

# 门店深度优化，电商延续较快增长

2014 年 12 月 30 日

## 投资要点

- ❖ **线下深度优化调整，回笼现金滚动发展，轻资产锁定长期租约。**预计 2015 年苏宁线下门店将有较大调整：1) 展店策略，四五线城市将以“服务站”（200-300 m<sup>2</sup>）形式加速下沉，将较少开设四五线社区店；2) 业态调整：旗舰店大幅减少家电陈列面积，增加娱乐/餐饮业态聚集客流，转租收入摊薄成本；3) 运营优化：员工以门店为中心，深入社区激活用户。门店调整有望带来客流量提升进而拉动线下销售。近期 11 家自有物业门店 REITs 顺利完成，回笼 36 亿元现金将投入收购优质物业，利用 REITs 等资产创新产品以轻资产模式锁定优质门店的长期租约。
- ❖ **双线融合渐上正轨，料 2014Q4 及 2015 年线上延续较快增长。**综合调研及第三方统计，预计公司 2014Q4 线上 GMV 增长约 50%（2014H2：51%）。2015 年线上业务看点：1) 超市品类重点突破，打造 3C+超市专业电商形象，2015 年有望实现 50 亿元销售额；2) 开放平台逐渐成熟，交易额延续快速增长（2014H2 环比增速有望超 100%）；3) 以服务站+易购形式下沉低线地区，挖掘农村电商。我们预计 2015 年苏宁线上交易额有望实现 50%以上较快增长。
- ❖ **供应链积极创新，商品+服务提升消费粘性。**商品方面，“苏宁众包”整合下游消费需求数据与上游供应商产能，“以销定产”变革供应链，C2B 式定制包销占比料将提升。服务方面，苏宁依托其消费者与供应商资源/巨额现金，拥有建立商业-金融-服务生态圈的有利条件，未来消费金融规模料将快速增长，预计 2015 年供应链融资规模可达 300 亿元。跨境电商业务 2014 年 11 月初步试点，预计 2015 年 2 月全面上线。考虑公司海外供应链具备一定基础，自有跨境物流未来将助力“海淘”做大。此外，公司正在积极尝试新业务（例如汽车销售等），未来进展值得关注。
- ❖ **风险提示。**线上增长低于预期；门店业态调整影响收入等。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**维持公司 2014/15/16 年 EPS0.09/-0.07/0.00 元预测。公司全面转型互联网零售路径清晰，2015 年线下门店效率料将优化、线上收入有望持续高增长。基本面改善+创新活跃持续催化股价，员工持股（认购均价 8.63 元）构筑安全边际，**维持“增持”评级及短期 10.8 元目标价。**

| 项目/年度           | 2012A | 2013A  | 2014E  | 2015E  | 2016E  |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）       | 98357 | 105292 | 106798 | 122983 | 139094 |
| 营业收入增长率(%)      | 4.8   | 7.1    | 1.4    | 15.2   | 13.1   |
| 净利润（百万元）        | 2676  | 372    | 630    | -526   | 23     |
| 净利润增长率(%)       | -44.5 | -86.1  | 69.5   | -183.5 | -104.4 |
| 每股收益 EPS（元）     | 0.36  | 0.05   | 0.09   | -0.07  | 0.00   |
| 摊薄净资产收益率 ROE（%） | 10.3  | 1.3    | 2.2    | -1.8   | 0.1    |
| 毛利率（%）          | 17.8  | 15.2   | 14.6   | 14.9   | 15.1   |
| 市盈率 PE（x）       | 25.6  | 184    | 102.2  | NA     | 2845   |

资料来源：中信数量化投资分析系统 注：股价为 2014 年 12 月 29 日收盘价



**增持（维持）**  
当前价：9.43 元  
目标价：10.8 元

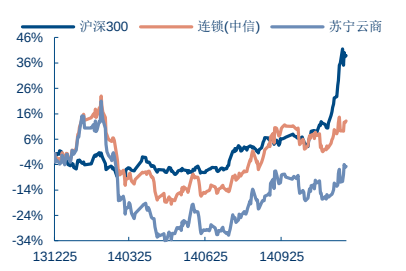
## 中信证券研究部

**赵雪芹**  
电话：021-20262131  
邮件：zxq@citics.com  
执业证书编号：S1010510120001

**周羽**  
电话：021-20262125  
邮件：yu\_zhou@citics.com  
执业证书编号：S1010513070005

**联系人：边潇男**  
电话：010-60836722  
邮件：bianxiaonan@citics.com

## 相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

## 主要数据

|              |                 |
|--------------|-----------------|
| 沪深 300 指数    | 3230.39 点       |
| 总股本/流通股本     | 7383/4940.7 百万股 |
| 近 12 月最高/最低价 | 11.37 元/6.19 元  |
| 近 1 月绝对涨幅    | 16.6%           |
| 近 6 月绝对涨幅    | 39.39%          |
| 今年以来绝对涨幅     | 1.88%           |
| 12 个月日均成交额   | 1071.83 百万元     |

## 相关研究

- 苏宁云商（002024）重大事项点评——消费金融牌照获批，提升中长期盈利前景(2014-12-18)
- 苏宁云商（002024）2014 年三季报点评——易购重回较快增长，线下同店显著回升(2014-10-31)
- 苏宁云商（002024）深度跟踪报告——双线布局基本完成，亏幅有望见底(2014-10-13)

## 线下深度优化，轻资产锁定长期租约

### 2015 年门店优化调整料将深化，全方位聚客导流

我们预计 2015 年苏宁线下门店将有较大调整，主要体现为展店策略、业态调整、运营优化三个方面。

**展店策略：**将以“服务站”形式加速下沉低线区域。公司自 2012 年起持续关闭低效社区店（2012/13/1-9M2014 分别关店 178/176/84 家），截至目前社区店已经基本调整完成，预计未来关店规模将明显缩小。同时公司加大四五线市场渗透力度，以“服务站”模式构建苏宁在县域及乡镇地区的渠道网络。服务站单店面积 200-300 平方米，以销售手机/空调等品类（样壳展示）为主，并结合线上提供虚实结合的体验（门店体验、APP 下单、门店自提等）。我们预计服务站将于 2015 年 1 月起开始铺开。

**业态调整：**门店业态深入优化，旗舰店减少家电面积，增加体验式业态聚集客流；以转租收入摊薄成本。苏宁传统门店大量面积用于家电等标准品的陈列展示，网购冲击下客流量迅速下降。为顺应消费习惯变迁趋势，公司已明确将大力调整门店业态组合。8000-10000m<sup>2</sup>的大店方面，我们预计家电陈列面积将减少至 4000-5000m<sup>2</sup>，增加母婴、游乐等业态（2500-3000m<sup>2</sup>）吸引客流；增设线上线下融合的精选超市（300-400m<sup>2</sup>）；引进类宜家模式的餐饮业态（以咖啡、面包等简餐为主，1000m<sup>2</sup>）。对于社区店（3000-4000m<sup>2</sup>），预计电器面积亦将明显收缩，剩余空间提供社区服务、售后服务。餐饮等新业态将招商运营，转租收入摊薄苏宁门店租金费用。门店业态调整或将于 2015 年 5 月全面展开。

**运营优化：**员工以门店为中心，深入社区激活用户。随苏宁后台系统融合顺利完成，前台门店运营模式、业绩考核与线上全面并轨。如：1）考核店员主动拓展门店周边小区、学校、企业大客户数量；2）激励员工维护苏宁 CRM 公众号及 APP 客户端，鼓励导购在微信开店；3）赋予门店调价权（此前需由门店导购向区域中心汇报）；4）云店（全场免费 WIFI、二维码墙、全网比价）模式逐步铺开。利用实体门店员工深入社区导入流量，可低成本激活用户并有望提升消费者复购率。

我们认为，苏宁线下门店调整进入深水区，“服务站”铺开、业态组合优化及门店员工作业模式变革为探索新型互联网门店良好尝试。新模式有望带来客流量提升，进而拉动线下销售。

### REITs 盘活自有物业，轻资产锁定长期租约

**11 家自有物业门店 REITs 顺利完成，盘活沉淀资产并回笼 36 亿元现金。**2014 年 12 月公司 11 家自有物业门店 REITs 交易顺利完成，资产转让价格 43.42 亿元、回笼约 36 亿元现金，预计实现税后净利润约 19.18 亿元（增厚 2014 年 EPS0.26 元）。交易完成后苏宁以长期租约租回物业继续经营。本次交易是公司创新资产运营的一次良好尝试。公司回笼巨额现金投入收购优质物业（例如二三线城市购物中心），利用 REITs 创新以轻资产锁定优质门店长期租约。

公司未来将考虑继续推进门店/物流平台资产运作。苏宁自有物业超过 600 万平，料将复制本次 REITs 模式盘活资产、增加现金流入、显著增厚中长期市值。1）截至 2014H1 公司旗下 352 万平方米仓储面积及约 200 万平在建项目（预计将于 2016 年启用），基于其工业用地属性判断其单价约 3000~4500 元/平方米，测算其 NAV 约 166~248 亿元。2）此外公司还有一二线城市优质商圈的约 26 万平方米自建店以及苏宁徐庄总部园区约 22.9 万平方米的办公楼。公司旗下自有物业合计面积超过 600 万平方米，质地优良，未来可产生稳定现金

流入。根据市场价格测算其 NAV 约 239~371 亿元，较其账面净值（2014H1：169 亿元）溢价达 70~202 亿元。在监管层鼓励资产证券化等金融创新的政策背景下，公司未来 REITs 盘活资产空间巨大，有望为公司增加巨量现金流入支持未来发展。

## 双线融合渐上正轨，料 2015 年线上延续较快增长

### 预计 2014Q4 GMV 增长约 50%，全年 GMV 约 250 亿元

**2014Q3 单季线上净 GMV 84.6 亿元，同比+52.3%。**受益物流 IT 系统调整到位带来的消费体验显著改善，公司 2014Q3 线上净 GMV 同比+52.3%，增速较 2014H1（约-22%）大幅回升。其中自营商品含税收入 73.2 亿元同比+31.6%，苏宁云台以免佣金模式集聚商户，Q3 平台净 GMV 11.5 亿元环比 Q2 增速在 80%以上。测算 2014Q3 线上收入（不含税）约 62.6 亿元，同比+31.5%（2014H1：-21.9%）。

**综合调研及第三方数据，预计公司 2014Q4 线上自营+平台 GMV 增长 50%左右。**公司双线融合渐上正轨，2014Q4 在低基数及旺季效应（“双十一”单日销售 10 亿元+同比增长近 4 倍）下预计 Q4 线上自营+平台 GMV 增长约 50%。其中平台逐渐成熟，交易额延续快速增长，预计 2014Q4 或实现 10 亿元以上 GMV。我们预计 2014 年苏宁线上 GMV 约 253 亿元，同比+16%（其中 2014Q1/Q2/Q3/Q4 分别-26.7%/-18.3%/+52.3%/+50%），其中平台贡献 30 亿元左右。

### 超市品类+开放平台有望助 2015 年线上 GMV 延续高增长

**2015 年苏宁电商重点突破超市品类，2015 年该品类计划实现 50 亿元销售额。**公司继续推进“巩固家电、凸显 3C、培育母婴及超市”的品类策略，2014 年 5 月超市频道在苏宁易购上线，8 月开出第一家精品超市，计划五年内开设 500 家互联网超市。2015 年超市品类将作为重点投入领域。从行业层面看，1 号店在超市品类的领先优势趋于弱化，为苏宁提供突破机会。2015 年公司超市业务计划实现 50 亿元销售额（以自营为主），并在全国 8 个物流中心铺货，毛利率约 10%高于 3C 电子，有望助力线上综合毛利率稳步提升。

**为配合超市业务发展，公司 2015 年料将加大营销力度，打造 3C+超市专业电商形象，激活老用户提升复购率。**消费者对苏宁易购持有大家电固有印象，3C、超市品类认知度不足，公司 2015 年将加大推广力度（如促销、广告植入、社交网络传播等形式），激活老用户对苏宁新品类的认知，打造苏宁 3C+超市的专业电商形象。

**预计 2014 年平台 GMV 约 30 亿元，2015 年目标 100 亿元，平台收入变现率有望显著提高。**目前开放平台交易额占苏宁易购 10%+（预计 2014 年平台 GMV30 亿元左右），但交易量占比超过 30%（因客单价低）。2015 年平台（包括百货、3C 和部分超市品类）计划实现 100 亿元 GMV。2015 年起平台的收入变现率（平台收入/GMV）有望显著提高：1）2015 年开放平台或将收取佣金（目前大部分品类达标佣金全部返还）；2）开放物流方面，预计 1 月起苏宁物流正式向平台商家开放，2015 年目标争取 30%的平台商家使用苏宁物流（并在苏宁仓库铺货），公司收取仓储费、配送费（但会低于社会化物流），并为商家提供苏宁的品质背书。

**超市品类发力、平台业务发展、渠道下沉有望助力 2015 年线上 GMV 延续高增长。**总结来看，公司 2015 年计划在以下三方面重点推进：1）2015 年超市品类有望实现突破，母婴品类保持较快增长，公司计划超市+母婴合计实现 100 亿元销售额；2）开放平台快速增长，计划实现 100 亿元销售额；3）通过服务站+苏宁易购下沉低线地区，挖掘农村电商市场。随以上三方面工作快速推进，我们预计 2015 年苏宁线上交易额有望实现约 50%以上较快增长。



## 供应链积极创新，商品+服务提升消费黏性

### 定制包销更进一步，C2B 模式快速推广

**定制包销更进一步：大数据重塑供应链，“苏宁众包”C2B 模式快速推广。**截至 2014H1 公司定制包销占比仅 15%（国美：32%），未来该比例料将快速提升。但区别于竞争对手，苏宁将以 C2B 模式推进更深层次的定制包销。2014 年 7 月苏宁上线“苏宁众包”采购平台，变革“以采定销”的供应链模式，基于消费者大数据深度参与产品设计、生产、渠道布局、售后服务，实现 C2B 的用户驱动型采购模式。2014 年“众包”模式包销 50 万部美图手机效果良好。我们预计“苏宁众包”模式推进后，差异化商品占比将快速提高，有望助力改善线上/线下毛利率。

### 依托零售供应链，金融业务快速增长

**消费金融业务获批，有望提升公司中长期盈利前景。**2014 年 12 月 17 日，苏宁消费金融有限公司获批筹建，公司注册资本 3 亿元，其中苏宁云商/南京银行/法国巴黎银行/洋河股份/先声药业分别持股 49%/20%/15%/10%/6%。公司作为主要出资人拥有控股地位，法国巴黎银行是欧洲消费金融业务最具优势的银行。根据《消费金融公司试点管理办法》规定，苏宁消费金融公司主要业务为发放个人消费贷款，与消费金融相关的咨询、代理业务，固定收益类证券投资业务等；其资金来源包括：接受股东境内子公司及境内股东的存款/向境内金融机构借款/经批准发行金融债券/境内同业拆借等。根据 10%资本充足率规定，公司可以 10X 杠杆开展业务，主要定位于满足信用卡未覆盖人群（例如学生、农民工等）消费信贷需求，预计未来业务规模快速增长，料将提升公司中长期盈利前景。

**苏宁“供应链金融+基金保险销售+消费信贷”的全产业链金融布局初步形成，预计 2015 年供应链融资规模可达 300 亿元。**公司至今已初步形成“供应链金融+基金保险+消费信贷”的全产业链格局。从上游看，苏宁 2012 年成立重庆小额贷款公司、2013 年成立商业保理公司，其主要客户为产业链上游中小微供应商，提供包括小额信贷、综合授信、票据贴现等供应链金融服务。自成立以来不断探索业务模式，业务成熟后预计 2015 年融资总规模（非余额）有望达到 300 亿元。从中游看，2013 年互联网保险销售业务上线，为苏宁售后、物流等服务商提供保险计划；基金销售业务以“零钱宝”提升客户黏性，2014 年 8 月上线票据融资业务，该业务计划 2015 年实现 200 亿元融资规模。

### 海外供应链基础较优，跨境电商稳步推进

**跨境电商业务：2014 年 11 月初步试点，2015 年 2 月全面上线。**苏宁 2014 年 7 月开始筹备跨境电商业务，Laox 等海外采购/渠道资源为日本直邮业务提供较优供应链基础。近期美国自采团队基本建立，2014 年 11 月上线苏宁美国提供部分品牌海外直邮业务，但目前尚处试点，规模较小。公司计划 2015 年 2 月全面上线自营+平台模式的跨境电商，除海外直邮外，公司将在杭州和广州启用保税仓模式，未来可能以自有跨境物流（苏宁物流拥有跨境牌照）提升体验、助力规模做大。

**我们看好苏宁基于供应链资源优势积极创新转型前景，新业务活跃有望增厚中长期盈利。**在零售主业方面，“苏宁众包”整合下游消费需求数据与上游供应商产能，“以销定产”变革供应链。在金融方面，苏宁依托其 1.31 亿会员/近万家供应商/238 亿元巨额现金，拥有建立商业-金融-服务生态圈的有利条件，未来供应链金融+消费信贷规模料将快速增长。跨境电商业务方面，公司海外供应链基础优于同行，苏宁自有跨境物流未来或将助力“海淘”体验持续改善。此外，公司正在积极尝试新业务（例如汽车销售等），未来进展值得关注。

## 风险提示

1. 线上增长低于预期；
2. 门店调整影响收入；
3. 价格战导致毛利率超预期下滑。

## 盈利预测与投资评级

维持公司 2014/15/16 年 EPS0.09/-0.07/0.00 元预测。公司全面转型互联网零售路径清晰，2015 年线下门店效率料将优化、线上收入有望持续高增长。基本面改善+创新活跃持续催化股价，员工持股（认购均价 8.63 元）构筑安全边际，**维持“增持”评级以及短期 10.8 元目标价。**



利润表

(百万元)

| 指标名称         | 2012   | 2013    | 2014E   | 2015E   | 2016E   |
|--------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入         | 98,357 | 105,292 | 106,798 | 122,978 | 139,085 |
| 营业成本         | 80,885 | 89,279  | 91,215  | 104,707 | 118,134 |
| 毛利率          | 17.76% | 15.21%  | 14.59%  | 14.86%  | 15.06%  |
| 营业税金及附加      | 313    | 330     | 320     | 406     | 459     |
| 销售+管理费用      | 14,161 | 15,545  | 16,883  | 18,050  | 19,987  |
| 销售+管理费用率     | 14.40% | 14.76%  | 15.81%  | 14.68%  | 14.37%  |
| 财务费用         | -186   | -149    | 300     | 339     | 276     |
| 财务费用率        | -0.19% | -0.14%  | 0.28%   | 0.28%   | 0.20%   |
| 投资收益         | 13     | 34      | 71      | 48      | 34      |
| 营业利润         | 3,014  | 184     | -1,824  | -481    | 282     |
| 营业利润率        | 3.06%  | 0.17%   | -1.71%  | -0.39%  | 0.20%   |
| 营业外收入        | 354    | 161     | 0       | 0       | 0       |
| 营业外支出        | 126    | 201     | 0       | 0       | 0       |
| 利润总额         | 3,242  | 144     | -1,824  | -481    | 282     |
| 所得税          | 736    | 40      | -456    | -120    | 71      |
| 所得税率         | 22.71% | 27.76%  | 25.00%  | 25.00%  | 25.00%  |
| 少数股东损益       | -171   | -267    | -68     | 20      | 42      |
| 归属于母公司股东的净利润 | 2,676  | 372     | 630     | -526    | 23      |
| 净利率          | 2.72%  | 0.35%   | 0.59%   | -0.43%  | 0.02%   |
| 每股收益(元)(摊薄)  | 0.36   | 0.05    | 0.09    | -0.07   | 0.00    |
| 不摊薄          |        |         |         |         |         |

现金流量表

(百万元)

| 指标名称   | 2012   | 2013    | 2014E  | 2015E  | 2016E  |
|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 净利润    | 2,505  | 104     | -1,300 | -380   | 170    |
| 少数股东损益 | -171   | -267    | -68    | 20     | 42     |
| 折旧和摊销  | 1,418  | 1,616   | 1,673  | 1,717  | 1,943  |
| 营运资金变动 | 1,450  | 542     | 2,444  | 7,322  | 5,872  |
| 其他     | 97     | 244     | 269    | 236    | 162    |
| 经营现金流  | 5,299  | 2,238   | 3,017  | 8,916  | 8,189  |
| 资本支出   | -6,012 | -4,761  | -4,180 | -4,760 | -4,090 |
| 投资收益   | 13     | 18,301  | 71     | 48     | 34     |
| 资产变卖   | -38    | -23,275 | 117    | 94     | 94     |
| 其他     | -99    | -312    | -333   | 540    | -411   |
| 投资现金流  | -6,136 | -10,048 | -4,325 | -4,078 | -4,373 |
| 发行股票   | 4,748  | 32      | 0      | 0      | 0      |
| 负债变化   | 4,466  | 3,473   | -119   | -119   | -119   |
| 股利支出   | -1,134 | -626    | 0      | 0      | 0      |
| 其他     | 87     | -5      | 442    | -287   | 51     |
| 融资现金流  | 8,167  | 2,874   | 323    | -405   | -68    |
| 现金净增加额 | 7,330  | -4,936  | -984   | 4,432  | 3,747  |

资产负债表

(百万元)

| 指标名称     | 2012   | 2013   | 2014E  | 2015E  | 2016E   |
|----------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 货币资金     | 30,067 | 24,806 | 23,822 | 28,254 | 32,002  |
| 存货       | 17,222 | 18,258 | 18,602 | 19,695 | 21,094  |
| 应收账款     | 1,271  | 671    | 714    | 839    | 949     |
| 其他流动资产   | 4,867  | 9,767  | 9,362  | 9,034  | 10,109  |
| 流动资产     | 53,427 | 53,502 | 52,501 | 57,823 | 64,154  |
| 固定资产     | 8,579  | 10,750 | 11,937 | 14,311 | 16,663  |
| 长期股权投资   | 574    | 2,107  | 1,990  | 1,897  | 1,803   |
| 无形资产     | 6,040  | 6,723  | 7,021  | 7,436  | 7,822   |
| 其他长期资产   | 7,541  | 9,169  | 10,251 | 10,565 | 10,034  |
| 非流动资产    | 22,734 | 28,749 | 31,199 | 34,208 | 36,322  |
| 资产总计     | 76,162 | 82,252 | 83,700 | 92,032 | 100,476 |
| 短期借款     | 1,752  | 1,110  | 1,852  | 1,904  | 2,230   |
| 应付账款     | 34,688 | 35,767 | 38,310 | 46,071 | 53,160  |
| 其他流动负债   | 4,805  | 6,537  | 6,063  | 7,061  | 7,997   |
| 流动负债     | 41,245 | 43,414 | 46,225 | 55,036 | 63,388  |
| 长期借款     | 0      | 594    | 475    | 356    | 238     |
| 其他长期负债   | 5,805  | 9,541  | 9,541  | 9,541  | 9,541   |
| 非流动性负债   | 5,805  | 10,134 | 10,016 | 9,897  | 9,778   |
| 负债合计     | 47,050 | 53,549 | 56,241 | 64,933 | 73,166  |
| 股本       | 7,383  | 7,383  | 7,383  | 7,383  | 7,383   |
| 资本公积     | 4,679  | 4,681  | 4,681  | 4,681  | 4,681   |
| 股东权益合计   | 29,112 | 28,703 | 27,459 | 27,099 | 27,310  |
| 少数股东权益   | 652    | 334    | 266    | 286    | 327     |
| 负债股东权益总计 | 76,162 | 82,252 | 83,700 | 92,032 | 100,476 |

主要财务指标

| 指标名称          | 2012  | 2013  | 2014E    | 2015E | 2016E  |
|---------------|-------|-------|----------|-------|--------|
| 增长率(%)        |       |       |          |       |        |
| 营业收入          | 4.8   | 7.1   | 1.4      | 15.2  | 13.1   |
| 营业利润          | -53.2 | -93.9 | -1,092.0 | -73.7 | -158.8 |
| 净利润           | -44.5 | -86.1 | -449.7   | -70.7 | -144.7 |
| 利润率(%)        |       |       |          |       |        |
| 毛利率           | 17.8  | 15.2  | 14.6     | 14.9  | 15.1   |
| EBIT Margin   | 2.9   | 0.0   | -1.5     | -0.2  | 0.4    |
| EBITDA Margin | 4.3   | 1.5   | 0.1      | 1.2   | 1.8    |
| 净利率           | 2.7   | 0.4   | -1.2     | -0.3  | 0.1    |
| 回报率(%)        |       |       |          |       |        |
| 净资产收益率        | 10.3  | 1.3   | -4.6     | -1.4  | 0.6    |
| 总资产收益率        | 3.9   | 0.5   | -1.6     | -0.4  | 0.2    |
| 其他(%)         |       |       |          |       |        |
| 资产负债率         | 61.8  | 65.1  | 67.2     | 70.6  | 72.8   |
| 所得税率          | 22.7  | 27.8  | 25.0     | 25.0  | 25.0   |
| 股利支付率         | 26.1  | -     | -        | -     | -      |

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

| 投资建议的评级标准 | 评级   | 说明                             |
|-----------|------|--------------------------------|
| 股票评级      | 买入   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；       |
|           | 增持   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间   |
|           | 持有   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间   |
|           | 卖出   | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；       |
| 行业评级      | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；       |
|           | 中性   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间； |
|           | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上        |

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。