

分析师: 张丽华

执业证书编号: S0050510120019

Tel: 010-59355982

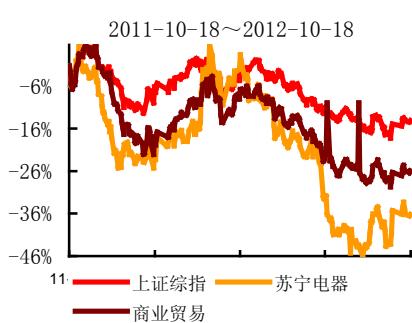
Email: zhanglh@chinans.com.cn

地址: 北京市金融大街 5 号新
盛大厦 7 层(100140)**商业贸易****投资评级**

本次评级:	增持
跟踪评级:	调低
目标价格:	7.8

市场数据

市价(元)	6.84
上市的流通 A 股(亿股)	54.42
总股本(亿股)	73.83
52 周股价最高最低(元)	5.57-11.36
上证指数/深证成指	2105.62/8641.18
2011 年股息率	0.00%

52 周相对市场表现**相关研究****苏宁电器(002024.SZ)****“旗舰店+互联网”新模式待市场检验****投资要点**

● **定义中国新零售模式:** 2012 年业绩交流会上, 苏宁提出将定位互联网时代的中国新零售模式, 该模式特点为多渠道融合、多产品经营、多服务对象的定制化解决方案、开放平台、全程价值链, 该模式竞争力优势在于收入优势及成本优势。公司将通过物流体系建设、产品拓展、IT 能力建设、增持服务等手段实现该零售模式。

● **近期工作总结:** 连锁门店方面, 截至 9 月底关闭约 130 家连锁门店, 减少损失年化 1.5 亿元, 降低费率 0.12 个百分点; 创新店面业态, 重点开发 EXPO 超级店、乐购仕生活广场, 提升了单店经营质量; 二、三级市场公司连锁发展进程加快, 新开门店占比相比上年同期均提高 8 个百分点。苏宁易购通过 E18 促销, 全网比价月等一系列宣传推广活动, 销售快速提升, 网站流量快速提升, 产品拓展方面已经全品类经营。

● **下阶段工作计划:** 建立线上线下融合的组织架构; 品类丰富及供应链优化; 连锁发展上将继续店面结构调整: 计划全年开店 260 家, 关店 150-180 家, 大力发展超级店、旗舰店、LAOX, 加强二级市场核心竞争力建设: 包括门店运营能力、物流配送能力、营销推广能力、内部管理能力等。

● **投资建议:** 公司提出清晰的发展战略, 未来将走旗舰店+互联网两条腿走路的盈利模式, 从短期, 未来 1-2 年内, 受物流基地建设、线上线下业务调整等因素影响, 公司业绩或难以有过于出色的表现, 但从长期看, 新的盈利模式有望打开了公司新的成长空间, 我们预测公司 2012 年每股收益为 0.49 元, 给予公司“增持”评级。

公司财务数据及预测

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	93888.58	101399.67	111539.63	124924.39
增长率(%)	24.34	8.00	10.00	12.00
归属于母公司的净利润(百万元)	4820.59	3603.39	3849.94	4179.91
增长率(%)	20.15	-25.25	6.84	8.57
毛利率(%)	18.94	19.00	19.05	19.10
净资产收益率(%)	21.59	13.90	12.98	12.39
EPS(元)	0.69	0.49	0.52	0.57
P/E(倍)	10.48	14	13	12
P/B(倍)	2.25	2	1.8	1.6

来源: 公司年报、民族证券

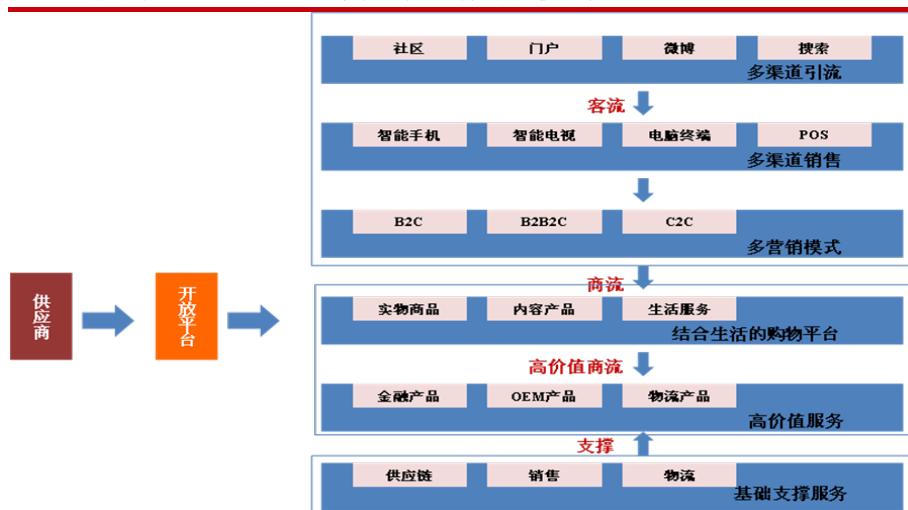
近期我们参加了苏宁电器2012年业绩交流会，并调研了公司部门门店。交流会上，公司高管阐述了公司的发展战略并对近期工作及下一阶段的工作计划作了介绍，会后又与投资者进行了沟通。具体情况如下：

公司发展战略

公司提出将定义互联网时代的中国新零售模式。

1、互联网时代的中国新零售模式。

图 1：苏宁定义的互联网时代的中国新零售模式



数据来源：公司资料，民族证券

苏宁新零售模式特点之一是多渠道融合，即利用多种渠道如门店、网站、手机、电视等通过各种技术手段提供完整的购物体验，将浏览产品、搜集资讯、性价比比较、产品体验、便捷支付、物流配送、售后服务等各个环节进行融合，满足消费者在不同场景下的需求。

苏宁新零售模式特点之二是多产品经营，公司将加速增加产品品类，实现“超电器化”的目标，打造一站式的综合生活服务平台。此前公司经营范围主要集中在电器、3C 领域，特点是重复购物率低，顾客黏性不够，公司经营二十年来虽然已有近 1 亿会员，但会员资源潜力没有有效挖掘。未来公司将致力于充分挖掘会员潜力，满足其娱乐、休闲需求，为其提供百货、图书、母婴、服装、化装品等商品及各种增值服务，针对不同定位，公司将开设超级店、乐购仕生活广场、苏宁电器广场、苏宁广场等连锁门店。

特点之三是多服务对象的定制化解决方案，服务对象包括中小企业、家庭及个人，针对客户群体不同的需求设计针对性地解决方案。

特点之四是开放平台。不仅要利用已有资源创造更多的商业价值，还要整合第三方专业领域能力，降低行业运营成本。

利用开放平台，将产业链各个环节在全社会范围内进行有效的再分工。（特别注意的是：对于专业垂直供应商公司实行零门槛政策）。

特点之五为全程价值链，即利用信息技术不断提升价值链的能力。坚持自主服务，致力于为消费者提供更好的保障、为供应商提供更多的服务，从而实现稳健的企业经营。

2、新零售模式的竞争力优势

新零售模式的竞争力优势—收入优势

通过提供更统一、专业的服务保障；使客户购物更加便利、体验更加多样化；为客户提供定制化解决方案，丰富功能、内容及运用等手段，以此提升消费者吸引力，拓展增值服务，打开了新的业务增长空间，有效扩充企业的收入来源。

新零售模式的竞争优势—成本优势（1）采购成本

供应链关系已有多年积累，其供应链运营专业化程度高，因此公司传统家电、3C 优势品类采购成本领先同行。同时公司将凭借较强的供应链理解能力通过并购、战略联盟等方式快速切入到新领域，使得新兴品类跨越式获得采购成本。

