



# 投资决策 剔出亚太买入名单 苏宁电器 (002024.SZ)

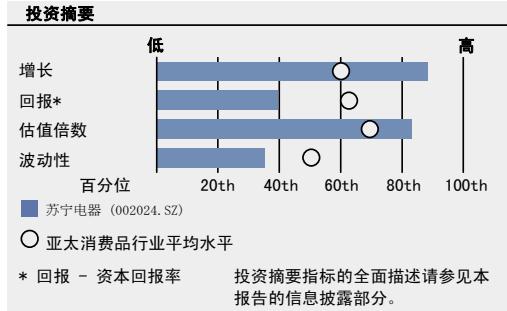
证券研究报告

## 同店增长疲弱，网购快速发展但短期仍将亏损，下调至中性评级

### 调整理由

考虑到线下门店疲弱的同店销售增长、运营成本上涨、网购拉低综合毛利率等因素，我们下调了公司2012-2014年EPS预测30%/40%/37%至0.52/0.55/0.67元，我们下调12个月目标价格至8.02元（此前为11.10元），基于线上业务4.8倍P/GP和线下业务0.9倍PEG分部估值法得出。即日起，胡维波将作为主要分析师承担对苏宁电器的覆盖。

考虑到股价离目标价仅9.9%上涨空间，我们将公司移出买入名单，下调至中性评级。自2010年12月16日公司被加入买入名单以来，因公司业绩低于预期，股价下跌了48.2%VS深证指数下跌33.0%。



### 当前观点

**1、线下实体门店增速放缓。**受经济低迷、消费者支出意愿低落、房地产成交量萎缩、家电刺激政策陆续到期以及消费提前释放等因素影响，线下实体门店的同店销售额增速持续放缓，我们将公司2012年同店销售增速下调至-10%。考虑到人工和租金成本的上涨，我们上调了苏宁2012年人工和租金费用率0.8和0.7个百分点至4.7%和4.6%。

**2、网购业务快速发展，但短期给公司毛利率和利润带来压力。**1H2012公司网购收入同比增长105.5%，保持快速增长势头。但低毛利率的网购业务将拉低公司整体毛利率，我们下调公司2012年主营毛利率1.3个百分点至17.3%。考虑到网购业务较高的资本开支投入和广告宣传费用，我们预计苏宁近2年网购业务将维持-3%至-4%左右的净利率水平。

**3、对公司的中长期发展仍持积极态度。**我们认可公司线上线下业务同步推进的战略和团队的执行力及管理能力。参看国际比较经验，中国家电和消费类电子市场市场集中度仍有提升空间，公司线下业务的毛利率和单店效益改善空间仍较大。随着公司在物流、IT等系统的持续投入，网购业务将持续发力。多品类和POP平台的发展也将利于网购业务毛利率的改善。

**上行/下行风险：**实体门店经营超出预期/低于预期；人工和租金成本上涨低于预期/超预期；网购业务发展超出/低于预期。

	12/11	12/12E	12/13E	12/14E	当前
每股盈利 (Rmb) 新	0.69	0.52	0.55	0.67	6.85
每股盈利调整幅度 (%)	0.0	(29.3)	(39.4)	(36.1)	
每股盈利增长 (%)	20.2	(24.4)	4.8	23.2	
每股摊薄盈利 (Rmb) 新	0.69	0.52	0.55	0.67	
市盈率 (X)	9.9	13.1	12.5	10.2	
市净率 (X)	2.1	1.6	1.5	1.3	
EV/EBITDA (X)	9.0	4.4	4.4	3.4	
股息收益率 (%)	2.2	0.4	0.8	0.5	
净资产回报率 (%)	23.7	14.5	12.4	13.5	
CROCI (%)	19.1	14.0	12.3	12.3	



股价表现 (%)	3个月	6个月	12个月
绝对 (36.0)	(23.2)	(48.7)	
相对于深证A股指数 (31.2)	(26.2)	(30.0)	

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet（股价为7/20/2012收盘价）

### 所属投资名单

中性

### 行业评级：具吸引力

胡维波 执业证书编号: S1420511110001  
+86(21)2401-8944 weibo.hu@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究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可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

# 苏宁电器：财务数据概要

损益表 (Rmb mn)		12/11	12/12E	12/13E	12/14E	资产负债表 (Rmb mn)		12/11	12/12E	12/13E	12/14E
<b>主营业务收入</b>		<b>93,888.6</b>	<b>110,609.5</b>	<b>139,247.5</b>	<b>172,956.2</b>	现金及等价物		22,740.1	27,827.6	27,797.2	28,294.8
主营业务成本		(76,104.7)	(90,393.2)	(114,675.4)	(142,146.1)	应收账款		2,231.4	2,628.8	3,309.4	4,110.6
销售、一般及管理费用		(11,825.7)	(15,475.6)	(19,795.1)	(24,545.0)	存货		13,426.7	16,097.4	20,735.8	27,260.9
研发费用		—	—	—	—	其它流动资产		5,027.1	5,027.1	5,027.1	5,027.1
其它营业收入/（支出）		(69.5)	(81.9)	(103.1)	(128.1)	<b>流动资产</b>		<b>43,425.3</b>	<b>51,580.9</b>	<b>56,869.5</b>	<b>64,693.4</b>
<b>EBITDA</b>		<b>6,861.1</b>	<b>5,871.9</b>	<b>6,121.0</b>	<b>7,948.9</b>	固定资产净额		8,601.0	12,534.5	17,288.1	21,861.6
折旧和摊销		(972.5)	(1,213.1)	(1,447.1)	(1,811.9)	无形资产净额		4,368.3	5,174.7	6,431.0	7,637.4
<b>EBIT</b>		<b>5,888.7</b>	<b>4,658.8</b>	<b>4,673.9</b>	<b>6,137.0</b>	长期投资		1,241.0	1,241.0	1,241.0	1,241.0
利息收入		766.8	682.2	834.8	694.9	其它长期资产		2,150.9	2,297.9	2,426.9	2,494.6
财务费用		(363.6)	(435.4)	(560.7)	(696.7)	<b>资产合计</b>		<b>59,786.5</b>	<b>72,828.9</b>	<b>84,256.5</b>	<b>97,927.9</b>
联营公司		152.2	0.0	0.0	0.0	应付账款		32,957.0	37,147.9	43,985.1	52,574.6
其它		29.1	29.1	29.1	29.1	短期贷款		1,665.7	3,165.7	4,165.7	4,965.7
<b>税前利润</b>		<b>6,473.2</b>	<b>4,934.7</b>	<b>4,977.2</b>	<b>6,164.4</b>	其它流动负债		1,015.6	158.5	369.2	214.5
所得税		(1,587.2)	(1,233.7)	(1,194.5)	(1,479.5)	<b>流动负债</b>		<b>35,638.3</b>	<b>40,472.0</b>	<b>48,520.0</b>	<b>57,754.7</b>
少数股东损益		(65.4)	145.1	247.7	281.9	长期贷款		0.0	0.0	0.0	0.0
<b>优先股股息前净利润</b>		<b>4,820.6</b>	<b>3,846.1</b>	<b>4,030.4</b>	<b>4,966.9</b>	其它长期负债		1,117.7	1,117.7	1,117.7	1,117.7
优先股息		0.0	0.0	0.0	0.0	<b>负债合计</b>		<b>36,755.9</b>	<b>41,589.7</b>	<b>49,637.6</b>	<b>58,872.4</b>
<b>非经常性项目前净利润</b>		<b>4,820.6</b>	<b>3,846.1</b>	<b>4,030.4</b>	<b>4,966.9</b>	<b>优先股</b>		0.0	0.0	0.0	0.0
税后非经常性损益		0.0	0.0	0.0	0.0	<b>普通股权益</b>		<b>22,328.3</b>	<b>30,682.2</b>	<b>34,309.5</b>	<b>39,028.0</b>
<b>净利润</b>		<b>4,820.6</b>	<b>3,846.1</b>	<b>4,030.4</b>	<b>4,966.9</b>	少数股东权益		702.2	557.1	309.4	27.5
每股基本盈利（非经常性项目前）(Rmb)		0.69	0.52	0.55	0.67	<b>负债及股东权益合计</b>		<b>59,786.5</b>	<b>72,828.9</b>	<b>84,256.5</b>	<b>97,927.9</b>
每股基本盈利（非经常性项目后）(Rmb)		0.69	0.52	0.55	0.67	<b>每股净资产 (Rmb)</b>		3.19	4.16	4.65	5.29
每股摊薄盈利（非经常性项目后）(Rmb)		0.69	0.52	0.55	0.67						
每股股息 (Rmb)		0.15	0.03	0.05	0.03						
股息支付率(%)		21.8	5.0	10.0	5.0						
自由现金流收益率(%)		0.6	(0.1)	(1.6)	0.2						
<b>增长率和利润率(%)</b>		<b>12/11</b>	<b>12/12E</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>比率</b>		<b>12/11</b>	<b>12/12E</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>
主营业务收入增长率		26.5	17.8	25.9	24.2	CROCI (%)		19.1	14.0	12.3	12.3
EBITDA增长率		22.9	(14.4)	4.2	29.9	净资产回报率 (%)		23.7	14.5	12.4	13.5
EBIT增长率		16.4	(20.9)	0.3	31.3	总资产回报率 (%)		9.3	5.8	5.1	5.5
净利润增长率		20.2	(20.2)	4.8	23.2	平均运用资本回报率 (%)		18.3	12.5	10.9	10.9
每股盈利增长		20.2	(24.4)	4.8	23.2	存货周转天数		54.9	59.6	58.6	61.6
毛利率		18.9	18.3	17.6	17.8	应收账款周转天数		8.4	8.0	7.8	7.8
EBITDA利润率		7.3	5.3	4.4	4.6	应付账款周转天数		135.1	141.5	129.1	124.0
EBIT利润率		6.3	4.2	3.4	3.5	净负债/股东权益 (%)		(91.5)	(78.9)	(68.3)	(59.7)
						EBIT利息保障倍数 (X)		NM	NM	NM	NM
<b>现金流量表 (Rmb mn)</b>		<b>12/11</b>	<b>12/12E</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>估值</b>		<b>12/11</b>	<b>12/12E</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>
优先股股息前净利润		4,820.6	3,846.1	4,030.4	4,966.9	基本市盈率 (X)		9.9	13.1	12.5	10.2
折旧及摊销		972.5	1,213.1	1,447.1	1,811.9	市净率 (X)		2.1	1.6	1.5	1.3
少数股东权益		65.4	(145.1)	(247.7)	(281.9)	EV/EBITDA (X)		9.0	4.4	4.4	3.4
运营资本增减		1,025.6	1,122.8	1,518.2	1,263.3	企业价值/总投资现金 (X)		1.2	0.4	0.3	0.3
其它		(295.6)	0.0	0.0	0.0	股息收益率 (%)		2.2	0.4	0.8	0.5
<b>经营活动产生的现金流</b>		<b>6,588.5</b>	<b>6,036.9</b>	<b>6,747.9</b>	<b>7,760.1</b>						
资本开支		(6,093.6)	(6,100.0)	(7,586.0)	(7,659.5)						
收购		0.0	0.0	0.0	0.0						
剥离		46.5	0.0	0.0	0.0						
其它		56.6	0.0	0.0	0.0						
<b>投资活动产生的现金流</b>		<b>(5,990.4)</b>	<b>(6,100.0)</b>	<b>(7,586.0)</b>	<b>(7,659.5)</b>						
支付股息的现金（普通股和优先股）		(716.6)	(1,049.4)	(192.3)	(403.0)						
借款增减		1,347.9	1,500.0	1,000.0	800.0						
普通股发行（回购）		48.1	4,700.0	0.0	0.0						
其它		0.0	0.0	0.0	0.0						
<b>筹资活动产生的现金流</b>		<b>679.4</b>	<b>5,150.6</b>	<b>807.7</b>	<b>397.0</b>						
<b>总现金流</b>		<b>1,277.5</b>	<b>5,087.5</b>	<b>(30.4)</b>	<b>497.6</b>						

