

2014年12月10日

盛屯矿业 (600711.SH)

产融结合，金属金融业务全面开启

■盛屯矿业公告非公开发行股票预案：拟非公开发行不超过 4.39 亿股，发行底价 6.55 元/股，合计募集 28.4 亿元，实际控制人认购不少于 10%(现共持股 18.41%)。增发募集资金主要用于金属产业链金融服务的商业保理(10 亿)、融资租赁(4.2 亿)、供应链金融服务(7 亿)、黄金租赁(7.5 亿)及综合信息化平台等项目。

■A 股矿业公司中以金属金融为第二主业、产融结合的矿业供应链金融唯一标的。矿山、冶炼企业通常以矿权、设备、存货(矿粉)等固定资产为主，这类抵押资产通常不被银行接受，尤其是中小企业较难获得银行融资。盛屯矿业自身经营金属矿采选、贸易业务，客户资源丰富，能识别产业链运营、资产风险。公司金属产业链金融服务涵盖矿山冶炼设备融资租赁、商业保理、供应链金融、黄金租赁，为采选、冶炼、贸易等产业链上下游企业提供综合解决方案，与商业银行在专业性、风险管理、服务特点等方面形成错位竞争，业务潜力巨大。

■保理业务步入快车道。盛屯矿业 2014 年 3 月正式开展保理业务，低成本融资渠道、专业风险评估能力是开展商业保理业务的关键，盛屯商业保理作为依托产业经验、细分领域的专业保理公司，具备充足竞争力。2014 年前三季度，盛屯保理实现营业收入 438.94 万元，净利润 182.83 万元。据我们估计，公司目前签约客户在 10 家左右，2014 年底保理余额可达到 1.5 亿元。预计 3 年内可实现 40 亿元保理业务余额，供应链金融、黄金租赁、设备租赁等业务规模有望突破 20 亿。

■维持“买入-B”评级，给予 12 个月目标价 9.00 元/股。有色金属采选收入增长来自艾玛、银鑫采选规模扩大，以及贵州华金并表和扩产；综合贸易以做大收入为主；保理业务 2014 年开始放量。预计公司 2014-2016 年的营业收入分别为 24.62 亿元、30.88 亿元 38.24 亿元，净利润分别为 1.62 亿元、2.42 亿元和 3.87 亿元，EPS 分别为 0.11 元、0.16 元和 0.26 元。维持“买入-B 评级”，12 个月目标价为 9.00 元。

■风险提示：铅锌价格大幅下滑；保理等金融政策收紧；应收款质量恶化

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,369.4	2,037.6	2,462.3	3,088.5	3,824.2
净利润	15.5	106.1	161.8	241.6	387.0
每股收益(元)	0.01	0.07	0.11	0.16	0.26
每股净资产(元)	0.58	1.62	2.43	2.60	2.85
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	744.9	108.8	71.3	47.8	29.8
市净率(倍)	13.2	4.7	3.2	3.0	2.7
净利润率	1.1%	5.2%	6.6%	7.8%	10.1%
净资产收益率	1.1%	4.2%	4.4%	6.1%	8.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	4.2%	14.2%	7.5%	8.2%	12.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司动态分析

证券研究报告

贸易 III

投资评级

买入-B

维持评级

12 个月目标价

9.00 元

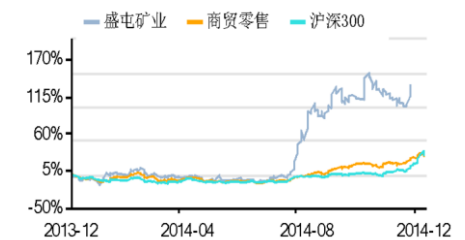
股价 (2014-12-10)

7.71 元

交易数据

总市值 (百万元)	11,542.27
流通市值 (百万元)	6,170.64
总股本 (百万股)	1,497.05
流通股本 (百万股)	800.34
12 个月价格区间	6.78/19.51 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-24.11	-85.54	-42.79
绝对收益	1.45	-53.10	-11.48

齐丁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513090001
qiding@essence.com.cn
010-66581768

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020004
hengkun@essence.com.cn
010-66581658

报告联系人

陈书炎

010-66581841

chensy3@essence.com.cn

相关报告

盛屯矿业：艾玛深部探矿有收获，再增储前景可观	2014-05-14
季节性亏损，保理已发力	2014-04-30
保理先行，打造金属金融服务平台	2014-03-25

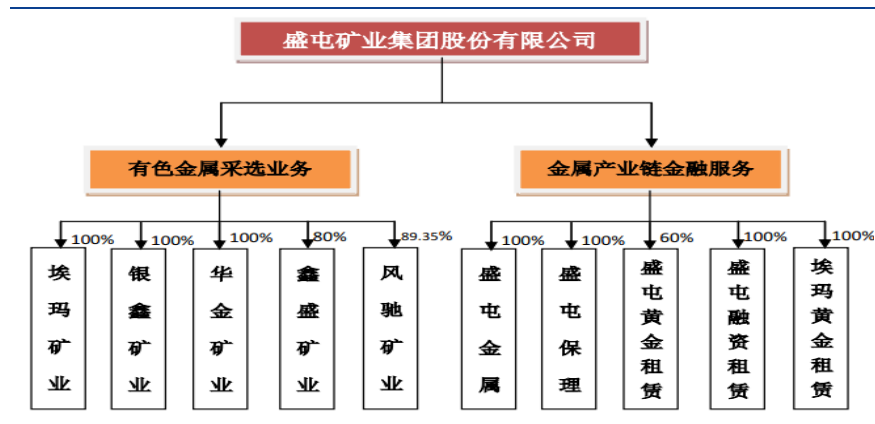
2014年12月10日，盛屯矿业公告非公开发行股票预案，拟非公开发行不超过439,694,656股，发行底价6.55元/股，合计募集28.4亿元。其中，实际控制人认购不少于10%（现共持股18.41%）。增发募集资金主要用于金属产业链金融服务的商业保理（10亿）、融资租赁（4.2亿）、供应链金融服务（7亿）、黄金租赁（7.5亿）及综合信息化平台等项目。

表 1：募资资金投向

项目名称	项目总投资	募集资金拟投入
增资盛屯保理，拓展金属行业商业保理业务	10	10
增资盛屯融资租赁，拓展金属行业设备融资租赁业务	4.2	3.19
增资盛屯金属，拓展金属供应链金融业务	7	7
增资盛屯黄金租赁-拓展黄金租赁业务	2.8	2.8
增资埃玛黄金租赁-拓展黄金租赁业务	4.7	4.7
投资金属产业链金融服务综合信息化平台项目	0.71	0.71
合计	29.41	28.4

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 1：盛屯矿业业务股权结构

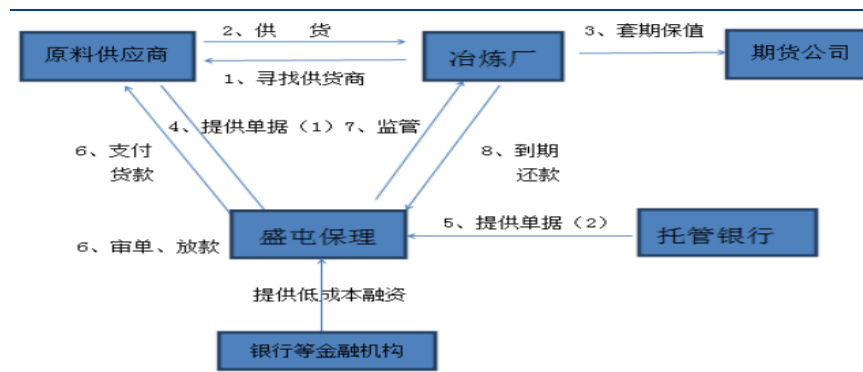


数据来源：安信证券研究中心

1. 保理业务步入快车道

盛屯矿业2014年3月正式开展保理业务，目标客户主要是有色金属冶炼企业。保理业务的模式为：由冶炼厂、供应商、盛屯保理签订三方保理合同，约定由盛屯保理代为向原材料供应商支付货款、原料供应商向冶炼厂供货、冶炼厂产成品卖出后，向盛屯保理还款并支付资金利息及保理费。