新零售模式的竞争优势—成本优势（2）物流成本

作业链方面：公司仓储作业高度共享，摊薄了每平方米的仓储费用率；

干线、配送集中配载，集约了配送费用；

门店快递点设置，节约最后一公里的快递费用；

自建物流方面：提前规划，土地获取及建设成本低；

注重物流技术运用，自动化、机械化标准复制，缩短建设周期

闲置资源利用：利用闲置资源为供应商提供物流服务，降低成本。

新零售模式的竞争优势—成本优势（2）管理成本、品牌成本

管理成本：信息化程度高；

资源高度共享；

跨区域经营的扁平化管理组织，充分发挥规模效应。

品牌成本：二十年的发展，企业品牌形象较好，认知程度较高；

多渠道、多产品运营模式，规模快速提升，有助于品牌推广促成本的节约。

苏宁新商业模式的实施路径

物流体系建设

物流体系建设—物流网络建设

未来将建成线上线下统一规则的供应链物流网络与计划管理、确保全网库存协同，实现服务，成本最优。

商品规划：确定商品铺货的仓储节点、数量；

铺货协同：根据普通层级以及供应商供应能力确定铺货执行策略，由供应商、苏宁物流完成铺货。

销售协同：根据销售覆盖范围以及采购铺货，按照 DC 优先级，采销模式、利润、送达时间等因素综合计算，确定一个最优资源。

物流体系建设—物流基础设施建设

公司的物流基地，2011 年为 11 个，2012 年将达到 16 个，2015 年达到 60 个（其中包括 8 个自动化小仓库）；经营面积将来 2011 年的 32 万平米发展到 2012 年的 72 万平方米，到 2015 年计划达到 336 万平米的目标，累计投入金额 2011 年为 14.4 亿，2012 年 35 亿，2015 年为 190 亿，吞吐量到 2015 年达到 6500 亿销售额，将物流中心打造成利润中心。

物流体系建设最终将体现在实效及成本上即实效上大大提高，而单位成本可大幅下降。

表 1：物流基地建设规划

	2011	2012	2015
已经投产物流基地（个）	8	16	60
其中：小件仓库（个）		1	8

面积 (万平米)	(大件库存平均 4 万平米, 小件仓库 12 万平米)	32	72	336
累计投入资金 (大件仓库 1.8 亿元, 小件仓库 5 亿元)		14.4	35	190
其中:	土地 (亿元)	2.4	6	34
	建筑 (亿元) (每平米 2200 元建设费)	10.4	25.4	136
	设备 (亿元)	1.6	3.5	20
折旧摊销	土地		土地 40-50 年摊销, 摊销率 2.0%-2.5%	
	建筑		房屋 20-40 年折旧, 折旧率 2.42%-4.85%	
	设备		设备 5 年折旧, 折旧率 19.4%	
折旧摊销合计	费用 7.8-11.3, 费率 0.315-0.45%			
人员费用	约 8.3 亿, 费用 0.33% (大件仓库 240 人, 小件仓库 1000 人; 大件工资 3050 元/月, 小件工资 3200 元/月)			

资料来源: 公司资料, 民族证券

物流体系建设—物流技术优势

仓储作业:

超大规模自动化存储, 拣选履约系统, 实现单库 100 万件日处理

条码、RFID 物联技术应用, 全流程条码管理, 商品实时管控。

智能仓库系统, 存储、拣选、包装多作业模式, 满足不同产品作业管理。

配送作业:

任务、资源统一调度计划, 自行排程, 实现干线、支线最后一公里多运输模式协调作业, 确保 2 小时精准配送。

GPS/GIS、智能收集实现运输全程可视监控。

事件调度实时异常监控, 快速应急处理。

物流体系建设—能力结果体现

在实效方面的目标是: 2012 年底达到电器类产品—150 个重点城市半日达, 300 个城市次日达; 百货类产品—30 个省会级城市半日达, 其它城市次日。成本大幅降低。

产品拓展:

品类目标是 2012 年底, 公司产品品类计划拓展至 150 个 SKU, 产品拓展策略主要是综合运用自主采购、开放平台、战略合作、并购等方式。

各品类产品拓展方式:

产品	电器 / 3C 产品	图书、日用品、母婴等标准化	百货、虚拟产品	黄金珠宝、住房、汽车	云服务产品
拓展方式	自主经营	自主运营、战略合作等	B2B2C 方式	C2C 方式	自主研发 自主运营

资料来源: 公司资料, 民族证券

线上线下融合—产品方面

品类趋同: 线上线下经营产品类别逐步趋同, 线上解决门店空间的不足的影响。实现门店目

录销售；

价格上实行区隔定价，综合竞争对手和苏宁操作的商品内容和定位，将商品分类进行区隔定价，有效保证竞争力和利润。

IT 能力建设

IT 能力建设—提升系统承载能力。

将分为三阶段发展，第一阶段支撑 1500 万 UV，第二阶段支撑 4000 万 UV，第三阶段支撑 1 亿 UV。

IT 能力建设—提升用户体验。

提供增值服务：包括物流增持服务能力、金融增持服务能力、IT 增持服务能力、客户定制化的增值服务，自主产品经营能力。

增持服务

物流增持服务能力，主要包括运输增持、仓储增持、代加工；金融增值服务，供应商方面包括供应链融资、小额信贷、企业支付、企业资金管理；个人客户方面包括第三方支付、消费金融；IT 增持服务能力，包括苏宁应用商店、整合互联网资源的云产品、开放平台；客户定制化的增值服务，包括私享家即以互联网传输、物联网感应和智能家电终端为一体提供智能家居服务；优立方即针对工厂、企业提供定制化服务，涵盖服务托管、内部管理解决方案、企业智能管理办公服务；自主产品运营能力包括提高定制报 ixao、OEM/ODM 产品能力，整合供应链资源。