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。

资料来源：公司数据、高盛研究预测

## 对此报告有贡献的人员

胡维波

weibo.hu@ghsl.cn

## 盈利预测调整：将公司 2012-2014 年净利润预测下调 30%/40%/37%

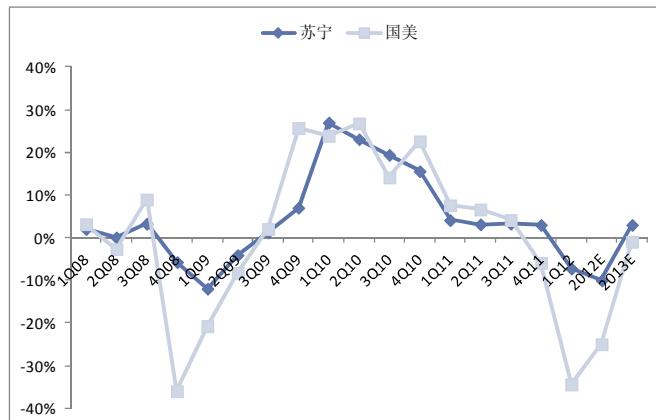
考虑到线下门店疲弱的同店销售增长态势、人工和租金成本的上涨、关店带来的一次性损失，以及线上网购业务较高的资本开支和广告营销支出、收入快速增长拉低整体毛利率等因素，我们对对公司 2012-2014 年盈利预测进行了调整。由于线上网购业务的毛利率远低于线下门店，我们预计随着线上业务比重的不断上升，苏宁的整体毛利率将继续下降。

### 将苏宁电器 2012 年同店销售增速预测从-7%下调至-10%

受经济低迷、消费者支出意愿低落、房地产成交量萎缩、家电刺激政策陆续到期以及消费提前释放等因素影响，线下实体门店的同店销售额增速过去一年逐步走低，并于今年一季度出现负增长。此外，考虑到公司持续推进门店结构调整，关店力度有所加大，我们下调了公司 2012 年全年的同店销售额增速预测。

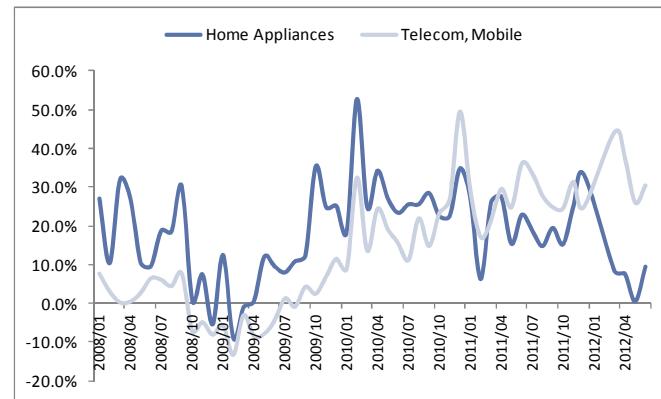
2012 年 5 月 16 日国务院常务会议提出将投入 265 亿元补贴家电节能产品，并于 6 月起逐步实施，但受节能电器的高价格影响，以及终端需求的依旧疲弱，目前对家电市场的拉动并不明显。我们预计主要家电产品如空调、冰箱销量仍同比下滑，电视保持小幅增长，小家电增长基本持平。后续政策的刺激效果仍有待跟踪观察。我们将在本报告中将苏宁电器的盈利/成本与国美电器加以对比，因两者的商业模式相近。详情请参见我们在 7 月 20 日发表的报告 [国美电器 \(0493.HK\): 同店销售下滑，费用高企，网购影响整体毛利率，下调盈利预测。](#)

图表 1: 苏宁和国美同店销售额增速%



资料来源：公司数据、高华证券研究

图表 2: 限额以上家电及通讯器材产品零售额增速



资料来源：CEIC、高华证券研究

考虑到宏观经济环境的不确定性，我们对同店销售额增速对收入、利润的影响进行了情景分析。参看2008四季度至2009年一季度经济危机时候的情况，我们悲观情景下假设同店销售额下降15%—20%。乐观情景下，我们假设同店销售额下降5%，测算结果如下表所示。

图表3: 同店销售额增速对收入、利润影响的情景分析

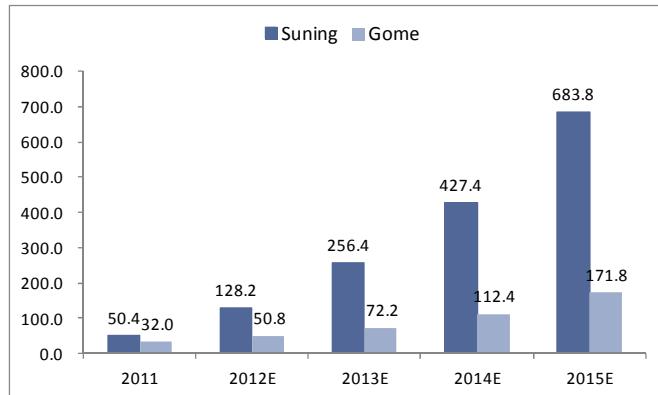
2012年	悲观情景1	悲观情景2	中性情景	乐观情景
同店销售额增速(假设项)	-20.00%	-15.00%	-10.00%	-5.00%
线下实体店销售额增速	0.15%	4.55%	10.15%	13.75%
总销售额增速	8.35%	12.51%	17.81%	21.21%
毛利额增速	3.75%	8.12%	13.68%	17.25%
营业利润增速	-44.00%	-34.00%	-20.90%	-12.50%
净利润增速	-41.10%	-31.90%	-20.20%	-12.70%
目标价(元，基于分部估值法得出)	5.52	6.47	8.02	8.37

