

2017年04月06日

万科A (000002.SZ)

## 一季销售再度夺冠、股争平息全力发展

——3月销售及2016年报点评

■事件：公司年报发布，16年全年实现营业收入2404.8亿元，同比+23.0%；归属上市公司股东净利润210.2亿元，同比+16.0%，EPS1.90元/股；公告披露公司3月实现销售面积399.5万方，同比+66.6%、环比+69.42%，销售金额636.4亿元，同比+89.3%、环比+65.26%；

■业绩稳增长、资金充裕：1) 营收利润双升，表现抢眼：16年全年实现营业收入2404.8亿元，同比增长23.0%（上年同期33.58%），实现归属上市公司股东净利润210.2亿元，同比增长16.0%（上年同期15.08%）；2) 毛利率及ROE小幅上升：房地产业务毛利率19.8%，较上年提高0.32%，ROE18.5%，较15年提升0.44%；3) 净负债率低、资金充足偿债能力强：公司16年净负债率25.9%，处于行业较低水平；期末公司持有货币资金超870亿元，远高于短期借款和一年内到期长期负债之和（433.5亿元），在不确定性较大的市场环境中稳健致胜。

■销售屡创新高、存货土储质优量足：1) 销售再突破：16年实现销售额3647.7亿元，销售面积2765.4万方，分别同比增长33.8%和39.5%，全国市场占有率3.1%，较15年提高1个百分点；2) 存货价值增长27.0%：16年末存货金额高达4673.6亿元，同比增长27.0%；3) 新开工同比增长47.5%：16年实现新开工面积3136万方；此外，已售未结算面积2279万方、金额2782亿元。4) 土储权益总建面3157.3万方，88.3%位于一二线：公司16年在国内在建总建面超3600万方，规划总建面超5296万方；全年新增11个城市更新项目，总建面超544万方。5) 一季度销售重夺榜首，昭示龙头地位：公司2017年一季度累计实现销售面积988.2万方（+81.09%），销售金额1502.7亿元（+99.72%）；3月以来新增土地权益建面642.6万方，同比+21.98%

■股权纷争形势明朗、探索“轨道+物业”模式：1) 深铁成为万科基石股东：深圳铁路受让原第二大股东华润持有的16.89亿股万科股份，占总股本15.31%；另获恒大持有14.07%股权的表决权，合计29.38%表决权，已经超过持股25.4%宝能系，此外万科管理层资管计划持股8.41%，股权风波基本告一段落。2) 与深铁珠联璧合，“地铁上盖物业”突破增长瓶颈：深铁入驻万科实现强强联合，在土地稀缺尤其一二线城市拿地受限的背景下，“轨道+物业”将建立较高的行业；借力轨道上盖空间的独特资源优势，独家抢占地铁覆盖核心地区的项目储备。

■战略收购印力集团，与黑石合作再添商业地产：公司之前与黑石在物流地产领域深度合作，成绩斐然，公司去年公告与黑石成立联合收购平台，计划以38.89亿收购黑石基金及其他独立第三方股东持有的特定商业地产公司股权。其后确定为收购黑石旗下印力集团96.55%的股权，是公司在商业地产领域最大手笔的布局。17年3月，公司通过了组建商业地产投资基金议案，欲将印力集团打造为万科商业开发和管理平台。与“资本之王”黑石合作后，公司在商业地产领域的布局值得拭目以待。

■投资建议：公司2017年1-3月销售重回龙头地位，彰显了管理层的专业性和实力。在深铁入驻董事会后，我们看好今年管理层会有更多的精力专注于公司经营，轨道+物业的合作也值得期待。我们预计公司17-19年公司EPS为2.31、2.78、3.04，维持“买入-A”评级，6个月目标价25.41元。

■风险提示：董事会席位尚未确定，管理层变动风险。

摘要(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	195,549.1	240,477.2	295,728.3	363,262.5	430,772.4
净利润	18,119.4	21,022.6	25,515.3	30,691.6	33,528.6
每股收益(元)	1.64	1.90	2.31	2.78	3.04
每股净资产(元)	9.08	10.28	11.63	13.25	15.05
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	12.5	10.8	8.9	7.4	6.8
市净率(倍)	2.3	2.0	1.8	1.6	1.4
净利润率	9.3%	8.7%	8.6%	8.4%	7.8%
净资产收益率	18.1%	18.5%	19.9%	21.0%	20.2%
股息收益率	3.5%	3.8%	4.5%	5.7%	6.1%
ROIC	25.0%	21.2%	23.3%	28.9%	29.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司动态分析

证券研究报告

住宅地产

投资评级 买入-A

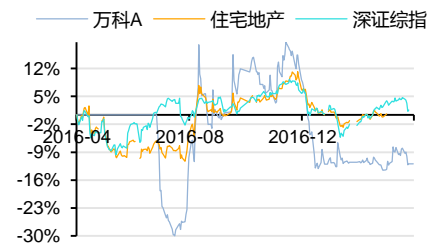
维持评级

6个月目标价：25.41元  
股价(2017-04-05) 20.58元

### 交易数据

总市值(百万元)	227,185.75
流通市值(百万元)	199,812.61
总股本(百万股)	11,039.15
流通股本(百万股)	9,709.07
12个月价格区间	17.02/27.72元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	0.72	-2.55	-15.93
绝对收益	1.78	-1.67	-12.23

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515100001

chentc@essence.com.cn

021-35082325

### 相关报告

万科A：华润转让万科股权、万科股争再现转机	2017-01-13
万科A：不以物喜、不以己悲	2016-10-28
万科A：——公司16年中报点评	2016-08-22
万科A：公司经营数据点评	2016-08-05

## 1. 业绩稳增、资金充裕

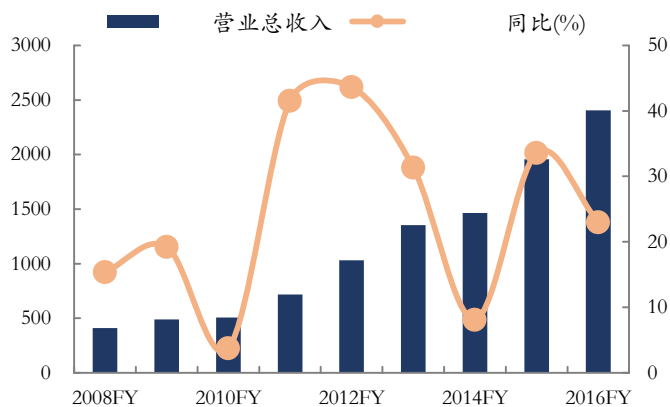
**营收利润双升，表现抢眼：**2016 年全年实现营业收入 2404.8 亿元，同比增长 23.0%（去年同期 33.58%），实现归属上市公司股东净利润 210.2 亿元，同比增长 16.0%（去年同期 15.08%）。EPS 为 1.90 元/股，且拟每 10 股派发现金红利 7.9 元（含税）。

万科营业收入在高基数下依然保持两位数的增长，主要由于竣工结算面积增长（+20%）及结算均价（+2.2%）的提升。公司继续坚持“城市配套服务商”的定位，2016 全年实现物业业务营收 42.60 亿元，同比增长 43.42%；

2016 年归母净利润同比低于营业收入增速，主要由于三费支出小幅上升（由 4.79% 升至 5.64%），外加存货跌价准备金额增加，全年资产减值损失升至 11.92 亿，较上年增加 140.51%。

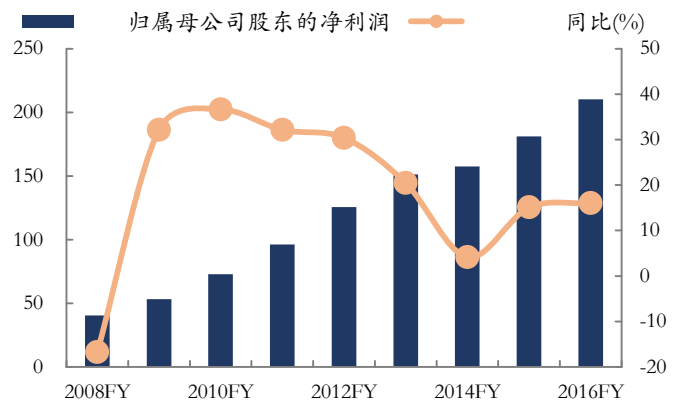
**毛利率及 ROE 小幅上升：**主营业务房地产业 16 年销售毛利率 19.8%，较上年提高 0.32%，ROE 为 18.5%，较 15 年提升 0.44%。

图 1：近年营业收入（亿元）



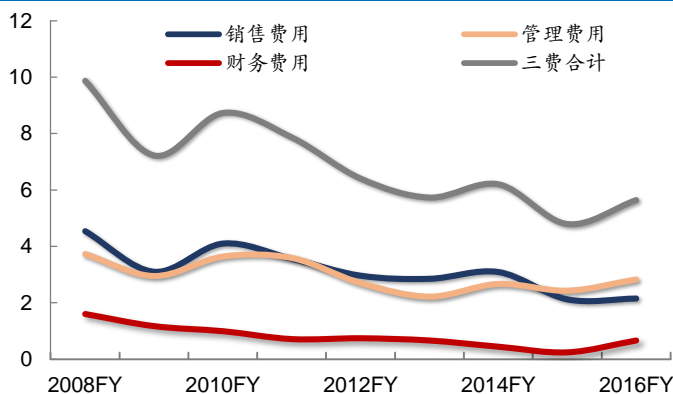
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 2：近年归母净利润（亿元）



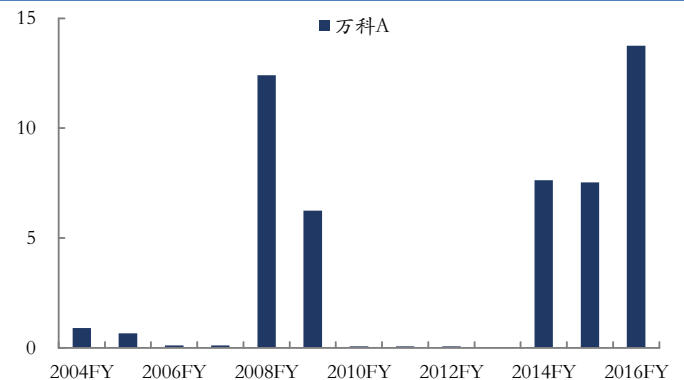
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 3：近年三费支出占比（%）



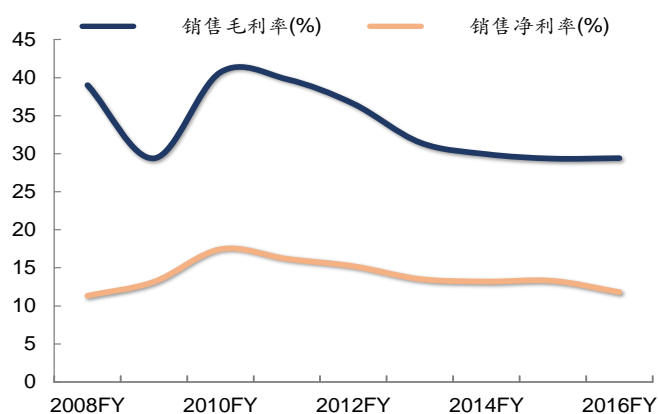
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 4：近年存货跌价准备金（亿元）



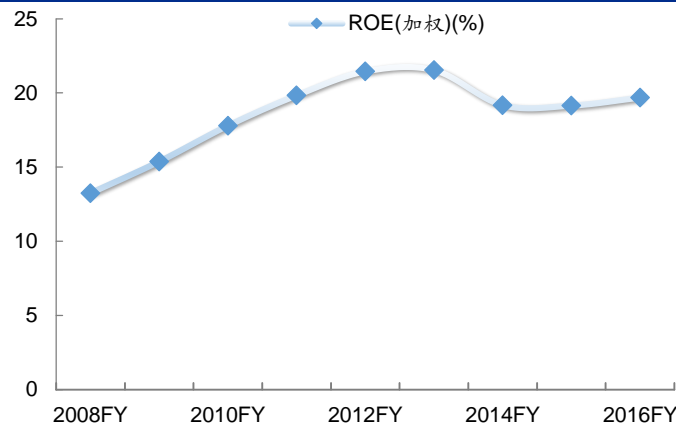
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 5：公司销售毛利率和净利率 (%)



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

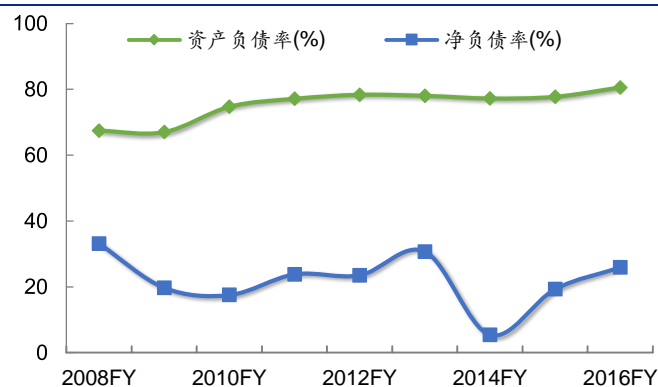
图 6：资产收益率 (%)



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

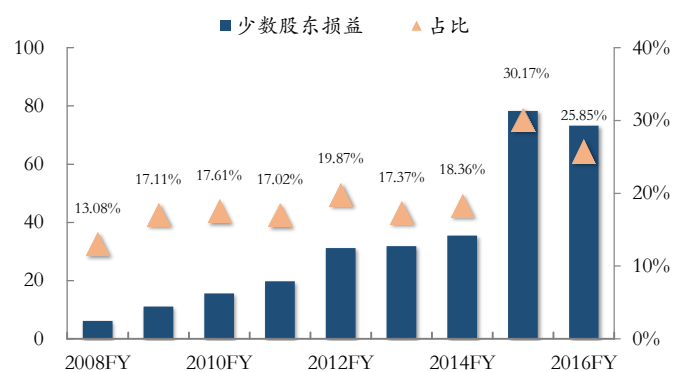
公司少数股东占比近年有逐步增加的趋势（16 年较 15 年有所回落），总体居于 10%-30% 之间。我们预计未来该比重会维持在 25% 以上，一方面由于 14 年推出的事业合伙人跟投机制提高了少数股东占比；另一方面万科自身采取稳健经营的发展方方针，在近几年土地市场竞争越发激烈的行情下提高合作拿地比重，以合理价格获取土地资源，控制负债率水平。

图 7：资产负债率和净负债率 (%)



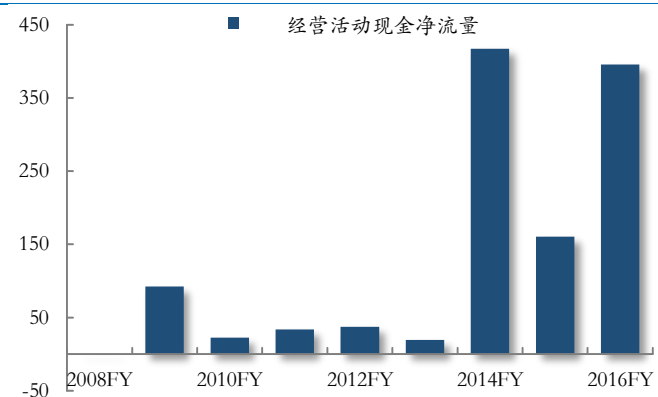
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 8：少数股东权益和占比 (亿元)



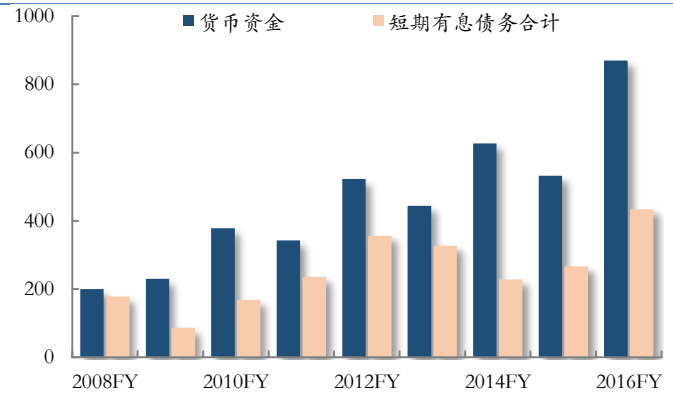
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 9：经营活动现金净流入 (亿元)



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 10：货币资金与短期有息债 (亿元)



资料来源：Wind、安信证券研究中心

**净负债率低、资金充足偿债能力强：**公司 16 年资产负债率 80.54%，净负债率 25.9%，净负债率 25.9%，有息债合计 1288.6 亿元，处于行业低位；持有货币资金超 870 亿元，远高于

短期借款和一年内到期长期负债之和 433.5 亿元，偿债无压力，也为公司应对市场不确定提供保障。融资方面在保持低成本的同时多渠道并进，完成了 2 期合计 30 亿利率为 3.2% 中期票据发行，在联交所完成 3 期合计 36.5 亿港元和 8.2 亿美元的发行。

表 1：万科 2016 年中期票据发行情况汇总

日期	年利率	金额	期限
2016.3	3.20%	30 亿人民币	5 年
2016.4	2.50%	36.5 亿港元	3 年
2016.1	2.95%	2.2 亿美元	5 年
2016.12	3.95%	6 亿美元	3 年

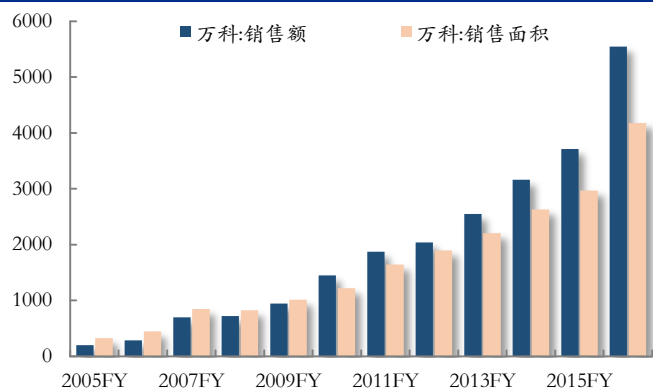
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

## 2. 销售屡创新高、存货土储质优量足

**聚焦一二线、销售再突破：**16 年实现销售额 3647.7 亿元，销售面积 2765.4 万方，分别同比增长 33.8% 和 39.5%，其中广深和上海区域贡献比例合计超过 50%；虽然去年销售额被恒大超过排名第二，但全国市场占有率 3.1%，较 15 年提高 1 个百分点。

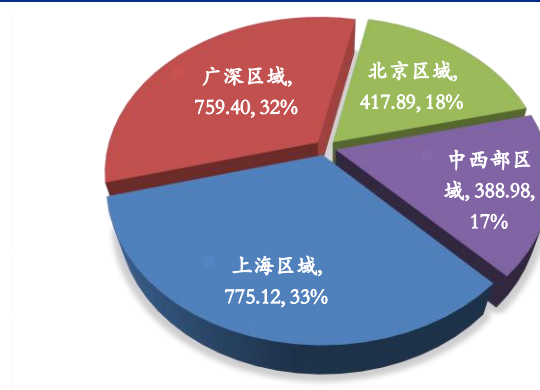
**存货价值高、在建新开工量足：**16 年末存货金额高达 4673.6 亿元，同比增长 27.0%；新开工同比增长 47.5%：16 年实现新开工面积 3136 万方；此外，已售未结算面积 2279 万方约 2782 亿元收入将陆续结算，这都将为集团未来业绩提供稳定增长来源。土储权益总建面 3157.3 万方，88.3% 位于一二线；集团 16 年在国内 600 个主要开发项目在建总建面超 3600 万方，规划总建面超 5296 万方；新增 11 项总建面超 544 万方的城市更新项目，为集团未来两年业绩在高基数下的持续增长提供可靠支撑。

图 11：万科近年销售额和销售面积（亿元/万方）



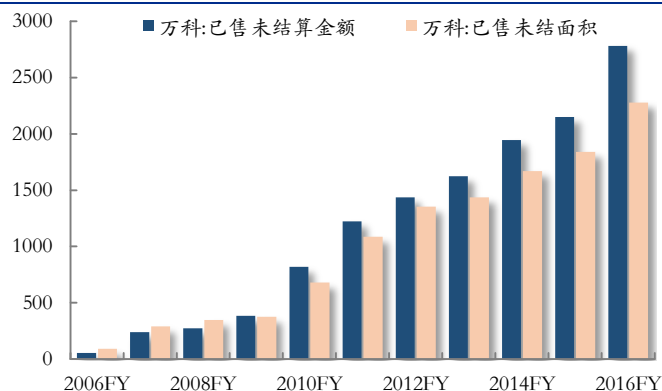
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 12：万科 2016 年销售额按区域分布和占比（亿元）



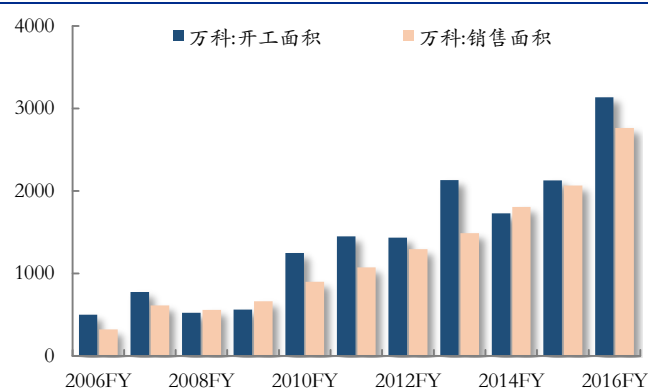
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 13: 万科近年已售未结算销售额和销售面积 (亿元/万方)



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 14: 万科近年新开工和销售面积对比 (万方)

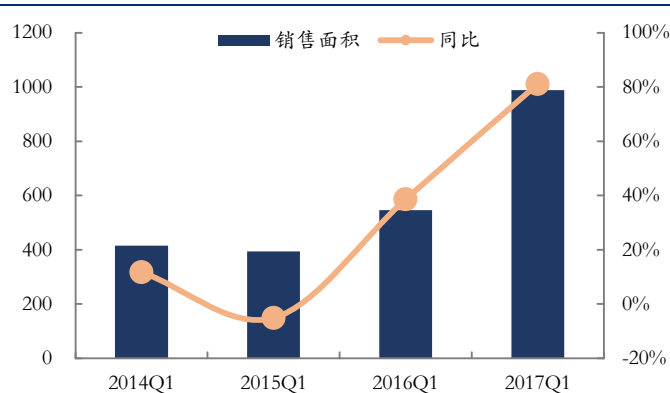


资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

**2017 年一季度销售重回榜首:**公司 2017 年一季度累计实现销售面积 988.2 万方(+81.09%), 销售金额 1502.7 亿元 (+99.72%), 超越恒大再次回到销售榜单龙头位置。

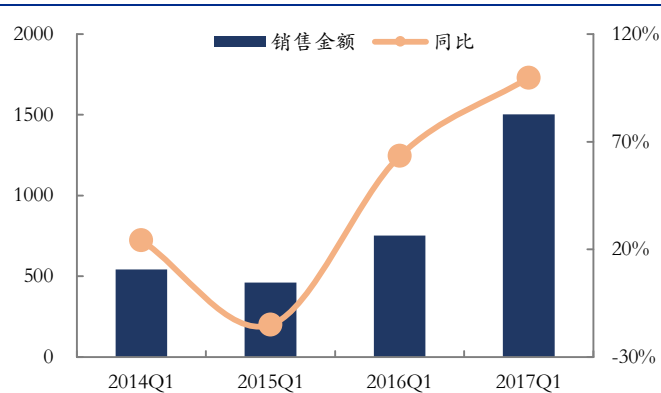
**拿地策略稳中有进:**17 年 3 月以来新增土地权益建面 642.6 万方, 同比增长 21.98%, 多位于一线城市和强二线, 体现其聚焦城市经济圈, 深耕现有城市的发展战略; 在一二线城市拿地竞争越发激烈, 地王频出的背景下合理拿地,

图 15: 万科近年一季度销售面积 (万方)



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 16: 万科近年一季度销售金额 (亿元)



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

### 3. 围绕地产开发及物业核心, 积极拓展消费、产业地产

在以房地产开发主业为核心同时, 万科以“城市配套服务商”的自我定位, 坚持“和城市同步发展”战略, 积极拓展各项配套服务。

**物业业务:**集团物业服务以万科为主体展开。16 年物业服务实现合并报表范围内主营业务收入 42.6 亿元, 同比增长 43.4%。万科物业发布睿服 3.0, 建设“阳光社区、透明物业”。17 年, 万科物业将在住宅服务领域深化“为主资产保值增”的理念以及品牌认知, 持续提升项目质量和资产价值;

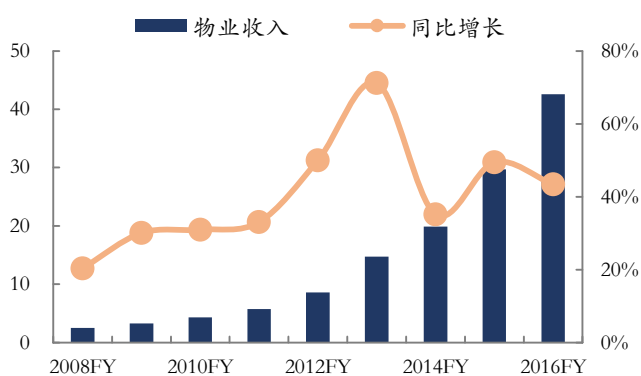
**战略收购印力集团, 首度布局商业地产:**报告期内, 通过与部分合作方组成联合收购平台收

购印力集团股权，进而获取成熟商业开发管理和经营能力及大量稳定优质客户资源。目标旨在成为“中国数一数二的地产平台”。

在2016年7月，公司已公告与黑石成立联合收购平台，计划以38.89亿收购黑石基金及其他独立第三方股东持有的特定商业地产公司股权。其后确定为收购黑石旗下印力集团96.55%的股权，是公司在商业地产领域最大手笔的布局。17年3月，公司通过了组建商业地产投资基金议案，欲将印力集团打造为万科商业开发和管理平台，与“资本之王”黑石合作后，公司在商业地产领域的布局值得拭目以待。

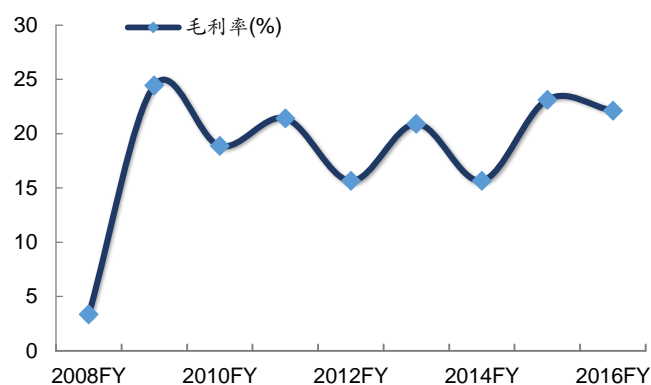
**物流地产:**截至16年底,万科物流地产累计已获取18个项目,总建筑面积约147万平方米。其中2016年新增项目10个,新增可租赁面积96万平方米。未来发展定位是聚焦大客户、重点城市、高标库,丰富产品线做大规模。**长租公寓和养老地产:**积极布局长租公寓市场,已打造出“泊寓”品牌;探索养老市场,15年试水杭州随园嘉树项目。

图 17: 万科近年物业板块收入和增长率 (亿元)



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 18: 物业板块毛利率水平 (%)



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

#### 4. 深铁入驻平息股争、探索“轨道+物业”模式

深铁成为万科基石股东:深圳铁路受让原万科第二大股东华润持有的15.31% (16.89亿股) 万科股份,另获恒大持有万科14.07%股份股份的表决权,合计行使29.38%股份表决权,超过持比25.4%股份的第一大股东宝能系,再加上万科管理层通过资管计划持股8.41%,董事会表决优势明显。

表 2: 2015年1月后万科股权变动汇总

时间	内容	说明
2015.1-2015.7.11	宝能系前海人寿在此时间段通过深交所累计增持万科A5亿股,占总股本5%,此前未持有万科股份	宝能第一次举牌
2015.7.24	24日宝能系前海人寿增持0.93%和钜盛华4.07%,合计增持万科A5亿股,占总股本5%,此次交易后宝能系累计持股万科10%	宝能第二次举牌
2015.10.27-2015-11.17	宝能系钜盛华在此时间段内回购其以收益互换享有的万科5亿股股权,占总股本5.04%,此次前后前海人寿钜盛华累计持股万科A15.04%	宝能第三次举牌
2015.12.4	宝能系钜盛华通过资管计划在深交所继续增持万科4.969%,本次权益变动后,钜盛华和前海人寿合计持有万科A20.0008%	宝能第四次举牌
2015.12.7	安邦保险集团增持万科,加之前已持有股份累计达5%	安邦首次举牌
2015.12.7-2015.12.24	钜盛华继续增持万科4.7亿股,占总股本4.256%,钜盛华累计持有万科17.6%,加之前前海人寿6.66%,宝能合计持有万科24.26%	宝能继续增持
2016.4.6	钜盛华与前海人寿签署《表决权让渡协议》,钜盛华将其持有的全部万科A股表决权无偿让渡给前海	钜盛华让渡前海人寿

	海人寿, 合计持有万科 24.29%	
2016.7.5-2016.7.6	钜盛华继续增持万科 7839 万股, 占总股本 0.71%, 与前海人寿合计累计持有万科达 25%	宝能第五次举牌
2016.7.25-2016.8.8	恒大系在该时间段内购入万科 A 股累计达 5%, 此前并未持有万科股票, 此次交易后累计持有万科 5.5 亿股, 占总股本 5%	恒大首次举牌
2016.11.9-2016.11.22	恒大系再次增持 5.5 亿万科 A 股, 累计持有万科占比 10%	恒大二次举牌
2017.1.12	华润系将其合计所持万科 A 股占总股本 15.31% 的 16.89 亿股股份以 22 元/股价格悉数转让给深圳地铁, 总价款 371.7 亿元	华润退出, 深铁受让华润所有万科股份
2017.3.16	深铁受让恒大持有万科 A 14.07% 股权的表决提案及股东大会权利, 且一年内承诺无增减持; 此次交易后深铁获万科 A 29.38% 表决提案权	深铁受让恒大持有万科表决权

资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

表 3: 万科股权变动后股东持股情况

万科股东	最新持股数量 (股)	占总股本比重
宝能系	2,803,897,216	25.40%
深圳地铁集团	1,689,599,817	15.31%
中国恒大	1,553,210,974	14.07%
安邦保险集团	682,583,814	6.18%
国信金鹏分级 1 号集合资管计划	456,993,190	4.14%
德赢 1 号专项资产管理计划	329,352,920	2.98%

资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

**与深铁珠联璧合, “地铁上盖物业”突破增长瓶颈:** 深铁入驻万科实现强强联合, 在土地稀缺尤其一二线城市拿地受限的背景下, 有望以“轨道+物业”的联合开发模式打开局面; 一方面充分利用上盖空间再造土地资源增强地铁覆盖核心地区的项目储备, 另一方面在承建地铁项目的同时获取了大量的沿线土地储备资源, 通过地铁沿线物业开发强化自身“城市配套服务商”的定位, 延伸产业链, 助力产品升级增强长期盈利能力。

**投资建议:** 尽管股权纷争对业务造成影响, 公司 2016 年仍取得优异的成绩。在深铁入驻稳定董事会席位之后, 我们看好今年管理层会有更多的精力专注于公司经营, 同时与深铁在业务层面展开的合作也值得期待。我们预计公司 17-19 年公司 EPS 为 2.31、2.78、3.04, 维持“买入-A”评级, 6 个月目标价 25.41 元。

## 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	195,549.1	240,477.2	295,728.3	363,262.5	430,772.4	<b>成长性</b>					
减:营业成本	138,150.6	169,742.4	208,678.7	257,232.3	305,441.9	营业收入增长率	33.6%	23.0%	23.0%	22.8%	18.6%
营业税费	17,980.4	21,978.8	27,207.0	33,529.1	39,889.5	营业利润增长率	32.6%	17.8%	20.6%	25.5%	14.4%
销售费用	4,138.3	5,160.7	6,269.4	7,701.2	9,132.4	净利润增长率	15.1%	16.0%	21.4%	20.3%	9.2%
管理费用	4,745.2	6,800.6	8,191.7	7,773.8	11,027.8	EBITDA 增长率	31.6%	22.0%	23.8%	21.2%	13.9%
财务费用	477.7	1,592.1	4,097.1	3,039.4	3,218.2	EBIT 增长率	31.1%	20.9%	26.0%	21.4%	14.0%
资产减值损失	495.9	1,192.8	733.4	660.1	594.1	NOPLAT 增长率	31.8%	13.7%	30.8%	21.4%	14.0%
加:公允价值变动收益	-	-	10.0	12.0	11.5	投资资本增长率	34.6%	18.9%	-2.3%	13.0%	9.7%
投资和汇兑收益	3,561.9	5,013.8	6,518.0	5,765.9	6,141.9	净资产增长率	17.6%	18.6%	15.5%	17.1%	17.1%
营业利润	33,122.8	39,023.8	47,078.9	59,104.6	67,621.9	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	679.8	229.8	456.5	439.9	527.8	毛利率	29.4%	29.4%	29.4%	29.2%	29.1%
利润总额	33,802.6	39,253.6	47,535.4	59,544.5	68,149.7	营业利润率	16.9%	16.2%	15.9%	16.3%	15.7%
减:所得税	7,853.2	10,903.4	11,883.8	14,886.1	17,037.4	净利润率	9.3%	8.7%	8.6%	8.4%	7.8%
净利润	18,119.4	21,022.6	25,515.3	30,691.6	33,528.6	EBITDA/营业收入	17.5%	17.4%	17.5%	17.3%	16.6%
						EBIT/营业收入	17.2%	16.9%	17.3%	17.1%	16.4%
						<b>运营效率</b>					
						固定资产周转天数	7	9	8	6	5
						流动资产周转天数	165	148	117	104	104
						流动营业资本周转天数	931	949	916	898	896
						流动资产周转天数	119	139	122	127	129
						应收帐款周转天数	631	625	619	615	610
						存货周转天数	1,031	1,079	1,049	1,009	993
						总资产周转天数	222	227	198	170	160
						投资资本周转天数					
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	18.1%	18.5%	19.9%	21.0%	20.2%
						ROA	4.2%	3.4%	4.0%	3.9%	4.1%
						ROIC	25.0%	21.2%	23.3%	28.9%	29.2%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
						管理费用率	2.4%	2.8%	2.8%	2.1%	2.6%
						财务费用率	0.2%	0.7%	1.4%	0.8%	0.7%
						三费/营业收入	4.8%	5.6%	6.3%	5.1%	5.4%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	77.7%	80.5%	79.1%	80.9%	79.2%
						负债权益比	348.5%	413.8%	378.2%	422.5%	381.7%
						流动比率	1.30	1.24	1.15	1.14	1.17
						速动比率	0.43	0.44	0.34	0.37	0.37
						利息保障倍数	70.33	25.51	12.49	20.45	22.01
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.72	0.79	0.93	1.16	1.25
						分红比率	43.9%	41.5%	40.1%	41.8%	41.2%
						股息收益率	3.5%	3.8%	4.5%	5.7%	6.1%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	25,949.4	28,350.3	25,515.3	30,691.6	33,528.6	EPS(元)	1.64	1.90	2.31	2.78	3.04
加:折旧和摊销	715.8	1,148.6	537.9	546.8	553.4	BVPS(元)	9.08	10.28	11.63	13.25	15.05
资产减值准备	495.9	1,192.8	-	-	-	PE(X)	12.5	10.8	8.9	7.4	6.8
公允价值变动损失	-	-	10.0	12.0	11.5	PB(X)	2.3	2.0	1.8	1.6	1.4
财务费用	477.7	1,592.1	4,097.1	3,039.4	3,218.2	P/FCF	-32.6	5.1	-18.3	11.0	12.5
投资损失	-3,561.9	-5,013.8	-6,518.0	-5,765.9	-6,141.9	P/S	1.2	0.9	0.8	0.6	0.5
少数股东损益	7,830.0	7,327.6	10,136.3	13,966.8	17,583.7	EV/EBITDA	9.0	6.7	5.0	4.2	3.7
营运资金的变动	-7,040.2	15,342.7	5,697.5	-21,803.6	-18,450.4	CAGR(%)	19.8%	21.7%	22.7%	19.8%	21.7%
经营活动产生现金流量	16,046.0	39,566.1	39,476.1	20,687.0	30,303.0	PEG	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3
投资活动产生现金流量	-20,947.5	-43,389.1	3,802.6	1,082.8	1,108.9	ROIC/WACC	2.3	1.9	2.1	2.6	2.7
融资活动产生现金流量	-5,103.9	31,296.7	-56,378.7	-4,886.3	-14,534.4	REP	1.0	0.9	0.8	0.5	0.5

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