

# 业绩稳定增长，产业发展护城河已现

——2019 年年报点评

## 核心观点

- **公司业绩维持较高增速，三项费用率有所回落。**2019 年公司实现营业收入 1052.1 亿元，同比增长 25.6%；实现归属于母公司净利润 146.1 亿元，同比增长 24.4%，业绩增速基本与营收增速保持一致。公司 2019 年三项费用率为 12.1%，较 2018 年下降 0.9 个百分点，其中管理费用率下降 2.0 个百分点。毛利率小幅上升至 43.7%，上升 2.1 个百分点。
- **销售金额小幅下滑，投资力度大幅提升。**2019 年公司总销售额为 1451.6 亿元，同比下降 11.2%，房地产销售金额同比负增长，主要由于受到布局区域政策影响，新增土地投资不足造成货值不足。随着相应区域政策预期明朗，公司加大投资力度，2019 年新增土储 748 万方，同比增长 65%，我们认为公司在销售端的同比负增长是阶段性的，2020 年销售端有望重归正增长。
- **净负债率有所上升，经营回款率大幅提升。**2019 年底公司净负债率提升至 182.8%，上升 21.7 个百分点。主要原因是公司现金同比下降 9%，同时短期借款大幅提升。公司 2019 年销售回款出现明显好转，全口径回款金额 954.7 亿元，同比增长 21%，销售回款率由去年同期的 46.2%，上升至 61.4%。
- **产业新城招商能力凸显，新增签约额维持高增长。**2019 年公司园区新增签约投资额 1956.1 亿元，过往四年复合增速 38.2%，招商能力助力产业新城业务形成护城河。公司产业新城业务正在逐步形成两大特点：1) 吸纳优质龙头项目能力，2019 年完成了腾讯科技、欣旺达等项目入驻。2) 产业新城模式的异地复制能力，2019 年公司京外园区新增签约投资额占比超 8 成。

## 财务预测与投资建议

- **维持买入评级，调整目标价至 30.70 元（原目标价 41.60 元）。**根据公司年报数据我们调整公司 2020-2022 年 EPS 的预测至 6.02/7.50/9.05 元（原预测为 2020-2021 年 6.94/9.35 元）。可比公司 2020 年估值为 5.1X，我们给予公司 5.1X 估值，对应目标价 30.70 元。

## 风险提示

- 京津冀地区调控政策超预期。框架协议或合作备忘录落地不及预期。
- 园区新增落地投资额增长不及预期。非京津冀区域拿地不及预期。

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	83,799	105,210	130,705	158,351	192,400
同比增长(%)	40.5%	25.6%	24.2%	21.2%	21.5%
营业利润(百万元)	17,871	22,546	26,428	33,097	40,139
同比增长(%)	38.8%	26.2%	17.2%	25.2%	21.3%
归属母公司净利润(百万元)	11,746	14,612	18,142	22,601	27,279
同比增长(%)	33.8%	24.4%	24.2%	24.6%	20.7%
每股收益(元)	3.90	4.85	6.02	7.50	9.05
毛利率(%)	41.6%	43.7%	42.6%	43.7%	43.3%
净利率(%)	14.0%	13.9%	13.9%	14.3%	14.2%
净资产收益率(%)	29.0%	31.2%	33.3%	33.5%	31.6%
市盈率	5.4	4.3	3.5	2.8	2.3
市净率	1.4	1.3	1.1	0.8	0.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年04月24日)	20.89元
目标价格	30.70元
52周最高价/最低价	33.39/20.2元
总股本/流通A股(万股)	301,329/297,922
A股市值(百万元)	62,948
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2020年04月26日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.38	1.75	-20.87	-34.02
相对表现	-1.27	-2.99	-15.70	-28.24
沪深300	-1.11	4.74	-5.17	-5.78



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 房诚琦  
021-63325888\*6202  
fangchengqi@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860518070003

联系人 吴尘染  
wuchenran@orientsec.com.cn

## 相关报告

- 销售提振明显，回款大幅提升：——2019 年 2019-10-19 季报点评
- 京外区域持续成长，回款率显著提升： 2019-08-17
- 销售同比下滑，投资强度大幅提升： 2019-07-14

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

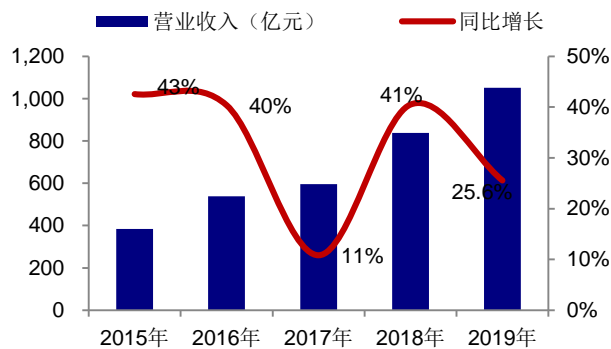
业绩稳健增长，经营回款率有所提升.....	3
产业新城业务护城河已现，异地复制成果显著 .....	5
盈利预测与投资建议 .....	5
盈利预测：2020-2022 年 EPS 分别为 6.02/7.50/9.05 元 .....	5
投资建议：维持买入评级，目标价 30.70 元.....	6
风险提示.....	7

## 业绩稳健增长，经营回款率有所提升

公司 2019 年业绩同比增长 24%，维持较高增速。2019 年公司实现营业收入 1052.1 亿元，同比增长 25.6%；实现归属于母公司净利润 146.1 亿元，同比增长 24.4%，业绩增速基本与营收增速维持一致。公司营业收入首次突破 1000 亿元，业绩增速虽然较前几年有所回落，但也符合行业发展趋势，且 25% 左右的增速在行业中也已属于较高水平。

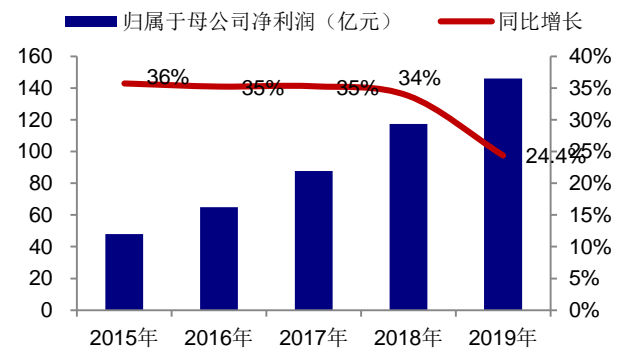
三项费用率有所回落，毛利率小幅上升。公司 2019 年三项费用率为 12.1%，较 2018 年下降 0.9 个百分点，其中管理费用率较上年同期下降 2.0 个百分点；销售费用率较上年同期下降 0.4 个百分点，财务费用率较上年同期有所上升。公司 2019 年毛利率小幅上升至 43.7%，上升 2.1 个百分点，主要是由于毛利率水平较高的产业园区结算收入占比进一步提升。

图 1：公司 2019 年营业收入 1052 亿元，同比增长 26%



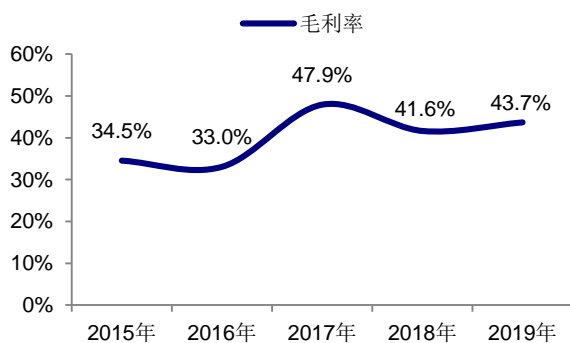
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 2：公司 2019 年归母净利润 146 亿元，同比增长 24%



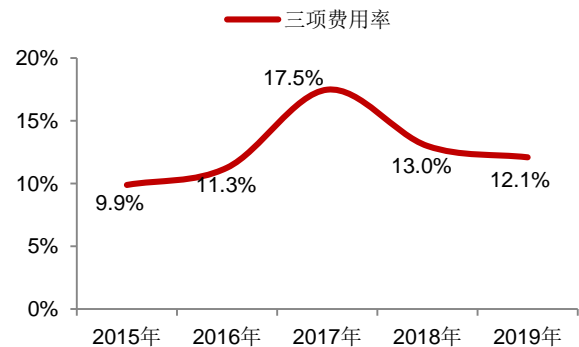
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 3：公司 2019 年毛利率上升至 43.7%



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 4：公司 2019 年三项费用率下降至 12.1%

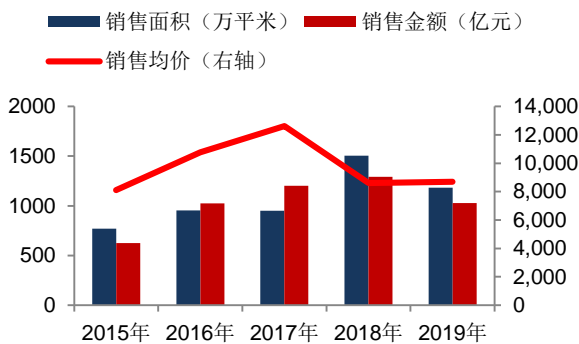


数据来源：公司公告、东方证券研究所

销售金额小幅下滑，投资力度大幅提升。2019 年公司总销售额为 1451.6 亿元，同比下降 11.2%，其中房地产销售金额 1028.0 亿元，同比下降 20.4%；产业园区结算收入额 381.3 亿元，同比增长 22.9%。公司房地产销售金额出现同比负增长，主要是由于 2017 年、2018 年受到布局区域政策影响。

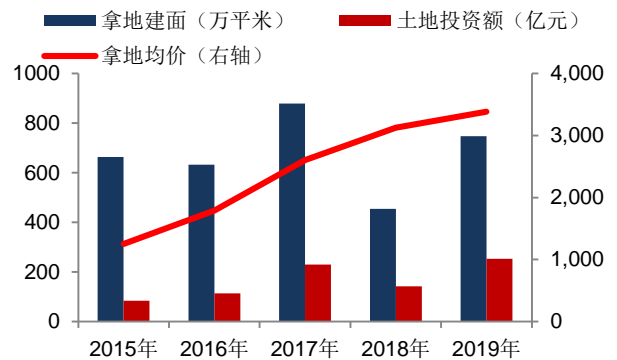
响，新增土地投资不足造成 2019 年的可售货值不足。随着 2019 年相应区域政策预期明朗，土地出让恢复，公司大幅加大了拿地的力度。2019 年公司新增土储 748 万方，同比增长 65%；土地投资金额 253 亿元，同比亦大幅增长 78%，新增土储拿地均价维持在 3382 元/平的较低水平。随着投资端的逐步恢复，我们认为公司在销售端的同比负增长是阶段性的，从 2019 年季度表现来看也出现了降幅逐季收窄的状态，2020 年销售端有望重归正增长。

图 5：2019 年销售金额 1452 亿元，同比下降 11%



数据来源：公司公告、东方证券研究所

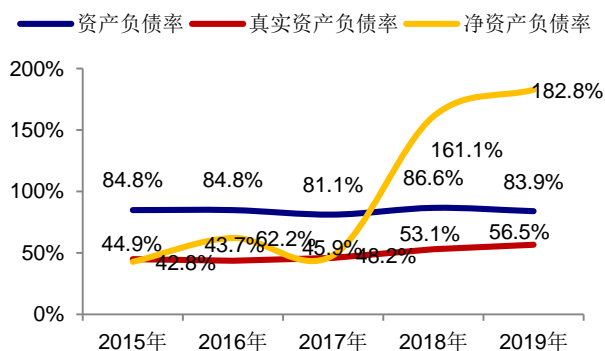
图 6：2019 年新增土储 748 万方，同比增长 65%



数据来源：公司公告、东方证券研究所

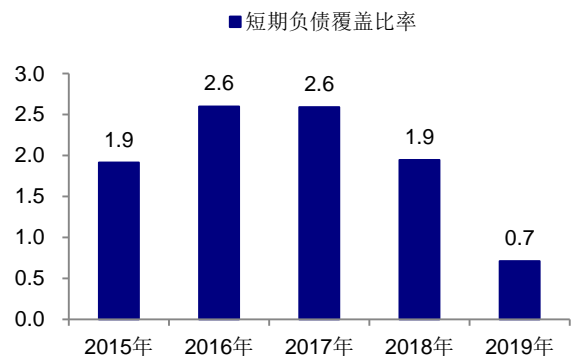
**净负债率有所上升，经营回款率大幅提升。**2019 年底公司净负债率提升至 182.8%，较上年同期上升 21.7 个百分点。主要原因是公司在手现金 429.6 亿元，同比下降 9%，同时短期借款出现了大幅提升，导致现金短期负债覆盖比下降至 0.7 倍。公司 2019 年销售回款出现明显好转，全口径回款金额 954.7 亿元，同比增长 21%，销售回款率由去年同期的 46.2%，上升至今年的 61.4%，提升 15.3 个百分点。

图 7：公司 2019 年净负债率有所上升



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 8：公司短期负债覆盖比率下降至 0.7 倍

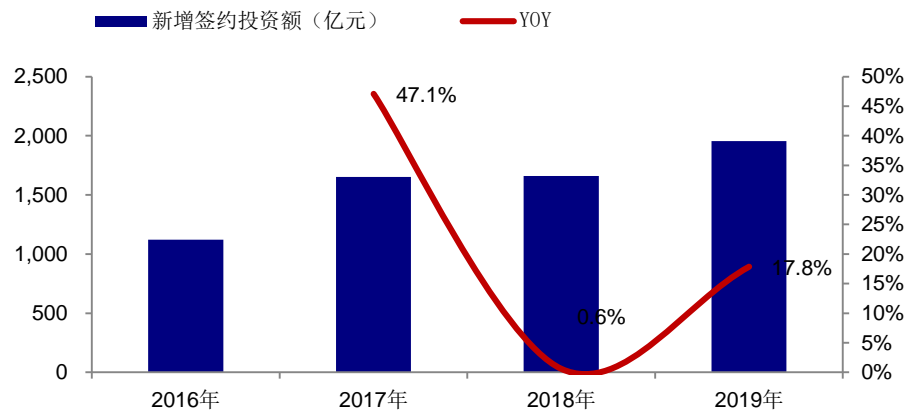


数据来源：公司公告、东方证券研究所

## 产业新城业务护城河已现，异地复制成果显著

产业新城招商能力凸显，新增签约额维持高增长。2019 年公司投资运营的园区新增签约投资额 1956.1 亿元，过往四年新增签约投资额复合增速为 38.2%，新增签约入园企业 545 家，平均单家新增签约额比去年同期高出 51.8%，招商能力正在助力产业新城业务形成护城河。公司产业新城业务正在逐步形成两大特点：1) 吸纳优质龙头项目能力，2019 年完成了腾讯科技、欣旺达电动汽车电池有限公司动力电池项目等入驻产业园区。2) 产业新城模式的异地复制能力，2019 年公司京外园区新增签约投资额占比超 8 成。

图 9：2019 年新增签约投资额 1956 亿元，同比增长 18%



资料来源：公司年报、东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测：2020-2022 年 EPS 分别为 6.02/7.50/9.05 元

我们预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 6.02/7.50/9.05 元（原预测为 2020-2021 年 6.94/9.35 元）。

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设：

- 1) 假设公司 2020-22 年地产销售业务的收入为 838.7 亿、1014.8 亿、1230.9 亿元，毛利率为 31.1%、32.7%、32.0%。
- 2) 假设公司产业发展服务业务 2020-22 年的收入为 333.8 亿、405.0 亿、493.8 亿元，且 2020-22 年的毛利率维持在 85%。
- 3) 公司多个项目处于规划及初始开发阶段，一级土地开发业务（含土地整理+基础设施建设）将维持较快的增速。假设公司一级土地开发业务 2020-22 年的收入增速维持 20%，毛利率维持 11%。
- 4) 公司 2019-21 年的所得税率维持 31%。

**收入分类预测表**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>房地产销售</b>					
销售收入(百万元)	51,547.2	66,743.6	83,874.3	101,484.7	123,089.0
增长率	78.2%	29.5%	25.7%	21.0%	21.3%
毛利率	29.7%	32.9%	31.1%	32.7%	32.0%
<b>产业发展服务</b>					
销售收入(百万元)	23,892.0	27,405.0	33,376.9	40,495.5	49,384.5
增长率	3.5%	14.7%	21.8%	21.3%	22.0%
毛利率	77.3%	84.6%	84.6%	84.6%	84.6%
<b>一级土地开发</b>					
销售收入(百万元)	5,544.9	7,447.1	8,936.5	10,723.8	12,868.6
增长率	12.0%	34.3%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	12.7%	7.4%	11.0%	11.0%	11.0%
<b>其他业务</b>					
销售收入(百万元)	2,814.5	3,613.9	4,517.4	5,646.7	7,058.4
增长率	5.6%	28.4%	25.0%	25.0%	25.0%
毛利率	13.5%	7.3%	9.4%	9.4%	9.4%
<b>合计</b>	<b>83,798.6</b>	<b>105,209.5</b>	<b>130,705.1</b>	<b>158,350.6</b>	<b>192,400.5</b>
增长率	<b>40.5%</b>	<b>25.6%</b>	<b>24.2%</b>	<b>21.2%</b>	<b>21.5%</b>
综合毛利率	<b>41.6%</b>	<b>43.7%</b>	<b>42.6%</b>	<b>43.7%</b>	<b>43.3%</b>

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

**投资建议：维持买入评级，目标价 30.70 元**

**PE 估值：维持买入评级，调整目标价至 30.70 元（原目标价 41.60 元）。**根据公司年报数据我们调整公司 2020-2022 年 EPS 的预测至 6.02/7.50/9.05 元（原预测为 2020-2021 年 6.94/9.35 元）。可比公司 2020 年估值为 5.1X，我们给予公司 5.1X 估值，对应目标价 30.70 元。

**表 1：可比公司估值**

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率			
			2020/4/25	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E
招商蛇口	001979.SZ	17.15	1.93	2.03	2.45	2.90	8.9	8.4	7.0	5.9
新城控股	601155.SH	30.37	4.65	5.61	7.12	8.78	6.5	5.4	4.3	3.5
浦东金桥	600639.SH	13.12	0.87	0.97	1.22	1.52	15.1	13.5	10.8	8.6
荣盛发展	002146.SZ	7.69	1.74	2.10	2.52	3.02	4.4	3.7	3.1	2.5
城建发展	600266.SH	6.70	0.79	1.11	1.25	1.48	8.5	6.0	5.3	4.5
首开股份	600376.SH	6.59	1.23	1.48	1.70	1.96	5.4	4.5	3.9	3.4
		最大值					15.1	13.5	10.8	8.6
		最小值					4.4	3.7	3.1	2.5
		平均数					8.1	6.9	5.7	4.7
		调整后平均					7.3	6.1	5.1	4.3

数据来源：Wind，东方证券研究所

**RNAV 估值：**我们用 RNAV 法对公司进行估值，公司重估净资产为 764 亿元，每股 RNAV 为 25.37 元。当前市价 20.89 元较每股 RNAV 值折价 18%。由于公司独特的开发模式造成其土地储备显著少于常规地产公司，因此我们认为 RNAV 法估值不能充分反映公司价值。

表 1：公司每股 RNAV 为 25.37 元

RNAV	
开发项目净现值（亿元）	264
归属于母公司净资产（亿元）	500
重估净资产合计（亿元）	764
总股本（亿股）	30.13
<b>每股净资产值(元/股)</b>	<b>25.37</b>
<b>2020/4/24</b>	<b>20.89</b>
P/RNAV	<b>82%</b>
Wacc=7.47%	

数据来源：公司公告，Wind，东方证券研究所

## 风险提示

**京津冀地区调控政策超预期。**公司园区配套住宅项目在京津冀区域占比较高，如果后续京津冀地区持续出台严厉的限购政策，将对公司的销售造成影响，而地产销售的现金流将影响产业园区的开发。

**各地框架协议合作协议或合作备忘录落地不及预期。**公司目前与政府的合作形式以签订框架协议合作协议或合作备忘录为主，项目最终落地时可能与先期协议有差异，存在不及预期的风险。

**园区新增落地投资额增长不及预期。**公司产业发展服务业务的收入增长较快，该业务收入取决于园区内新增落地投资额的增长，若招商不力新增投资放缓将影响该业务的收入。

**非京津冀区域拿地不及预期。**公司异地区域销售放量的前提是有足够的可售货值及充足的土地储备，因此若异地区域拿地力度不及预期，将影响销售金额的增长。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	47,282	42,963	53,374	64,663	78,567	营业收入	83,799	105,210	130,705	158,351	192,400
应收票据及应收账款	34,438	46,871	51,130	65,855	80,332	营业成本	48,919	59,253	74,960	89,181	109,153
预付账款	3,201	4,629	5,750	6,967	8,465	营业税金及附加	5,360	8,621	10,710	12,975	15,765
存货	254,523	290,281	367,231	445,938	538,434	营业费用	1,882	1,893	2,352	2,850	3,462
其他	28,517	34,100	37,664	40,866	46,142	管理费用及研发费用	8,058	8,055	10,007	12,124	14,731
<b>流动资产合计</b>	<b>367,960</b>	<b>418,844</b>	<b>515,149</b>	<b>624,290</b>	<b>751,940</b>	财务费用	963	2,782	4,984	6,532	7,686
长期股权投资	4,243	4,738	4,738	4,738	4,738	资产减值损失	2,525	2,497	1,815	2,142	2,014
固定资产	5,073	7,691	9,772	12,368	15,724	公允价值变动收益	101	50	0	0	0
在建工程	12,663	6,589	8,731	10,659	12,972	投资净收益	1,614	303	400	400	400
无形资产	5,343	6,998	6,498	5,998	5,499	其他	65	84	150	150	150
其他	14,429	12,951	6,310	6,310	6,310	<b>营业利润</b>	<b>17,871</b>	<b>22,546</b>	<b>26,428</b>	<b>33,097</b>	<b>40,139</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>41,751</b>	<b>38,967</b>	<b>36,049</b>	<b>40,074</b>	<b>45,243</b>	营业外收入	15	57	48	40	48
<b>资产总计</b>	<b>409,712</b>	<b>457,812</b>	<b>551,199</b>	<b>664,364</b>	<b>797,183</b>	营业外支出	456	346	50	50	50
短期借款	4,182	26,575	16,262	78,743	92,702	<b>利润总额</b>	<b>17,431</b>	<b>22,257</b>	<b>26,425</b>	<b>33,086</b>	<b>40,137</b>
应付票据及应付账款	42,067	45,594	67,983	75,398	91,757	所得税	5,628	7,572	8,192	10,257	12,442
其他	196,346	193,163	273,719	298,993	379,064	<b>净利润</b>	<b>11,803</b>	<b>14,685</b>	<b>18,234</b>	<b>22,830</b>	<b>27,694</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>242,595</b>	<b>265,332</b>	<b>357,964</b>	<b>453,134</b>	<b>563,523</b>	少数股东损益	57	73	91	228	415
长期借款	53,033	48,790	50,969	53,577	57,093	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>11,746</b>	<b>14,612</b>	<b>18,142</b>	<b>22,601</b>	<b>27,279</b>
应付债券	58,076	68,465	58,465	56,465	54,465	每股收益(元)	3.90	4.85	6.02	7.50	9.05
其他	1,292	1,539	1,228	1,228	1,228	<b>主要财务比率</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>112,401</b>	<b>118,794</b>	<b>110,661</b>	<b>111,270</b>	<b>112,786</b>		<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>354,996</b>	<b>384,126</b>	<b>468,625</b>	<b>564,404</b>	<b>676,309</b>	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	10,939	23,650	23,741	23,969	24,385	营业收入	40.5%	25.6%	24.2%	21.2%	21.5%
股本	3,003	3,013	3,013	3,013	3,013	营业利润	38.8%	26.2%	17.2%	25.2%	21.3%
资本公积	1,712	986	1,442	1,442	1,442	归属于母公司净利润	33.8%	24.4%	24.2%	24.6%	20.7%
留存收益	30,280	40,754	54,377	71,536	92,034	<b>获利能力</b>					
其他	8,781	5,283	0	0	0	毛利率	41.6%	43.7%	42.6%	43.7%	43.3%
<b>股东权益合计</b>	<b>54,716</b>	<b>73,686</b>	<b>82,573</b>	<b>99,960</b>	<b>120,874</b>	净利率	14.0%	13.9%	13.9%	14.3%	14.2%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>409,712</b>	<b>457,812</b>	<b>551,199</b>	<b>664,364</b>	<b>797,183</b>	ROE	29.0%	31.2%	33.3%	33.5%	31.6%
<b>现金流量表</b>						ROIC	7.0%	7.6%	9.0%	10.0%	9.9%
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	<b>偿债能力</b>					
净利润	11,803	14,685	18,234	22,830	27,694	资产负债率	86.6%	83.9%	85.0%	85.0%	84.8%
折旧摊销	1,750	2,054	1,331	1,633	2,025	净负债率	161.1%	182.8%	117.2%	150.3%	127.3%
财务费用	963	2,782	4,984	6,532	7,686	流动比率	1.52	1.58	1.44	1.38	1.33
投资损失	(1,614)	(303)	(400)	(400)	(400)	速动比率	0.46	0.48	0.41	0.39	0.38
营运资金变动	(29,494)	(66,396)	26,334	(67,590)	(18,913)	<b>营运能力</b>					
其它	9,164	15,359	651	0	0	应收账款周转率	3.1	2.6	2.7	2.7	2.6
<b>经营活动现金流</b>	<b>(7,428)</b>	<b>(31,819)</b>	<b>51,133</b>	<b>(36,995)</b>	<b>18,092</b>	存货周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
资本支出	(12,174)	1,187	(5,054)	(5,658)	(7,193)	总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
长期投资	365	(935)	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
其他	6,793	1,097	482	1,151	(7)	每股收益	3.90	4.85	6.02	7.50	9.05
<b>投资活动现金流</b>	<b>(5,017)</b>	<b>1,349</b>	<b>(4,573)</b>	<b>(4,507)</b>	<b>(7,200)</b>	每股经营现金流	-2.47	-10.56	16.97	-12.28	6.00
债权融资	36,707	20,815	(17,306)	2,285	3,520	每股净资产	14.53	16.61	19.52	25.22	32.02
股权融资	(1,677)	(716)	456	0	0	<b>估值比率</b>					
其他	(41,521)	5,821	(19,299)	50,506	(507)	市盈率	5.4	4.3	3.5	2.8	2.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(6,490)</b>	<b>25,919</b>	<b>(36,150)</b>	<b>52,791</b>	<b>3,012</b>	市净率	1.4	1.3	1.1	0.8	0.7
汇率变动影响	335	91	-0	-0	-0	EV/EBITDA	10.0	7.5	6.3	5.0	4.1
<b>现金净增加额</b>	<b>(18,600)</b>	<b>(4,461)</b>	<b>10,411</b>	<b>11,289</b>	<b>13,904</b>	EV/EBIT	10.9	8.1	6.6	5.2	4.3

资料来源：东方证券研究所



## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

