

收购 Candy 破局欧洲，全球化布局更进一步

——青岛海尔 (600690.SH) 拟收购 Candy 集团点评

公司动态

买入 (维持)

分析师

金星 (执业证书编号: S0930518030003)

22169123

jinxing@ebsec.com

甘骏 (执业证书编号: S0930518030002)

22169171

ganjun@ebsec.com

市场数据

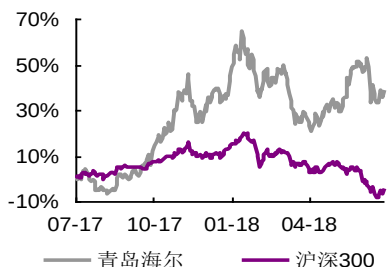
总股本(亿股): 60.97

总市值(亿元): 964.00

一年最低/最高(元): 13.74/23.20

近3月换手率: 44.79%

股价表现(一年)



相关研报

剔除汇率影响，经营改善依旧强劲——青岛海尔 (600690.SH) 2018 年中报点评

..... 2018-08-31
产品+渠道红利服务当前，高效零售+全球协同决胜千里——两个维度看青岛海尔 (600690.SH)..... 2018-06-01
业绩优异，改善红利持续释放——青岛海尔 (600690.SH) 2017 年年报及 2018 年一季报点评

..... 2018-04-26

事件:

青岛海尔拟通过境外全资子公司 Haier Europe Appliance Holding B.V. 支付 4.75 亿欧元 (折合人民币约 38.05 亿元) 收购意大利公司 Candy S.p.A (以下简称“Candy 公司”) 100% 的股份。

引言:

继 5 月海信集团收购欧洲家电巨头 Gorenje 后, 青岛海尔拟收购另一家欧洲家电巨头 Candy, 中国家电公司为何密集在欧洲收购? 本文我们将从欧洲家电资产的价值说起, 从而介绍和评估此次并购标的 Candy 集团的价值, 最后就此次并购对青岛海尔的意义做些剖析。

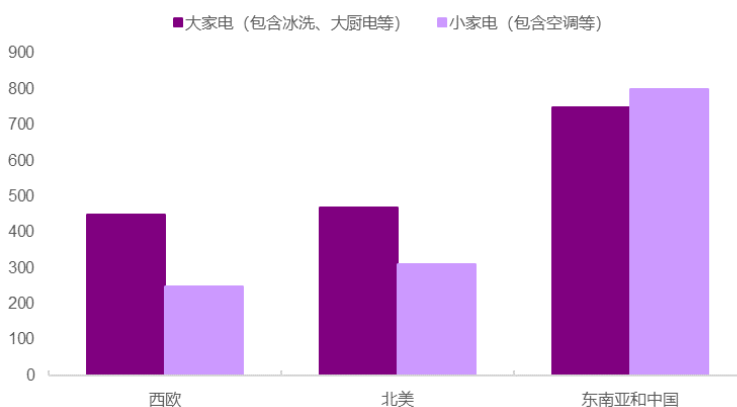
1、欧洲家电资产的价值何在?

继 2018 年 5 月海信集团收购欧洲家电巨头 Gorenje 之后, 青岛海尔于 9 月 28 日宣布拟收购另一家欧洲老牌家电企业 Candy。首先, 为何中国家电企业争相在欧洲收购家电资产, 我们认为有以下几点原因:

1.1、西欧是全球第三大家电市场

根据伊莱克斯的统计, 2017 年西欧大家电和小家电市场规模分别为 450 亿美元和 250 亿美元, 合计 700 亿美元, 其市场体量与北美市场相近, 仅次于东南亚和中国市场, 是全球第三大家电市场。

图 1: 西欧、北美和亚太地区家电市场规模对比 (亿美元)



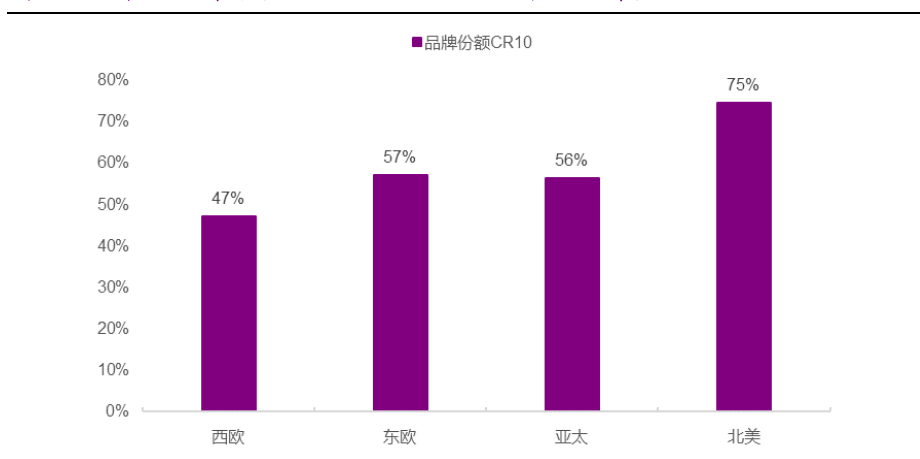
资料来源: 伊莱克斯, 光大证券研究所

1.2、西欧市场格局分散，品牌虎踞龙盘

欧洲并不是一个大一统的消费市场。欧洲各国家电市场分隔很明显，核心原因包括：1) 各国的产品需求存在差异；2) 各国有不同的渠道商体系；3) 不同的监管体系。

品牌格局相对分散，大家电品牌 CR10 不到 50%。由于各个国家的家电消费市场区隔较为明显，每个国家的品牌格局呈现明显分化，因此从整个欧洲市场来看，品牌格局更为分散。据欧睿统计，2017 年西欧市场大家电品牌 CR10 仅为 47%，远低于东欧、亚太和北美。

图 2：各市场品牌零售量份额 CR10 对比（2017 年）



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

1.3、收购当地企业是突破成熟市场的高效方法

当一国市场成熟时，作为新进入者的进入成本就会大幅上升，尤其是高昂的沉没成本（广告费、渠道开拓和售后体系建设等），进而阻碍新品牌的形成。欧洲大部分国家的家电消费市场早就已经进入成熟期，因此觊觎这块大蛋糕的企业大多采用收购当地企业的方式切入，直接利用其成熟的品牌、渠道、售后等资源，快速取得成效。

惠而浦和伊莱克斯从 1990s 起收购了大量欧洲地区的优秀品牌，从而实现对欧洲市场的全面覆盖。2017 年西欧大家电零售量份额前 15 名品牌中有 7 个属于惠而浦和伊莱克斯，除了 2 个主品牌，其余均为收购所得。

表 1: 西欧零售量份额前 15 名品牌中 7 个属于惠而浦和伊莱克斯 (2017 年)

排序	品牌	所属公司
1	Bosch	BSH Hausgeräte GmbH
2	Siemens	BSH Hausgeräte GmbH
3	Beko	Arçelik AS
4	Whirlpool	Whirlpool Corp
5	Samsung	Samsung Corp
6	Indesit	Whirlpool Corp
7	Electrolux	Electrolux AB
8	AEG	Electrolux AB
9	Miele	Miele & Cie KG
10	Arçelik	Arçelik AS
11	LG	LG Corp
12	Hotpoint-Ariston	Whirlpool Corp
13	Zanussi	Electrolux AB
14	Hotpoint	Whirlpool Corp
15	Haier	Haier Group

资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所

1.4、欧洲地区可选的优质家电资产已经非常稀缺

对于有意进入欧洲市场的中国家电企业来说, 优质标的应该至少具备以下三个特点:

- 1、拥有较大影响力的泛欧品牌;
- 2、市场基础较好, 市占率领先;
- 2、大股东有意出售。

纵观欧洲市场, 按照第一个标准进行筛选, 优质标的已然非常稀缺。若我们按照 Euromonitor 统计的西欧/东欧市场大家电零售量份额排序, 在份额超过 1% 的公司中, 除了 BSH、惠而浦、伊莱克斯和 Arcelik 等知名度较高的全球化公司外, 西欧和东欧符合第一项条件的均不超过 5 家 (已在下表中标红)。

其中 Liebherr、Cevital 和 Zorlu 均为大型集团公司, 实力较为雄厚, 出售家电资产的可能性较小。因此, 对于中国公司上来说, Miele、Candy、Gorenje、Amica 几乎成为唯一的好选择, 在 Gorenje 被海信集团拿下之后, 优质的欧洲家电并购标的更为稀缺。

表 2：西欧地区领先的家电企业（2017 年）

西欧地区领先家电企业	零售量份额 (%)
BSH Hausgeräte GmbH	20.4
Whirlpool Corp	15.0
Electrolux AB	10.7
Arçelik AS	8.9
Samsung Corp	3.9
Miele & Cie KG	3.3
Candy Hoover Group Srl	2.6
LG Corp	2.4
Haier Group	1.8
Inter Ikea Systems BV	1.5
Groupe Cevital	1.5
Gorenje Gospodinjski Aparati dd	1.3
Hon Hai Precision Industry Co Ltd	1.1
Panasonic Corp	1.0
Zorlu Holding AS	1.0

资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

表 3：东欧地区领先的家电企业（2017 年）

东欧地区领先家电企业	零售量份额 (%)
Whirlpool Corp	17.9
Electrolux AB	11.6
BSH Hausgeräte GmbH	10.2
LG Corp	7.8
Samsung Corp	7.2
Arçelik AS	6.1
Gorenje Gospodinjski Aparati dd	4.4
Amica SA	3.7
Haier Group	2.8
Candy Hoover Group Srl	2.3
Midea Group Co Ltd	1.7
Liebherr International AG	1.4
Panasonic Corp	1.0

