

招商蛇口 (001979.SZ)

房地产开发行业

评级: 买入 首次评级

公司研究

市场价格 (人民币): 14.59 元  
 目标价格 (人民币): 18.00-18.50 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,899.45
总市值(百万元)	115,320.71
年内股价最高最低(元)	23.18/13.70
沪深 300 指数	3133.96
深证成指	10297.98



## 权益比例确定, 经营性地产整装待发

## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.433	0.655	1.167	1.547	1.751
每股净资产(元)	7.52	5.90	6.89	8.34	9.98
每股经营性现金流(元)	-2.21	0.26	9.99	3.08	3.07
市盈率(倍)	N/A	31.83	12.88	9.71	8.58
行业优化市盈率(倍)	27.70	46.45	36.20	36.20	36.20
净利润增长率(%)	15.01%	51.36%	78.02%	32.64%	13.18%
净资产收益率(%)	19.06%	10.40%	15.85%	17.37%	16.43%
总股本(百万股)	7,401.80	7,401.80	7,401.80	7,401.80	7,401.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

❖ **前海土地权益比例确定、园区开发运营提速:** 6月18日公司发布公告, 公司实际控制人招商局集团与前海管理局签署协议, 以前海湾物流园区扣除现状保留用地后的 2.9 平方公里土地为基础, 双方组建合资公司共同开发建设, 股权比例为 50:50, 由招商局集团实现财务并表。具体而言, 由公司控股的平台公司和前海管理局下属某公司组建合资公司, 后期合资公司在其开发经营用地中向前海管理局配建移交一定规模总部和产业用房。公司在前海蛇口自贸开发区的主导地位得以明确, 园区开发运营有望提速。

❖ **销售增速喜人、全年超预期可能性大:** 公司 2015 年销售额 575.8 亿 (+12.8%), 销售单价 16,572 元每平方米 (+18.3%); 2016 年前五月实现销售额 243.9 亿 (+57.6%), 增长强劲。今年公司可售货值 1300 亿左右 (含去年留存 350 亿), 按 55% 的去化率保守预计公司今年销售额能超 700 亿 (+21.6%), 这将为公司持续的业绩增长打下基础。

❖ **太子湾获准设立中国邮轮旅游发展实验区:** 国家旅游局已批准公司在太子湾设立中国邮轮旅游发展实验区, 占地面积 9.4 平方公里。公司在太子湾片区的 53.3 万方土储 (约 170 万方建面) 溢价优势开始显现。公司大力提倡的“前港-中区-后城”空间发展模式将加速落地, 公司可以邮轮母港建设为核心, 打造集旅游运营、餐饮购物等为一体的邮轮产业链。去年公司邮轮产业建设与运营贡献收入 3.3 亿元 (毛利率 56%), 未来增长空间巨大。

❖ **定增优化财务结构、股价折让显著:** 2015 年, 公司向 8 个特定对象以锁价方式发行股份以募集配套资金 118 亿元, 引入战略投资者, 优化了公司的负债结构。募集资金拟投向太子湾片区、前海片区和武汉、珠海的开发项目, 此外还投向招商局互联网创新业务平台。我们假定前海等区域未确定建面的地块按 1.8 的容积率计算, 前海片区约 10% 的土地后期会移交前海管理局, 估算出公司每股 RNAV25.8 元, 当前股价折让 43%。

## 投资建议

❖ 我们预计公司 2016 年实现 EPS1.17 元, 对应当前股价仅 12.5PE, 考虑到公司未来在园区开发运营和邮轮母港建设的协同优势, 当前显著折让的股价存在向上修复的基础, 首次覆盖给予买入评级。

## 风险提示

❖ 地产结算毛利率波动, 邮轮产业发展低于预期。

胡华如 分析师 SAC 执业编号: S1130516010001  
 (86755)83831622  
 huhuaru@gjzq.com.cn

贾翔夫 联系人  
 (8621)60230248  
 jiaxiangfu@gjzq.com.cn

## 内容目录

公司简介.....	3
项目开发及运营状况 .....	4
深耕前海蛇口自贸区 .....	4
负债结构明显改善 .....	5
多元主业经营、布局邮轮产业 .....	5
重估净资产计算.....	6
投资建议.....	7
风险提示.....	7

