

苏宁云商 (002024.SZ) 超市零售行业

评级: 增持 维持评级

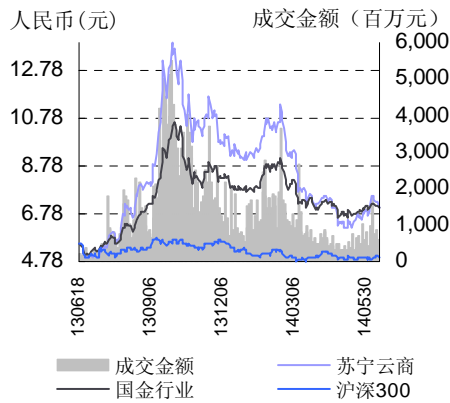
公司研究

市价(人民币): 7.08元
目标(人民币): 6.13-7.97元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	4,940.71
总市值(百万元)	52,271.95
年内股价最高最低(元)	13.99/4.94
沪深300指数	2160.24
中小板综指	6247.01



转型成败, 看门店资源之重构、提效

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.362	0.050	-0.040	0.009	0.056
每股净资产(元)	3.85	3.84	3.82	3.83	3.88
每股经营性现金流(元)	0.72	0.30	0.16	0.20	0.48
市盈率(倍)	18.35	179.33	N/A	N/A	115.06
行业优化市盈率(倍)	10.73	17.58	15.75	15.75	15.75
净利润增长率(%)	-44.49%	-86.11%	N/A	N/A	556.26%
净资产收益率(%)	9.40%	1.31%	-1.05%	0.22%	1.45%
总股本(百万股)	7,383.04	7,383.04	7,383.04	7,383.04	7,383.04

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **现状: 首季现亏, 支付经验性学费; 物流、在线投入, 构筑未来护城河:** 我们认为: 1. 作为拥有线下 1604 家门店、传统零售业市值第一的龙头公司, 苏宁云商遭遇电商冲击以及(主力产品)供应链上游集中度上升而无法依靠旧模式继续发展, **转型是必由之路**; 2. 公司转型方向正确, 短期遭遇营收利润双下滑并出现亏损, 是**管理经验性学费**, 预计今年一二季度充分调整后, 下半年或可重回正轨; 3. 而公司前期在物流(大件 58-60 仓、小件类 4-5 仓、雨花二期投入使用等)以及易购(从采购端、组织架构到系统软件等的全面后台整合与营销策划改变、巴萨足球战略合作等)的大量投入, 部分**构筑未来护城河之基础**。
- **未来可能亮点: 门店点资源价值亟待重构、提效:** 1. 未来多渠道终将取代单渠道, 有效门店“点”将是重要资源; 公司目前易购只贡献营收 20%, 彻底关店也不现实, 只有适度关闭低效门店而对大量门店改造提效才是出路; 2. 门店改造路径有: 门店 mini 仓+更少实体货架+虚拟货架, 提升坪效与门店 sku 数、错位商品同行间微跨界-品类与门店覆盖的延伸、跨界合作门店互联网化等; 3. 能否有效实现公司线下 1600 多家门店的改造提效, 将决定苏宁云商转型成败。
- **投资看点: 份额守卫、效率提升、单品突破:** 对于成败未卜的苏宁转型, 我们建议的判断看点是: 1. 营收增长, 能否守住线下第一、线上 B2C 前三; 2. 现金周期能否持续改善(来自公司供应链控制力、IT 与物流体系效率的提升); 3. 单品突破能力(是公司零售服务能力与平台黏性的支点), 关注么么哒、美图等定制品类销量利润情况及其对门店客流与线上营收的带动程度。

投资建议

- 我们认为: 1. 苏宁之崛起, 在于其最早以市场化营销空调为切入口、**越过层级经销商**提供了家电产品从厂商直达消费者的优质优价全国门店网络渠道; 而面临的**挑战**, 在于电商跨越其线下门店构建起更低价、更高效的**在线渠道**; 2. 未来的零售, 将是**多渠道**取代单渠道, 仅有线上或线下都不可长久; 而公司**已在物流、入口、全渠道整合上巨资投入, 奠定未来多渠道竞争力基础**; 3. 公司**如果能将自身门店网络资源优势与新构建资源相协同, 重建电商及小规模对手无法复制的护城河, 公司的重新崛起或有可能**。目前处于窗口期, 值得密切关注。给予“增持”评级。

估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 6.13~7.97 元目标价位, 相当于 0.5~0.65x14PS。

风险

- 门店互联网化转型以及易购增速不达预期。

赵海春 联系人
(8621)60870938
zhaohc@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)60230220
huangting@gjzq.com.cn

内容目录

现状：转型付出学费，投入构筑未来	4
传统零售龙头，互联网转型付出经验性学费	4
在线投入：多渠道是未来零售王道，在线份额必争	7
物流投入：构架在先，基建在后，构筑未来护城河	8
未来可能亮点：门店价值急待重构、提效	9
全渠道必须要素，手中之雀，线下门店急待优势重构	9
后台整合，资源优化，店内科技或可提效	10
新 O2O 时代，跨界与微跨界，构建价值与护城河的延伸	11
投资看点：份额守卫、效率提升、单品突破	12
看线下同店增速转正，易购要守住 B2C 前三稳步增长	12
关注坪效提升，现金周期能否持续改善	13
看单品突破有否成效，持续梯队，相关营收带动	13
财务分析	13
双线同价，显著杀伤毛利	13
库存上升，现金流恶化	14
营收下降，费用上升，短期现亏	15
盈利预测	16
关键假设：14-16 年营收增速-14/0/10%，经营费用率 12/11/10%	16
估值与投资建议	17
附录：三张报表预测摘要	18

图表目录

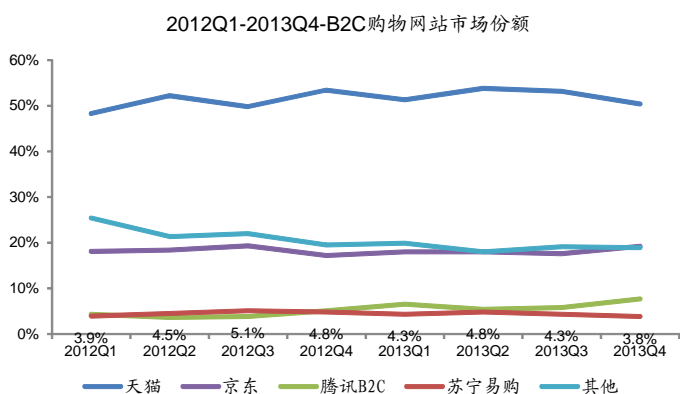
图表 1: 苏宁易购在整体 B2C 中位居第四.....	4
图表 2: 苏宁易购在垂直自营 B2C 中位居第二.....	4
图表 3: 苏宁在线收入占比由 2.65%提升到 20.79%.....	5
图表 4: 苏宁易购营收增速 14Q1 现负.....	5
图表 5: 苏宁云商-扣非净利率在 2011 年达到顶峰.....	5
图表 6: 苏宁云商-单季扣非净利同比增速 2009 年见顶.....	5
图表 7: 2014Q1 苏宁云商首次累计净利为负.....	6
图表 8: 2013 年 6 月双线同价以来, 连续 3 个季度亏损.....	6
图表 9: 2014Q1 苏宁云商首次出现累计营收负增长.....	6
图表 10: 2013Q3 开始苏宁云商连续 3 季度营收负增长.....	6
图表 11: 2013 年 B2C 购物网站市场份额苏宁居第四.....	8
图表 12: 2013 年 B2C 自营网站市场份额苏宁位列第二.....	8
图表 13: 百思买只是门店调整, 也并未大面积关店.....	9
图表 14: 苏宁云商门店适度调整.....	9
图表 15: 一二线城市门店互联网化-全力构建 O2O 闭环.....	10
图表 16: 三四线城市线下门店铺设仍有较大空间.....	10
图表 17: 苏宁云商-总营收及四大主力区营收增速.....	12
图表 18: 苏宁云商-总营收及四大主力区营收社销占比.....	12
图表 19: 苏宁、国美的现金周期显著好于京东.....	13
图表 20: 销售毛利从 2012 年起骤降, 14Q1 急跌.....	14
图表 21: 毛利率 13Q2 大降 21.54%, 14Q1 降速缩窄至 3.5%.....	14
图表 22: 2013 年存货/营收占比只是微幅提升.....	14
图表 23: 2014Q1 存货/营收占比提升了 78%.....	14
图表 24: 苏宁云商现金流情况变差.....	15
图表 25: 苏宁云商近 4 年销售费用营收占比及其拆分.....	15
图表 26: 2013 年公司销售费用各构成增速%-运费最快.....	15
图表 27: 14Q1 单季销售费用率达到历史最高水平.....	16
图表 28: 管理费用率上升, 但仍处 3.5% 以下的较低水平.....	16
图表 29: 苏宁云商产品营收占比%.....	16
图表 30: 苏宁云商产品毛利润占比%.....	16
图表 31: 销售预测.....	17
图表 32: 苏宁云商 PS-Band.....	17
图表 33: 苏宁云商 PB-Band.....	17

