

2017年03月13日

中航地产 (000043.SZ)

## 全面转型资产管理，价值有待重估——公司2016年报点评

■事件：公司8日公布2016年报：全年实现营业收入63.2亿，同比增长14.57%；实现归属于母公司股东净利润1.61亿，同比下降59.77%；EPS 0.242元。

■剥离地产业务，专注高端资产管理。公司原核心业务是商业地产的投资、开发与经营，此前已经形成包含购物中心、写字楼、精品公寓、高尚住宅等多业态的综合开发经营模式。2016年下半年，公司筹划并完成了房地产开发业务相关的重大资产出售。重组后公告将退出地产开发业务，未来聚焦物业资产管理业务。重点发展三项核心业务，包括1、物业及设备设施管理（围绕机构类物业资产）；2、资产经营（现有持有物业，存在大股东资产注入可能）；3、客户一体化服务外包（股东方其他资产支持），成为“物业资产管理及服务外包专业提供商”。

■地产开发占比仍较大，期待阵痛后的新生。2016年公司原地产开发业务实现销售额50.7亿元（+3.4%），销售面积56.3万方（-5.6%），规模仍能与上年持平，主要受益于三四线城市市场回暖。2016年地产业务全年实现营收3.8亿，同比增长5.68%，占公司营收比例达60%。重组后，公司承诺将退出地产开发业务。本次重组公司出售了包括成都航空大世界、成都中航城、昆山九方等9个项目，剩余少量待结算及尾盘项目。公司今年由于结算质量下降，扣非后净利润亏损3.67亿，另外计提存货跌价准备1.4亿，投资性房地产公允价值变动收益2.52亿。我们认为公司近期内承受一定业绩波动在所难免，期待阵痛后的新生。

■机构类物业管理尖兵，血统纯正。2016年公司物业管理业务收入22.9亿，同比增长28%，占公司营收比重达到36.25%（+4.09个pct），利润总额同比增长44%。公司物业板块业务由全资子公司中航物业运营。作为中国物业行业的领军企业之一，中航物业在机构物业领域的优势显著，擅长综合型高档物业项目的管理。截至2016年底，中航物业业务遍及全国二十多个核心城市，主要承揽机构类、商业类、住宅类高端项目等391个，管理面积超过4568万方。

■投资建议：公司2016年底拟以20.3亿对价出让了旗下房地产相关资产及股权，实现投资收益3.8亿元，另外投资性房地产公允价值变动收益2.52亿。重组后，公司资产结构发生较大的变化，存货在总资产中占比降至29.3%（前值46.4%），投资性房地产占比增至38.7%（共84.5万方持有物业），现金占比9%。公司转型后彻底成为物业管理类公司，在A股血统最纯正，其管理物业类型专业性强、门槛高，市场价值有望进一步重估。我们预计公司2017-2019EPS为0.39、0.50和0.67元，对应目标价17.55元，首次覆盖，给予买入-A评级。

■风险提示：纯物业管理模式未经长期验证，公司业绩短期可能受冲击。

摘要(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	5,518.8	6,322.7	6,765.9	7,645.5	8,792.3
净利润	401.2	161.4	257.3	335.8	447.0
每股收益(元)	0.60	0.24	0.39	0.50	0.67
每股净资产(元)	5.93	6.12	6.47	6.95	7.59

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	20.2	50.1	31.4	24.1	18.1
市净率(倍)	2.0	2.0	1.9	1.7	1.6
净利润率	7.3%	2.6%	3.8%	4.4%	5.1%
净资产收益率	10.1%	4.0%	6.0%	7.2%	8.8%
股息收益率	0.4%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%
ROIC	7.5%	6.0%	7.0%	6.8%	-8.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