近期工作总结—连锁发展

优化连锁店结构，注重经营质量提升

(1) 关闭无效、低效社区店，降低店面亏损，降低租赁费用率

截至 9 月底关闭约 130 家连锁门店，减少损失年化 1.5 亿元，降低费率 0.12 个百分点。

(2) 创新店面业态，重点开发 EXPO 超级店、乐购仕生活广场，提升了单店经营质量。

基于对消费者需求、对产品的研究，EXPO 超级店、乐购仕生活广场围绕消费类电子、家庭娱乐、家居生活、关联产品进行规划和品类拓展，满足消费者日益增长的丰富的需求，增加客户粘性以及销售机会，提升单店效益。

(3) 二、三级市场公司连锁发展进程加快，新开门店占比相比上年同期均提高 8 个百分点。

(4) 连锁网络布局的进一步完善将为电子商务空间扩展在树立品牌形象、物流服务、网络建设等方面提供支持。

近期工作总结—营销变革 (1)

以商品研究为核心，以供应链协同为导向，建立专业、高效的采购平台。

建立起产品拓展的组织架构并实质运作：协同各业务单元对新品类拓展的需要，增设图书、百货、日用品、虚拟产品、金融产品六个采购管理平台；3C 产品和规模提升：3C 品类销售占比提升至 38%，产品结构进一步优化，此外，产品毛利率提升较快，3C 运作水平显著提升。

近期工作总结—营销变革 (2)

自主营销取得一定突破：自主产品拓展至 7 个品类，产品型号数已超过 500 个。

定制报销、OEM 产品销售增长较快，预计 2012 年底，将达到占比 17%，能有效地提升公司毛利率水平。

近期工作总结—电子商务

2011 年期，苏宁易购以独立总部的形式运营，并按照独立的电子商务公司架构，形成完整的管理公司体系，有效地保障了苏宁易购运营、管理能力的快速提升。营销推广方面：E18 促销，全网比价月等一系列宣传推广活动，销售快速提升，苏宁易购的品牌知名度进一步提高。苏宁易购网站流量快速提升，网站排名 8 月底较 4 月底提升近 1000 名；产品拓展方面：公司产品线包括了电器、百货、生活日用品、图书、机票、酒店预订、水电煤气缴费、点卡销售、金融、保险等全品类。

下阶段工作计划

建立线上线下融合的组织架构：

实现统购分销、集中采购、分散业态运营，能够自愿集中共享，强化各业态运营能力；各个业务单元面向上游供应商的采购谈判、日常维护业务统一集中至采购总部；经营管理的职能进一步整合到各业务单元运营体系；形成统一采购、业务单元独立运营的组织管理模式。

品类丰富及供应链优化：

通过开放平台大量引进中小品牌供应商进入苏宁易购。开放平台实现了招商、合同、商品、开店、物流、财务、数据七个业务模块。

向供应商提供了供应链、物流、金融的全面服务。

通过并购与战略联盟快速丰富重点品类。

在母婴、服装、鞋类、化妆品、酒类、旅游、团购等品类与有优势的垂直电商建立战略联盟。建立系统直连，优化供应链，保持合理的库存周转率。

双方在各个环节紧密协同，重点在客户营销，商品搜索上深度合作。

连锁发展：

继续店面结构调整：计划全年开店 260 家，关店 150-180 家。大力发展战略性门店、旗舰店、LAOX。合理规划各类业态门店的 SKU，推动商品丰富，店面运营的转型升级加快战略门店开设进度，年度新开店 15 家；乐购仕循序发展，不断探索经营模式，盈利模式。

加强二级市场核心竞争力建设：门店运营能力、物流配送能力、营销推广能力、内部管理能力等。

物流网络的完善

到 2012 年底完成：

商品铺货：开放平台 3C 实现 55 个仓库覆盖全国；自采图书实现 3 个仓库覆盖全国；

紫菜百货、日用品实现 8 个仓库覆盖全国；商品实现 88 个仓库统一面向消费者实施最后一公里配送；

基础扩建

扩建 8 个大小仓库，仓储面积 3 万、5 万两个标准，复制南京操作模式；建立以南京为中心的 20 个城市自营干线运输体系；快递点 600 扩建到 1700 个全覆盖；

IT 建设：

系统基础建设：十月份形成日均 1 亿 UV 的系统支撑能力；

明年春节后新架构的整体上线；

研究能力建设：建立以红孩子 IT 团队为基础的北京研发中心；

年底前建立美国硅谷实验室；

用户体验建设：建立起以数据分析为导向的用户体验优化体系；

大幅度提升商品的搜索筛选功能；
逐步完善客户数据与商品数据的关联分析能力。

附：会议纪要

Q：线下业务调整情况？

A：1、一级市场开设 EXPO 超级店、乐购仕店销售（除 9.18 期间）整体销售情况不错，国庆期间销售规模均在 2 亿左右。店面的调整有助于扩大公司销售额。
2、二三级市场会推出新的举措，该市场家电空间大，处于成长通道，公司面临较大的市场机会，正在积极调整。总之，认为线下空间依然较大。

Q：EXPO 超级店、乐购仕生活广场店的基本情况？

A：EXPO 超级店面积在 8000 米-20000 米，既有租赁物业，又有自建物业，目前物业以租赁为主，现有门店主要是原来核心门店进行改造而成；出样方式以品牌出样为主导，加上一些关联性、多边形产品为辅；人员既包括苏宁的工作人员，又有供应商的工作人员。门店坪效较高，供应商投入力度较大，门店的毛利率较高。每个门店苏宁电器的工作人员基本在 100-150 人左右。
超级店租赁费用低于公司平均水平，装修费由每年装一次改为 3-5 年装一次，可有效节约资源，所处位置基本处于核心商圈，客流有保障。
2、LAOX 已经开出四家，近期计划开设 3 家，其中天津 1 家，北京 1-2 家，上海 1-2 家。按品类出洋，以 3C、生活电器为主导的门店，以苏宁的销售人员为主导，同时有部分工厂的助销人员。既有传统的家电、3C 产品，还有定位年轻白领的药妆、钟表等产品。产出比还不错。

Q：苏宁销售的边界，未来 10 年的消费者定位，用户定义？

A：1、首先苏宁易购打造的是综合的一站式的服务平台，期望能够满足所有消费者的消费需求。未来在哪些领域苏宁易购将提供最为专业的服务是公司须探讨的问题。核心的商品上，走专业化道路，针对长尾走平台发展道路。即对于消费者需求量大、畅销的、公司擅长的商品，消费者在价格、服务、便捷性上比较敏感，公司将走专业化道路，对长尾产品消费者对价格、实效相对不敏感，公司将走平台化道路。

团购商品、金融产品、生活服务类产品、非电器产品上四季度将有大规模的扩展。

2、苏宁线下用户包括家庭用户、个人用户、中小微企业用户三类。针对家庭用户，苏宁并非简单的卖件商品，而是做私享家、优立方服务，为家庭用户提供整体解决方案、系统集成系统，最终实现差异化服务。对中小微企业用户，将针对客户办公设备、IT 管理、商品小额信贷方面需求针对性提供服务。

苏宁的产品线未来一二级市场主要有四类，3C 消费类电子产品、家装产品、生活家电家居产品、整体解决方案。围绕这些产品进行有效推广扩张，增加消费者粘性。

Q：三四线城市如何布局？

A：三四级市场做地区旗舰点。现有的传统家电产品继续做，另外 3C 产品也要做下去。中国目前有 3200 个的县、县级市，苏宁计划进入 2000-2500 个市场，单体店面积在 3000-4000 平米。未来公司这些区域加速布局。凭借二三线布点增加，公司配送能力将显著增加，有利于线上产品销售、节约物流成本、提高服务水平。

Q：线下调整是短期行为还是长期战略？未来在不同市场不同品类的占比规划？

A：门店调整是一个长久的安排，未来一线城市主要发展超级店，社区店在一线城市占比低。
目前 3C 产品占比 30%，在一二级市场占比较高，未来可能占到 60-70%。3C 对公司毛利率提高贡献较高。

Q：3C 产品面临网络购物的冲击，未来线下销售规模、增速？

A：

1、网络购物低价策略、价格战不会一致持续下去。消费品对价格的敏感度，一定是线上最重要的因素之一，但比重会下降，当行业进入良性阶段，线上、线下价格将趋同。未来公司对最畅销的产品将实施整合效应，长尾商品采取聚合效应。不认为线上销售对线下 3C 销售构成巨大冲击。线下走企业与服务之路，互联网有自身的弊端，未来价格趋同后，线下线上将有效融合。

2、市场空间很大，线下 9000 亿的空间，苏宁易购与苏宁连锁店更多的竞争来源于外部。公司的线上线下是资源共享的问题，并非简单的线上会挤占线下空间，苏宁易购成长的同时，线下也在成长。旗舰店+互联网，成本降低、物流共享，公司真正的优势会得以体现。公司将打造线上线下两条腿走路的发展格局。

目前公司的盈利模式，无论是美国还国内是前无古人的，效果未来 10 多个月，1 到 2 年内，效果会有所体现。

Q：苏宁战略作线上、线下，产品线较长，公司是否面临资源不足的问题？对组织架构的是否构成很大挑战？自建店耗资大，集团是否有能力提供持续的资金支持？

A：

一个企业只要有足够资源从零 10 亿很容易，从 10 亿做到 100 亿不会很容易，从 100 亿到 500 亿会面临一定挑战，500 亿之后，公司没有长远布局很难坐下去。公司目前做长远布局，就像公司在 2005 年开始做物流一样，必须提早实施。对于公司手机客户端占有必须作，因为公司未来打造的是网络营销的模式，公司 2020 年目标 3000 亿。这样的定位下，公司切入手机客户端是必须的。

对于技术专业化人才，公司也在不断的培养人才，作人才储备，以适应公司未来收入规模对人才的需求。目前重点考虑的是，如何用最短的时间做得更好。

目前公司员工 18 万规模，苏宁易购 4000 人员，不会对公司管理上构成较大冲击。

自建店一部分是苏宁电器自建，性价比较高，远高于市场租赁的成本，苏宁集团项目开发后，可为苏宁电器提供更多资源。

Q：乐购仕百货商品对公司门店业绩上的提升的贡献？

A：效率的改变需要从整个店面分析。公司原有门店，专区经营空间浪费，现在将浪费的空间有效利用，增加新的品类，增加了新的盈利点。百货商品对公司业绩贡献上，玩具、药妆销售、餐具销售情况比较好，但钟表、乐器销售一般。

Q：苏宁易购单月增速？平台销售占比？平台及直销对苏宁易购盈利能力的影响？

A：目前的增速在一个合理范围。对于苏宁易购而言，销售绝对值并不是最重要的。比较看重转换率、新老客户总量变化、产品结构变化，以及担架苏宁易购团队。苏宁易购从 800 人到 4000 人，员工由实体店、大学生、引进人才构成，如何与苏宁文化相融合，发挥人才的价值是需要考虑的事情。促销方面，公司 9 月份进行了适当的踩刹车，主要是 8 月促销后，公司认为未来电子商务的竞争点在采购、物流、客服方面，公司需要改善，优化各个购物环节。促销原定在 12 月，目前看促销日期会提前。

平台发展：苏宁易购不同于天猫，目前品牌制造商实行零门槛，不管大、小；代理商进入门槛比较高，目的发挥供应商的优势，缩短供应链。对畅销产品覆盖全国，长尾商品可能集中到几个供应商处。

销售占比并非公司现阶段关注点，目前做平台的出发点，衡量点时如何为客户提供最优质的服务，优化供应链。

现在对品牌供应商上免进入厂费、技术服务费、押金，易购靠经销差运营盈利。

在商品质量方面，主要是将对电器供应商筛选机制用到网上供应商筛选上，通过选择品牌商来保证产品质量。

Q：线下门店调整计划，什么时候能够到位？

A：整体转型，两条线并行发展。线下门店大概需要 3 年时间调整，2014 年-2015 年底，400 家店超级店基本调整完毕，乐购仕发展到 150 家。一二级市场旗舰店以现有的速度开店，并根据具体情况作出一定幅度的调整。

Q：苏宁易购的费用率？毛利率？

A：去年微利，2012 年受行业环境影响，有所亏损。希望公司能够做到行业亏损最小，当行业盈利时，苏宁易购是第一个可以实现盈利的公司。虽然盈利不是现阶段的关注点，但要求运营团队、采购团队要建立起盈利意识，将亏损降到最低。目前重点关注物流、营销、服务等。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人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，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。