拼多多	6.97	-	2.65	510.23%
	唯品会	2.34	77.00%	0.72	70.10%
	电视购物及其他	0.42	-	0.14	172.45%
合计		124.03	72.13%	33.69	77.02%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所



利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	521	986	2,088	2,664	3,457
营业成本	67	295	948	1,103	1,363
折旧和摊销	3	3	77	67	59
营业税费	4	6	13	11	14
销售费用	22	31	58	75	86
管理费用	45	60	125	147	190
财务费用	-10	-9	-17	-24	-22
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	2	10	10	10	10
营业利润	343	600	955	1,354	1,815
利润总额	354	625	975	1,374	1,835
少数股东损益	2	1	2	2	2
归属母公司净利润	301	534	827	1,166	1,558

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	2,047	3,821	4,857	6,173	7,813
流动资产	1,337	2,274	3,372	4,750	6,442
货币资金	474	1,461	1,465	2,361	3,555
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	288	508	1,357	1,732	2,074
应收票据	14	35	0	0	0
其他应收款	63	53	418	533	691
存货	57	13	13	3	18
可供出售投资	10	10	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	14	14	14	14
固定资产	5	4	5	7	9
无形资产	510	565	490	426	371
总负债	483	770	978	1,126	1,323
无息负债	483	524	798	947	1,144
有息负债	0	247	179	179	179
股东权益	1,564	3,050	3,879	5,047	6,490
股本	417	417	417	417	417
公积金	583	1,575	1,658	1,689	1,689
未分配利润	534	1,029	1,774	2,908	4,350
少数股东权益	30	29	30	32	33

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	457	538	58	869	1,284
净利润	301	534	827	1,166	1,558
折旧摊销	3	3	77	67	59
净营运资金增加	-81	-43	1,369	87	-151
其他	235	44	-2,216	-452	-182
投资活动产生现金流	-666	-117	-4	4	4
净资本支出	-2	-2	-2	-6	-6
长期投资变化	0	14	0	0	0
其他资产变化	-664	-128	-2	10	10
融资活动现金流	1	567	-51	24	-95
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	247	-67	0	0
无息负债变化	345	41	275	149	197
净现金流	-209	988	4	897	1,193

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	33.85%	89.22%	111.83%	27.59%	29.74%
净利润增长率	75.27%	77.42%	54.88%	40.95%	33.60%
EBITDA 增长率	68.56%	75.04%	72.03%	37.94%	32.80%
EBIT 增长率	69.14%	75.50%	59.67%	42.15%	35.09%
估值指标					
PE	21	12	30	21	16
PB	4	2	2	1	1
EV/EBITDA	18	9	6	4	2
EV/EBIT	18	10	7	4	2
EV/NOPLAT	21	11	8	4	2
EV/Sales	12	6	3	2	1
EV/IC	5	2	2	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	87.23%	70.05%	54.58%	58.61%	60.56%
EBITDA 率	64.09%	59.29%	48.15%	52.05%	53.28%
EBIT 率	63.60%	58.99%	44.46%	49.54%	51.58%
税前净利润率	67.98%	63.42%	46.70%	51.57%	53.08%
税后净利润率 (归属母公司)	57.80%	54.20%	39.63%	43.77%	45.08%
ROA	14.81%	14.02%	17.07%	18.92%	19.96%
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.63%	17.68%	21.50%	23.26%	24.13%
经营性 ROIC	21.14%	21.62%	21.78%	30.73%	43.97%
偿债能力					
流动比率	2.77	3.86	4.22	5.02	5.63
速动比率	2.65	3.83	4.21	5.02	5.65
归属母公司权益/有息债务		12.24	21.45	27.95	35.98
有形资产/有息债务		9.55	19.33	27.03	36.47
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)			NA	NA	NA
EPS	0.72	1.28			
每股红利	0.00	0.00	0.51	0.71	0.95
每股经营现金流	1.10	1.29	0.00	0.28	0.37
每股自由现金流(FCFF)	0.87	0.88	0.14	2.08	3.08
每股净资产	3.68	7.24	1.17	2.65	4.17
每股销售收入	1.25	2.36	9.22	12.02	15.47

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
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。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。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。

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。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 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且不予通知。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做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意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。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、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议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, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

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。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

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、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@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	
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com	
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
	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	
深圳	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	
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超		15158266108	liangc@ebscn.com
		金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
		王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
		郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
		凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
金融同业与战略客户		黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
		王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
私募业务部	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com	
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com		
任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com		
俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com		