住宅地产

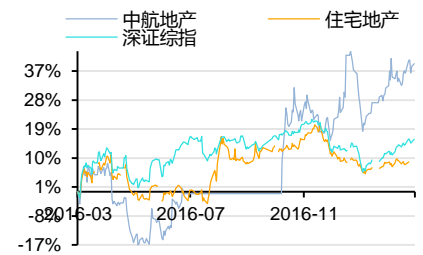
投资评级 买入-A  
首次评级

6个月目标价：17.55元  
股价(2017-03-13) 12.04元

### 交易数据

总市值(百万元)	8,030.22
流通市值(百万元)	8,028.04
总股本(百万股)	666.96
流通股本(百万股)	666.78
12个月价格区间	7.19/12.37元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.63	16.13	21.03
绝对收益	5.71	19.21	41.48

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515100001

chentc@essence.com.cn

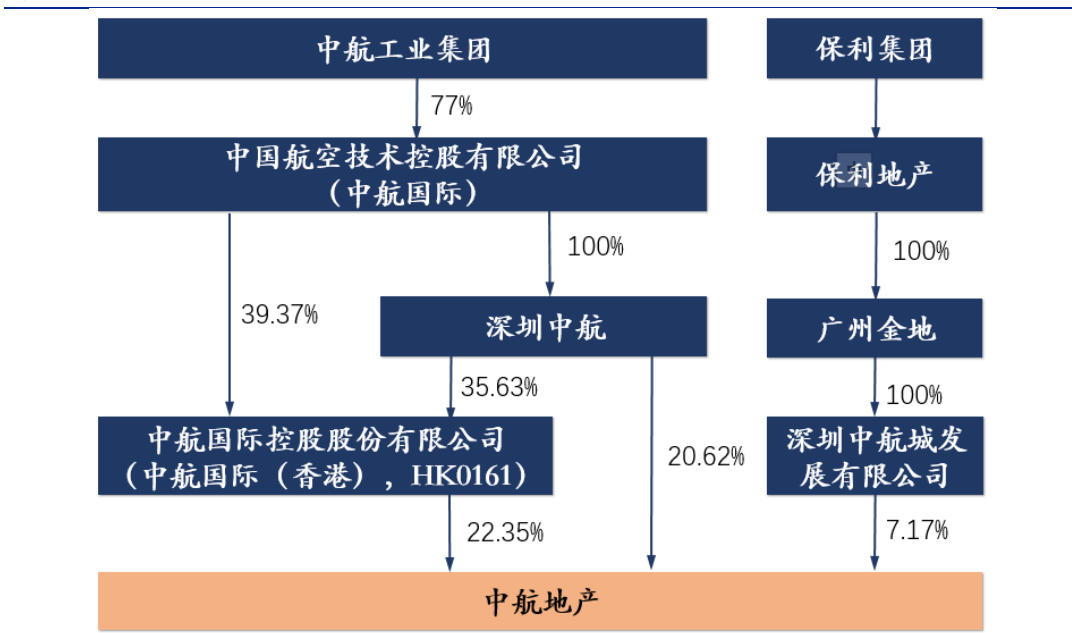
021-35082325

### 相关报告

## 1. 公司基本情况

中航地产成立于 1985 年，实际控制人为中国航空工业集团。公司上市之初为多元化经营企业，后公司战略转型成为以房地产开发为主体，物业管理协同发展综合性房地产开发企业。公司房地产业务经过多年发展，形成了以城市综合体的开发和经营为核心，涵盖城市高端住宅开发、物业管理服务等多业态的综合开发经营模式。2016 年下半年，公司筹划并完成了房地产开发业务相关的重大资产出售。重组后公告将退出地产开发业务，未来聚焦物业资产管理业务。

图 1：公司重组后的股权结构



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

### 1.1. 公司历史沿革

1985 年 4 月 13 日，由中国航空技术进出口深圳公司联合国内二十四家有实力的大中型企业共同发起并以集资入股的方式组建了“深圳航空大厦事业有限公司”，此为中航地产最早的前身。1987 年公司由深圳市政府批复更名为深圳南光联合发展公司。

1994 年 9 月 28 日深南光 A 在深圳证券交易所上市。

2006 年 1 月 16 日-4 月 11 日进行股权分置改革。改革完成后，中航技深圳直接、间接持有本公司股份为 39.82%（仍为本公司第一大股东）。

2007 年 11 月 23 日公司原用名“深圳市南光（集团）股份有限公司”变更为“深圳中航地产股份有限公司”，公司证券简称由“深南光 A”变更为“中航地产”，证券代码不变，仍为 000043。