资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

2、Candy：稀缺的综合性欧洲家电资产

2.1、四大支柱产品线：洗衣设备、厨房电器、制冷电器和小家电

Candy 由 Fumagalli 家族于 1945 年成立，公司最初专注于洗衣机产品，目前主要有四大支柱产品线：洗衣设备、厨房电器、制冷电器和小家电（地板和衣物护理），其中洗衣机收入占整体收入的 49%，为最核心的产品线。

图 3: Candy 的四大支柱产品线

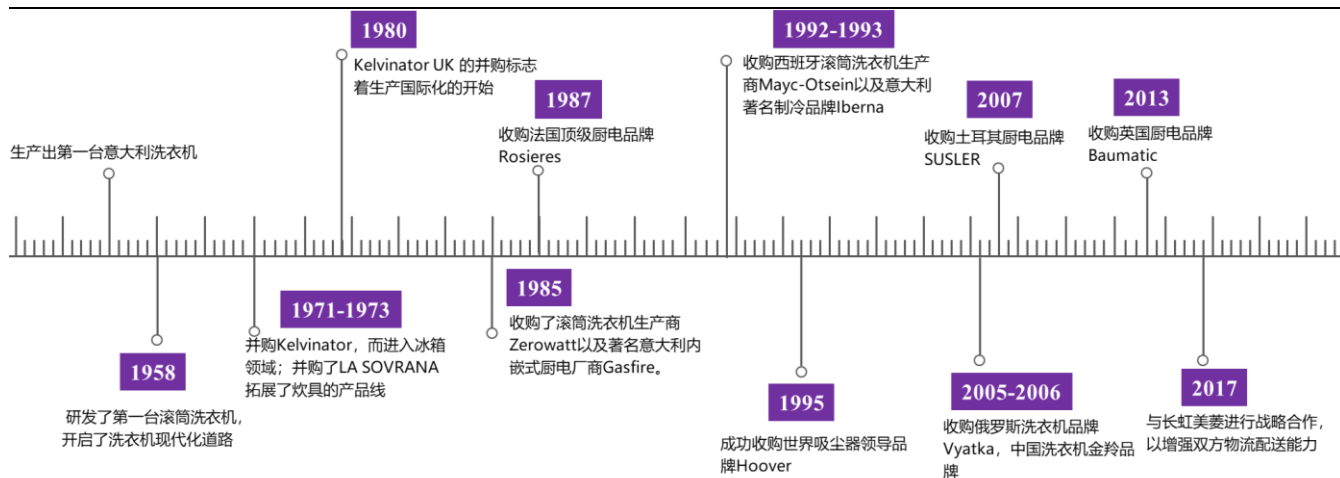


资料来源：公司公告，光大证券研究所

2.2、丰富的品牌资产：Candy 和 Hoover 两大全球品牌

1971 年以来，Candy 通过并购欧洲家电品牌，旗下已形成丰富的品牌矩阵。

图 4: Candy 品牌并购扩张历史



资料来源：公司公告，光大证券研究所

Candy 和 Hoover 两大品牌在欧洲市场拥有较高的知名度和市占率。 Candy 品牌经营范围和覆盖区域最广，Hoover 品牌仅在欧洲、中东和北非区域使用，品类亦覆盖较广，此外 Candy 公司还运营多个区域性和专业性品牌。

表 4: Candy 集团主要品牌及产品线

全球性品牌	区域	主要产品线
Candy	全球	洗衣机与烘干机、厨房电器、制冷电器
Hoover	欧洲	洗衣机与烘干机、厨房电器、制冷电器
区域性品牌	区域	主要产品线
ROSIÈRES	法国	厨房电器
Baumatic	英国	厨房电器与酒柜
Süsler	土耳其	厨房电器
Iberna	意大利	制冷电器
金羚	中国	洗衣机与烘干机
Otsein	西班牙	洗衣机与烘干机
Vyatka	俄罗斯	洗衣机与烘干机
Zerowatt	意大利	洗衣机与烘干机

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

Candy: 成立于 1945 年, 生产了意大利第一台洗衣机, 又通过收购产能进军制冷电器和厨房电器领域。

Hoover: 成立于 1907 年, 发明世界上第一台吸尘器, 1995 年 Hoover 欧洲公司被 Candy 收购, 包含欧洲、中东和北非的品牌使用权, 在英国和欧洲的大部分国家, Hoover 品牌被广泛应用在 Candy 公司的各个产品线中。

图 5: Candy 品牌 Logo



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 6: Hoover 品牌 Logo

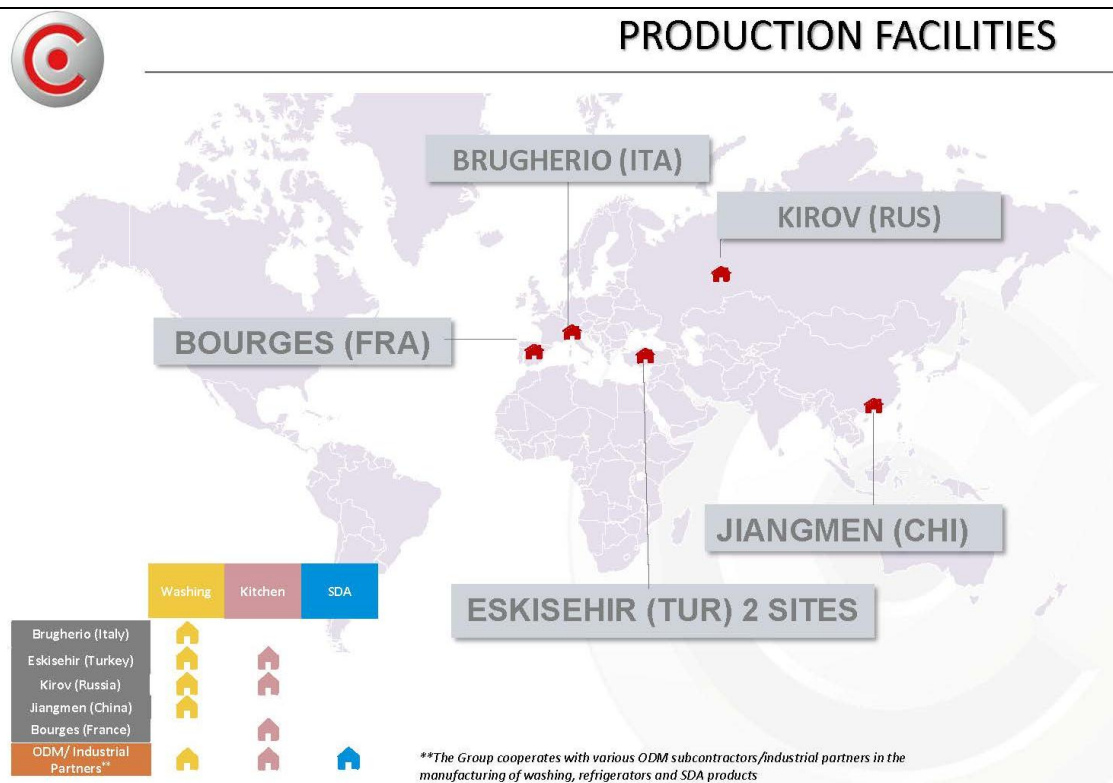


资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

2.3、欧洲地区成熟的生产&研发基地

Candy 集团通过自建和并购, 在欧洲和中国均有产能布局, 并在意大利、英国、土耳其和中国都设有研发中心。

图 7: Candy 集团全球的生产基地

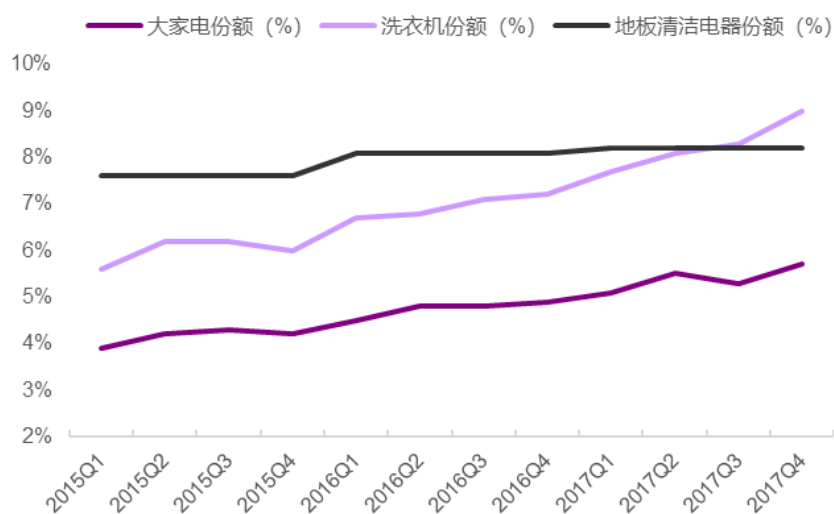


资料来源：公司公告，光大证券研究所

2.4、欧洲市场份额上升势头强劲

据官方数据显示，2017Q4 Candy 集团在欧洲市场的综合份额达到 5.7%，连续第二年成为欧洲家电行业头部企业中增长最快的。洗衣机市场份额从 2015Q1 的 5.6% 快速上升至 2017Q4 的 9%，地板护理电器市占率也在稳步提升。

图 8: Candy 集团在欧洲市场的份额上升势头强劲

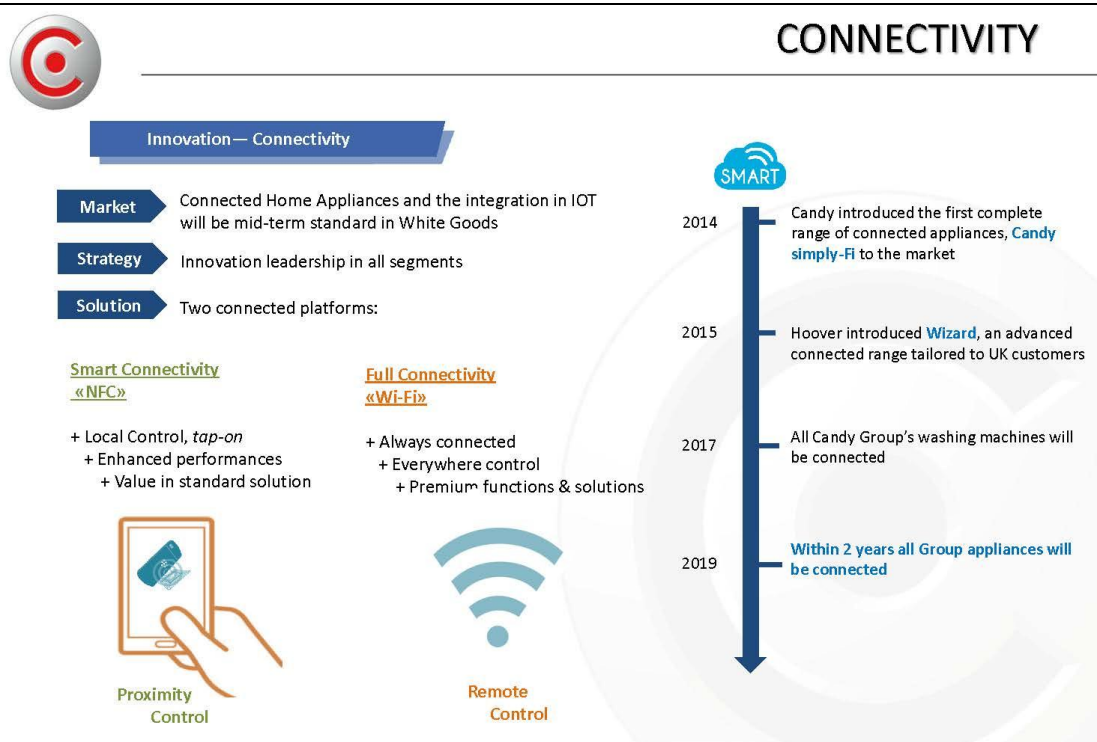


资料来源：CECED，GFK，光大证券研究所

2.5、积极布局智能家电

Candy 一直将智能化作为未来的产品战略。早在 2014 年，公司就发布了市场上第一套配备 Wi-Fi 技术并以 App 管理的智能家电，将用户与家电双向连接：用户可以远程操作设备，设备也可以向用户发送消息。Candy 计划在 2019 年之前，将所有的产品进行智能互联。

图 9：Candy 的智能家电战略布局



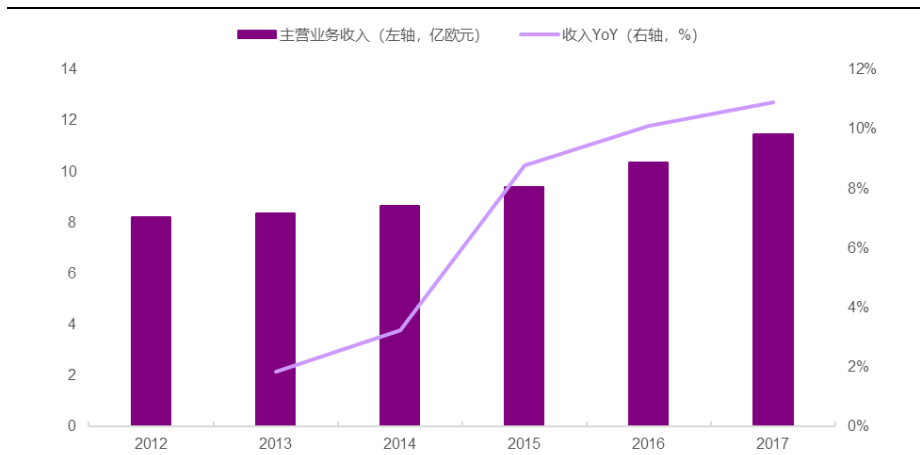
资料来源：公司公告，光大证券研究所

2.6、综合评估：优质且稀缺，有一定估值溢价实属正常

从上文我们已经对 Candy 的资产质量有了较为全面的了解：1、拥有两个影响力较大的泛欧品牌；2、市场基础较好，市占率稳步上升；3、全资股东 Fumagalli 家族有意出售。综合来看，Candy 集团是可用于突破欧洲市场的非常优质稀缺的家电资产。