资料来源：高华证券研究预测

### 网购业务快速发展将拉低公司整体毛利率

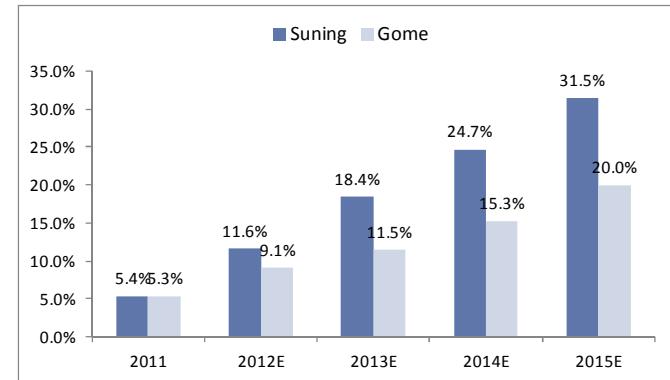
公司线上网购业务快速发展，2011年全年实现含税销售额59亿元，2012年上半年实现含税销售额52.8亿元，同比增长105.5%，保持了快速增长态势。但考虑到网购业务的低毛利率，我们下调了公司整体毛利率水平。

图表4: 苏宁、国美网购业务销售额(亿元)



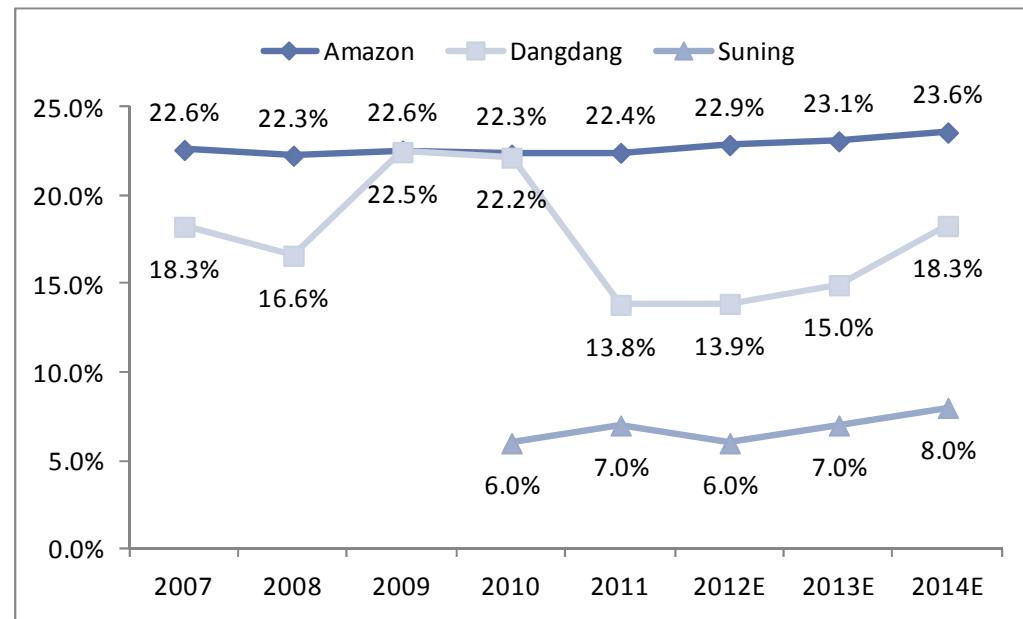
资料来源：公司数据、高华证券研究

图表5: 苏宁、国美网购业务收入占总收入比重



资料来源：公司数据、高华证券研究

图表6: 亚马逊、当当及苏宁的网购业务毛利率

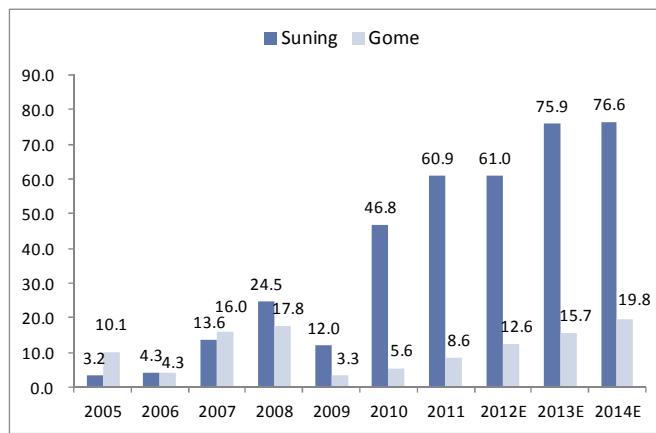


资料来源：公司数据、高盛研究预测、高华证券研究预测

### 调高公司 SG&A 水平

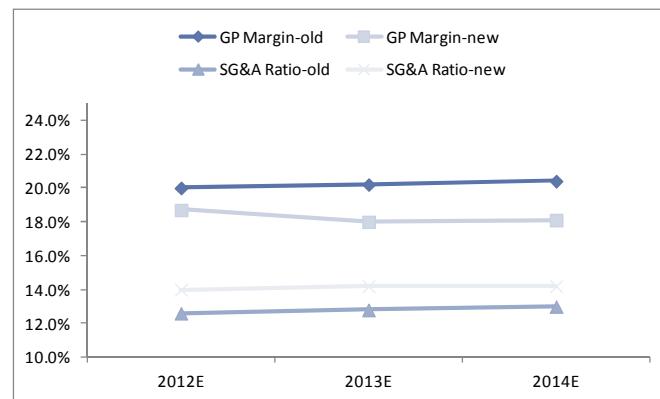
考虑到线下实体门店人工、租金成本的上涨，以及关店所带来的一次性费用，加上公司网购业务快速发展所带来的较高资本开支和较大的广告宣传、促销费用等，我们调高了对公司 SG&A 水平的预测。

图表7: 苏宁、国美资本性开支 (亿元)



资料来源：公司数据、高华证券研究预测

图表8: 苏宁调整前后毛利率和 SG&amp;A 费率水平



资料来源：公司数据、高华证券研究预测

图表 9: 苏宁电器盈利预测调整明细表

苏宁财务总览 (人民币百万)	2010	2011A	New	2012E		New	2013E		New	2014E	
				Old	chg%		Old	chg%		Old	chg%
主营业务收入	74,227	92,465	109,117	112,426	-2.9%	137,569	140,315	-2.0%	171,032	167,651	2.0%
主营业务成本	-61,916	-75,856	-90,244	-91,507	-1.4%	-114,508	-113,949	0.5%	-141,954	-135,926	4.4%
主营业务毛利额	12,312	16,610	18,873	19,388	-2.7%	23,061	24,320	-5.2%	29,078	29,283	-0.7%
其他经营性收入	1,277	1,423	1,493	1,532	-2.5%	1,679	2,046	-17.9%	1,924	2,442	-21.2%
营业成本	-8,403	-11,895	-15,558	-14,194	9.6%	-19,898	-17,975	10.7%	-24,673	-21,807	13.1%
营业利润	5,061	5,889	4,659	6,725	-30.7%	4,674	8,391	-44.3%	6,137	9,918	-38.1%
净利润收入(成本)	361	403	247	560	-56.0%	274	527	-48.0%	-2	510	-100.3%
税前收入	5,402	6,473	4,935	7,311	-32.5%	4,977	8,944	-44.4%	6,164	10,454	-41.0%
所得税	-1,297	-1,587	-1,234	-1,755	-29.7%	-1,195	-2,147	-44.4%	-1,479	-2,509	-41.0%
少数股东权益前利润	4,106	4,886	3,701	5,557	-33.4%	3,783	6,797	-44.4%	4,685	7,945	-41.0%
净利润-公告	4,012	4,821	3,846	5,482	-29.8%	4,030	6,706	-39.9%	4,967	7,838	-36.6%
主营业务收入	30.1%	24.6%	18.0%	21.6%	-3.6ppt	26.1%	24.8%	1.3ppt	24.3%	19.5%	4.8ppt
主营业务成本	28.7%	22.5%	19.0%	20.6%	-1.7ppt	26.9%	24.5%	2.4ppt	24.0%	19.3%	4.7ppt
门店总数	1,342	1,724	2,074	2074	0.0%	2,424	2,424	0.0%	2,774	2,780	-0.2%
同店增长	16.0%	3.4%	-10.0%	-7.0%	-3.0ppt	3.0%	1.0%	2.0ppt	3.0%	3.0%	0.0ppt
毛利润	37.8%	34.9%	13.6%	16.7%	-3.1ppt	22.2%	25.4%	-3.2ppt	26.1%	20.4%	5.7ppt
其他经营性收入	1.1%	11.4%	4.9%	7.6%	-2.7ppt	12.5%	33.6%	-21.1ppt	14.6%	19.4%	-4.7ppt
33.1%	32.1%	13.7%	16.0%	-2.3ppt	21.5%	26.0%	-4.5ppt	25.4%	20.3%	5.1ppt	
销售+管理费用	30.6%	42.0%	30.9%	14.2%	16.6ppt	27.9%	26.6%	1.3ppt	24.0%	21.3%	2.7ppt
人员成本	38.0%	62.0%	28.5%	22.7%	5.9ppt	16.9%	24.7%	-7.7ppt	22.9%	19.5%	3.4ppt
租金成本	24.7%	38.5%	24.6%	23.7%	0.9ppt	22.5%	24.7%	-2.1ppt	16.5%	19.5%	-3.0ppt
营业利润	36.5%	16.4%	-20.9%	19.9%	-40.8ppt	0.3%	24.8%	-24.4ppt	31.3%	18.2%	13.1ppt
税前利润	37.6%	19.8%	-23.8%	12.9%	-36.7ppt	0.9%	22.3%	-21.5ppt	23.9%	16.9%	7.0ppt
净利润-公告	38.8%	20.2%	-20.2%	13.7%	-33.9ppt	4.8%	22.3%	-17.5ppt	23.2%	16.9%	6.4ppt
主营业务毛利润率	16.6%	18.0%	17.3%	18.6%	-1.3ppt	16.8%	18.8%	-2.0ppt	17.0%	18.9%	-1.9ppt
其它非营业利润率	1.7%	1.5%	1.4%	1.4%	0.0ppt	1.2%	1.5%	-0.2ppt	1.1%	1.5%	-0.3ppt
综合毛利率	18.3%	19.5%	18.7%	20.0%	-1.3ppt	18.0%	20.2%	-2.3ppt	18.1%	20.4%	-2.3ppt
销售管理费占比	11.0%	12.6%	14.0%	12.6%	1.4ppt	14.2%	12.8%	1.4ppt	14.2%	13.0%	1.2ppt
人员成本比率	3.0%	4.0%	4.7%	3.9%	0.8ppt	4.7%	3.9%	0.8ppt	5.1%	3.9%	1.1ppt
租金成本比率	3.5%	4.1%	4.6%	3.9%	0.7ppt	4.9%	3.9%	0.9ppt	4.9%	3.9%	1.0ppt
营业利润率	6.8%	6.4%	4.3%	6.1%	-1.8ppt	3.4%	6.1%	-2.7ppt	3.6%	6.0%	-2.4ppt
税前利润率	7.3%	7.0%	4.5%	6.6%	-2.1ppt	3.6%	6.5%	-2.9ppt	3.6%	6.3%	-2.7ppt
净利润率	5.4%	5.2%	3.5%	4.9%	-1.4ppt	2.9%	4.9%	-1.9ppt	2.9%	4.7%	-1.8ppt

资料来源：公司数据、高华证券研究预测

## 采用分部估值法，下调公司评级至中性

考虑到公司网购业务收入的快速增长，以及网购业务目前处于亏损状态，这不利于我们看清公司线下实体门店业务的真实盈利状况，因此我们采用分部估值法对其估值。

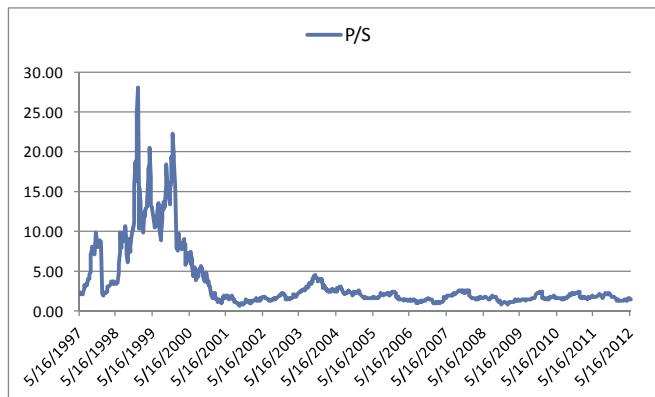
### 线上网购业务：市值/毛利额 (P/GP) 倍数法

我们选择亚马逊和当当网作为网购可比公司，因为亚马逊是全球最大的上市网购公司，而当当网是中国最大的上市网购公司（因麦考林和唯品会规模太小，且唯品会上市时间太短，我们没有将其列入可比名单）。市场观点认为对并不盈利的网购业务采用市值/销售额 (P/S) 倍数估值较为合理，但考虑到中国网购公司与亚马逊毛利率的巨大差异，如下列图示，当当网与亚马逊的 P/GP 估值差异较 P/S 估值差异更小，我们认为采用市值/毛利额 (P/GP) 估值法更为科学。

### 亚马逊的 P/S

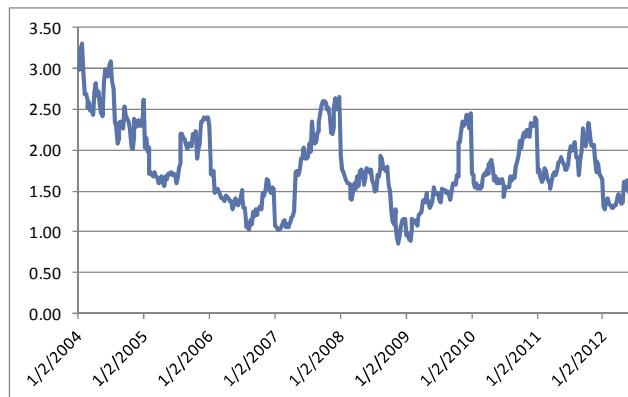
如下图所示，亚马逊上市至今，P/S (sales 为当年值) 最大值、中值、最小值分别为 28.1、1.9、0.7 倍，如果考虑亚马逊自 2004 年后盈利能力开始趋于稳定，2004 年至今亚马逊 P/S 倍数 1.0-2.5 倍之间，2012 年年初至今的 P/S 倍数均值为 1.4 倍。

图表 10: 亚马逊 1997 年至今的 P/S 估值倍数



资料来源: 彭博、高华证券研究

图表 11: 亚马逊 2004 年至今 P/S 估值倍数

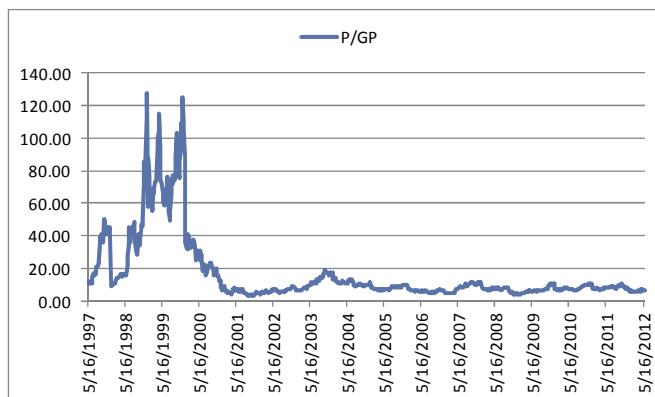


资料来源: 彭博、高华证券研究

### 亚马逊的 P/GP

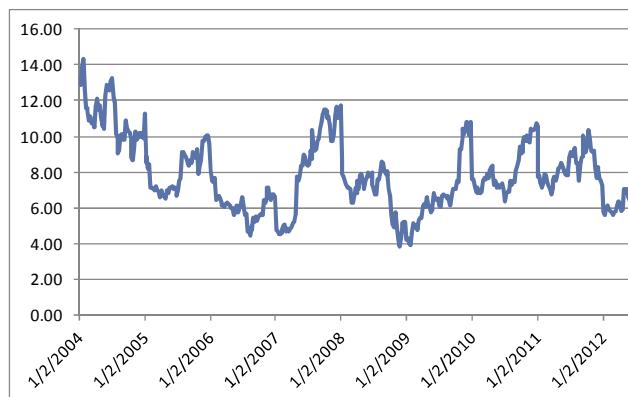
从 P/GP 角度看, 亚马逊上市至今, P/GP (Gross Profit 为当年值) 最大值、中值、最小值分别为 128.1、8.4、2.8 倍, 如果考虑亚马逊自 2004 年后盈利能力开始趋于稳定, 2004 年至今亚马逊 P/GP 倍数 4.0-10.0 倍之间, 其中 2012 年年初至今的 P/GP 倍数均值为 6.13 倍。

