

低估明显的调味品成长股，催化剂可期

■调味品是公司最核心收入和利润贡献者，过往具有极佳的持续快速增长轨迹。2000-2015年公司调味品子公司美味鲜的收入复合平均增速为19.7%，净利润复合平均增速为23.6%，收入增速除2003年低于10%外均为两位数增长，最高值为2010年的30.63%，具有鲜明的持续快速增长属性。净利润增速显著高于收入增速，表明公司利润率提升，而实际看，公司净利润率呈现明显微笑曲线，公司当前已经在调味品品牌竞争当中占据主动，规模优势和品牌溢价逐渐显现。

■2015年调味品收入占比超过9成，房地产业务渐入销售收入确认期。2006年以来公司调味品收入占比从50%左右提高到2015年的95%，同期房地产业务由2006年接近40%下降到2015年的2%左右。2006-2015年房地产收入确认峰值不超过3.5亿元（2015年仅4,380万元），而调味品业务收入已经超过25亿元，未来公司侧重点仍在调味品板块。2016年公司存量房地产（存量别墅约130套）部分销售确认，预计全部销售完成情况下，房地产贡献约3亿左右收入，正常情况下贡献4000万以上利润。

■预计2016年上半年销售增速恢复向上，上半年利润弹性较大，全年暂维持谨慎预测。2015年美味鲜公司上半年收入12.66亿元，同比增长9.12%，净利润1.35亿元，同比下降4.56%，主要系阳西基地折旧、销售费用和研发投入等增加所致，从收入增速看，2015年上半年为9.14%，下半年为12.01%，2016年1季度收入利润增速分别为13.44%和24.00%，我们预计2016年上半年美味鲜收入增速继续小幅提高，公司调味品收入增速呈现恢复态势，且利润增速更快。

■调味品+土地两块资产均优质，测算价值低估50%。公司商住地及商住配套用地合计1,906亩，其中商住地660亩，按拍卖出让市场价格计算，市场价值保守在44亿左右，公司当前市值106亿元，公司2015年美味鲜调味品业务净利润3.07亿元，我们预计2016年在3.5亿元附近（扣除少数股东损益约为3.20亿元），调味品业务市值不足62亿元，估值不到20倍。按调味品公司平均估值40倍市盈率或5倍市销率计算，公司整体市值将在170-200亿之间，低估幅度大。

■投资建议：维持买入-A投资评级。公司两项核心资产和业务估值测算合计超过170亿元，我们认为深中通确实对公司地价形成提振，公司调味品业务成长性领跑调味品板块，且公司隐含增发成功后的改制红利。我们给予公司170亿市值目标，对应目标价21.30元。

■风险提示：定增进度严重不达预期；调味品业绩释放动力不足。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	2,641.9	2,758.6	3,222.8	3,784.6	4,608.2
净利润	286.8	247.3	319.4	427.1	567.0
每股收益(元)	0.36	0.31	0.40	0.54	0.71
每股净资产(元)	2.96	3.16	3.40	3.76	4.24
盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	37.0	42.9	33.2	24.8	18.7
市净率(倍)	4.5	4.2	3.9	3.5	3.1
净利润率	10.9%	9.0%	9.9%	11.3%	12.3%
净资产收益率	12.2%	9.8%	11.8%	14.2%	16.8%
股息收益率	0.8%	0.8%	1.0%	1.3%	1.8%
ROIC	16.1%	11.6%	12.6%	15.6%	20.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

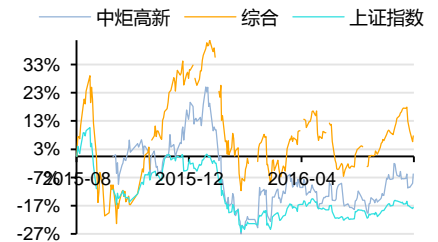
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**21.30元**
股价(2016-08-02) **13.32元**

交易数据

总市值(百万元)	10,611.21
流通市值(百万元)	10,611.21
总股本(百万股)	796.64
流通股本(百万股)	796.64
12个月价格区间	10.38/17.83元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%	7.53	8.18	-21.51
相对收益	8.86	9.3	-40.11

苏铖

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

相关报告

- 中炬高新：受益深中通道房产重估空间巨大，存量房加速去库存将显著增厚今明两年业绩 2016-02-23
- 中炬高新：主业趋势改善明显，期待改制后潜力继续释放 2015-10-28
- 中炬高新：前海成为控股股东，期待机制激活后潜力爆发 2015-09-09