从财务数据来看，和市占率上升势头一致，公司收入呈加速增长趋势，但净利润因为非经常性损益波动较大，EBITDA 和 EBIT 较为稳定，但盈利能力较差，同时资产负债率高达 88%。

图 10: Candy 集团收入呈现加速增长趋势



资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 5: Candy 集团 2016 年和 2017 年财务数据

项目 (百万欧元)	营业收入	税前利润	净利润	EBITDA	EBIT
2017	1,147.7	4.6	2.2	76.3	44
2016	1,006.4	20.4	12.1	78.9	48

资料来源：青岛海尔公告，光大证券研究所

从估值的角度，由于公司盈利能力波动较大，PE 指标参考意义有限，从 EV/EBITDA、EV/EBIT 和 EV/Rev 等指标来看，Candy 收购报价对应的估值水平和海信集团收购 Gorenje 基本相当，考虑到优质资产较为稀缺以及竞购方较多，有一定估值溢价较为正常。

表 6: Candy 和可比公司估值指标

名称	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/Rev	P/BV
Candy	215.9	11.7	20.3	0.8	4.8
Gorenje	27.7	7.3	24.2	0.5	0.7
Indesit	394.8	8.1	14.3	0.5	1.2
Electrolux	10.3	5.4	8.4	0.5	2.8
Whirlpool	7.0	6.5	9.3	0.7	3.0
SEB	15.5	10.2	13.9	1.4	4.1
De'Longhi	19.2	10.7	13.0	1.7	4.2

资料来源：青岛海尔公告，Indesit 公告，彭博，光大证券研究所

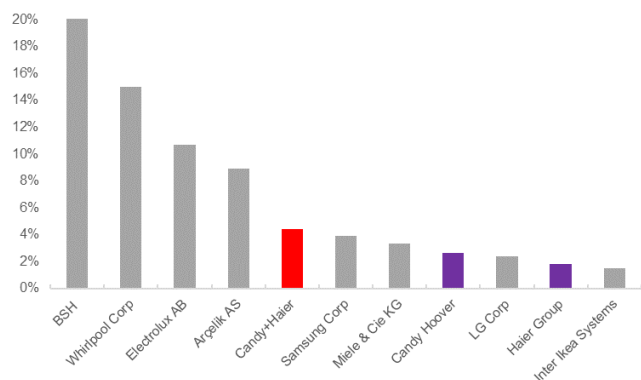
注：Candy 财务数据来源于 2017 年报。Indesit 2014 年 7 月被 Whirlpool 收购，财务数据来源于 2013 年报。其他公司数据为彭博计算值

3、青岛海尔在欧洲市场的影响力将大幅提升

青岛海尔是中国家电行业的全球化先锋，2010 年后开始通过收购加速布局。在 1998 年，海尔集团就明确提出“国际化的海尔”战略目标，先凭借细分产品切入欧、美、日等成熟市场，同时快速在发展中国家布局。2005 年，海尔开始进入全球化品牌战略阶段，在海外主打自主品牌，进行本土化设计、制造和营销。2010 年后，海尔开始通过收购加速海外市场布局，2011 年收购东南亚三洋 (AQUA)，2012 年收购新西兰斐雪派克 (Fisher&Paykel)，2016 年收购 GEA (北美第二大家电品牌)。

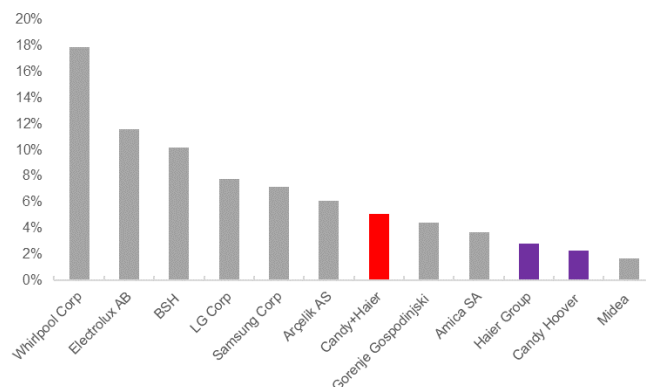
若此次收购 Candy 顺利完成，海尔在欧洲市场的份额将显著上升。青岛海尔在收购整合海外家电资产方面有丰富的经验，此次收购 Candy 有望快速实现协同，尤其是在 Candy 更强的西欧市场，根据 Euromonitor 2017 年的统计数据推算，海尔完成整合后的市场份额有可能仅次于 4~5 个当地传统强势家电集团，在东欧市场的竞争力也将明显上升。

图 11: 收购完成后海尔西欧市场零售量份额将显著上升



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 12: 收购完成后海尔东欧市场零售量份额也显著上升



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

收购 Candy 的战略意义明显，将加快海尔的全球化步伐。海尔此前在欧洲市场主要依靠自主品牌发展，此次收购 Candy 集团将补强海尔在欧洲市场的品牌资源、制造能力和服务网络，帮助海尔打入英国、法国、意大利、德国等欧洲主流市场，大幅提高海尔在全球的影响力。在欧洲市场实现突破后，海尔的全球化版图已经基本遍布世界主要的家电消费市场。

图 13: 收购 Candy 集团将大幅增强海尔在欧洲地区的影响力



资料来源：光大证券研究所

4、盈利预测、估值与评级

青岛海尔拟支付 4.75 亿欧元现金收购欧洲家电巨头 Candy，战略意义显著，收购估值较为合理。完成整合后，Candy 将助力海尔打入欧洲主流市场，加快海尔的全球化步伐。考虑到此次收购尚存不确定性，我们维持公司 2018~20 年 EPS 预测为 1.28/1.46/1.65 元，对应 PE 为 12/11/10 倍。在未来经营改革红利持续释放，GEA 协同效应逐步显现的背景下，预计公司利润率和 ROE 仍有改善空间。长期看，公司家电业务全球化布局前瞻，领先行业，成长路径清晰，维持“买入”评级。

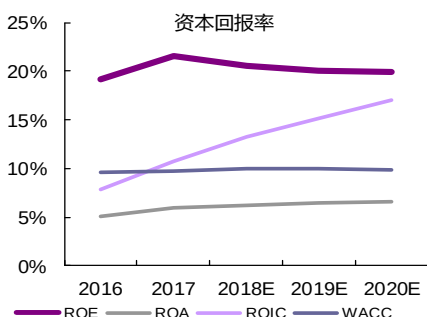
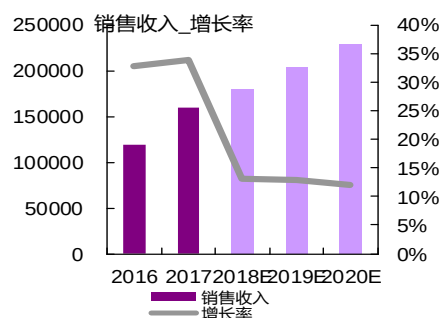
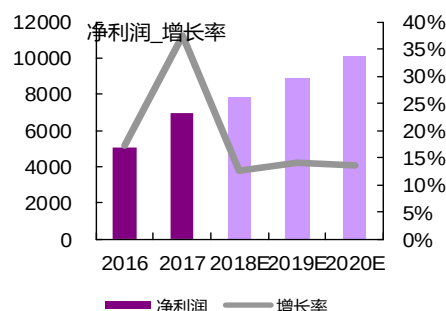
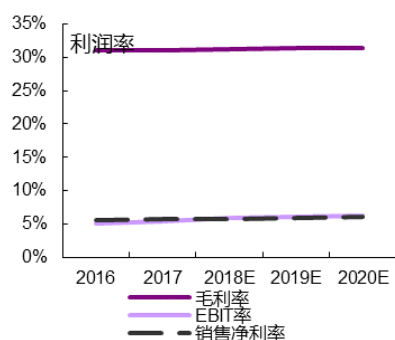
5、风险提示

收购未能顺利完成；汇率波动过大。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	119,066	159,254	180,214	203,495	228,095
营业收入增长率	32.67%	33.75%	13.16%	12.92%	12.09%
净利润（百万元）	5,037	6,926	7,796	8,885	10,082
净利润增长率	17.11%	37.51%	12.56%	13.97%	13.48%
EPS（元）	0.83	1.14	1.28	1.46	1.65
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.10%	21.50%	20.56%	20.09%	19.89%
P/E	18	13	12	11	10
P/B	3.5	2.9	2.4	2.2	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 10 月 10 日



利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	119,066	159,254	180,214	203,495	228,095
营业成本	82,127	109,890	123,990	139,820	156,693
折旧和摊销	2,424	2,776	1,637	1,759	1,862
营业税费	688	809	901	1,017	1,140
销售费用	21,254	28,276	32,006	36,080	40,327
管理费用	8,382	11,133	12,525	13,939	15,465
财务费用	721	1,393	1,093	843	674
公允价值变动损益	95	614	300	300	300
投资收益	1,620	1,482	1,500	1,500	1,500
营业利润	7,118	10,113	11,365	13,329	15,326
利润总额	8,183	10,544	12,065	14,029	16,026
少数股东损益	1,655	2,126	2,580	3,180	3,700
归属母公司净利润	5,037	6,926	7,796	8,885	10,082

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	131,255	151,463	165,855	187,351	210,270
流动资产	69,516	88,332	101,982	122,740	145,423
货币资金	23,505	35,177	42,639	58,308	75,024
交易型金融资产	80	21	0	0	0
应收账款	12,247	12,448	13,635	15,396	17,258
应收票据	13,797	13,033	14,417	15,059	15,967
其他应收款	1,180	961	829	936	1,049
存货	15,238	21,504	23,898	25,186	26,905
可供出售投资	1,556	1,415	100	100	100
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	11,058	12,993	12,993	12,993	12,993
固定资产	15,539	16,018	17,811	19,093	19,748
无形资产	7,242	7,005	6,861	6,713	6,572
总负债	93,675	104,713	110,814	122,839	135,596
无息负债	57,012	68,737	80,778	90,303	100,559
有息负债	36,663	35,976	30,036	32,536	35,036
股东权益	37,580	46,750	55,041	64,511	74,674
股本	6,098	6,097	6,097	6,097	6,097
公积金	2,724	2,894	3,673	3,839	3,839
未分配利润	17,544	22,793	27,724	33,849	40,312
少数股东权益	11,216	14,534	17,114	20,294	23,994

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	8,055	16,087	16,683	16,577	18,042
净利润	5,037	6,926	7,796	8,885	10,082
折旧摊销	2,424	2,776	1,637	1,759	1,862
净营运资金增加	7,762	5,200	-612	1,414	1,890
其他	-7,168	1,185	7,862	4,519	4,208
投资活动产生现金流	-39,596	-5,622	-864	-700	-300
净资本支出	-2,337	-3,776	-3,795	-2,500	-2,100
长期投资变化	11,058	12,993	0	0	0
其他资产变化	-48,317	-14,839	2,931	1,800	1,800
融资活动现金流	29,825	923	-8,358	-208	-1,025
股本变化	-26	0	0	0	0
债务净变化	33,312	-687	-5,940	2,500	2,500
无息负债变化	16,804	11,725	12,041	9,525	10,256
净现金流	-1,507	11,045	7,461	15,669	16,717

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	32.67%	33.75%	13.16%	12.92%	12.09%
净利润增长率	17.11%	37.51%	12.56%	13.97%	13.48%
EBITDA 增长率	47.95%	31.81%	9.12%	14.94%	13.66%
EBIT 增长率	29.63%	38.65%	25.52%	16.08%	14.78%
估值指标					
PE	18	13	12	11	10
PB	3.5	2.9	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	17	13	11	10	9
EV/EBIT	23	17	13	11	10
EV/NOPLAT	28	20	15	13	11
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	31.02%	31.00%	31.20%	31.29%	31.30%
EBITDA 率	7.18%	7.07%	6.82%	6.94%	7.04%
EBIT 率	5.14%	5.33%	5.91%	6.08%	6.23%
税前净利润率	6.87%	6.62%	6.69%	6.89%	7.03%
税后净利润率 (归属母公司)	4.23%	4.35%	4.33%	4.37%	4.42%
ROA	5.10%	5.98%	6.26%	6.44%	6.55%
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.10%	21.50%	20.56%	20.09%	19.89%
经营性 ROIC	7.81%	10.71%	13.29%	15.11%	17.01%
偿债能力					
流动比率	0.95	1.15	1.31	1.42	1.52
速动比率	0.74	0.87	1.01	1.13	1.24
归属母公司权益/有息债务	0.72	0.90	1.26	1.36	1.45
有形资产/有息债务	2.74	3.38	4.51	4.83	5.15
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.83	1.14	1.28	1.46	1.65
每股红利	0.21	0.34	0.43	0.59	0.90
每股经营现金流	1.32	2.64	2.74	2.72	2.96
每股自由现金流(FCFF)	-0.36	0.29	1.27	1.44	1.70
每股净资产	4.32	5.28	6.22	7.25	8.31
每股销售收入	19.53	26.12	29.56	33.37	37.41

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebsecn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebsecn.com
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebsecn.com
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebsecn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebsecn.com
	余鹏	021-22167110	17702167366	yupeng88@ebsecn.com
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
深圳	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com
	苏一耘		13828709460	su1y@ebsecn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebsecn.com
	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	梁超	021-22167068	15158266108	liangc@ebsecn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zhui@ebsecn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebsecn.com
金融同业与战略客户	周梦颖	021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebsecn.com
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebsecn.com
	马明周	021-22167343	18516159056	mamingzhou@ebsecn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com
	安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebsecn.com
	张浩东	021-22167052	18516161380	zhanghd@ebsecn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebsecn.com
私募业务部	吴琦	021-22169259	13761057445	wuqi@ebsecn.com
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebsecn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebsecn.com
	陈澍	021-22169369	18701777950	chenlu@ebsecn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebsecn.com