

泰禾集团 (000732.SZ)

房地产开发行业

评级: 买入 首次评级

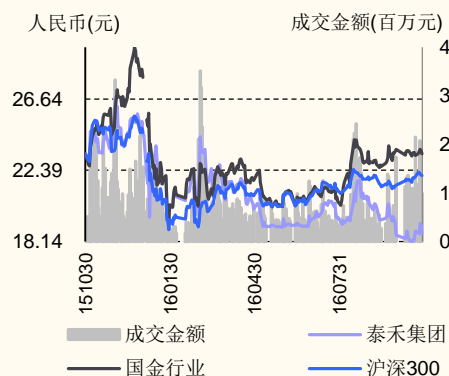
公司研究

市场价格(人民币): 18.66元  
 目标价格(人民币): 24.00-24.50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)	1,243.05
总市值(百万元)	23,221.45
年内股价最高最低(元)	26.73/18.14
沪深300指数	3340.13
深证成指	10711.04



## 高价值, 高弹性, 高协同

## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.771	1.065	2.084	2.614	3.850
每股净资产(元)	3.75	10.80	9.44	11.95	15.70
每股经营性现金流(元)	-16.34	-1.89	-19.68	-10.66	-19.34
市盈率(倍)	21.35	23.01	8.96	7.14	4.85
行业优化市盈率(倍)	27.70	46.45	37.08	37.08	37.08
净利润增长率(%)	7.61%	69.08%	95.67%	25.46%	47.28%
净资产收益率(%)	20.56%	9.86%	22.08%	21.87%	24.52%
总股本(百万股)	1,017.18	1,244.45	1,244.45	1,244.45	1,244.45

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **立足福建和北上深、存货含金量高:** 公司深耕福建、北京、长三角和珠三角四大区域, 在 2013、2014 和 2016 年大面积拿地, 表现出了逆周期积极拓展的能力。公司布局在北京、上海、深圳、厦门、福州、南京、杭州、苏州、佛山、东莞等地的项目随着区域市场房价地价的显著上涨, 存货价值大幅提升。根据测算, 公司在福建、北京、长三角和珠三角未结算项目的建面分别约 403、151、116 和 102 万方。如果按照当前的房价水平计算(不按最新地价), 公司在以上四区域的存货价值分别为 691 亿元、888 亿元、539 亿元和 353 亿元, 每股 RNAV 达 36.6 元, 当前股价对应 RNAV 折让 49%, 折让幅度相比其他一二线蓝筹公司明显要大。
- **优异的产品变现能力、销售和业绩再次进入高增长:** 公司注重产品的品质和差异化, 采取“高举高打”的开发营销策略, 泰禾院子、泰禾红、金尊府、泰禾广场等系列产品深入人心, 影响广泛, 品牌价值持续提升, 2015 年突破 70 亿。得益于公司逆周期拿地和差异化产品开发能力, 公司销售额 2013 年突破百亿, 2015 年突破 300 亿, 预计今年销售额 430 亿, 再考虑到今年积极的土地拓展, 我们预计明年销售额能超 800 亿。从推盘节奏来看, 由于产品较高端, 公司存货的供应弹性稍显不足, 今年前三季度新推不到 180 亿, 而四季度预计新推货值超 300 亿, 明年的货值会增长更为显著, 我们认为从今年四季度开始, 公司的销售和业绩再次进入高增长通道。
- **大手笔布局金融, 业务协同逐步显现:** 公司坚持以金融思维做房地产, 2010 年公司与控股股东泰禾投资先后战略投资福建海峡银行、东兴证券和福州农商行, 2015 年再与控股股东出资设立泰禾金控并增资至 25 亿、参与发起设立海峡人寿、全资收购福建一卡通, 此外控股股东投资 106 亿港元收购香港大新寿险。2016 年 10 月公司还与大连银行签署战略合作协议、与中信信托设立信托计划, 有望借助金融资本整合房地产资源实现跨越式发展。

## 盈利预测

- 考虑到公司项目结算进度和公允价值提升, 我们预计公司 2016-2018 年实现 EPS 分别为 2.08、2.61 和 3.85 元, 当前股价对应 P/E 分别为 9.0、7.1 和 4.9X, 首次覆盖我们给予“买入”评级。

## 风险提示

- 销售和结算进度不及预期, 地产金融协同效应不明显。

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
立足全国深耕一线，存货价值大幅提升 .....	3
开发产品独具特色，销售放量业绩上涨 .....	5
逐步布局大金融，寻找业绩新增长点 .....	6
盈利预测及估值 .....	7
风险提示 .....	7

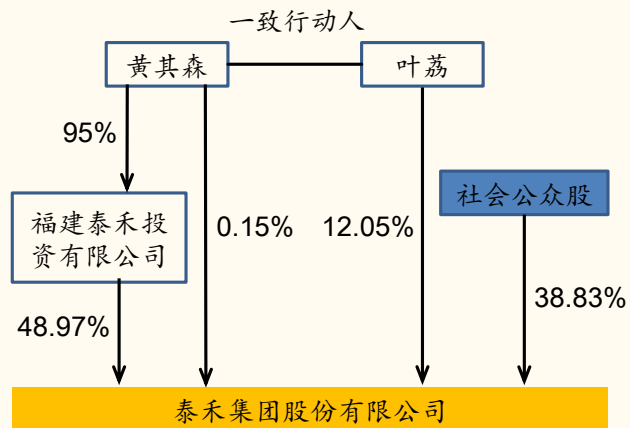
## 图表目录

图表 1：泰禾集团股权结构 .....	3
图表 2：公司项目布局城市 .....	3
图表 3：4-9 月公司货值较高城市住宅价格同比 .....	4
图表 4：9 月公司布局城市住宅价格同比 .....	4
图表 5：公司项目区域分布（按未结算建面/万方） .....	4
图表 6：公司项目区域分布（按货值/亿元） .....	4
图表 7：公司重估净资产计算 .....	5
图表 8：泰禾院子规划图 .....	5
图表 9：泰禾院子实景图 .....	5
图表 10：泰禾商业代表作——东二环泰禾广场效果图 .....	6
图表 11：泰禾广场实景图 .....	6
图表 12：近五年公司营业收入及增速 .....	6
图表 13：近五年公司净利率 .....	6
图表 14：公司大金融布局 .....	错误!未定义书签。

## 公司简介

- 泰禾集团股份有限公司（以下简称“泰禾集团”或“公司”）创建于 1996 年，于 2010 年在深圳证券交易所上市，业务板块包括地产、金融、医疗健康和文化娱乐等。公司以房地产开发为核心业务，目前已开发 50 多个高端项目，主要位于京津冀、长三角、珠三角和福建福州、厦门、泉州等地，地产综合实力位居全国 30 强。
- 泰禾集团的股权结构如下图所示，控股股东黄其森直接和间接通过福建泰禾投资有限公司持有公司 49.1% 的股权，一致行动人叶荔持有公司 12.1% 的股权。

图表 1：泰禾集团股权结构图

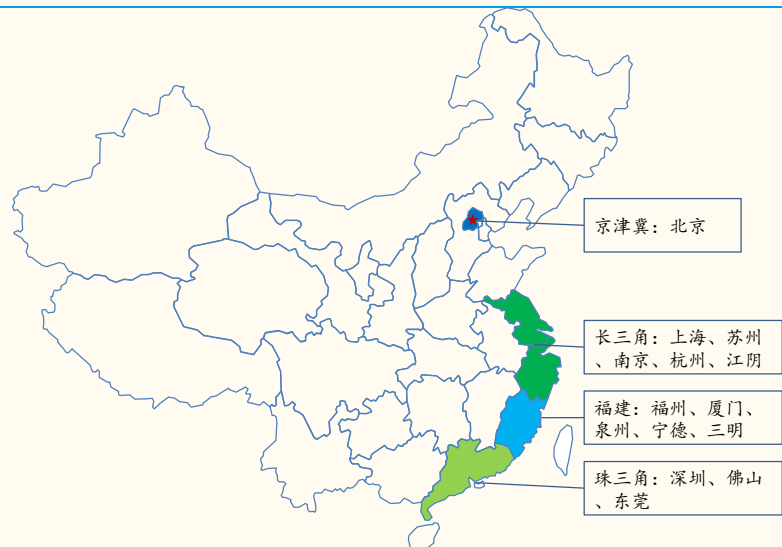


来源：公司公告、国金证券研究所

## 持续布局热点城市，存货价值大幅提升

- 作为福建房地产龙头企业，公司深耕福州、厦门、泉州、宁德和三明等省内经济发展形势良好的城市。此外，公司走出福建，坚定布局国内核心经济圈，即以北京为核心的京津冀经济圈，以上海为核心的长三角经济圈和以深圳为核心的珠三角经济圈。