现状：转型付出学费，投入构筑未来

传统零售龙头，互联网转型付出经验性学费

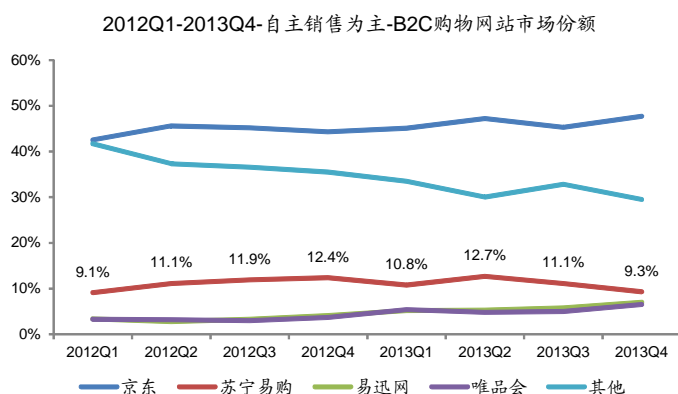
- **历史：**苏宁作为中国家电零售龙头的崛起，是创业者张近东个人因素与中国经济发展进程的双重产物。以春兰空调为起点，经历跨越层级经销商、批发转零售、从卖单品到家电大卖场、直至快速发展起全国乃至海外门店与配送服务网络，在过去近 20 年的发展中，苏宁云商都踏准了行业变革的方向、并借助资本助力获得了快速成长。
- **现状与转型：**互联网时代下新消费方式变革、大家电行业增速渐弱以及产业格局的演变(上游集中度提升)，之前支持公司崛起与超速发展的旧模式不再奏效，转型成为生死必须；公司在开拓线上、做强物流、升级系统、整合后台(全线融合)方面都取得了可观的进展，也付出了学费。
 - **现状：**电商冲击、上游集中度提升、家电行业增速渐弱构成当前挑战，转型成为必须。目前，公司的优势是：1. 20 多年构建起来的家电类上游货源资源、2. 线下门店资源以及 3. 较强的大家电物流、配送与服务体系；而面临挑战在于：1. 价格（原线下渠道更高销售溢价）与便利体验（京东等纯电商的送达体验，短期有较大差距）遭遇电商冲击，2. 随着公司主要品类大家电的上游集中度提升，产业链利益分配权就更多倾向上游—公司利润、占款力等空间更小，3. 国内消费整体不振以及家电行业早年的高增速不再（家电补贴政策等的退出），单靠之前的大家电已无法支撑公司的增速以及在线品类数 SKU 的丰富度。
 - **应对电商冲击，拓展线上，双线同价。**现今传统零售行业整体面临电商冲击，作为主营家电类产品标准化、可比程度高的苏宁，在遭遇京东、淘宝等在线对手冲击下开始互联网转型；2009 年苏宁易购上线，2013 年 6 月公司推出线上线下同价；
 - 🚩 **拓展线上：**苏宁易购，在学习与曲折中前进：
 - ◇ 作为大家电零售的龙头企业，迅速开出在线零售，守卫市场份额是必须的；

图表1：苏宁易购在整体 B2C 中位居第四



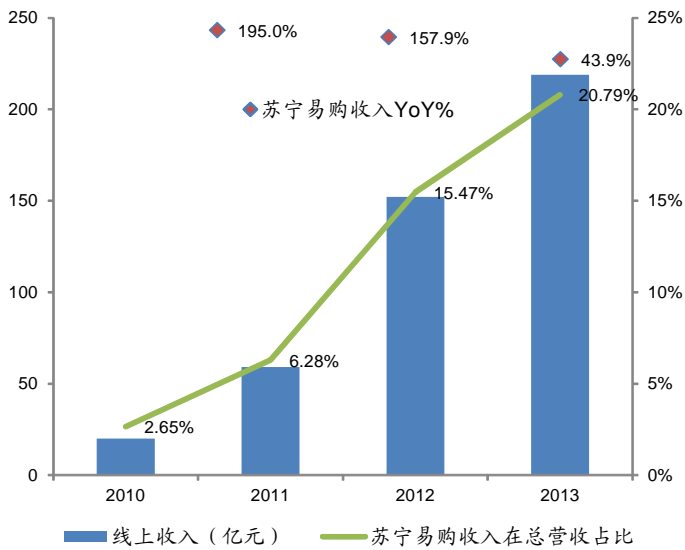
来源：iResearch, 国金证券研究所

图表2：苏宁易购在垂直自营 B2C 中位居第二



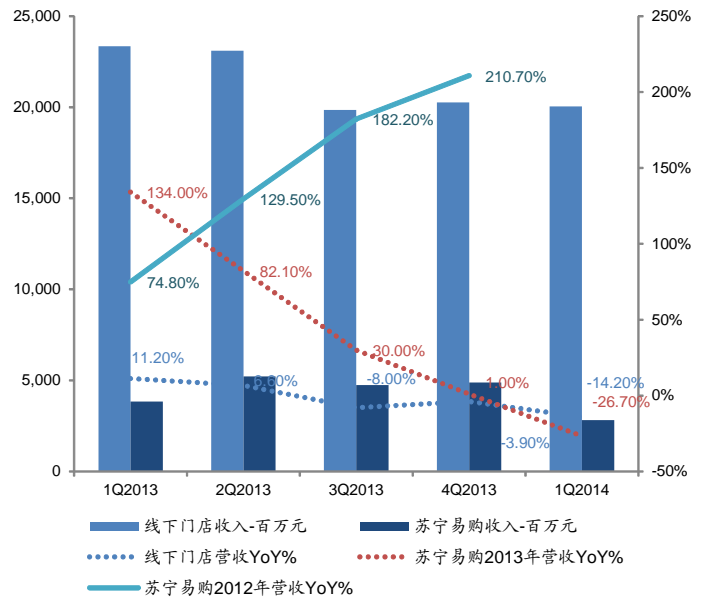
- ◇ 我们认为苏宁的在线业务拓展，是实体零售转型中做的很优秀的，苏宁易购在中国整体 B2C 市场份额第四、垂直自营 B2C 次于京东位居第二，而苏宁易购贡献公司总体营收占比从 2010 年的 2.65% 到 2013 年已高达 20.79%，而欧美传统零售转型中多数在线贡献不超过其总营收 10%、2013 年中国在线零售额也仅占社销总额的 7.8%-7.9%（据商务部以及艾瑞咨询最新数据）；（目前对于公司收购红孩子与 PPTV 的两大投资成效还未看的清，但物流与双线融合以及后台整合升级的投入还是成效显著，将奠定未来发力的）

图表3: 苏宁在线收入占比由 2.65%提升到 20.79%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

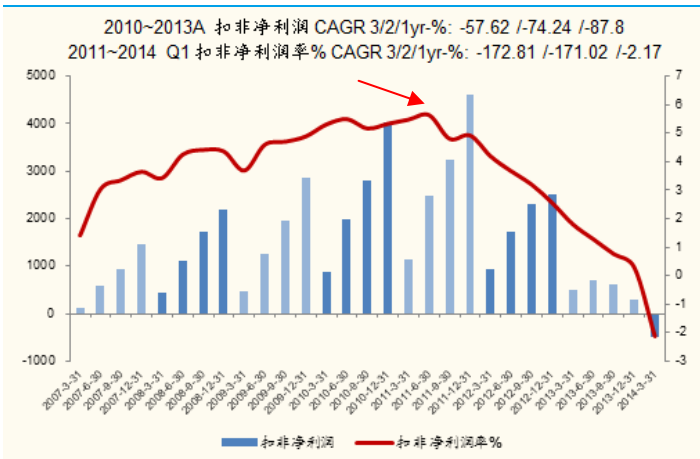
图表4: 苏宁易购营收增速 14Q1 现负



◇ 之所以 13Q4 到 14Q1 苏宁易购的增速大幅下滑为 1% 和 -26.7%，原因在于促销手段的经营性错误、品类问题以及由此产生的在线客户留存度较低的三大问题；我们认为，公司对于上述问题认识清晰、改进果断，预计今年内将会有显著改善。

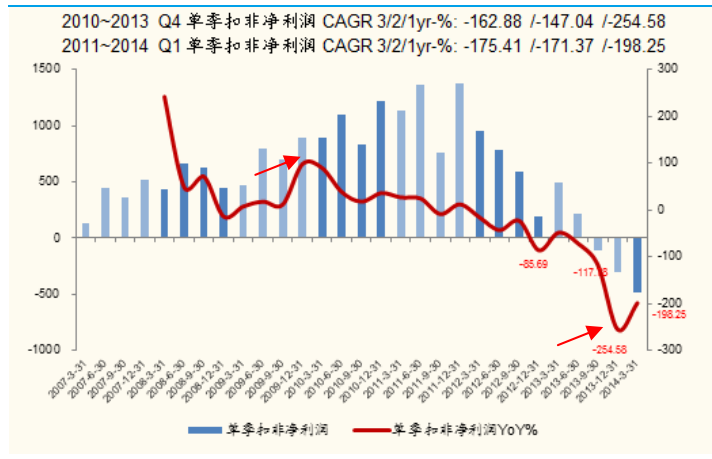
✚ 双线同价：苏宁-主力品类，决定其双线同价战略，成效仍待观察。公司所经营的主力产品是标准化程度高、价格可比度高的家电类，要做到线上下产品型号差异化是部分可行的；再加上公司处于边做边摸索的转型期，公司在推进双线同价时，未能及时处理好少数上游合作伙伴的新利益构架，结果对营收与利润同时出现较强杀伤力。自 2013 年 6 月双线同价以来，公司出现了持续单季度亏损（但累计仍盈利）直至 2014 年 1 季度出现营收与利润双降，并首次出现负 EPS。（从下图来看，也可能 2013 年 4 季度是公司历史上单季度盈利增速最低值）以广州为例，同价实施后，广州苏宁销售同比增 30%，正面的效果是实体门店人流量增长 2—3 倍；但广州苏宁 7 月份商品均价被拉低 10%—15%，最高降幅达到 30%，短期直接构成对利润的重压。

