2016 年 07 月 29 日

招商蛇口（001979.SZ）

公司动态分析

证券研究报告

园区

前海合作方案敲定，核心资源稳握在手

■**事件：**公司 28 日发布公告：招商局集团与前海管理局签署框架协议，公司将拟与安通捷码头、招商局物流共同投资（分别占 82.5%、14%、3.5%）设立合资公司招商前海投资（暂定名），该子公司再拟与前海投控成立合资公司，共同开发建设列入合作范围的 2.9 平方公里（具体面积由双方最终确定）的前海土地。

■**合作方案最终出水，权益比例确定。**本次与集团成立的合资公司，招商蛇口认缴出资 4.29 亿，占比 82.5%；安通捷码占 14%；招商局物流占 3.5%，实际控制人均为招商局集团。合资公司再拟与前海投控成立平台公司，负责推动前海土地整备和建设。若按照此前与前海管理局商定的 50:50 的权益分成比例，招商蛇口最终可能拥有该 290 万方土地权益的 41.25%。公司 2015 年报显示，公司在前海片区尚未取得权证的土地约 108.64 万方，若按此比例最终敲定，公司享有的土地权益实质上大超预期。

■**前海地缘核心地位确立，深圳新中心呼之欲出。**前海位于广深港三角的中心区域，享有超高规格政策支持，堪称“特区中的特区”。目前在香港政治经济环境尚不明朗的背景下，前海未来极有望承接香港金融中心职能及深圳新核心的地位，增长潜力不亚于陆家嘴。目前公司土储所在的前海、蛇口片区基建配套尚未成熟，区内房价低于较早发展起来的后海等其他片区，也低于南山区整体 7.6 万/平方米左右的均价，此处合作方案确定后整前海片区开发进展有望大提速，区内物业价值有望赶上甚至超越其他先行区域。公司凭借其核心资源、打造区内旗舰。

■**目前股价较潜在价值折让明显，未反映公司潜在价值。**我们认为大股东对公司价值测算较外部投资者更为清晰，公司上市后大股东及员工累计增持/认购公司股份总金额达到 36.69 亿元，目前公司股价（近 20 日均价 14.96 元/股）较上市初大股东增持均价（22.74 元/股）及员工持股价（23.6 元/股）分别折让 34.21%和 36.6%，而较我们重估 NAV 28.07 元折价近 46.7%，我们认为目前市场估值并未反映公司潜在价值。

■**业绩释放在明后、增长性有望大超预期。**我们年度策略报告认为随着地产市场迈过转折点，少数核心区域房价长期增长及其他区域停滞并存的局面将会持续存在，核心区域土地资源竞争只会更趋激烈。超越同行的资源攫取能力将是看龙头房企增长持续性的关键。招商地产过去的成长能力对比于其他地产龙头并不算强，但从禀赋看土地质地优于其他地产龙头，未来 2-5 年内有望表现出超出市场预期的增长力和持续性。我们预计公司今年销售额有望超 650 亿（+12.9%），未来将向千亿销售迈进，同时随着优质资源潜力释放，毛利率和 ROE 均将会进入稳定抬升期。

■**投资建议：**2016 年堪称地产龙头“风云变幻”之年，公司背靠百年招商，股权及治理结构稳定，并在其支持下手握前海核心资源，在目前地产龙头中禀赋最优。公司中报预告 EPS0.48-0.49，同比增 48.5%，业绩增长性显现。本次公告与政府合作方案的范围和进度均超预期，我们认为公司内在价值可能被市场低估。预计公司 2016-2018 年 EPS 为 1.12、1.35 和 1.70，对应当前股价 PE 为 13.5X、11.2X、8.9X，维持“买入-A”评级。

■风险提示：产业地产经营风险、地产销售下滑。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	45,485.9	49,222.4	65,411.1	80,509.2	100,644.0
净利润	3,204.6	4,850.3	8,821.6	10,662.0	13,417.5
每股收益(元)	0.41	0.61	1.12	1.35	1.70
每股净资产(元)	2.13	5.90	6.92	8.27	9.96

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	37.1	24.5	13.5	11.2	8.9
市净率(倍)	7.1	2.6	2.2	1.8	1.5
净利润率	7.0%	9.9%	13.5%	13.2%	13.3%
净资产收益率	19.1%	10.4%	16.1%	16.3%	17.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	21.0%	20.0%	23.9%	20.1%	22.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

维持评级

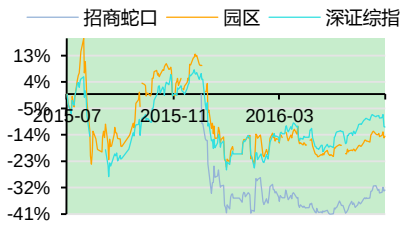
6 个月目标价： 22.4 元

股价（2016-07-29） 15.33 元

交易数据

总市值（百万元）	121,090.70
流通市值（百万元）	29,099.39
总股本（百万股）	7,904.09
流通股本（百万股）	1,899.44
12 个月价格区间	13.70/23.18 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.37	5.92	1.76
绝对收益	6.39	10.01	

陈天诚 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515100001
chentc@essence.com.cn
021-35082325

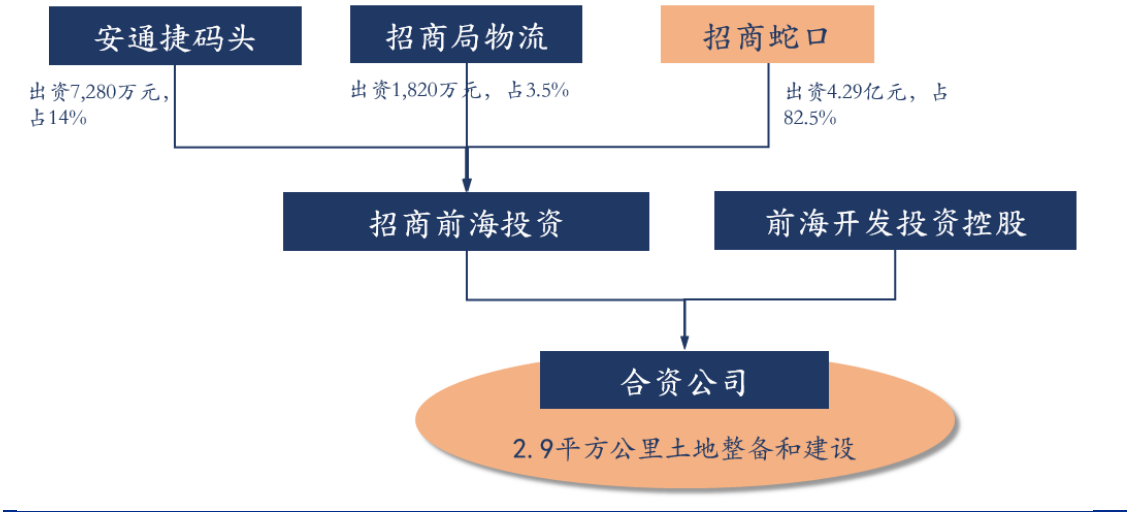
相关报告

招商蛇口：土地确权加厚，龙头前海弄潮	2016-06-20
招商蛇口：招商蛇口 2015 年年报点评	2016-04-01

一、合作方案最终出水，权益比例确定

本次与集团成立的合资公司，招商蛇口认缴出资 4.29 亿，占比达 82.5%；安通捷码占 14%；招商局物流占 3.5%，实际控制人均为招商局集团。合资公司再拟与前海投控成立平台公司，负责推动前海土地整备和建设。若按照此前与前海管理局商定的 50:50 的权益分成比例，招商蛇口最终可能拥有该 290 万方土地权益比例达 41.25%。

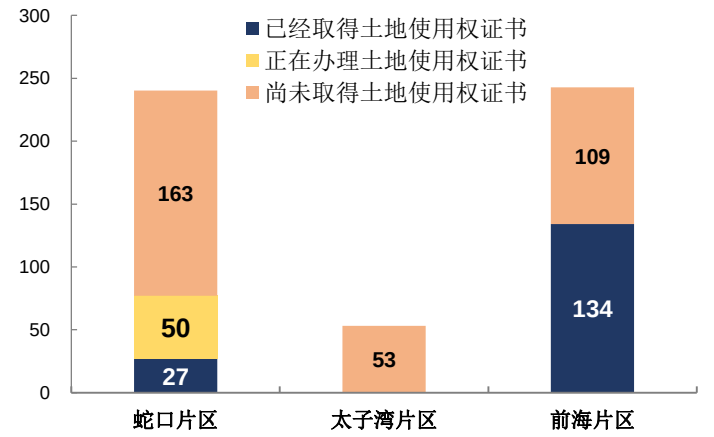
图 1：本次框架协议确定的合资方案



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

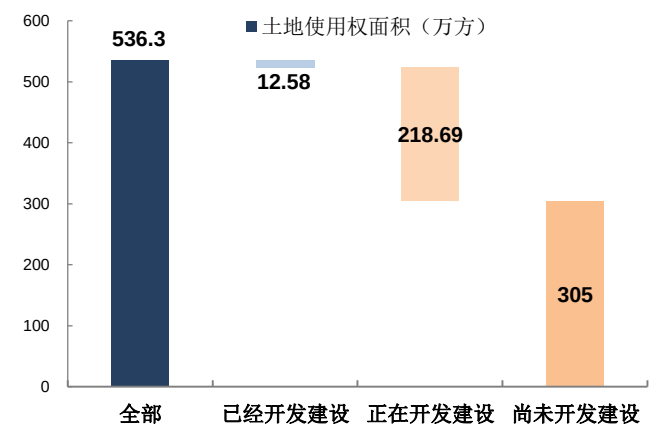
招行蛇口吸收合并招商地产时完成 A 股上市时，其新增资源主要是土地储备或已竣工项目，还有相当部分比例未获取土地所有权证。根据 15 年年报，公司前海片区的土地共计 242.86 万方，其中已取得土地使用权证的 134.22 万方，尚未取得的 108.64 万方。**此次确立的合作范围 290 万，方大于年报公布的公司前海片区土地规模，若按 41.25%的比例最终敲定，公司享有的土地权益实质上大超预期。本次“小政府+大企业”模式的政企合作进展超市场预期，均有赖于公司股权结构稳定，背靠大股东鼎力支持。**