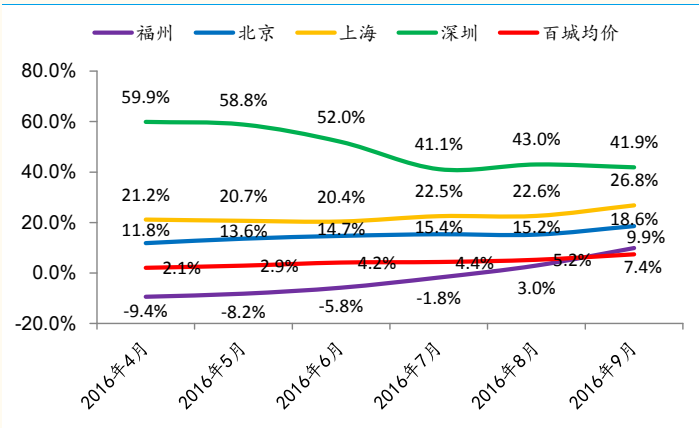
图表 2：持续布局热点城市



来源：公司公告、国金证券研究所

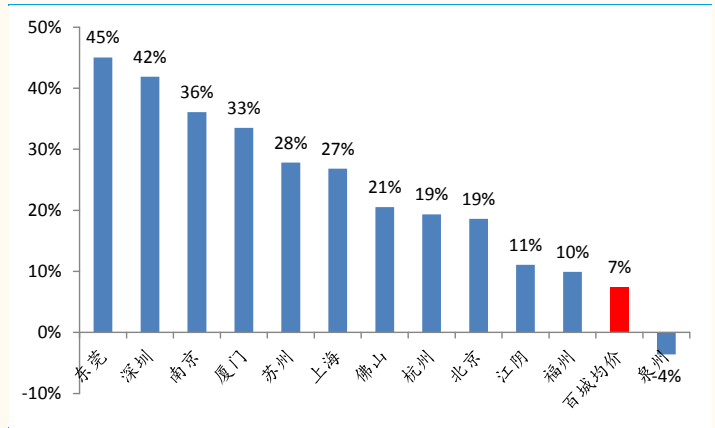
- 今年以来，全国一线及重点二线城市房价出现较快速上涨，以公司在各区域中货值最大的城市为例，深圳、上海、北京住宅价格同比增速均显著高于百城住宅均价同比增速，其中 2016 年 9 月深圳、上海、北京的住房均价同比增速分别为 41.9%、26.8%和 18.6%，同期的百城住宅均价同比增速为 9.9%，福州自今年 7 月开始价格同比增速上升并在 9 月当月超越百城均价同比增速。2016 年 9 月，公司主要布局的 12 城市中，房价同比增速超过百城住宅同比增速的有 11 个。

图表 3：4-9 月公司货值较高城市住宅价格同比



来源：Wind，国金证券研究所

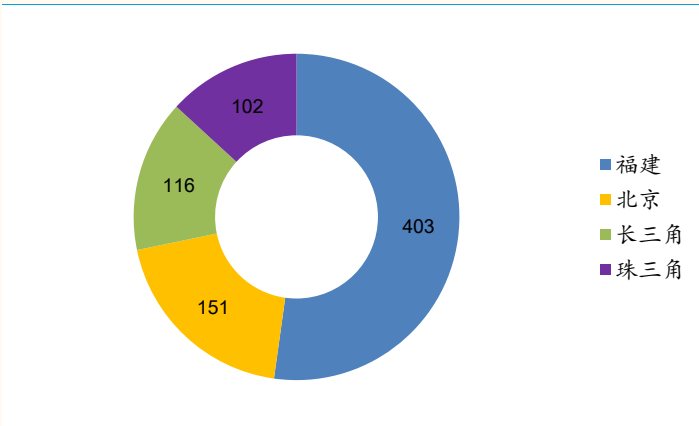
图表 4：9 月公司布局城市住宅价格同比



来源：Wind，国金证券研究所

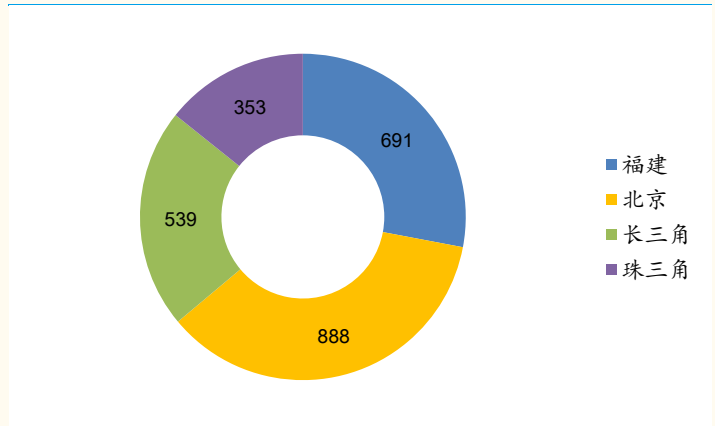
- 按未结算建面口径，公司在福建、北京、长三角和珠三角区域的项目储备约为 403 万方、151 万方、116 万方和 102 万方，而随着这些区域房地产市场的价格抬升，公司存货价值有了大幅的提升。按照当前的房价水平（并不按价格上涨更为显著的地价）估算，公司在以上四区域的存货价值分别达 691 亿元、888 亿元、539 亿元和 353 亿元。

图表 5：公司项目分布（按未结算建面/万方）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 6：公司项目分布（按货值/亿元）



来源：公司公告、国金证券研究所

- 我们计算公司每股 RNAV 为 36.58 元，当前股价对应 RNAV 折让 48.99%。

图表 7：公司重估净资产估算

WACC	8.08%	
开发类物业增值	32,075.62	百万元
总股本	1,244.45	百万股
开发类物业每股增值	25.77	元
账面每股净资产	10.80	元
RNAV	36.58	元
股价	18.66	元
折价率（考虑存货增值）	48.99%	

来源：公司公告、国金证券研究所

### 产品注重品质和差异化，销售弹性再次显现

- 公司开发的住宅产品中以“泰禾院子”系列、“泰禾红”系列和“金尊府”系列为典型代表，其中泰禾院子系列产品更是名动全国。泰禾院子从中国传统建筑的宅门、院落和街巷三大元素入手打造独具特色的住宅产品，用宅门保留中国人的威仪感，用院落塑造中国人的乡土情，用街巷还原邻里间的老式情感，不仅具有使用和投资价值，还值得珍藏和传承。
- 公司与大型国企北科建合作开发“丽春湖院子”，与信达地产合作开发“上海院子”，充分显示了公司院子系列的品牌影响力。

图表 8：成龙代言北京中国院子



来源：公司网站、国金证券研究所

图表 9：厦门泰禾院子实景图



来源：公司网站、国金证券研究所

- 泰禾集团商业系列的代表作是泰禾广场，自 2013 年 9 月公司首个泰禾广场——福州五四北泰禾广场开业以来，北京长安中心项目、北京泰禾中央广场项目、福州东二环泰禾广场（已开业）、北京泰禾 1 号街区、泉州华大泰禾广场、泉州石狮泰禾广场（已开业）、泉州东海泰禾广场等项目逐步落地。其中东二环泰禾广场高达 150 万平米的体量，是海西最大的商业综合体。该项目包含五星级酒店（公司下属酒店，于 2016 年 5 月开业）、甲级写字楼、大型高档购物中心、大型高档娱乐中心、SOHO 办公、时尚步行街和酒店式公寓等等。
- 随着竣工的持有性物业面积的逐步增多，商业地产项目公允价值将会持续提升，有望给公司业绩带来持续的增量。



图表 10: 商业代表作——东二环泰禾广场



来源: 公司网站、国金证券研究所

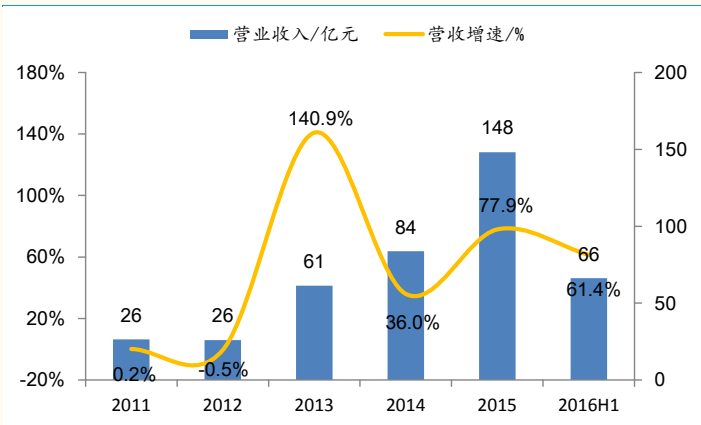
图表 11: 东二环泰禾广场实景图



来源: 公司网站、国金证券研究所

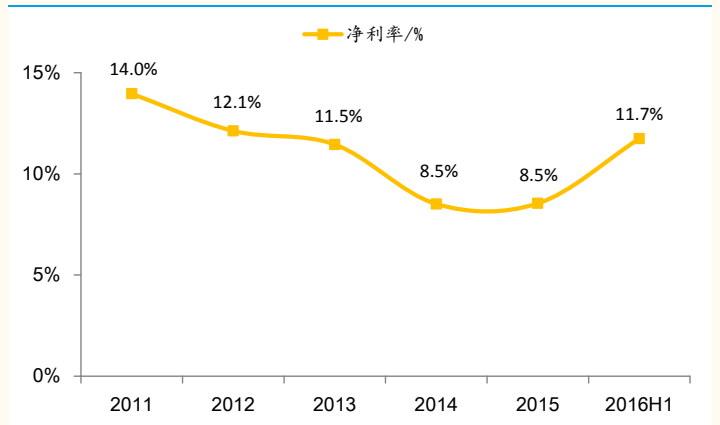
- 公司自从 2010 年通过资产重组实现上市以来, 在 2013 年和 2015 年有过两轮显著的增长。在 2012 年公司销售额 63 亿, 2013 年达到 124 亿, 增长近 1 倍。而 2014 年实现 200 亿的跨越, 2015 年再次实现 300 亿的跨越。从拿地方面来看, 公司在 2013 年、2014 年和 2016 年拿地规模均较大, 从存货的变现周期推测, 我们预计 2017 年公司的增长弹性将再次显现。
- 随着项目的陆续结转, 公司业绩将持续释放。2015 年公司实现营业收入 148 亿元, 同比增长 77.9%, 2016 年上半年公司实现营业收入 66 亿元, 同比增长 61.4%。公司近五年销售净利率有下降趋势但从去年开始有企稳迹象, 自 2011 年的 14.0% 逐年下降到 2015 年的 8.6%, 2016 年上半年净利率回升至 11.7%。

图表 12: 近五年公司营业收入增速



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 13: 近五年公司销售净利率



来源: 公司公告、国金证券研究所

- 考虑到公司项目的布局及开发结算进度, 我们估计公司 2016-2018 年房地产结算收入分别为 260 亿元、340 亿元和 490 亿元。在十一前后密集政策调控出台之后, 真正好产品的价格走势会更为强劲, 我们认为公司地产项目后期的销售价格有望进一步提升, 进而能促使结算毛利率的稳定向好。

### 多方位布局金融, 业务协同有望超预期

- 公司与控股股东布局金融从 2010 年就已开始, 而且涉足保险、银行、券商、金控平台、第三方支付、信托等等, 基本上可以说是全方位布局。

- 2015年4月公司与控股股东泰禾投资共同出资设立泰禾金控，其中公司持股80%，而泰禾金控持股20%。泰禾金控于2015年5月成立并取得平潭综合试验区行政审批局办法的营业执照。
- 2015年5月，公司投资1.5亿元参与发起设立海峡人寿，占海峡人寿注册资本的10%。随着我国保险市场的发展，公司通过参股海峡人寿有望挖掘金融业和新兴产业的投资机会。
- 2016年1月，公司全资下属公司福州中维实业有限公司以人民币3800万元受让福建省万维智能科技有限公司持有的福建一卡通网络有限责任公司100%股权，正式介入第三方支付领域。福建一卡通是经过中国人民银行批准的第三方金融支付公司，成立于2010年，目前已成功开发海西市民公共服务平台、晋江市城市一卡通、和卡预付卡和泰禾广场联名卡等项目，并致力于拓展网络支付、移动支付等领域，深入城市信息化服务。
- 2016年10月，公司还与大连银行签署框架协议，并与中信信托合作设立40亿信托计划。
- 我们认为在行业资源加速整合的大背景下，通过金控平台、信托计划或地产基金等方式投资、收购各类地产项目、股权或资产包可能是公司未来实现跨越式增长的重要环节。

### 盈利预测及估值

- 我们预计公司2016-2018年分别可实现营业收入260亿元、340亿元和490亿元，由于区域市场回暖，结算毛利率有所上升，按31%考虑，我们预计公司2016-2018年实现EPS分别为2.08、2.61和3.85元，当前股价对应P/E分别为9.0、7.1和4.9X，首次覆盖我们给予“买入”评级。

### 风险提示

- 销售和结算进度不及预期，地产金融协同效应不明显。

**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>6,128</b>	<b>8,372</b>	<b>14,813</b>	<b>26,000</b>	<b>34,000</b>	<b>49,000</b>	货币资金	6,617	3,354	5,736	6,278	7,367	8,145
增长率		36.6%	76.9%	75.5%	30.8%	44.1%	应收款项	476	701	906	1,585	2,072	2,986
主营业务成本	-3,927	-5,714	-10,384	-17,680	-23,120	-33,320	存货	23,373	52,554	58,042	90,822	113,890	154,276
%销售收入	64.1%	68.3%	70.1%	68.0%	68.0%	68.0%	其他流动资产	4,019	4,233	9,179	15,912	20,808	29,988
毛利	2,201	2,658	4,429	8,320	10,880	15,680	流动资产	34,486	60,843	73,862	114,597	144,137	195,395
%销售收入	35.9%	31.7%	29.9%	32.0%	32.0%	32.0%	%总资产	96.6%	97.5%	87.1%	90.7%	92.5%	94.1%
营业税金及附加	-692	-804	-1,392	-2,470	-3,230	-4,655	长期投资	265	268	9,388	9,389	9,388	9,388
%销售收入	11.3%	9.6%	9.4%	9.5%	9.5%	9.5%	固定资产	644	762	843	1,690	1,712	2,320
营业费用	-382	-612	-739	-1,300	-1,700	-2,450	%总资产	1.8%	1.2%	1.0%	1.3%	1.1%	1.1%
%销售收入	6.2%	7.3%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	无形资产	108	260	256	627	626	624
管理费用	-189	-245	-282	-468	-612	-882	非流动资产	1,209	1,553	10,919	11,708	11,727	12,334
%销售收入	3.1%	2.9%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%	%总资产	3.4%	2.5%	12.9%	9.3%	7.5%	5.9%
息税前利润 (EBIT)	939	997	2,017	4,082	5,338	7,693	<b>资产总计</b>	<b>35,695</b>	<b>62,395</b>	<b>84,782</b>	<b>126,305</b>	<b>155,864</b>	<b>207,730</b>
%销售收入	15.3%	11.9%	13.6%	15.7%	15.7%	15.7%	短期借款	7,737	15,632	11,485	42,918	58,649	85,782
财务费用	-3	-29	-264	-616	-998	-1,300	应付款项	8,520	15,539	20,517	33,355	43,617	62,860
%销售收入	0.0%	0.4%	1.8%	2.4%	2.9%	2.7%	其他流动负债	648	937	1,001	1,548	1,986	2,808
资产减值损失	-10	-15	-25	-9	-3	-5	流动负债	16,905	32,108	33,002	77,821	104,252	151,450
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	13,526	23,362	25,165	25,165	25,165	25,166
投资收益	1	0	12	0	0	0	其他长期负债	174	203	9,546	7,950	7,950	7,950
%税前利润	0.1%	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>30,605</b>	<b>55,673</b>	<b>67,713</b>	<b>110,936</b>	<b>137,367</b>	<b>184,566</b>
营业利润	927	953	1,741	3,457	4,337	6,388	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,249</b>	<b>3,812</b>	<b>13,446</b>	<b>11,746</b>	<b>14,875</b>	<b>19,541</b>
营业利润率	15.1%	11.4%	11.8%	13.3%	12.8%	13.0%	少数股东权益	1,842	2,910	3,623	3,623	3,623	3,623
营业外收支	14	-6	-63	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>35,695</b>	<b>62,395</b>	<b>84,782</b>	<b>126,305</b>	<b>155,864</b>	<b>207,730</b>
税前利润	941	947	1,678	3,457	4,337	6,388	<b>比率分析</b>						
利润率	15.3%	11.3%	11.3%	13.3%	12.8%	13.0%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-239	-235	-413	-864	-1,084	-1,597	<b>每股指标</b>						
所得税率	25.4%	24.8%	24.6%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.716	0.771	1.065	2.084	2.614	3.850
净利润	702	712	1,265	2,593	3,253	4,791	每股净资产	3.194	3.748	10.804	9.439	11.953	15.703
少数股东损益	-27	-71	-61	0	0	0	每股经营现金净流	-11.248	-16.345	-1.889	-19.682	-10.662	-19.335
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>728</b>	<b>784</b>	<b>1,325</b>	<b>2,593</b>	<b>3,253</b>	<b>4,791</b>	每股股利	0.000	0.200	0.100	0.100	0.100	0.100
净利率	11.9%	9.4%	8.9%	10.0%	9.6%	9.8%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	22.42%	20.56%	9.86%	22.08%	21.87%	24.52%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	2.04%	1.26%	1.56%	2.05%	2.09%	2.31%
净利润	702	712	1,265	2,593	3,253	4,791	投入资本收益率	2.66%	1.64%	2.41%	3.35%	3.63%	4.06%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	28	36	52	74	92	108	主营业务收入增长率	135.46%	36.61%	76.93%	75.52%	30.77%	44.12%
非经营收益	-84	-35	89	-256	1,139	1,461	EBIT 增长率	185.28%	6.24%	102.25%	102.39%	30.77%	44.12%
营运资金变动	-12,088	-17,340	-3,756	-26,905	-17,753	-30,421	净利润增长率	111.54%	7.61%	69.08%	95.67%	25.46%	47.28%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-11,441</b>	<b>-16,626</b>	<b>-2,351</b>	<b>-24,494</b>	<b>-13,269</b>	<b>-24,061</b>	总资产增长率	161.69%	74.80%	35.88%	48.98%	23.40%	33.28%
资本开支	-245	-140	-42	-1,285	-109	-710	<b>资产管理能力</b>						
投资	-102	-388	17	0	0	0	应收账款周转天数	22.9	19.0	11.5	12.0	12.0	12.0
其他	1	0	-1,362	0	0	0	存货周转天数	1,464.4	2,424.9	1,943.8	1,875.0	1,798.0	1,690.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-346</b>	<b>-527</b>	<b>-1,388</b>	<b>-1,285</b>	<b>-109</b>	<b>-710</b>	应付账款周转天数	71.9	144.0	118.4	100.0	100.0	100.0
股权募资	2,087	408	6,688	0	0	0	固定资产周转天数	4.3	16.4	9.0	15.6	10.0	10.0
债权募资	12,508	16,101	9,706	31,264	15,730	27,135	<b>偿债能力</b>						
其他	1,067	-3,400	-10,151	-4,944	-1,264	-1,585	净负债/股东权益	287.71%	530.18%	227.69%	453.87%	456.26%	478.13%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>15,663</b>	<b>13,109</b>	<b>6,244</b>	<b>26,321</b>	<b>14,467</b>	<b>25,549</b>	EBIT 利息保障倍数	340.4	33.9	7.6	6.6	5.3	5.9
<b>现金净流量</b>	<b>3,876</b>	<b>-4,043</b>	<b>2,505</b>	<b>542</b>	<b>1,089</b>	<b>778</b>	资产负债率	85.74%	89.23%	79.87%	87.83%	88.13%	88.85%

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