图表 12: 亚马逊 1997 年至今的 P/GP 估值倍数



资料来源: 彭博、高华证券研究

图表 13: 亚马逊 2004 年至今的 P/GP 估值倍数

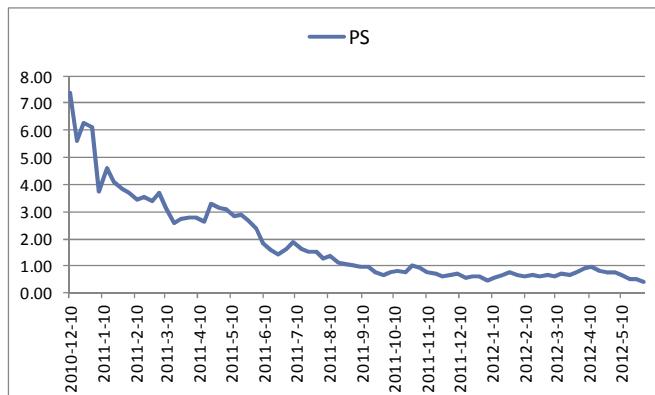


资料来源: 彭博、高华证券研究

### 当当网的 P/S 和 P/GP

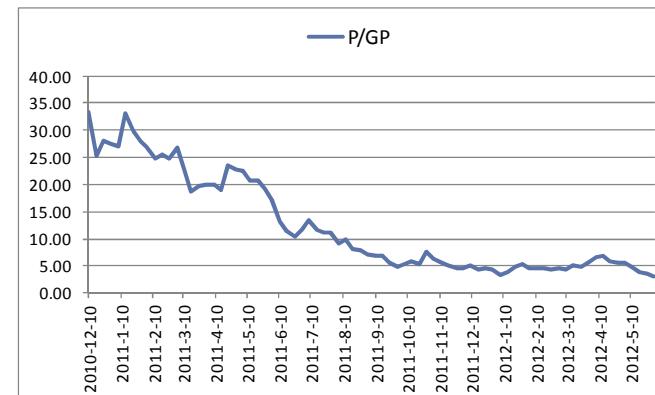
当当网上市至今, P/S (sales 为当年值) 最大值、中值、最小值分别为 7.4、1.0、0.4 倍, 其中 2012 年年初至今 P/S 倍数均值为 0.7 倍。P/GP (Gross Profit 为当年值) 最大值、中值、最小值分别为 33.3、7.4、3.1 倍, 其中 2012 年年初至今的 P/GP 倍数均值为 4.8 倍。

图表 14: 当当网上市至今 P/S 估值倍数



资料来源: 彭博、高华证券研究

图表 15: 当当网上市至今 P/GP 估值倍数



资料来源: 彭博、高华证券研究

我们以当当网 2012 年年初至今 P/GP 倍数均值 4.8 倍为估值参照, 对公司的网购业务进行估值, 结果如下所示:

图表 16: 苏宁网购业务估值结果

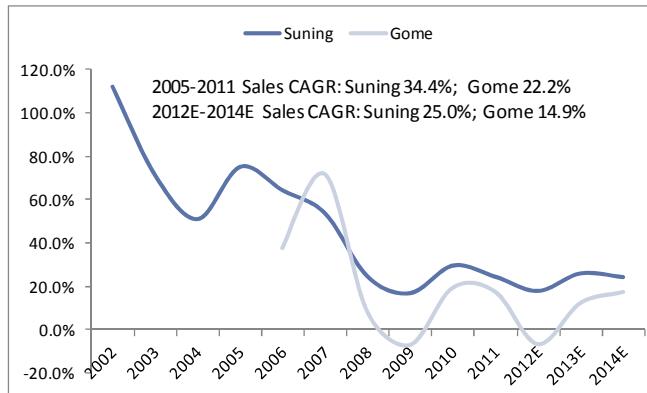
苏宁	2012E
网购销售额 ( 百万元 )	12820.51
网购毛利率%	6.00%
网购毛利额 ( 百万元 )	769.23
网购业务目标P/GP ( 倍 )	4.8
网购业务市值 ( 百万元 )	3692.31
网购业务对应P/S ( 倍 )	0.29

资料来源: 高华证券研究预测

### 线下实体门店业务: PEG 估值法

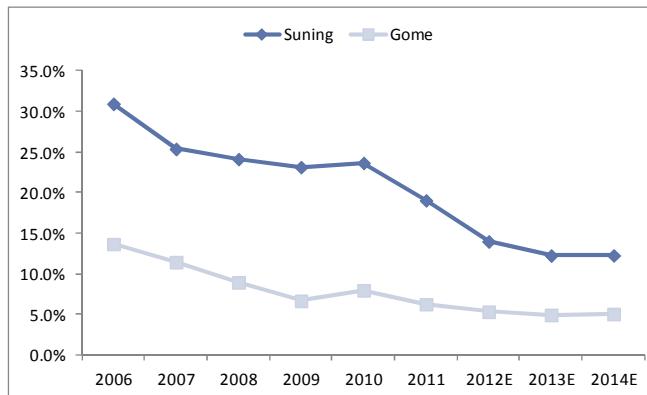
历史上, 苏宁电器的销售额和净利润增速, 以及 CROCI 水平均高于国美电器, 苏宁电器的估值水平大部分时间高于国美电器。因此, 对于线下实体门店业务, 我们采取 PEG 估值法。

图表 17: 苏宁电器 VS 国美电器销售额增速比较



资料来源：公司数据、高华证券研究

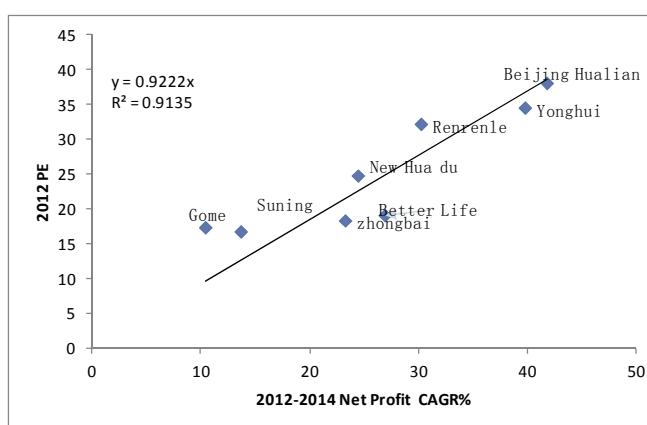
图表 19: 苏宁电器 VS 国美电器 CROCI 水平比较



资料来源：公司数据、高华证券研究

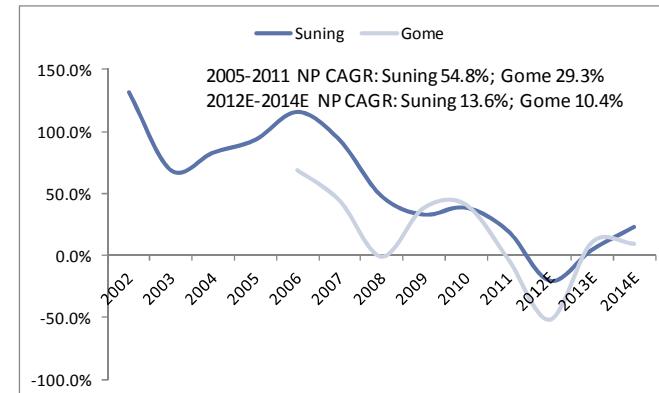
图表 21: 零售公司 2012 年预期市盈率与 2012-2014 年净利润 CAGR%

PEG 的 R 方值最高，估值法拟合度最好，我们选择 0.9 倍作为目标 PEG



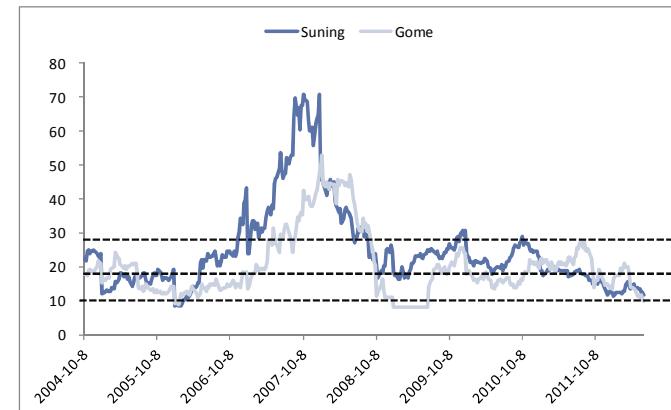
资料来源：公司数据、高华证券研究预测

图表 18: 苏宁电器 VS 国美电器净利润增速比较



资料来源：公司数据、高华证券研究

图表 20: 苏宁电器 VS 国美电器历史 PE 比较



资料来源：公司数据、高华证券研究

图表 22: 苏宁线下实体门店业务估值结果

苏宁	2012E
归属于母公司净利润 ( 百万元 )	3,846
其中网购业务净利润 ( 百万元 )	-512.82
网购业务归属于母公司净利润 ( 百万元 )	-307.69
实体门店净利润 ( 百万元 )	4153.82
实体门店净利润 2012 - 2014CAGR%	14.86%
目标PEG	0.9
实体线下业务 2012 年目标PE	13
线下业务市值 ( 百万元 )	55553.15