## 图表目录

图表 1：招商蛇口三大业务板块 .....	3
图表 2：近 4 年营业收入及净利润表现 .....	4
图表 3：去年销售净利率和 ROE 显著改善 .....	4
图表 4：前海蛇口自贸区土地使用权情况（万方） .....	4
图表 5：蛇口前海自贸区规划 .....	5
图表 6：三大主业营收拆分（亿元） .....	6
图表 7：三大主业毛利率表现 .....	6
图表 8：公司地产业务 RNAV 估算 .....	6

### 公司简介

- 招商局蛇口工业股份有限公司（以下简称为“招商蛇口”）是驻港大型央企招商局集团（以下简称为“招商局”）旗下房地产开发和园区建设的重要资源整合平台，为综合性开发经营企业。招商局于 1979 年率先在深圳特区全资创办了中国第一个对外开发工业区——蛇口工业区，蛇口工业区于 1987 年成立招商局蛇口工业区有限公司，也就是招商蛇口的前身。经过接近 30 年的发展，招商蛇口开发和建设了深圳蛇口 11 平方公里的土地，还在全国开发了 40 余个大型地产项目，累计开发面积超过 1500 万平方米。作为大型园区综合开发商，招商蛇口在蛇口片区大力发展网络信息、科技服务和文化创意三大产业，打造了融合高科技与文化产业的互联网及电子商务基地——蛇口网谷。除了园区开发，公司还形成了水、电、网三合并，码头服务、水陆客运、出租和酒店等综合配套服务体系。
- 2015 年 9 月，经过长达 5 个月的停牌，招商地产（000024.SZ）公告了“招商局蛇口工业区控股有限公司与招商局地产控股股份有限公司换股吸收合并协议”，由招商蛇口通过发行 A 股的方式吸收合并招商地产。招商地产成立于 1990 年，是一家主营业务为房地产开发与销售的公司。招商蛇口吸收合并招商地产，可以将招商地产在房地产开发领域的经验和招商蛇口在园区建设方面的优势加以整合。公司将未来的发展方向定为社区开发与运营、园区开发与运营和邮轮产业建设与运营三部分。

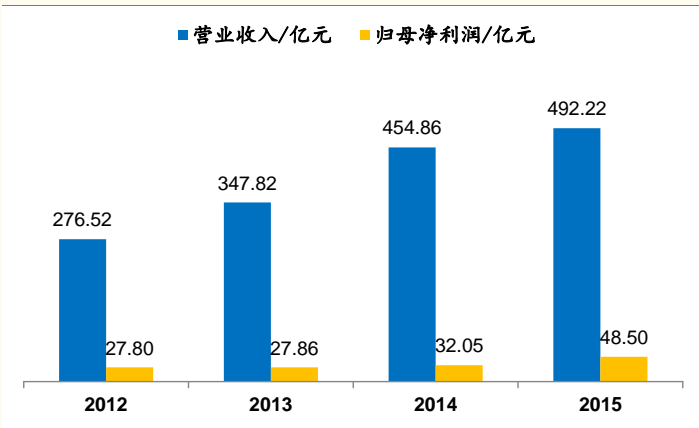
图表 1：招商蛇口三大业务板块



来源：互联网、国金证券研究所

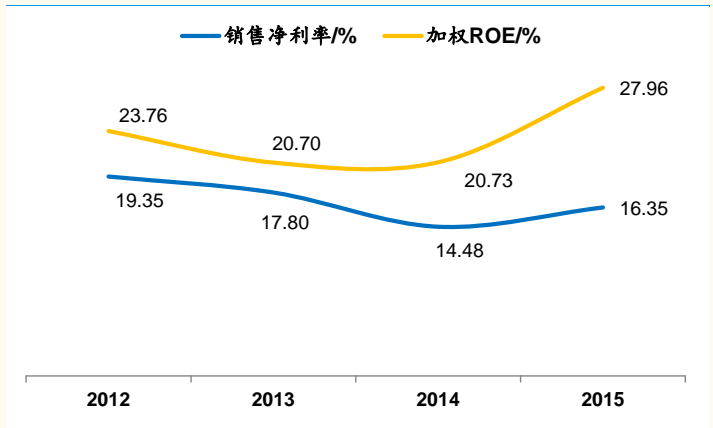
- 在吸收合并招商地产后，招商蛇口对各项资源进行了深度整合，实现协同效应。2015 年，公司实现营业收入 492.2 亿元，同比增长 8.2%；实现归属上市公司股东净利润 48.5 亿元，同比增长 51.4%，基本每股收益 0.88 元，同比增长 51.7%。公司备考口径归属于母公司所有者的净利润 68.9 亿元，同比增长 31.1%；基本每股收益 0.93 元，同比增长 31.1%。

图表 2：近 4 年营业收入及净利润表现



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：去年销售净利率和 ROE 显著改善



来源：Wind，国金证券研究所

### 项目开发及运营状况

- 公司 2015 年完成房地产销售面积 347.5 万方，同比减少 5%；新开工面积 442.5 万方，竣工面积 383.4 万方，2015 年末在建面积 975.8 万方。
- 房地产出租方面，公司拥有可出租土地面积 240.5 万方，出租率达 99%，报告期土地租金收入 2.4 亿元；公司拥有的出租型投资性物业包括公寓、别墅、写字楼、厂房、商铺及商业中心等，总体出租率达 88%，报告期物业租金收入 17.6 亿元；2015 年末公司在北京、深圳、漳州等城市拥有酒店客房 1895 套，酒店经营收入 6.19 亿元。
- 2016 年公司将以上市时的业绩承诺为刚性要求，力争在风险可控的前提下，寻求进一步突破。公司全年房地产销售目标 650 亿元，计划新开工面积 410 万平米、竣工面积 450 万平米；完成前海土地整备的谈判，加速前海自由贸易中心一期的建设，在城市转型升级的大背景下加快“蛇口模式”的异地复制；推进太子湾启动区一期的建设，实现太子湾邮轮母港在 2016 年底顺利开埠。

### 深耕前海蛇口自贸区

- 公司在深圳前海蛇口自贸区的土地及物业主要分为蛇口、太子湾和前海三大片区。土地使用权面积方面，按照是否取得土地使用权证书分类，蛇口片区已取得使用权土地 26.9 万方，正在办理土地使用权证书土地 50.0 万方，尚未取得土地使用权土地 163.18 万方；太子湾片区土地面积为 53.3 万方，均未取得土地使用权证书；前海片区已取得土地使用权证书面积 134.2 万方，尚未取得土地使用权证书土地 108.6 万方。

图表 4：前海蛇口自贸区土地使用权情况（万方）

是否取得土地使用权	蛇口片区	太子湾片区	前海片区
已取得	26.9	—	134.2
正在办理	50.0	—	—
尚未取得	163.2	53.3	108.6

来源：国金证券研究所

- 蛇口片区。经过公司及招商地产多年来对蛇口片区的开发建设，大部分规划指标内土地虽未取得土地使用权证书，但已完成建筑物的建设。截至 2015 年底，尚有 36.0 万方土地未开发，其中在建项目 5.6 万方。已开发土地上建设项目主要有希尔顿南海酒店、海上世界船尾、船后广场、宝耀二、三、四期等，剩余土地面积大部分为可进一步提升改造的工业厂房。公司在蛇口片区拥有 172 万方建筑物，其中的 88.1 万方已取得房产证，84.0 万方尚未取得正式产证。权属没有争议的物业大部分已用于出租，公司在蛇口片区的可租物业建面达 155.9 万方。

- 太子湾片区。公司将太子湾片区规划为总建面约 170 万方的集国际邮轮母港、港澳客运码头配套区和滨海特色娱乐休闲区为一体的新海上门户，定位为南中国最大的邮轮母港。太子湾将分为三期建设，一期为太子湾自贸启动区一期，2015 年底目前已开工建设且邮轮中心主体实现封顶预计 2016 年底投入试运行。目前太子湾片区已建成物业主要为客运码头，未来的客运码头将搬迁至太子湾邮轮中心。
- 前海片区。2015 年底，招商蛇口在前海片区的土地已经开发的主要为前海湾花园项目，公司已启动前海自由贸易中心一期建设相关准备工作，项目拟建成商业、办公、公寓、住宅综合体，定位为深港澳贸易自由化的国际现代商贸区。

图表 5：蛇口前海自贸区规划



来源：互联网、国金证券研究所

- 6 月 18 日，公司发布公告，实际控制人招商局集团与前海管理局签署框架协议，双方将组建合资公司，推进前海蛇口自贸片区的开发建设和运营管理。其中，二者将以组建合资公司为突破口，加快推进前海土地整备和开发建设，探索“小政府+大企业”的企业化管理、市场化运作模式。以招商局集团原前海湾物流园区 3.9 平方公里土地为合作基础，在扣除现状保留用地后，剩余 2.9 平方公里土地纳入合作范围，由双方组建合资公司共同开发建设。合资公司的主要业务包括自贸新城开发与运营管理、园区综合运营服务与深港合作的服务保障。协议双方在合资公司的股权比例为 50:50，有招商局集团实现财务并表。

#### 负债结构明显改善

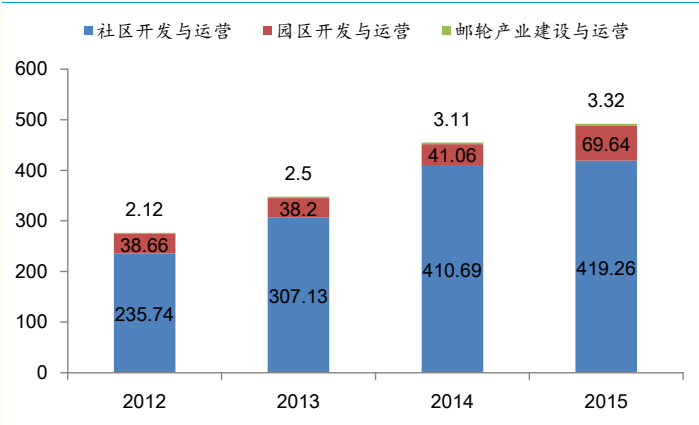
- 为募集资金，本公司实际向 8 名特定对象非公开发行 5.02 亿股，每股发行价为 23.60 元，于 2015 年 12 月 18 日收到募集资金总额人民币 118.5 亿元，扣除承销费、保荐费等发行费用人民币 5334 万元，募集资金净额为人民币 118 亿元。此外，公司报告期内完成两次中期票据发行，累计募集资金 30 亿元，利率为同期行业内最低；公司控股子公司招商局置地以优越条款成功发行 2.9 亿美元信用增强可转换债券。2015 年末，公司货币资金占总资产 19.27%，同比增加 55.53%；公司资金成本率为 4.93%，保持行业领先优势，为公司持续发展提供有力支持。

#### 多元主业经营、布局邮轮产业

- 2015 年，公司实现营业收入 492.2 亿元，其中社区开发与运营 419.3 亿元，园区开发与运营 69.6 亿元，邮轮产业建设与运营 3.3 亿元，三大主业各自

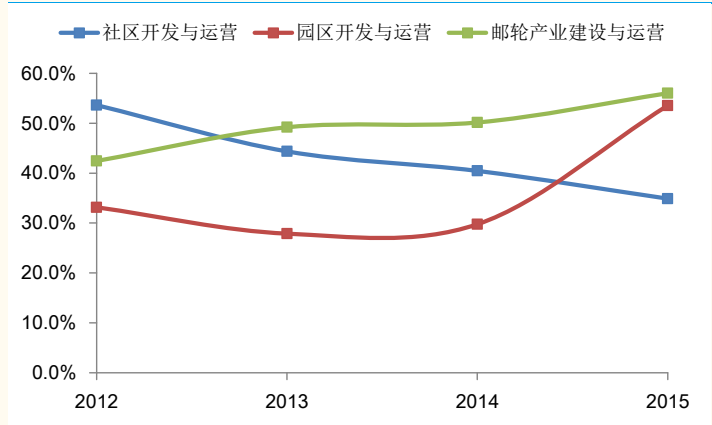
额毛利率分别为 34.9%、53.6%和 56%。趋势方面，社区开发与运营受房地产行业下行影响，毛利率逐年降低；园区开发与运营近年来毛利率无大幅下滑且 2015 年呈大幅增长；邮轮产业建设与运营属于新兴产业，毛利率逐年上升。

图表 6：三大主业营收拆分（亿元）



来源：国金证券研究所

图表 7：三大主业毛利率表现



来源：国金证券研究所

- 社区开发与运营。招商蛇口三大业务板块之一的社区开发与运营主要依托旗下招商地产的品牌。公司目前已布局 33 个城市，开发近 200 个项目，涉及别墅、高端住宅、高层公寓、花园洋房、大型社区等各类住宅产品。在重点进行住宅开发与社区运营、体验式综合体开发运营的同时，公司也逐步试水健康地产、医疗地产和旅游地产产品，并逐步加快海外项目的布局力度，目前在新西兰开发住宅产品。此外，公司将由物业空间开发逐渐向运营转型，提升开发和运营服务的能力，进一步提升物业的价值。
- 园区开发与运营。自蛇口工业区成立以来，招商蛇口已深耕蛇口，独立开发、建设、经营和管理该区域，积累了丰富的园区开发与运营经验。蛇口片区已被纳入自贸区达 1 年之久，自贸区创新样板园区的打造也对招商蛇口赋予了新的使命。
- 邮轮产业建设与运营。作为公司的全新业务，邮轮产业是公司优势所在和未来利润的新增长点。公司将以拥有的邮轮母港为核心，完善旅游运营、餐饮购物、免税贸易、酒店文娱、港口地产和金融服务业这一邮轮产业链，充分借助国家鼓励居民消费、旅游的政策红利，提前布局高端旅游市场。目前，深圳太子湾邮轮中心有 3 个在建泊位，其中最大的泊位可接纳 22 万吨级轮船，未来还有扩容的空间。未来目标是邮轮产业链发展一体化，即邮轮和岸上商业的互动。运营方面，公司计划和第三方邮轮运营商进行战略合作，学习邮轮运营经验，以提供更好的服务。

### 重估净资产计算

- 我们估算出公司每股 RNAV 为 25.76 元，如下表所示：

图表 8：公司地产业务 RNAV 估算

WACC	6.29%	
物业增值	1,569.84	亿元
总股本	7,904.00	百万股
每股增值	19.86	元
账面每股净资产	5.90	元
RNAV	25.76	元
股价	14.72	元
折价率	42.9%	

来源：国金证券研究所

### 投资建议

- 我们预计公司 2016 年实现 EPS1.17 元，对应当前股价仅 12.5PE，考虑到公司未来在园区开发运营和邮轮母港建设的协同优势，当前显著折让的股价存在向上修复的基础，首次覆盖给予买入评级。

### 风险提示

- 地产结算毛利率波动，邮轮产业发展低于预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	34,782	45,486	49,222	67,314	86,322	103,177
增长率		30.8%	8.2%	36.8%	28.2%	19.5%
主营业务成本	-19,967	-27,492	-30,677	-42,825	-55,117	-67,560
%销售收入	57.4%	60.4%	62.3%	63.6%	63.9%	65.5%
毛利	14,815	17,994	18,546	24,489	31,205	35,617
%销售收入	42.6%	39.6%	37.7%	36.4%	36.2%	34.5%
营业税金及附加	-4,579	-5,709	-5,204	-6,193	-7,942	-9,389
%销售收入	13.2%	12.6%	10.6%	9.2%	9.2%	9.1%
营业费用	-881	-1,043	-1,124	-1,414	-1,899	-2,270
%销售收入	2.5%	2.3%	2.3%	2.1%	2.2%	2.2%
管理费用	-955	-932	-1,227	-1,414	-1,985	-2,373
%销售收入	2.7%	2.0%	2.5%	2.1%	2.3%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	8,401	10,310	10,991	15,469	19,379	21,585
%销售收入	24.2%	22.7%	22.3%	23.0%	22.5%	20.9%
财务费用	-565	-921	-1,549	-1,722	-1,513	-1,651
%销售收入	1.6%	2.0%	3.1%	2.6%	1.8%	1.6%
资产减值损失	352	-572	-7	-8	-7	-4
公允价值变动收益	0	0	7	9	-8	8
投资收益	592	834	585	690	720	750
%税前利润	6.7%	8.6%	5.6%	4.7%	3.8%	3.5%
营业利润	8,780	9,650	10,027	14,438	18,571	20,688
营业利润率	25.2%	21.2%	20.4%	21.4%	21.5%	20.1%
营业外收支	96	45	383	390	420	460
税前利润	8,876	9,695	10,410	14,828	18,991	21,148
利润率	25.5%	21.3%	21.1%	22.0%	22.0%	20.5%
所得税	-2,685	-3,110	-2,364	-3,114	-4,198	-4,675
所得税率	30.2%	32.1%	22.7%	21.0%	22.1%	22.1%
净利润	6,192	6,586	8,047	11,714	14,793	16,473
少数股东损益	3,405	3,381	3,196	3,080	3,340	3,510
归属于母公司的净利润	2,786	3,205	4,850	8,634	11,453	12,963
净利率	8.0%	7.0%	9.9%	12.8%	13.3%	12.6%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	6,192	6,586	8,047	11,714	14,793	16,473
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	282	1,279	700	1,551	2,255	3,494
非经营收益	840	-1,502	619	6,039	1,619	1,880
营运资金变动	-4,694	-11,305	-7,282	59,660	5,713	2,440
经营活动现金净流	2,619	-4,941	2,084	78,964	24,381	24,287
资本开支	-1,279	-1,000	-1,483	-1,142	-1,830	-3,380
投资	-181	555	-84	-3,690	-3,677	-3,689
其他	-223	31	-475	699	712	758
投资活动现金净流	-1,683	-414	-2,043	-4,133	-4,795	-6,311
股权募资	1,668	1,596	12,465	-784	0	0
债权募资	7,247	6,150	3,276	696	5,000	5,000
其他	-3,041	-3,740	-1,269	-2,494	-2,751	-3,098
筹资活动现金净流	5,873	4,006	14,472	-2,582	2,249	1,902
现金净流量	6,808	-1,349	14,514	72,250	21,835	19,878
资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	27,451	26,133	40,644	112,893	134,728	154,606
应收款项	14,658	9,852	17,661	22,991	26,409	30,435
存货	81,527	100,676	121,380	84,477	108,723	133,270
其他流动资产	6,653	7,521	6,888	7,230	7,577	7,929
流动资产	130,289	144,181	186,573	227,592	277,437	326,239
%总资产	85.4%	85.7%	88.5%	90.7%	91.1%	91.3%
长期投资	15,325	15,873	15,432	19,122	22,799	26,488
固定资产	2,840	2,582	3,070	2,591	2,693	3,129
%总资产	1.9%	1.5%	1.5%	1.0%	0.9%	0.9%
无形资产	1,235	1,019	1,015	1,475	1,368	1,278
非流动资产	22,196	24,082	24,326	23,358	27,030	31,064
%总资产	14.6%	14.3%	11.5%	9.3%	8.9%	8.7%
资产总计	152,485	168,264	210,899	250,950	304,467	357,304
短期借款	12,980	11,494	8,082	5,502	5,502	5,502
应付款项	65,013	66,406	85,802	112,723	144,879	174,799
其他流动负债	6,435	9,915	9,010	10,513	12,081	13,525
流动负债	84,428	87,815	102,894	128,738	162,462	193,826
长期贷款	22,072	29,738	32,200	37,200	42,200	47,200
其他长期负债	5,914	5,311	13,642	11,918	11,918	11,918
负债	112,414	122,864	148,736	177,856	216,580	252,944
普通股股东权益	14,064	16,812	46,628	54,479	65,932	78,894
少数股东权益	26,008	28,587	15,535	18,615	21,955	25,465
负债股东权益合计	152,485	168,264	210,899	250,950	304,467	357,304
比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.376	0.433	0.655	1.167	1.547	1.751
每股净资产	6.290	7.519	5.899	6.893	8.341	9.981
每股经营现金净流	1.171	-2.210	0.264	9.990	3.085	3.073
每股股利	0.000	0.000	0.260	0.260	0.260	0.260
回报率						
净资产收益率	19.81%	19.06%	10.40%	15.85%	17.37%	16.43%
总资产收益率	1.83%	1.90%	2.30%	3.44%	3.76%	3.63%
投入资本收益率	7.48%	7.80%	7.68%	9.85%	10.50%	10.17%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	30.77%	8.21%	36.75%	28.24%	19.53%
EBIT增长率	N/A	22.73%	6.60%	40.74%	25.28%	11.38%
净利润增长率	N/A	15.01%	51.36%	78.02%	32.64%	13.18%
总资产增长率	N/A	10.35%	25.34%	18.99%	21.33%	17.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.6	0.8	0.7	0.4	0.4	0.4
存货周转天数	745.1	1,209.5	1,321.0	720.0	720.0	720.0
应付账款周转天数	137.3	204.8	194.6	155.0	155.0	155.0
固定资产周转天数	28.2	19.0	18.9	10.7	8.0	7.5
偿债能力						
净负债/股东权益	26.46%	39.91%	11.85%	-85.46%	-90.23%	-90.24%
EBIT利息保障倍数	14.9	11.2	7.1	9.0	12.8	13.1
资产负债率	73.72%	73.02%	70.52%	70.87%	71.13%	70.79%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD