

世荣兆业 (002016.SZ)

房地产开发行业

评级: 买入 首次评级

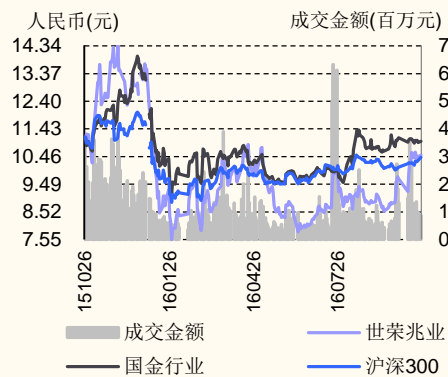
公司研究

市场价格 (人民币): 10.51 元  
 目标价格 (人民币): 13.00-13.50 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)	646.10
总市值(百万元)	8,503.60
年内股价最高最低(元)	14.36/7.55
沪深 300 指数	3367.58
深证成指	10842.64



## 资源优势突出、股权价值凸显

## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.023	0.079	0.328	0.387	0.589
每股净资产(元)	2.41	2.10	2.34	2.63	3.12
每股经营性现金流(元)	-1.29	0.04	-1.48	-0.02	2.20
市盈率(倍)	384.57	171.37	31.52	26.68	17.54
行业优化市盈率(倍)	27.70	46.45	37.05	37.05	37.05
净利润增长率(%)	-97.35%	334.53%	315.07%	18.16%	52.08%
净资产收益率(%)	0.94%	3.77%	13.98%	14.72%	18.87%
总股本(百万股)	646.10	809.10	809.10	809.10	809.10

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **地产渐入结算周期、NAV 折让显著:** 公司的房地产开发项目主要分布于珠海和威海两个城市, 其中珠海区域存货(未结建面口径)占比 96%。珠海最大的项目——里维埃拉于 2005 年开工建设, 占地面积约 210 万方, 总建面约 380 万方, 未结算建面超过 320 万方。公司 2015 年实现合同销售额 14 亿元, 2016 年上半年实现销售额约 26 亿元, 同比大幅增长, 保证了近两年的业绩。按当前项目售价水平(非地价水平), 我们估算出公司每股 RNAV 为 14.93 元, 当前股价较其折让 30%。
- **资源整合浪潮兴起、公司股权价值凸显:** 在地产迈入白银时代后, 随着监管政策的趋严和拿地门槛的提升, 行业内资源整合浪潮不断兴起。公司在珠海斗门区的土地资源除了通过正常开发实现变现, 也可能通过一次性转让的方式来变现, 再考虑到壳价值, 公司股权价值在这一阶段会更为凸显。
- **打造横琴国际生命科学中心项目、试水健康产业:** 公司抓住机遇大力发展大健康产业, 2015 年与横琴管委会、广州医科大学附属第一医院就投资建设横琴国际生命科学中心项目签订正式合作协议。主要包含三部分: 第一部分是医院建设, 包括一所三甲综合医院和 4-5 所专科医院, 满足本区域居民医疗保障和境外医疗需求; 第二部分是康复疗养中心, 通过引进先进设备服务境内外高端客户; 第三部分是商业配套开发, 围绕生命科学中心建设酒店式公寓、会议中心等相关配套。
- **医养结合拓展版图、文教旅游促进发展:** 国际生命科学中心项目所处横琴开发区面积约 100 平方公里, 2020 年常住人口将达 28 万人, 区域定位为粤港澳合作试验区, 直接面向港澳市场, 具有制度上的优越性。公司借助三甲医院广州医科大学附属第一医院在高端医疗领域的优势, 采取“医养结合”的发展模式, 建立养生空间、老年病房等, 以康复为引导、以养生为核心。在医疗外延方面, 公司还计划探索医养旅游、养老地产等盈利模式。

## 投资建议

- 我们看好公司近两年的业绩表现和存货价值, 认可公司在健康领域的积极探索, 预计公司 2016-2018 年实现 EPS 分别为 0.33、0.39 和 0.59 元, 当前股价对应 PE 倍数分别为 32、27 和 18X, 首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

- 地产结算不及预期, 医疗项目进度缓慢。

胡华如 分析师 SAC 执业编号: S1130516010001  
 (86755)83831622  
 huhuaru@gjzq.com.cn

贾翔夫 联系人  
 (8621)60230248  
 jiaxiangfu@gjzq.com.cn

## 内容目录

公司简介 .....	3
受益区域市场，存货价值大幅提升 .....	3
立足横琴生命科学中心，大健康步伐稳定向前 .....	5
医养结合拓展大健康产业版图，文教旅游促进地方经济发展 .....	7
分产品盈利预测及估值 .....	7
风险提示 .....	7

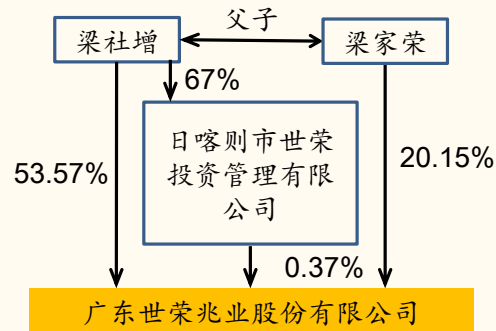
## 图表目录

图表 1：世荣兆业股权结构 .....	3
图表 2：里维埃拉项目总体规划图 .....	3
图表 3：公司主要项目介绍 .....	4
图表 4：近五年公司营收及增速 .....	4
图表 5：近五年公司主营业务毛利率及净利率 .....	4
图表 6：公司主要土地获取方式 .....	5
图表 7：公司重估净资产计算 .....	5
图表 8：我国卫生费用总额及占 GDP 比重 .....	5
图表 9：我国医技人员和床位数量统计 .....	5
图表 10：医大一院历史沿革 .....	6
图表 11：医大一院病房全貌 .....	6
图表 12：港珠澳大桥利好横琴地区 .....	6
图表 13：横琴新区规划区 .....	6

## 公司简介

- 广东世荣兆业股份有限公司（以下简称为“世荣兆业”或“公司”）前身为广东威尔医学科技股份有限公司，于2004年7月挂牌上市，并于2008年2月完成重大资产重组，将主营业务确定为房地产开发与经营和医疗器械销售，并于2009年后逐步退出医疗器械领域，专注房地产开发。公司的实际控制人为梁社增先生，直接持有公司53.57%的股权，其子梁家荣直接持有公司20.15%的股权。

图表 1：世荣兆业股权结构



来源：公司公告、国金证券研究所

## 受益珠海市场，存货价值大幅提升

- 公司的房地产开发项目主要分布于珠海和威海两个城市，未结算建筑面积共约 380 万方，其中珠海未结算面积约占 96%。公司最大的项目里维埃拉项目于 2005 年开始建设，采用分期方式开发，该项目占地面积约为 210 万方，总建筑面积约为 380 万方，分四期开发，分别为一期锦绣荣城、二期翠湖苑、三期碧水岸和四期蓝湾半岛，其中锦绣荣城已经竣工，翠湖苑一期已竣工，二期于 2016 年 5 月开工，碧水岸一期已竣工，二期正在建设，蓝湾半岛又分为 11 期开发，1-3 期已完工、4-5 期于 2016 年 8 月竣工交楼、6-8 期在建、9-10 期为土地储备、11 期已开工。此外，公司还有威海水缘金座、珠海世荣名筑、井岸大观花园和黄杨河西 29 号等项目。

图表 2：里维埃拉项目总体规划图



来源：房天下、国金证券研究所

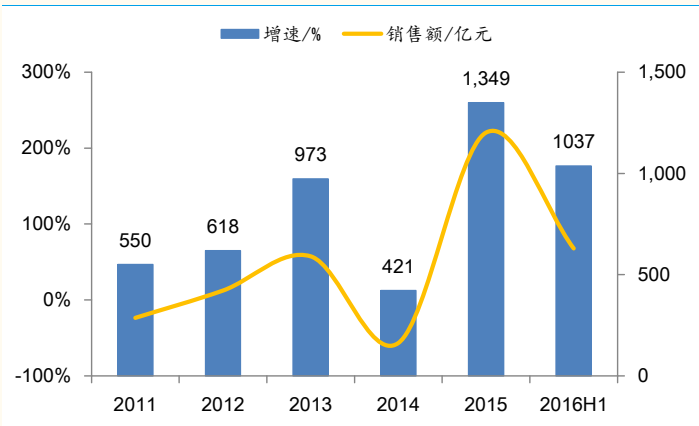
图表 3：公司主要项目开发状态

项目名称	项目状态	预计未结算建面/万方
珠海.锦绣荣城	已完结	0.4
珠海.翠湖苑	已完结、拟建	40.3
珠海.碧水岸	已完结、在建	20.9
珠海.蓝湾半岛	已完结、在建	47.3
珠海.里维埃拉后续项目	在建	221.0
珠海.世荣名筑	已完结	0.3
珠海.井岸大观花园	拟建	22.0
珠海.黄杨河西 29 号	拟建	14.0
威海.水缘金座	在建	13.6
总计		379.8

