

## 营收增长、利润亏损收窄，联姻阿里创共赢

■**营收增长,利润亏损收窄。**8月28日晚公司发布半年报,15H1实现营收630.37亿元,同比增长23.24%(15Q1、Q2增速分别为28.77%、18.76%);归母净利润3.48亿元(去年同期-7.55亿元);扣非后归母净利润-7.49亿元(去年同期-8.21亿元),利润亏损收窄;EPS 0.05元。报告期内公司聚焦渠道建设、商品运营及服务提升,收入实现较快增长,REITs贡献税后净利润约10.22亿元带动本期盈利3.48亿元。

■**线上用户粘性增强,转化率提升,线上运营逐步改善。**15H1GMV为181.67亿元,同比增104.65%(15Q1-Q2增速分别为101.54%、106.68%),其中自营商品实现146.05亿元,同比增长76.35%(15Q1、Q2增速分别为:78.70%、74.79%),开放平台实现35.62亿元,同比增长498.55%(15Q1、Q2增速分别为460.55%、519.22%)。苏宁线上运营始终坚持以用户体验为中心。一方面优化购物流程,持续丰富商品SKU,另一方面不断提升精准推荐,智能推送,同时服务能力不断增强,用户粘性持续增强,转化率不断提升。

■**提升核心门店,打造“云店”,开设易购服务站,丰富O2O渠道。**15H1线下实现收入484.77亿元,同比增长13.08%(15Q1、Q2增速分别为:20.35%、6.97%)。报告期内门店销售增长较好,公司可比店面同比增长8.92%。①线下门店调整优化,海外网络积极布局。②尝试互联化-云店,完善O2O模式。③积极拓展农村电商市场,下沉渠道建设。

■**物流建设持续完善,金融产品陆续推出,PPTV转型新业务。**第一,不断完善物流网络布局,发挥O2O融合优势。15年苏宁物流公司升级为苏宁物流集团,对物流管理体系进行了调整、优化,逐步完成由企业物流向物流企业、由成本中心向利润中心转型。截止15年6月末,公司拥有物流仓储及相关配套总面积达到452万平方米。第二,金融产品陆续推出。公司成立独立的苏宁金融子集团,完善优化组织团队,致力于新产品的开发和创新创业态模式的搭建。第三,围绕互联网视频生态圈,打造PPTV新业态新业务。报告期内PPTV业务实现全面发展,PPTV视频体系月度实现覆盖用户数3.7亿。PPTV聚力围绕在线视频、家庭互联网、PP云业务和PP体育四个板块逐次发力。考虑到报告期内PPTV亏损3.90亿元,同时在未来一定时期内仍将处于投入期,且经营处于亏损,我们不排除未来剥离的可能。阿里283亿战略入股苏宁19.99%股权正式宣告:线上、线下商业巨擘资本联姻引领商业模式迈入O2O新纪元。

■**维持盈利预测,维持买入-A评级。**定增后对应摊薄EPS分别为0.07元,0.09元,0.19元,当前股价对应PE分别为221倍,172倍,81倍。维持买入-A评级。

■**风险提示:**零售终端消费低迷,转型不达预期,定增落地存在不确定性。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	105,292.2	108,925.3	139,517.6	183,736.7	241,025.4
净利润	371.8	866.9	512.1	862.7	1,762.0
每股收益(元)	0.05	0.12	0.07	0.09	0.19
每股净资产(元)	3.84	3.97	4.23	6.60	6.79

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	309.4	128.9	221.0	171.9	81.4
市净率(倍)	4.0	3.9	3.7	2.3	2.3
净利润率	0.4%	0.8%	0.4%	0.5%	0.7%
净资产收益率	0.4%	2.8%	1.0%	1.2%	2.5%
股息收益率	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	5.2%	-19.6%	-17.8%	28.7%	1.8%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

22.21元

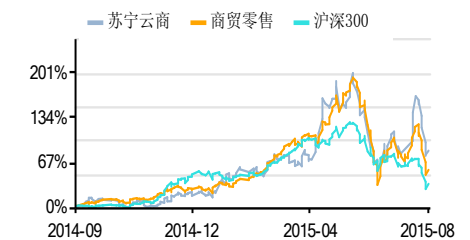
股价(2015-08-28)

15.47元

交易数据

总市值(百万元)	114,215.68
流通市值(百万元)	77,625.60
总股本(百万股)	7,383.04
流通股本(百万股)	5,017.81
12个月价格区间	7.37/22.80元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	23.36	11.73	65.30
绝对收益	11.06	-19.13	109.91

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号: S1450515050001  
liuzm@essence.com.cn  
021-68765076

报告联系人

张璐芳

021-68766135

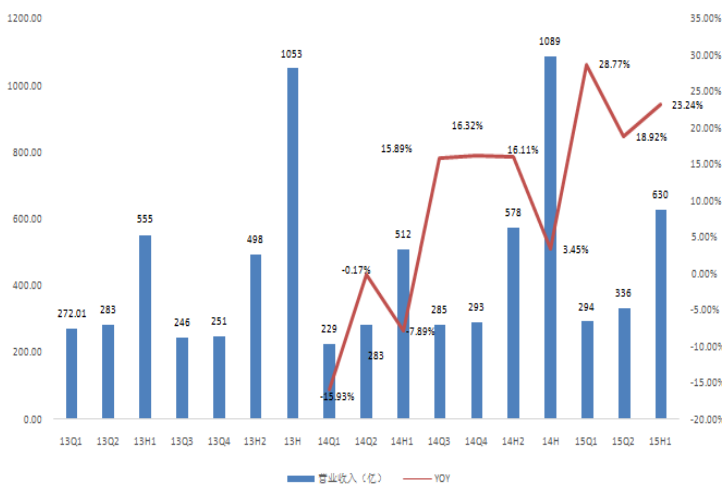
zhanglf2@essence.com.cn

相关报告

- 金麟岂是池中物,携手阿里 2015-08-11  
共化龙。O2O 战风云起,多  
点合作创未来!
- 股权激励再起航,利益绑定 2015-07-10  
共谋转型
- 金融生态圈添新丁,战略转 2015-05-29  
型好戏连台

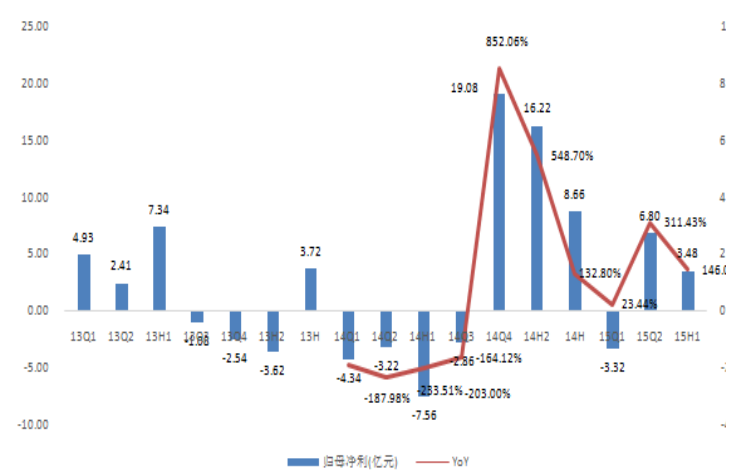
**营收增长，利润亏损收窄。**8月28日晚公司发布半年报，15H1实现营收630.37亿元，同比增长23.24%（15Q1、Q2增速分别为28.77%、18.76%）；归母净利润3.48亿元（去年同期-7.55亿元）；扣非后归母净利润-7.49亿元（去年同期-8.21亿元），利润亏损收窄；EPS 0.05元。报告期内公司聚焦渠道建设、商品运营及服务提升，收入实现较快增长，REITs贡献税后净利润约10.22亿元带动本期盈利3.48亿元。

图 1: 13-15H1 营收及增速



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

图 2: 13-15H1 净利润及增速

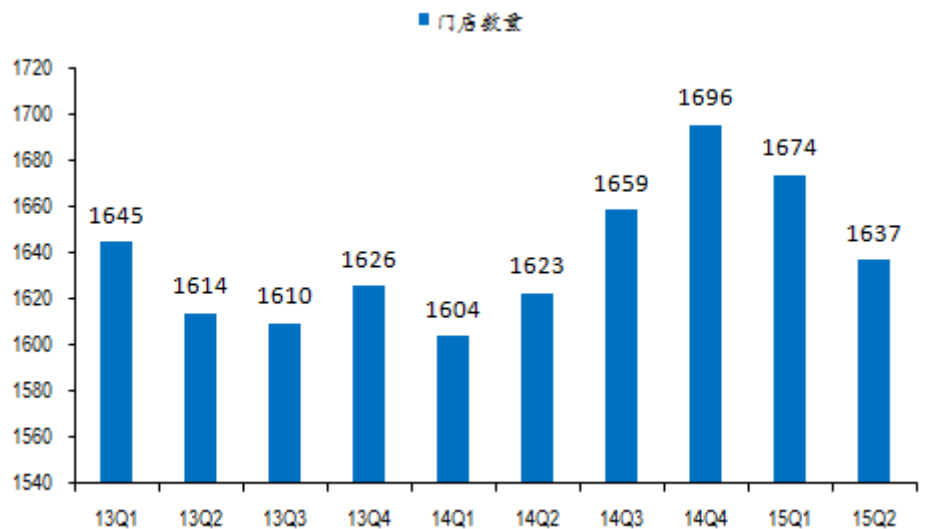


数据来源：公司公告 安信证券研究中心

**线上用户粘性增强，转化率提升，线上运营逐步改善。**15H1GMV为181.67亿元，同比增104.65%（15Q1-Q2增速分别为101.54%、106.68%），其中自营商品实现146.05亿元，同比增长76.35%（15Q1、Q2增速分别为78.70%、74.79%），开放平台实现35.62亿元，同比增长498.55%（15Q1、Q2增速分别为460.55%、519.22%）。苏宁线上运营始终坚持以用户体验为中心。一方面优化购物流程，持续丰富商品SKU，另一方面不断提升精准推荐，智能推送，同时服务能力不断增强，用户粘性持续增强，转化率不断提升。①移动端运营能力得到极大提升：15年6月移动端订单数量占线上整体比例提升至55.88%（去年同期仅为20%）；②零售体系会员数大增：15年6月末，零售体系会员总数1.98亿（去年同期为1.31亿），上半年从苏宁易购各终端首次注册会员数增加2087万，活跃会员数增加到3500万（较年初增加800万）；③商品丰富度得到提高：15年6月末，公司商品SKU数量达到1220万（去年同期400万），开放平台商户数近1.5万家（去年同期8076家）。

**提升核心门店，打造“云店”，开设易购服务站，丰富O2O渠道。**15H1线下实现收入484.77亿元，同比增长13.08%（15Q1、Q2增速分别为20.35%、6.97%）。报告期内门店销售增长较好，公司可比店面同比增长8.92%。其中旗舰店同比增速为7.64%，中心店同比增速为8.76%，社区店同比增速为13.16%，县镇店同比增速为13.61%，乐购仕店同比增速为-1.26%。①线下门店调整优化，海外网络积极布局。截至15年6月末，公司在大陆市场新进地级以上城市292个，拥有连锁店面1584家，其中购置店面13家，自行开发店面9家；在香港、澳门地区合计拥有连锁店面29家，日本市场拥有连锁店面24家。总计店面1637家。②尝试互联化-云店，完善O2O模式。报告期内在南京、上海首开两家“云店”。作为O2O融合的标志性产品，云店集全品类商品展示、互动体验、休闲娱乐、购物服务等于一体，将线上便利与线下体验完美融合。公司将不断优化完善云店模型，在全国进行推广复制。③积极拓展农村电商市场，下沉渠道建设。报告期内布局287家易购服务站，公司将再接再厉，通过拓展加盟、合作网点与代理方式完成年度1500家的目标。易购服务站的发展对于用户拓展、服务体验及物流效率的提升有较大的推动，未来将逐渐体现在收入端，目前平均一个镇可以做到年收入1000万左右（扫码约500-600万，线上交易500-600万）。

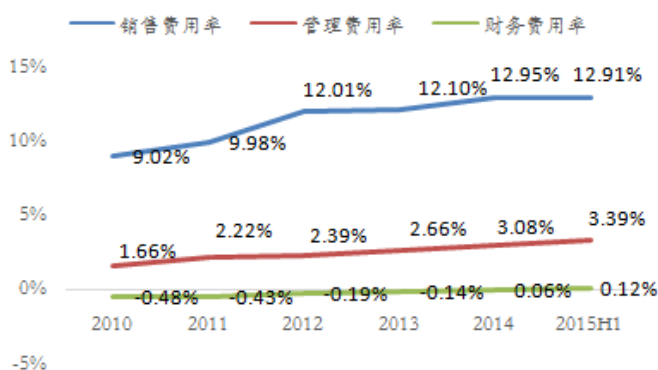
图 3: 门店数量



数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

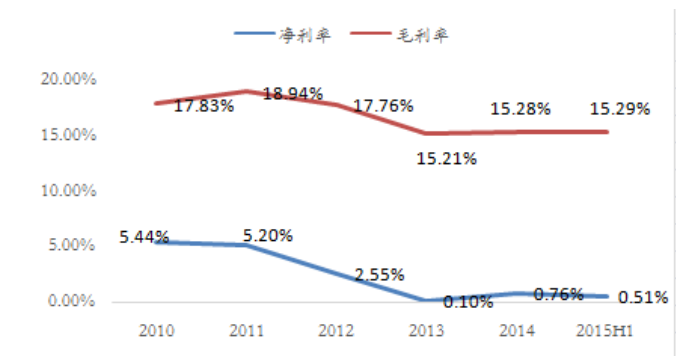
毛利率微幅上升, 期间费用率略有增加。公司 15H1 实现毛利率 15.46%, 同比增加 0.40 个百分点, 线上线下产品差异化运营、定价调整、商品型号结构错位调整初见效果, 致综合毛利率小幅上升。报告期内费用略有增加, 期间费用率 16.61%, 同比增加 0.21 个百分点。其中, 销售费用率 13.06%, 同比减少 0.12 个百分点, 主要系广告促销费用增加所致; 管理费用率 3.43%, 同增增加 0.29 个百分点, 系提升员工薪酬待遇, 以及在 IT、物流、金融、超市等领域的加快人才引进所致; 财务费用率 0.12%, 同比增加 0.04 个百分点。本期出售物业贡献税后净利润 10.22 亿元, 抵消营业利润亏损 8.92 亿元, 上半年盈利 3.48 亿元, 15H1 实现净利率 0.51%, 同比增加 2.05 个百分点。

图 4: 10-15H1 三项费用率



数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

图 5: 10-15H1 毛利率、净利率



数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

物流建设持续完善, 金融产品陆续推出, PPTV 转型新业务。第一, 不断完善物流网络布局, 发挥 O2O 融合优势。15 年苏宁物流公司升级为苏宁物流集团, 对物流管理体系进行了调整、优化, 逐步完成由企业物流向物流企业、由成本中心向利润中心转型。截止 15 年 6 月末, 公司拥有物流仓储及相关配套总面积达到 452 万平方米。①物流设施建设方面: 北京、广州、南京一期三个自动化仓库改造投产, 上海、沈阳两个自动化拣选中心建成投入使用, 西安、南京二期、杭州、武汉、成都等 7 个自动化拣选中心在建; 已有 25 个区域配送中心建成投入使用, 石家庄、太原、郑州、长沙等 12 个区域配送中心在建, 并完成了 22 个区域配送中心土地签约储备。②物流运营方面: 充分发挥公司物流网络资源和门店优势, 提升物流服务产品市场竞争力, 夯实“最后一公里”建设, 截至 6 月末, 公司拥有 2721 家快递点(兼具自提功能)。在全国 295 个城市, 1364 个区县实现“次日达”, 同时公司积极利用 O2O 优势, 近 200 个城市、2000 条街道实现“急速达”; 针对消费者需求比较旺盛的区域, 北京、上海、成都、广州、南京、武汉、沈阳、西安 8 个城市实现“一日三送”承诺, 在 56 个城市、158 个区县实现“半日达”。此外,



跨境电商方面也在逐步优化，目前已建成杭州、广州两个保税仓，另外 6 个在建中，预计 10 月份实现全部运作。未来将重点打造美国、日本、香港三个采购基地。**③物流社会化运作方面：**苏宁物流中 50%-60% 冗余的问题可以通过第三方业务的发展得到解决，一方面提升收入，另一方面降低平均成本，其社会化价值及运营效率将得到进一步提升。公司推进的 SWL 仓配一体的服务，可以使平台商户与苏宁自营产品一样，享受基于苏宁物流云技术的仓储、标准服务和定制化服务，目前已有多家家电、日化类平台商户在使用苏宁的 SWL 仓配一体服务。同时，苏宁物流社会化运作还为苏宁物流云平台的发布提供了很好的信息和数据基础。