图 2：目前三大片区的土地状况



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 3：公司未开发建设土地体量大



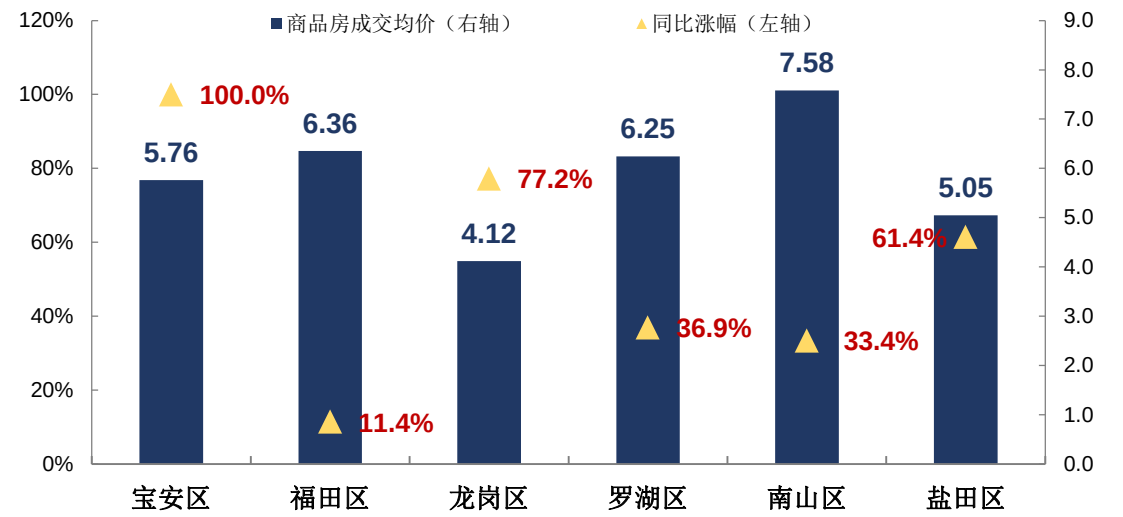
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

二、前海土储质地优良

公司重组后在蛇口/太子湾/前海三大片区拥有潜在土地资源规模 536.3 万方，一跃成为

中国最具实力与发展潜力的大型园区综合开发运营商。前海位于广深港三角中心区域，享有超高规格政策支持，堪称“特区中的特区”。目前在香港政治经济环境尚不明朗的背景下，**前海未来极有望承接香港金融中心职能及深圳 CBD 功能的地位，增长潜力不亚于陆家嘴。**

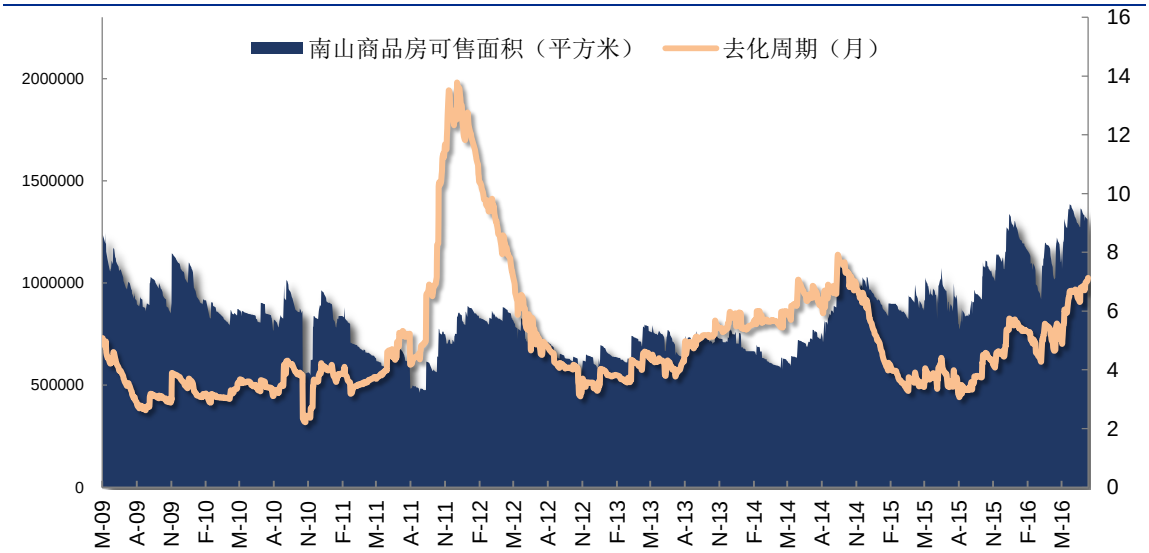
图 4：南山区商品房成交均价超越其他区域



资料来源：Wind、安信证券研究中心

目前从住宅价格看，前海所在的南山区已经体现预期。2016 年 6 月，全区商品房成交均价达到 7.58 万/平方米，同比增速达 33.4%。南山区 GDP 总值及增速都位居各区之首，而区域陆地面积仅 181.9 平方公里，地均产出达 17.63 亿/每平方公里（2013 年），已经接近成熟老区罗湖的水平。

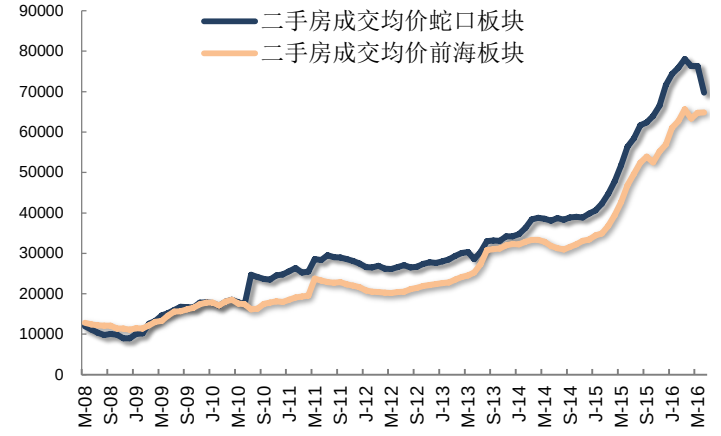
图 5：南山区目前去化周期已降至 8 个月以下



资料来源：Wind、安信证券研究中心

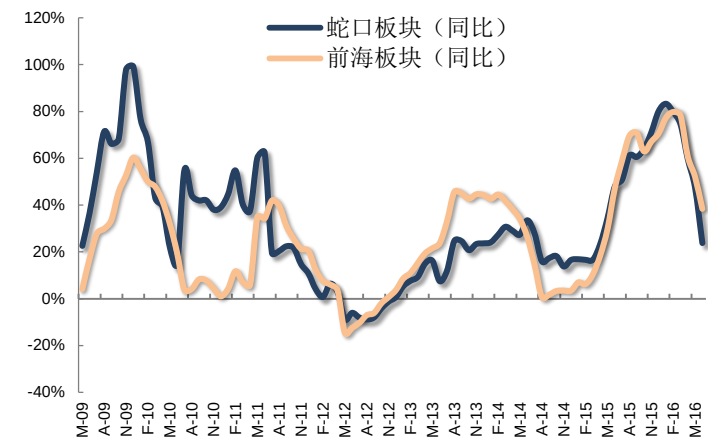
分片区看，蛇口片区及前海片区仍属于价值洼地，2016 年 6 月南山区蛇口片区及前海片区二手均价达 6.97 万/平方米及 6.48 万/平方米，略低于同为南山区内、发展得较早、配套更成熟的后海片区（8.13 万/平方米）和华侨城片区（8.31 万/平方米）。公司作为前海区内最大“地主”，与政府合作的方式确立后，蛇口及前海区域基建配套有望提速，片区销售均价有望向其他先行区域收敛，在长期甚至实现赶超。

图 6：目前蛇口及前海二手均价达 6.97 万及 6.48 万每平方



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 7：蛇口及前海板块二手销售均价同比



资料来源：Wind、安信证券研究中心

公司拥有境内全口径土地储备合计 388 万方，土地使用权面积 590 万方，房产建筑面积 139 万方，加上招商地产拥有全口径土地储备面积 1265 万方，公司全口径土地储备规模共计 1653 万方。合并后的招商蛇口拥有项目土地储备面积 3706 万方，公司无论从质地还是体量均在国内蓝筹公司中处于领先水平。

表 1：公司 2016 年来拿地聚焦核心一二线

地区	获取时间	权益	用地性质	占地面积	建筑面积	地价款	权益面积	权益地价	楼面价格
苏州	2016/02	30%	住宅用地	11.8	33.1	1,129.6	9.9	338.9	3,414.3
南京	2016/03	100%	商住混合用地	6.3	16.1	4,820.0	16.1	4,820.0	29,912.1
南宁	2016/03	100%	住宅、批发零售用地	3.2	7.1	123.6	7.1	123.6	1,734.0
北京	2016/04	70%	住宅混合公建用地	8.9	17.9	3,195.0	12.5	2,236.5	17,889.1
北京	2016/04	70%	住宅混合公建用地	8.4	16.7	3,000.0	11.7	2,100.0	17,921.1
广州	2016/04	60%	二类居住用地	17.9	26.3	649.9	15.8	389.9	2,469.9
杭州	2016/05	50%	住宅（设配套公建）用地	4.0	10.1	1,375.0	5.1	687.5	13,613.9
杭州	2016/05	100%	住宅（设配套公建）用地	3.6	9.0	1,380.0	9.0	1,380.0	15,269.7
宁波	2016/05	100%	城镇住宅、商务金融、批发零售、住宿餐饮用地	15.7	35.0	4,087.9	35.0	4,087.9	11,675.9

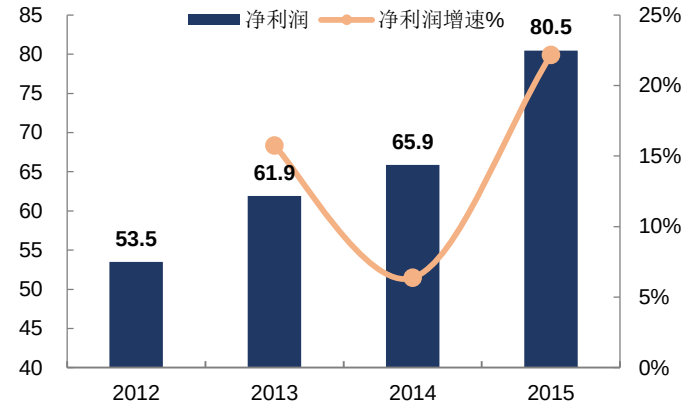
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

三、业绩增长有望大超预期。

公司 7 月 15 日晚已发布业绩预告，预计 1-6 月实现归母净利润 38 亿元－39 亿元，同比增长 112%-117%（由于受原招商地产并表影响），EPS 约为 0.48 元～0.49 元，同比增 48.5%。公司一季度毛利率高达 47.9%，相较 2015 年二、三季度大幅回升。

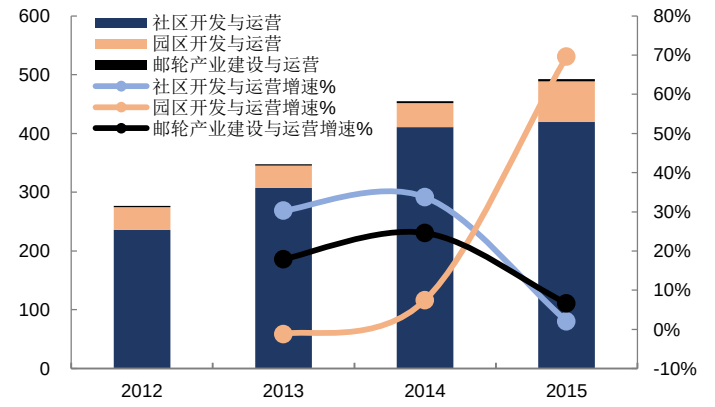
我们年度策略报告指出随着地产市场迈过转折点，少数核心区域房价长期增长及其他区域停滞并存的局面将会持续存在，核心区域土地资源竞争只会更趋激烈，超越同行的资源攫取能力将是看龙头房企增长持续性的关键。招商地产过去的成长能力对比于其他地产龙头并不算强，但从禀赋看土地质地优于其他地产龙头，未来 2-5 年内有望表现出超出市场预期的增长力和持续性。我们预计公司今年销售额有望超 650 亿（+12.9%），并在未来向千亿销售迈进，同时随着优质资源潜力释放，毛利率和 ROE 均将会进入稳定抬升期。

图 8：近 4 年净利润及增速（亿元）



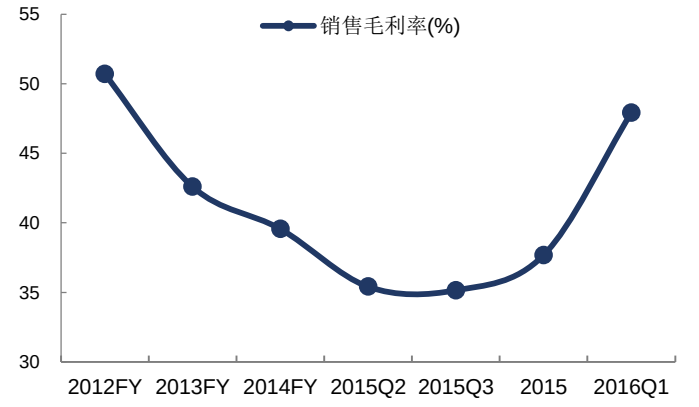
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 9：分业务营业收入（亿元）



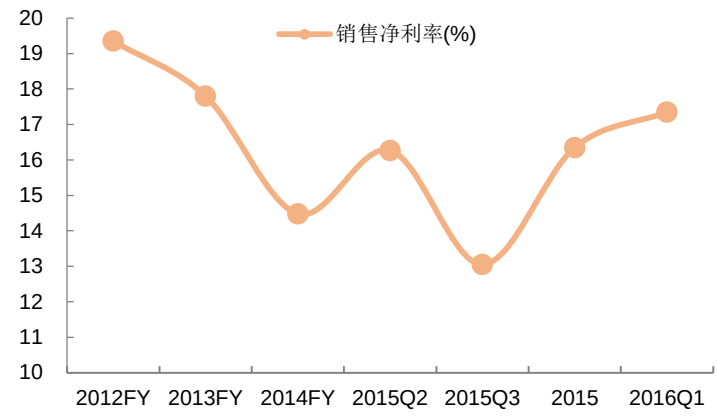
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 10：公司毛利率回升



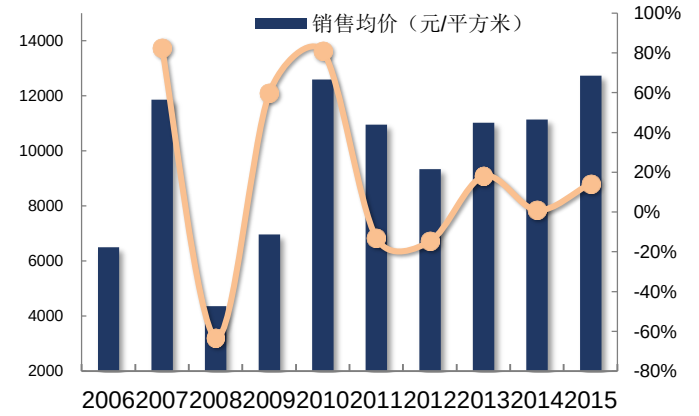
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 11：公司净利率回升



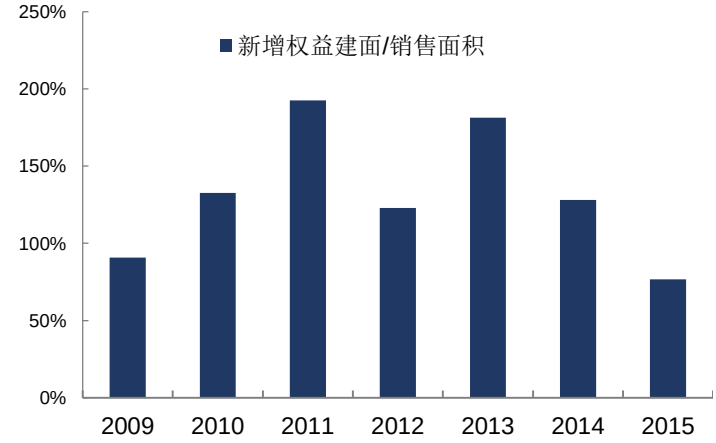
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 12：销售均价稳定增长



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 13：公司 2014 年后拿地偏谨慎



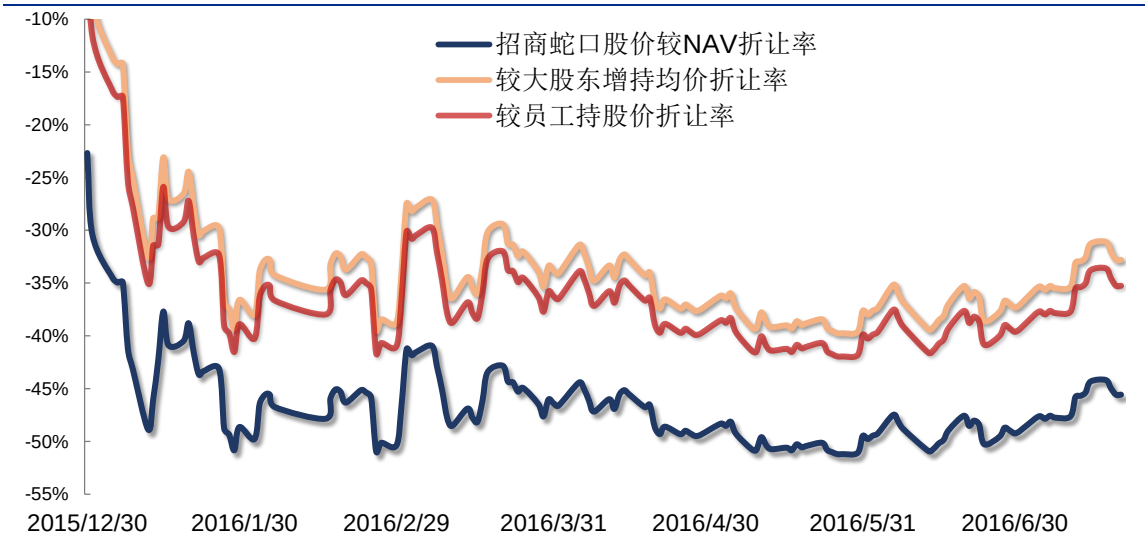
资料来源：Wind、安信证券研究中心

目前股价较潜在价值折让明显

我们认为大股东对公司价值测算较外部投资者更为清晰，公司上市后大股东及员工累计增持/认购公司股份总金额达到 36.69 亿元，目前公司股价（最近 20 日均价 14.96 元/股）较上市初大股东增持均价（22.74 元/股）及员工持股价（23.6 元/股）分别折让 34.21 和 36.6%，而较我们重估 NAV 28.07 元折价近 46.7%。目前折让率大于同类蓝筹 20%左右的均值，我们认为目前市场估值并

未反映公司潜在价值。

图 14：公司现股价较 NAV 折让明显



资料来源：Wind、安信证券研究中心

股权结构完整，背靠百年招商

公司背靠“百年招商”，家大业大。截至 2015 年底，招商局集团总资产 9011 亿元，管理总资产 6.2 万亿元。全年实现营业收入 1889 亿元，同比增长 102.6%；利润总额 788 亿元，同比增长 134%，盈利创造历史新高，并在在中央企业中增速排名第一。重组完成后招商局集团控股比例为 76.13%。公司股权结构完整，利益高度绑定，有利于公司保持长期、稳定的治理结构，船头一致。目前集团除地产外业务板块包括金融（银行/证券/保险/基金全牌照）、交通运输（港口/航运/海工/物流/贸易等），与公司三大业务板块深度协同（例如自贸商城渠道支持，邮轮全产业链建设），也潜在后续资产注入可能。

表 2：招商集团除地产外的其他业务板块

金融全牌照	
银行	A 股上市银行——招商银行
证券	A 股上市券商——招商证券
保险	包括海达保险经纪，招商局海达保险经纪（上海），海达远东保险经纪等
基金	包括招商资本，博时基金等
交通	
港口	中国最大的公共码头运营商，中国内地沿海码头分布于深圳、厦门、宁波、上海、青岛、天津和湛江等七个城市；国内港口网络基本成形，国际化布局成效显著，国际港口遍布“一大一路”多个国家。
公路	招商公路是中国经营性收费公路企业中投资范围最广，参股上市公司最多的公路投资经营企业
航运	以超级油轮为主的商业船队，中国最大的能源运输船队，规模位列世界第四位
物流	发展目标是“集约化，网络化，信息化，标准化”特点的，中国领先的全供应链服务供应商
海工装备	海工装备 招商工业建设世界一流海工装备和高端船舶修造企业为目标，实施差异化竞争策略
贸易	中国海事产品市场的最大供货商之一

资料来源：公司官网、安信证券研究中心

投资建议

2016 年堪称地产龙头“风云变幻”之年，招商蛇口自 2015 年底实施换股吸收合并招商地产并实现 A 股上市后，资源禀赋发生巨大变化；招商蛇口凭借前海地区 536 万方规模核心

土地资源以及未来园区开发及运营、社区开发与运营和邮轮产业建设及运营三大主业，实现业绩稳打稳扎，并为外延扩张预留空间。本次公告与政府合作方案的范围和进度均超预期，我们认为公司内在价值可能被市场低估。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 为 1.12、1.35 和 1.70，对应当前股价 PE 估值为 13.5X、11.2X、8.9X，维持“买入-A”评级，目标价 22.4 元。

风险提示

产业地产经营风险、地产销售下滑。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	45,485.9	49,222.4	65,411.1	80,509.2	100,644.0
减:营业成本	27,491.8	30,676.9	40,051.2	49,835.2	61,835.7
营业税费	5,709.3	5,203.8	6,822.4	8,497.3	10,586.6
销售费用	1,042.6	1,124.3	1,535.7	1,690.2	2,258.2
管理费用	932.2	1,226.7	1,223.8	1,372.4	2,035.6
财务费用	921.4	1,548.6	960.0	1,186.3	1,172.2
资产减值损失	572.4	6.9	75.7	218.3	100.3
加:公允价值变动收益	-	7.0	-	-	-
投资和汇兑收益	833.7	585.1	670.0	696.3	650.5
营业利润	9,650.0	10,027.3	15,412.3	18,405.7	23,305.9
加:营业外净收支	45.4	383.1	174.8	201.1	253.0
利润总额	9,695.4	10,410.3	15,587.2	18,606.8	23,558.9
减:所得税	3,109.6	2,363.8	4,130.6	4,577.8	6,019.6
净利润	3,204.6	4,850.3	8,821.6	10,662.0	13,417.5

财务指标

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长性					
营业收入增长率	30.8%	8.2%	32.9%	23.1%	25.0%
营业利润增长率	9.9%	3.9%	53.7%	19.4%	26.6%
净利润增长率	15.0%	51.4%	81.9%	20.9%	25.8%
EBITDA 增长率	13.0%	8.8%	40.1%	19.0%	24.3%
EBIT 增长率	13.1%	9.5%	41.4%	19.7%	24.9%
NOPLAT 增长率	10.2%	24.6%	34.5%	22.8%	23.4%
投资资本增长率	30.8%	12.3%	46.2%	10.9%	39.2%
净资产增长率	13.3%	36.9%	17.2%	19.3%	20.2%
利润率					
毛利率	39.6%	37.7%	38.8%	38.1%	38.6%
营业利润率	21.2%	20.4%	23.6%	22.9%	23.2%
净利润率	7.0%	9.9%	13.5%	13.2%	13.3%
EBITDA/营业收入	24.6%	24.8%	26.1%	25.2%	25.1%
EBIT/营业收入	23.2%	23.5%	25.0%	24.3%	24.3%
运营效率					
固定资产周转天数	20	18	13	9	5
流动营业资本周转天数	289	337	335	339	345
流动资产周转天数	1,086	1,210	1,171	1,114	1,119
应收帐款周转天数	97	100	108	102	104
存货周转天数	721	812	799	784	794
总资产周转天数	1,269	1,387	1,306	1,228	1,213
投资资本周转天数	313	348	341	347	349
投资回报率					
ROE	19.1%	10.4%	16.1%	16.3%	17.0%
ROA	3.9%	3.8%	4.3%	4.9%	4.5%
ROIC	21.0%	20.0%	23.9%	20.1%	22.3%
费用率					
销售费用率	2.3%	2.3%	2.3%	2.1%	2.2%
管理费用率	2.0%	2.5%	1.9%	1.7%	2.0%
财务费用率	2.0%	3.1%	1.5%	1.5%	1.2%
三费/营业收入	6.4%	7.9%	5.7%	5.3%	5.4%
偿债能力					
资产负债率	73.0%	70.5%	72.4%	69.6%	73.4%
负债权益比	270.6%	239.3%	262.2%	228.7%	276.0%
流动比率	1.64	1.81	1.71	1.74	1.72
速动比率	0.50	0.63	0.50	0.52	0.49
利息保障倍数	11.47	7.48	17.05	16.52	20.88
分红指标					
DPS(元)	-	-	-	-	-
分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	26,133.0	40,643.5	37,578.7	46,252.5	57,820.0
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	9,847.7	17,625.4	21,797.7	23,810.6	34,138.2
应收票据	4.4	35.9	14.3	24.5	33.8
预付帐款	3,647.8	865.8	6,151.7	3,121.5	7,358.1
存货	100,675.6	121,380.5	168,928.8	181,819.7	261,854.8
其他流动资产	3,872.9	6,021.7	4,330.8	4,497.0	4,704.2
可供出售金融资产	3,113.7	91.9	91.9	91.9	91.9
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	2,091.9	2,100.3	2,305.8	2,395.9	2,497.3
投资性房地产	10,667.7	11,720.2	13,357.8	14,425.9	15,678.7
固定资产	2,367.2	2,544.2	2,338.6	1,736.5	1,217.5
在建工程	215.2	525.7	713.6	962.8	1,181.3
无形资产	525.1	507.3	487.9	468.5	449.1
其他非流动资产	5,101.5	6,836.8	5,687.3	5,943.9	5,544.0
资产总额	168,263.7	210,899.2	263,785.0	285,551.4	392,568.8
短期债务	5,169.1	2,580.0	3,558.0	5,129.5	11,301.7
应付帐款	30,723.6	33,851.4	57,500.1	50,464.3	84,591.0
应付票据	47.3	959.4	64.7	83.4	108.4
其他流动负债	51,874.9	65,503.0	78,457.9	93,500.3	116,280.7
长期借款	29,738.2	32,199.8	39,935.4	42,810.7	68,625.0
其他非流动负债	5,311.0	13,642.2	11,432.7	6,697.9	7,257.6
负债总额	122,864.1	148,735.9	190,948.8	198,686.2	288,164.4
少数股东权益	28,587.4	15,535.0	18,170.0	21,536.9	25,658.7
股本	2,236.0	7,904.1	7,904.1	7,904.1	7,904.1
留存收益	14,415.4	37,940.6	46,762.1	57,424.1	70,841.6
股东权益	45,399.5	62,163.3	72,836.2	86,865.2	104,404.4

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	6,585.8	8,046.6	8,821.6	10,662.0	13,417.5
加:折旧和摊销	706.8	693.5	706.3	733.2	795.1
资产减值准备	572.4	6.9	-	-	-
公允价值变动损失	-	-7.0	-	-	-
财务费用	1,215.5	1,254.8	960.0	1,186.3	1,172.2
投资损失	-833.7	-585.1	-670.0	-696.3	-650.5
少数股东损益	3,381.2	3,196.2	2,635.0	3,367.0	4,121.7
营运资金的变动	-10,354.9	-7,377.1	-22,351.8	-8,724.0	-32,023.9
经营活动产生现金流量	-4,941.3	2,084.3	-9,898.9	6,528.2	-13,167.8
投资活动产生现金流量	-413.8	-2,042.6	-901.5	-729.6	-1,079.1
融资活动产生现金流量	3,988.7	14,273.3	7,735.6	2,875.3	25,814.3

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.41	0.61	1.12	1.35	1.70
BVPS(元)	2.13	5.90	6.92	8.27	9.96
PE(X)	37.1	24.5	13.5	11.2	8.9
PB(X)	7.1	2.6	2.2	1.8	1.5
P/FCF	-102.4	38.3	-24.0	17.7	14.2
P/S	2.6	2.4	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA	-	13.8	8.1	6.7	6.1
CAGR(%)	28.7%	29.7%	22.8%	28.7%	29.7%
PEG	1.3	0.8	0.6	0.4	0.3
ROIC/WACC	2.9	2.7	3.3	2.8	3.1
REP	-	1.2	0.6	0.6	0.4

资料来源：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

陈天诚声明，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	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	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： 上海市虹口区东大名路638号3楼

邮编： 200122

北京市

地址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编： 100034