图 2：盛屯金属商业保理业务模式



数据来源：安信证券研究中心

低成本融资渠道、专业风险评估能力是开展商业保理业务的关键，盛屯商业保理作为依托产业经验、细分领域的专业保理公司，具备充足竞争力：

表 2：典型的三类商业保理公司

类型	依托大集团	依托产业经验	依托电商平台
代表	海航资本(渤海保理)、中信资产、高银金融	瑞茂通、盛屯矿业、苏宁云商	京东、阿里巴巴
优势	集团资源共享、业务协同	有认同度、客户资源；熟悉上下游经营、财务风险	庞大客户资源、供应商、经销商，平台数据实时把握客户还款能力

数据来源：安信证券研究中心

第一，资产负债率低，加杠杆潜力大，盛屯保理有充足资金支持。盛屯矿业近几年连续收购优质矿山，借助上市公司股权融资平台，资产负债率降至仅 30%，债权融资加杠杆的空间很大。2014 年，公司获得工行厦门分行 30 亿元综合授信，全面向金属金融服务商转型。加上本次非公开发行拟用于商业保理的 10 亿元募集资金，公司保理业务有充足资金支持。

第二，搭建行业大数据库，专业风险评估、快速响应融资需求。公司旗下有专业的矿业技术、矿业管理、矿业投融资团队，加上多年的矿产品贸易经验，熟识了大量下游客户群体，知道如何从原料采购、经营数据、工艺技术、市场信誉等多角度评估冶炼企业的资信，还能协助客户套期保值，提供原料采购、产品销售渠道。公司在内蒙和云贵川有多年矿业勘探、采选、贸易经验，保理业务首先布局在这两个地区，能充分发挥熟悉当地市场和企业的优势。另外，为建立企业信用评估的标准流程，加快评估速度，公司正在搭建行业大数据库，以便快速响应贷款需求。

表 3：搭建行业大数据库，建立资信评估标准流程：

评估参数	经营数据（电力消耗、加工成本、原材料投入） 生产技术（冶炼技术、副产品回收利用程度） 草根调研，从市场信誉、历史交易等多方面综合评估企业资信
评估对象	贸易业务客户，或主动提出资金需求的客户 中大型冶炼企业 300 家，小型冶炼企业 100-200 家
行业/品种	铅锌和铜金为主，逐步拓展其他品种
地理区域	东北（内蒙）、云贵川，充分利用现有采、选矿领域的人脉、经验

数据来源：安信证券研究中心

第三，目标客户是难以获得银行授信的中小型民营冶炼企业，与银行错位竞争。冶炼企业的设备、厂房价值不高，以存货、原料等流动性资产为主，不符合银行的抵押品要求。中小型冶炼企业融资又常是少量、多次的贷款，贷前调查、贷后风险控制的成本高。加上银行缺乏冶炼行业的专业经验，资信评估能力差，因而通常只给大型、国有冶炼厂提供融资服务。盛屯本身就是冶炼厂的上游，能对矿粉原料进行评估、监督，有足够的风险控制、抵押品管理能力，甚至可以实时现场监督，因而能满足这些中小民营冶炼企业的融资需求，与银行形成错位竞争。

2014 年前三季度，盛屯保理实现营业收入 438.94 万元，净利润 182.83 万元。据我们估计，公司目前签约客户在 10 家左右，2014 年底保理余额可达到 1.5 亿元。

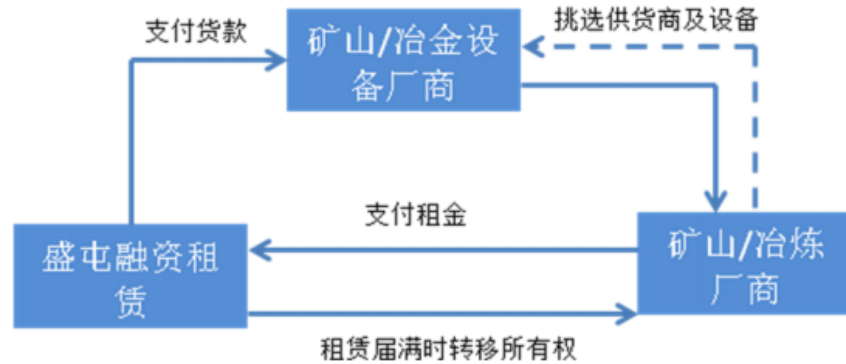
2. 供应链金融+黄金租赁+设备租赁，金融服务业务全面开启

盛屯融资租赁目标客户主要为矿山及冶炼企业、矿山总包运营商/分包运营商等金属产业链上下游企业，市场定位为中小型矿山及冶炼厂的新建、技改、环保项目等，以融资租

赁方式为其提供矿山开采、选矿、冶炼等一体化设备，租赁期限一般为 1-5 年。

银行缺乏产业背景，不敢接受矿权抵押，盛屯融资租赁空间巨大。新建有色金属矿山的固定资产投资约占总投资的 70%，其中一半为设备投资。矿权作为抵押品向银行融资难度较大，一般中小型矿山及冶炼企业不易取得银行贷款，但有金属矿山产业背景的融资租赁企业能够有效识别风险，能满足矿山企业融资需求。盛屯融资租赁已正在设立中，未来将与行业内大型设计院、中大型设备厂商及承包商建立合作关系。在欧美发达国家，租赁资产占全社会固定资产投资的比例（租赁渗透率）在 15%—30%之间，而国内仅在 5%左右，发展空间巨大。

图 3：盛屯矿山设备融资租赁业务模式

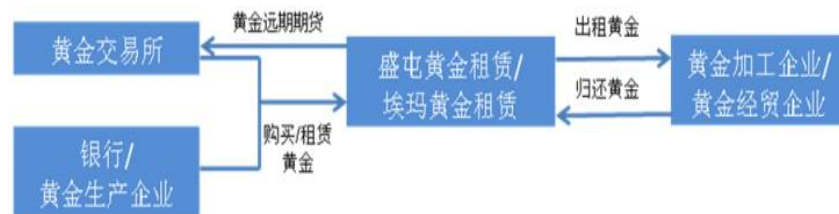


数据来源：安信证券研究中心

黄金租赁业务周期短，市场潜力巨大。盛屯黄金租赁业务经营由盛屯黄金租赁金融和埃玛黄金租赁负责，主要客户是黄金首饰加工、经贸企业，业务模式为：黄金首饰加工企业或经贸企业以租赁方式向租赁公司租赁黄金用于生产，并在完成销售的同时买回现货黄金归还，以降低用金企业采购环节的资金占用成本。黄金租赁公司在购入黄金的同时进行远期套期保值，以规避价格风险。盛屯黄金租赁的主要客户为深圳水贝地区加入莆田商会的珠宝、黄金商户，埃玛黄金租赁主要客户是大中型黄金首饰加工或经贸企业，租赁期限相对较短，一般在 7-30 天之间。

近年来，我国黄金租赁市场迎来了爆发式增长，2013 年国内黄金租赁总量 1,070 吨，同比增长 268%；2014 年上半年黄金租赁总量 1,450 吨，比去年同期增长超过 200%。黄金租赁服务市场需求前景广阔，增长潜力巨大。

图 4：盛屯黄金租赁业务模式



数据来源：安信证券研究中心

3. 产融结合，A 股矿业供应链金融唯一标的

有色金属产业背景为根基，布局全产业链金融服务布局，产融结合、潜力巨大。有色金属行业整个产业链产值巨大，从矿山开发、精矿销售、精矿贸易、金属冶炼、金属贸易、金属制品等各个生产环节都存在大量的融资需求。但是，矿山、冶炼企业通常以矿权、设备、存货（矿粉）等固定资产为主，这类抵押资产通常不被银行接受。尤其是中小企

业，银行融资并不能满足其不同类型和期限的融资需求。

A 股矿业公司以金属金融为第二主业、产融结合的矿业供应链金融唯一标的。盛屯矿业自身经营金属矿采选、贸易业务，具备行业内专家团队和矿业经营管理经验，客户资源丰富，能有效识别产业链各个环节的风险，及对不同矿山设备、资产准确评估。公司大力发展金属产业链金融服务，涵盖矿山冶炼设备融资租赁、商业保理、供应链金融、黄金租赁，对应金属矿采选、冶炼、贸易流通全流程，能够为产业链上下游企业提供综合解决方案，与商业银行在专业性、风险管理、服务特点等方面形成错位竞争，业务潜力巨大。

公司业务框架已搭建完成，保理业务步入收获期，供应链金融、黄金租赁、设备租赁也将陆续放量，我们预计 3 年内公司可实现 40 亿元保理业务余额，供应链金融、黄金租赁、设备租赁等业务规模有望突破 20 亿。

考虑到盛屯矿业是 A 股矿业公司唯一、最先以金属金融为第二主业，向矿业供应链金融的蓝海挺进的公司，同时拥有较强的产业基础和金融运作能力，理应享有一定的估值溢价，维持“买入-B”评级，给予 6 个月目标价 9 元/股。公司有色金属采选收入增长主要来自艾玛、银鑫采选规模扩大，以及贵州华金并表和扩产；综合贸易以做大收入为主；保理业务 2014 年开始放量。预计公司 2014-2016 年的营业收入分别为 24.62 亿元、30.88 亿元 38.24 亿元，净利润分别为 1.62 亿元、2.42 亿元和 3.87 亿元，EPS 分别为 0.11 元、0.16 元和 0.26 元。维持“买入-B 评级”，12 个月目标价为 9 元。

表 4：公司细项净利润预测（1）

	税收净利润（百万元）			
	2013A	2014E	2015E	2016E
银鑫矿业	34	34	34	86
艾玛矿业	125	157	157	157
贵州华金	0	38	68	78
贸易业务	13	15	19	23
保理等金融服务	0	13	64	170
无形资产摊销额	49	75	86	96

数据来源：安信证券研究中心预测

注：1. 铜价下跌拖累银鑫利润，但钨、锡回收率在提升

2. 分公司净利润预测未考虑并表后的采矿权摊销、管理费用、财务费用等

表 5：公司业绩净利润预测（2）

单位：百万元	税后净利润			
	2013A	2014E	2015E	2016E
有色金属采选	159	229	259	321
业绩增速		44.03%	13.10%	23.94%
综合贸易	13	15	19	23
业绩增速		15.38%	26.67%	21.05%
保理等金融服务	0	13	64	170
业绩增速		--	392.31%	165.63%

数据来源：安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总(2014年12月10日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,369.4	2,037.6	2,462.3	3,088.5	3,824.2	成长性					
减:营业成本	1,263.4	1,761.5	2,118.7	2,641.8	3,193.3	营业收入增长率	304.3%	48.8%	20.8%	25.4%	23.8%
营业税费	3.9	9.3	2.3	2.9	4.1	营业利润增长率	-72.4%	999.2%	64.8%	49.6%	60.4%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	-43.3%	584.7%	52.5%	49.3%	60.2%
管理费用	49.2	106.6	120.6	130.5	141.0	EBITDA 增长率	-4.8%	211.4%	34.6%	30.4%	42.5%
财务费用	35.0	41.8	33.1	33.1	33.1	EBIT 增长率	-20.2%	244.4%	42.0%	42.2%	54.1%
资产减值损失	4.1	5.2	-	-	-	NOPLAT 增长率	-33.6%	259.1%	31.3%	42.9%	54.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	6.1%	150.3%	30.7%	3.9%	0.9%
投资和汇兑收益	-3.3	1.7	1.7	3.0	1.7	净资产增长率	-9.0%	165.9%	48.6%	6.5%	9.8%
营业利润	10.5	114.9	189.4	283.2	454.3	利润率					
加:营业外净收支	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0	毛利率	7.7%	13.6%	14.0%	14.5%	16.5%
利润总额	11.5	116.0	190.4	284.2	455.3	营业利润率	0.8%	5.6%	7.7%	9.2%	11.9%
减:所得税	1.5	11.2	28.6	42.6	68.3	净利润率	1.1%	5.2%	6.6%	7.8%	10.1%
净利润	15.5	106.1	161.8	241.6	387.0	EBITDA/营业收入	5.4%	11.3%	12.5%	13.0%	15.0%
						EBIT/营业收入	3.3%	7.7%	9.0%	10.2%	12.7%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	73	67	84	86	75
货币资金	69.2	279.0	528.9	642.5	998.5	流动营业资本周转天数	-11	-8	-8	0	10
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	101	83	116	125	133
应收帐款	42.5	138.1	98.5	123.5	153.0	应收帐款周转天数	17	16	17	13	13
应收票据	40.5	-	-	-	-	存货周转天数	3	4	4	2	2
预付帐款	152.4	175.0	317.8	396.3	479.0	总资产周转天数	479	504	654	601	515
存货	7.1	34.8	14.2	14.5	21.6	投资资本周转天数	254	307	419	386	320
其他流动资产	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	1.1%	4.2%	4.4%	6.1%	8.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.6%	2.7%	3.2%	4.6%	6.8%
长期股权投资	106.9	108.5	109.5	109.5	109.5	ROIC	4.2%	14.2%	7.5%	8.2%	12.2%
投资性房地产	3.0	2.9	2.9	2.9	2.9	费用率					
固定资产	292.2	469.3	685.1	794.9	802.7	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在建工程	-	7.9	0.1	0.1	0.1	管理费用率	3.6%	5.2%	4.9%	4.2%	3.7%
无形资产	951.8	2,265.1	2,833.3	2,747.8	2,651.8	财务费用率	2.6%	2.1%	1.3%	1.1%	0.9%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	6.2%	7.3%	6.2%	5.3%	4.6%
资产总额	1,781.6	3,918.8	5,031.6	5,273.2	5,660.2	偿债能力					
短期债务	161.5	120.0	120.0	120.0	120.0	资产负债率	47.4%	36.4%	26.3%	25.1%	23.4%
应付帐款	178.7	111.6	176.6	176.6	176.6	负债权益比	89.9%	57.1%	35.8%	33.6%	30.6%
应付票据	57.0	215.6	257.7	257.7	257.7	流动比率	0.70	1.21	1.59	1.95	2.73
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.68	1.14	1.56	1.92	2.70
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	1.30	3.75	6.72	9.56	14.74
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	843.6	1,425.0	1,325.7	1,325.7	1,325.7	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	62.4	61.1	61.9	61.9	61.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	293.8	453.5	1,497.1	1,497.1	1,497.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	581.7	1,979.2	2,146.9	2,388.5	2,775.5						
股东权益	938.0	2,493.8	3,705.8	3,947.4	4,334.5						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	9.9	104.8	161.8	241.6	387.0	EPS(元)	0.01	0.07	0.11	0.16	0.26
加:折旧和摊销	29.4	74.2	86.5	86.5	86.5	BVPS(元)	0.58	1.62	2.43	2.60	2.85
资产减值准备	4.1	5.2	-	-	-	PE(X)	744.9	108.8	71.3	47.8	29.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	13.2	4.7	3.2	3.0	2.7
财务费用	35.0	39.4	33.1	33.1	33.1	P/FCF	-562.1	-9.4	-14.4	101.6	32.4
投资损失	3.3	-1.7	-1.7	-3.0	-1.7	P/S	8.4	5.7	4.7	3.7	3.0
少数股东损益	-5.6	-1.4	-	-	-	EV/EBITDA	47.4	15.9	36.1	27.4	18.6
营运资金的变动	-30.8	378.2	19.8	-103.8	-119.3	CAGR(%)	189.8%	54.6%	61.6%	189.8%	54.6%
经营活动产生现金流量	46.7	258.0	299.4	254.5	385.6	PEG	3.9	2.0	1.2	0.3	0.5
投资活动产生现金流量	-174.8	-178.7	0.8	3.0	1.7	ROIC/WACC	0.3	1.1	0.6	0.6	0.9
融资活动产生现金流量	-4.9	108.2	696.4	-33.1	-33.1	REP	10.9	1.3	6.0	5.2	3.3

数据来源: 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 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

齐丁、衡昆分别声明, 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	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	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：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