资料来源：高华证券研究预测

## 下调苏宁电器评级至中性

综上所述，我们对苏宁电器的目标价和评级如下表所示：

图表 23: 苏宁的目标价计算过程及评级结果

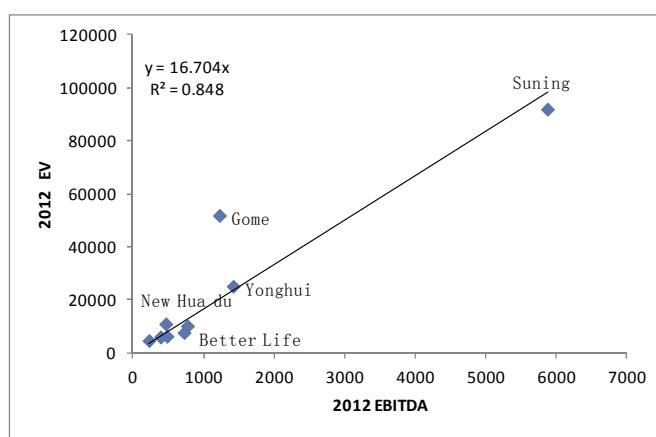
苏宁	2012E
网购销售额 ( 百万元 )	12820.51
网购毛利率%	6.00%
网购毛利额 ( 百万元 )	769.23
网购业务目标P/GP ( 倍 )	4.8
网购业务市值 ( 百万元 )	3692.31
网购业务对应P/S ( 倍 )	0.29
归属于母公司净利润 ( 百万元 )	3,846
其中网购业务净利润 ( 百万元 )	-512.82
网购业务归属于母公司净利润 ( 百万元 )	-307.69
实体门店净利润 ( 百万元 )	4153.82
实体门店净利润2012 - 2014CAGR%	14.86%
目标PEG	0.9
实体线下业务2012年目标PE	13
线下业务市值 ( 百万元 )	55553.15
总市值 ( 百万元 )	59245.45
股份数 ( 百万股 )	7,383
目标价 ( 元 )	8.02
评级	中性

资料来源：高华证券研究预测

## 运用 EV/EBITDA 和 DC 法交叉验证

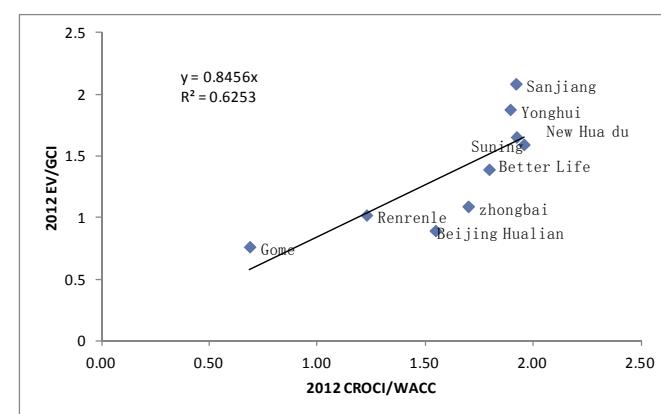
我们还使用 EV/EBITDA 和 DC 估值法对研究范围内的公司的估值进行了交叉验证，结果与我们分部估值法的结果接近。

图表 24: 我们覆盖公司的 2012 年 EV/EBITDA 倍数  
国美在回归线上方，苏宁接近于回归线



资料来源：高华证券研究

图表 25: 我们覆盖公司的 2012 EV/GCI 与 CROCI/WACC 倍数  
国美在回归线上方，苏宁在回归线附近



资料来源：高华证券研究

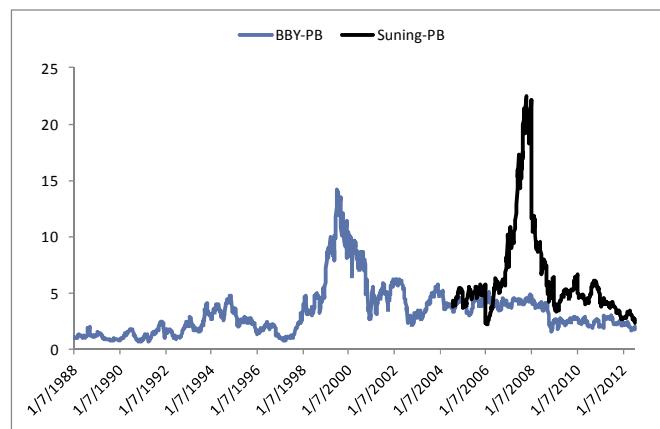
## 国际公司估值比较

图表 26: 国际可比公司估值表

公司	股票代码	货币单位	现价	评级	目标价	市值	市盈率		EV/EBITDA		市净率		PS		ROE		CROCI		
							2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E		
百思买	BBY	美元	18.76	中性	23.00	6,377	5	5	5	2.7	2.6	1.6	1.5	0.1	0.1	27.0%	24.6%	25.0%	22.0%
Radio Shack	RSH	美元	3.67	中性	5.00	365	25	25	25	17.3	3.0	0.5	0.5	0.1	0.1	2.0%	2.1%	6.9%	6.9%
山田电机	9831.T	日元	3845.00	中性	4800.00	371,615	7	7	7	10.7	3.4	0.7	0.6	0.2	0.2	9.5%	8.8%	6.5%	7.0%
K's Holdings	8282.T	日元	2393.00	买入	3000.00	146,037	6	6	6	11.6	5.2	0.8	0.7	0.2	0.2	13.1%	12.1%	5.8%	5.5%
苏宁电器	002024.SZ	人民币	7.30	中性	8.02	53,896	14	13	11	14.7	5.0	1.8	1.6	0.5	0.4	12.3%	11.6%	14.0%	12.3%
国美电器	0493.HK	港元	0.85	中性	0.80	14,344	22	18	12	NA	11.2	0.7	0.7	0.2	0.2	3.1%	3.8%	4.5%	4.3%

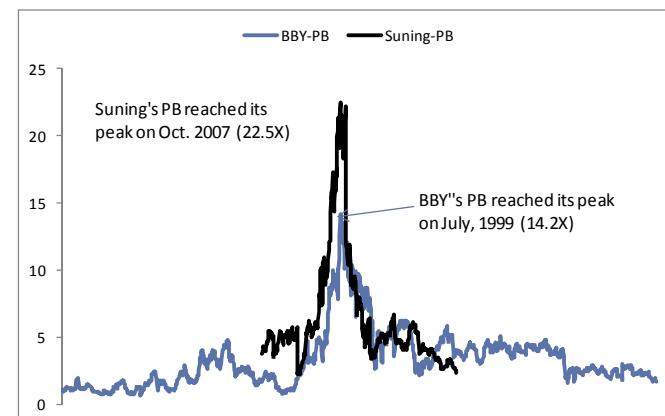
资料来源: Datastream、高盛研究预测、高华证券研究预测 (股价收盘价为 2012 年 7 月 19 日)

图表 27: 百思买和苏宁的历史 PB 走势图



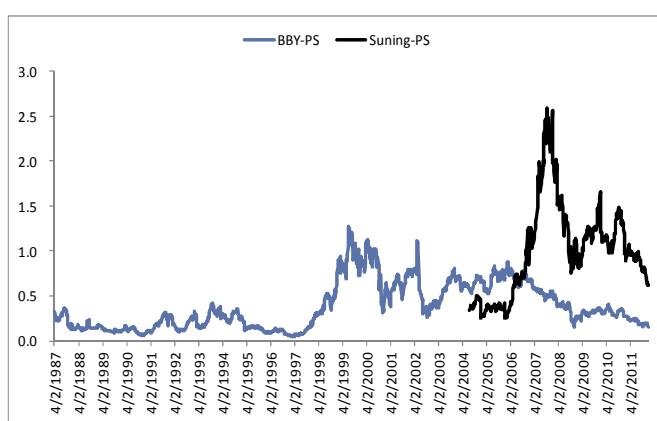
资料来源: Datastream、高华证券研究

图表 28: 如果我们将百思买和苏宁的 PB 走势图在峰值进行叠加对比, 我们看到苏宁的 PB 走势与百思买非常相似



资料来源: Datastream、高华证券研究

图表 29: 百思买和苏宁的历史 PS 走势图



资料来源: Datastream、高华证券研究

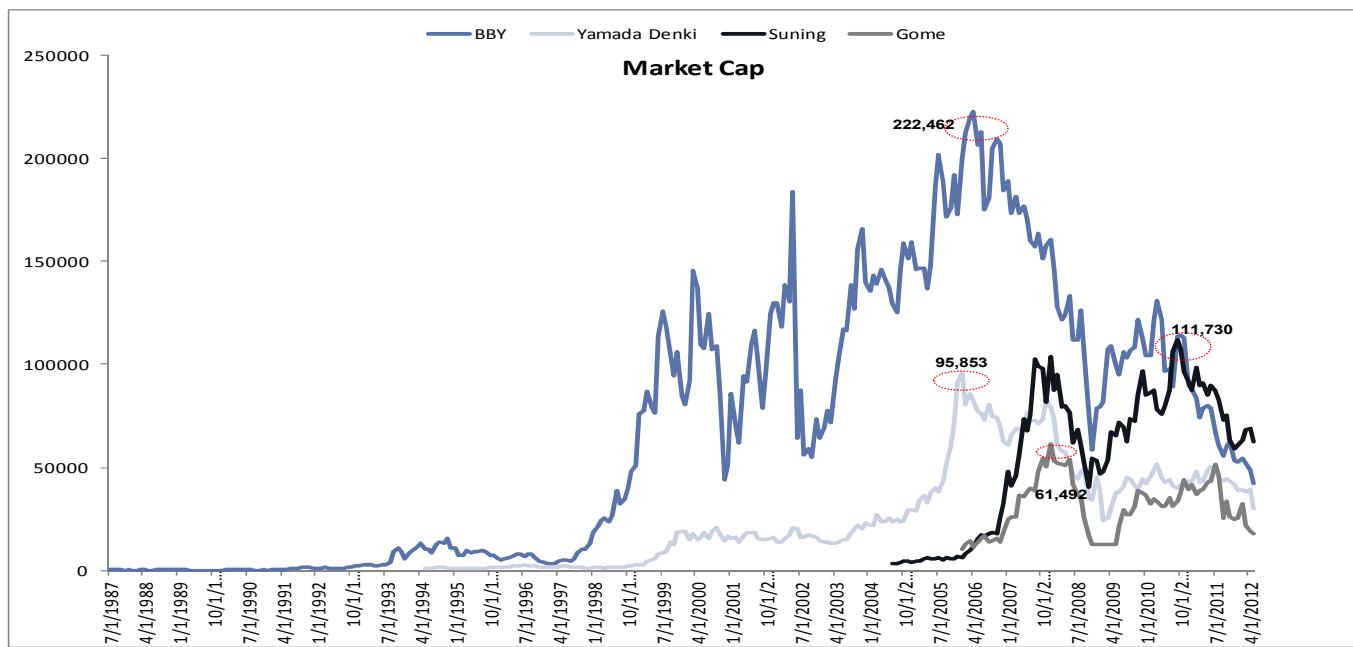
图表 30: 如果我们将百思买和苏宁的 PS 走势图在峰值进行叠加对比, 我们看到苏宁的 PS 走势与百思买非常相似



资料来源: Datastream、高华证券研究

图表 31: 美国百思买、日本山田电机、苏宁电器、国美电器市值走势图比较 (单位: 百万元人民币)

百思买和山田电机市值最高峰分别达到人民币 2225 亿元和 959 亿元。



资料来源: 彭博、高华证券研究

图表 32: 苏宁电器股价表现与同业比较 (截止 2012 年 7 月 19 日收盘价)

公司名称	股票代码	主要分析师	计价货币	股价 07/19/12	股价表现 12/16/10以来	股价表现 3个月	股价表现 6个月	股价表现 12个月
<b>亚太消费品行业</b>								
<b>苏宁电器</b>	<b>002024.SZ</b>	<b>卢家骅</b>	<b>Rmb</b>	<b>7.30</b>	<b>-48.2%</b>	<b>-32.7%</b>	<b>-16.6%</b>	<b>-44.7%</b>
361度	1361.HK	李彦颖, CFA	HK\$	1.83	-70.0%	-20.1%	-38.2%	-55.9%
Aijsen China Holdings	0538.HK	Roxen Hsu	HK\$	5.45	-56.4%	-44.9%	-42.1%	-68.8%
Amorepacific	090430.KS	Investment Research	W	1,079,000.00	-7.9%	-0.3%	6.0%	-9.4%
皖新传媒	601801.SS	廖结发, CFA	Rmb	11.36	-28.2%	-3.8%	14.5%	-19.0%
安踏体育	2020.HK	李彦颖, CFA	HK\$	4.18	-67.9%	-46.8%	-50.8%	-66.1%
Astra Agro Lestari	AALI.JK	Patrick Tiah, CFA	Rp	23,450.00	-2.5%	1.5%	6.6%	2.9%
百旅股份	600258.SS	廖结发, CFA	Rmb	13.25	-47.0%	-4.3%	14.2%	-25.2%
光线传媒	300251.SZ	廖结发, CFA	Rmb	22.20	NA	-22.1%	5.3%	NA
歌华有线	600037.SS	廖结发, CFA	Rmb	7.39	-45.9%	-11.0%	-7.4%	-31.1%
华联综超	600361.SS	胡维波	Rmb	5.57	NA	-14.3%	-0.2%	NA
华录百纳	300291.SZ	廖结发, CFA	Rmb	50.90	NA	-8.6%	NA	NA
湘鄂情	002306.SZ	廖结发, CFA	Rmb	11.74	-12.7%	19.9%	56.3%	19.2%
百丽国际	1880.HK	李彦颖, CFA	HK\$	13.74	5.7%	-8.2%	10.8%	-15.8%
百视通	600637.SS	廖结发, CFA	Rmb	13.63	62.6%	-17.9%	23.3%	1.0%
步步高	002251.SZ	胡维波	Rmb	24.62	-7.4%	3.9%	16.0%	-0.2%
蓝色光标	300058.SZ	廖结发, CFA	Rmb	19.20	49.2%	26.9%	67.8%	64.1%
波司登	3998.HK	李彦颖, CFA	HK\$	1.91	-44.3%	-14.3%	-20.4%	-15.1%
中国粮油控股	0606.HK	赖平治	HK\$	3.90	-55.2%	-30.4%	-37.7%	-54.8%
中青旅	600118.SS	廖结发, CFA	Rmb	18.83	22.2%	7.2%	32.0%	36.4%
中国动向	3818.HK	李彦颖, CFA	HK\$	0.69	-79.5%	-31.0%	-51.4%	-60.3%
中国食品	0506.HK	邓力	HK\$	7.67	47.8%	-5.2%	25.5%	23.3%
中国国旅	601888.SS	廖结发, CFA	Rmb	30.18	-14.0%	5.6%	23.6%	16.2%
中南传媒	601098.SS	廖结发, CFA	Rmb	10.42	-13.7%	1.2%	20.9%	5.7%
中国雨润	1068.HK	邓力	HK\$	5.80	-78.0%	-42.5%	-54.7%	-73.4%
中文传媒	600373.SS	廖结发, CFA	Rmb	14.89	-15.7%	-13.5%	-0.9%	-7.6%
周大福	1929.HK	卢家骅	HK\$	9.21	NA	-22.3%	-37.7%	NA
CJ CheilJedang	097950.KS	Investment Research	W	288,000.00	37.5%	-9.6%	-2.7%	11.4%
Colgate Palmolive (India)	COLG.BE	Puneet Jain	Rs	1,167.80	38.1%	2.2%	20.8%	16.7%
Dabur India	DABU.BO	Aditya Soman	Rs	115.10	14.4%	2.1%	19.0%	3.2%
达芙妮	0210.HK	李彦颖, CFA	HK\$	6.67	-17.7%	-38.4%	-28.7%	-21.4%
峨眉山A	000888.SZ	廖结发, CFA	Rmb	22.67	21.5%	16.0%	43.0%	17.3%
思捷环球	0330.HK	卢家骅	HK\$	9.10	-76.0%	-45.1%	-18.8%	-57.4%
远东百货	2903.TW	Roxan Hsu	NT\$	29.20	-34.6%	-12.4%	-24.0%	-49.0%
新华都	002264.SZ	胡维波	Rmb	6.65	-13.5%	-6.8%	-0.2%	-18.7%
Golden Agri-Resources Ltd.	GAGR.SI	Patrick Tiah, CFA	SS	0.77	0.7%	1.3%	6.2%	10.0%
金鹰商贸集团	3208.HK	卢家骅	HK\$	15.34	-30.6%	-22.0%	-11.8%	-18.6%
国美电器	0493.HK	卢家骅	HK\$	0.85	-70.2%	-46.5%	-58.1%	-75.1%
Gourmet Master	2723.TW	Roxan Hsu	NT\$	227.50	-30.7%	3.6%	19.4%	4.1%
纷美包装	0468.HK	邓力	HK\$	3.77	-28.3%	-17.3%	39.1%	-13.1%
首广股份	002400.SZ	廖结发, CFA	Rmb	19.98	-9.4%	12.4%	40.4%	25.5%
奥飞动漫	002292.SZ	廖结发, CFA	Rmb	22.53	-2.6%	-4.1%	-7.7%	10.5%
桂林旅游	000978.SZ	廖结发, CFA	Rmb	7.65	-48.3%	-14.7%	2.7%	-33.8%
恒安国际	1044.HK	邓力	HK\$	75.85	12.9%	-8.2%	6.3%	11.3%
Hindustan Unilever	HLL.BO	Puneet Jain	Rs	446.40	51.6%	4.6%	14.0%	34.9%
黄山旅游	600054.SS	廖结发, CFA	Rmb	14.54	-23.2%	-11.3%	-0.8%	-15.7%
华谊兄弟	300027.SZ	廖结发, CFA	Rmb	15.90	-13.7%	8.7%	19.4%	3.2%
Indofood Agri Resources	IFAR.SI	Patrick Tiah, CFA	SS	1.46	-46.3%	-1.7%	4.3%	-6.1%
银泰百货	1833.HK	卢家骅	HK\$	7.65	-31.3%	-21.5%	-17.7%	-40.8%
IOI Corporation	IOIB.KL	Patrick Tiah, CFA	RM	5.38	-7.2%	0.4%	-0.2%	3.7%
ITC	ITC.BO	Puneet Jain	Rs	254.10	51.3%	3.9%	21.7%	24.7%
凤凰传媒	601928.SS	廖结发, CFA	Rmb	9.26	NA	4.8%	15.2%	NA
KT&G	033780.KS	Investment Research	W	84,600.00	24.6%	6.4%	17.3%	25.9%
Kuala Lumpur Kepong	KLKK.KL	Patrick Tiah, CFA	RM	23.76	12.8%	-0.2%	-4.1%	12.3%
乐视网	300104.SZ	廖结发, CFA	Rmb	25.15	56.9%	24.0%	102.5%	103.3%
LG Household & Healthcare	051900.KS	Investment Research	W	613,000.00	57.2%	8.3%	21.6%	29.2%
利丰	0494.HK	卢家骅	HK\$	14.10	-34.9%	-16.7%	-16.6%	4.6%
李宁	2331.HK	李彦颖, CFA	HK\$	4.01	-81.1%	-49.2%	-40.3%	-57.0%
利福国际	1212.HK	卢家骅	HK\$	17.16	-16.1%	-9.8%	-8.7%	-28.9%
丽江旅游	002033.SZ	廖结发, CFA	Rmb	22.46	-16.3%	-0.8%	25.5%	-0.7%
茂业国际	0848.HK	卢家骅	HK\$	1.30	-64.5%	-27.8%	-32.3%	-63.0%
Marico	MRCO.BO	Aditya Soman	Rs	183.10	48.0%	3.4%	20.5%	14.0%
蒙牛乳业	2319.HK	邓力	HK\$	22.05	5.5%	-6.8%	6.3%	-20.1%
Nestle India	NEST.BO	Puneet Jain	Rs	4,490.10	25.9%	-8.6%	10.1%	2.1%
新世界百货	0825.HK	卢家骅	HK\$	4.43	-31.6%	-14.8%	-8.7%	-22.4%
Noble Group Limited	NOBG.SI	Patrick Tiah, CFA	SS	1.10	-47.1%	-13.8%	-9.9%	-39.0%
Olam International	OLAM.SI	Patrick Tiah, CFA	SS	1.86	-39.1%	-20.9%	-25.0%	-26.5%
Orion	001800.KS	Investment Research	W	878,000.00	133.2%	4.6%	44.9%	66.3%
百盛集团	3368.HK	卢家骅	HK\$	6.75	-46.3%	-22.7%	-33.3%	-36.6%
匹克	1968.HK	李彦颖, CFA	HK\$	1.17	-77.9%	-37.1%	-36.4%	-72.8%
统一超商	2912.TW	Roxan Hsu	NT\$	156.50	20.8%	0.9%	-3.4%	-15.6%
人人乐	002336.SZ	胡维波	Rmb	10.80	-58.1%	-21.3%	-24.3%	-45.5%
Ruentex Industries	2915.TW	Roxan Hsu	NT\$	51.20	-43.7%	-7.1%	-4.8%	-29.3%
新秀丽国际有限公司	1910.HK	卢家骅	HK\$	12.98	NA	-14.2%	3.8%	-8.6%
三江购物	601116.SS	胡维波	Rmb	10.15	NA	-6.9%	-1.2%	-29.1%
广电网络	600831.SS	廖结发, CFA	Rmb	7.62	-35.0%	-20.0%	-17.1%	-35.2%
锦江股份	600754.SS	廖结发, CFA	Rmb	15.43	-37.0%	-10.8%	-7.8%	-15.9%
美邦服饰	002269.SZ	李彦颖, CFA	Rmb	21.12	-39.5%	-9.0%	-4.4%	-34.0%
天威视讯	002238.SZ	廖结发, CFA	Rmb	14.10	-44.3%	-12.3%	2.4%	-27.0%
宋城股份	300144.SZ	廖结发, CFA	Rmb	15.22	-20.9%	0.3%	12.0%	5.6%
九兴控股	1836.HK	卢家骅	HK\$	18.60	19.7%	-14.5%	7.1%	-7.0%
高鑫零售	6808.HK	卢家骅	HK\$	8.64	NA	-16.0%	-13.3%	NA
苏宁电器	002054.SZ	卢家骅	Rmb	7.30	-48.2%	-32.7%	-16.6%	-44.7%
时代出版	600551.SS	廖结发, CFA	Rmb	10.66	-24.7%	-8.1%	-0.3%	-12.3%
康师傅控股	0322.HK	邓力	HK\$	19.50	0.2%	-8.0%	-17.4%	-19.4%
Titan Industries	TITN.BO	Puneet Jain	Rs	226.75	33.1%	-4.2%	24.4%	-2.8%
统一企业	0220.HK	邓力	HK\$	7.75	82.4%	27.7%	67.0%	57.2%
统一企业	1216.TW	Roxan Hsu	NT\$	48.80	21.4%	15.6%	7.0%	9.7%
中国旺旺	0151.HK	邓力	HK\$	9.78	48.6%	9.3%	26.2%	39.7%
Wilmar International	WLL.SI	Patrick Tiah, CFA	SS	3.62	30.2%	26.0%	29.7%	36.3%
武汉塑料	000665.SZ	廖结发, CFA	Rmb	12.79	-24.2%	-12.8%	14.0%	-2.8%
特步	1368.HK	李彦颖, CFA	HK\$	2.22	-61.0%	-38.0%	-3.9%	-47.5%
裕元集团	0551.HK	卢家骅	HK\$	24.50	-14.6%	-8.8%	-1.6%	-1.2%
华策影视	300133.SZ	廖结发, CFA	Rmb	14.34	-16.8%	4.8%	1.7%	12.0%
中百集团	000759.SZ	胡维波	Rmb	6.80	-48.5%	-29.1%	-18.3%	-44.8%
<b>深证A股指数</b>				<b>945</b>	<b>-33.0%</b>	<b>-5.4%</b>	<b>6.6%</b>	<b>-25.9%</b>

