

2015年08月18日

碧水源 (300070.SZ)

谈谈碧水源

■ **中报业绩符合预期，全年业绩高增长可期：**公司发布 2015 年半年度报告，上半年实现营业收入 10.54 亿元，同比增长 5.99%，实现归母净利润 1.53 亿元，同比增长 12.78%，业绩基本符合预期。其中，主要亮点在于净水器销售业务，因新一代超级纳滤净水机新产品的推出，净水器业务的收入和毛利率均出现大幅增长，分别同比增长 273.28% 和 12.85%。另外，尽管中期业绩增速平平，但考虑到项目收入确认主要集中在第四季度和公司在手订单情况（2015 年以来公开披露的订单及框架协议等超过 600 亿），看好全年业绩增长。

■ **技术创新+模式创新+资本实力构筑竞争优势：**1) **持续的技术创新：**通过自主研发，公司在膜技术领域持续寻求突破，研发的 DF 膜技术全球领先，目前已经开始规模化生产，通过高度资源化的 MBR+DF 双膜法技术，能将污水直接变成地表水 II 类或 III 类水质，可以直接导入水库、湿地补水以及直饮等，且具有成本优势；2) **持续的模式创新：**在全国范围内率先推广地下式 MBR 再生水厂，并以 PPP 模式与地方政府平台合作，通过“云水模式”推动企业上市，及“武控模式”参与增发实现技术植入，始终引领污水处理领域模式创新，并构建品牌影响力；3) **国开行战略入主，增强资金实力：**国开行旗下国开金融通过参与定增，成为公司第三大股东，除了能提高公司的市场认可度外，还能提供长期低息贷款，并通过其他方式（如组建基金）给与融资支持，同时公司借助杠杆撬动更大投资规模。

■ **PPP 先发优势+平台模式助力龙头腾飞：**1) **当之无愧的 PPP 龙头企业：**公司自 2007 年起，即与全国多省市国有水务公司以 PPP 模式组建合资公司，丰富经验走在行业前列，其强大的管理运营经验和对各地方政府发展模式的深入理解势必会使得公司在 PPP 时代取得比 BOT 时代更大的竞争优势，从而再次抢占先机遥遥领先；2) **打造平台：**通过复制“云水模式”和“武控模式”，实现从输出产品和技术到输出资本和管理的转换，有望从单纯的业务公司走向业务和资本相结合的平台企业，从而实现市值的突破。

■ **投资建议：**考虑增发摊薄后，我们预计公司 2015 年-2017 年 EPS 分别为 1.30 元、1.83 元和 2.56 元，对应 PE 为 40.4 倍、28.9 倍和 20.6 倍，此次增发引入国开行将给碧水源公司带来新的发展动力，在新的环保时代中再次独领风骚，坚定看好碧水源市值达到千亿级别，维持“买入-A”投资评级，6 个月目标价 80 元。

■ **风险提示：**项目进展低于预期、应收账款风险等。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,133.3	3,449.2	5,520.0	7,733.1	11,251.6
净利润	839.9	940.8	1,603.6	2,244.9	3,152.6
每股收益(元)	0.68	0.77	1.30	1.83	2.56
每股净资产(元)	3.94	4.94	10.73	12.40	14.72

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	77.1	68.9	40.4	28.9	20.6
市净率(倍)	13.4	10.7	4.9	4.2	3.6
净利润率	26.8%	27.3%	29.1%	29.0%	28.0%
净资产收益率	17.3%	15.5%	12.2%	14.7%	17.4%
股息收益率	0.1%	0.2%	0.2%	0.4%	0.6%
ROIC	84.2%	56.2%	53.1%	41.8%	38.9%

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

水务

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价

80.00 元

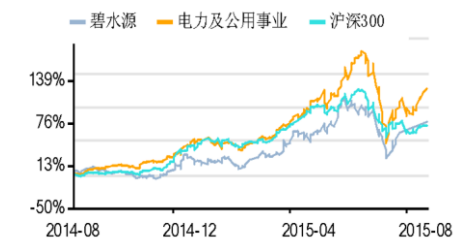
股价 (2015-08-18)

