

**百货零售**

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@china-invs.cn

**王府井**

**600859**

**推荐**

**全渠道转型前途光明，道路曲折**

近日，公司组织投资者交流会，就全渠道转型进行了阐述：公司“全渠道”转型的出发点在于消费者行为的变化，转型并非对传统模式的抛弃，而是改造传统模式-由纯联营逐步向深度联营、自营转变，吸收新的模式-PC端、移动端、电视端等，整合资源-整合线下门店、供应商、会员等资源，做到“凡是有顾客触点的地方就有王府井”。

**投资要点:**

- **零售业低景气度，1-9月公司收入增速优于行业，但业绩同比负增长:** ①宏观经济低速增长；②群众路线、民主生活会等新一轮反腐对中秋、国庆销售影响显著；③电商冲击日益显著；④自身因素：保持了较高的同店增速(>6%)和稳健的开店节奏，但次新门店亏损额超预期，信托理财收益结算与利息费用计提不同步。
- **全渠道转型:** 1、消费者行为转变倒逼转型：购物空间立体化、购物时间碎片化、传播更加社交化等；2、整合现有实体店、供应商、会员资源，吸收新的商业模式；3、对现有纯联营模式进行改造：1)向深度联营模式转变，对商品要管控到SKU、库存、价格，为提升线上线下体验奠定基础；2)扩大经销的方式：对一些受欢迎的重点产品、重点花色上尝试买断，提升盈利能力；3)开发自有品牌。4)增加购物中心比例，进入奥特莱斯业态。
- **全渠道转型时间规划:** 计划利用三年时间完成全渠道的转型，2013年准备期、2014年实施期，2015年到期。
- **全渠道转型进展:** 1)组建了132人的电商团队，成员通过猎头高标准招聘，涵盖各领域；2)搭建了电商平台：采用了成本虽高但满足公司整体战略需求的扩展性好、多接口的IBM WCS平台；3)春节前可完成全部门店的WIFI铺设，全面引入店内定位系统，手机认证门店通用；4)已有9家门店APP上线；5)与微信合作：将实现微信支付、会员转化。
- **坚定看好公司全渠道转型，建议把握波段性投资机会:** 公司转型突破了思想观念、人才团队和技术壁垒，具备成功的潜质。未来，市场对公司的关注点将聚焦在三个方面：1、对转型细节问题的思索、执行情况；2、线上业务流量、销售额数据以及深度联营、自营的推进和销售数据；3、整体业绩下滑是否会突破市场预期。鉴于HQ尚容关店和全渠道转型，下调业绩至2013-15年归属净利润增速为3.38%、-2.62%和4.86%，EPS分别为1.50、1.46和1.54元，给予2013年15倍PE，目标价22.5元，维持“推荐”评级。

**风险提示:** 1、线上业务流量、下载量、销售额不达预期；2、实体店业绩增长无法覆盖线上亏损

**主要财务指标**

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	18264	20350	23036	26400
收入同比(%)	9%	11%	13%	15%
归属母公司净利润	673	696	678	711
净利润同比(%)	16%	3%	-3%	5%
毛利率(%)	19.3%	19.8%	19.3%	19.4%
ROE(%)	11.4%	11.0%	10.2%	10.1%
每股收益(元)	1.45	1.50	1.46	1.54
P/E	11.89	11.50	11.81	11.26
P/B	1.35	1.27	1.20	1.14
EV/EBITDA	1	1	1	1

资料来源: 中投证券研究所

**6-12个月目标价:** 22.54元

当前股价: 17.30元

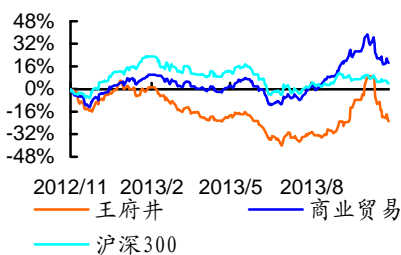
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2129.40
总股本(百万)	463
流通股本(百万)	418
流通市值(亿)	72
EPS	0.00
每股净资产(元)	13.25
资产负债率	55.9%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
王府井	-21.15%	9.42%	-6.03%
商业贸易	-6.51%	19.56%	17.43%
沪深300	-2.84%	2.63%	-7.49%



**相关报告**

《王府井: 战略转型—短期提升估值, 中长期提升业绩》2013-9-26

《王府井: 2013年中报点评—短期“增收不增利”不改龙头本色; 4季度业绩将好转》2013-9-2

《王府井: 2013年1季报点评-预收账款同比增长26%, 为后续销售奠定基础》

## 一、我们的观点：全渠道转型前途光明，道路曲折

作为拥有 58 年历史、享有新中国第一店美誉的王府井，无论在计划经济年代或市场经济大潮中，始终引领着我国百货业的发展。在宏观经济放缓、电商冲击、行业联营模式积弊深重、流通产业链条冗长、同质化严重的困境中，公司于 2013 年下半年正式提出酝酿已久的“全渠道”转型战略。

公司“全渠道”转型的出发点在于消费者行为的变化：时间碎片化、行为移动化、审美疲劳化、热点易散化、购物渠道立体化。公司“全渠道”转型并非对传统模式的抛弃，而是吸收、改造、整合。吸收新的模式：PC 端、移动端、电视端购物等；改造传统模式：由纯联营逐步向深度联营、自营（买断式经销、自有品牌等）转变，重新掌握商品的所有权、自主权，为提升线上线下体验奠定基础；整合：整合线下门店、供应商、会员等资源，融合线下业务体验性强、线上业务便捷高效的优点，做到“凡是有顾客触点的地方就有王府井”。

实体零售做线上业务需突破三方面的约束：思想观念、人才团队、技术壁垒。我们认为，思想观念上，公司对“全渠道”转型理解深入：以消费者行为变化为转型出发点，以重新掌握商品的所有权、自主权为基础，视转型为必由之路；人才团队上，公司通过猎头汇聚了社会各界电商精英；技术上，公司依托雄厚的资金实力采用了 SAP、IBM 的高效、开放的系统。三大约束的突破使王府井“全渠道”转型具备了成功的潜质，必将继续引领行业发展。

“全渠道”转型将是个渐近的过程，公司需在管理、运营的各层面统一思想，组织架构需要调整，传统部门与新业务部门需要磨合，系统需要不断调试与完善。公司计划利用三年时间完成全渠道的转型，2013 年准备期、2014 年实施期，2015 年到位期。

“全渠道”转型期，公司的业绩将面临严峻挑战。转型中长期有助于盈利能力的提升，但最快也要在 2016 年体现出来。2014-2015 年，公司仍将维持每年 2-3 家新门店的拓展速度并涉足大体量购物中心业态，组织架构调整和激励机制的落实也将增大费用压力。

未来，市场对公司“全渠道”转型的关注点将聚焦在三个方面：1、对转型可行性、细节问题的思索、执行情况；2、线上业务流量、销售额数据以及深度联营、自营（经销、自有品牌等）的推进情况和销售业绩；3、整体业绩下滑是否会突破市场预期。

我们对公司“全渠道”转型持乐观态度，但转型期业绩将严重承压。公司股价将随上述三个市场关注点的表现而出现变化，建议把握波段性机会。我们将保持密切跟踪。

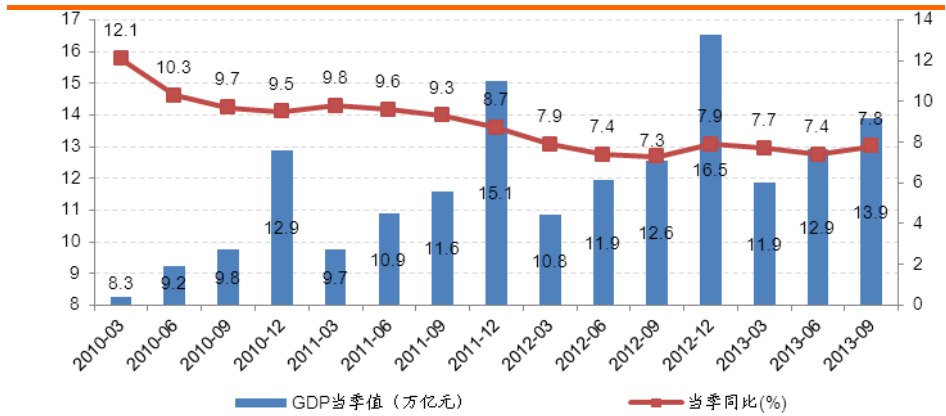
## 第二部分 交流会纪要

交流会高管团队：董事长刘冰；总经理东嘉生；董秘岳继鹏；财务负责人陈静；电商技术总监刘长鑫。

### 一、国内经济

1、宏观经济增速持续放缓

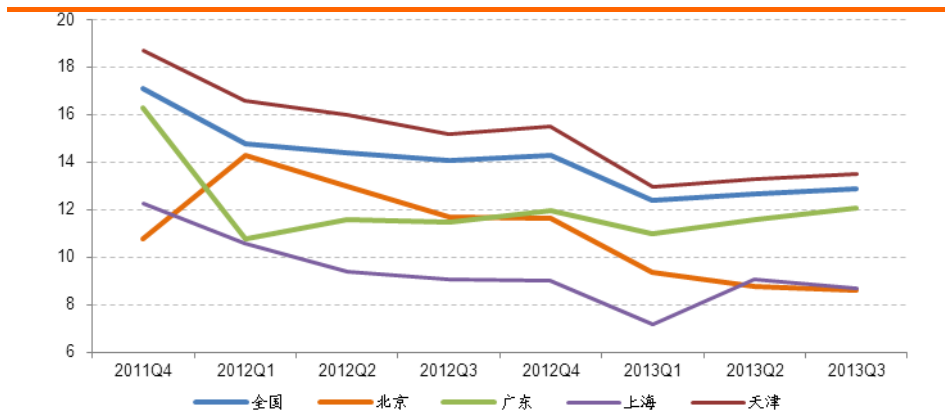
图 1 GDP 当季值及增速



资料来源：Wind，中投证券研究总部

2、北京社零额增速全国排末位

图 2 全国及北京、上海、广东、天津社会消费品零售总额累计增速 (%)



资料来源：Wind，中投证券研究总部

二、政策

9、10 月两个节日非常重要：中秋节、国庆节。而今年中央政策对这两个节日的影响非常大：

9 月：茅台降了 60%，烟酒这个品类降了 40%；其他高端品，如名表，受到了显著的影响。对代币卡（IC 卡）的销售影响很大，降了 60%。代币卡影响的是未来预期，因为是逐渐释放逐渐下降的。

交易次数的降幅和客单价的下降非常明显：过去几年，百货业的交易次数一直在下降，但客单价上升能弥补交易次数的下降。今年以来，交易次数和客单价同降，这说明消费者消费更理性、追求质优价廉。

三、抛开宏观经济、政策的影响，来自电子商务的影响越来越显现。

四、自身因素

1-9 月同店增长 6% 多，整体营业收入增速 9.93%，比行业平均水平略好；公司归属净利润同比增长 -4.62%。两大因素影响了公司 1-3 季度的利润：

1、新开门店超出预期的亏损 2012 年新开 4 家、今年 1 家；除西宁二店实现了当年开业当年盈利，但另外 4 家店（湛江、福州、抚顺、郑州）还是亏损的。租金、人工、广告等成本、费用上升，亏损额度超出了公司原来的预期。1-9 月 4 个店亏损 1 个多亿，超出公司下达的亏损指标了。

2、去年公司发了 22 亿元的公司债，1-9 月 8000 多万的财务成本。 信托产品的收益还没有完全体现出来。

## 五、 战略转型的问题:

### 1、一切思考的原点还是要回到客户身上，消费者行为的转变:

变化 1: 购物空间立体化。而传统百货原来只有线下一个渠道。

变化 2: 购物时间碎片化。节日占比越来越低，节日期间都出去了，靠节日来拉动销售已行不通。

变化 3: 传播更加社交化。很多广告也不看了，现在是自媒体时代。

变化 4: 购物移动化。

### 2、公司的转型：不是对传统的抛弃，更多的是吸收和整合。

王府井更多的是结合消费者行为的变化进行吸收与整合。商务的电子化，渠道的丰富和完善。坚信实体零售在未来的销售中仍占据重要的位置，人们的精神生活，社交、购物等是需要体验的。

如何打通线上线下渠道，与麦肯锡和 IBM 做过多轮研究、论证。麦肯锡：70% 的中国消费者愿意到线下购物，线上消费者中有 60% 愿意转化到线下，更多的人是愿意线上线下交叉购物的。今年前 3 季度北京社零额增长 8.6%，40% 多是线上贡献的。本次公司转型是站在消费者行为变化的基点上。

### 3、对现有的经营模式进行一系列的改造:

**首先:** 对现有的联营模式进行改变，从完全联营到自营和深度联营模式转变。

联营模式下因为放弃了对商品的所有权、把控权、自主权，所以搞线上体验很难。

深度联营要下到商品层面，对系统进行一系列的改造，商品要管到 SKU、库存、价格，这三者目前的联营没有触及到。如果对商品管控的基本功没做到，那无论是与微信的合作还是做其他形式的 O2O 都没有用。

#### **其次:** 扩大经销的方式

对一些受欢迎的重点产品、重点花色上尝试买断。从重点品牌、主力品牌开始。品牌商将店分为 A/B/C 三类店，A 类店可得最好、最新的商品，C 类店就是下水道。中国的零售商太弱小，集中度不够，跟供应链上游的品牌商没有议价能力。

王府井曾跟很多品牌商谈过，对方不让你采用经销：1) 不能因为一家零售商而打乱价格体系；2) 零售商不可能维护好品牌形象。

#### **第三:** 开发自有品牌

今年年底，第一个自有品牌会上线。有很大风险，从小到大、由简到繁开始尝试。这对毛利空间的提升、经营能力的提升。超市在基本品上开发了一些自有品牌，百货这方面尝试的不多，也都不成功。

塔博曼董事会来交流时，最关注的也是自有品牌，提示自有品牌风险极大。

做全渠道转型，基础一定要扎实。麦肯锡的两轮报告已出来，认为：百货业一定会存在，一、二线城市是购物中心形式存在；低线城市主题百货更流行，以购物中心的主力店形式存在。因此，王府井新开的百货店体量要更大，体验更丰富，购物中心化。

王府井正在建的4个购物中心：郑州、西安、佛山、福州的；预计还将开拓南昌购物中心市场。

#### **第四：公司要进入奥特莱斯业态**

中国的奥特莱斯业态有很大的发展空间，但不是所有的城市都适合发展奥特莱斯。现在打奥特莱斯旗号的很多，做的成功的不多。上海百联的青浦、赛特的奥莱、天津的佛罗伦萨是做的不错、非常有发展前景的。公司一直在关注这个业态，并希望以比较高的切入点进入。盖个奥莱的房子很简单，但招商、市场需求能不能支撑很重要。

反思：对购物功能过于看重，要消费者的体验、娱乐功能重视不够，所以明年会有2个大店进行改造。

#### **➤ 全渠道转型的时间规划**

计划利用三年时间完成全渠道的转型，2013年准备期、2014年实施期，2015年到位期。全渠道转型到位后实现：凡是有顾客触点的地方就有王府井，实体、线上、移动端、大数据等。

**组织变革问题：**围绕转型进行组织架构的变化，现在正在做方案。与此相对应的是**全员激励机制（薪酬体系+激励机制）的转变**，现在正在设计过程中，明年会是大的转型发展期。今年是准备期，明年是转型期。

### **六、关于全渠道的思考（技术总监刘长鑫）**

#### **1、王府井全渠道**

2013，全渠道元年。顾客的需求需要全渠道；顾客的体验需要全渠道；顾客的碎片时间需要全渠道；数字化的经营需要全渠道。

2011年王府井就成立了自己的网上公司，以独立运营的电商来运营公司。不是做B2C，而是围绕王府井的全渠道来做铺垫，是传承王府井，为全渠道建立完整的网上服务体系。

两个发展方向围绕两大目标：把实体的资源运用好，在销售上发挥作用。

网上团队的目标之一：把现有的实体店的客源，在其有购物意愿的时候，不至于丢失。之二：在互联网大的市场内，要寻求自己的突破。需要专业化的运营和专业化的目标。

#### **2、全渠道转型做了些什么？**

### **O2O 之线上:**

1) 搭建了自己的平台, 具备了引入门店网上销售的功能、线下会员的线上转化功能、全流程的功能、建立了面向互联网的引入、建立了集团的客户服务中心。

2) 组建了团队: 132 人, 覆盖电商各方面的团队都具备了。技术总监和另一位团队领导为王府井员工, 其他为从社会各界通过数十家猎头采用高标准招聘的。

3) 平台建设: 采用 SAP 的 ERP, 前台采用 IBM 的 WCS 平台, 任何一个互联网公司都不会这么选平台的, 但从全渠道的角度下选这个平台是对的, 其扩展力、灵活性好, 可用的接口多, 成本虽高却是公司整体战略所需要的。