注: 股价为可获得的最新收盘价, 可能与表中所述的计价日期有所差异。  
本表显示的是绝对股价的波动而不是股东回报的变化, 当前表现不应也不能作为未来表现的参考。

资料来源: Qube、Factset

# 信息披露附录

## 申明

本人, 胡维波, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外, 本人薪金的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成, 以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化, 但标准方法如下:

**增长**是下一年预测与当前年度预测的综合比较, 如每股盈利、EBITDA 和收入等。 **回报**是各项资本回报指标一年预测的加总, 如 CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。 **估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算, 如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。 **波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

## Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库, 它可以用于对单一公司的深入分析, 或在不同行业和市场的公司之间进行比较。

## GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析: 现金投资的现金回报、行业地位和管理水平 (公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性)。

## 信息披露

### 相关的股票研究范围

胡维波: 香港/中国内地消费品行业。

香港/中国内地消费品行业: 361 度、安踏体育、华联综超、百丽国际、步步高、波司登、中国动向、周大福、达芙妮、思捷环球、新华都、金鹰商贸集团、国美电器、银泰百货、利丰、李宁、利福国际、茂业国际、新世界百货、百盛集团、匹克、人人乐、新秀丽国际有限公司、三江购物、美邦服饰、苏宁电器、特步、永辉超市、中百集团。

### 与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司 (“高盛高华”) 与北京高华证券有限责任公司 (“高华证券”) 投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露: 苏宁电器 (Rmb6.85)

### 公司评级、研究行业及评级和相关定义

**买入、中性、卖出:** 分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单; 但是, 在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

**潜在回报:** 代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

**研究行业及评级:** 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。 **具吸引力(A):** 未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。 **中性(N):** 未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。 **谨慎(C):** 未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

**暂无评级(NR):** 在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下, 投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。 **暂停评级(RS):** 由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标, 或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制, 我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效, 因此投资者不应依赖该等资料。 **暂停研究(CS):** 我们已经暂停对该公司的研究。 **没有研究(NC):** 我们没有对该公司进行研究。 **不存在或不适用(NA):** 此资料不存在或不适用。 **无意义(NM):** 此资料无意义, 因此不包括在报告内。

## 一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠目前已公开的信息, 但我们不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究, 但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外, 绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华是高华证券的关联机构, 从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论, 或在本报告中讨论交易策略, 其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件, 该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级, 此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员, 不包括股票分析师和信贷分析师, 将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸, 担任上述证券或衍生工具的交易对手, 或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区, 本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)寻求专家的意见, 包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现, 未来的回报也无法保证, 投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易, 包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易, 有很大的风险, 因此并不适合所有投资者。投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品, 例如, 期权差价结构产品, 其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2012 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意, 本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或(ii)再次分发。