图表5: 苏宁云商-扣非净利率在 2011 年达到顶峰



来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

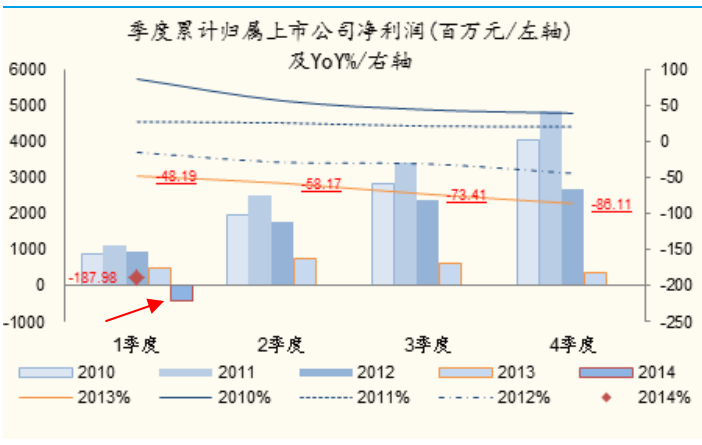
图表6: 苏宁云商-单季扣非净利同比增速 2009 年见顶



- **互联网化转型，付出管理经验性学费。**公司从 2009 年商场改名苏宁易购开始，至今已经在开拓线上、做强物流、升级系统、整合后台(全线融合)方面都取得了可观的转型进展；但在营销手段（大促大卖、不促不卖）、转型中的供应商关系、物流及组织架构升级过急上，付出了管理经验性的学费。根据我们近期跟进调研，公司的这些经验性问题都正得到一一纠正调整，而在此期间充分的物流与在线系统投入，又是今后守卫公司市场份额与维持竞争优势的基础。

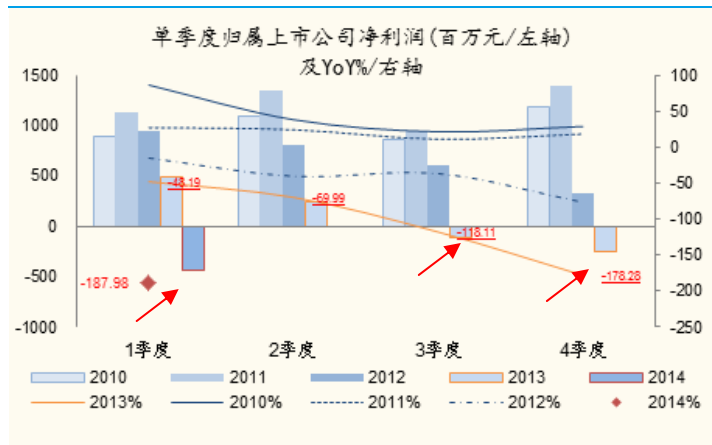
🚩 **学费 1：执行中的经验性失误。**物流的信息系统升级（LES-Logistic Execution System 系统）过急致使 2013 年底出现系统瘫痪，不但苏宁易购无法运行、严重影响了一线销售员工的工作积极性，更使得用户消费体验降至最低。结果就是付出了利润代价的双线同价却换来了营收下降，并由此导致费用利上升而进一步导致亏损的出现。

图表7: 2014Q1 苏宁云商首次累计净利为负



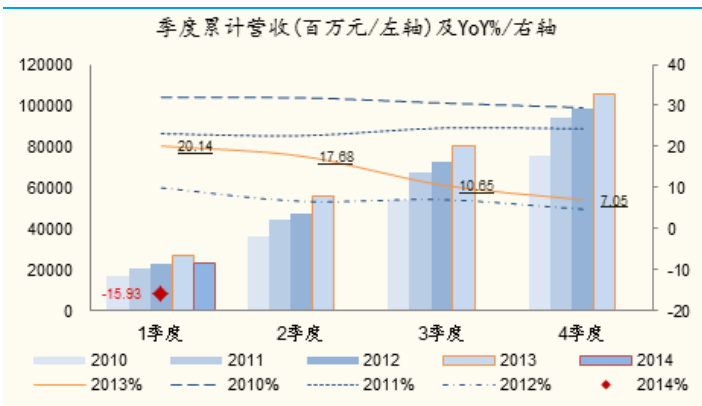
来源：公司公告，国金证券研究所

图表8: 2013年6月双线同价以来，连续3个季度亏损



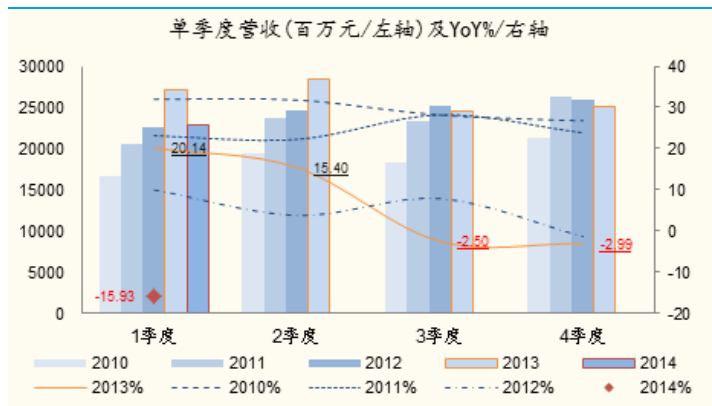
- ◇ 2013 年 12 月 4 日，苏宁易购网站发布《物流系统升级部分送货延迟通知》，表示其物流系统正在进行全面的升级和维护，近日消费者选购的商品配送将会有一定的延误。
- ◇ 由于物流系统由原先使用的 SAP 全面切换到 LES，公司经验不足，在 12 月中旬到 1 月的时间里，苏宁易购就出现了系统瘫痪,投诉急增,售后不送货等情况；虽经努力最终全线恢复正常，但还是严重影响的今年一季度的营收。

图表9: 2014Q1 苏宁云商首次出现累计营收负增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表10: 2013Q3 开始苏宁云商连续3季度营收负增长



🚩 **学费 2：组织架构重构的代价，流程重构、人员适应与重新磨合。**单一线下渠道的传统零售，其体量越大，转型为多渠道、线上线下整合运营新模式的过程中，必然是要经历组织重构这一步

的，苏宁如此，美国的同类公司百思买亦是如此。只有把转型的根基（组织架构、信息系统、线上平台与线下门店网络、配套物流等）理顺，才可能支撑未来发展。

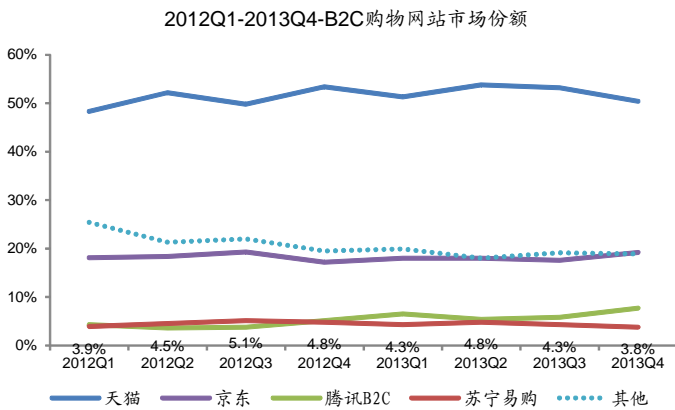
- ✧ 苏宁云商的组织重构：作为发展了 20 多年的组织庞大的传统零售商，要实现苏宁易购从**卖场**经营到**商品**经营的转变，由赚做“二房东”的钱，转为靠商品组织编辑能力赚**进销差**和**增值服务**的钱，远非成立一个前端的电商平台这么孤立简单；从货源仓库信息、订单、物流与支付、门店与线上协同等等的后台整合都非线上、线下分离的两个独立的团队所能完成。
- ✧ 因此，苏宁更加扁平化的新组织架构应运而生：公司统一门店的运营而成立了连锁平台经营总部，在苏宁易购的基础上组建了电子商务运营总部，而大部分商品的采购职能则是划归了新组建的商品经营总部；在这三大经营总部下面共设置了 28 个事业部（独立核算业绩）；同时，公司将原先的 44 个大区拆分成 60 个大区，增设了样子、佛山、金华等 16 个大区，并将“大区——子公司——终端”三级管理缩减为“大区——终端公司”的两级管理。
- ✧ 组织重构，业务转型，除了员工传统思维的转变也跟上，也意味着内部话语权的重大调整，比如，之前是以采定销，现在运营总部声音超过了采购总部，但采购部门又依旧拥有资源分配权，这样就需要一段时间的磨合期。

❗ 学费 3：消费链伙伴利益考量未妥，承受损失。例如，在苏宁从传统线下家电渠道而演进为双线作战、双线同价后，作为供应商的利益，由于受到双线同价影响而受损了，但此时作为在线平台以及全渠道大网络能够为上游厂商带来增值部分的效益还未实现，公司也未采取其他的补充手段，这样造成了部分厂商的流失离场，也给公司供应能力与营收增长带来一定的损失。而目前公司已经充分考虑到这个问题，并将重心从评价转向单品深度合作于开发，预计未来在与上游合作方面将会有更好的双赢收益（例如已经成功销售的么么哒、美图手机等）。

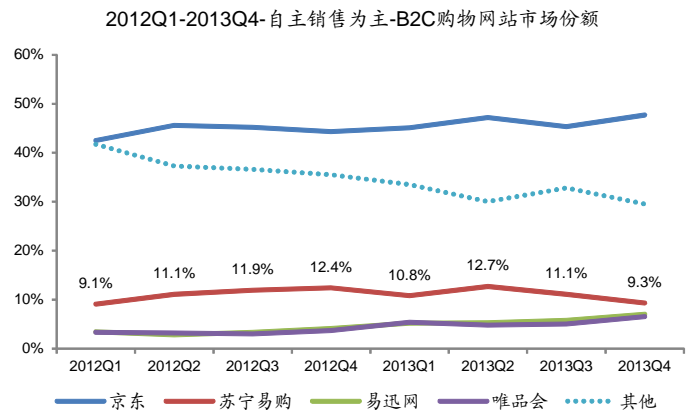
在线投入：多渠道是未来零售王道，在线份额必争

- **份额构筑价值**。作为商业盈利的本质，要么赚取商品的进销差、要么赚取由于商业运转而产生的衍生价值（比如过去经营中产生的自由现金流、借助杠杆投入地产或类金融投资获得更高回报；再比如在线平台由于流量产生的商品广告收入等）所有这些，都具备规模经济的效应；
- **突破路径：在线平台的支柱与空间**，1. 通过自营、开放平台、合作与并购来增加品类 **SKU 丰富度**，2. 以构架、物流投入以及适合网络、特别是移动网络的新型营销方式来实现良好**用户体验**，3. 通过**并购 PPTV** 抢占移动视频入口来**布局未来移动客流**争夺，以各种**跨界合作**（例如，与巴萨合作）的媒体推广与互动，来增加苏宁易购的影响与集客力。

图表11: 2013年B2C购物网站市场份额苏宁居第四



图表12: 2013年B2C自营网站市场份额苏宁位列第二



来源: iResearch 《2014中国网络购物行业年度监测报告》, 国金证券研究所

- 苏宁云商通过自营、开放平台以及合作与并购来实现品类丰富度的提升, 路径都是正确, 而实效, 有待跟踪后续网页有效用户数、单用户浏览时间、用户转化率等数据。目前, 苏宁易购的总用户数将近 4000 万。
 - ✚ 自营平台打造体验、获取更高进销差。我们认为, 苏宁云商的历史强项就是相对高单价、少 SKU 数的大家电等, 以这些商品为主构建的自营平台, 无法满足用户品类丰富度的要求, 却可以在品质可靠度、售后服务满意度上打造自己的专业优势, 还可以借助通讯 (比如美图、么么哒手机等)、3C 消费类的快速上升而发展大数据分析相结合的定制化产品以定制特色取胜。而对于母婴类、超市类等, 公司将采取部分单品自营的方式。
 - ✚ 以开放平台来丰富 SKU, 直接导入在线商户、并购以及微跨界合作都是未来路径。
 - ✚ 通过并购 PPTV 抢占移动视频入口来布局未来移动客流争夺, 以各种跨界合作 (例如, 与巴萨合作) 的媒体推广与互动, 来增加苏宁易购的影响与集客力。

物流投入: 构架在先, 基建在后, 构筑未来护城河

- 物流构架, 因货而异; 打通线上线下以及扩增品类提升用户体验, 物流构架的重设是基础。
 - 物流构架, 因货而变。苏宁云商, 由原先以大家电为主力的连锁家电大卖场经营演进为线上、线下双翼并举、且扩增到母婴、3C、通讯、小家电、OA 等多品类, 作为内部神经系统的 IT 系统升级, 已经在付出较大业绩代价的学费后全面完成; 那么接下来就是物流构架的重建了; 比如, 原先大家电品类较少, 全国 58-60 仓同时备货的话, 成本也相对可以承受; 但现在品类数快速上升了, 300 万个 sku, 畅销 200 万个 sku, 如果每个库都布 10 件货, 就会需要将近高达 1800 亿库存成本, 所以, 品类延展后, 针对多品类小货件, 公司的物流构架就将改为 12-8 仓覆盖全国;
 - 自营品类的选择, 也反过来提前考虑到物流成本后进行筛选。考虑到物流成本, 公司未来对于长尾、非标品类就让开放平台去做, 而公司自营除了原来核心大家电外, 将选择做快速畅销品, 标准化单品。
 - 我们认为, 传统零售在 O2O 科技转型中, 首先是战略确定, 随后是组织、IT 跟进升级, 再后是物流设计构架在先、网点基建在后; 而非像以往的门店开到哪里, 物流跟到哪里的逆向流程。

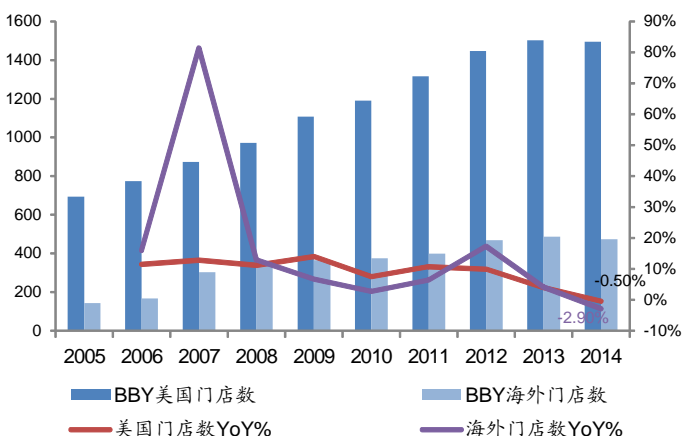
- 2013年度，公司位于哈尔滨、包头、济南、南昌、广州等八个城市的物流基地建成并投入使用，截至2013年12月31日，公司共计在全国19个城市物流基地投入使用，同时长春、福州、武汉、乌鲁木齐等17个城市物流基地在建，另外22个城市物流基地落实选址，完成土地签约；此外，南京、北京、广州小件商品自动分拣仓库投入使用，沈阳、上海、重庆等地的小件商品自动分拣仓库项目正在加快建设，成都、天津、武汉、杭州、西安等小件商品自动分拣仓库完成土地签约。
- 公司的物流体系建设，已经开始从传统单一的大件配送转向融合大小件的综合性配送，结合仓储及商品的差异进一步优化物流配送模式。在开放平台推动下，物流体系逐步转为面向社会的第三方物流。公司已经取得了覆盖全国164个城市的国内快递业务资质，并于2014年初取得国际快递经营业务许可资质，加快国内、国际快递业务发展，提高最后一公里配送效率。

未来可能亮点：门店价值急待重构、提效

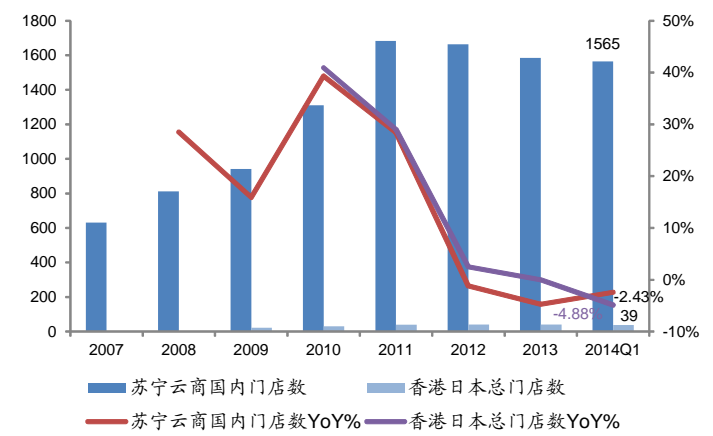
全渠道必须要素，手中之雀，线下门店急待优势重构

- 门店，是线下零售商的手中之雀，不可多得战略资源。我们与市场不同的观点是，我们认为：1. 所谓让传统零售商关闭所有线下门店而彻底转投线上的想法是不现实的，因为在线收入目前只占20%，既然还有赖于门店，能否改造好并适度关门低效店将是唯一出路；2. 未来零售，必然是multi-play 取胜 pure-play 多渠道胜过单渠道是发展方向，单一渠道不能够全方位满足消费者所有需求，电商与传统零售商各有优势所在，长远的赛跑，是要看谁能够结合自己的优势资源与科技协同；3. 更远的未来，零售商、电讯运营商、网络平台等各个不同领域企业都将延伸至向社区居民提供全方位社会化服务，这时，线下拥有原本就可以靠自己的独立运营存活下去的（而非费用中心的，详见我司科技转型专题系列二/深度报告）、线下能够到达消费者的那些门店点的资源价值将会更加凸显。
- 我们认为，线下门店仍是当前零售主力，在传统零售商新兴的在线业务还未长成前就贸然全面关闭线下门店，不是壮士断腕而是对自己釜底抽薪，并不可行。

图表13：百思买只是门店调整，也并未大面积关店



图表14：苏宁云商门店适度调整



来源：Bloomberg, 公司公告, 国金证券研究所

- 参看美国国家电零售巨头 BestBuy，在遭遇电商冲击后经过一系列调整，尤其新总裁上任后重振计划实施并在2013年业绩好转初见成效，而公司也只是少量关店，美国门店增速仅为-0.5%。而

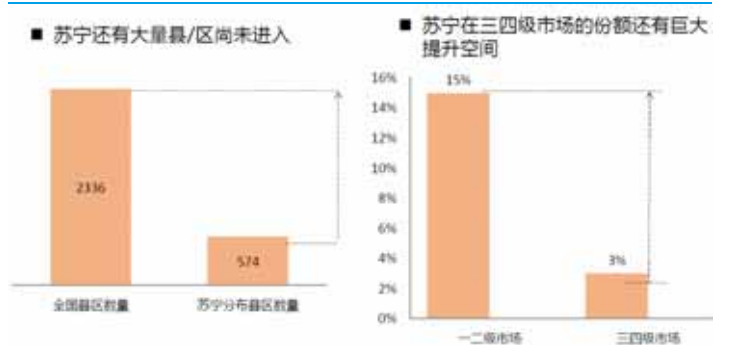
苏宁云商亦是进行门店调整而并未大量关店，我们认为，调整而非盲目大量关店是正确的选择。

- ✚ 第三，苏宁易购目前占公司总营收 20%，还远未长成到可以将线下门店销售取而代之的程度。
- 未来零售，必然是**多渠道满足消费者购物选择而非任何一个单渠道能够长久**；正如线下零售商全面建设在线平台，纯电商也都纷纷落地联合，纯线上品牌都开始寻求线下开店增加体验营销，而纯电商落地营销也面临着前期大量固定费用及投资的门槛并且线下没有市场先机更无法面对线下竞争而将导致亏损甚至关门的挑战。
- ✚ 2012 年的 8·15 电商大战之后，市场上各种线下零售该关店之声乍起；苏宁董事长张近东先生提出要做一家“云商”，未来的苏宁不会放弃庞大的门店体系，而是把门店、电子商务和零售服务全部整合成一朵无边无际的智能云，通过它来连接两端的供应商和客户；我们且不看苏宁能否做成全品类运营的亚马逊或沃尔玛，但就**家电**为主的销售领域，苏宁仍是有**领先优势的**。
- ✚ 从线下落地点的角度，我们部分认同苏宁管理层的观点：**门店是苏宁区别于传统电商平台最大的优势**；目前苏宁拥有 1600 多家门店构成的店面云资源，到 2020 年将达到 3500 家，商户可以自由选择入驻苏宁广场进行品牌展示，也可选择部分商品进入门店实物展示，或者可以选择通过电子货架、二维码、视频等形式实现虚拟展示；而且未来，苏宁线下门店还将向用户提供门店自提、门店支付、门店配送、门店鉴定等服务，互联网门店也将陆续向平台商户开放。
- ✚ 2014 年，公司将围绕“店商+电商+零售服务商”的战略，进一步强化实体店战略转型以及 EXPO 超级店的建设，通过在北京、上海、广州、深圳、西安及其他主要省会城市建设 SKU 超过 10 万个的超级店，巩固一线城市的领先地位。今年苏宁将完成 100 家 EXPO 超级店的建设，未来三年，苏宁将新开和升级总计 400 家超级店。

图表 15：一二线城市门店互联网化-全力构建 O2O 闭环



图表 16：三四线城市线下门店铺设仍有较大空间



来源：公司网站，国金证券研究所

后台整合，资源优化，店内科技或可提效

- 后台整合初步完成，基础具备。我们认为，传统零售业的转型不是简单的“线上+线下+移动端+物流+支付”，就像把螺丝拧进螺丝帽里的简单叠加，更不只是大数据或者与 BAT 简单对接，而是在新消费场景下、围绕上

下游构建新的、可持续发展的生态系统。苏宁云商，目前已经基本完成后台融合，不论是组织架构的再造、IT（尤其物流 LES）系统的升级、物流布局的变革、还是双线同价、门店开始互联网化（线下门店可查全线货品、可店内下单、可自提线上订单等），已经具备了结合最新科技的店内科技革命的一些前提基础。

- **全球店内科技进行时，提效可能初现。**随着智能终端与移动互联技术的进步，全球传统零售业的店内科技革命正在进行中，例如店内电子屏与 Dark Store 等欧美 2000s 年代至今一直在采用进化的前沿技术手段，在苏宁云商门店内都具备实施的可能。而其中任何一项有所进展，都将使得寸土寸金的门店面积，坪效提高，盈利能力上升并促进线上协同发展。
 - 例如，虚拟货架的应用，或可提高坪效与实现品类延伸。
 - ✚ 事实上，多数百货店、超市、甚至便利店内，除了考虑到顾客舒适感而必须留出的动线空间外，有不少陈列的货品是购买率较低的，更重要的是，实际每个门店所配备的店内仓库面积占地较大；如果我们采用例如店内电子屏等技术构建虚拟货架的延伸而同时缩小货品陈列面积与仓储面积，就可以实现小门店、店后迷你仓与 Hub-Spoke 层级放大模式的物流网络，实现供应链与销售链的双链重构，门店营效将有望可观提高。
- **“超电器化”与全品类战略，电器与门店科技或是支柱。**
 - 我们认为，作为拥有线下 1600 多家门店、20 多年中国家电连锁卖场经营经验与上游货源掌控力的零售龙头，鉴于大家电 SKU 数少、购买周期太长、购买频次过低等问题，也许“超电器化”与未来全品类发展是长远的必须；但是，充分发挥线下门店资源优势、走在移动互联时代的科技前沿-率先在门店实现店内科技革命的尝试，可能是这个零售巨头在电商冲击的大环境下又一次可把握的历史性机会。未来我们所关注的将由“店”转为“点”，门店面积要么很大-充分全面的体验服务集合体，要么很小-通过店内电子虚拟货架-小仓库-大物流超级仓等实现供应与销售链的重构而产生出更高坪效并同时发挥作为全渠道网络中到达消费者的点的重要作用。
 - ✚ 这两年公司提出“沃尔玛+亚马逊”模式，并持续推进门店互联网化的设想，但究竟如何门店互联网化，中国国内并未有先河可借鉴；
 - ✚ 而英国 Dixons 和 Carphone Warehouse 的并购整合以及在线零售第二位的 Argos 过去十几年的崛起历史，或者有些做法可为苏宁云商拿来所用；
 - ◇ 英国最大电器零售商 Dixons 在英国国内拥有 500 多家大型奥特莱斯，458 家分布在郊区，而英国最大独立手机零售商 Carphone Warehouse 的 800 家门店全部在市内高街，双方于 2014 年 5 月中完成了近 38 亿英镑的合并为 Dixon Carphone，他们的业务面临与苏宁遇到的类似在线冲击的困境，此次微跨界的整合，将使他们的不同门店资源点中的、不同品牌忠诚度的消费者群得以全面覆盖；

新 O2O 时代，跨界与微跨界，构建价值与护城河的延伸

- **跨界与微跨界合作成为助力趋势。**
 - **跨界合作：**目前，我们还无从判断进入 MVNO 移动虚拟运营商领域能否给苏宁云商带来实质性业绩提升，但是，苏宁互联与三大运营商的合作，给公司业绩以及门店与线上带来的协同收益提供了可能性，值得跟踪关注；
 - ✚ 目前，各大 MVNO 的 170 号段都陆续开始预约放号，苏宁互联还结合世界杯以及与巴萨的战略合作，大力展开体育粉丝营销。

从6月6日起，用户可前往北京、上海、广州、南京、深圳等19个城市门店或登陆苏宁易购参与苏宁互联卡预约，预约成功即有资格参加从6月13日开始的苏宁互联卡预售抢号；参与预约并成功预订靓号的用户即享5元苏宁互联卡话费奖励。除了抢购靓号之外，用户还可挑选自己喜爱的世界杯战队，若所选战队顺利晋级，用户将可以获得苏宁互联每月10-50M不等的流量奖励。此外，用户参与当日赛事竞猜，猜中的用户在获得最高3.6G的流量奖励的同时，还可参与抽奖，将有机会获得苏宁互联定制手机或PPTV盒子。64场比赛均猜中的“互联帝”，即可获得苏宁互联提供的终极大奖-特斯拉终身使用权。

- **微跨界：**A股唯一的超市与便利店上市标的红旗连锁在2014年4月22日公告，与苏宁云商签署了战略合作协议；主要将展开双方电商平台无缝对接、苏宁易购以红旗连锁门店为自提点、双方条件适宜的门店内互设对方点位、以及促销会员资源共享等合作。
- **价值与护城河的延伸，将积淀长远竞争力。**作为拥有双线渠道平台的传统家电龙头，公司未来在对消费者的全渠道覆盖、上游与商户的金融、物流、信息流、门店自提等衍生增值服务、社会化营销（例如，PPTV、易购及门店联合的体育赛事运营）等，将可积淀长远竞争力。

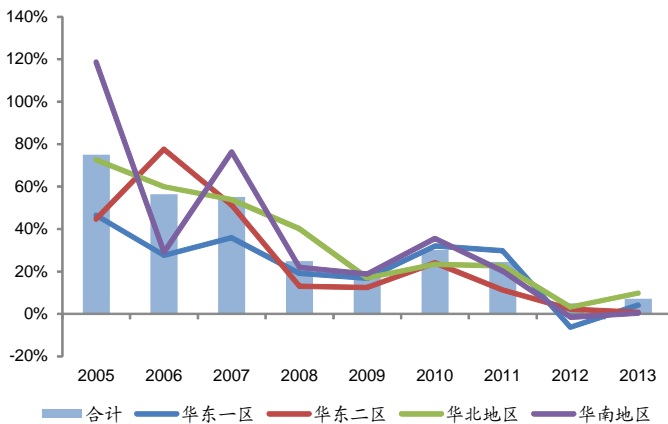
投资看点：份额守卫、效率提升、单品突破

我们认为，苏宁云商是走在正确的转型道路上，但谋事在人，成事在天，目前还无法确认成败；以下几个因素值得关注，以帮助判断公司的成败概率与投资价值。

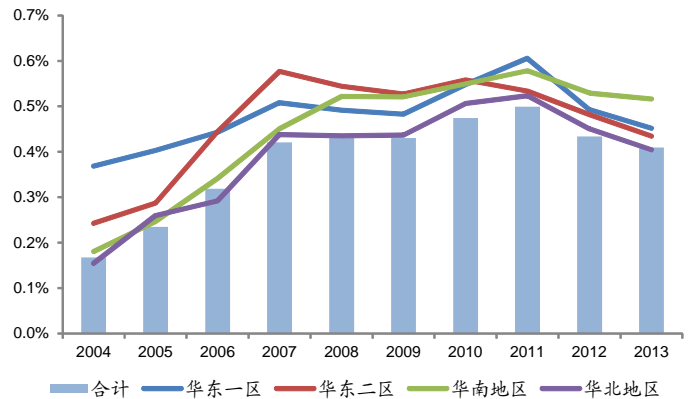
看线下同店增速转正，易购要守住B2C前三稳步增长

- 我们认为，作为家电零售渠道的龙头企业，苏宁云商的市场份额仍然是判断其未来发展与转型成败的首要看点。
 - 我们最关注的，将是未来苏宁易购的营收增速与在线B2C营收额能否保持在市场前三甚至前二。（见前21页图表31、32）
 - 至于公司总营销，如果我们只看图表50的苏宁云商各大区营收增速，可能会得到公司营收增速急剧下降的印象；但如果再看图表51中苏宁云商主力各区营收额在当地社销占比的变化趋势时，我们会发现公司在各区域社销占比的下降并不陡峭。

图表17：苏宁云商-总营收及四大主力区营收增速



图表18：苏宁云商-总营收及四大主力区营收社销占比

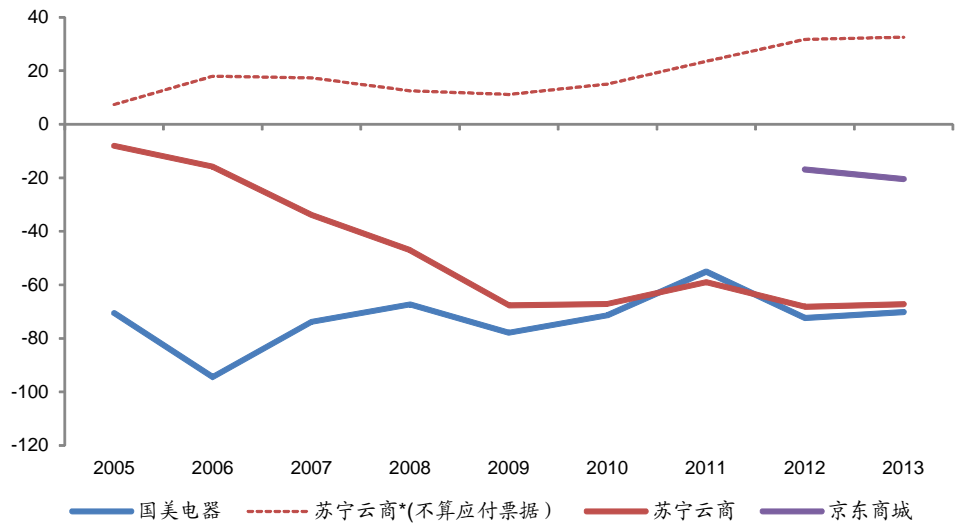


来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

关注坪效提升，现金周期能否持续改善

- 由于我们判断，苏宁云商是从传统渠道商转型为全渠道零售服务商而非未来大量关店、变身为亚马逊或京东，所以，**门店效率的提升**是我们**第二关注的**。尤其，**如果未来苏宁门店能够开展类似英国 Argos 或目前红旗连锁店**内电子货架，能够通过店内科技而**调整部分并不适合做大面积体验店的门店为“小面积门店+大电子货架+门店迷你仓”**与公司已经整合升级的IT/物流系统的整合，将是我们对公司转型看得**更为乐观**的看点。
- **现金周期能否持续改善**，将取决于自公司供应链控制力、IT 与物流体系效率的提升；随着公司经营品类的增加以及物流仓处于调整之中（大家电 58-60 仓，而小件百货类则需要 4-5 大仓建设），公司的备货增多而导致库存周期变长，但由于公司对于上游的占款能力依然强劲，苏宁云商的现金周期，还是显著优于京东商城的。

图表19：苏宁、国美的现金周期显著好于京东



来源：公司公告，国金证券研究所

看单品突破有否成效，持续梯队，相关营收带动

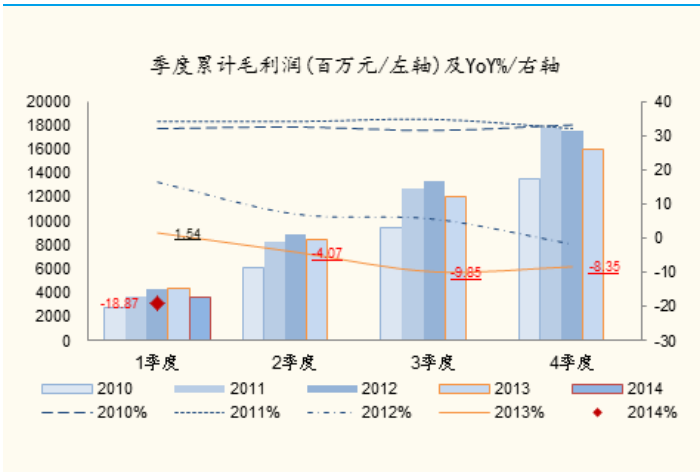
- 我们**认同**公司目前对于**单品战略**的规划。我们认为，在今天移动互联快速发展的时代，**物有所值或物超所值的单品**将能够带动苏宁易购与线下门店的客流、品牌影响力以及营收额并提升盈利能力。全美在线增长最快的优衣库就是线下超值品牌的典型范例。未来，我们将密切关注公司是否能够有类似么么哒与美国手机这类成功单品的持续推出，并带动门店客流与易购有效流量的上升。
 - 过去的苏宁易购的品牌推广中，遇到了流量上升、有效流量却下降的情况（见前第 11 页图表 11）；这是因为公司尚未抓住互联网的有效策划方法，也可能和物流、服务没跟上、公司的宣传是断续的相关。
 - 目前，公司已规划与供应商新的合作模式，比如，在与通讯终端制造商的合作中，单品突破成为公司的战略重点。

财务分析

双线同价，显著杀伤毛利

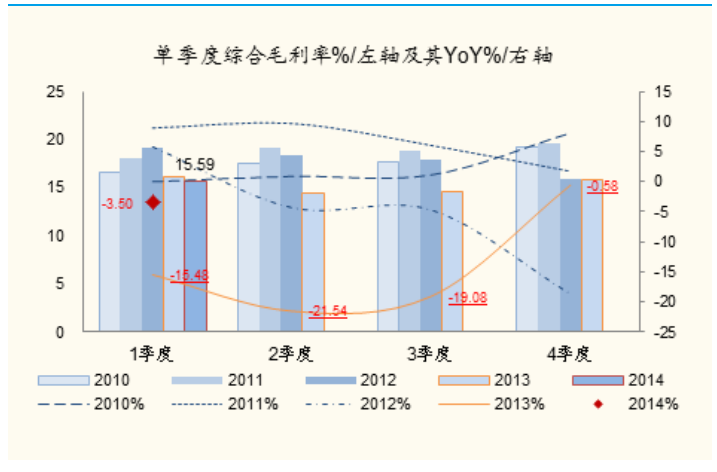
- 公司在 2013 年 6 月开始的双线同价，对公司毛利率造成较大杀伤。2013 年度净利润急降，主因线上线下同价带来毛利率降 2.56% 所致。

图表20: 销售毛利从2012年起骤降, 14Q1 急跌



来源: 公司公告, 国金证券研究所

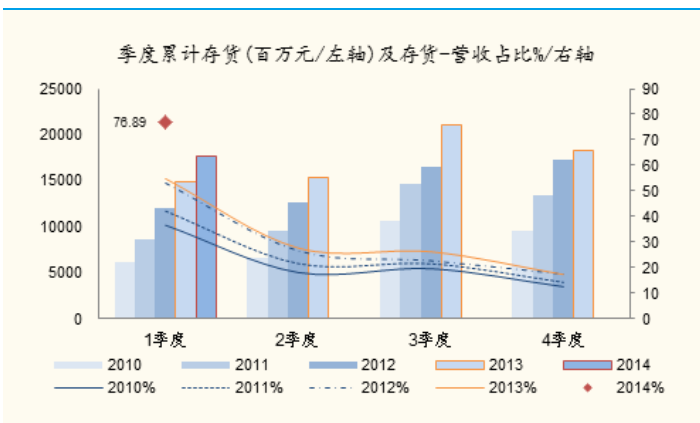
图表21: 毛利率13Q2 大降21.54%, 14Q1 降速缩窄至3.5%



库存上升, 现金流恶化

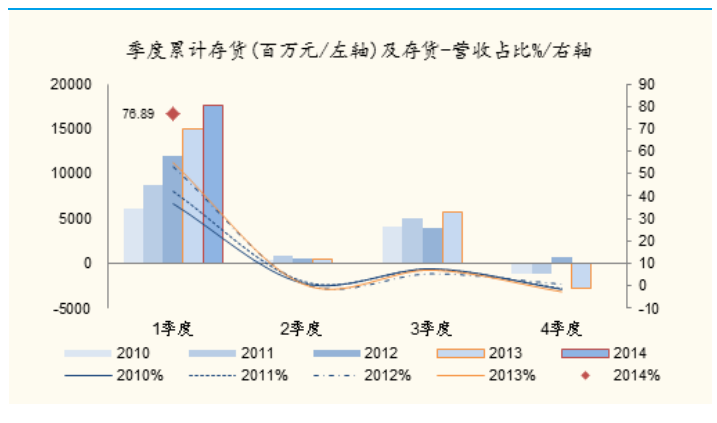
- 从下图可见, 由于苏宁易购需要大量备货以便快速发送, 公司的存货周转天数在 2012、13 年上升的很快; 但这只导致了营业周期的延长, 却并未显著延长现金周期, 原因就在于公司依然较有吸引力的渠道优势而产生的较强的供应链话语权——应付货款周转天数也大幅增长, 这就抵消了存货周期上升所带来的运营周期变成的压力, 而相对抵消了部分现金周期的增长。
- 2014 年 1 季度库存占比的大幅上升, 可能更多的缘于当季度营收额本身的下降。(营收额下降的主因是年底前后、LES 升级中系统瘫痪所致, 详见前文第 14 页)

图表22: 2013 年存货/营收占比只是微幅提升



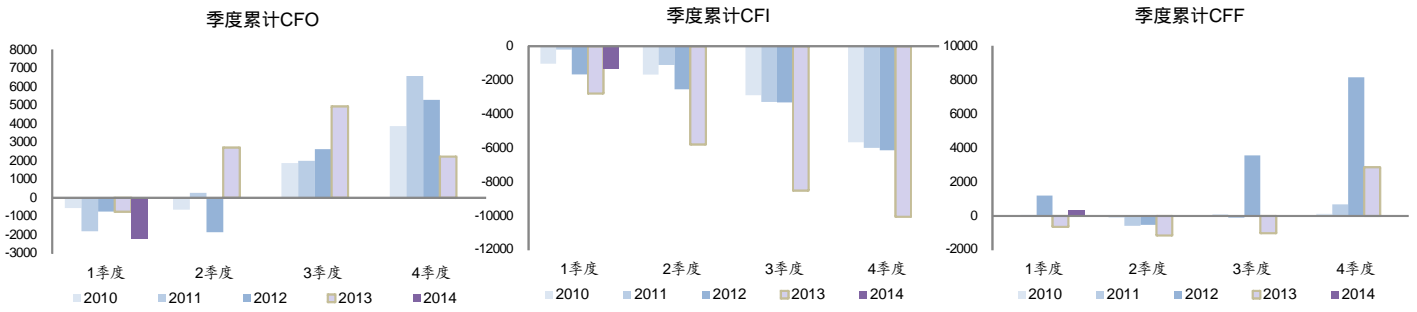
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表23: 2014Q1 存货/营收占比提升了78%



- 我们看到, 公司 2013 年的现金流变差, 但其中除了经营性现金流变差外, 还有投资性开支的大幅增加, 而这部分, 例如对于 PPTV 的投资, 是对未来入口争夺的布局, 长远将利用公司护城河的构建。

图表24: 苏宁云商现金流情况变差

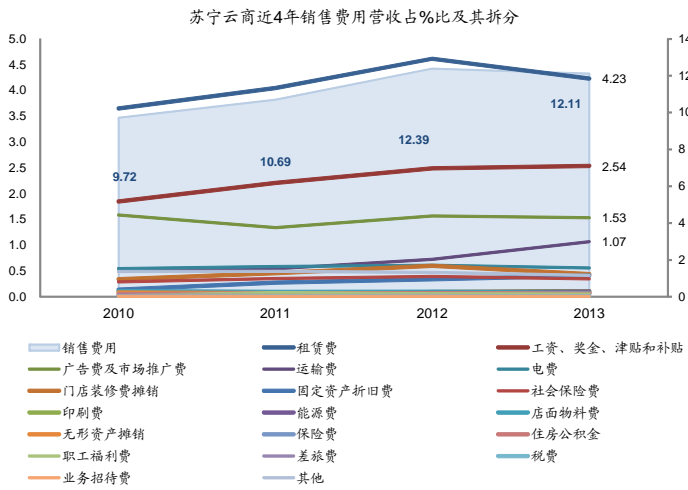


来源: 国金证券研究所

营收下降, 费用上升, 短期现亏

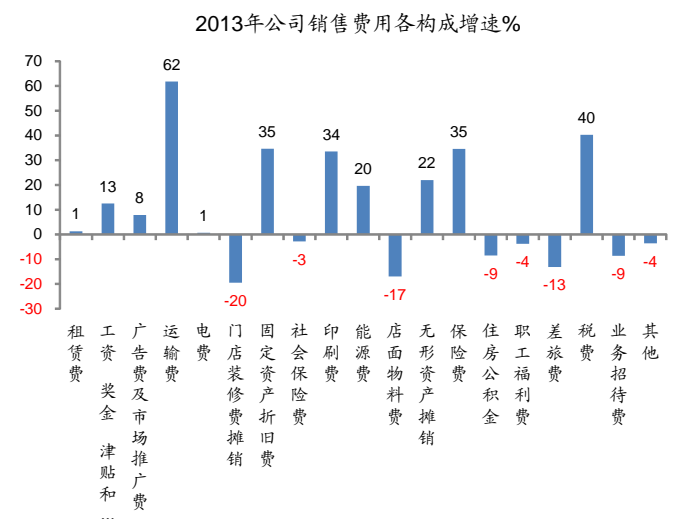
- 2005~2010 年公司 5yrCAGR 高达 39%，14Q1 公司营收首次出现增速为负，这里面有 13 年国家家电补贴政策造成的高基数影响，也有去年房产升温带动的家电消费增长因素；更主要原因，公司在转型发力电商平台及其整合的过程中，不但遭遇自己业务左右手博弈的内部侵蚀，还遇到易购 1 季度营收下降；由于营收下降以及内部整合调整中，公司的费用占比大幅上升。
- 从下图可以看到，公司 2014 年 1 季度净利的下降主因是费用大增。
- 从公司历史销售费用拆分来看，租赁费、人工费用以及广告推广等是前三大构成；而从增速来看，运输费用增长最快，说明公司在易购与物流方面的投入在加大。

图表25: 苏宁云商近 4 年销售费用营收占比及其拆分



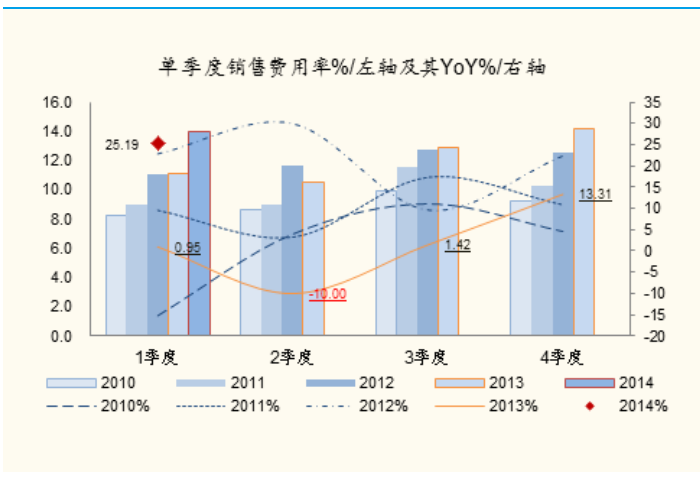
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表26: 2013 年公司销售费用各构成增速%-运费最快



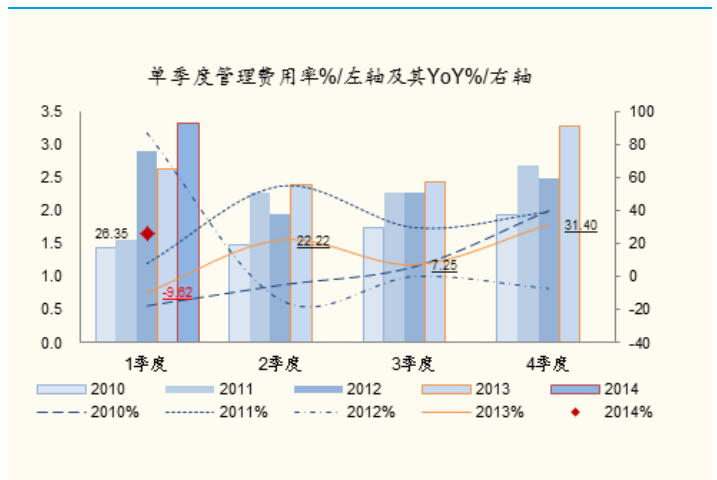
- 费用分析, 14Q1 由于当季营收同比下滑(去年同期国家家电补贴政策 5 月底推出, 造成之前销售高基数) 单季度的销售、管理费用率高企, 因为去年下半年已无政策补贴影响, 预计下半年费用率将与去年销售与管理费用分别为 12.11%和 2.67%的水平趋近; 假设今年是 13.32%和 3.2%。

图表27: 14Q1 单季销售费用率 达到历史最高水平



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表28: 管理费用率 上升, 但仍处 3.5% 以下的较低水平

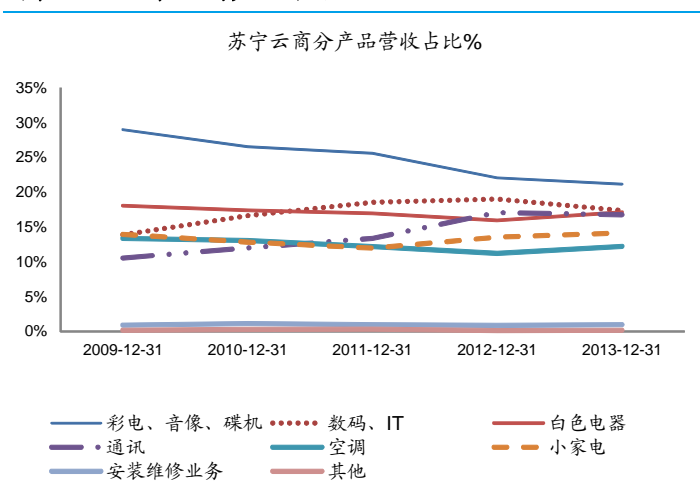


盈利预测

关键假设: 14-16 年营收增速 -14%/10%, 经营费用率 12%/11.4%/11.2%

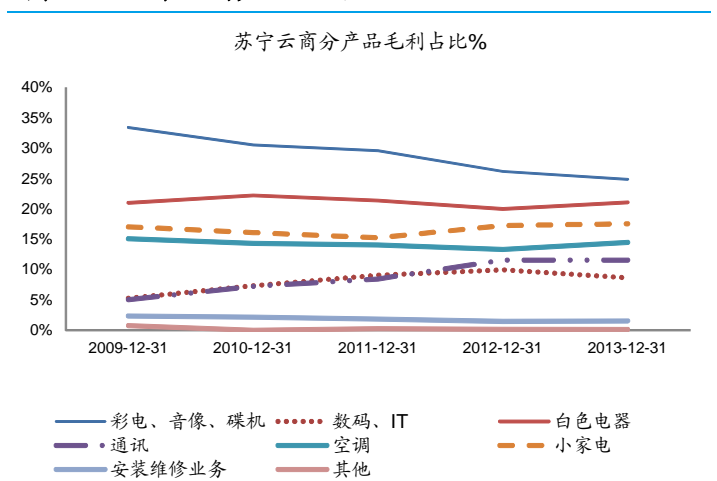
- 我们认为, 苏宁云商目前的关键的问题, 不是在于费用率有多高、营业效率的低下, 而是在于市场份额受到线上、线下挑战, 营收增速遭遇转型中管理性付费的打击, 从而导致各项指标受到压力; 因此, 我们将注意力集中在公司市场份额的守卫与突破;
- 根据公司 2013 年以及 2014 年一季度的营收下降趋势, 我们预计, 随着物流系统的全面整合升级完成、以及公司内部组织结构双线整合的初步完成, 公司 2014 年全年将在下半年营收增速有所回升; 最坏的估计, 营收保持 2014 年 1 季度的负增速 -14%; 而未来 2 年增速将显著转正;
- 由下图可见, 虽然大家电是下滑态势, 但通讯类、数码、小家电、白电等都是上升态势, 再加上公司易购与开放平台的成长, 将对公司总营收的增长形成支撑;

图表29: 苏宁云商产品营收占比%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表30: 苏宁云商产品毛利润占比%



- 公司并入了红孩子母婴电商和 PPTV 两个较大团队, 后期整合会导致管理费用占比略有上升, 我们假设随着营业收入的恢复性增长, 公司 2014~16 年的管理费用占比将维持在 2.66%; 而基于公司物流系统与基地的完善, 运营效率将有所提升, 再协同营收的增长, 我们假设运营费用率将逐年有所下降 2014~2016 年为 12%/11.4%/11.2%.

图表31: 销售预测

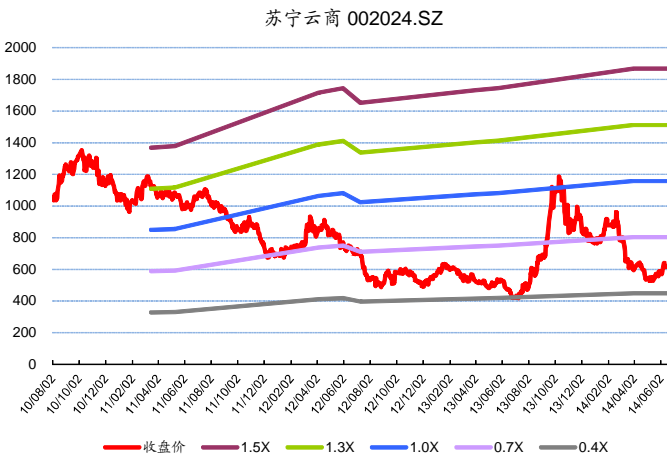
项目	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015	2016
销售总收入(百万元)	58300.15	75504.74	93888.58	98357.16	105292.23	90551.32	90551.32	99606.45
销售总成本(百万元)	48185.79	62040.71	76104.66	80884.65	89279.06	78565.57	78565.57	86029.30
毛利(百万元)	10114.36	13464.03	17783.92	17472.52	16013.17	11985.75	11985.75	13577.15
平均毛利率	17.35%	17.83%	18.94%	17.76%	15.21%	13.24%	13.24%	13.63%
营业税金及附加(百万元)	271.52	268.13	369.75	313.08	329.94	283.75	283.75	312.13
营业税金及附加/销售收入	0.47%	0.36%	0.39%	0.32%	0.31%	0.31%	0.31%	0.31%
营业费用(百万元)	5,192.36	6,809.11	9,367.35	11,810.94	12,739.71	10,866.16	10,322.85	11,155.92
营业费用/销售收入	8.91%	9.02%	9.98%	12.01%	12.10%	12.00%	11.40%	11.20%
管理费用(百万元)	912.09	1,250.31	2,088.64	2,350.11	2,805.67	2,412.87	2,412.87	2,654.16
管理费用/销售收入	1.56%	1.66%	2.22%	2.39%	2.66%	2.66%	2.66%	2.66%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

估值与投资建议

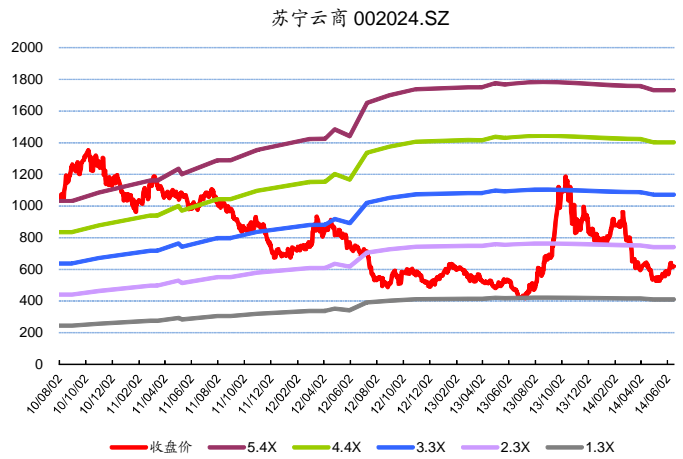
- 估值: 从 PS 与 PB 来看, 处于历史低位。
 - 公司目前出现亏损, 所以 PE 暂时不具参考价值; 我们看到, 公司的 PS 和 PB 都处于历史的低位, 而前期大量投入的 IT、物流以及并购投资, 有较大的可能逐步进入收获期。
 - 我们给予公司未来 6-12 个月 6.13~7.97 元目标价位, 相当于 0.5~0.65x14PS;
- 投资建议
 - 我们认为: 1. 苏宁之崛起, 在于其最早以市场化营销空调为切入点, 越过层级经销商提供了家电产品从厂商直达消费者的优质优价全国门店网络渠道; 而今面临的挑战, 在于电商跨越其线下门店构建起更低价、更高效的在线渠道; 2. 未来的零售, 将是多渠道取代单渠道, 仅有线上或线下都不可长久; 而公司已在物流、入口、全渠道整合上巨资投入, 奠定未来多渠道竞争力基础; 3. 公司若能将自身门店网络资源优势与新构建资源相协同, 重建电商及小规模对手无法复制的护城河, 公司的重新崛起或有可能。目前处于窗口期, 值得密切关注。给予“增持”评级。

图表32: 苏宁云商 PS-Band



来源: Wind, 国金证券研究所

图表33: 苏宁云商 PB-Band



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	93,889	98,357	105,292	90,551	90,551	99,606	货币资金	22,740	30,067	24,806	30,000	35,000	38,000
增长率		4.8%	7.1%	-14.0%	0.0%	10.0%	应收款项	2,231	1,699	1,894	2,574	2,574	2,831
主营业务成本	-76,105	-80,885	-89,279	-78,566	-78,566	-86,029	存货	13,427	17,222	18,258	14,314	14,314	15,673
%销售收入	81.1%	82.2%	84.8%	86.8%	86.8%	86.4%	其他流动资产	5,027	4,438	8,544	6,489	6,489	6,833
毛利	17,784	17,473	16,013	11,986	11,986	13,577	流动资产	43,425	53,427	53,502	53,376	58,376	63,338
%销售收入	18.9%	17.8%	15.2%	13.2%	13.2%	13.6%	%总资产	72.6%	70.1%	65.0%	68.0%	70.0%	72.1%
营业税金及附加	-370	-313	-330	-284	-284	-312	长期投资	1,718	2,345	3,872	3,873	3,872	3,872
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	8,601	11,065	14,700	15,010	15,274	15,192
营业费用	-9,367	-11,811	-12,740	-10,866	-10,323	-11,156	%总资产	14.4%	14.5%	17.9%	19.1%	18.3%	17.3%
%销售收入	10.0%	12.0%	12.1%	12.0%	11.4%	11.2%	无形资产	5,530	7,106	8,304	6,250	5,811	5,403
管理费用	-2,089	-2,350	-2,806	-2,413	-2,413	-2,654	非流动资产	16,361	22,734	28,749	25,135	24,959	24,469
%销售收入	2.2%	2.4%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	%总资产	27.4%	29.9%	35.0%	32.0%	30.0%	27.9%
息税前利润 (EBIT)	5,958	2,998	138	-1,577	-1,034	-545	资产总计	59,786	76,162	82,252	78,512	83,335	87,807
%销售收入	6.3%	3.0%	0.1%	n.a	n.a	n.a	短期借款	1,786	1,797	1,164	5,358	10,410	11,287
财务费用	403	186	149	797	751	749	应付款项	32,237	38,577	41,206	36,095	36,069	39,492
%销售收入	-0.4%	-0.2%	-0.1%	-0.9%	-0.8%	-0.8%	其他流动负债	1,615	871	1,044	256	256	280
资产减值损失	-70	-180	-220	0	0	0	流动负债	35,638	41,245	43,414	41,708	46,734	51,058
公允价值变动收益	0	-4	83	0	0	0	长期贷款	0	0	594	594	594	595
投资收益	152	13	34	0	0	0	其他长期负债	1,118	5,805	9,541	7,946	7,946	7,946
%税前利润	2.4%	0.4%	23.5%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	36,756	47,050	53,549	50,248	55,274	59,599
营业利润	6,444	3,014	184	-780	-283	204	普通股股东权益	22,328	28,459	28,369	28,198	28,262	28,677
营业利润率	6.9%	3.1%	0.2%	n.a	n.a	0.2%	少数股东权益	702	652	334	66	-201	-469
营业外收支	29	228	-40	0	0	0	负债股东权益合计	59,786	76,162	82,252	78,512	83,335	87,807
税前利润	6,473	3,242	144	-780	-283	204	比率分析						
利润率	6.9%	3.3%	0.1%	n.a	n.a	0.2%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-1,587	-736	-40	216	79	-57	每股指标						
所得税率	24.5%	22.7%	27.8%	n.a	n.a	27.8%	每股收益	0.689	0.362	0.050	-0.040	0.009	0.056
净利润	4,886	2,505	104	-563	-204	147	每股净资产	3.191	3.855	3.842	3.819	3.828	3.884
少数股东损益	65	-171	-267	-267	-267	-267	每股经营现金净流	0.942	0.718	0.303	0.165	0.202	0.476
归属于母公司的净利润	4,821	2,676	372	-296	63	415	每股股利	0.050	0.100	0.150	0.000	0.000	0.000
净利率	5.1%	2.7%	0.4%	n.a	0.1%	0.4%	回报率						
							净资产收益率	21.59%	9.40%	1.31%	-1.05%	0.22%	1.45%
							总资产收益率	8.06%	3.51%	0.45%	-0.38%	0.08%	0.47%
							投入资本收益率	17.99%	6.52%	0.26%	-2.70%	-1.59%	-0.82%
							增长率						
							主营业务收入增长率	24.35%	4.76%	7.05%	-14.00%	0.00%	10.00%
							EBIT增长率	16.00%	-49.68%	-95.40%	#####	-34.45%	-47.27%
							净利润增长率	20.48%	-44.49%	-86.11%	N/A	N/A	556.26%
							总资产增长率	36.16%	27.39%	8.00%	-4.55%	6.14%	5.37%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	5.7	5.8	3.4	6.1	6.1	6.1
							存货周转天数	54.9	69.2	72.5	66.5	66.5	66.5
							应付账款周转天数	36.8	42.8	42.9	42.4	42.4	42.4
							固定资产周转天数	28.6	31.8	37.3	43.4	43.3	37.9
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-90.99%	-81.77%	-62.59%	-67.10%	-67.40%	-74.57%
							EBIT利息保障倍数	-14.8	-16.1	-0.9	2.0	1.4	0.7
							资产负债率	61.48%	61.78%	65.10%	64.00%	66.33%	67.88%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	3	4	13
增持	0	1	3	11	22
中性	0	0	5	9	12
减持	0	0	2	3	5
评分	0	1.50	2.33	2.38	2.27

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD