

高弹性高成长高负债，闽系房企爱拼才会赢之典型

公司动态

◆高弹性高成长高负债闽系房企，信用评级上调AA+助力融资

截至2017Q1，公司总资产1569.3亿元，归母所有者权益133.4亿元，总股本40.5亿股；归母净利润同比增70%，销售金额同比增106.9%；扣预收后资产负债率84.9%，净负债率为316.49%；2017年6月大公资信上调公司评级至AA+，利于公司后续拓宽融资渠道及控制融资成本。

◆土储丰富，并购加码降低拿地成本、扩充优质项目储备

公司坚持“3+1+X”（长三角+京津冀+珠三角+大福建+战略城市）区域战略，截至2016年末土储计容建面2285.2万平方米；2017Q1新增土储计容建面577万平方米，占销售面积比例596.7%。

2016年拓展项目中并购占比85%为主要拿地方式，并购拿地成本仅1495元/平方米，远低于公开招拍挂的11013元/平方米，未来结算毛利率有望受益于低成本拿地而进一步上升；2017年并购继续加码，收购上海君御豪庭、北京君山别墅等优质项目资源，收购物产中大资产包完善成都、武汉等长江沿线潜力城市布局；5月与天堂硅谷签订协议，拟成立100亿元房地产基金为后续并购提供资金支持。

◆房地产+教育+金融协同布局，影视小镇强强联合开辟新增长点

公司不断完善教育（幼教+教育并购基金）与金融（房地产基金+保险+资管）业务布局，与房地产主业协同发展。2017年5月，公司与阳光控股、北京电影学院签署战略合作协议，计划启动10个以上影视小镇项目，整合资源、优势互补，展开影视全产业链合作，开拓新的营收增长点。

◆12个月目标价6.4元，首次覆盖增持评级

预测2017/2018/2019营收分别为284亿元/340亿元/384亿元，归母净利润分别为18.27亿元/24.07亿元/28.57亿元，EPS分别为0.45元/0.59元/0.71元；综合考虑给予相对估值2017年14倍PE，12个月目标价6.4元，首次覆盖增持评级。

◆风险提示

项目建设进度不及预期导致结算推迟；房地产调控时间过长导致销售不及预期；房地产行业融资全面收紧公司资金链持续紧张以致出现断裂风险

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	22,380	19,598	28,433	33,990	38,418
营业收入增长率	61.08%	-12.43%	45.08%	19.54%	13.03%
净利润(百万元)	1,418	1,230	1,827	2,407	2,857
净利润增长率	7.14%	-13.27%	48.51%	31.76%	18.69%
EPS(元)	0.35	0.30	0.45	0.59	0.71
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.80%	9.32%	12.32%	14.21%	14.73%
P/E	16	19	13	10	8

增持(首次)

当前价/目标价：5.66/6.4元

目标期限：12个月

分析师

陈浩武 (执业证书编号：S0930510120013)

021-22169050

chenhaowu@ebcscn.com

联系人

何缅甸

021-22169170

hemiannan@ebcscn.com

范晓佳

021-22169156

xifan@ebcscn.com

市场数据

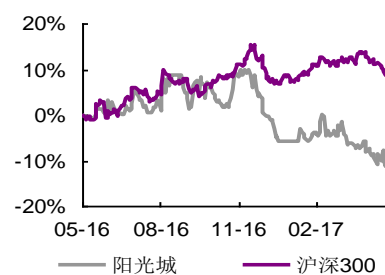
总股本(亿股)：40.50

总市值(亿元)：233.28

一年最低/最高(元)：5.18/6.88

近3月换手率：28.33%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.85	-4.11	-19.53
绝对	6.67	-0.52	-2.70

相关研报

1、高弹性高成长高负债，AA+信用评级利于融资

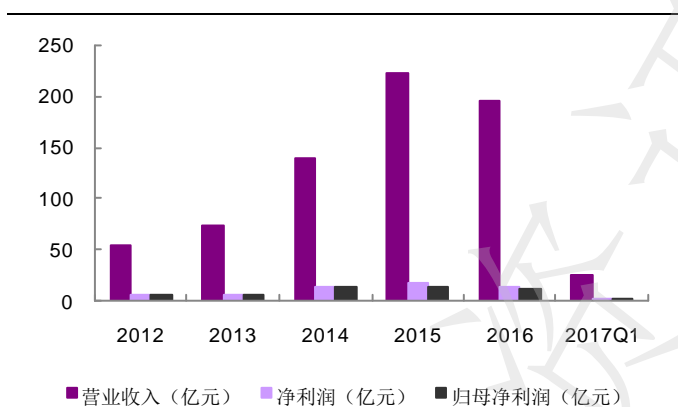
阳光城集团股份有限公司成立于1991年8月，主营房地产开发业务。截至2017年Q1，公司总资产为1569.33亿元，归母所有者权益为133.36亿元；总股本为40.5亿股。

毛利率提升，归母净利率大幅增长

2017Q1 营业收入 24.23 亿元，同比增长 3.86%；归母净利润 2.11 亿元，同比增长 70.01%。归母净利润大幅增长的原因是：

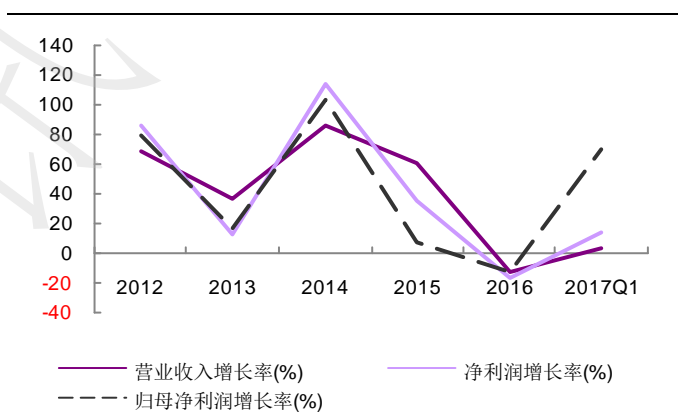
- 2017Q1 毛利率为 28.67%，较年初提高约 5 个百分点。
- 存货跌价准备转回，2017Q1 冲回资产减值损失 1.55 亿元。
- 2017Q1 少数股东权益占比 7.86%，较年初降低约 6 个百分点。

图 1：公司营收及净利润



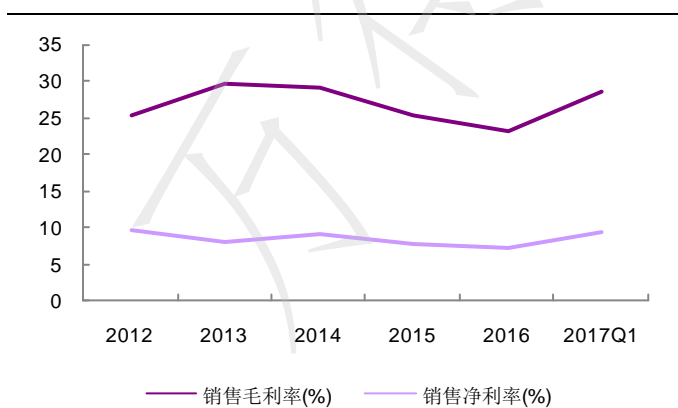
资料来源：Wind

图 2：公司营收及净利润增长率



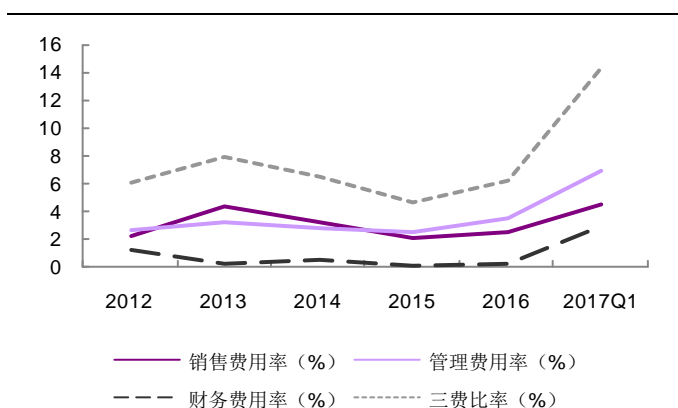
资料来源：Wind

图 3：公司毛利率与净利率



资料来源：Wind

图 4：公司三费比率



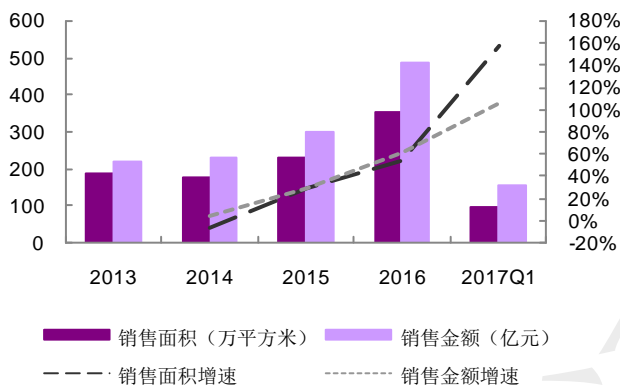
资料来源：Wind

高成长高弹性，销售额排名稳步提升

根据克而瑞发布的《中国房地产企业销售 TOP100》，公司销售金额从 2013 年的第 29 名逐步攀升至 2016 年的第 26 名，2017Q1 升至第 24 名，持续保持上升态势。

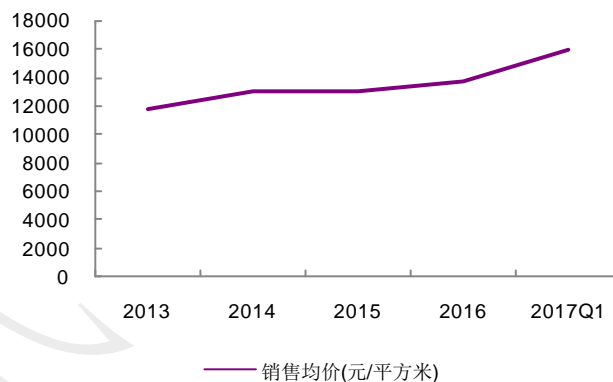
- 2016 年实现销售面积 353.1 万平方米，同比增长 54.33%；销售金额 487.2 亿元，同比增长 62.35%。
- 2017Q1 销售面积 96.7 万平方米，同比增长 157.18%；销售金额 155.2 亿元，同比增长 106.93%。
- 2017Q1 销售均价为 16050 元/平方米，较年初上涨 16.32%。

图 5：公司销售面积、销售金额及增速



资料来源：CRIC

图 6：公司销售均价

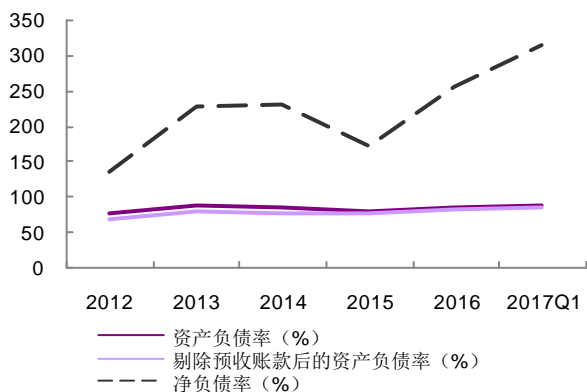


资料来源：CRIC

高负债运作，大公信用评级上调至 AA+，融资成本有望继续下行

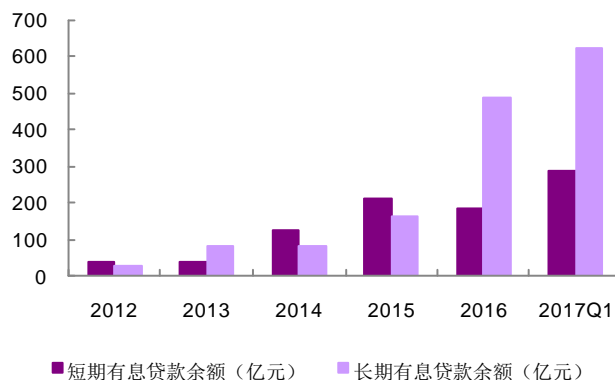
- 资本结构方面，2017Q1 扣预收后资产负债率为 84.9%，较年初提高约 3 个百分点；净负债率为 316.49%，较年初提高近 60 个百分点。融资余额大幅提高的主要原因是：
 - (1) 一季度重大资产重组等并购项目以支付股权款并承接债务的形式完成，导致大量新增借款；
 - (2) 一季度完成中期票据 58 亿元审批，并完成首期 20 亿元发行。
- 融资结构方面，2017Q1 新增融资以长期融资为主，(货币资金+现金等价物)/(流动负债-预收账款)为 0.64，较年初提高 0.09，短期偿债能力有所增强；
- 融资渠道方面，公司与主要金融机构保持良好合作关系，充分利用资本市场直接融资工具，并积极尝试并购基金、资产证券化、中期票据等创新融资方式；
- 融资成本方面，2016 年平均融资成本为 8.42%，下降近 1 个百分点。2017 年 6 月，大公资信上调信用评级至 AA+，提升了公司形象和品牌竞争力，利于未来筹资及降低融资成本。

图 7：公司资产负债率与净负债率



资料来源：Wind

图 8：公司有息贷款余额期限分布



资料来源：Wind

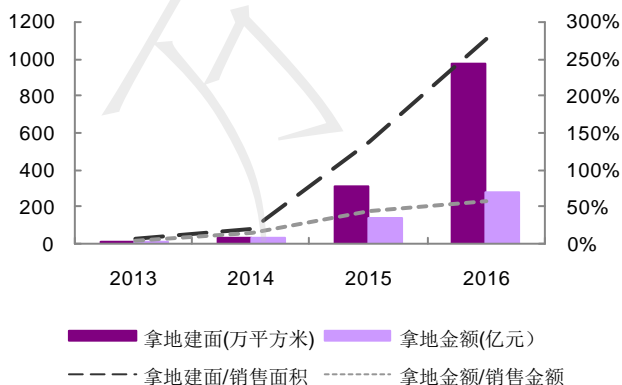
2、土储资源丰富，3+1+X 全国布局加速扩张

土储资源丰富。截至 2016 年末，公司土储计容建面达 2285.2 万平方米，为未来持续发展提供有力保障与坚实支撑。

土储扩张步伐加速。2016 年公司新拓展项目计容建面 977.8 万平方米，占销售面积比例达 276.9%。2017 年公司加快土储扩张步伐，一季度新增土储计容建面 577 万平方米，占销售面积比例高达 596.69%。

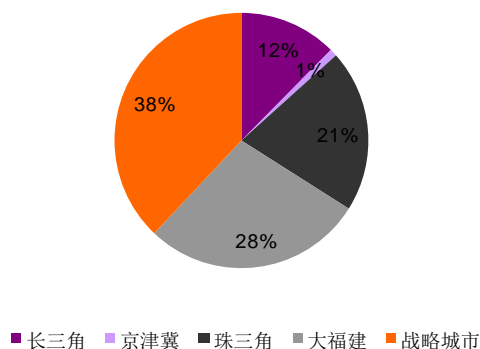
区域聚焦、深耕发展，3+1+X 全国布局。公司坚持“区域聚焦、深耕发展”的发展战略，逐步形成“3+1+X”的市场布局，在领跑大福建的同时，着力深耕长三角、京津冀和珠三角三大经济区域，并择机进入优质战略机会城市（西安、长沙、成都等）。截至 2016 年末，大福建土储计容建面占比 28%，长三角占比 12%，京津冀占比 1%，珠三角占比 21%，战略城市占比 38%。

图 9：公司拿地面积及拿地金额



资料来源：公司年报

图 10：2016 年末土储区域分布



资料来源：公司年报

3、并购加码降低拿地成本，扩充优质项目储备

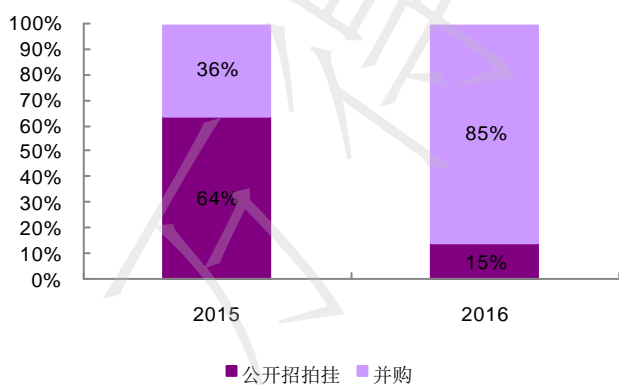
并购成为主要拓展渠道。土地成本持续升高的背景下，公司避开白热化的土拍争夺，加大对并购机会的关注力度。2016 年通过并购拓展的项目建面占比达 85%，公开招拍挂占比仅 15%；并购成为公司拿地的主要方式。

并购拿地具备显著成本优势。2016 年并购渠道平均拿地成本仅为 1495 元/平方米，远低于公开招拍挂的 11013 元/平方米，新增土储平均楼面价降至 2876 元/平方米，较 2015 年降逾 30%。未来结算项目毛利率有望受益于拿地成本降低而进一步提升。

并购加码增加优质项目储备。2017 年公司加大并购力度，收购佛山禅城区绿岛湖壹号项目、上海静安寺商圈君御豪庭项目、北京密云区君山别墅项目等优质资源，显著扩大品牌影响力、提高市占率。其中收购物产中大 15 家公司股权资产包及应收债权构成重大资产重组，标的房地产项目主要分布于杭州、武汉、成都、南昌等长江沿线城市。后续公司又收购了武汉中华城项目、成都半山艾马仕项目等，深耕长江沿线潜力房地产市场。

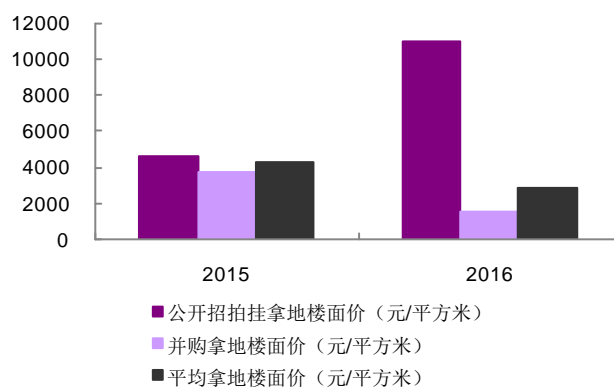
100 亿房地产基金提供资金支持。2017 年 5 月公司与天堂硅谷签订合作框架协议，拟围绕公司未来发展规划，就房地产领域的投资、开发及并购等需求，设立人民币 100 亿元的房地产产业投资基金，首期不超过人民币 20 亿元，公司拟以自有资金人民币不超过 6.67 亿元认购首期投资基金的劣后级份额，成为劣后级有限合伙人。房地产基金的设立为后续并购操作提供了有力的资金支持。

图 11：拓展项目拓展渠道分布



资料来源：公司年报

图 12：公开招拍挂及并购渠道拿地楼面价



资料来源：公司年报

表 1：2017 年至今并购情况（截至 2017.6.15）

公告日期	标的资产	标的项目	项目地	收购对价（亿元）
2017.1.6	中大圣马 50%股权、中大正能量 98.2%股权、武汉巡司河 85%股权、武汉十里 85% 股权、思源科技 85%股权、成都浙中大 98.11%股权、中大南昌 70%股权、宁波汽车城 100% 股权、富阳中大 93.5% 股权、中大上虞 98.2% 股权、中地投资 85% 股 权、南昌圣马 60%股权、南昌中大 90% 股权、银泰城购物中心 49%股权、物产良渚 100%股权，及相关应收债权	中大银泰城、普升福邸、长江紫都、中大十里新城、中大君悦金沙、中大文儒德、中大青山湖东园、宁波汽车城、中大西郊半岛、中大君悦龙山、中大云锦苑、荀庄	杭州、武汉、成都、南昌、宁波等	104.69
2017.1.25	Smooth Ever INVESTMENTS LIMITED 100%股权及相关债权	天一地块、福林地块	广州	31.81
2017.2.17	中大南昌 13%股权	中大青山湖东园	南昌	0.95
2017.3.15	力合智德科技园 51%股权	顺德新城创智城片区横二路以北、大学路以西地块	佛山	2.9
2017.3.15	上海信业 100%股权	君御豪庭、绿岛湖壹号	上海、佛山	39.84
2017.5.4	广信江湾新城 100%股权	江湾新城	广州	17.9
2017.5.19	中华城项目 A 地块 B1、B2、B3 栋住宅楼未销售住宅用房，中华城项目 A 地块 A 栋写字楼 6-43 层办公用房；中华城项目 A 地块地下三层及地下四层车位	中华城	武汉	29.63
2017.6.2	长晖投资有限公司 100%股权、都思公司 100%股权及相关债权	半山艾马仕、华阳绿野村	成都	16.81
2017.6.13	北京慧诚房地产 100%股权及债务	北京·卧龙国际山庄-君山别墅、君山高尔夫球场	北京	64.5
合计				309.03

资料来源：公司公告 光大证券研究所整理

4、房地产+教育+金融协同布局，影视小镇开辟新增长点

2016 年公司营业收入 195.98 亿元，其中房地产销售业务营收 193.7 亿元，是主要收入来源，占比 98.84%；贸易、商管、酒店、教育、其他业务营收占比分别为 0.28%、0.26%、0.18%、0.11%、0.33%。

坚持以房地产为核心业务。公司开发的房地产项目以销售为主，同时选择性保留一些商业物业，以适度调整产品结构，增强抗风险能力。目前公司已形成包括住宅（城市新筑、浪漫城邦、时尚公寓、生态住宅）和商业（商务办公、商业旗舰等）两大类产品体系。

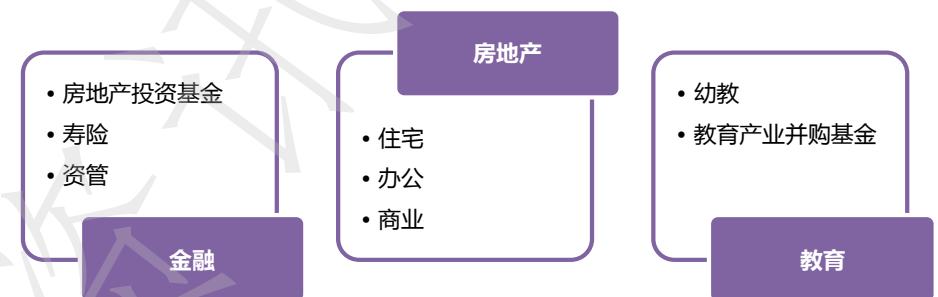
幼教+教育基金，拓展教育行业投资机会。公司稳步拓展教育行业的投资机会，一方面促进转型升级，培育新的业务增长点；另一方面协同整合社区服务资源，提升房地产项目和社区的附加价值，与房地产主业形成协同发展的新态势。2016 年公司设立全资子公司福建新阳光幼教，收购并增持师汇优创股权至 65%。此外，公司及阳光城控股集团、新奥投资基金签署相关协议，拟以 20%、25%、55%的持股比例合作发起设立基金管理公司，募集设立教育产业并购基金，专项用于教育产业并购事项，基金规模不超过 30 亿元。

房地产基金+保险+资管，持续布局金融业务。公司不断完善金融业务布局：设立房地产投资基金，设立海峡人寿保险公司进军寿险业，与陆家嘴信托等合作设立陆金朝阳资管等。未来公司有望借助投管公司平台和市场金融机构，全面提升金融运营能力，持续为地产开发提供稳定的现金流。

影视小镇项目深化业务创新。2017年5月，公司与阳光控股、北京电影学院签署战略合作协议，合作发展影视产业及特色小镇项目，开展影视全产业链合作及影视园区建设等经营事项。公司将以环北京、大福建等区域为起点，在全国核心一二线城市范围内启动10个以上影视小镇项目，发展特色产业、住宅配套、绿色生态等板块，打造成为集影视娱乐、艺术创作、文化旅游、商业休闲、生活居住于一体的国家级示范小镇。各方整合资源，优势互补，看好影视小镇项目成为未来新的营收增长点。

- 合作内容包括共建“北京电影学院青年电影人才培养基地”和“北京电影学院产学研创作实践基地”；共建“青年电影制片厂影视制作中心”；发起组建影视产业基金，申报启动特色小镇项目等。
- 上市公司与青年电影制片厂（北京电影学院指定）将以70%、30%的持股比例，共同出资设立新项目公司以履行协议内容。项目公司名称暂定为“北影阳光有限公司”。

图 13：公司现有业务布局



资料来源：公司年报

5、员工持股计划和大股东增持彰显信心

2017 年一季报显示，公司控股股东为福建阳光集团有限公司，直接持股比例 17.51%；此外东方信隆资产管理有限公司为其全资子公司；福建康田实业集团有限公司与其为一致行动人；兴证资管鑫众 3 号集合资产管理计划为公司第一期员工持股计划，兴全睿众阳光城 1 号分级特定多客户资产管理计划为公司第二期员工持股计划，兴证资管鑫众 5 号集合资产管理计划为控股股东福建阳光集团有限公司员工持股计划。

表 2：2017Q1 前十大股东持股情况

股东名称	持股比例	持股数量（股）
上海嘉闻投资管理有限公司	18.04%	730,519,480
福建阳光集团有限公司	17.51%	709,136,962
东方信隆资产管理有限公司	13.73%	555,904,860
福建康田实业集团有限公司	10.17%	411,785,923
上海兴全睿众资产—平安银行—兴全睿众阳光城 1 号分级特定多客户资产管理计划	3.23%	130,914,738
华夏人寿保险股份有限公司—万能保险产品	2.10%	84,945,834
中国证券金融股份有限公司	2.01%	81,474,005
林荣	1.11%	45,082,447
兴证证券资管—工商银行—兴证资管鑫众 5 号集合资产管理计划	1.06%	42,980,847
兴证证券资管—工商银行—兴证资管鑫众 3 号集合资产管理计划	1.06%	42,843,080

资料来源：公司公告

控股股东增持计划彰显对未来发展前景的信心。2017 年 4 月 14 日，公司发布公告称控股股东阳光集团拟成立信托计划，并通过该信托计划账户在二级市场买入公司股票，自 2017 年 5 月 2 日起在 12 个月内增持股份不低于 8100 万股，累计增持比例不超过 2%；6 月 10 日，公司公告阳光集团子公司东方信隆增持 0.99%；增持后阳光集团持股 17.51%，东方信隆持股 14.71%，合计持股 32.22%。

6、盈利预测与投资评级

关键假设

- 公司项目储备丰富，全国均衡布局。2017 年 1-5 月地产销售金额约 302 亿，2016 年 1-5 月地产销售金额约 132 亿，同比增长超 128.8%。
- 2016 年公司全年销售金额 487.2 亿元，结算营收 195.98 亿元，二者差额为 290 亿元左右。预估 2016 年已售物业中大部分将于 2017 年进入结算周期，2017 年的结算营收将比 2016 年有较为明显的提升。
- 鉴于目前国家房地产政策不断深入以及我们行业报告分析，房地产投资和销售增速将于 2017 年下半年出现明显下滑，出于谨慎性原则，我们对 2018 年及 2019 年的营收增速给予 19.54%、13.03% 的预测（其中房地产销售收入增速为 19%、12%）。

- 假设公司毛利率由于并购加码拿地成本降低而逐步提升，同时参考一季度值，预测 2017/2018/2019 年毛利率分别为 28.23%、29.24%、29.76%。
- 假设公司营业费用和管理费用 2017 年微幅提升后维持稳定，同时参考一季度值，预测营业费率 2017-2019 三年平均为 4.5%；管理费费率 2017-2019 三年平均为 6.2%。

根据以上假设，我们预测 2017/2018/2019 营收分别为 284.33 亿元/339.90 亿元/384.18 亿元，增长率分别为 45.08%/19.54%/13.03%；预测 2017/2018/2019 归母净利润分别为 18.27 亿元/24.07 亿元/28.57 亿元，增长率分别为 48.51%/31.76%/18.69%；预测 2017/2018/2019 EPS 分别为 0.45 元/0.59 元/0.71 元。

表 3：可比公司的 PE 比较

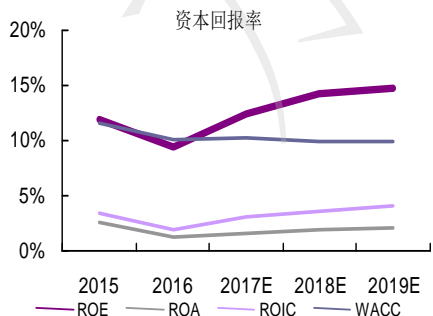
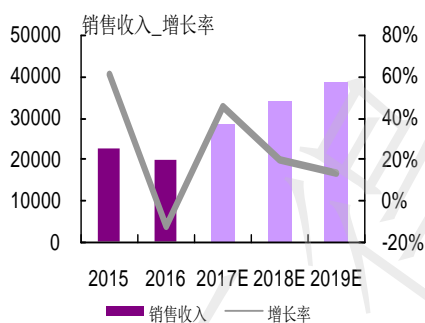
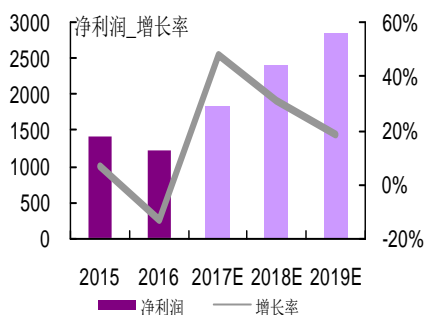
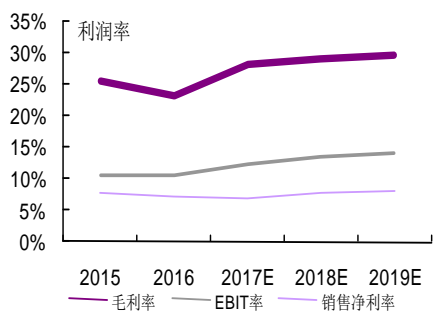
公司名称	收盘价		EPS				PE				CAGR-3	PEG 17 年	PB 17 年	市值 亿元
	17.6.16	16 年	17 年	18 年	19 年	16 年	17 年	18 年	19 年					
新城控股	17.33	1.36	1.81	2.39	2.96	11.69	9.60	7.24	5.86	16%	0.27	2.1	391	
上实发展	7.10	0.32	0.38	0.46	0.47	23.85	18.48	15.50	14.96	31%	0.94	1.5	131	
中粮地产	7.47	0.40	0.44	0.48	0.54	61.79	16.86	15.71	13.71	41%	1.46	2	135	
融创中国	13.66	0.71	0.76	1.27	1.48	8.79	15.62	9.34	8.04	19%	0.79	1.4	532	
碧桂园	8.82	0.52	0.77	1.07	1.23	8.23	10.04	7.16	6.26	35%	0.24	2	1882	
平均	10.88	0.66	0.83	1.13	1.34	22.87	14.12	10.99	9.77	28%	0.74	1.8	614	
阳光城	5.66	0.30	0.45	0.59	0.71	20.26	12.62	9.57	8.07	19%	0.26	2	229	

资料来源：wind 一致预期

根据公司历史 PE 值和可比公司 PE 值，综合考虑房地产行业调控、可比公司差异等等因素，我们认为 2017 年公司合理估值水平 PE 为 14 倍，12 个月目标价 6.4 元，给予增持评级。

7、风险分析

项目建设进度不及预期导致结算推迟；房地产调控时间过长导致销售不及预期；房地产行业融资全面收紧导致公司资金链持续紧张以致出现断裂风险。



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	22,380	19,598	28,433	33,990	38,418
营业成本	16,660	15,031	20,405	24,052	26,986
折旧和摊销	16	25	180	199	217
营业税费	2,108	1,247	1,422	1,700	1,921
销售费用	457	484	1,279	1,530	1,729
管理费用	554	678	1,763	2,107	2,382
财务费用	23	42	615	698	851
公允价值变动损益	0	59	20	26	35
投资收益	10	-35	0	0	0
营业利润	2,349	2,066	2,936	3,856	4,576
利润总额	2,360	2,053	2,936	3,856	4,576
少数股东损益	315	201	170	215	255
归属母公司净利润	1,418.20	1,230.06	1,826.71	2,406.85	2,856.60

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	70,173	120,431	132,721	149,024	158,758
流动资产	67,976	114,561	125,043	140,872	150,136
货币资金	13,795	18,889	20,551	23,793	26,893
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	572	805	1,124	1,343	1,518
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	1,734	7,872	11,203	13,392	15,137
存货	42,383	74,721	76,389	84,014	86,206
可供出售投资	0	260	650	650	650
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	143	1,002	1,002	1,002	1,002
固定资产	211	684	648	610	571
无形资产	10	15	14	13	13
总负债	56,431	101,506	112,003	125,983	132,999
无息负债	19,188	34,016	46,232	53,567	59,444
有息负债	37,244	67,490	65,770	72,416	73,555
股东权益	13,742	18,924	20,719	23,041	25,759
股本	4,015	4,050	4,050	4,050	4,050
公积金	3,686	3,784	3,967	4,207	4,493
未分配利润	3,876	4,820	6,262	8,128	10,306
少数股东权益	1,728	5,721	5,891	6,106	6,361

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-3,879	-2,581	6,052	-1,892	3,710
净利润	1,418	1,230	1,827	2,407	2,857
折旧摊销	16	25	180	199	217
净营运资金增加	18,369	24,888	2,804	9,142	3,387
其他	-23,683	-28,725	1,241	-13,639	-2,751
投资活动产生现金流	-2,996	-17,114	-1,853	-514	-505
净资本支出	-11	-32	-40	-40	-40
长期投资变化	143	1,002	0	0	0
其他资产变化	-3,128	-18,084	-1,813	-474	-465
融资活动现金流	17,096	22,445	-2,537	5,648	-105
股本变化	2,731	35	0	0	0
债务净变化	16,982	30,246	-1,720	6,645	1,139
无息负债变化	298	14,828	12,216	7,335	5,877
净现金流	10,221	2,750	1,662	3,242	3,100

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	61.08%	-12.43%	45.08%	19.54%	13.03%
净利润增长率	7.14%	-13.27%	48.51%	31.76%	18.69%
EBITDA/EBITDA 增长率	23.32%	-11.36%	76.01%	27.32%	18.70%
EBIT/EBIT 增长率	23.41%	-11.81%	69.48%	28.20%	19.11%
估值指标					
PE	16	19	13	10	8
PB	2	2	2	1	1
EV/EBITDA	27	44	26	22	18
EV/EBIT	27	45	27	23	19
EV/NOPLAT	37	64	39	33	28
EV/Sales	3	5	3	3	3
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	25.56%	23.31%	28.23%	29.24%	29.76%
EBITDA 率	10.63%	10.76%	13.05%	13.90%	14.60%
EBIT 率	10.56%	10.63%	12.42%	13.32%	14.04%
税前净利润率	10.55%	10.48%	10.33%	11.34%	11.91%
税后净利润率 (归属母公司)	6.34%	6.28%	6.42%	7.08%	7.44%
ROA	2.47%	1.19%	1.50%	1.76%	1.96%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.80%	9.32%	12.32%	14.21%	14.73%
经营性 ROIC	3.37%	1.86%	2.98%	3.43%	3.94%
偿债能力					
流动比率	1.69	2.20	2.10	2.01	2.04
速动比率	0.64	0.76	0.82	0.81	0.87
归属母公司权益/有息债务	0.32	0.20	0.23	0.23	0.26
有形资产/有息债务	1.88	1.78	2.02	2.06	2.16
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.35	0.30	0.45	0.59	0.71
每股红利	0.05	0.05	0.07	0.10	0.12
每股经营现金流	-0.96	-0.64	1.49	-0.47	0.92
每股自由现金流(FCFF)	-4.05	-5.77	-0.08	-1.47	0.08
每股净资产	2.97	3.26	3.66	4.18	4.79
每股销售收入	5.53	4.84	7.02	8.39	9.49

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingke@ebscn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com	
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com	
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhoujj@ebscn.com	
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com	
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com	
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
	北京	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
郝辉		010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com	
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com	
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com	
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixu1@ebscn.com
		李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	