

涉足不良资产经营，转型打开成长空间

■ **事件：**2015年10月30日海德股份就非公开发行股票募集资金事项发布了多项公告。本次非公开发行股票募集资金总额不超过48亿元，收购人是目前海德股份的间接控股股东永泰控股。

■ **海德股份简介：**海德股份于1994年5月25日公开发行股票，主营业务是生产销售各种涤纶制品、纺织品及其他化学纤维、天然纤维材料及制品。2003年7月公司主营业务转为房地产开发经营、房地产销售代理服务等。2014年以来，海德股份收缩房地产相关行业的投资，尝试开展大宗商品贸易服务。2015年以来，海德股份剥离房地产业务，设立海德资管，向不良资产经营业务转型。

■ **剥离传统房地产业务：**2015年10月30日海德股份发布公告称出售平湖耀江24%股权的交易正式完成。房地产行业整体步入调整期，根据国家统计局数据，2014年，全国商品房销售面积较2013年下降7.6%。公司房地产业务下滑明显，根据2014年年报数据，海德股份2014年房地产销量较2013年大幅下降83.93%，2014年实现房地产业务营业收入同比下降89.41%。

■ **转型不良资产经营业务：**拟注册海德资管从事不良资产经营业务，并通过非公开发行募集48亿元丰厚海德资管资本金。**竞争优势：**依托上市公司平台，融资渠道便利；作为民营经济的机构，灵活性更强；对房地产相关领域具备较强的专业性。

■ **不良资产管理行业景气度提升，转型打开公司成长空间：**

(1) **经济结构调整和产业升级**是行业最大的驱动力。(2) **银行不良资产上升带来处置需求。**银监会数据显示，截至2015年二季度，我国商业银行不良贷款余额达到10919亿元，同比增速达57%。(3) **非银行金融机构丰富不良资产来源。**根据信托业协会数据，截至2015年二季度，信托业资产规模达到15万亿元，信托业存量资产和兑付风险双双提升为不良资产经营公司介入提供了新的机会。(4) **经济下行中，非金融机构不良资产的积聚。**根据国家统计局数据，截至2014年末，全国规模以上工业企业应收账款从2012年末的8.2万亿元上升到10.5万亿元。

■ **盈利预测及估值分析：**(1) **核心假设：**海德股份获得不良资产经营牌照的进度符合预期；海德股份于2016年顺利完成非公开发行募集到48亿元；2015年-2017年的收入增速分别达到500%（2014年基数低）、50%、30%；(2) **盈利预测：**2015年—2017年净利润增速分别为83%、76%、41%；EPS分别为0.08元、0.04元和0.05元（2016年、2017年已考虑增发情况）；净利润率分别为12.8%、15.1%和16.4%。(3) **估值分析：**考虑到未来不良资产管理市场规模的扩张、内地资本市场不良资产管理牌照的稀缺性，以及海德股份不良资产经营业务未来的高速增长性，结合中国信达和中国华融的估值水平，我们认为对应于增发完成后的合理PB区间在2倍—2.6倍，对应的市值在100亿元至130亿元，对应于增发完成前的PB区间在13倍—18倍。

■ **投资建议：**买入-A 投资评级，6个月目标价25元。

■ **风险提示：**业务发展不达预期、行业发展不达预期

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	12.7	14.7	88.3	132.5	172.3
净利润	2.7	6.2	11.3	20.0	28.3
每股收益(元)	0.02	0.04	0.08	0.04	0.05
每股净资产(元)	1.25	1.29	2.44	9.79	9.80

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	1,000.4	440.7	240.6	468.4	330.4
市净率(倍)	14.4	14.0	7.4	1.8	1.8
净利润率	21.4%	42.1%	12.8%	15.1%	16.4%
ROIC	-0.1%	2.9%	15.5%	9.6%	0.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测；备注：2016-2017已考虑增发情况

投资评级

买入-A

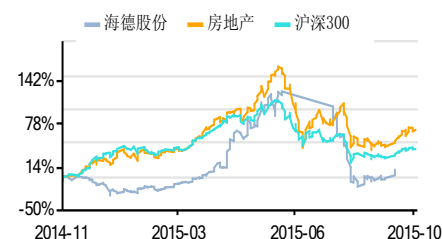
首次评级

6个月目标价 **25.00元**
股价(2015-10-30) **18.05元**

交易数据

总市值(百万元)	2,729.16
流通市值(百万元)	2,714.01
总股本(百万股)	151.20
流通股本(百万股)	150.36
12个月价格区间	10.65/33.71元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	13.80	(39.09)	(22.73)
绝对收益	24.14	(46.46)	20.41

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004
zhaohx3@essence.com.cn
021-68766182

报告联系人

贺明之

021-68765175

hemz@essence.com.cn

相关报告

1. 海德股份简介

海德股份于1994年5月25日公开发行股票，原发起成立时名称为海南海德纺织实业股份有限公司，主营业务是生产销售各种涤纶制品、纺织品及其他化学纤维、天然纤维材料及制品。2003年7月公司名称变更为海南海德实业股份有限公司，主营业务为房地产开发经营、房地产销售代理服务等。

2014年以来，海德股份总体上放缓和收缩了房地产相关行业的投资节奏，尝试开展大宗商品贸易服务。2015年以来，海德股份剥离房地产业务，设立海德资管，向不良资产经营业务转型。

截至2015年三季度，海德股份实现营业收入1255万元，同比增长569%，实现归属于母公司股东净利润1449万元，同比增长64%。

2. 剥离传统房地产业务

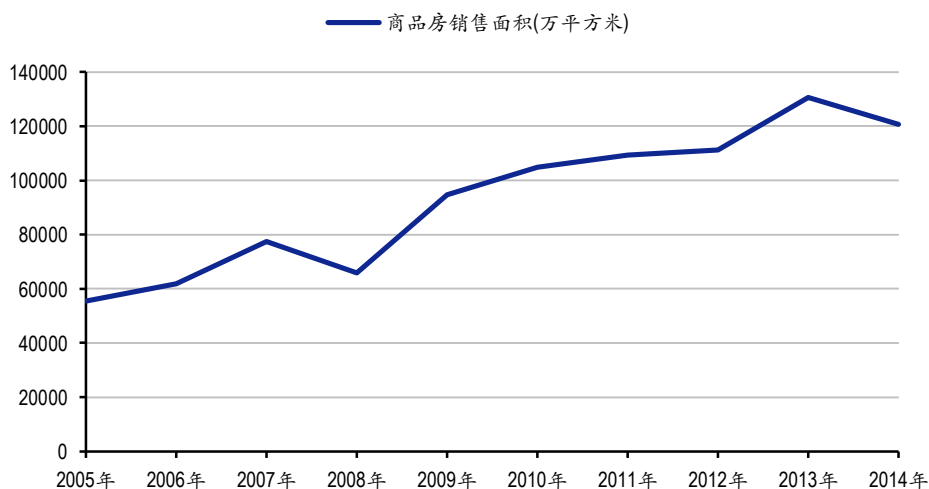
2.1. 剥离房地产子公司

2015年10月30日海德股份发布公告称出售平湖耀江24%股权的交易正式完成，此次交易的对方是耀江房产，耀江房产以现金支付股权转让款8750.46万元。

2.2. 房地产行业整体步入调整期

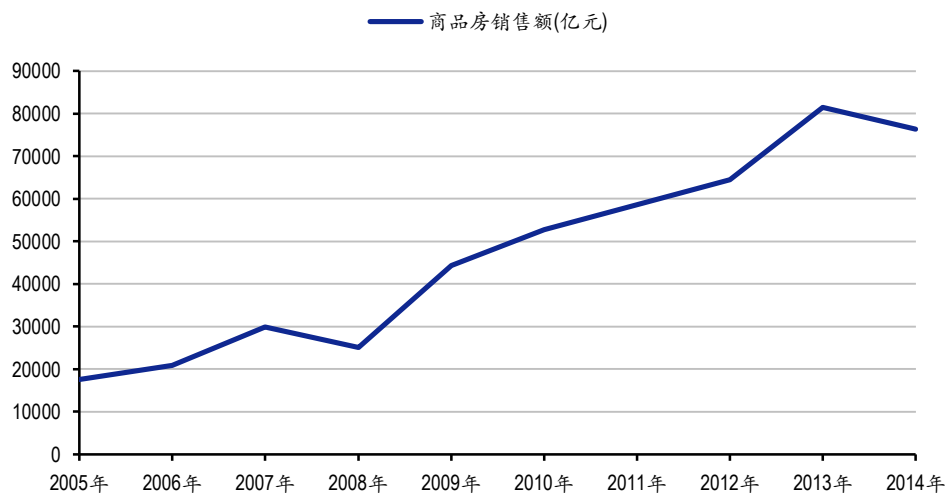
根据国家统计局数据，2014年，全国商品房销售面积12.06亿平方米，比2013年下降7.6%。全国商品房销售额7.63万亿元，比2013年下降6.3%。2014年全年，全国房地产开发投资9.5万亿元，比2013年增长10.5%，但增速比2013年下降9.3个百分点。房屋新开工面积17.96亿平方米，比2013年下降10.7%。

图1：全国商品房销售面积



数据来源：安信证券研究中心、国家统计局

图 2：全国商品房销售面积

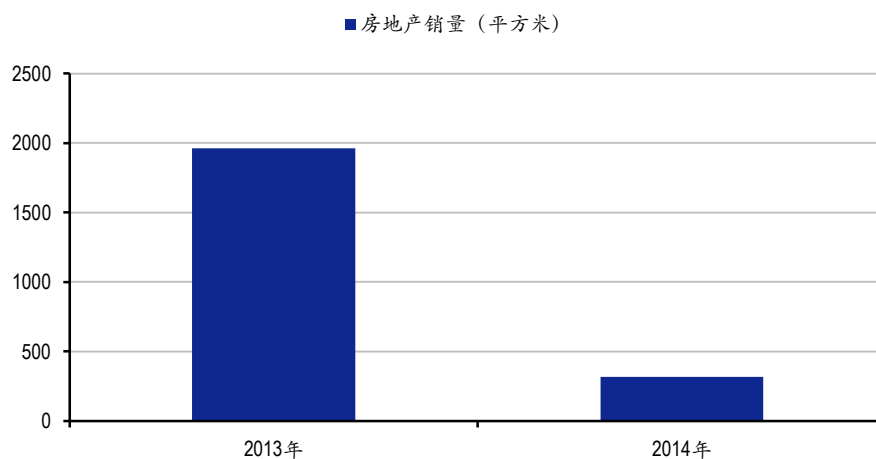


数据来源：安信证券研究中心、国家统计局

2.3. 公司房地产业务下滑明显

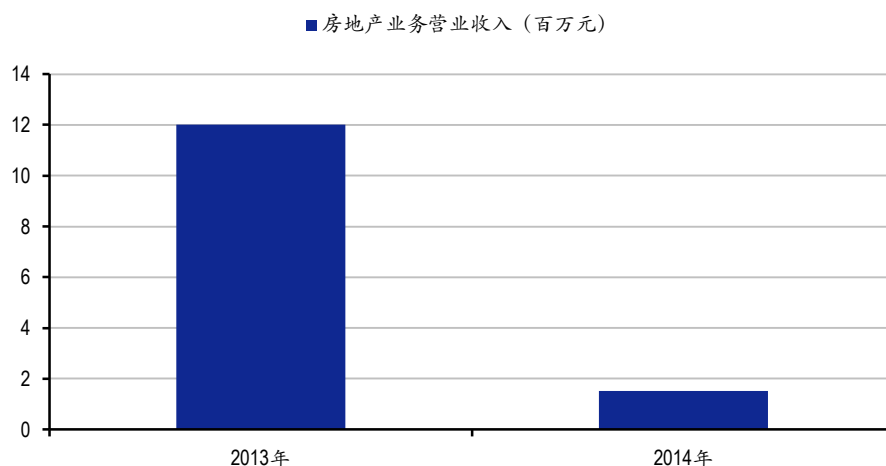
根据公司 2014 年年报数据，海德股份 2014 年房地产销量为 315.72 平方米，较 2013 年大幅下降 83.93%，2014 年实现房地产业务营业收入 151 万元，同比下降 89.41%。

图 3：公司房地产销量



数据来源：安信证券研究中心、公司报告

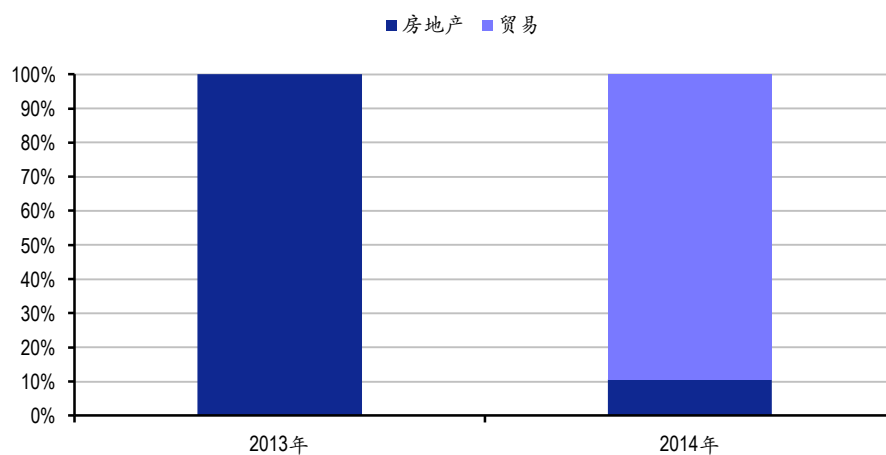
图 4：公司房地产业务营业收入



数据来源：安信证券研究中心、公司报告

自 2014 年海德股份开展贸易业务以来，公司房地产业务营业收入占比出现大幅下滑。

图 5：公司营业收入结构



数据来源：安信证券研究中心、公司报告

3. 转型不良资产经营业务

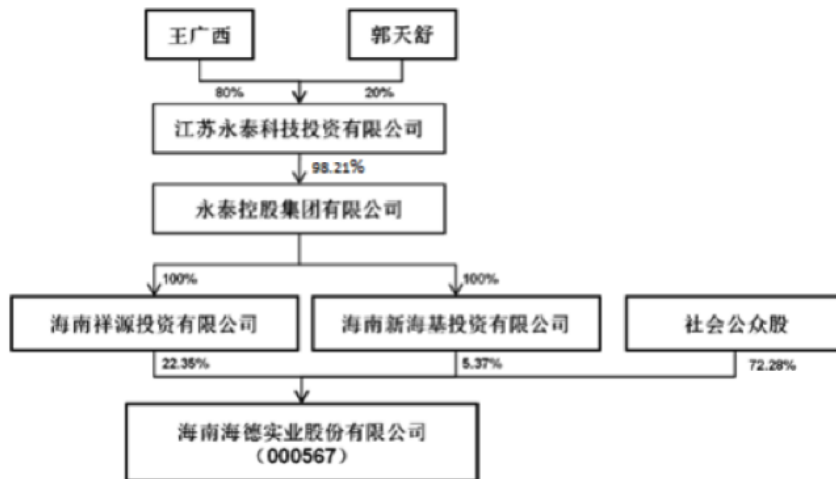
3.1. 拟注册海德资管从事不良资产经营业务

2015 年 10 月 14 日海德股份发布公告称拟设立海德资产管理有限公司，注册资本为人民币 10 亿元，由公司自筹资金进行投资并 100%控股，经营范围包括：收购、受托经营不良资产，对不良资产进行管理、投资和处置，资产置换、转让与销售，债务重组及企业重组，资产管理范围内的非融资性担保等。

3.2. 通过非公开发行充实不良资产经营业务资本规模

2015年10月30日海德股份就非公开发行股票事项发布了多项公告。本次非公开发行A股股票募集资金总额不超过人民币48亿元，发行对象是公司间接控股股东永泰控股。

图6：当前公司股东结构



数据来源：安信证券研究中心、公司报告

表1：非公开发行后永泰系持股比例

股东名称	持股数量	持股占比
永泰控股集团有限公司	367,534,456	70.85%
海南祥源投资有限公司	33,793,137	6.51%
海南新海基投资有限公司	8,115,000	1.56%
合计	409,442,593	78.93%

数据来源：安信证券研究中心、公司报告

本次筹集的48亿元人民币主要用于偿还设立海德资管相关借款以及增资海德资管。

表2：募集资金用途

项目名称	项目投资金额（亿元）
增资海德资管	38
偿还设立海德资管相关借款	10
合计	48

数据来源：安信证券研究中心、公司报告

“规模决定行业地位”是不良资产管理行业的特点。现阶段海德资管的10亿注册资本金，在未来可能无法满足其进一步的发展需要，此次海德股份通过非公开发行补充不良资管业务未来发展所需的资金，对于提升海德资管的资本实力，实现公司战略转型有重要帮助。

3.3. 未来海德资管业务模式及盈利来源

根据海德股份发布的公告，未来海德资管从事不良资产经营和管理，主要分为如下三个阶段：

(1) 阶段一：标的选取与投资阶段。标的的主要来源于金融或非金融机构的不良资产，重点定位于暂时陷入财务和经营困境，但其所处行业仍然符合国家产业发展政策、行业需求较大、具有行业整合价值或未来具有较大价值提升空间的资产。

(2) 阶段二：不良资产持有与管理阶段。海德资管将①通过债务重组(调整还款期限、方式、利率、债权转股权)、追加投资、提供其他融资服务、引入其他投资者等方式，帮助企业解决财务困境；②对有整合潜力的标的,海德资管将充分借助公司的资源优势，推动标的资产的纵向或横向整合并购，提升标的资产相关产业的经营效率；③对部分具有较好成长性的企业，海德资管将协助其完善公司治理、业务拓展，促使其加快发展步伐，在条件允许的情况下,助力其登陆资本市场。

(3) 阶段三：退出阶段。经过前期的财务重组及业务整合，对于已经摆脱财务和经营困境，且未来发展平稳的企业，海德资管将择机通过转让的方式退出获益，对于未来具有较大成长空间的企业，也可视情况通过长期持有获取长期收益。

未来海德资管盈利来源主要为：(1)以自有资金收购、管理、处置不良资产取得经营收益；(2)以第三方资金用于经营不良资产时，向第三方收取的管理服务费；(3)受托经营不良资产时收取的服务佣金。

3.4. 海德资管从事不良资产经营的竞争优势

依托上市公司平台，融资渠道便利。海德资管作为海德股份的全资子公司，能够依托上市公司的平台，融资渠道更加多元化，后续业务发展能得到足够的支持。

作为民营经济的机构，灵活性更强。四大资产管理公司及部分地方资产管理公司多为国资背景，海德资管作为一家民营上市公司的全资子公司，在经营决策、薪酬激励方面具备更强的灵活性。

对房地产相关领域具备较强的专业性。海德股份十多年来经营房地产业务，对房地产相关领域具备足够强的专业能，未来随着房地产行业的景气度下降，房地产相关的不良资产将会不断暴露，海德资管能够借助母公司的专业能力进行更好的相关不良资产的经营。

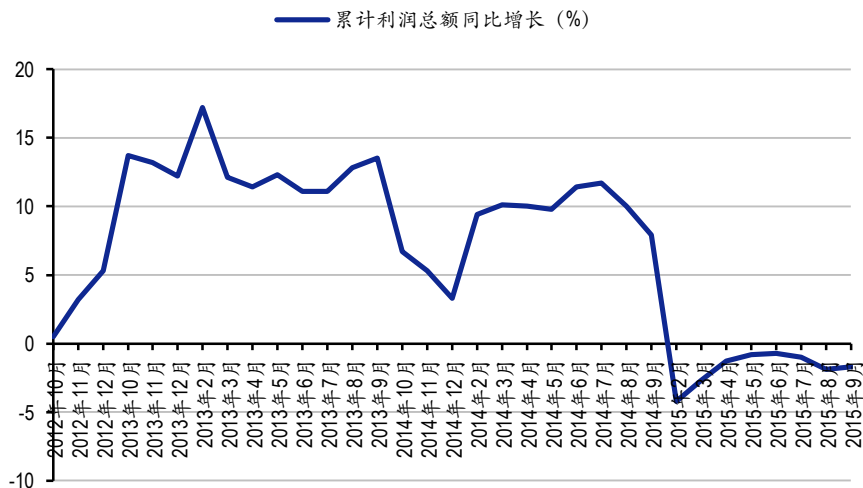
4. 不良资产管理行业景气度提升

4.1. 经济结构调整和产业升级是行业最大的驱动力

宏观经济下行过程中，产能过剩，去杠杆将成为经济主基调。根据国家统计

局数据，截至 2015 年 8 月，全国规模以上工业企业累计利润总额为 37663 亿元，同比下降 1.7%。我国经济进入了调结构、去杠杆的时期，部分资产质量下滑明显，带来了大量不良资产的供应。

图 7：全国规模以上工业企业累计利润同比增速 (%)

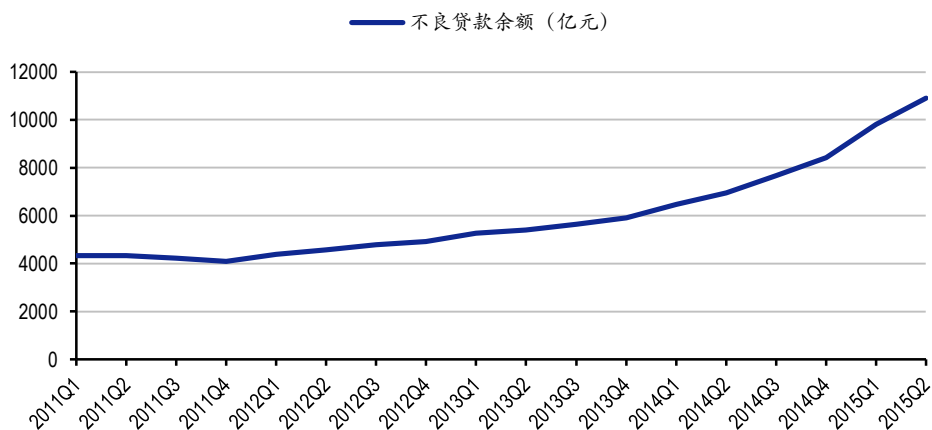


数据来源：安信证券研究中心、国家统计局

4.2. 银行不良资产上升带来处置需求

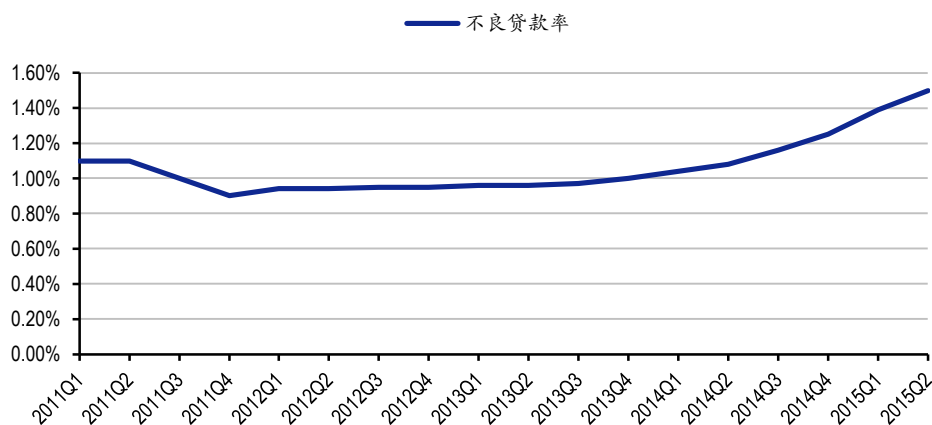
银监会数据显示，截至 2015 年二季度，我国商业银行不良贷款余额达到 10919 亿元，同比增速达 57%，银行不良贷款率达 1.5%，较 2014 年同期上涨 0.42 个百分点，银行不良债权资产的增加为不良资产管理机构提供了丰富的经营标的，不良资产管理行业迎来市场机遇期。

图 8：银行不良贷款余额 (亿元)



数据来源：安信证券研究中心、银监会

图 9：银行不良贷款率

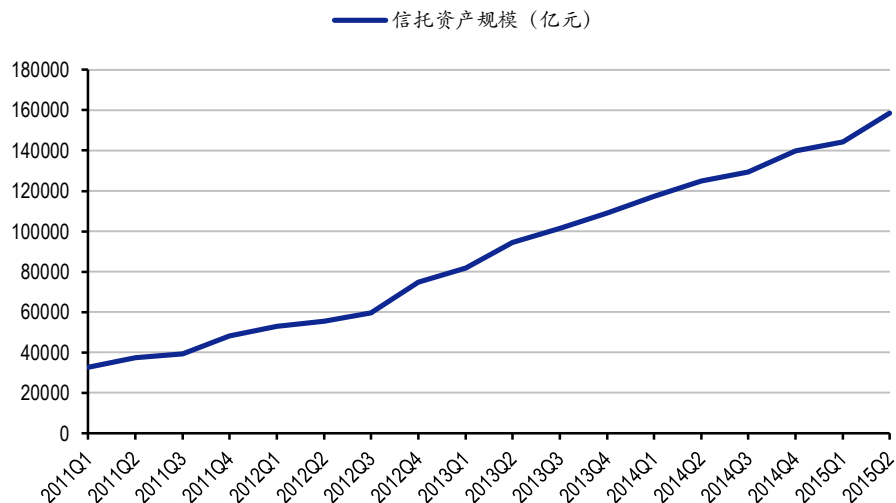


数据来源：安信证券研究中心、银监会

4.3. 非银行金融机构丰富不良资产来源

根据信托业协会数据，截至 2015 年二季度，信托业资产规模达到 15 万亿元，信托业存量资产和兑付风险双双提升为不良资产经营公司介入提供了新的机会。

图 10：信托资产规模

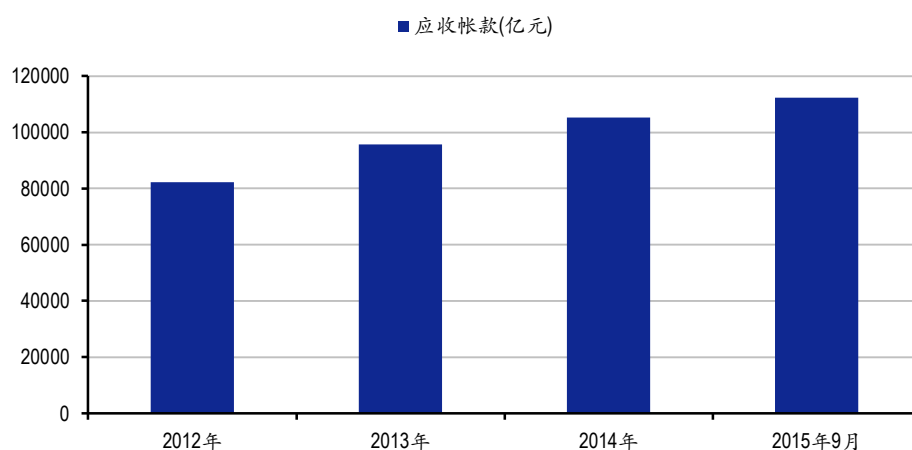


数据来源：安信证券研究中心、信托业协会

4.4. 经济下行中，非金融机构不良资产积聚

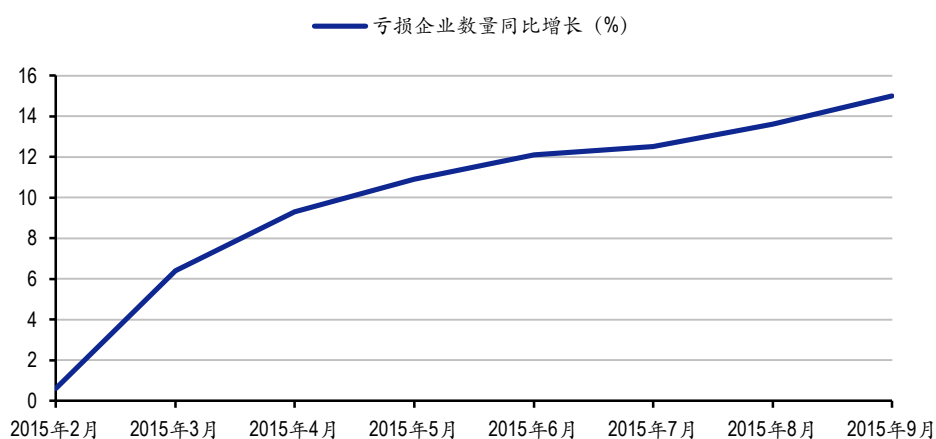
在部分行业淘汰、整合、转型及升级过程中，部分企业应收账款规模持续上升，回收周期不断延长，非金融企业对于资产及债务重组的需求将持续提升。根据国家统计局数据，截至 2015 年 8 月末，全国规模以上工业企业资产负债率达 57%。截至 2014 年末，全国规模以上工业企业应收账款从 2012 年末的 8.2 万亿元上升到 10.5 万亿元。

图 11: 应收账款 (亿元)



数据来源: 安信证券研究中心、信托业协会

图 12: 亏损企业数量同比增速 (%)



数据来源: 安信证券研究中心、信托业协会

4.5. 政策支持行业兼并/重组

国务院于 2014 年 3 月 7 日发布《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》，指引落后产能行业兼并、收购及重组等结构调整。兼并重组市场的扩张将给不良资产经营机构带来重大发展机遇。

5. 盈利预测及估值分析

5.1. 核心假设

- (1) 海德股份获得不良资产经营牌照的进度符合预期；
- (2) 海德股份于 2016 年顺利完成非公开发行募集到 48 亿元；
- (3) 根据公司已有业务情况，考虑到中国信达 2014 年收入增速超过 35% 以及海德股份业务初期会获得较高的收入增速，假设 2015 年-2017 年的收入增速分别达到 500% (2014 年基数低)、50%、30%。

5.2. 盈利预测

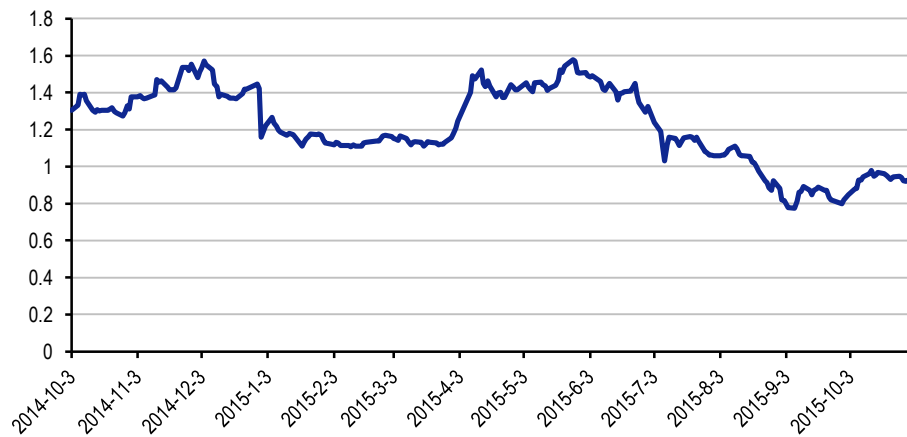
在核心假设的基础上进行进行盈利预测，我们预计：

- (1) 2015 年—2017 年净利润增速分别为 83%、76%、41%；
- (2) 2015 年—2017 年 EPS 分别为 0.08 元、0.04 元和 0.05 元（2016 年、2017 年已考虑增发情况）；
- (3) 2015 年—2017 年净利润率分别为 12.8%、15.1%和 16.4%。

5.3. 估值分析

中国信达和中国华融在国内四大资产管理公司占据两席，中国信达近一年来估值水平平均值为 1.21 倍 PB 左右，中国华融上市以来估值水平为 1.2 倍 PB 左右。

图 13：中国信达近一年 PB 水平



数据来源：安信证券研究中心、WIND

考虑到未来不良资产管理市场规模的扩张、内地资本市场不良资产管理牌照的稀缺性，以及海德股份不良资产经营业务未来的高速成长性，结合中国信达和中国华融的估值水平，我们认为对应于增发完成后的合理 PB 区间在 2 倍—2.6 倍，对应的市值在 100 亿元至 130 亿元，对应于增发完成前的 PB 区间在 13 倍—18 倍。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年11月01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	12.7	14.7	88.3	132.5	172.3	成长性					
减:营业成本	6.0	13.4	20.0	22.0	35.0	营业收入增长率	12.7%	15.7%	500.0%	50.0%	30.0%
营业税费	0.9	0.5	26.5	66.3	86.1	营业利润增长率	-77.1%	182.5%	267.5%	15.9%	40.4%
销售费用	0.1	0.1	0.9	1.3	1.7	净利润增长率	-119.9%	127.0%	83.1%	76.3%	41.8%
管理费用	11.0	13.6	13.0	13.0	13.0	EBITDA 增长率	-93.2%	1,313.7	568.7%	7.5%	20.5%
财务费用	-1.9	0.4	20.0	20.0	20.0	EBIT 增长率	-102.9%	-3,591.0	612.4%	7.6%	20.7%
资产减值损失	2.1	1.8	1.3	1.8	1.6	NOPLAT 增长率	-103.8%	-2,821.8	524.4%	7.6%	20.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	35.7%	17.2%	73.2%	1,249.2	4.4%
投资和汇兑收益	7.1	20.1	11.6	12.9	14.9	净资产增长率	24.9%	2.1%	65.0%	1,225.4	4.4%
营业利润	1.8	5.0	18.2	21.1	29.6	利润率					
加:营业外净收支	-	-0.1	-7.2	-2.5	-3.3	毛利率	53.2%	8.7%	77.4%	83.4%	79.7%
利润总额	1.8	4.8	11.0	18.7	26.4	营业利润率	13.8%	33.7%	20.6%	15.9%	17.2%
减:所得税	-0.6	-0.1	1.1	1.9	2.6	净利润率	21.4%	42.1%	12.8%	15.1%	16.4%
净利润	2.7	6.2	11.3	20.0	28.3	EBITDA/营业收入	3.2%	39.3%	43.7%	31.3%	29.1%
						EBIT/营业收入	-1.2%	36.4%	43.3%	31.0%	28.8%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	163	131	20	12	9
货币资金	39.9	3.7	2.0	2.0	2.0	流动营业资本周转天数	2,869	2,901	827	792	843
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	4,402	4,645	1,046	967	1,062
应收账款	5.4	27.2	67.0	105.0	157.7	应收账款周转天数	111	398	192	234	275
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	1,983	3,452	729	622	728
预付帐款	-	-	28.4	5.7	16.9	总资产周转天数	6,942	7,220	1,519	7,794	11,331
存货	117.1	165.3	192.4	265.5	431.1	投资资本周转天数	4,655	5,029	1,235	7,566	11,074
其他流动资产	21.4	-	27.7	16.3	14.7	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	1.4%	3.2%	3.1%	0.4%	0.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.8%	1.6%	2.3%	0.3%	0.4%
长期股权投资	82.3	102.4	102.4	4,902.4	4,902.4	ROIC	-0.1%	2.9%	15.5%	9.6%	0.9%
投资性房地产	2.4	1.8	1.8	1.8	1.8	费用率					
固定资产	5.5	5.2	4.8	4.4	3.9	销售费用率	0.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	86.4%	92.2%	14.7%	9.8%	7.5%
无形资产	-	-	-	-	-	财务费用率	-15.0%	2.8%	22.6%	15.1%	11.6%
其他非流动资产	0.9	10.2	3.8	4.9	6.3	三费/营业收入	71.9%	95.9%	38.4%	25.9%	20.2%
资产总额	275.0	315.6	430.2	5,308.0	5,536.8	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	15.4%	24.7%	8.9%	2.1%	2.1%
应付帐款	15.2	73.3	10.8	92.5	88.2	负债权益比	18.2%	32.9%	9.7%	2.2%	2.1%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	8.76	2.51	13.26	3.90	5.94
其他流动负债	5.8	4.7	13.1	8.6	16.7	速动比率	3.18	0.40	5.22	1.28	1.82
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	0.08	13.19	1.91	2.06	2.48
其他非流动负债	21.4	-	14.3	11.9	8.7	分红指标					
负债总额	42.4	78.0	38.2	113.1	113.5	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	43.7	42.4	22.9	115.5	338.2	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	151.2	151.2	151.2	518.7	518.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	37.7	43.9	217.9	4,560.7	4,566.3						
股东权益	232.6	237.6	392.0	5,195.0	5,423.2						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.02	0.04	0.08	0.04	0.05
净利润	2.3	5.0	11.3	20.0	28.3	BVPS(元)	1.25	1.29	2.44	9.79	9.80
加:折旧和摊销	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4	PE(X)	1,000.4	440.7	240.6	468.4	330.4
资产减值准备	2.1	1.8	-	-	-	PB(X)	14.4	14.0	7.4	1.8	1.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-57.9	-103.6	-18.1	-2.0	-47.2
财务费用	-1.3	0.5	20.0	20.0	20.0	P/S	214.5	185.3	30.9	70.7	54.3
投资损失	-7.1	-20.1	-11.6	-12.9	-14.9	EV/EBITDA	2,808.0	297.6	71.0	227.9	193.5
少数股东损益	-0.4	-1.2	-1.4	-3.2	-4.6	CAGR(%)	93.6%	68.5%	-189.8%	93.6%	68.5%
营运资金的变动	-42.1	-31.2	-156.5	-3.4	-228.7	PEG	10.7	6.4	-1.3	5.0	4.8
经营活动产生现金流量	-87.0	-34.8	-137.7	20.9	-199.4	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	41.3	0.1	11.6	-4,787.1	14.9	REP					
融资活动产生现金流量	44.1	-	-20.0	4,780.0	-20.0						

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

赵湘怀声明, 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
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@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	胡珍	0755-82558073
范洪群		0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
孟昊琳		0755-82558045	menghl@essence.com.cn
张青			zhangqing2@essence.com.cn
邓欣			dengxin@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