图6：物流网络完善布局



数据来源：安信证券研究中心

**第二，金融产品陆续推出。**公司成立独立的苏宁金融子集团，完善优化组织团队，致力于新产品的开发和创新业态模式的搭建。**①在支付上，**苏宁金融加速“易付宝+本地生活”模式的推广，实现用户支付全场景覆盖；在理财业务上，通过设计多样化的理财产品，满足不同用户的投资需求；**②在供应链金融上，**以苏宁生态链为基础，逐层拓展外部客户，推出小微企业贷款产品；**③在众筹业务上，**完成回报型、公益型、收益型众筹布局；**④在消费信贷上，**苏宁消费金融公司 5 月底开业运营，推出个人信用消费产品“任性付”，有效拉动消费提高用户粘性。**第三，围绕互联网视频生态圈，打造 PPTV 新业态新业务。**报告期内 PPTV 业务实现全面发展，PPTV 视频体系月度实现覆盖用户数 3.7 亿。PPTV 聚力围绕在线视频、家庭互联网、PP 云业务和 PP 体育四个板块逐次发力。**①在线视频：**逐渐加强内容布局，尤其是自制内容的成长，PPTV 投资的网络自制剧，如《执念师》、《纳妾记》都取得了不错的播放业绩和良好的业界口碑，《执念师》连续五周占据网络自制剧排行榜首。**②智能硬件：**PPTV 的操作系统 PPOS 和智能硬件产品陆续面试，高端电视产品 PPTV-43P、55P 获得良好市场口碑。**③PP 云：**实现了剥离和整合，将面向地方电视台、教育系统进一步开拓 B2B 市场。**④PP 体育：**继上半年奔跑中国，创办自有 IP 跑步赛事，进一步独立运营，从体育传媒平台向体育全产业链公司转型。考虑到报告期内 PPTV 亏损 3.90 亿元，同时在未来一定时期内仍将处于投入期，且经营处于亏损，我们不排除未来剥离的可能。

图 7：PPTV 生态圈



数据来源：安信证券研究中心

**阿里 283 亿战略入股苏宁 19.99% 股权正式宣告：线上、线下商业巨擘资本联姻引领商业模式迈入 O2O 新纪元。第一，彼此在线上、线下方面的资源互补，将打破场景限制，升级 O2O 战略。**①于苏宁而言，阿里将为其带来巨大流量优势。苏宁在电商方面发力稍晚，且受公司体量较大影响，行动略缓。其在转型过程中最需要的是线上流量的支持，电商巨头阿里入股将完美解决这一问题。阿里体系的线上资源十分丰富，除了天猫之外，还有淘宝、微博、支付宝、UC 浏览器、高德地图等一大波亿级用户的互联网、移动互联网产品可以利用，为苏宁导流并非难事。天猫电器城当前年收入约 2000 亿，两年后预期苏宁可在天猫上获得 20% 份额，实现年收入 300-400 亿，增厚公司收入。②对阿里而言，苏宁将为其提供线下场景展示和维修服务，从而帮助阿里改变当前线下服务缺乏，售后受到诟病的缺陷，实现线上、线下融合的 O2O。苏宁拥有辐射全国的 1600 多家线下门店、5000 个售后服务网点以及下沉到四五线城市的易购服务站，与阿里巴巴强大线上体系无缝对接创新 O2O 运营模式，二者结合在门店体验方面可以进行较好的合作，对于双方市场份额的提升都有着正面的促进意义。**第二，苏宁深耕家电领域具有深厚的供应商资源及较强的议价能力，与阿里合作探索如何在联合采购上实现协同效应，得到供应链倾斜。**双方结合将通过苏宁的采购和阿里的数据真正发展 C2B 产品的定制和联合采购。C2B 有望提升毛利率，参考家电品类的 C2B 产品，或可提升 5-10 个点。合作可以实现供应商共享、联合采购，有利于进一步打通供应链层级、扩充品类、提升毛利率，实现长期盈利。苏宁在家电领域的资源优势及议价能力，可以弥补阿里家电运营缺陷；同时阿里的线上流量优势、移动互联网布局能够放大苏宁线下门店、供应链体系价值，双方实现长期共赢。

