

日期: 2013年2月25日

行业: 房地产行业



舒廷飞

021-53519888-1972

henry.shu@126.com

执业证书编号: S0870512080001

## 受益韩国三星落户 土储打开升值空间

——天地源调研报告

## 基本数据 (Y2012Q3)

报告日股价 (元)	4.19
12mth A 股价格区间 (元)	3.25/5.22
总股本 (亿股)	8.64
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	35.9
每股净资产 (元)	2.46
PBR (X)	1.71

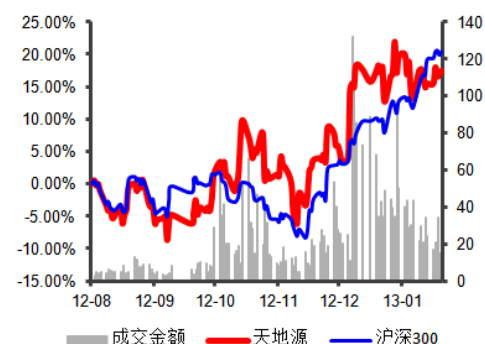
## 主要股东 (Y2012H1)

西安高新技术产业开发区房地	56.52%
上投摩根中国优势证券投资基	3.67%
诺安股票证券投资基金	2.07%
安信证券股份有限公司客户信	0.21%
长城证券有限责任公司客户信	0.19%

## 收入结构 (Y2012H1)

房地产业收入	95.89%
物业管理服务	3.17%
其它(行业)	0.94%

## 最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: STF13-CI02

相关报告: 受益韩国三星落户 土储打开升值空间

首次报告日期: 2013/2/24

## 主要观点

## 借力西安高新区 保持快速成长

公司实际控制人西安高科(集团)是与西安高新区管委会在“一套人马、两块牌子”下的大型国企,公司是(集团)旗下的地产上市平台,公司控股股东高新地产是西安高新区下属从事城市配套和基础设施建设的载体;高科集团内部地产公司间同业竞争问题正有序推进。

## 完善文化地产体系 推进快周转和股权合作

坚持“立足西安、巩固上海、壮大深圳、发展天津”战略,截至 2012 年底,预计拥有权益建面约 100 万平方米,土地储备约 140 万平方米(不含良家滩);公司还在产品营销、物业、品牌和施工中融入文化元素,提升溢价空间;完善三大产品线和开放股权合作,加快项目周转。

## 受益韩国三星落户高新区 土地储备打开升值空间

2012 年韩国三星落户西安高新区,成为西部最大外商投资高新技术项目,并吸引 160 余家配套企业入驻。高科集团和公司有望分享韩国三星配套设施和土地整理机遇,尤其是今年市府重点项目良家滩(20 平方公里)将提速;公司还有望从集团参与一级开发的灞桥科技园、新城区幸福路等项目抢占二级开发先机,打开土地储备升值空间。

## 投资建议

公司项目集中在楼市泡沫较小的西安等二线城市,受益区域经济高速增长、人口流入和韩国三星落户等制度红利;近期公司积极创新资本运营,完善多元化融资渠道,开放股权合作,加快周转,预计公司 2012-2014 年结算收入将提速,有望实现 14%、33%和 35%的增长,对应 EPS 分别为:0.36 元/0.47 元/0.62 元,对应动态 PE 为 11X/9X/7X。中期,高科集团还将继续推进内部地产公司间同业竞争问题。综合考虑,我们建议给予公司“跑赢大市”评级。

## 数据预测及估值

至 12 月 31 日 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2343	2673	3561	4839
年增长率 (%)	14.3%	14.1%	33.2%	35.9%
归属于母公司的净利润	228	311	404	532
年增长率 (%)	20.21%	36.69%	29.59%	31.81%
每股收益摊薄 (元)	0.26	0.36	0.47	0.62
PER (X)	15.44	11.32	8.73	6.63
PB (X)	1.81	1.57	1.33	1.11

数据来源:公司公告,上海证券预测,股价截至 2013/2/20, 4.19 元

## 一、借力西安高新区 保持快速成长

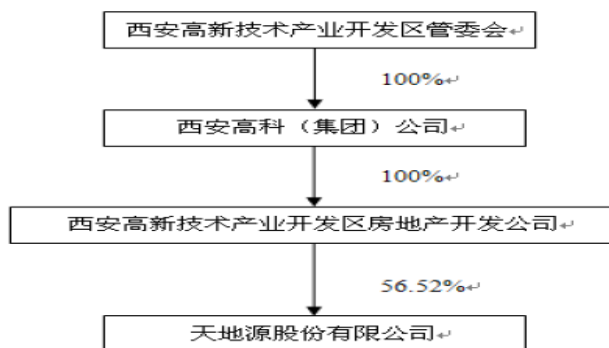
### ■ 实际控制人是依托西安高新区管委会的大型国企集团

公司实际控制人——西安高科（集团）成立于1992年，是与西安高新区管委会在“一套人马、两块牌子”下的大型国企，高科集团已发展成为“以房地产开发和城市基础设施建设为主业、以现代制造业和区域服务业为两翼”，总资产超过二百亿元的大型现代企业集团。目前，高科集团旗下共有高新地产、天地源、紫薇地产、高科房产、高科幕墙门窗、高科新达、高科物流、新纪元俱乐部、高科度假大酒店、高科园林等16个全资、控股的直属公司及直属项目部。

### ■ 公司是西北地区房地产开发龙头之一

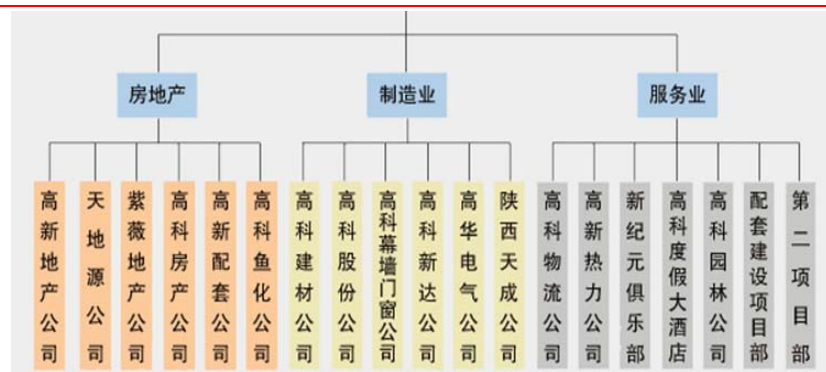
2003年9月，经国家财政部和证监会批准，西安高新技术产业开发区房地产开发公司成功收购宝钢集团上海五钢有限公司持有的上海沪昌特殊钢股份有限公司68.25%的股份，顺利完成了公司重大资产重组，并更名为天地源股份有限公司。天地源作为西安高科（集团）公司旗下的上市公司，具有房地产开发一级资质。

图1 公司大股东和实际控制人情况



数据来源：公司年报，上海证券研究所整理

图2 高科集团内部产业架构



数据来源：高科集团主页，上海证券研究所整理

## 二、立足西安、巩固上海、壮大深圳、发展天津

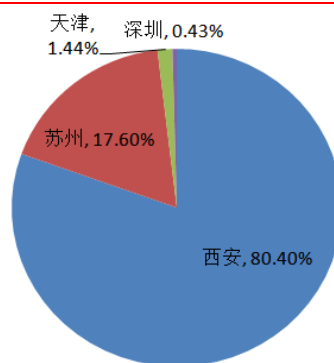
公司按照“立足西安、巩固上海、壮大深圳、发展天津”主业发展战略，初步形成了以西安为中心的西部市场、以苏州为中心的长三角市场、以天津为中心的环渤海市场以及以深圳为中心的珠三角市场的全国性战略布局；形成了从房地产开发、销售、物业经营、物业管理到不动产代理的环形产业链。

### ■ 项目规划建面约100万方，已签约土地储备约140万方

截至2012年底，我们估计公司拥有权益建筑面积约100万平方米，现有土地储备约140万平方米（不含良家滩项目）。另外公司还极有希望从高科集团参与一级开发的灞桥科技园（20平方公里）、新城区幸福路等项目中，获得招拍挂拿地的优势。

截至2012年6月底，公司结算项目主要集中在西安、苏州、天津和深圳，其中西安占比约80%，苏州占比近17%。

图3 公司2012年中报结算收入区域分布



数据来源：公司公告，上海证券研究所

### ■ 强调“快周转和股权合作”

公司产品线分为新中式，现代和简欧，其中“新中式”的户型以大三房为主，面积偏大，适合改善需求，代表产品有曲江华府、兰亭坊和水墨三十度；“现代”的户型项目以多层和高层小高层为主；“简欧”产品线是以欧式建筑为基础，容积率略低，代表产品是欧筑1898。在三条产品线中又根据园林、户型、部品、外立面、公共装修等要素细分成高、中、低档产品线对应。成熟的产品线缩短了设计和施工时间，有助于提高周转率。

公司目前产品定位以刚需和首改为主，强调“快周转和股权合作”。目前公司基本能做到拿地后半年开工、一年开盘；未来开盘时间还将逐渐缩短至9个月；公司还通过开发股权合作，获得西安曲江300亩土地储备。

## ■ 完善文化地产体系 提升产品溢价空间

公司坚持文化地产的核心理念，培育项目文化氛围，在产品营销、物业服务、品牌和施工中融入地方历史文化元素，以文化为特色，突出项目的差异性，提升楼盘的溢价空间。以西安的丹轩坊项目为例，其浓厚的文化建筑氛围获得了比周边项目近20%的高溢价。

表1 公司在售和已售项目概况

项目名称	性质	预计项目进度	权益	规划建面	预计售价
			(%)	(万平)	(元/平)
惠州天地源御湾	别墅/住宅	地上施工：2013-1	50%	30.0	8,300
苏州平江怡景	住宅	竣工：2013-06	72.7%	13.6	14,000
天津欧筑 1898	住宅	竣工：2013-12-30；2012/8 月/11 月两次开盘	100%	29.6	4,900
西安兰亭坊	住宅	竣工：2012-12-30	100%	16.0	15,000
西安枫林意树 2 期	住宅	竣工：2012-5-30	100%	33.4	9,400
西安丹轩坊 B 地块	住宅	竣工时间：2014-12-31；10 月推 560 余套金额约 7.8 亿元	100%	17.5	12,000
西安丹轩坊 A 地块	住宅	-	100%	22.5	
世家星城	住宅	-			
天津津九轩	住宅	竣工：2011-01-01	100%	11.0	7,415
苏州水墨三十度	住宅	竣工：2011-07-01	72.7%	40.0	13,000

数据来源：公司公告、上海证券研究所预测

## ■ 2012-2013年营收有望实现15%和30%的增长

我们预计 2012 年公司可转收入约 26.5 亿元，同比增长 15%。2012 年结算的包括：西安兰亭坊（可售面积约 13 万方）、西安枫林意树 2 期（27 万方）。

预计 2013 年可售资源包括：惠州天地源御湾（24 万方）、苏州平江怡景（10.9 万方）、天津欧筑 1898（约 23 万方）、西安丹轩坊 B 地块（14 万方）。

预计 2013 年可结算收入约 34.5 亿元，比 2012 年同比增长近 30%。主要有：惠州天地源御湾（约 8 亿元）、苏州平江怡景（15 亿元）、天津欧筑 1898（约 11 亿元）等。

### 三、受益韩国三星落户高新区 土地储备增值

公司稳步推动土地储备,截至 2012 年底已签土地储备超过 100 万方,2012 年分别在苏州和西安曲江拿地 25 万方和 300 亩(规划建筑面积 55 万方),并在宝鸡通过股权合作方式拿地 7 万方(规划建面 25 万方)。公司实际控制人高科集团是西安市土地一级开发的主要承担者,尤其在高新区居于主导地位。集团承担了灞桥科技园 20 平方公里和新城区(幸福路)、良家滩等项目的一级开发,预计公司未来通过招拍挂拿地上将抢占先机。

表 2 已签约土地储备超过 100 万平米

项目名称	性质	拿地时间	权益	占地面积	规划建面
			(%)	(万平米)	(万平米)
苏园土挂(2012)13 号	住宅/商服	2012/12/10	72.7%	12.3	24.6
GXII-(7)-4-4 号	商业-停车场	2011/9/16	100.0%	0.6	0.4
西安曲江新区 300 亩:					
QJ8-5-1	住宅/商业	2012/6/14	100.0%	7.2	21.5
QJ8-2-2	住宅/商业	2012/6/14	100.0%	9.7	29.2
QJ8-2-3	住宅/商业	2012/6/14	100.0%	3.2	5.1
宝市招拍挂字[2012]22	住宅	2012/12/29	60.0%	7.0	24.7
<b>潜在土地资源</b>					
灞桥科技园		集团一级开发		2000	
新城区(幸福路)		集团一级开发		-	
良家滩		公司参股		2000-	

数据来源:公司公告、上海证券研究所

#### ■ 受益三星电子落户西安高新区 良家滩开发前景看好

另外,公司实际控制人高科集团和天地源有望分享三星电子配套设施和土地整理机遇。2012 年 4 月 10 日,韩国三星电子存储芯片项目最终决定落户陕西省西安高新区。本项目预计一期投资 70 亿美元,2013 年底达产后,每月可生产芯片 10 万片,可聚集 160 余家配套企业入驻,将解决万余人就业,成为我国西部地区目前引进的最大外商投资高新技术项目。西安三星电子项目占地 5000 多亩,从属于高新区“珍珠战略”规划的西太路沿线商务区。二期规划建“三星城”9 平方公里(约合 12500 亩),预计 2013 年底正式投产。无疑将带动西安市新一代信息技术产业的快速发展和创新高地建设,发挥关天经济区龙头城市经济辐射和带动作用,同时将带动周边商业和住房等配套设施的建设,有力地推动大西安的城市化建设以及城镇化建设。

毗邻韩国三星电子项目,公司参股的良家滩国际区项目占地约 20 平



方公里，是政府 2013 年重点项目，预计总投资 300 亿元，由天地源控股的公司西安高科负责项目的一级土地开发。该项目隶属于西安市政府常务会议审议通过的《沣河流域综合保护利用规划》，拟将位于高新区沣河中部、紧邻西汉高速的良家滩打造成为一流的国际商务区。

图 4 西安高新区区位



数据来源：搜房网、上海证券研究所

图 5 良家滩国际区项目和三星电子项目区位

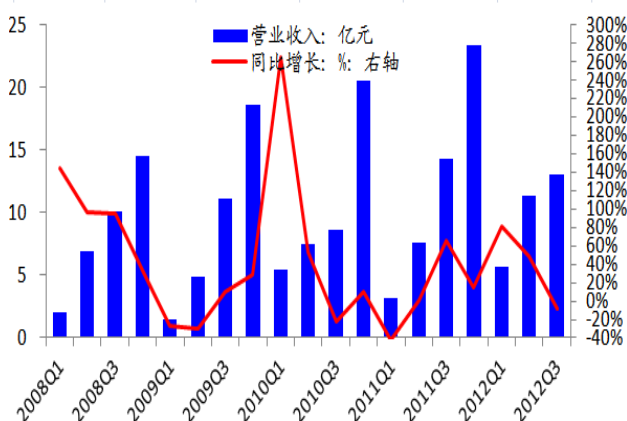


数据来源：搜房网、上海证券研究所

## 四、去年业绩增速见底 今年面临稳步回升

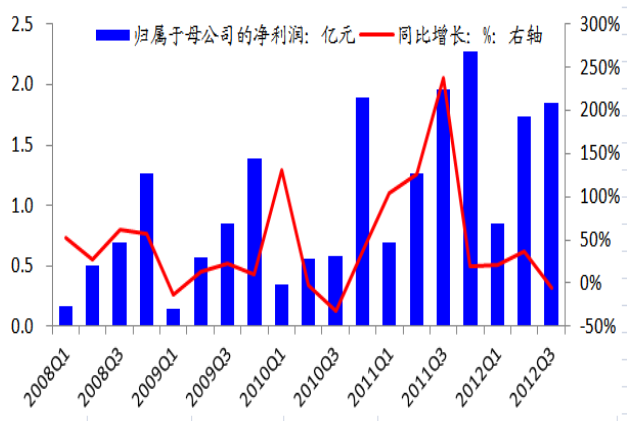
截至 2012 年三季度，公司实现营业收入和归属于母公司净利润分别为 13.04 亿元和 1.85 亿元，同比下降 9.03% 和 5.49%，实现每股收益 0.21 元。预收账款达 26.1 亿元。截至三季度末，公司现金/（短借+一年内到期的非流动性负债）比率为 64.2%，净负债率 72.1%，显示公司偿债压力较大。公司毛利率为 39.6% 保持基本稳定，（2012Q3 营收+预收账款）/2011 年营收的比率约 167%，业绩锁定情况较好。

图 6 2012Q3 营收 13.04 亿元，下降 9.03%



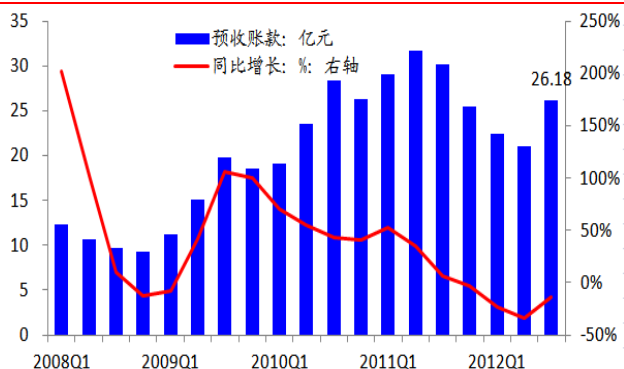
数据来源：Wind、上海证券研究所

图 7 2012Q3 归属于母公司净利润 1.85 亿，下滑 5.49%



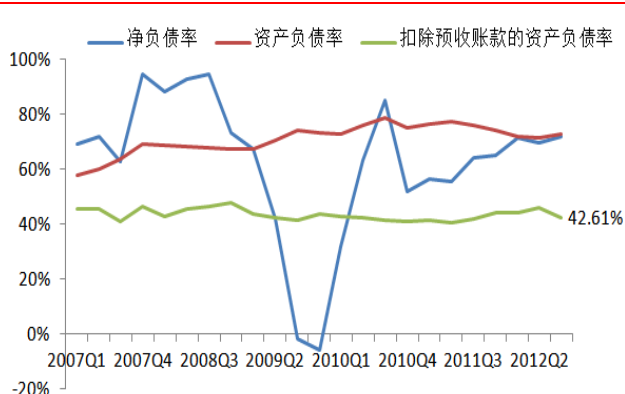
数据来源：Wind、上海证券研究所

图 8 2012Q3 预收账款 26.1 亿，比年初增长 2%



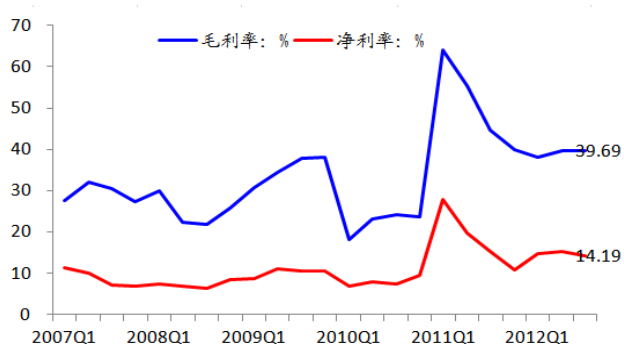
数据来源: Wind、上海证券研究所

图 9 2012Q3 净负债率和真实负债率为 72%和 42%



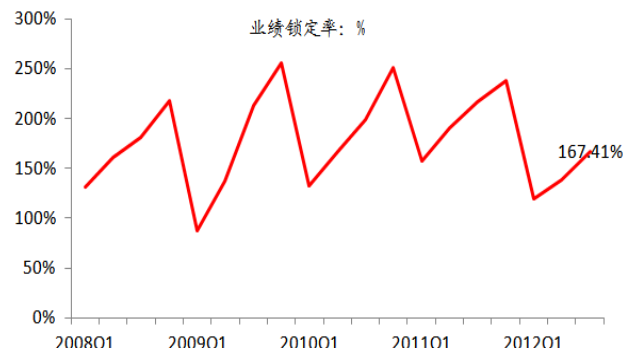
数据来源: Wind、上海证券研究所

图 10 2012Q3 毛利率和净利润率分别为 39.6%和 14.1%



数据来源: Wind、上海证券研究所

图 11 2012Q3 (营业收入+预收账款)/2011 年营收=167%



数据来源: Wind、上海证券研究所

## 五、立足西安 受益新型城镇化主线

据报道，全国城镇化规划草案已经基本成型，拟定了新型城镇化的六大指导原则：

第一，体现以人为本的理念，着力提高人口城镇化水平，降低城镇准入门槛。

第二，坚持城乡统筹，把推进城镇化和工业化、农业现代化紧密结合，以工促农、以城带乡，实现城乡经济一体化发展。

第三，合理调整优化城市群格局，促进人口分布、经济布局与资源环境相协调。

第四，以大带小，把大中城市和小城镇联接起来共同发展。

第五，集约高效，合理控制建设用地规模，合理设置城镇建设标准。

第六，完善城镇的功能，改善人居环境、基础设施和公共服务。

未来几年我国将逐步把符合条件的农村转移人口转为城镇居民,在北京、上海、广州等特大城市控制人口规模的同时,大城市将继续发挥吸纳外来人口的作用,中小城市和小城镇则将放宽落户条件。

公司项目集中在西安、苏州和天津等地,未来将受益于外来人口的流入和城镇落户条件的放宽。

### ■ 西安楼市总体健康 仍有向上空间

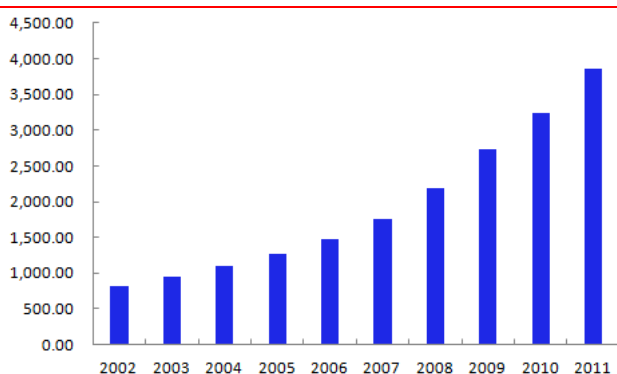
西安 2011-2012 年商品房成交面积分别为 1086 万平米和 1188 万平米,同比增长 9%。2012 年住宅成交 973 万方,商业 106 万方、办公楼成交 65 万方。2012 年西安商业和办公楼均价约 7580 元/平米,住宅均价约 6587 元/平米。

截至 2012 年底网签数据,西安商品房名义库存约 1700 万方,其中 800 万方为固定数,预计西安楼市实际库存约 800 万方。预计 2013 年西安商品房成交量有望在 1200 万方左右,粗略估算出清周期在 7 个月左右,考虑到西安新增土地供给平稳,西安楼市的风险不大。

### ■ 西安经济、居民收入和储蓄增长增速较快

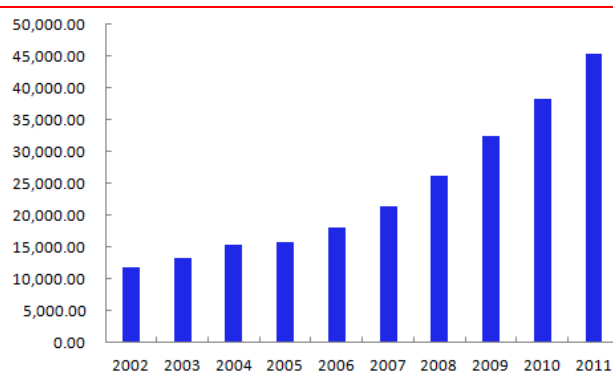
西部大开发战略实施以来,西安经济增长连续 8 年保持了 15% 以上的速度。2011 年全市生产总值达到 3864 亿元,增长 19.2 %。人均 GDP 也从 2008 年的 26259 元增加到 2011 年 45475 元,增长率达到 73.18%。2011 年人均可支配收入是 2002 年的三倍,达到 25981 元。

图 12 2011 年西安市 GDP 总量达到 3864 亿元



数据来源: Wind、上海证券研究所

图 13 近十年 西安市人均 GDP 增速高于全国平均

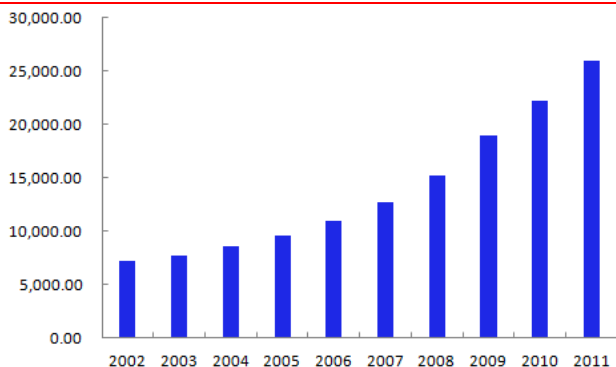


数据来源: Wind、上海证券研究所

西安今年来经济的高速发展带来当地可支配收入提高和银行储蓄存款的增长,过去十年,西安市人均可支配收入由 7184 元上升到 25981 元,增幅达 260%,收入的增加有效的提高了居民的生活水平和购买能。

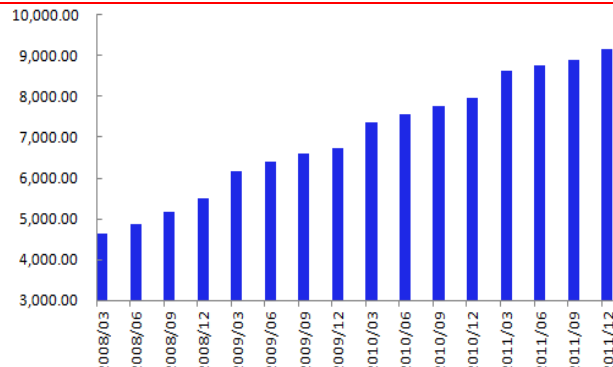


图 14 2011 年西安市人均可支配收入达到 25981 元



数据来源: Wind、上海证券研究所

图 15 西安市城乡居民储蓄存款余额不断增加

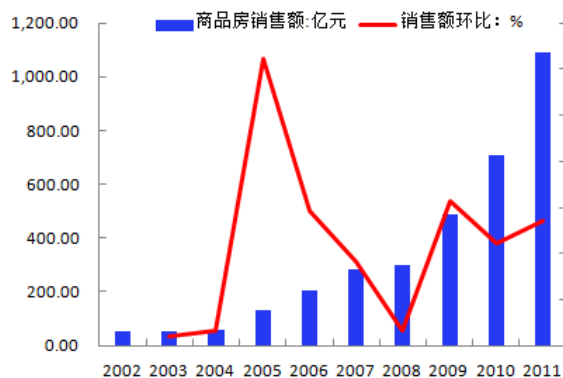


数据来源: Wind、上海证券研究所

## 2、刚性需求驱动楼市 未来发展看好

近几年西安市商品房的成交情况来看, 2008 年受金融危机影响, 成交量较低, 之后进入成交高速扩张期, 2010 年后受调控政策的影响, 成交有所回落, 成交维持低位震荡态势, 2011 年以后成交量稳步回升。整体来看, 西安房地产市场在国家调控政策的影响下回归理性, 在本地刚需和陕北榆林等地购房需求的支撑下, 房价泡沫和去库存压力不大。

图 16 西安商品房销售额环比增速趋缓



数据来源: Wind、上海证券研究所

图 17 西安房地产投资额逐年提高



数据来源: Wind、上海证券研究所

目前西安共有 500 多家在售项目的房地产企业, 2012 年西安商品房整体销售额前十的房企占据了整体 30% 的销售份额。随着行业调控、专业度的持续提升, 行业整合加速, 产品差异化才能在市场竞争中脱颖而出。天地源通过突出旗下项目的文化氛围和区位优势, 天地源枫林意树、丹轩坊等项目售价超过西安万科 9300 元/平米的均价, 但依然取得较高的去化率。公司单个项目的利润率始终保持在 10% 以上。

图3 2012年公司在西安市场稳居前列

排名	公司名称	成交额（亿元）
1	中海地产	51.54
2	绿地集团	41.24
3	天朗地产	38.82
4	万科地产	33.48
5	海荣地产	30.91
6	金辉地产	28.02
7	龙湖地产	19.67
8	和记黄埔	18.57
9	金地集团	17.78
10	华远地产	17.24
估计	天地源	2012 年签约额约 20 亿

数据来源：搜房网、上海证券研究所整理

## 六、估值和投资建议

公司2012年结算项目较少，2012年报有望成为未来三年的低点。公司立足楼市泡沫较小的西安等二线城市，不仅受益区域经济高增长、居民收入增长和人口净流入等政策红利，而且直接受益西部最大外商投资高新技术项目——韩国三星存储设备生产基地的开发、配套建设；尤其是今年市府重点项目良家滩（20平方公里）将提速；公司还有望从集团参与一级开发的灞桥科技园（20平方公里）、新城区幸福路等项目获得招拍挂拿地的机遇，进一步打开土地储备升值空间。

近期公司还积极创新资本运营，完善多元化融资渠道，开放股权合作，加快项目周转。我们预计公司2012-2014年结算收入将提速，有望实现14%、33%和35%的增长，对应EPS分别为：0.36元/0.47元/0.62元，对应动态PE为11X/9X/7X。

从中期来看，高科集团还将继续推进内部地产公司间同业竞争问题。综合考虑，我们建议给予公司“跑赢大市”评级。

## 七、风险提示

■ 宏观调控升级的风险。

■ 资金、财务风险。货币政策、信贷政策的调整，将对公司的外部资金筹措产生影响

## 财务报表及指标预测

### 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	7695	7931	12155	15434
现金	932	1139	1666	2395
应收账款	18	23	29	41
预付账款	1849	1873	3447	3527
存货	4880	4891	6988	9455
<b>非流动资产</b>	753	702	813	874
长期投资	60	61	91	107
固定资产	137	148	190	250
<b>资产总计</b>	8448	8633	12968	16308
<b>流动负债</b>	4891	4997	9137	12126
短期借款	0	924	1782	4607
应付账款	682	635	1219	1229
<b>非流动负债</b>	1373	1103	831	557
长期借款	1373	1103	831	557
<b>负债合计</b>	6265	6100	9967	12683
少数股东权益	244	282	345	438
归属母公司股东权益	1940	2251	2655	3187
<b>负债和股东权益</b>	8448	8633	12968	16308

### 利润表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	2343	2673	3561	4839
营业成本	1408	1608	2147	2913
营业税金及附加	354	350	445	590
营业费用	82	104	131	183
管理费用	96	108	145	197
财务费用	1	0	-10	36
资产减值损失	63	37	73	83
<b>营业利润</b>	339	467	629	837
营业外收入	5	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	342	467	629	837
所得税	90	117	162	213
<b>净利润</b>	252	350	467	624
少数股东损益	24	38	64	92
<b>归属母公司净利润</b>	228	311	404	532
EBITDA	412	547	725	1017
EPS (摊薄)	0.26	0.36	0.47	0.62

### 主要财务比率

### 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	-104	239	45	-1704
净利润	252	350	467	624
折旧摊销	8	10	13	17
财务费用	1	0	-10	36
营运资金变动	-482	-142	-415	-2387
<b>投资活动现金流</b>	-188	19	-113	-84
资本支出	27	17	46	63
长期投资	155	-47	54	4
其他	-7	-10	-13	-17
<b>筹资活动现金流</b>	100	-972	-261	-307
短期借款	-20	3	1	2
长期借款	1	-270	-272	-273
其他	119	-705	10	-35
<b>现金净增加额</b>	-192	-714	-329	-2095

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	14%	14%	33%	36%
营业利润增长率	43%	38%	35%	33%
归属母公司净利润增长率	20%	37%	30%	32%
<b>获利能力</b>				
毛利率	40%	40%	40%	40%
净利率	11%	13%	13%	13%
ROE	11%	13%	15%	16%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	74%	71%	77%	78%
净负债比率	108%	91%	96%	150%
流动比率	1.57	1.59	1.33	1.27
速动比率	0.58	0.61	0.57	0.49
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.29	0.31	0.33	0.33
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.36	0.47	0.62
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.12	0.28	0.05	-1.97
<b>估值比率</b>				
P/E	15.44	11.32	8.73	6.63
P/B	1.81	1.57	1.33	1.11

数据来源:公司公告、上海证券研究所预测

## 分析师承诺

分析师 舒廷飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大势	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大势同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大势	<b>Underperform</b>	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	<b>Cautious</b>	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。