2011 年 9 月中航地产九方资产管理有限公司正式成立，标志着中航地产正式迈向商业资产管理领域。

2015 年 10 月，公司发布公告称成立成都航空科技文化和成都航华，负责成都航空文化主题

产业及地产运营。次年1月，公司全资子公司成都航逸置业和成都航逸科技以5.45亿元联合竞得成都市天府新区兴隆街道宗地使用权。

2016年7月7日，公司股票停牌并发布公告称中航工业集团正在与保利集团筹划关于所属地产业务资产的重组整合方案。10月1日公司发布重大资产出售预案。10月21日，公司公告复牌，并发布重大资产出售预案（修订稿）：拟通过协议转让的方式向保利地产出售房地产开发业务相关资和负债。

2016年12月16日，公司公告重大资产出售报告书(草案)(修订稿)，修订后具体的交易对方由保利地产调整为广州金地和保利江西（保利全资子公司）。交易标的资产确定为1、中航地产直接持有的成都航逸科技（主要经营航空大世界项目）等8家公司的股权资产；2、全资子公司持有的南昌中航国际广场二期项目。交易对方拟以20.3亿现金为对价（以2016年7月31日为基准日评估值，评估增值率22.27%）。

表1：本次交易标的资产情况（亿元）

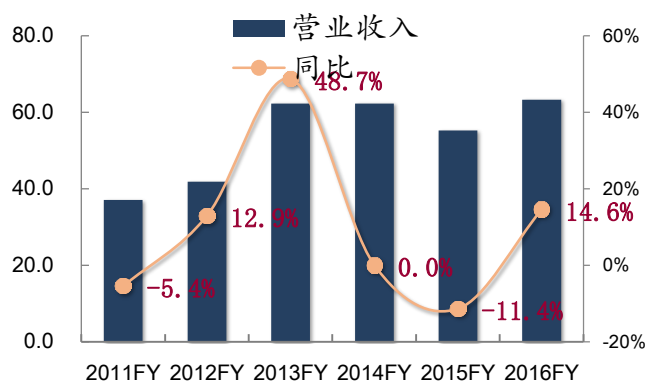
序号	标的资产	持股比例	评估值	增值率	2015年营业收入	主要经营项目
<b>(一) 股权资产</b>						
1	成都航逸科技	100%	1.00	3.2%	-	成都航空大世界
2	成都航逸置业	100%	0.17	80.1%	-	为成都中航城国际社区项目
3	江苏中航地产	100%	4.28	71.5%	0.43	昆山九方A7项目
4	九江中航地产	100%	3.29	-13.0%	7.28	九江中航城
5	新疆中航投资	100%	0.65	78.9%	0.89	新疆中航翡翠城项目
6	岳阳建桥投资	100%	3.25	24.3%	0.89	中航翡翠湾项目
7	赣州中航置业	79.2%	2.27	7.7%	4.29	赣州中航公元城
8	赣州中航地产	100%	1.88	162.8%	0.02	赣州中航地产云府一期
<b>(二) 非股权资产</b>						
	南昌中航国际广场二期	-	3.50	1.5%	-	南昌中航国际广场二期
	<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>20.30</b>	<b>22.3%</b>	<b>13.80</b>	

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

## 2. 地产开发占比仍较大，期待阵痛后的新生

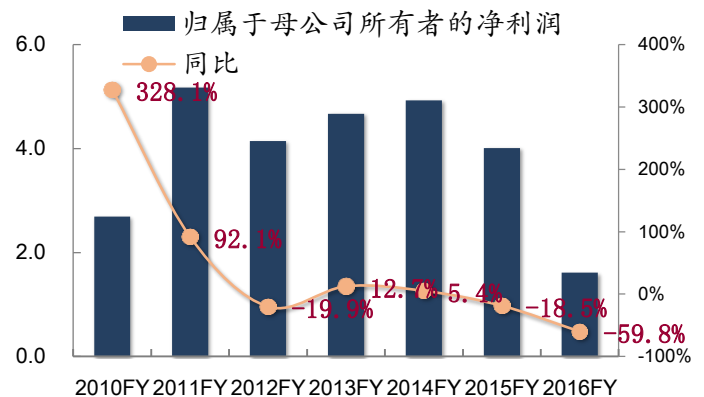
近年来，公司地产业务主要打造以“中航城”为核心品牌的城市综合体商业地产以及以“中航元”为核心品牌的旅游度假主题地产。2016年公司原地产开发业务实现销售额50.7亿元（+3.4%），销售面积56.3万方（-5.6%），规模仍能与上年持平，主要受益于三四线城市市场回暖。2016年地产业务全年实现营收3.8亿，同比增长5.68%，占公司营收比例仍达60%。物业管理业务实现营业收入22.9亿，增长29.14%，占公司营业收入的36.25%。

图 2：近年营业收入（亿）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

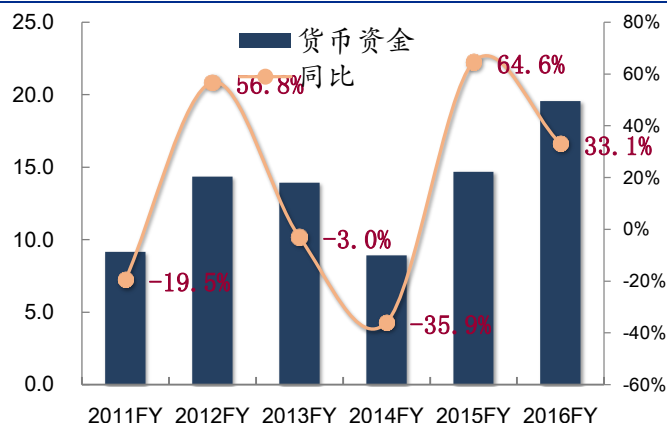
图 3：近年归母净利润（亿）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

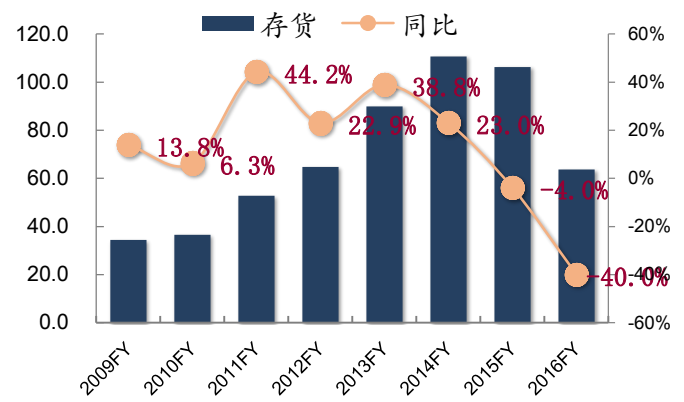
在存量物业经营方面，公司以中航九方资产管理有限公司为持有型商业物业运营业务单元及平台，“九方购物中心”是中航地产核心的商业品牌。公司目前在管理营购物中心包括六家九方，分别位于赣州、成都、九江、昆山、深圳华强北与深圳龙华，总营业面积超过 68 万方。其中，深圳华强北与深圳龙华九方购物中心为公司受托经营管理项目。

图 4：货币现金（亿）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 5：存货（亿）

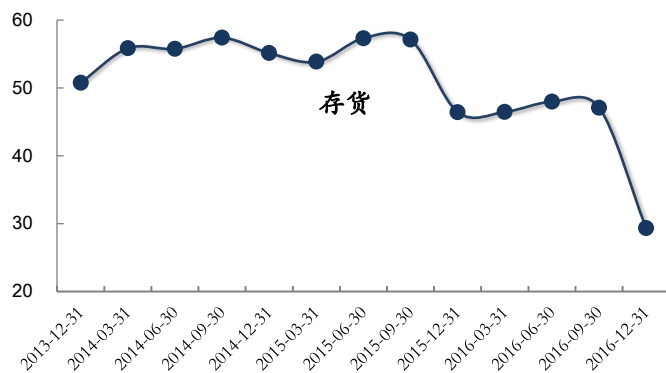


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

目前赣州九方、深圳龙华九方、深圳华强北九方、昆山九方、九江九方等购物中心已进入稳定运营期，出租率保持在较高水平。截至 2016 年底，公司共有以公允价值计量的投资性房地产项目 85.45 万方，投资性房地产占总资产的比例达到 38.7%，2016 年投资性房地产计入公允价值变动收益 2.52 亿。

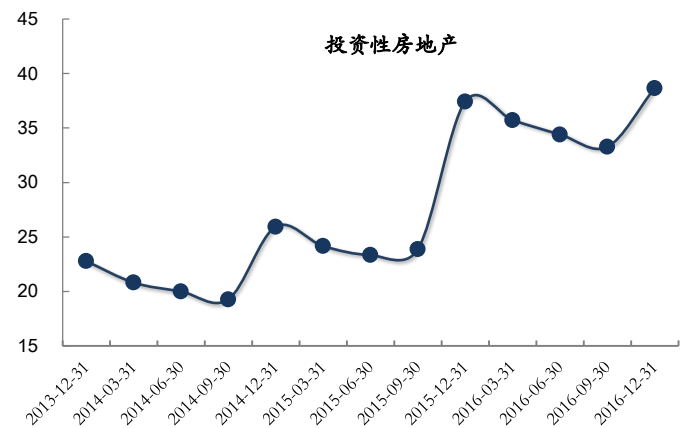
根据公司重大资产出售的业务承诺。本次重组公司出售了包括成都航空大世界、成都中航城、昆山九方等 9 个项目，公司体内剩余部分待结算及尾盘项目。公司本次重组后将退出地产开发业务，包括不再新取得房地产开发土地和在建项目，也不在市场上竞买拿地建设购物中心资产。本轮资产整合后，公司业务聚焦存量资产的管理运营，现金回报及业绩稳定性更高，但由于公司地产业绩贡献仍然较大，近期内承受一定业绩波动在所难免，期待阵痛后的新生。

图 6: 公司存货占总资产的比例%



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 7: 公司投资性房地产占总资产的比例%



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

表 2: 截至 2016 年底, 公司已计入投资性房地产的资产情况 (亿元, 万方)

序号	物业名称	评估面积	2016 年评估值	变动幅度	2016 计入公允价值变动收益
1	昆山九方购物中心	18.77	13.41	-1.42%	
2	九江中航城购物中心	16.31	9.10	-2.36%	
3	成都-九方购物中心-3 至 7 层	10.57	7.50	-2.62%	
4	上海天盛广场	9.27	16.88	-0.68%	
5	赣州中航城九方购物中心房产及幼儿园	8.58	7.32	1.87%	
6	岳阳中航国际广场 1 至 27 层、裙楼 1 至 5 层	4.67	3.32	-0.86%	
7	南昌中航国际广场 1 至 5 层、26 至 38 层	3.25	2.86	-1.45%	
8	昆山中航城花园 42 号楼	2.94	1.99	-1.52%	
9	赣州格兰云天国际酒店	2.83	2.74	4.98%	
10	航空大厦 1 栋部分楼层 (说明 1)	2.44	4.41	4.75%	0.22
11	南光大厦 1-13 层部分楼层、地下室 (说明 2)	2.02	3.73	37.92%	1.03
12	中航格澜阳光花园 A 栋 1-4 层、B 栋一层 7 套房 (说明 3)	1.60	2.68	46.97%	0.86
13	南光捷佳大厦一至四层商场及部分房间 (说明 2)	0.90	2.09	17.17%	0.31
14	屿海商铺	0.57	0.59	-3.74%	
15	航空大厦 1 栋部分楼层部分顶楼	0.50	0.52	0.33%	-
16	长沙芙蓉南路 368 号波波天下城 9 套房	0.15	0.12	1.35%	-
17	航苑大厦西座 7 套房 (说明 2)	0.07	0.27	60.20%	0.10
18	航都大厦 9J	0.01	0.03	8.70%	0.00
19	贵阳中航城项目九方购物中心-在建				
20	昆山中航酒店-在建				
21	贵阳中航城项目幼儿园-在建				
合计		85.45	79.55		2.52

资料来源: 公司年报、安信证券研究中心

### 3. 机构类物业管理尖兵, 血统纯正

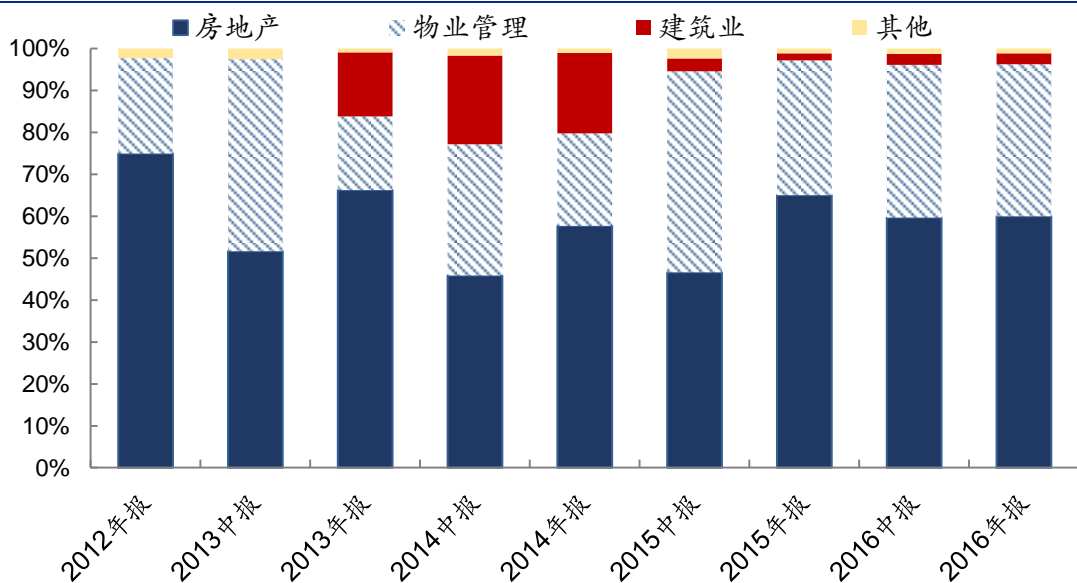
2016 年公司物业管理业务收入 22.9 亿, 同比增长 28%, 占公司营收比重达到 36.25%(+4.09 个 pct), 利润总额同比增长 44%。

公司物业业务板块由全资子公司中航物业运营。中航物业是深圳乃至全国最早的物业管理公司之一, 擅长综合型高档物业项目的管理。作为中国物业行业的领军企业之一, 中航物业在机构物业领域的显著优势 (政府、商业企业总部、高校等), 也承接部分大型住宅和城市综

合体及高端写字楼。截至 2016 年底，其业务范围遍及深圳、北京、上海、广州、济南、重庆、武汉、长沙、南昌、成都、郑州等全国二十多个城市，承揽机构类、商业类、住宅类高端项目等 391 个，管理面积超过 4568 万平方米，业务辐射到珠三角、长三角、华中、华北、华南各个区域。

2016 年公司新签年度合同额超过 5 亿，大项目的数量与业绩贡献同步提升。其中具有代表性的项目包括：港珠澳大桥、中山大学广州校区、环境保护部、深圳市委、营区整体社会化保障项目、中国邮政四川省分行、东方电气等著名物业。

图 8：公司营业收入占比



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

本次重组后，公司承诺未来将聚焦物业资产管理业务（围绕机构类物业资产），从物业全生命周期的管理和客户一体化服务外包两个维度深化业务转型，通过输出管理的经营模式，对客户委托管理的购物中心进行资产经营运作。重点发展三项核心业务，包括 1、物业及设备设施管理；2、资产经营；3、客户一体化服务外包，成为“物业资产管理及服务外包专业提供商”。2016 年公司已在赣州进行管理输出的尝试，与巨亿广场签订管理输出服务协议，由赣州九方管理人员进驻场地进行管理，以管理输出的模式不断扩大“九方购物中心”的品牌影响力，也是公司探索商业地产轻资产运营模式的有效尝试。