**维持盈利预测，维持买入-A 评级。**苏宁联姻阿里，是中国领先零售与电商龙头的全面股权合作，开启实体零售与互联网渠道融合的大时代，引领中国零售变革提效。作为 A 股零售龙头，苏宁将通过零售+，加各种外部资源，透过渠道与服务拓展用户，增强粘性，丰富品牌内涵。不考虑定增，我们预计 15-17 年 EPS 分别为 0.13 元，0.16 元，0.20 元，当前股价对应 PE 分别为 119 倍，97 倍，77 倍；定增后对应摊薄 EPS 分别为 0.07 元，0.09 元，0.19 元，当前股价对应 PE 分别为 221 倍，172 倍，81 倍。维持买入-A 评级。

## 财务报表预测和估值数据汇总(2015年08月30日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>105,292.2</b>	<b>108,925.3</b>	<b>139,517.6</b>	<b>183,736.7</b>	<b>241,025.4</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	89,279.1	92,284.6	118,171.4	155,257.5	203,184.4	营业收入增长率	7.1%	3.5%	28.1%	31.7%	31.2%
营业税费	329.9	357.2	432.5	588.0	771.3	营业利润增长率	-93.9%	-893.3%	-25.6%	25.5%	128.8%
销售费用	12,739.7	14,105.0	18,276.8	23,885.8	30,369.2	净利润增长率	-86.1%	133.2%	-40.9%	68.5%	104.2%
管理费用	2,805.7	3,356.6	4,255.3	5,420.2	6,387.2	EBITDA 增长率	-69.2%	-113.8%	249.2%	-102.5%	14,251.9
财务费用	-149.1	66.8	70.0	70.0	70.0	EBIT 增长率	-98.8%	-4,100.6	26.6%	-26.5%	-135.8%
资产减值损失	219.9	175.0	191.5	195.5	187.3	NOPLAT 增长率	-98.9%	-4,799.2	24.4%	-21.5%	-114.7%
加:公允价值变动收益	83.0	-9.3	26.0	35.0	48.0	投资资本增长率	1,158.2	37.1%	-148.5%	-334.4%	-151.8%
投资和汇兑收益	33.9	-29.8	21.0	279.0	290.0	净资产增长率	-1.4%	2.9%	6.0%	96.1%	2.6%
<b>营业利润</b>	<b>183.9</b>	<b>-1,458.9</b>	<b>-1,832.9</b>	<b>-1,366.3</b>	<b>394.0</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-39.5	2,431.6	2,410.0	2,521.0	1,892.0	毛利率	15.2%	15.3%	15.3%	15.5%	15.7%
<b>利润总额</b>	<b>144.4</b>	<b>972.6</b>	<b>577.1</b>	<b>1,154.7</b>	<b>2,286.0</b>	营业利润率	0.2%	-1.3%	-1.3%	-0.7%	0.2%
减:所得税	40.1	148.6	254.0	431.0	723.0	净利润率	0.4%	0.8%	0.4%	0.5%	0.7%
<b>净利润</b>	<b>371.8</b>	<b>866.9</b>	<b>512.1</b>	<b>862.7</b>	<b>1,762.0</b>	EBITDA/营业收入	1.1%	-0.1%	-0.4%	0.0%	0.8%
						EBIT/营业收入	0.0%	-1.3%	-1.3%	-0.7%	0.2%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	固定资产周转天数	33	38	31	23	18
货币资金	24,806.3	22,274.5	33,051.7	50,945.9	65,526.3	流动营业资本周转天数	-56	-51	-53	-54	-53
交易性金融资产	2,862.1	2,644.7	2,697.6	2,751.5	2,806.6	流动资产周转天数	183	172	164	170	172
应收账款	1,893.0	2,449.4	2,844.5	4,015.0	5,237.7	应收账款周转天数	6	7	7	7	7
应收票据	0.6	-	7.8	2.4	11.0	存货周转天数	61	57	58	58	58
预付账款	4,121.2	3,851.8	6,028.6	6,961.3	10,219.1	总资产周转天数	271	273	243	245	242
存货	18,258.4	16,038.5	29,181.8	30,419.8	46,666.1	投资资本周转天数	11	24	5	5	3
其他流动资产	1,560.9	3,388.5	2,094.2	2,347.9	2,610.2	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	268.0	1,549.5	2,919.3	2,977.7	3,037.3	ROE	0.4%	2.8%	1.0%	1.2%	2.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.1%	1.0%	0.3%	0.5%	0.9%
长期股权投资	2,107.3	1,346.9	1,346.9	15,346.9	15,346.9	ROIC	5.2%	-19.6%	-17.8%	28.7%	1.8%
投资性房地产	1,014.7	1,014.1	1,014.1	1,014.1	1,014.1	<b>费用率</b>					
固定资产	10,749.6	12,155.4	11,734.8	11,732.4	12,566.3	销售费用率	12.1%	12.9%	13.1%	13.0%	12.6%
在建工程	3,939.9	3,230.8	4,157.2	5,083.6	5,546.8	管理费用率	2.7%	3.1%	3.1%	2.9%	2.7%
无形资产	6,811.7	7,051.4	6,744.0	6,436.6	6,129.2	财务费用率	-0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	14.6%	16.1%	16.2%	16.0%	15.3%
<b>资产总额</b>	<b>82,251.7</b>	<b>82,193.7</b>	<b>106,816.9</b>	<b>143,607.6</b>	<b>180,255.8</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	1,109.9	1,836.5	-	-	-	资产负债率	65.1%	64.1%	70.7%	57.3%	65.1%
应付账款	15,462.7	13,869.4	23,774.8	26,123.2	38,749.1	负债权益比	186.6%	178.3%	241.3%	134.0%	186.2%
应付票据	25,235.8	22,442.1	41,574.0	41,876.9	66,205.9	流动比率	1.23	1.20	1.13	1.35	1.23
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.81	0.82	0.70	0.93	0.80
长期借款	593.8	914.2	-	1,125.4	-	利息保障倍数	-0.23	-20.84	-25.18	-18.52	6.63
其他非流动负债	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>53,548.8</b>	<b>52,656.9</b>	<b>75,520.3</b>	<b>82,244.6</b>	<b>117,270.2</b>	DPS(元)	-	0.05	-	-	-
少数股东权益	333.6	254.9	65.9	-73.1	-272.1	分红比率	0.0%	42.6%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	7,383.0	7,383.0	7,383.0	9,310.0	9,310.0	股息收益率	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	21,106.4	21,965.8	23,847.7	52,126.1	53,947.7						
<b>股东权益</b>	<b>28,702.9</b>	<b>29,536.8</b>	<b>31,296.6</b>	<b>61,363.0</b>	<b>62,985.6</b>						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	EPS(元)	0.05	0.12	0.07	0.09	0.19
净利润	104.3	824.0	512.1	862.7	1,762.0	BVPS(元)	3.84	3.97	4.23	6.60	6.79
加:折旧和摊销	1,616.1	1,725.8	1,228.0	1,309.8	1,473.5	PE(X)	309.4	128.9	221.0	171.9	81.4
资产减值准备	219.9	175.0	-	-	-	PB(X)	4.0	3.9	3.7	2.3	2.3
公允价值变动损失	-83.0	9.3	26.0	35.0	48.0	P/FCF	-64.5	-773.5	13.1	-13.6	9.7
财务费用	201.9	188.9	70.0	70.0	70.0	P/S	1.1	1.1	0.8	0.8	0.6
投资损失	-33.9	29.8	-21.0	-279.0	-290.0	EV/EBITDA	39.9	-296.5	-147.7	6,813.7	39.2
少数股东损益	-267.5	-42.9	-189.0	-139.0	-199.0	CAGR(%)	90.7%	23.8%	-49.5%	90.7%	23.8%
营运资金的变动	1,014.0	-2,949.2	14,664.4	633.1	15,287.6	PEG	3.4	5.4	-4.5	1.9	3.4
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>2,238.5</b>	<b>-1,381.4</b>	<b>16,290.5</b>	<b>2,492.6</b>	<b>18,152.1</b>	ROIC/WACC	0.5	-1.8	-1.6	2.6	0.2
投资活动产生现金流量	-10,048.4	-2,007.0	-2,847.2	-15,791.9	-2,332.9	REP	15.3	-3.1	12.2	3.8	-97.4
融资活动产生现金流量	2,874.2	628.5	-2,666.1	31,193.5	-1,238.8						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测



## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

刘章明声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