1. 我们认为价值严重低估 50%以上

1.1. 土地资产和调味品业务价值低估明显，调味品实际估值不到 20 倍市盈率

公司商住地及商住配套用地合计 1,906 亩，其中商住地 660 亩，按 2016 年的拍卖出让市场价格 445 万/亩计算，市场价值保守在 44 亿元左右。

表 1: 中山市商住地拍卖出让价格走高

区域	编号	面积	均价	交易时间
汇总	商住等商品住房用地	36.31 亩	624 万	2016 年 2 季度
古镇镇曹一村	W10-15-0186	26 亩	760 万	2016 年 5 月
港口镇世纪西路	W11-15-0191	92 亩	267 万	2016 年 1 月
	商住等商品住房用地	38.02	150 万	2015 年 4 季度

资料来源: 中山市国土资源局, 安信证券研究中心

表 2: 公司及子公司实际拥有的商住地和配套用地规模和市值测算

	商住地 (亩)	已开发 (亩)	剩余 (亩)	配套用地 (亩)	总计
中汇合创	900	240	660	453	1353
中炬高新				553	553
市值 (亿元)			29.4	14.9	44.29

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心整理测算

公司当前市值 106 亿元 (8 月 2 日), 扣除土地价值 44 亿元, 公司调味品主业估值不高于 62 亿元。公司 2015 年美味鲜调味品业务净利润 3.07 亿元, 我们预计 2016 年在 3.50 亿元附近 (扣除少数股东损益约为 3.20 亿元), 也即估值不到 20 倍。

1.2. 调味品板块的估值比较, 公司低估明显, 和成长性不匹配

调味品板块整体估值较高, 不仅中小企业估值水平高, 2016 年市盈率高过 40 倍, 龙头海天味业估值也接近 30 倍, 调味品板块享受了较高估值溢价。

从市销率角度, 加加食品和恒顺醋业的市销率都在 4 倍以上, 海天味业市销率更高, 板块平均市销率达到 5 倍。

如前测算, 中炬高新调味品业务市盈率不到 20 倍, 市销率不足板块均值的一半, 如果公司调味品业务估值按板块平均市盈率和市销率估算, 公司整体市值在 170-200 亿之间, 较公司当前市值 106 亿有大幅提升。

表 3: 调味品板块公司估值比较

	股价 (元)	市值 (亿)	每股收益 (元)	收入 (亿)	市盈率 (倍)	市销率 (倍)
603288.SH 海天味业	31.16	843.3	1.10	129.8	28.38	6.50
600305.SH 恒顺醋业	11.27	67.9	0.27	14.7	42.50	4.61
002650.SZ 加加食品	7.16	82.5	0.14	19.0	51.07	4.33
平均值					40.65	5.15
600872.SH 中炬高新	13.32	106.1	0.38	30.0 ^①	19.32 ^①	2.06 ^②

资料来源: wind 一致预期, 安信证券研究中心;

① ②均采用中炬高新的调味品业务收入和利润进行计算比较; 采用 2016 年预测值

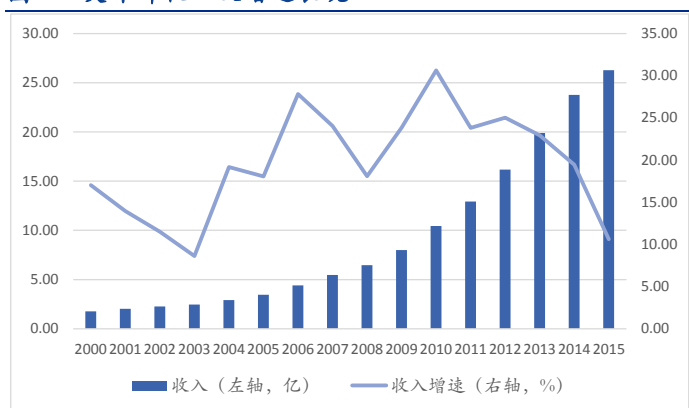
2. 公司调味品业务具有良好成长性前景

2.1 调味品业务具有极佳的增长履历

调味品是公司最核心收入和利润贡献者，过往具有极佳的持续快速增长轨迹。2000-2015 年公司调味品子公司美味鲜的收入复合平均增速为 19.7%，净利润复合平均增速为 23.6%，收入增速除 2003 年低于 10% 外均为两位数增长，最高值为 2010 年的 30.63%，具有鲜明的持续快速增长属性。公司过往成长性充分证明了公司调味品团队的实力，未来如果实现国企改革，公司成长性有望得以维持甚至阶段性得到显著加强。