#### 4. 投资建议

公司 2016 年底以 20.3 亿对价出售了旗下房地产相关资产及股权，实现投资收益 3.8 亿元，另外投资性房地产公允价值增值 2.52 亿。重组后，公司资产结构发生较大的变化，存货在总资产中占比降至 29.3%（前值 46.4%），投资性房地产占比增至 38.7%（共 84.5 万方持有物业），现金占比 9%。公司转型后彻底成为物业资产管理类公司，在 A 股血统最纯正，其管理物业类型专业性强、门槛高，价值有望进一步重估。我们预计公司 2017-2019EPS 为 0.39、0.50 和 0.67 元，对应目标价 17.55 元，首次覆盖，给予买入-A 评级。

**风险提示：**纯物业管理模式未经长期验证，公司业绩短期可能受冲击。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,518.8	6,322.7	6,765.9	7,645.5	8,792.3	成长性					
减:营业成本	4,183.9	5,046.6	5,392.4	6,016.2	6,844.8	营业收入增长率	-11.4%	14.6%	7.0%	13.0%	15.0%
营业税费	444.9	380.8	359.3	391.4	482.2	营业利润增长率	-14.8%	-50.0%	9.7%	30.3%	35.1%
销售费用	203.6	321.3	221.9	319.6	328.0	净利润增长率	-18.5%	-59.8%	59.4%	30.5%	33.1%
管理费用	338.2	340.0	346.4	375.4	458.1	EBITDA 增长率	-4.9%	-22.1%	-42.0%	14.6%	24.0%
财务费用	373.3	443.8	116.0	85.2	62.5	EBIT 增长率	-5.3%	-22.6%	-41.3%	14.8%	24.3%
资产减值损失	1.3	138.6	19.3	53.1	70.3	NOPLAT 增长率	-17.4%	-41.4%	-11.1%	14.2%	24.2%
加:公允价值变动收益	391.0	251.6	-	-	-	投资资本增长率	-26.9%	-23.1%	17.6%	-196.8%	-106.3%
投资和汇兑收益	201.5	380.0	-	-	-	净资产增长率	13.0%	0.7%	4.5%	5.7%	7.2%
营业利润	566.1	283.2	310.6	404.5	546.4	利润率					
加:营业外净收支	39.6	13.0	24.0	25.5	20.8	毛利率	24.2%	20.2%	20.3%	21.3%	22.2%
利润总额	605.7	296.2	334.6	430.1	567.2	营业利润率	10.3%	4.5%	4.6%	5.3%	6.2%
减:所得税	234.9	158.9	99.6	129.5	171.4	净利润率	7.3%	2.6%	3.8%	4.4%	5.1%
净利润	401.2	161.4	257.3	335.8	447.0	EBITDA/营业收入	17.5%	11.9%	6.4%	6.5%	7.0%
						EBIT/营业收入	17.0%	11.5%	6.3%	6.4%	6.9%
						运营效率					
						固定资产周转天数	10	22	34	30	26
						流动资产周转天数	449	286	248	8	-83
						流动营业资本周转天数	917	743	728	611	443
						应收账款周转天数	83	142	149	98	113
						存货周转天数	707	484	283	166	88
						总资产周转天数	1,401	1,270	1,257	1,140	954
						投资资本周转天数	432	282	249	4	-94
						投资回报率					
						ROE	10.1%	4.0%	6.0%	7.2%	8.8%
						ROA	1.6%	0.6%	0.9%	1.3%	1.7%
						ROIC	7.5%	6.0%	7.0%	6.8%	-8.7%
						费用率					
						销售费用率	3.7%	5.1%	3.3%	4.2%	3.7%
						管理费用率	6.1%	5.4%	5.1%	4.9%	5.2%
						财务费用率	6.8%	7.0%	1.7%	1.1%	0.7%
						三费/营业收入	16.6%	17.5%	10.1%	10.2%	9.7%
						偿债能力					
						资产负债率	79.5%	78.2%	80.6%	77.0%	76.0%
						负债权益比	387.3%	359.7%	414.4%	334.0%	317.0%
						流动比率	1.24	1.30	1.16	0.66	0.84
						速动比率	0.27	0.64	0.83	0.49	0.72
						利息保障倍数	2.52	1.64	3.68	5.75	9.74
						分红指标					
						DPS(元)	0.05	-	0.03	0.03	0.03
						分红比率	8.3%	0.0%	7.3%	5.2%	4.2%
						股息收益率	0.4%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%

## 资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,469.3	1,956.3	3,383.0	2,370.1	2,198.1
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收账款	1,229.0	3,770.1	1,841.8	2,320.7	3,187.9
应收票据	0.9	0.5	1.7	0.1	2.4
预付账款	133.7	112.6	5,219.9	3,336.5	3,470.3
存货	10,620.4	6,368.5	4,266.6	2,785.8	1,511.2
其他流动资产	188.2	234.3	211.3	222.8	217.0
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	146.5	162.2	175.2	188.4	188.4
投资性房地产	8,565.6	8,405.6	9,746.6	11,067.6	12,208.6
固定资产	141.8	637.0	632.8	628.3	626.2
在建工程	284.0	22.9	26.5	27.4	-58.1
无形资产	11.9	11.5	9.3	4.8	2.3
其他非流动资产	89.7	51.6	10.4	-44.9	116.8
资产总额	22,881.0	21,733.2	25,525.1	22,907.5	23,671.1
短期债务	2,674.4	1,710.0	4,554.5	1,504.5	3,115.9
应付账款	3,115.3	3,060.8	4,234.6	3,722.8	5,308.2
应付票据	19.3	-	1,138.4	31.4	902.6
其他流动负债	5,215.4	4,785.3	2,903.2	11,423.9	3,265.8
长期借款	6,372.8	5,149.8	6,910.8	-	4,407.9
其他非流动负债	788.4	2,299.4	723.2	759.6	749.9
负债总额	18,185.7	17,005.4	20,464.7	17,442.1	17,750.4
少数股东权益	737.7	645.2	623.0	587.6	536.5
股本	667.0	667.0	667.0	667.0	667.0
留存收益	3,295.9	3,410.0	3,648.5	3,966.9	4,395.3
股东权益	4,695.3	4,727.8	4,938.4	5,221.5	5,598.7

## 现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	370.7	137.3	257.3	335.8	447.0
加:折旧和摊销	59.9	53.3	9.5	9.9	10.4
资产减值准备	1.3	138.6	122.0	121.9	78.0
公允价值变动损失	-391.0	-251.6	-	-	-
财务费用	383.2	477.7	116.0	85.2	62.5
投资损失	-201.5	-380.0	-	-	-
少数股东损益	-30.5	-24.1	-22.3	-35.3	-51.1
营运资金的变动	-1,402.6	2,122.7	-852.8	9,870.3	-5,534.6
经营活动产生现金流量	539.0	2,337.4	-370.3	10,387.7	-4,987.9
投资活动产生现金流量	136.1	119.7	-1,347.7	-1,322.7	-1,061.3
融资活动产生现金流量	-49.9	-1,912.2	3,144.7	-10,077.9	5,877.2

## 业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.60	0.24	0.39	0.50	0.67
BVPS(元)	5.93	6.12	6.47	6.95	7.59
PE(X)	20.2	50.1	31.4	24.1	18.1
PB(X)	2.0	2.0	1.9	1.7	1.6
P/FCF	2.1	19.4	3.0	41.1	7.2
P/S	1.5	1.3	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	10.0	11.2	20.3	-2.9	5.4
CAGR(%)	-6.8%	42.3%	-21.2%	-6.8%	42.3%
PEG	-3.0	1.2	-1.5	-3.6	0.4
ROIC/WACC	1.9	1.5	1.7	1.7	-2.2
REP	0.9	1.3	1.0	0.2	-5.0

资料来源: 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 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

陈天诚声明, 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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@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： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034