来源：公司公告、国金证券研究所

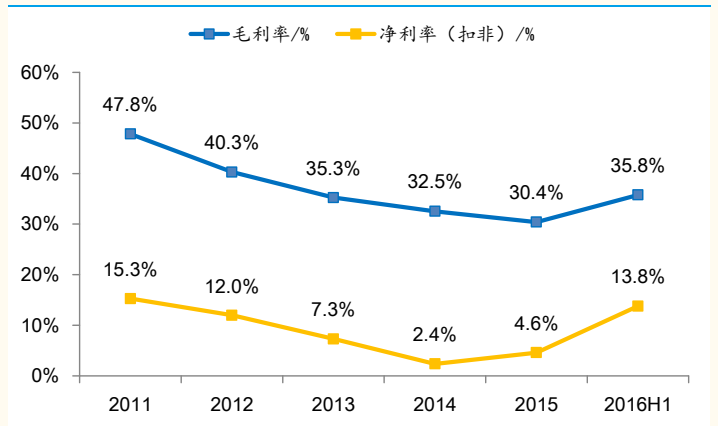
- 公司房地产开发与销售业务 2015 年实现营业收入 13.5 亿元，同比增长 220.4%，归母净利润 6388 万元，同比增长 334.5%。公司 2015 年实现合同销售额 14 亿元，2016 年上半年实现销售额约 26 亿元，同比有较大增长，销售项目大多可在 2017 年实现结算，因此公司近两年的业绩有保障。

图表 4：近五年公司营收及增速



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 5：近五年公司主营业务毛利率及净利率



来源：公司公告、国金证券研究所

- 近年来，随着房地产行业整体毛利率的降低，公司主营业务毛利率也出现下滑，从 2011 年的 47.8% 下滑到 2015 年的 30.4%，2016 年上半年，由于房地产市场向好，公司毛利率上升至 35.8%；公司自 2011 年以来净利率逐年下降，从 2011 年的 15.3% 下滑到 2014 年的 2.4%，后触底反弹，2015 年上升为 4.6%，2016 年上半年回升至 13.8%。
- 土地获取方面，鉴于当前国内房地产市场的不确定性，公司的战略为在坚定看好的珠海市场深耕，且对于土地优良的项目坚持开发。公司一般不会参与竞价拿地，而以合作拿地的方式控制风险，即以股权转让、法院拍卖等形式获取土地。截止 2015 年末，公司持有待开发土地 129 万方，对应计容建面为 269 万方，由于土地获取较早，公司具有十分显著的成本优势。

图表 6: 公司主要土地获取方式

项目名称	土地获取方式	权益占比
珠海.里维埃拉项目	协议出让	100%
珠海.里维埃拉后续项目	协议出让	100%
珠海.蓝湾半岛 11 期	股权出让	100%
威海.水缘金座二期	挂牌出让	51%
珠海.黄杨河西 29 号	挂牌出让	100%
珠海.世荣名筑	公开竞拍	100%
珠海.井岸大观花园一期	法院拍卖	100%
珠海.井岸大观花园二期	法院拍卖	100%

来源: 公司公告、国金证券研究所

- 我们计算公司每股 RNAV 为 14.93 元, 对应当前股价折让 30%。

图表 7: 公司重估净资产计算

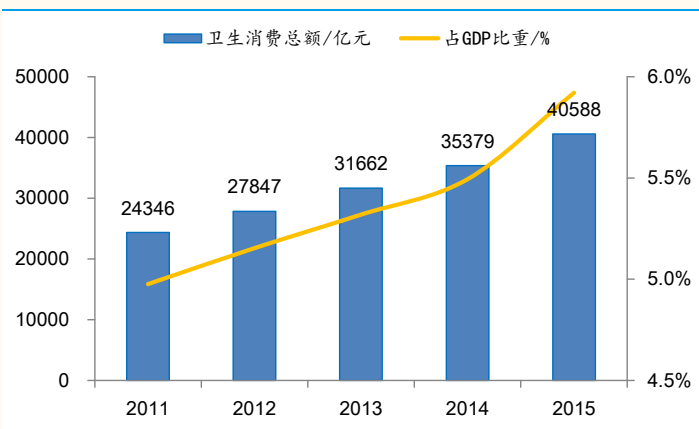
WACC	9.38%	
开发类物业增值	10385	百万元
总股本	809	百万股
开发类物业每股增值	12.84	元
账面每股净资产	2.10	元
RNAV	14.93	元
股价	10.51	元
折价率	29.62%	

来源: 公司公告、国金证券研究所

### 打造横琴生命科学中心, 大健康步伐稳定向前

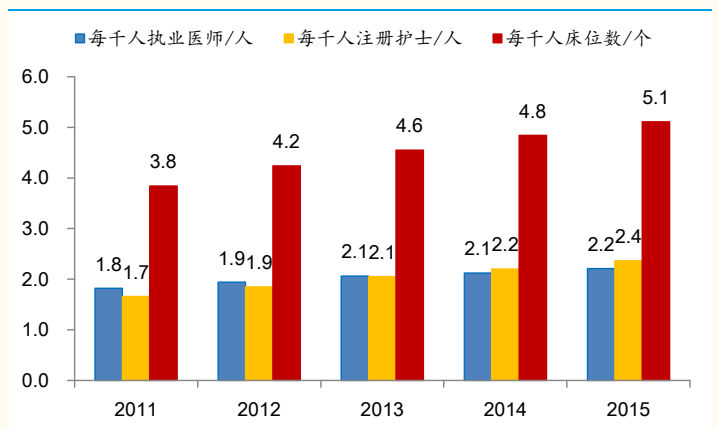
- 近年来, 随着物质生活的持续改善, 人们开始关注健康领域。我国“十三五”规划纲要中提出要全面深化医药卫生体制改革, 健全全民医疗保障体系, 加强重大疾病防治和基本公共卫生服务等, 健康中国上升为国家战略。近年来, 我国卫生消费总额逐年上升, 2015 年全国卫生费用总计达 40587.7 亿元, 首次突破 4 万亿, 占当年 GDP 的 5.9%。从医技人员和医院病床数的变化可以看出, 我国近 5 年来医技人员占人口的比例变化不大, 但床位数有较大增长, 说明随着经济的发展和卫生消费总额在 GDP 中占比的提高, 医疗基础设置建设正逐步完善。

图表 8: 我国卫生费用总额及占 GDP 比重



来源: 卫计委统计公报、国金证券研究所

图表 9: 我国医技人员和床位数量统计



来源: 卫计委统计公报、国金证券研究所

- 在上述背景下, 公司抓住机遇大力发展大健康产业, 其中浓墨重彩的一笔就是成立横琴国际生命科学中心。横琴国际生命科学中心主要包含三项业务: 第一部分是医院, 共有一所三甲综合医院和 4-5 所专科医院, 综合性



公益医院床位不少于 500 张，每所专科医院的床位约 150 张，可以满足本区域居民医疗保障和境外高端医疗需求；第二部分是康复疗养中心，公司引进先进设备，面向境内外高端客户开展服务；第三部分是商业配套，围绕生命科学中心配置酒店式公寓、会议中心等服务设施，获取增值收益。

- 国际生命科学中心中医院的合作方是三甲医院广州医科大学附属第一医院，它是一所百年医院，前身为成立于 1903 年的中法韬美医院，是国家首批 13 个国家临床医学研究中心之一。医院共有职工 2869 人，其中高级职称 523 人、博导 26 人、中国工程院院士 1 人、中央保健专家 3 人、享受国务院特殊津贴专家 9 人。医大一院具有强大的科研实力，拥有教育部国家重点学科 1 个、国家临床重点专科 6 个，主持省部级项目 366 个。依托医大一院的品牌、口碑和专家资源，横琴国际生命科学中心有望在短时间内迅速扩大影响力，吸引客流前来就诊。

图表 10：医大一院历史沿革



来源：医院官网、国金证券研究所

图表 11：医大一院病房全貌



来源：医院官网、国金证券研究所

- 2016 年 6 月 28 日，2009 年开始正式施工、全长 55 公里的港珠澳大桥成功合龙，这一世界工程连通了珠海、香港、澳门三地。根据人口统计数据，2015 年底珠海、澳门和香港的人口分别为 112 万人、65 万人和 732 万人，港珠澳大桥的通车会对周边上千万人的生活产生不同程度的影响。
- 作为港珠澳大桥西段终点，国际生命科学中心所处的横琴开发区面积约 100 平方公里，2020 年常住人口将达到 28 万人，定位为粤港澳合作试验区，可以直接面向港澳市场。目前澳门特别行政区的医疗资源相对紧缺，居民有前往珠海就诊的需求，而横琴开发区已与澳门实现 24 小时通关，未来港珠澳大桥通车有望为生命医学中心带来大量内外就诊客流。此外，国际生命科学中心还可以借助横琴开发区在人才、设备和药物的进口的制度优势进行科学研究、临床诊断和药物销售等方面的尝试。

图表 12：港珠澳大桥利好横琴地区



来源：吉屋网、国金证券研究所

图表 13：横琴新区规划区



来源：互联网、国金证券研究所

## 医养结合拓展大健康产业版图，文教旅游促进地方经济发展

- 借助在高端医疗领域的优势，公司采取“医养结合”的发展模式，建立养生空间、老年病房等，以康复为引导、以养生为核心；同时，在医疗外延方面，公司还计划探索医养旅游、养老地产等盈利模式。
- 珠海的旅游资源相当丰富，被评为“花园城市”、“幸福之城”和“浪漫之城”等称号。珠海还拥有深厚的历史文化底蕴，从公元前的番禺县到元明清的广州府，珠海均以重要的军事要塞闻名于世，妈祖的传说也为珠海笼罩上一层神秘美好的色彩。珠海市文化产业发展的“十三五”规划中也将依托文化创意产业的发展打造创新文化都市，因此文教旅游也具有重要的市场。公司计划在文教旅游方面开展业务。

## 分产品盈利预测及估值

- 公司主营业务主要有地产和医疗两部分。地产板块：考虑到现阶段珠海房地产市场的火热和 2015/2016 年良好的销售情况，预计 2016-2018 年公司主营业务收入分别为 32.5/39.6 和 40.1 亿元，毛利率按 31%考虑；医疗板块：预计医院最早 2018 年可以实现收入 12 亿元，毛利率按照传统医疗项目考虑取为 40%。预计公司 2016-2018 年实现 EPS 分别为 0.33、0.39 和 0.59 元，当前股价对应 PE 倍数分别为 32、27 和 18X，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

- 地产结算不及预期，医疗项目推进进度缓慢。

**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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>973</b>	<b>421</b>	<b>1,349</b>	<b>3,245</b>	<b>3,958</b>	<b>5,210</b>	货币资金	1,173	932	748	896	932	977
增长率		-56.7%	220.4%	140.5%	22.0%	31.6%	应收款项	6	13	29	71	87	114
主营业务成本	-630	-284	-939	-2,239	-2,731	-3,487	存货	1,731	3,018	3,385	6,748	7,856	7,834
%销售收入	64.7%	67.5%	69.6%	69.0%	69.0%	66.9%	其他流动资产	381	193	262	450	548	699
毛利	343	137	411	1,006	1,227	1,723	流动资产	3,290	4,156	4,424	8,165	9,423	9,624
%销售收入	35.3%	32.5%	30.4%	31.0%	31.0%	33.1%	%总资产	92.4%	91.8%	87.8%	85.0%	86.4%	82.0%
营业税金及附加	-97	-41	-120	-292	-356	-469	长期投资	98	124	307	308	307	307
%销售收入	10.0%	9.8%	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%	固定资产	118	179	243	1,105	1,143	1,766
营业费用	-70	-31	-53	-114	-150	-208	%总资产	3.3%	3.9%	4.8%	11.5%	10.5%	15.0%
%销售收入	7.2%	7.4%	3.9%	3.5%	3.8%	4.0%	无形资产	19	18	18	29	36	42
管理费用	-59	-65	-67	-178	-218	-302	非流动资产	272	372	617	1,445	1,488	2,117
%销售收入	6.1%	15.4%	5.0%	5.5%	5.5%	5.8%	%总资产	7.6%	8.2%	12.2%	15.0%	13.6%	18.0%
息税前利润 (EBIT)	117	0	171	422	503	744	<b>资产总计</b>	<b>3,562</b>	<b>4,528</b>	<b>5,041</b>	<b>9,610</b>	<b>10,911</b>	<b>11,741</b>
%销售收入	12.0%	n.a	12.7%	13.0%	12.7%	14.3%	短期借款	146	400	1,391	3,708	3,976	3,074
财务费用	-14	-1	-9	-20	-29	-26	应付款项	774	1,219	1,481	3,412	4,163	5,443
%销售收入	1.5%	0.2%	0.7%	0.6%	0.7%	0.5%	其他流动负债	74	31	55	196	241	290
资产减值损失	0	-1	-1	0	0	0	流动负债	994	1,650	2,928	7,316	8,379	8,806
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	584	1,114	377	377	377	378
投资收益	843	9	-54	0	0	0	其他长期负债	4	28	26	0	0	0
%税前利润	89.3%	125.9%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>1,582</b>	<b>2,792</b>	<b>3,330</b>	<b>7,692</b>	<b>8,756</b>	<b>9,184</b>
营业利润	945	7	107	402	474	717	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,597</b>	<b>1,560</b>	<b>1,696</b>	<b>1,897</b>	<b>2,129</b>	<b>2,525</b>
营业利润率	97.1%	1.6%	7.9%	12.4%	12.0%	13.8%	少数股东权益	383	176	15	21	27	33
营业外收支	-1	0	3	3	3	3	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,562</b>	<b>4,528</b>	<b>5,041</b>	<b>9,610</b>	<b>10,911</b>	<b>11,741</b>
税前利润	945	7	110	405	477	720							
利润率	97.1%	1.7%	8.2%	12.5%	12.0%	13.8%	<b>比率分析</b>						
所得税	-232	0	-48	-134	-157	-238		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	24.5%	2.8%	43.7%	33.0%	33.0%	33.0%	<b>每股指标</b>						
净利润	713	7	62	271	319	482	每股收益	0.858	0.023	0.079	0.328	0.387	0.589
少数股东损益	158	-8	-2	6	6	6	每股净资产	2.472	2.415	2.096	2.344	2.631	3.120
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>554</b>	<b>15</b>	<b>64</b>	<b>265</b>	<b>313</b>	<b>476</b>	每股经营现金净流	0.290	-1.291	0.037	-1.478	-0.016	2.200
净利率	57.0%	3.5%	4.7%	8.2%	7.9%	9.1%	每股股利	0.080	0.100	0.000	0.080	0.100	0.100
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	34.71%	0.94%	3.77%	13.98%	14.72%	18.87%
净利润	713	7	62	271	319	482	总资产收益率	15.56%	0.32%	1.27%	2.76%	2.87%	4.06%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	3.24%	-0.01%	2.76%	4.71%	5.17%	8.29%
非现金支出	8	10	12	40	66	81	<b>增长率</b>						
非经营收益	-818	-13	77	79	45	43	主营业务收入增长率	57.55%	-56.72%	220.39%	140.55%	21.97%	31.63%
营运资金变动	284	-838	-121	-1,586	-443	1,174	EBIT 增长率	-5.48%	-100.28%	#####	147.10%	19.16%	47.94%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>188</b>	<b>-834</b>	<b>30</b>	<b>-1,196</b>	<b>-13</b>	<b>1,780</b>	净利润增长率	225.92%	-97.35%	334.53%	315.07%	18.16%	52.08%
资本开支	-11	-62	-40	-914	-106	-707	总资产增长率	36.46%	27.10%	11.33%	90.64%	13.55%	7.61%
投资	1,017	-8	-229	-1	0	0	<b>资产管理能力</b>						
其他	11	9	4	0	0	0	应收账款周转天数	0.3	2.0	0.9	1.0	1.0	1.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>1,016</b>	<b>-61</b>	<b>-265</b>	<b>-915</b>	<b>-106</b>	<b>-707</b>	存货周转天数	1,027.5	3,050.1	1,245.0	1,100.0	1,050.0	820.0
股权募资	28	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	131.5	223.0	89.3	100.0	100.0	100.0
债权募资	26	784	254	2,296	268	-901	固定资产周转天数	41.5	100.7	39.5	102.1	68.7	81.8
其他	-124	-376	-216	-37	-113	-127	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-70</b>	<b>408</b>	<b>38</b>	<b>2,259</b>	<b>155</b>	<b>-1,028</b>	净负债/股东权益	-22.36%	33.55%	59.58%	166.32%	158.68%	96.76%
<b>现金净流量</b>	<b>1,133</b>	<b>-487</b>	<b>-196</b>	<b>148</b>	<b>36</b>	<b>45</b>	EBIT 利息保障倍数	8.2	-0.4	18.3	21.0	17.3	28.1
							资产负债率	44.41%	61.66%	66.06%	80.05%	80.24%	78.22%

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	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

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 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

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%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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：021-60753903

传真：021-61038200

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：010-66216979

传真：010-66216793

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD