

华发股份(600325.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

江宇辉 地产行业首席分析师
 执业编号: S15005220100002
 联系电话: +86 18621759430
 邮箱: jiangyuhui@cindasc.com

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编: 100031

布局核心区域营收增长，逆周期拓展潜力可期

——华发股份(600325.SH) 2022 年年报点评

2023 年 03 月 28 日

本期内容提要:

◆**营收逆势增长，毛利率下降利润承压。**公司 2022 年实现总营收 591.9 亿元，同比增长 15.51%，在行业持续下行的背景下，公司的总营收能够实现逆势增长 15.51% 主要由于公司 2022 年竣工面积持续增加，2022 年竣工面积 660.39 万平，同比增加 5.09%，结算节奏加快。2022 年实现归母净利润 25.78 亿元，同比下降 19.31%，扣非归母净利润 24.17 亿元，同比下降 17.78%。公司净利润下降主要由于：1) 低利润项目进入结算期导致毛利率下降；2) 权益比例下降；3) 计提资产减值 7.6 亿元。随着后续低利润地块结算结束，毛利率有望底部回升，并且公司在上海集中供地中多宗总价较高地块均为 100% 权益拿地，项目权益比有望回升。

◆**销售：销售优于大市，“压舱石”华东区域贡献率提升。**2022 年公司销售面积 401 万平方米，同比下降 14.5%，实现销售金额 1202.41 亿元，同比微降 1.4%，位列百强房企第 18 名，较 2021 年大幅提升 14 位。华东大区表现突出，2022 年实现销售金额 779.09 亿元，同比大幅增长 40.83%，销售占比 64.79%，较 2021 年提升 19.31pct，成为公司业绩的“压舱石”。2023 年 1-2 月，公司实现销售金额 249.76 亿元，同比增长 85.41%，位列百强房企第 8 名，随着行业复苏企稳，公司在 2022 年逆势拿地拓展形成的供给优势有望继续凸显。

◆**拿地：聚焦核心城市核心区域，优质土地资源丰富。**2022 年公司共拿地 22 宗，成交总价 409.5 亿元，同比上升 124.8%，拿地强度由 2021 年 14.9% 上升至 34.1%，其中上海、杭州、成都和珠海都有斩获。公司持有待开发土地计容建筑面积 386.38 万平。我们认为后续市场或将仍然延续城市分化，公司则有望凭借核心区域的丰富土储，受益于供给端分化，实现销售的持续增加。同时公司在 2022 年土地市场遇冷阶段保持拿地节奏，地块利润率情况好转，项目权益比有望增加。

◆**融资：三道红线保持“绿档”，定增募资有望增强资本实力。**2022 年公司强化资金资本运作，有序推进再融资工作，继续维持“三道红线”绿档，公司现存债券规模 359.80 亿元，考虑行权 2022 年内待偿还 155.5 亿元。作为地方龙头国企，公司融资手段丰富、融资渠道通畅，全年公开发行业境内债券超 160 亿元。2022 年 12 月公司发布定增预案募资 60 亿元，预计可以补充 15 亿元流动资金，定增完成后公司总资产和净资产均将有所增加，有望增强公司资本实力、优化资产负债结构，助力公司抓住机遇实现规模增长、提升市场份额。

◆**维持公司“买入”评级。**公司 2022 年竣工项目增加，结算节奏加快，并且公司待结算资源丰富，预计公司业绩有望维持稳定发展，随着毛利率和权益比较低项目逐步结转完成后，利润情况较好项目逐步进入结转，归母净利润有望恢复增长。预计公司 2023-2025 年 EPS 为 1.33/1.50/1.78 元/股，维持“买入”评级。

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	51,241	59,190	64,868	69,889	73,986
同比(%)	0.5%	15.5%	9.6%	7.7%	5.9%
归属母公司净利润	3,195	2,578	2,807	3,169	3,769
同比(%)	10.1%	-19.3%	8.9%	12.9%	18.9%
毛利率(%)	25.8%	20.2%	21.0%	21.4%	21.6%
ROE(%)	15.3%	13.1%	13.1%	13.5%	14.6%
EPS(摊薄)(元)	1.51	1.22	1.33	1.50	1.78
P/E	7.24	8.97	8.24	7.29	6.13
P/B	1.11	1.17	1.08	0.99	0.90

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 03 月 27 日收盘价

目录

1 营收逆势增长，毛利率下降利润承压	3
2 销售：销售优于大市，“压舱石”华东区域贡献率提升	4
3 拿地：聚焦核心城市核心区域，优质土地资源丰富	5
4 融资：三道红线保持“绿档”，定增募资有望增强资本实力	6
预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.33/1.50/1.78 元/股，维持“买入”评级	7
风险因素	7

图表目录

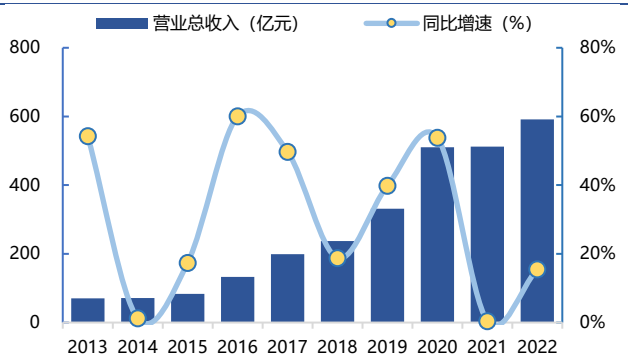
图表 1：公司营业收入及同比增速	3
图表 2：公司归母净利润及同比增速	3
图表 3：公司毛利率及净利率	3
图表 4：公司各项费用率	3
图表 5：公司合约销售金额及同比增速	4
图表 6：公司合约销售面积及同比增速	4
图表 7：公司各区域合约销售金额（亿元）	4
图表 8：公司合约销售金额区域结构	4
图表 9：公司 2022 年新增土地金额分布	5
图表 10：公司待开发土地城市分布	5
图表 11：公司三道红线情况	6
图表 12：公司到期债务金额分布（亿元）	6

1 营收逆势增长，毛利率下降利润承压

竣工项目增加，总营收逆势增长。公司 2022 年实现总营收 591.9 亿元，同比增长 15.51%，在行业持续下行的背景下，公司的总营收能够实现逆势增长 15.51% 主要由于公司 2022 年竣工面积持续增加，2022 年竣工面积 660.39 万平，同比增加 5.09%，结算节奏加快。截止 2022 年末，公司预收楼款达 871.64 亿元，较年初增加 27.99%，待结算资源丰富，后续业绩有望持续释放。

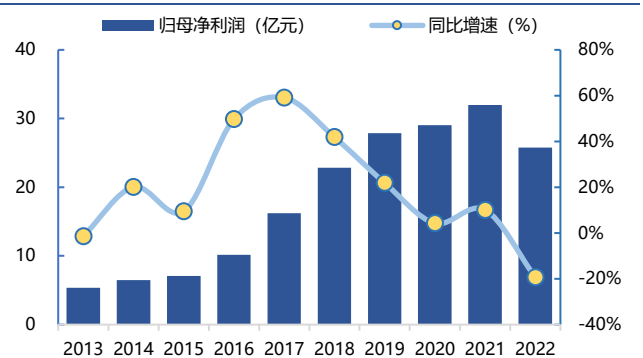
毛利率下行、权益比下降叠加计提减值，归母净利润承压下降。实现归母净利润 25.78 亿元，同比下降 19.31%，扣非归母净利润 24.17 亿元，同比下降 17.78%。公司净利润下降主要由于：**1) 毛利率承压：**受到此前获取利润较低地块进入结算周期影响，公司 2022 年房地产开发毛利率 20.25%，同比下降 5.37pct，为近年最低点，其中主要受到结算收入占比较高的华南地区毛利率大幅下降 12.62pct 影响，但华东及华中地区毛利率较 2021 年提升 3.88pct，利润水平有所改善。**2) 权益比例下降：**受到 2022 年结算项目权益比下降的影响，公司的少数股东损益占比提升 13.8pct 至 45.5%。**3) 计提减值：**公司 2022 年计提资产减值损失 7.6 亿元，较 2021 年大幅提升。我们认为随着公司低利润地块结算结束，同时利润水平较好的华东地区结算收入占比增加，公司毛利率有望底部回升，并且公司在上海集中供地中多宗总价较高地块均为 100% 权益拿地，项目权益比有望回升。

图表 1：公司营业收入及同比增速



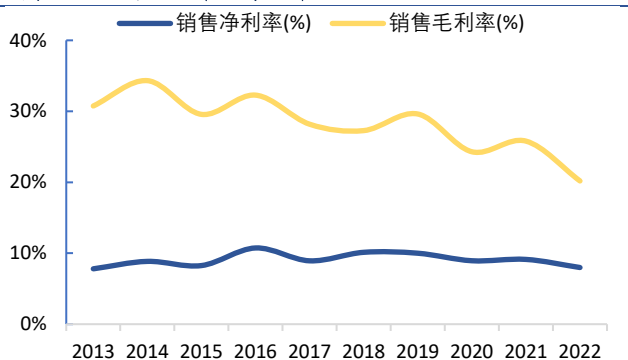
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 2：公司归母净利润及同比增速



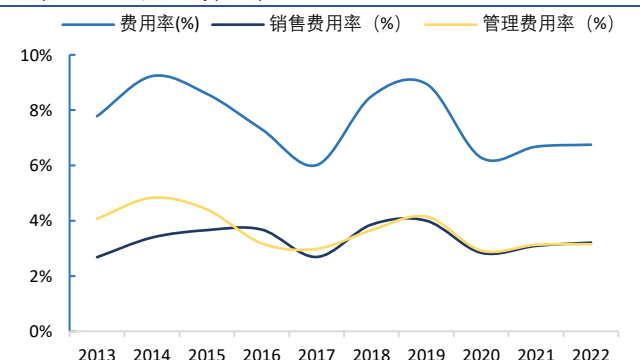
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 3：公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 4：公司各项费用率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

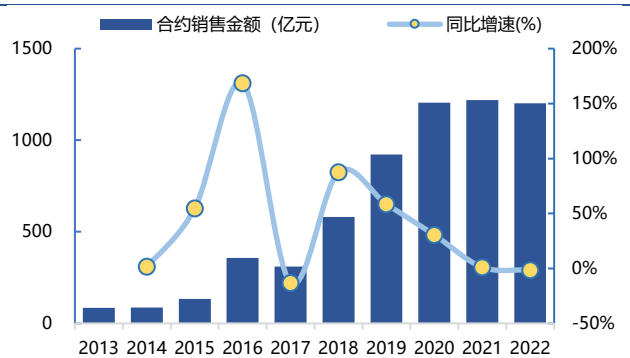
2 销售：销售优于大市，“压舱石”华东区域贡献率提升

销售表现优异，排名大幅提升。2022 年公司销售面积 401 万平方米，同比下降 14.5%，实现销售金额 1202.41 亿元，同比微降 1.4%，根据克尔瑞数据，行业 TOP30 房企 22 年平均销售同比增速为 31.3%，公司表现优于大势，在 2022 年行业大幅下行的背景下，1.4%的微降在 TOP30 房企内表现优异。公司全口径销售金额位列克尔瑞百强房企第 18 名，较 2021 年大幅提升 14 位，跻身 TOP20 行列，行业地位进一步提升。

“压舱石”华东区域贡献率提升，积极发力上海，市场认可度较高。2022 年公司“4+1”业务格局不断夯实，其中华东大区表现突出，2022 年实现销售金额 779.09 亿元，同比大幅增长 40.83%，销售占比 64.79%，较 2021 年提升 19.31pct，成为公司业绩的“压舱石”。其中根据克尔瑞公司在上海的单城销售金额 297.46 亿元，同比增长 235.28%，单城销售贡献率达到 24.7%，较 2021 年的 7.28% 有明显提升，市场认可度较高。珠海大区 2022 年实现销售金额 181.09 亿元，销售占比 15.06%，仍然稳居珠海龙头地位；华南大区全年完成销售 166.85 亿元，销售占比 13.88%；北方大区全年完成销售 39.37 亿元，销售占比 3.27%；北京区域全年完成销售 36.01 亿元，销售占比 3.00%。

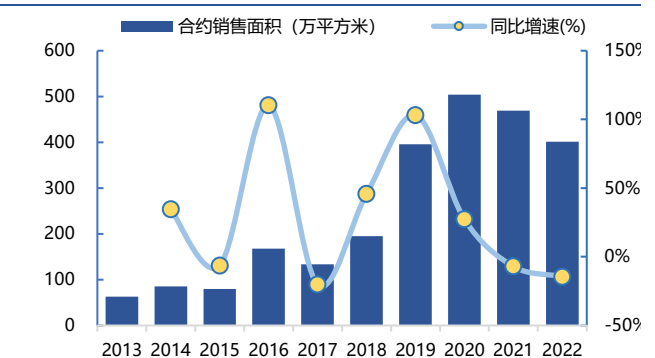
2023 年 1-2 月，公司实现销售金额 249.76 亿元，同比增长 85.41%；实现销售面积 89.61 万平方米，同比增长 131.21%。我们根据公司在建和待建项目测算，公司在上海、杭州、武汉、广州等市场热度较好的城市均有丰富可售资源，随着行业逐步企稳复苏，公司在 2022 年逆势拿地拓展形成的供给优势有望继续凸显，特别是公司 2022 年在上海积极布局拿地，受益于上海市场热度较好，上海区域的贡献率有望进一步提升。

图表 5：公司合约销售金额及同比增速



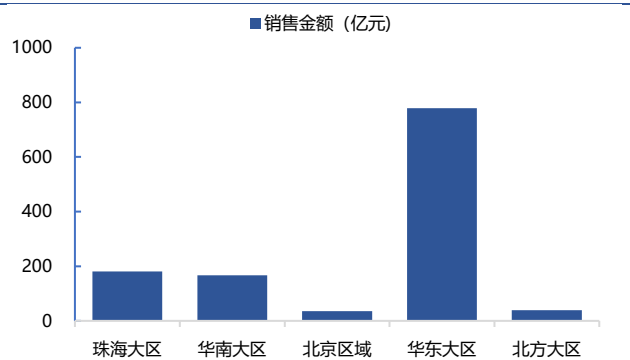
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 6：公司合约销售面积及同比增速



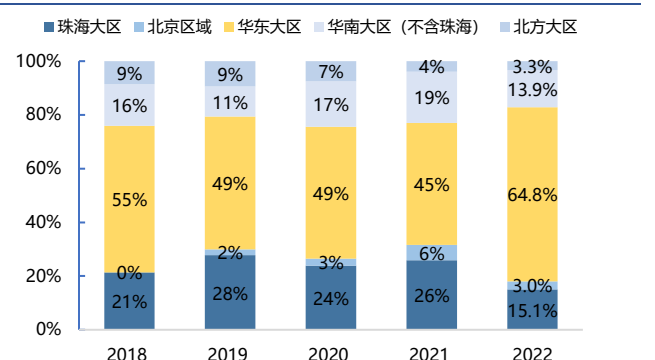
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 7：公司各区域合约销售金额 (亿元)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 8：公司合约销售金额区域结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

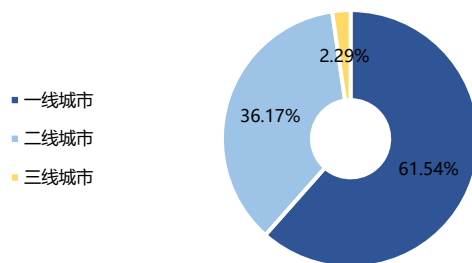
3 拿地：聚焦核心城市核心区域，优质土地资源丰富

坚持聚焦核心城市优质地段，加大核心城市拿地力度。2022 年以来公司保持拿地节奏，根据克而瑞数据，2022 年公司共拿地 22 宗，成交总价 409.5 亿元，同比上升 124.8%，规划建面 187.0 万平，同比增长 30.4%，拿地强度由 2021 年 14.9% 上升至 34.1%，其中公司 2022 年提高在高能级核心城市的拿地力度，在上海、杭州、成都和珠海都有斩获，一线/二线/三线城市新增土储规划建面占比分别为 31.46%/60.34%/8.20%，拿地金额占比分别为 61.54%/36.17%/2.29%，其中公司 2022 年在上海权益拿地金额 219.09 亿元，位列上海权益拿地金额榜单第一名。

优质土储资源充足，后续有望率先受益于市场复苏。根据公司 2022 年报披露，公司持有待开发土地计容建筑面积 386.38 万平，待开发土储下降主要由于公司 2022 年新增的多个地块已经在当年年内实现开工，例如上海的 4 宗地块：上海浦锦一号项目、上海浦锦二号项目、上海宝山顾村项目、上海唐镇项目等。根据公司待开发项目和在建项目测算，我们预计公司 2023 年新推货值约为 2518 亿元，其中一二线城市占比 87.7%，可推售资源丰富，我们认为后续市场或将仍然延续城市分化，公司则有望凭借丰富的核心区域可售资源受益于供给端分化，实现销售的持续增加。同时公司在 2022 年土地市场遇冷阶段保持拿地节奏，地块利润率情况好转，并且公司在上海集中供地中多宗总价较高地块均为 100% 权益拿地，项目权益比有望增加。

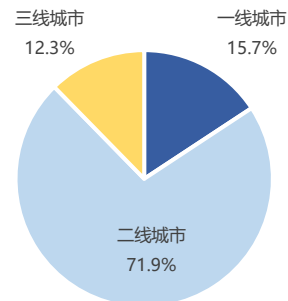
公司未来仍将围绕核心城市核心区域拓展。近期公司在成都获得一宗位于金牛区的住宅用地，体现公司在 2023 年仍然坚持以核心城市核心区域拓展为主，积极寻找市场机遇，发力高能级城市投资布局。

图表 9：公司 2022 年新增土地金额分布



资料来源：克尔瑞，信达证券研发中心

图表 10：公司 2023 年新推货值测算占比



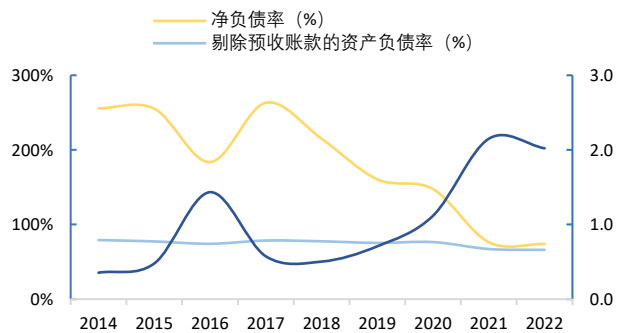
资料来源：公司公告，信达证券研发中心测算

4 融资：三道红线保持“绿档”，定增募资有望增强资本实力

三道红线保持“绿档”，融资渠道保持通畅。2022 年公司强化资金资本运作，有序推进再融资工作，合理铺排融资计划，保证经营现金流充裕，继续维持“三道红线”绿档，公司财报口径净负债率为 73.8%，剔除预收账款的资产负债率为 66.0%，现金短债比为 2.02 倍。公司现存债券规模 359.80 亿元，考虑行权 2022 年内待偿还 155.5 亿元。作为地方龙头国企，公司融资手段丰富、融资渠道通畅，全年公开发行境内债券超 160 亿元；成功进入租赁住房类 REITs 百亿储架规模队列，存续份额位居市场前列；积极响应证监会支持房地产市场平稳健康发展的“新五条”政策，成为首批启动向特定对象发行 A 股股票的房地产公司之一。

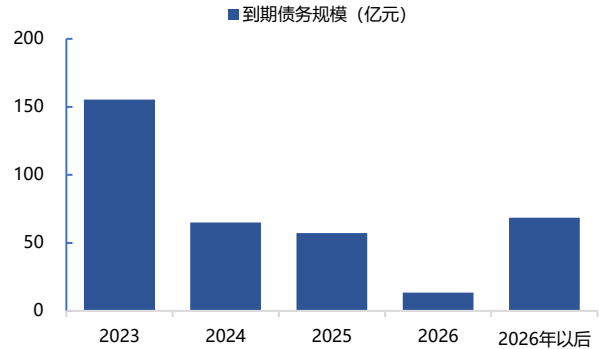
定增募资增强资本实力，收购核心资产化解合作风险。2022 年 12 月公司发布定增预案募资 60 亿元，目前定增申请已获上交所受理，资金预计 45 亿元用于郑州华发峰景花园项目、南京燕子矶 G82 项目、湛江华发新城市南（北）花园项目和绍兴金融活力城项目四个项目，15 亿元用于补充流动资金，定增完成后不仅能够改善公司现金流状况、增加稳健经营能力，也能在不突破“三道红线”的前提下为公司未来有息负债增长释放空间，我们预计定增后现金短债比达到 2.25 倍，资产负债率降至 64.8%，剔除预售款资产负债率降至 64.5%，助力公司抓住机遇实现规模增长、提升市场份额。此外，本次定增公司控股股东华发集团拟参与认购金额不超过 30 亿元，且认购数量不低于本次非公开发行实际发行数量的 28.49%，我们认为此次定增发行后控股股东华发集团的持股比例有望提升，公司国资背景得以强化，有望为公司带来更多的协同受益空间。

图表 11：公司三道红线情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 12：公司到期债务金额分布（亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心
注：债券到期金额考虑行权

预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.33/1.50/1.78 元/股，维持“买入”评级

公司 2022 年保持拿地节奏，新增拿地面积主要位于上海、杭州、珠海等城市能级较高的城市，一方面高能级城市市场保持较好热度，能够维持相对更好的去化和流速，保障公司销售稳定性，另一方面公司在这些核心城市的货值充裕，有望受益于供给端分化实现销售持续增加。公司 2022 年竣工项目增加，结算节奏加快，并且公司待结算资源丰富，预计公司业绩有望维持稳定发展，因此我们预计公司 2023 年-2025 年房地产业务增速分别为 10%/8%/6%；毛利率方面，随着公司低利润率项目逐步结转完成，以及利润水平较好的华东区域结算占比提升，我们预计 2023 年-2025 年房地产业务毛利率水平分别为 21%/21.5%/21.7%。其他业务收入和毛利率保持稳定。

我们预计公司 2023-2025 年 EPS 为 1.33/1.50/1.78 元/股，3 月 27 日股价对应 2023-2025 年 PE 估值分别为 8.24/7.29 /6.13 倍，维持“买入”评级。

图表 13: 公司分业务盈利预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
房地产						
收入 (亿元)	481.11	485.99	567.84	624.62	674.59	715.07
YoY (%)	51.6%	1.0%	16.8%	10.0%	8.0%	6.0%
成本 (亿元)	359.92	361.52	452.88	493.45	529.56	559.90
毛利 (亿元)	121.20	124.47	114.96	131.17	145.04	155.17
毛利率(%)	25.2%	25.6%	20.2%	21.00%	21.50%	21.70%
其他业务						
收入 (亿元)	28.95	26.42	24.06	24.06	24.30	24.79
YoY (%)	105%	-8.7%	-8.9%	0.0%	1.0%	2.0%
成本 (亿元)	26.19	18.68	19.55	19.25	19.44	19.83
毛利 (亿元)	2.76	7.74	4.51	4.81	4.86	4.96
毛利率(%)	9.5%	29.3%	18.7%	20%	20%	20%
综合						
收入 (亿元)	510.06	512.41	591.90	648.68	698.89	739.86
YoY (%)	53.87%	0.5%	15.5%	9.6%	7.7%	5.9%
成本 (亿元)	386.11	380.20	472.43	512.70	549.00	579.73
毛利 (亿元)	123.96	132.21	119.47	135.98	149.90	160.13
毛利率(%)	24.3%	25.8%	20.2%	21.0%	21.4%	21.6%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心测算

风险因素

政策风险: 房地产调控政策收紧或放松不及预期。

市场风险: 地产行业销售下行幅度超预期。

业务风险: 公司房地产销售不及预期

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	350,880	372,079	381,241	359,915
货币资金	52,832	72,732	103,597	69,296
应收票据	4	4	4	4
应收账款	883	558	607	626
预付账款	3,422	4,512	4,392	4,058
存货	243,544	234,976	204,220	208,030
其他	50,195	59,299	68,422	77,901
非流动资产	51,811	62,839	73,154	110,353
长期股权投资	25,217	32,217	39,217	46,217
固定资产(合计)	2,892	3,199	3,505	3,760
无形资产	494	644	788	922
其他	23,207	26,779	29,644	59,454
资产总计	402,691	434,918	454,395	470,268
流动负债	173,763	195,500	207,695	216,788
短期借款	35	835	1,335	1,835
应付票据	729	837	993	617
应付账款	33,302	35,058	32,042	32,373
其他	139,696	158,770	173,326	181,963
非流动负债	119,479	125,764	128,464	129,964
长期借款	82,584	86,584	88,584	89,584
其他	36,894	39,179	39,879	40,379
负债合计	293,242	321,264	336,159	346,751
少数股东权益	89,707	92,196	94,809	97,720
归属母公司股东权益	19,743	21,458	23,428	25,797
负债和股东权益	402,691	434,918	454,395	470,268

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	59,190	64,868	69,889	73,986
同比(%)	15.5%	9.6%	7.7%	5.9%
归属母公司净利润	2,578	2,807	3,169	3,769
同比(%)	-19.3%	8.9%	12.9%	18.9%
毛利率(%)	20.2%	21.0%	21.4%	21.6%
ROE%	13.1%	13.1%	13.5%	14.6%
EPS(摊薄)(元)	1.22	1.33	1.50	1.78
P/E	8.97	8.24	7.29	6.13
P/B	1.17	1.08	0.99	0.90
EV/EBITDA	18.87	12.94	9.69	14.58

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	59,190	64,868	69,889	73,986
营业成本	47,243	51,270	54,900	57,973
营业税金及附加	2,610	2,919	3,494	3,699
销售费用	1,900	1,946	2,446	2,589
管理费用	1,758	1,946	2,097	2,220
研发费用	108	117	126	148
财务费用	229	330	-110	-841
减值损失合计	-760	-1	-1	-1
投资净收益	1,538	714	769	740
其他	129	39	35	30
营业利润	6,249	7,092	7,740	8,966
营业外收支	34	-30	-30	-60
利润总额	6,283	7,062	7,710	8,907
所得税	1,557	1,766	1,927	2,227
净利润	4,726	5,297	5,782	6,680
少数股东损益	2,148	2,489	2,660	3,006
归属母公司净利润	2,578	2,807	3,169	3,769
EBITDA	5,224	7,135	7,299	7,839
EPS(基本)(元)	1.12	1.33	1.50	1.78

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	38,344	20,644	34,498	-3,487
净利润	4,726	5,297	5,782	6,680
折旧摊销	458	425	438	453
财务费用	618	1,651	1,708	1,748
投资损失	-235	-1,510	-714	-769
营运资金变动	33,622	14,563	27,308	-11,690
其它	430	-579	31	61
投资活动现金流	-46,530	-10,160	-10,014	-36,972
资本支出	-30,705	-824	-782	-712
长期投资	-18,229	-10,000	-10,000	-37,000
其他	2,405	664	769	740
筹资活动现金流	11,001	9,712	6,381	6,158
吸收投资	13,911	0	0	0
借款	95,411	4,800	2,500	1,500
支付利息或股息	-10,003	-2,451	-2,908	-3,148
现金流净增加额	2,818	20,196	30,865	-34,301

研究团队简介

江宇辉，信达证券房地产行业首席分析师，中南财经政法大学管理学学士，上海财经大学金融硕士，从事地产行业研究六年，先后供职于中信建投证券、中梁地产集团。曾获 2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名,2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名,2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。