实体零售做电商是比单纯的电商做系统要难一些, 因为要考虑线下的诸多因素。目前线上浏览量尚不便于公布, 还在培养期; 客单在 500 元以上。

### **O2O 之线下:**

1) 全部门店 WIFI 的覆盖正在紧锣密鼓的做, 预计春节前能全部完成。

2) 全面引入店内定位系统: 根据手机定位了解顾客的停留时间、路线, 合作方思科认为这在国内的应用还是非常

3) 全部门店 APP 上线, 目前已 9 家门店上线。

APP 大家对其期待较高, 一方面, 实现其线上功能; 另一方面, 实现购物功能。APP 的功能是不断丰富和完善的过程, 是动态承顾客和需求变化而不断丰富的。

4) 与微信的合作:

数字化顾客、数字化人的问题。实现微信支付: 要实现在实体店中的微信支付, 体验会有耳目一新的感觉。

5) 所有 WIFI 手机认证平台, 与安达通合作, 只在王府井某一个店论证一次, 所有门店通用。

### **3、线上线下同类商品的同价问题**

同价, 但允许各门店自己做促销。

### **4、是否会在天猫等平台上开店**

只要是能引流, 都会去考虑。

### **3、大数据和会员方面的思考**

数字化经营需要全渠道。

### **4、投入方面**

该做、必做的, 风险考虑不应是第一位。前期的投入不是凭空烧钱, 而是整合资源的过程, 几十家门店的资源、600 万的会员、1 万多的供应商, 这些都是要利用的资源。

## 5、物流和支付体系

做全渠道重要的是打造生态圈，用好现有的资源。公司全渠道转型计划采用第三方物流，自建物流体系成本太高。支付体系也相同，目前主要在规划、研发的是通过微信来进行线上线下的支付。

## 6、线上线下客户共享问题

目前，公司的 600 多万会员中，140 多万会员是活跃的，众多是睡眠状态的。公司目前将客户分为 5 级，未来会分的更细：根据会员的诉求、社交来分级，采用一系列的深度维护手段。具体技巧包括线上消费送线下体验券，线下消费送线上体验券等。

## 七、关于并购

选取并购对象的原则：

- 1) 企业是健康的，对公司的业绩是有提升的，市盈率是并购中考虑的非常重要的指标；
- 2) 重资产的，不是简单的租赁经营，能提升王府井自有物业比重；
- 3) 在区域布局上能弥补王府井欠缺的，如春天百货在贵州已有 7 家店。

## 第三部分 投资建议：跟踪 3 个关注点，把握波段机会

公司转型突破了思想观念、人才团队和技术壁垒，具备成功的潜质。鉴于 HQ 尚客关店和全渠道转型，下调业绩至 2013-15 年归属净利润为 6.96、6.96、7.25 亿元，增速分别为 3.38%、-2.62%和 4.86%，EPS 分别为 1.50、1.46 和 1.54 元，给予 2013 年 15 倍 PE，目标价 22.5 元，维持“推荐”评级。

未来，市场对公司“全渠道”转型的关注点将聚焦在三个方面：1、对转型可行性、细节问题的思索、执行情况；2、线上业务流量、销售额数据以及深度联营、自营（经销、自有品牌等）的推进情况和销售业绩；3、整体业绩下滑是否会突破市场预期。股价将随 3 个关注点的表现而波动，建议把握波段性机会。

## 第四部分 风险提示

- 1、线上业务流量、销售额处于起步阶段，未来存在低于预期的可能；APP 下载量、引流效果尚需验证；
- 2、深度联营、自有品牌均存在较大的库存风险，人工费用、广告宣传费用也将随之增加，预计这方面的转型需 2 年左右的培育才可对业绩产生积极的下面影响；
- 3、预计 2014 年宏观经济难现拐点、反腐将呈常态化，高端消费持续受影响；中端消费的崛起尚不足以对冲高端消费的下滑，公司实体店的业绩增长存在难以覆盖线上业务亏损的可能。

**附：财务预测表**

<b>资产负债表</b>				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	8254	11596	12927	14546
现金	6958	10351	11434	12768
应收账款	78	97	109	125
其它应收款	507	275	311	356
预付账款	312	408	537	664
存货	399	465	535	633
其他	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	6268	6158	6016	5916
长期投资	399	349	379	398
固定资产	2304	2241	2173	2089
无形资产	1215	1205	1195	1185
其他	2351	2363	2269	2244
<b>资产总计</b>	14523	17755	18944	20462
<b>流动负债</b>	6101	6776	7594	8716
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1779	2041	2342	2723
其他	4321	4735	5252	5992
<b>非流动负债</b>	2294	4479	4485	4466
长期借款	0	2180	2180	2180
其他	2294	2298	2304	2285
<b>负债合计</b>	8395	11255	12079	13181
少数股东权益	198	198	209	239
股本	463	463	463	463
资本公积	3273	3273	3273	3273
留存收益	2194	2566	2920	3306
归属母公司股东权益	5930	6302	6656	7041
<b>负债和股东权益</b>	14523	17755	18944	20462

<b>现金流量表</b>				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	1739	2072	2032	2395
净利润	672	696	689	741
折旧摊销	419	466	505	533
财务费用	112	132	175	205
投资损失	11	-70	-80	-85
营运资金变动	604	797	695	933
其它	-78	51	48	68
<b>投资活动现金流</b>	-2007	-431	-455	-536
资本支出	487	95	130	130
长期投资	-5	123	90	160
其他	-1524	-213	-235	-246
<b>筹资活动现金流</b>	2020	1753	-494	-525
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	2180	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	32	0	0	0
其他	1988	-427	-494	-525
<b>现金净增加额</b>	1753	3394	1083	1333

<b>利润表</b>				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	18264	20350	23036	26400
营业成本	14730	16329	18588	21276
营业税金及附加	194	216	242	282
营业费用	1768	2198	2493	2859
管理费用	543	611	696	869
财务费用	112	132	175	205
资产减值损失	0	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-11	70	80	85
<b>营业利润</b>	906	934	923	993
营业外收入	13	18	21	18
营业外支出	3	5	8	10
<b>利润总额</b>	917	947	936	1001
所得税	245	251	247	260
<b>净利润</b>	672	696	689	741
少数股东损益	-1	0	11	30
<b>归属母公司净利润</b>	673	696	678	711
<b>EBITDA</b>	1437	1532	1602	1731
<b>EPS (元)</b>	1.45	1.50	1.46	1.54

<b>主要财务比率</b>				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>成长能力</b>				
营业收入	9.0%	11.4%	13.2%	14.6%
营业利润	7.8%	3.1%	-1.2%	7.6%
归属于母公司净利润	15.6%	3.4%	-2.6%	4.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	19.3%	19.8%	19.3%	19.4%
净利率	3.7%	3.4%	2.9%	2.7%
ROE	11.4%	11.0%	10.2%	10.1%
ROIC	532.9	-82.6%	-42.2%	-28.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	57.8%	63.4%	63.8%	64.4%
净负债比率	0.00%	19.37%	18.05	16.54%
流动比率	1.35	1.71	1.70	1.67
速动比率	1.29	1.64	1.62	1.58
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.44	1.26	1.26	1.34
应收账款周转率	178	226	212	214
应付账款周转率	8.46	8.55	8.48	8.40
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.45	1.50	1.46	1.54
每股经营现金流(最新摊薄)	3.76	4.48	4.39	5.17
每股净资产(最新摊薄)	12.81	13.62	14.38	15.22
<b>估值比率</b>				
P/E	11.89	11.50	11.81	11.26
P/B	1.35	1.27	1.20	1.14
EV/EBITDA	1	1	1	1

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

报告日期	报告标题
2013-9-26	《王府井：战略转型—短期提升估值，中长期提升业绩》
2013-9-2	《王府井： 2013 年中报点评—短期“增收不增利”不改龙头本色； 4 季度业绩将好转》
2013-4-27	《王府井： 2013 年 1 季报点评-预收账款同比增长 26%，为后续销售奠定基础》

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

徐晓芳,中投证券百货零售、奢侈品分析师,中山大学岭南学院经济学硕士。重点覆盖公司:欧亚集团、步步高、大商股份、友好集团、银座股份、重庆百货、友阿股份、天虹商场、广州友谊、新华百货、南京中商、通程控股以及潮宏基、东方金钰、飞亚达 A、千足珍珠等。

## 免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,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。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434