52.70 元

交易数据

总市值 (百万元)	64,792.53
流通市值 (百万元)	34,991.27
总股本 (百万股)	1,229.46
流通股本 (百万股)	663.97
12 个月价格区间	27.53/62.10 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	25.67	13.34	19.50
绝对收益	17.82	-3.05	80.60

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002
shaoll@essence.com.cn
021-68763673

报告联系人

黄艳秋

021-68763673

huangyq3@essence.com.cn

相关报告

PPP 下的投资机遇	2015-04-28
PPP 业务再下一单	2015-03-24
非公开发行有望带来发展提速	2014-12-02

历时 9 月，数易其稿，反复沟通，多方交流，我国环保行业当之无愧的龙头上市公司——碧水源终于在获得证监会关于核准其非公开发行的批复近一个月之后，公告完成了其非公开发行募资的计划。

8 月 14 日盘后，碧水源公告其以 7 月 20 日停牌当日价格 47.5 元/股的 90% 即 42.16 元/股，非公开发行 147,800,595 股募集 62.3 亿元，扣除发行费用之后募集资金净额为 61.8 亿元，其中中国开金融有限责任公司的全资控股子公司国开创新资本投资有限公司通过齐鲁证券(上海)资产管理有限公司旗下的齐鲁碧辰 2 号定增集合资产管理计划和新华基金管理有限公司旗下的新华基金-民生银行-碧水源定增 1 号资产管理计划分别认购了 6750 万股和 6140 万股，从而累计持有了发行完成后碧水源公司 10.48% 的股份，成为公司第三大股东，剩余股份则由一位来自于云南昆明的自然人武昆获得，占发行完成后公司总股本的 1.54%。

此次非公开发行完成后，公司总股本扩大为 1,229,430,678 股，按停牌时 47.5 元的股价计算，公司总市值达到近 584 亿元，毫无疑问依旧在环保行业上市公司中市值排名第一。

资本对于上市公司有多重要？碧水源以自身的发展给出了最好的答案。碧水源公司成立于 2001 年 7 月，经历十年奋斗在 2010 年上市当年，公司的营业收入规模为 5 亿元，净利润 1.8 亿元。不过在 IPO 计划募资 5 亿元但实际募资 25 亿元之后，天时地利人和，公司在接下来的几年中迅速实现了跨越式发展，预计 2015 年公司净利润则有望达到 16 亿元，为五年前的 8 倍，这就是资本给公司发展带来的澎湃动力。之所以资本对于环保类上市公司的发展至关重要，是因为相对于互联网等可以实现几何级数爆发式增长的行业而言，环保行业本质上还是一份耕耘一份收获的类制造行业，而其中资本的投入更是位于核心的位置。无论是在 2008 年之前的 EPC 模式主导下，还是 2008 年之后到现在的 BOT 模式下，以及在未来的 PPP 模式下，资本的竞争都是环保公司竞争的核心要素之一，而这则是由我国的政府财务状况和投资模式的现实所决定的，中长期内都还将继续存在下去。此次增发完成之后，加上公司的在手现金以及可滚动的应收账款，公司实际可以直接动用的资金额将接近百亿元，根据目前公共服务设施项目最低投资资本金可以按照 20% 的要求，百亿资金可以撬动五百亿级别的项目投资，同时考虑到碧水源公司常用的与地方政府公用平台合作的模式，实际可拉动的投资额势必会超过这一级别，这将给公司未来几年的营业收入和营业利润带来极为稳定的成长性。

与过去几年大行其道的 BOT 相比，当前政府力推的 PPP 模式本质上是一种管理模式而不仅仅是一种商业模式。其核心是要求政府和其他投资主体之间以契约为基础，以法律为准绳，以合同为实施，采取各种方式筹措资金搭建运营平台提供更加高效同时成本更加低廉的社会服务，以提高社会整体的运营效率和收益率。这首先就要求参与其中的公司比拼的是大量低成本的资金优势，股权融资的模式更是最优选择，但除了资金优势之外，更需要的是强大的管理运营经验和对各地方政府发展模式的深入理解。碧水源公司进入水务行业十五年，期间参与各地项目无数，工程、运营、投资均涉猎，这些强大的综合实力势必会使得公司在 PPP 时代取得比 BOT 时代更大的竞争优势，从而再次抢占先机遥遥领先。同时公司目前已经签订了苏州、浙江等大量框架协议，投资额巨大。

一家什么样的公司才能称之为伟大的公司呢？是为投资者带来巨大的投资收益？给地方政府带来巨大的 GDP 增长？给其所在的产业带来新的技术模式和革新？毫无疑问这些都应该是成功公司的标志，但要想成为一家伟大的公司则更加应该承担更大的历史使命，直面当前社会生活中最亟需解决的困难，只有这样的公司才能摆脱国有或者民营的单一属性，成为真正意义上的国民企业和具有长远发展价值的伟大企业。一家国民企业应该根治于整个社会的需要，想民众之所想，急政府之所急，在解决社会难题的基础之上再

去实现其商业价值，甚至从某种程度上可以说，其所能解决的社会难题的复杂程度就决定了它的商业价值。当前在面临经济增长下行地方政府财政收入捉襟见肘的背景下，环境质量对于人民生活的影响却在不断增加，作为环保行业的龙头企业之一碧水源无疑具有这样的能力而且也应该挺身而出，为解决当前的社会环境难题献计献策，贡献自己力所能及的力量。碧水源当前正拥有成为一家国民企业和伟大公司的潜质和机遇，不能错过。

从二级市场的投资来看，碧水源也具有很大的投资空间。生态环境行业的投资大跃进无须质疑，碧水源作为行业龙头企业，同时在行业优势最大的水务板块和 PPP 模式的结合上公司势必会具有很大的优势。任何一个行业的崛起势必会有一些标志性的事件，对于我国的环保行业而言，这个标志应该是出现一到几家千亿市值级别的公司，碧水源毫无疑问是其中最具有潜力的投资标的之一。碧水源在过去三年摊薄净资产收益率一直维持在 16%-19% 的水平，较之社会平均收益率依旧高出很多，而且在这些年的经营发展中，碧水源公司也逐渐形成了其“以产品和技术为核心，输出资本和管理”这一极其适合当前商业环境和市场竞争的独特模式，在可见的一段时间内，竞争优势有望继续保持并不断放大。二级市场的投资理念应该是协助社会分配体系将资源投资到更有效率的行业和公司上去，当前环境下环保行业和碧水源就属于这种标的，不仅可以而且应该享受估值溢价，并且在可见的一段时间内应该持续下去。

此次募资将给碧水源公司带来新的发展动力，在新的环保时代中再次独领风骚，坚定看好碧水源市值达到千亿级别。

表 1：碧水源上市以来公开披露的项目情况

时间	项目名称	金额 (万元)
2011 年 7 月	昆明市第九、第十污水处理厂	110,000.00
2011 年 12 月	北京市丰台区水务局河西再生水厂项目（一、二标段）	40,000.00
2012 年 5 月	北京市南水北调配套工程东干渠工程施工第十三标段机电及远程监控工程、竖井结构及隧道二衬结构工程	5,348.39
2012 年 11 月	吉林市污水处理厂二期	20,000.00
2012 年 11 月	丰台区河西再生水厂配套污水管线工程	20,290.79
2012 年 11 月	园博会周边 5 条次干道路 BT 工程	49,000.00
2012 年 12 月	怀柔新城再生水厂扩建工程	16,915.94
2012 年 12 月	高碑店污水厂升级改造辅助设备项目	16,745.61
2013 年 7 月 4 日	山东省烟台市套子湾污水处理工程项目	59,300.00
2013 年 7 月 12 日	北京市小红门再生水厂及再生水利用工程项目第三标段	10,225.00
2013 年 8 月	小红门污水厂升级改造辅助设备项目	10,224.55
2013 年 8 月	甘泉堡工业园区污水处理工程项目	73,000.00
2013 年 8 月	安宁庄路再生水管线	4,022.20
2013 年 9 月	烟台套子湾污水处理厂二期工程代建项目	59,300.00
2013 年 9 月 18 日	石家庄正定新区污水处理厂工程设计施工总承包工程	39,200.00
2013 年 11 月	珠海市拱北水质净化厂扩建工程	14,384.00
2013 年 12 月	顺义区马坡再生水厂工程设备采购及安装合同	6,115.81
2013 年 12 月	郭公庄水厂（一期）工程——引输水工程	4,929.78
2014 年 1 月	北京密云地表水厂工程	2,551.15
2014 年 1 月	晋煤集团北石区新建污水厂 MBR 系统	3,076.00
2014 年 1 月	中石油玉门油田分公司炼油化工总厂外排污水深度处理及回用 EPC 项目	2,275.69
2014 年 1 月	青岛世园会污水处理项目	5,900.00

2014年2月	中石油兰州石化炼油污水升级改造	1,513.00
2014年2月10日	北京密云新城再生水厂	29,600.00
2014年3月	十堰市神定河污水处理厂委托运营服务协议	5,781.60
2014年3月	山东润泽制药中水回用项目	1,136.00
2014年3月	济南圣象集团废水深度处理	1,300.00
2014年3月	菏泽市牡丹区沙土食品工业园污水厂	5,306.00
2014年3月	山水集团中水回用	1,000.00
2014年3月	长沙二污项目	8,895.09
2014年4月	北京经济技术开发区东区污水处理厂（三期）工程设备及安装工程合同	5,831.05
2014年4月	京良路再生水管线（永定河左堤路-芦求路）	1,440.18
2014年4月	密云新城再生水厂项目	29,561.86
2014年4月	门头沟第二再生水厂项目	58,020.42
2014年5月	十堰市神定河污水处理厂	8,000.00
2014年6月	索溪峪污水处理厂项目	1,959.75
2014年7月	武汉三金潭	19,503.00
2014年8月21日	重庆市璧山县青杠、来凤、丁家污水处理厂工程设计施工总承包	
2014年8月	珠海市南水水质净化厂升级改造工程	11,234.56
2014年8月	山西晋阳项目	109,643.11
2014年9月	珠海管网项目	71,837.00
2014年9月	吉林市污水处理厂一期升级改造项目	32,400.00
2014年9月	珠海管网项目	71,800.00
2014年10月10日	南京仙林污水处理厂的污水处理设备总包项目	9,000.00
2014年12月10日	河北建投灵海发电有限责任公司渗滤液处理站升级改造工程所需设备采购项目	1,400.00
2015年1月16日	宁波象保（石浦）再生水厂工程特许经营项目	
2015年1月19日	河南省南阳市高新区污水厂 BOT 特许经营协议	
2015年1月19日	合肥巢湖流域治理 PPP 框架协议	500,000.00
2015年2月10日	旅顺小孤山污水处理厂 BOT 项目	13,400.00
2015年2月12日	北京市顺义新城牛栏山再生水厂一期工程特许经营 BOT 项目	
2015年3月24日	新疆沙湾县国有资产经营公司签订生态环保工程项目	151,500.00
2015年4月8日	与江苏省丰县丰源水务有限公司签署合资协议，尼以 PPP 模式合资成立丰县净水有限责任公司、丰县丰源原水有限责任公司	63,400.00
2015年5月18日	温州五水共治项目合作意向协议	5,000,000.00
2015年5月21日	新疆塔城地区沙湾工业园哈拉干德工矿产品加工区污水资源化利用工程 BOT 项目	49,400.00
2015年6月19日	广东省汕头市潮南区 3 座污水处理厂 PPP 项目	68,000.00
2015年7月7日	福建漳州地埋式污水厂--漳州市东墩污水处理厂	25,600.00
2015年7月10日	新疆奇台县 PPP 项目战略合作框架协议	311,383.00
2015年7月22日	浙江省诸暨市浣东再生水厂（地埋式）PPP 项目	46,300.00
2015年8月5日	河北省张家口市崇礼县污水处理工程、道路工程以及旅游度假区市政配套工程	12,900.00
2015年8月6日	山东菏泽牡丹区污水厂	10,000.00
	正定新区污水处理厂（一期）工程项目	42,463.00
	乌苏水源建设项目	96,262.00
	南郑县云河水利水电枢纽工程 BT 项目	20,800.00

数据来源：公司公告，公司网站，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总(2015年08月18日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,133.3	3,449.2	5,520.0	7,733.1	11,251.6	成长性					
减:营业成本	1,967.7	2,098.9	3,309.5	4,646.5	6,787.2	营业收入增长率	76.9%	10.1%	60.0%	40.1%	45.5%
营业税费	82.0	58.2	93.8	131.5	190.8	营业利润增长率	51.4%	10.9%	71.9%	41.3%	39.6%
销售费用	36.5	61.5	55.2	77.3	112.5	净利润增长率	49.3%	12.0%	70.4%	40.0%	40.4%
管理费用	152.1	201.4	237.4	332.5	472.6	EBITDA 增长率	66.4%	15.9%	58.1%	38.4%	39.5%
财务费用	51.2	100.8	2.5	-38.2	-35.5	EBIT 增长率	68.4%	14.9%	58.3%	39.2%	40.3%
资产减值损失	50.9	84.4	52.4	62.5	66.4	NOPLAT 增长率	73.7%	12.6%	58.8%	39.2%	40.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	68.7%	68.0%	76.9%	50.7%	36.5%
投资和汇兑收益	255.1	317.8	227.6	300.0	281.8	净资产增长率	26.6%	25.9%	112.4%	16.6%	19.5%
营业利润	1,048.0	1,161.9	1,996.9	2,821.0	3,939.4	利润率					
加:营业外净收支	20.0	12.9	13.0	15.3	13.7	毛利率	37.2%	39.1%	40.0%	39.9%	39.7%
利润总额	1,067.9	1,174.9	2,009.8	2,836.3	3,953.1	营业利润率	33.4%	33.7%	36.2%	36.5%	35.0%
减:所得税	128.0	161.2	270.5	381.8	532.1	净利润率	26.8%	27.3%	29.1%	29.0%	28.0%
净利润	839.9	940.8	1,603.6	2,244.9	3,152.6	EBITDA/营业收入	36.1%	38.0%	37.6%	37.1%	35.6%
						EBIT/营业收入	35.1%	36.6%	36.2%	36.0%	34.7%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	28	30	23	20	15
货币资金	2,171.8	2,394.3	6,299.7	5,432.7	5,469.4	流动营业资本周转天数	-27	-2	29	34	44
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	381	441	445	443	352
应收帐款	1,361.9	1,738.9	2,153.0	3,669.5	5,170.4	应收帐款周转天数	118	162	127	136	141
应收票据	12.9	16.8	26.0	35.6	55.6	存货周转天数	18	24	22	21	23
预付帐款	88.2	186.5	134.3	340.6	406.0	总资产周转天数	769	974	868	846	712
存货	192.9	275.1	406.7	510.7	906.6	投资资本周转天数	177	271	294	336	328
其他流动资产	1.0	17.0	6.0	8.0	10.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	513.8	171.3	228.4	304.5	ROE	17.3%	15.5%	12.2%	14.7%	17.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	11.6%	9.6%	10.8%	12.1%	14.1%
长期股权投资	1,506.7	1,436.1	1,436.1	1,436.1	1,436.1	ROIC	84.2%	56.2%	53.1%	41.8%	38.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	278.7	304.8	409.5	456.2	484.7	销售费用率	1.2%	1.8%	1.0%	1.0%	1.0%
在建工程	76.3	79.8	1,926.8	4,819.8	6,719.8	管理费用率	4.9%	5.8%	4.3%	4.3%	4.2%
无形资产	317.4	1,352.1	1,326.1	1,300.1	1,274.1	财务费用率	1.6%	2.9%	0.0%	-0.5%	-0.3%
其他非流动资产	2,124.9	2,220.3	1,783.0	2,042.7	2,015.2	三费/营业收入	7.7%	10.5%	5.3%	4.8%	4.9%
资产总额	8,132.7	10,535.6	16,078.5	20,280.5	24,252.8	偿债能力					
短期债务	750.0	959.5	-	-	-	资产负债率	37.0%	38.8%	14.8%	21.3%	21.3%
应付帐款	962.6	1,535.8	1,263.4	2,966.7	3,699.6	负债权益比	58.8%	63.3%	17.4%	27.0%	27.0%
应付票据	4.2	3.9	16.7	9.0	26.5	流动比率	1.47	1.53	4.49	2.61	2.65
其他流动负债	892.6	524.0	729.1	860.1	817.6	速动比率	1.39	1.44	4.29	2.47	2.45
长期借款	352.5	50.0	-	-	-	利息保障倍数	21.47	12.53	815.92	-72.78	-109.87
其他非流动负债	47.8	1,012.1	370.0	476.6	619.6	分红指标					
负债总额	3,009.8	4,085.4	2,379.2	4,312.4	5,163.3	DPS(元)	0.05	0.12	0.13	0.20	0.31
少数股东权益	281.5	372.2	507.9	717.6	986.0	分红比率	7.5%	15.3%	9.6%	10.8%	11.9%
股本	891.4	1,076.9	1,229.5	1,229.5	1,229.5	股息收益率	0.1%	0.2%	0.2%	0.4%	0.6%
留存收益	3,950.0	4,771.2	11,961.9	14,020.9	16,873.9						
股东权益	5,122.9	6,450.2	13,699.3	15,968.0	19,089.5						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	939.9	1,013.7	1,603.6	2,244.9	3,152.6	EPS(元)	0.68	0.77	1.30	1.83	2.56
加:折旧和摊销	32.3	48.8	74.3	86.3	97.5	BVPS(元)	3.94	4.94	10.73	12.40	14.72
资产减值准备	50.9	84.4	-	-	-	PE(X)	77.1	68.9	40.4	28.9	20.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	13.4	10.7	4.9	4.2	3.6
财务费用	71.3	113.1	2.5	-38.2	-35.5	P/FCF	56.2	145.5	-25.7	-112.9	556.1
投资损失	-255.1	-317.8	-227.6	-300.0	-281.8	P/S	20.7	18.8	11.7	8.4	5.8
少数股东损益	100.0	72.9	135.8	209.7	268.4	EV/EBITDA	29.7	26.4	27.7	20.3	14.6
营运资金的变动	-1,194.3	-645.8	-140.6	-266.6	-1,241.7	CAGR(%)	37.7%	50.0%	42.9%	37.7%	50.0%
经营活动产生现金流量	674.1	781.4	1,447.9	1,936.0	1,959.4	PEG	2.0	1.4	0.9	0.8	0.4
投资活动产生现金流量	-1,573.8	-757.6	-1,429.8	-2,757.1	-1,794.3	ROIC/WACC	8.0	5.4	5.1	4.0	3.7
融资活动产生现金流量	1,170.0	181.0	3,887.3	-45.9	-128.4	REP	2.2	2.0	2.0	1.7	1.3

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

邵琳琳声明, 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	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	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

