

## 重庆市场觉醒、潜在大房企大幅被低估

■重庆房价三年连跌、2017 或是拐点：重庆市场一直以稳健著称，供需相对均衡，因而房价较为平稳：1) 2012-2013 年土地供给较多：重庆 2012 和 2013 年两年住宅用地供给超过住宅用地销售 3468 万方，过度的供给压制房价表现；2) 2014-2016 三年连续微跌：以全市含下属区县口径，重庆房价在 2014 年 4 月见顶，持续回落至 2016 年 2 月方才触底，10 月开始持续上涨；3) 2016 年重庆土地供给急剧收缩、2017 或成房价拐点：重庆 2016 年住宅用地供给大幅减少至 2761 万方远远小于当年销售 5015 万方，供给收缩再加上多年房价未涨，重庆房价补涨预期较强。

■现有储备集中 97%在重庆，潜在注入项目布局一线：1) 公司现有土储 683 万方、大多布局重庆：公司现有储备中 97.4%位于重庆，约 665 万方，剩余在东莞 11.8 万方、青岛 7 万方；2) 公司潜在储备规模 1344 万方、进军一线：如果重组完成，公司潜在储备规模达 1343.7 万方，其中上海、北京土地储备约 50 万方，公司如果重组成功将使得土地储备扩充至一线，鲁能集团 2016 年销售额 646.7 亿元，全国排名 13。

■公司第三次尝试资产重组、目前在二反馈阶段。鲁能集团自 2004 年入主以来，分别（2009 年和 2013 年）两次尝试注入旗下地产资源，2016 年 7 月，公司资产重组再度重启，公司拟作价 91.11 亿元收购资产且募集配套资金 87.29 亿元，若重组完成后鲁能集团的持股比例由 20.82%增加至 45.24%，总股本扩充至 31.08 亿股。重组预案现已获得国务院国资委批复，目前处于证监会第二次反馈阶段。

■业绩增长强劲，估值优势明显。1) 公司现有项目到了收获期：根据业绩预告，2016 年公司营收、利润将分别增至 39 亿、3.5 亿，增长 172%和 142%，EPS 由 0.28 增至 0.67（增 139.3%），主要由于重庆地区市场好转，结算大幅增加；2) 拟注入项目盈利能力强、估值合理：鲁能集团土地确权时间普遍在 5-8 年以上，当时土地获取价格较低，因此毛利水平较高，大部分毛利率均在 50%以上，远高于同行，重组承诺 17-19 年净利润总计分别为 8.32、14.51、14.99 亿元，对应本次 91 亿交易对价的 PE 为 11.0X\6.3X\6.1，估值合理。

■投资建议：预计重庆房价将超预期上涨，公司现有项目 97%位于重庆，重估 RNAV 为 95.58 亿元，折价 46%，我们预计公司 2017-2019 的 EPS 为 0.90、1.17、1.41，对应当前股价的 PE 为 11.1X\8.54X\7.09X，估值已经降至历史低位，首次推荐给予“买入-A”评级，考虑市场 RNAV 折价率，给予 6 个月目标价 16.74 元。

■风险提示：区域过分集中于重庆区域，公司业绩可能受短期冲击。

摘要(百万元)	2014	2015	2016	2017E	2018E
主营收入	1,283.2	1,443.6	3,932.8	4,449.1	5,215.5
净利润	432.0	243.0	345.6	461.9	600.5
每股收益(元)	0.55	0.28	0.67	0.90	1.17
每股净资产(元)	3.53	3.81	4.48	5.38	6.55

盈利和估值	2014	2015	2016	2017E	2018E
市盈率(倍)	18.3	36.1	14.8	11.1	8.5
市净率(倍)	2.8	2.6	2.2	1.9	1.5
净利润率	21.9%	9.9%	8.8%	10.4%	11.5%
净资产收益率	15.5%	7.3%	15.0%	16.7%	17.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	1753.7%	25.8%	12.9%	10.8%	61.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

首次评级

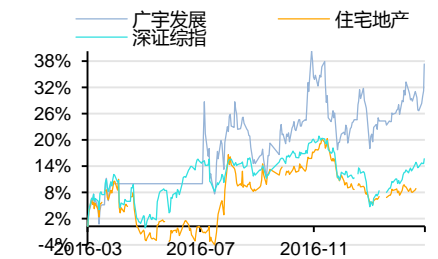
6 个月目标价： 16.74 元

股价 (2017-03-16) 10.01 元

### 交易数据

总市值(百万元)	5,132.30
流通市值(百万元)	5,132.16
总股本(百万股)	512.72
流通股本(百万股)	512.70
12 个月价格区间	7.30/10.22 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.83	10.49	13.03
绝对收益	8.33	13.24	32.59

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515100001

chentc@essence.com.cn

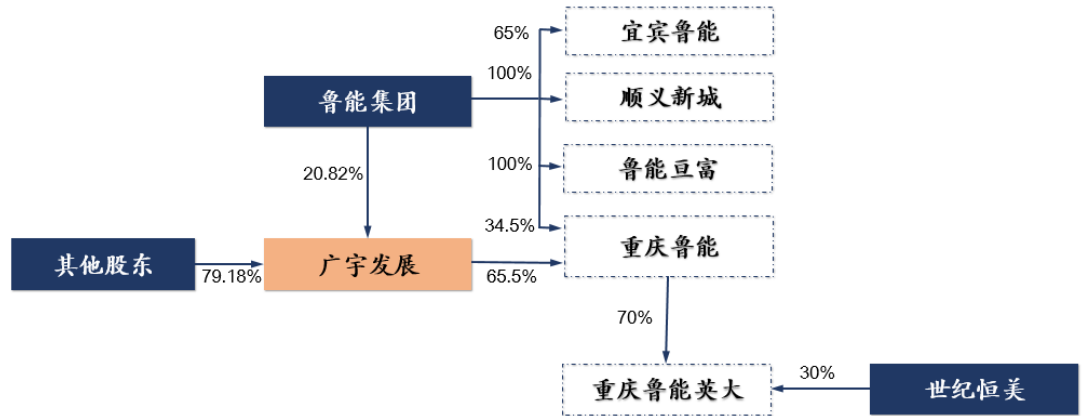
021-35082325

### 相关报告

## 1. 鲁能系子公司、锲而不舍资产注入

**2004 年变为鲁能系地产子公司：**广宇发展原名为南开戈德，在 1993 年上市。2004 年，南开戈德原自动售货机、计算机智能产品业务连年亏损。鲁能集团年底推进资产重组，将其优质房地产类资产重庆鲁能的股权注入公司，此后公司主业成为房地产开发，公司股票改名为广宇发展。目前鲁能集团持有公司 20.82% 的股权为第一大股东，公司业务涵盖住宅地产、商业地产、旅游地产、清洁能源等。

图 1：公司重组前的股权结构



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

**锲而不舍、两次尝试注入鲁能地产失败：**公司之前进行过两次重组尝试：

1) 2009 年，公司公布非公开发行预案，鲁能集团拟将旗下七家房地产公司的股权注入广宇发展，以此作为鲁能集团房地产业务整体上市的重要步骤。2010 年由于地产再融资与重组受限，公司重组并未实施。

2) 2013 年，集团再度开展重组工作。公司公告拟向鲁能集团发行股份以购买其持有的重庆鲁能、宜宾鲁能、海南三亚湾等多家公司的股权，资产评估值高达 125 亿，并募集不超过交易总金额 25% 的配套资金。2015 年 4 月，公司收到证监会《不予核准决定》，因为重组申请文件关于上市公司实际控制人是否发生变更的信息披露，与《上市公司重大资产重组管理办法》（证监会令第 73 号）第四条的规定不符重组再次搁浅。

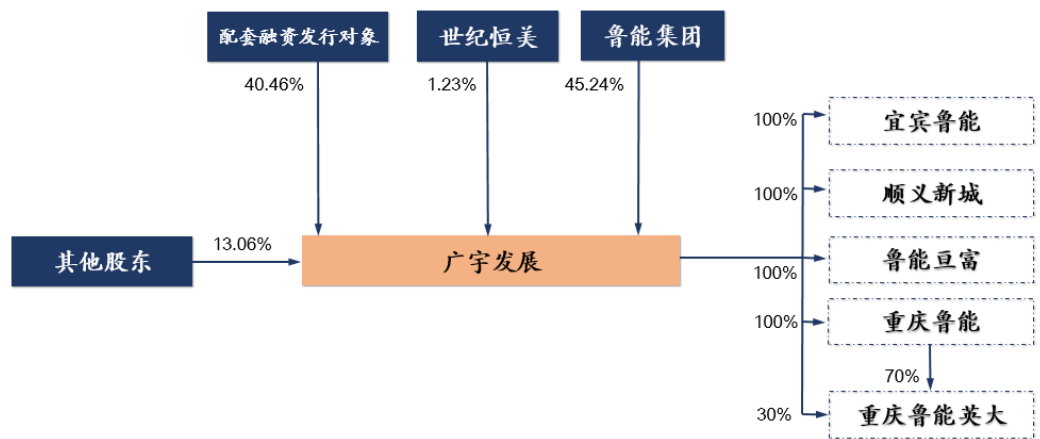
**第三次重组已获国资委批复、正在证监会反馈阶段：**2016 年 7 月，公司公告发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案：

1) **发行股份购买资产、作价 91.11 亿元：**本次交易方案为上市公司通过向鲁能集团、世纪恒美发行股份的方式购买重庆鲁能 34% 的股权、宜宾鲁能 65% 的股权、鲁能亘富 100% 的股权、顺义新城 100% 的股权以及重庆鲁能英大 30% 的股权，的交易作价为 91.11 亿元，发行价格为 6.81 元/股；

2) **发行股份配套融资 87.29 亿元：**另外公司拟募集配套资金总额不超过 87.29 亿，该部分股份发行价格 6.94 元/股。重组预案现已获得国务院国资委批复，目前处于证监会第二次反馈阶段。

若本次重组完成后，公司的总股本由 5.13 亿股增加至 31.08 亿股，鲁能集团的持股比例由 20.82% 增加至 45.24%，仍为公司的控股股东，其他股东占公司股份比例降至 13.06%。

图 2：公司重组后的股权结构

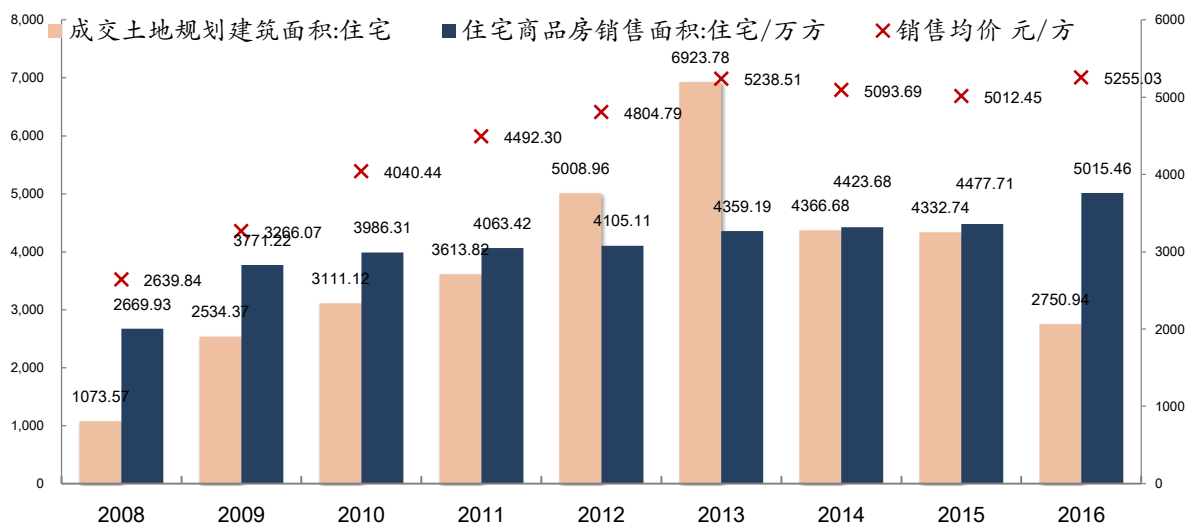


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

## 2. 重庆房价连续三年微跌、2017 年房价或持续向上

**2012-2013 年土地供给过多：**重庆市场一直以稳健著称，供需相对均衡，但在 2012 年-2013 年供地大幅超出销售，对未来几年行程显著压制，其中 2012 年住宅用地成交 5009 万方，但实际住宅销售 4106 万方，2013 年住宅用地成交更是达到了破纪录的 6924 万方，当年实际住宅销售 4359 万方，两年间形成 3468 万方的潜在库存。

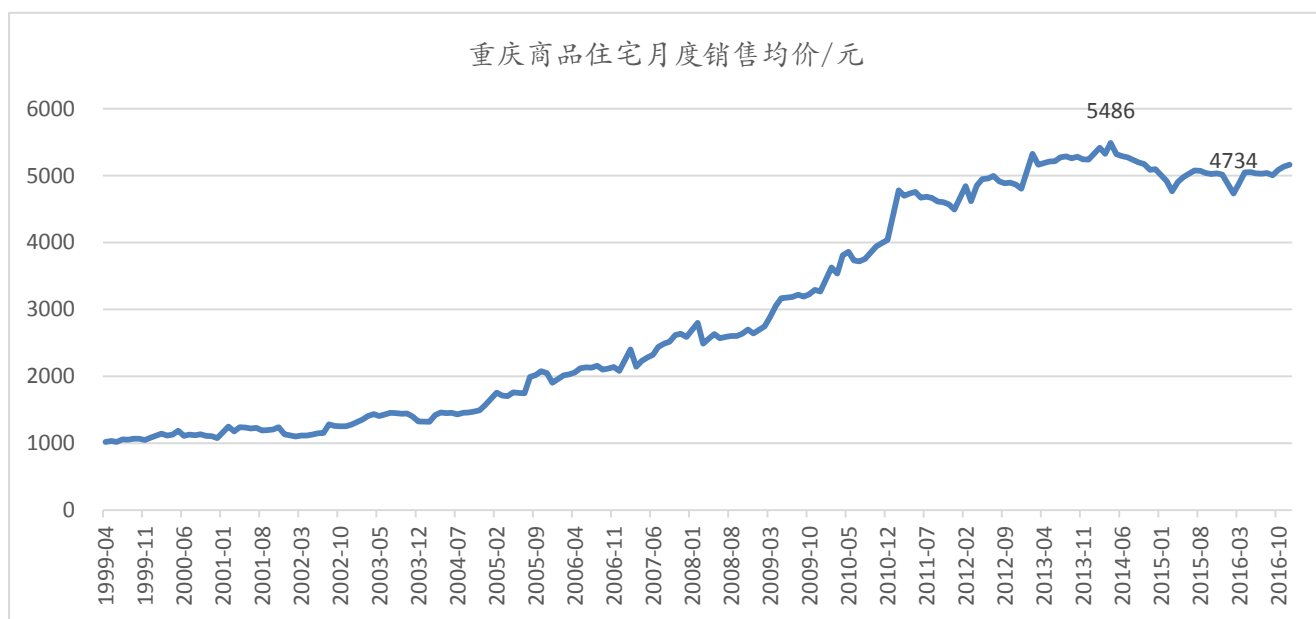
图 3：重庆住宅用地成交及住宅商品房销售



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

**2014-2016 年销售价格持续下行：**根据统计局公布的重庆市销售面积和销售金额计算出的销售均价，由于统计口径涵盖下辖区县，整体均价偏低，以此口径的房地产计算，在 2014 年 4 月重庆房价达到历史最高的 5486 元/平方米，此后持续下跌，最低跌至 4734 元/平方米，跌幅达 14%，直至 2016 年 10 月成交均价才彻底重拾升势。

图 4：重庆一手商品住宅自 2014 年 4 月见顶至 2016 年 10 月方重回升势

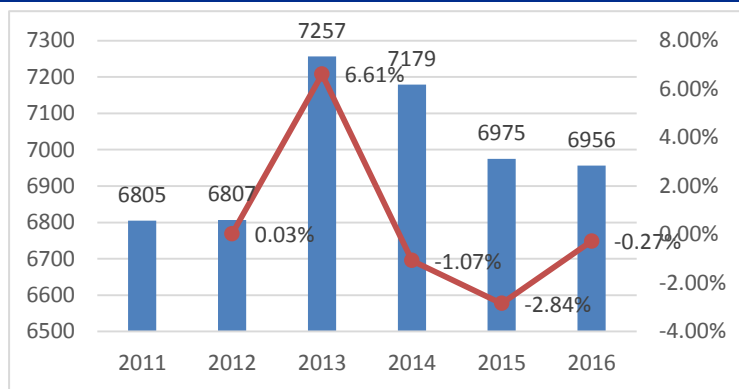


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

**2016 年供给急剧收缩、2017 年或是房价拐点之年：**经历了 2012-2013 年大幅供地导致房价下跌之后，2016 年重庆市土地供应大幅减少，住宅用地面积仅成交 2761 万方，大幅少于销售面积 5015 万方，供需矛盾得到缓解，部分核心区域显示出结构性稀缺。

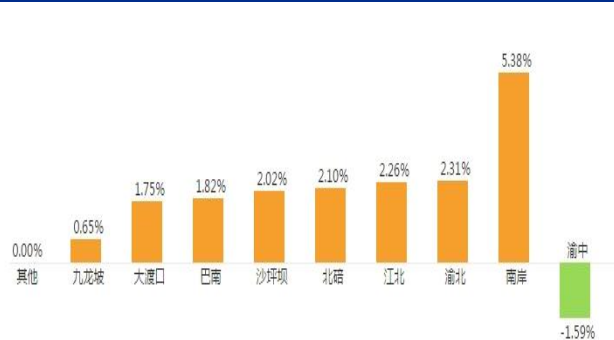
2016 年 9 月以来，重庆一二手价格上涨明显，二手价格自 2016 年 9 月的 7732 元/平，上升至 2017 年 3 月的 9096 元，首次突破 9 千元大关，其中南岸区、渝北区、江北区表现较好。2017 年在核心一二线城市严厉限购的背景下，三四线销售提升明显，量价表现有所改善，重庆市场今年回暖的势头大概率将会延续，或将成拐点之年。

图 3：重庆新房房价及年涨幅



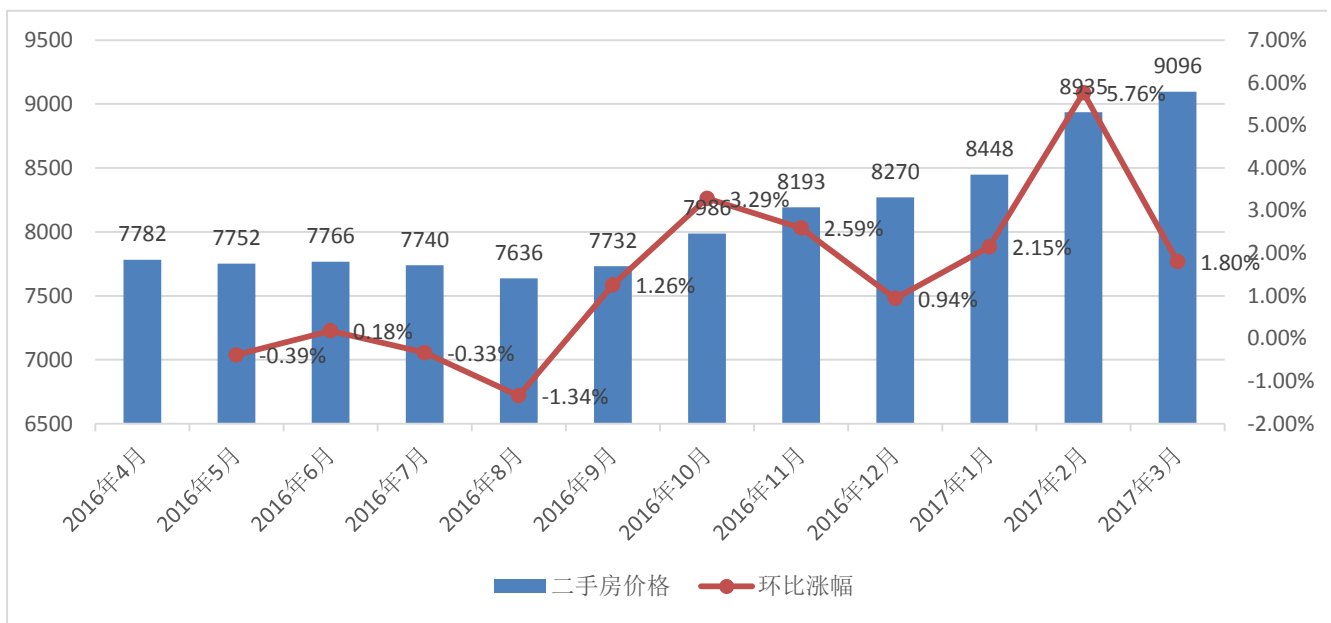
资料来源：搜房网、安信证券研究中心

图 4：重庆各区房价表现（2017 年 3 月）



资料来源：搜房网、安信证券研究中心

图 7：重庆二手房价格自 2016 年 9 月开始持续上涨、首次突破 9000 元大关



资料来源：搜房网、安信证券研究中心

### 3. 公司储备 97%位于重庆、潜在注入项目布局一线

公司现有权益储备 683 万方、其中 97.4%在重庆，在本轮区域复苏中将价值显现。公司现有土地和项目储备面积 683.3 万方（中报项目 526 万方+下半年拿地 157.5 万方），其中重庆地区 665 万方，其余东莞 11.8 万方、青岛 7 万方，重庆地区的土地占比高达 97.4%，我们认为本轮重庆市场复苏中最先受益的标的。

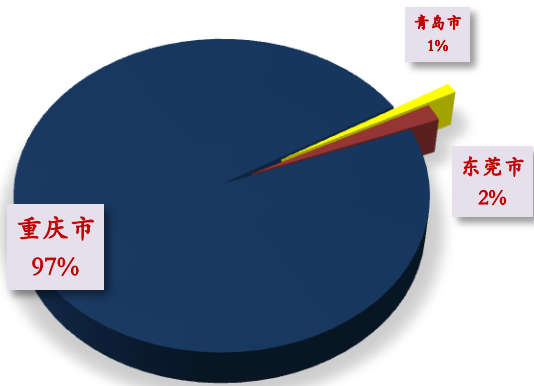
表 1：公司现有项目列表（万㎡）

项目名称	位置	规划建筑面积	权益建面	项目状态	累计签约销售面积(万㎡)
<b>中报地产项目</b>					
重庆鲁能星城	重庆	359.67	235.6	在建	319.33
重庆鲁能领秀城	重庆	177.93	81.6	在建	56.12
鲁能九龙花园	重庆	29.57	19.4	在建	4.64
鲁能九龙花园东郡一街区	重庆	19.69	12.9	在建	
鲁能城	重庆	80.48	52.7	在建	10.02
鲁能南渝星城	重庆	45.85	30.0	在建	7.32
鲁能泰山 7 号	重庆	143	93.7	在建	
<b>合计</b>		<b>856.19</b>	<b>525.84</b>		
<b>下半年拿地项目汇总</b>					
江北区观音桥组团 A 分区宗地	重庆	73.7	73.7	土地储备	
青岛市即墨蓝色新区 JY16-37 号地块	青岛	7.0	7.0	土地储备	
网挂 2016WG021 号	东莞	11.8	11.8	土地储备	
重庆市北碚区北碚组团 C 标准分区 C4-1/03、C5-5/03 号宗地	重庆	38.0	38.0	土地储备	
滨江新城 A9-07-5/02 号地块	重庆	26.9	26.9	土地储备	
<b>合计</b>		<b>157.5</b>	<b>157.5</b>		

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

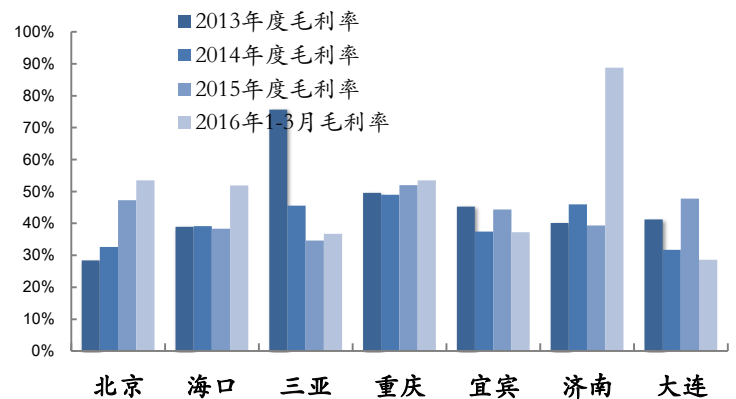
如果完成注入，公司潜在储备规模共 1344 万方，公司业务将进军一线。截至 2016 年 3 月，鲁能集团合计土地储备面积 1130.91 万方，主要分布在北京、成都、大连、济南、南京、海口、三亚等地，其中在建+拟建项目规模达到 1343.7 万方。鲁能集团土地储备区域配备均衡，主要位于山东、重庆，另外一线城市中上海、北京土地储备 50 万方左右。另外，土地确权时间普遍在 5-8 年以上，当时土地获取价格较低，因此毛利水平较高因此毛利水平较高，其中 2016 年北京、济南、海口、重庆区域的毛利率均在 50% 以上。

图 8：公司土地储备面积区域分布%



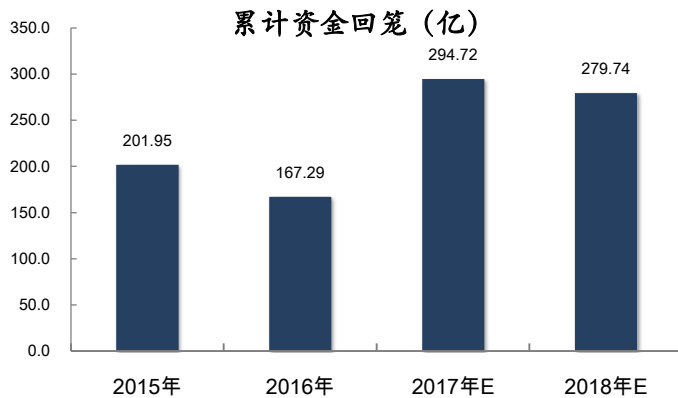
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 9：鲁能集团分区域项目毛利率



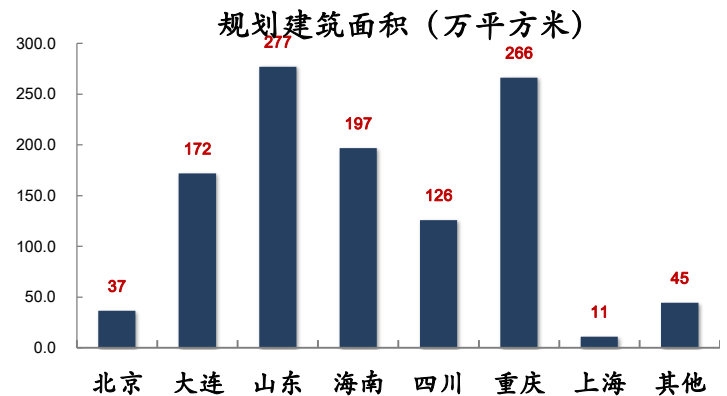
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 10：鲁能集团地产项目预计每年回笼资金



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 11：鲁能集团项目分区域土地储备分布



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 2：鲁能集团项目情况 (万方)

项目名称	区域	规划计容建筑面积			
		在建	拟/待建	已竣工	合计
济南领秀城	济南	110.59	111.14	69.04	290.77
鲁能领秀公馆	济南	47.25	19.49	-	66.74
鲁能泰山 7 号	重庆	-	110.81	-	110.81
重庆领秀城	重庆	142.92	-	-	142.92
鲁能城项目	重庆	27.25	24.63	-	51.88
九龙花园	重庆	37.74	-	-	37.74
海蓝福源项目	海口	93.17	82.35	21.38	196.90
三亚湾项目	三亚	122.75	25.61	26.13	174.49
优山美地项目	大连	26.05	107.55	32.79	166.39
成都鲁能城	成都	22.08	14.48	-	36.56

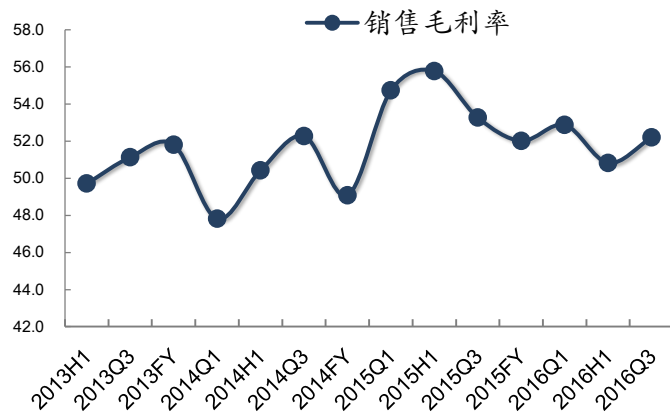
21 街区	北京	15.75	-	-	15.75
鲁美项目	北京	24.92	0.59	-	25.51
福州开关厂地块	福州	-	27.23	-	27.23
合计		670.47	523.88	149.34	1,343.69

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

#### 4. 盈利预测与估值

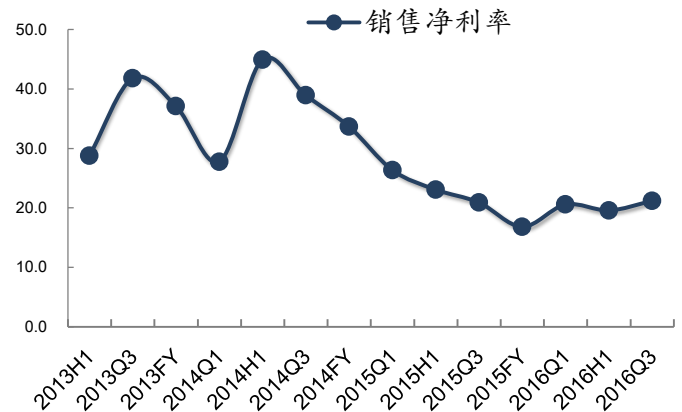
公司业绩增长强劲，项目优质，估值优势明显。根据业绩快报，公司 2016 年营收、利润将分别增至 39 亿、3.5 亿，增长 172%和 142%，EPS 由 0.28 增至 0.67（增 139.3%），主要由于重庆地区市场好转，结算大幅增加。虽然公司项目集中于西南一隅的重庆，但公司毛利水平及净利率均高于地产同行，自 2015 年以来，公司结算毛利率均高于 50%，净利率在 20% 左右。

图 12：公司毛利率水平



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 13：公司净利率水平



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

**重组承诺业绩增长快速、估值合理：**如果重组能够实施，鲁能集团和世纪恒美业绩承诺为注入地产项目在补偿期间（17-19 年）的经审计的扣非后归母净利润总计分别为 8.32、14.51、14.99 亿元，对应本次 91 亿交易对价的 PE 为 11.0X\6.3X\6.1，注入后将大幅增厚公司价值。

表 3：鲁能集团及世纪恒美对本次注入资产的业绩承诺（审计后的扣非后归母净利润，亿）

标的公司	2017 年	2018 年	2019 年	合计
<b>鲁能集团持有</b>				
重庆鲁能 34.5%股权	1.39	1.64	1.41	4.44
宜宾鲁能 65%股权	0.72	0.45	3.21	4.37
鲁能豆富 100%股权	4.13	6.90	4.18	15.21
顺义新城 100%股权	1.79	5.11	5.62	12.52
<b>世纪恒美持有</b>				
重庆鲁能英大 30%股权	0.29	0.40	0.58	1.28
合计	8.32	14.51	14.99	37.82

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

**不考虑重组，公司现有土储低估明显，公司每股 NAV18.6 元：**我们估算公司整体重估 RNAV 为 95.58 亿元，其中物业增值 64.35 亿元，每股 RNAV 约 18.6 元，折价约 46%。根据业绩预告，公司 2016 年 EPS 由 0.28 增至 0.67 元，对应公司前一收盘日的股价 PE 为 15X 左右。我们预计公司 2017-2019 的 EPS 为 0.90、1.17、1.41，对应当前股价的 PE 为 11.1X\8.54X\7.09X，

估值已经降至历史低位，首次推荐给予买入“买入-A”评级，考虑市场 RNAV 折价率，给予 6 个月目标价为 16.74 元。

表 4：公司各项目重估增值

项目及地块名称	权益	城市	位置	总建筑面积/万	未结算面积/万方	重估增值/百万元
重庆鲁能星城	66%	重庆	渝北区渝鲁大道	359.7	101.1	763
重庆鲁能领秀城	46%	重庆	南岸区茶园新区	177.9	156.3	1099
鲁能九龙花园	66%	重庆	九龙坡区大杨石	29.6	29.6	235
鲁能九龙花园东郡一街区	66%	重庆	九龙坡区大杨石	19.7	19.7	151
鲁能城	66%	重庆	渝北区两路	80.5	80.5	1252
鲁能南渝星城	66%	重庆	巴南区李家沱鱼洞	45.9	45.9	181
鲁能泰山7号	66%	重庆	渝北区两路	143.0	143.0	1895
青岛市即墨蓝色新区JY16-37号地块	100%	青岛	市即墨蓝色新区JY16-37号	7.0	7.0	76
重庆市江北区寸滩保税港	100%	重庆	重庆市江北区寸滩保税港	73.7	73.7	292
东莞市中北部，茶山镇横江村	100%	东莞	东莞市中北部，茶山镇横江	7.4	7.4	-126
得重庆市北碚区北碚组团C标准分区C4-1/03、C5-5/03号宗地	100%	重庆	碚组团C标准分区C4-1/03	37.9	37.9	376
滨江新城A9-07-5/02号地块	100%	重庆	滨江新城A9-07-5/02号地块	26.9	26.9	242

资料来源：公司公告

**风险提示：**区域过分集中于重庆区域，公司业绩可能受短期冲击。



## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,283.2	1,443.6	3,932.8	4,449.1	5,215.5	成长性					
减:营业成本	653.5	692.8	2,157.9	2,218.8	2,548.8	营业收入增长率	-13.7%	12.5%	172.4%	13.1%	17.2%
营业税费	205.4	268.2	667.8	725.7	902.8	营业利润增长率	-14.0%	-30.2%	88.1%	54.4%	30.1%
销售费用	58.3	124.8	313.8	369.8	329.1	净利润增长率	-22.2%	-49.3%	142.8%	33.6%	30.0%
管理费用	41.7	90.5	162.4	218.5	271.7	EBITDA 增长率	-17.2%	-25.6%	107.0%	48.2%	27.5%
财务费用	-31.8	-3.7	49.6	37.0	24.7	EBIT 增长率	-17.1%	-25.7%	106.6%	48.2%	27.6%
资产减值损失	-1.0	-24.4	19.3	-2.0	-2.4	NOPLAT 增长率	-24.6%	-40.2%	104.4%	50.8%	29.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	3968.9%	307.1%	80.3%	-77.1%	373.7%
投资和汇兑收益	86.9	14.7	21.4	19.3	31.0	净资产增长率	20.9%	9.7%	20.0%	22.6%	24.3%
营业利润	444.0	310.0	583.3	900.7	1,171.7	利润率					
加:营业外净收支	0.5	0.5	125.7	42.3	56.2	毛利率	49.1%	52.0%	45.1%	50.1%	51.1%
利润总额	444.5	310.6	709.0	943.0	1,227.9	营业利润率	34.6%	21.5%	14.8%	20.2%	22.5%
减:所得税	12.5	67.6	160.1	200.0	247.3	净利润率	21.9%	9.9%	8.8%	10.4%	11.5%
净利润	280.6	142.4	345.6	461.9	600.5	EBITDA/营业收入	32.2%	21.3%	16.2%	21.2%	23.1%
						EBIT/营业收入	32.1%	21.2%	16.1%	21.1%	22.9%
						运营效率					
						固定资产周转天数	0	1	0	0	0
						流动资产周转天数	66	517	465	331	309
						流动营业资本周转天数	1,037	1,389	857	866	766
						流动资产周转天数	8	10	5	9	8
						应收账款周转天数	667	1,171	621	564	553
						存货周转天数	1,258	1,597	919	927	807
						总资产周转天数	134	588	485	339	309
						投资资本周转天数					
						投资回报率					
						ROE	15.5%	7.3%	15.0%	16.7%	17.9%
						ROA	9.0%	3.0%	4.5%	6.9%	7.8%
						ROIC	1753.7%	25.8%	12.9%	10.8%	61.2%
						费用率					
						销售费用率	4.5%	8.6%	8.0%	8.3%	6.3%
						管理费用率	3.3%	6.3%	4.1%	4.9%	5.2%
						财务费用率	-2.5%	-0.3%	1.3%	0.8%	0.5%
						三费/营业收入	5.3%	14.7%	13.4%	14.1%	12.0%
						偿债能力					
						资产负债率	48.1%	65.7%	72.5%	61.9%	59.0%
						负债权益比	92.7%	191.6%	263.2%	162.5%	143.8%
						流动比率	1.57	1.81	2.07	1.55	2.80
						速动比率	0.33	0.24	0.77	0.50	0.68
						利息保障倍数	-12.96	-83.60	12.75	25.35	48.45
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	432.0	243.0	345.6	461.9	600.5	EPS(元)	0.55	0.28	0.67	0.90	1.17
加:折旧和摊销	1.3	1.3	3.7	5.6	6.7	BVPS(元)	3.53	3.81	4.48	5.38	6.55
资产减值准备	-1.0	-24.4	122.0	121.9	78.0	PE(X)	18.3	36.1	14.8	11.1	8.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.8	2.6	2.2	1.9	1.5
财务费用	1.2	1.0	49.6	37.0	24.7	P/FCF	-8.2	-10.0	5.0	-11.5	-3.7
投资损失	-86.9	-14.7	-21.4	-19.3	-31.0	P/S	4.0	3.6	1.3	1.2	1.0
少数股东损益	151.4	100.6	203.2	281.1	380.0	EV/EBITDA	8.6	25.5	15.2	4.2	7.6
营运资金的变动	-1,618.4	-2,098.4	-3,503.3	5,310.5	-5,756.4	CAGR(%)	19.8%	59.2%	-0.2%	19.8%	59.2%
经营活动产生现金流量	-468.9	-2,614.7	-2,800.5	6,198.6	-4,697.4	PEG	0.9	0.6	-80.0	0.6	0.1
投资活动产生现金流量	-697.3	720.9	16.3	14.6	21.7	ROIC/WACC	368.8	5.4	2.7	2.3	12.9
融资活动产生现金流量	-15.8	2,167.4	3,801.6	-6,086.2	3,886.2	REP	0.0	0.4	0.5	1.1	0.1

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
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	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
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	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