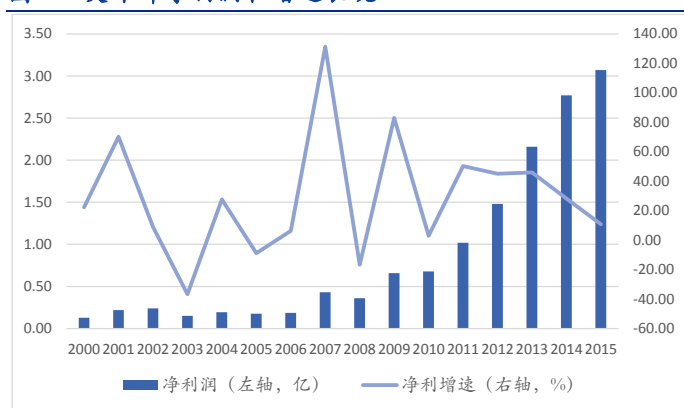
净利润增速显著高于收入增速，表明公司利润率提升，而实际看，公司净利润率呈现明显微笑曲线，公司当前已经在调味品品牌竞争当中占据主动，规模优势和品牌溢价显现。

图 1：美味鲜收入及增速表现



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2：美味鲜净利润和增速表现



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.2 公司调味品业务净利润率上升空间有 30%

调味品公司当中龙头海天味业净利润率最高，超过 20%，得益于生产高度自动化、规模效应、渠道高效率 and 全员激励的民营机制。

海天味业的高净利润率说明品牌调味品公司净利润率天花板较高，公司作为行业定位中高端的调味品公司，中长期净利润率应对标海天味业。2015 年海天味业毛利率较中炬高新高出 6.35 个百分点，净利润率则高出 11.55 个百分点。

加加食品净利润率较低，但正常情况下也有 10% 左右，主要系销售毛利率较低影响——因为加加食品主营酱油相对偏中低端，2008 年来加加食品毛利率从 24% 左右上升到接近 29%，如果加加食品毛利率提高到中炬高新的水平，其净利润率也能达到 15% 左右。

恒顺醋业毛利率也整体呈现上升态势。

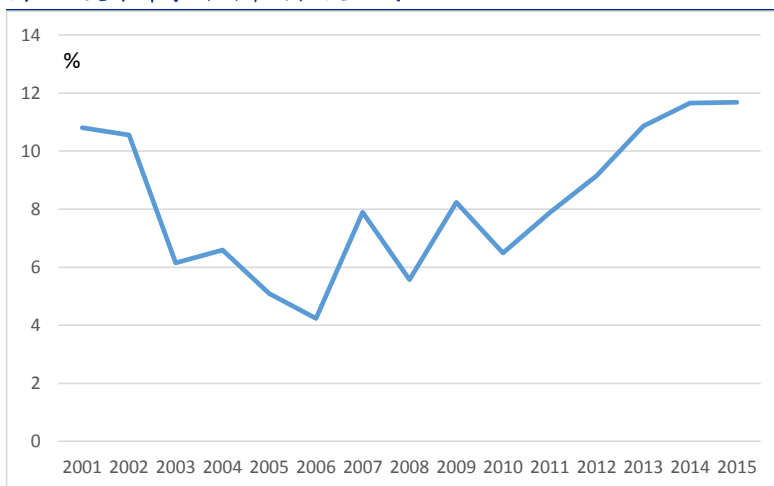
调味品公司共性是毛利率呈现提升态势，但转化成净利润率方面民营企业做的更好。我们认为公司合理净利润率未来有望提升至 15% 左右，较目前有约 30% 空间。

表 4：调味品公司净利润率比较（2016 年预测值）

		净利润 (亿)	收入 (亿)	净利润率	属性
603288.SH	海天味业	29.72	129.8	22.9%	民营
600305.SH	恒顺醋业	1.60	14.7	10.8%	国企
002650.SZ	加加食品	1.62	19.0	8.5%	民营
600872.SH	中炬高新	3.20	30.0	10.7%	国企

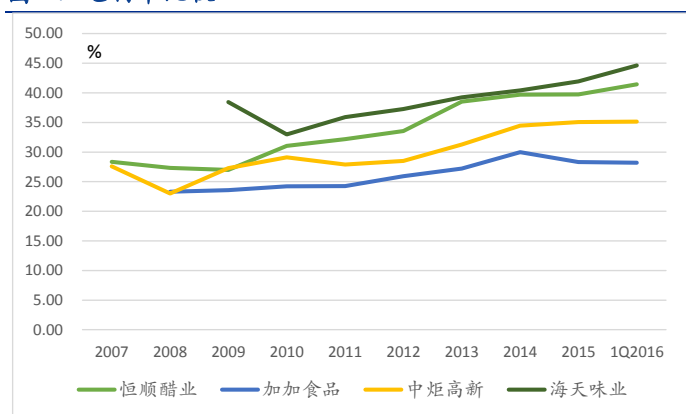
资料来源：wind 一致预期，安信证券研究中心

图 3：美味鲜净利润率的微笑曲线



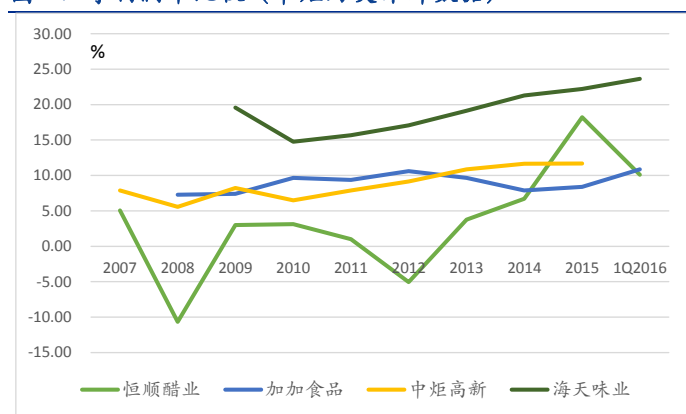
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4：毛利率比较



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5：净利润率比较 (中炬为美味鲜数据)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 中报季新的催化剂可期，助力价值重估

3.1 调味品业务收入增速向上修复，净利润增速行业领先

我们认为中报业绩较好即为当前重要催化剂。2015 年美味鲜公司上半年收入 12.66 亿元，同比增长 9.12%，净利润 1.35 亿元，同比下降 4.56%，净利润下降主要系阳西基地折旧、销售费用和研发投入等增加所致。

从收入增速看，2015 年上半年为 9.14%，下半年为 12.01%，2016 年 1 季度公司收入利润增速已经有加快迹象，我们预计 2016 年上半年美味鲜收入增速继续小幅提高，公司调味品收入增速呈现恢复态势，且利润增速更快。

当前市场进入中报季，从渠道调研反馈分析，我们认为公司上半年调味品业务将延续 1 季度双两位数态势，在调味品板块当中继续领跑，进一步凸显公司估值相对低估；下半年我们预计调味品继续保持良好态势，而房地产业务贡献收入利润，形势依然较为乐观。

表 5：半年度调味品业务收入利润增长表现

	1H2105	2H2015	2015 年全年	1H2016 (预计)
调味品业务收入	9.12%	12.01%	10.61%	12%-15%
调味品业务利润	-4.56%	28.36%	10.83%	20%-35%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 6：2016 年 1 季度收入利润增速比较

	海天味业	加加食品	恒顺醋业	中炬高新
收入增速	7.24%	10.61%	7.91%	13.44%
利润增速	10.38%	3.70%	--	24.00%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2 国企改革有望继续推进

2015 年前海人寿二级市场举牌公司，至 2016 年 1 季度末，前海人寿合计持有公司超过 20% 股权，为实质上第一大股东。

公司已经发布定向增发预案，如果增发顺利完成，宝能系预计将持有公司超过 40% 股权。我们认为公司管理层优秀，调味品业务发展态势良好，前景广阔，如果宝能系对公司进行改造，释放体制机制活力，加大产业资本运作，公司主业规模和利润基础保持快速发展可期。

目前公司定增仍在继续推进，部分募投项目的前置条件不断达成，有助于定增加快推进，从而构成催化剂。

我们认为：

- 通过第一章节分析，公司当前核心两块资产和业务“土地+调味品”价值存在低估，即便不考虑国企改革，公司市值低估已经存在。
- 如果公司增发实质性加快推进并顺利完成，公司将是国企改革重要标的，改制红利释放确定，中长期净利润率有望 30% 提升。调味品行业泛品类特征已经明显，改制后公司预计资本运作动力更足，预计未来在股东资金和政策支持下，公司外延也会有看点。
- 公司定增仍在推进之中，能否完成有一定不确定性。我们预计公司管理层在定增和国企改革关键事件明朗之前没有明显诉求，但公司价值低估仍然明确，2016 年的实际业绩增长将对中长期判断有很强指引价值。

表 7：至 2016 年 1 季度末前十大股东情况

排名	股东名称	方向	持股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例 (%)	持股比例变动 (%)
1	前海人寿保险股份有限公司-海利年年	增持	160,420,098	13,047,394	20.1400	1.6400
2	中山火炬集团有限公司	-	85,425,450	0	10.7200	0.0000
3	前海人寿保险股份有限公司-自有资金	-	28,416,797	0	3.5700	0.0000
4	香港中央结算有限公司(沪股通)	增持	16,762,212	6,525,126	2.1000	0.8100
5	李铜	增持	12,984,666	5,635,690	1.6300	0.7100
6	林艺玲	增持	12,185,059	3,614,991	1.5300	0.4500
7	前海人寿保险股份有限公司-聚富产品	-	9,684,010	0	1.2200	0.0000
8	全国社保基金一零二组合	新进	9,023,185		1.1300	
9	信达投资有限公司	减持	8,331,600	-310,000	1.0500	-0.0300
10	全国社保基金一一六组合	新进	7,877,957		0.9900	
	合计	-	351,111,034		44.08	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 风险提示

调味品市场需求回暖缓慢导致公司调味品业务增长不达预期。增发和国企改革严重低于预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,641.9	2,758.6	3,222.8	3,784.6	4,608.2	成长性					
减:营业成本	1,731.1	1,791.2	2,081.5	2,433.3	2,954.1	营业收入增长率	14.0%	4.4%	16.8%	17.4%	21.8%
营业税费	45.2	29.5	41.9	49.2	56.3	营业利润增长率	27.0%	-6.8%	32.5%	35.5%	38.2%
销售费用	231.0	270.4	290.1	340.6	405.5	净利润增长率	34.7%	-13.8%	29.2%	33.7%	32.8%
管理费用	288.3	331.3	354.5	378.5	437.8	EBITDA 增长率	22.8%	8.7%	20.0%	23.6%	25.2%
财务费用	33.2	61.2	54.4	41.0	6.1	EBIT 增长率	23.6%	1.7%	25.1%	28.3%	29.5%
资产减值损失	0.8	3.1	2.0	2.0	2.0	NOPLAT 增长率	25.2%	-3.4%	27.0%	26.7%	27.9%
加:公允价值变动收益	0.3	-0.1	-	-	-	投资资本增长率	34.5%	16.9%	2.5%	-1.6%	20.4%
投资和汇兑收益	10.3	29.1	-	-	-	净资产增长率	9.5%	7.1%	8.2%	10.7%	13.0%
营业利润	322.8	300.8	398.5	539.9	746.3	利润率					
加:营业外净收支	21.2	38.3	29.6	33.2	31.9	毛利率	34.5%	35.1%	35.4%	35.7%	35.9%
利润总额	344.0	339.1	428.1	573.1	778.2	营业利润率	12.2%	10.9%	12.4%	14.3%	16.2%
减:所得税	51.4	65.1	77.1	108.9	155.6	净利润率	10.9%	9.0%	9.9%	11.3%	12.3%
净利润	286.8	247.3	319.4	427.1	567.0	EBITDA/营业收入	16.6%	17.3%	17.8%	18.7%	19.2%
						EBIT/营业收入	13.5%	13.1%	14.1%	15.4%	16.3%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	126	160	144	124	101
货币资金	270.4	354.6	419.0	511.6	460.8	流动营业资本周转天数	114	150	152	135	138
交易性金融资产	2.8	-	-	-	-	流动资产周转天数	270	283	295	275	265
应收账款	79.1	78.2	144.7	111.0	186.6	应收帐款周转天数	14	10	12	12	12
应收票据	0.5	-	1.3	0.2	1.3	存货周转天数	168	169	171	167	168
预付帐款	221.3	23.8	384.9	94.6	427.5	总资产周转天数	528	560	536	474	424
存货	1,261.3	1,321.6	1,737.2	1,781.1	2,509.6	投资资本周转天数	300	357	334	285	256
其他流动资产	157.3	563.4	259.9	326.9	383.4	投资回报率					
可供出售金融资产	64.6	64.6	64.6	64.6	64.6	ROE	12.2%	9.8%	11.8%	14.2%	16.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.2%	6.1%	6.9%	9.5%	10.4%
长期股权投资	51.7	53.0	53.0	53.0	53.0	ROIC	16.1%	11.6%	12.6%	15.6%	20.2%
投资性房地产	429.6	413.3	413.3	413.3	413.3	费用率					
固定资产	1,176.4	1,275.7	1,308.7	1,302.9	1,283.5	销售费用率	8.7%	9.8%	9.0%	9.0%	8.8%
在建工程	191.1	228.4	149.0	101.4	60.7	管理费用率	10.9%	12.0%	11.0%	10.0%	9.5%
无形资产	114.1	107.2	104.4	101.6	98.7	财务费用率	1.3%	2.2%	1.7%	1.1%	0.1%
其他非流动资产	38.9	39.3	29.4	27.1	23.8	三费/营业收入	20.9%	24.0%	21.7%	20.1%	18.4%
资产总额	4,059.0	4,523.1	5,069.3	4,889.2	5,966.9	偿债能力					
短期债务	100.0	20.0	421.4	-	73.2	资产负债率	35.6%	38.1%	40.3%	31.5%	36.5%
应付帐款	459.4	388.8	607.7	559.0	850.8	负债权益比	55.4%	61.6%	67.4%	45.9%	57.6%
应付票据	52.9	52.6	81.6	71.0	112.3	流动比率	2.39	3.22	1.88	3.11	2.63
其他流动负债	219.8	266.6	455.7	278.5	473.1	速动比率	0.88	1.40	0.77	1.15	0.97
长期借款	108.6	88.6	-	-	-	利息保障倍数	10.72	5.92	8.33	14.16	122.37
其他非流动负债	505.8	907.9	475.2	629.6	670.9	分红指标					
负债总额	1,446.4	1,724.5	2,041.5	1,538.1	2,180.3	DPS(元)	0.11	0.10	0.13	0.18	0.23
少数股东权益	257.9	284.6	316.2	353.3	408.9	分红比率	30.6%	32.2%	33.0%	33.0%	33.0%
股本	796.6	796.6	796.6	796.6	796.6	股息收益率	0.8%	0.8%	1.0%	1.3%	1.8%
留存收益	1,541.6	1,701.0	1,915.0	2,201.1	2,581.0						
股东权益	2,612.5	2,798.6	3,027.8	3,351.1	3,786.6						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	292.6	274.1	319.4	427.1	567.0	EPS(元)	0.36	0.31	0.40	0.54	0.71
加:折旧和摊销	86.4	120.1	119.2	126.3	132.9	BVPS(元)	2.96	3.16	3.40	3.76	4.24
资产减值准备	0.8	3.1	-	-	-	PE(X)	37.0	42.9	33.2	24.8	18.7
公允价值变动损失	-0.3	0.1	-	-	-	PB(X)	4.5	4.2	3.9	3.5	3.1
财务费用	32.4	61.3	54.4	41.0	6.1	P/FCF	-1,606.0	83.7	73.3	54.7	136.9
投资损失	-10.3	-29.1	-	-	-	P/S	4.0	3.8	3.3	2.8	2.3
少数股东损益	5.8	26.8	31.6	37.1	55.6	EV/EBITDA	19.2	27.1	19.1	15.0	12.2
营运资金的变动	-363.1	-386.4	-112.8	-6.1	-666.7	CAGR(%)	16.6%	31.5%	16.8%	16.6%	31.5%
经营活动产生现金流量	335.0	393.9	411.8	625.4	94.9	PEG	2.2	1.4	2.0	1.5	0.6
投资活动产生现金流量	-376.5	-484.8	-70.0	-70.0	-70.0	ROIC/WACC	1.6	1.1	1.2	1.5	2.0
融资活动产生现金流量	-43.6	175.0	-277.4	-462.8	-75.7	REP	2.1	3.9	2.9	2.3	1.5

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

苏铖声明，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
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	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
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	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