

2017年01月05日

中天城投 (000540.SZ)

## 区域地产龙头，转型金控平台

■ **立足贵州，谋求转型。**公司扎根贵州，主要从事一级房地产开发、城市基础设施及配套项目开发，近年来公司在增强地产板块发展的同时，积极寻求金融转型，谋求构建全牌照金控平台，实现集团业务从产业资本化运营向资本产业化运营的演变。

■ **地产业务稳健发展，区域优势明显。**随着贵州楼市去库存的推进，公司销售量及毛利率均有望得以持续提升。此外，公司地产业务也将受益于贵州省跨越式发展及贵阳市作为贵州唯一大型城市的资源虹吸效应，预计到2020年前后贵阳的人口有望进入加速流入的过程，区域发展也将带来房地产市场的繁荣。公司作为贵阳龙头，深度参与城市改造，在当地具有较强的资源整合能力。

■ **转型金控平台，打造金融生态圈。**

(1) **收购海际证券，拓宽业务牌照。**海际证券净资产规模较小，业务范围及业务拓展能力受限。海际证券目前仅有投行业务牌照，2015年IPO业务暂停给公司业绩带来较大影响，公司净利润同比下滑了49%。未来完成增资后，海际证券将积极申领经纪、自营、资管等业务牌照，净资产排名可上升约40名，资本实力及抗风险能力将大幅提高。

(2) **全面布局保险板块。**公司相继计划设立再保险公司和财险公司，并且增资中融人寿，全面布局保险板块。收入结构方面，2015年中融人寿投资收入占比达到42%（四家上市险企该比例均低于30%）。在完成增资之后，中融人寿偿付能力将有明显提高，有望实现收入结构和产品结构的双重优化。中天城投作为民营资本，创新意识强烈，运营机制灵活，有助于中融人寿运营效率及盈利能力的进一步提升。

(3) **设立银行基金，拓展金融产业链。**公司拟设立贵安银行，并且发起设立公募基金，拓展了金融产业链，有望与其他金融业务形成业务协同。

■ **产融结合促协同，区域发展惠金融。**

(1) **客户资源丰富，有望实现内部迁徙。**公司地产业务在贵州深耕三十余年，积累了大量的客户资源，客户群体覆盖面较广，公司转型金融板块具有先天优势。随着银行、证券、基金、保险等金融板块的完善，可实现客户流的内部转化。

(2) **贵州经济高速增长，金融行业发展空间大。**2015年贵州省GDP增速达到10%，发展潜力大。金融行业作为实体经济的服务方将受益于贵州经济的高速增长，为业务持续性发展打好了基础。公司全牌照价值优势凸显，未来对贵州市场的掌控能力将进一步增强。

■ **投资建议：**买入-A投资评级，6个月目标价9.88元。预计公司2016年至2018年EPS分别为0.63/0.86/1.08元。

■ **风险提示：**宏观经济大幅下行/政策监管趋严/业务协同不达预期

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	11,390.9	15,386.1	18,646.4	25,437.4	34,281.3
净利润	1,603.6	2,606.8	2,983.1	4,025.1	5,062.0
每股收益(元)	0.34	0.56	0.63	0.86	1.08
每股净资产(元)	1.56	2.69	3.07	3.70	4.46

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	20.6	12.7	11.1	8.2	6.5
市净率(倍)	4.5	2.6	2.3	1.9	1.6
净利润率	14.1%	16.9%	16.0%	15.8%	14.8%
净资产收益率	22.0%	20.7%	20.7%	23.1%	24.2%
股息收益率	1.0%	2.8%	2.8%	3.6%	4.9%
ROIC	10.9%	18.9%	15.4%	16.6%	19.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司动态分析

证券研究报告

园区

投资评级 **买入-A**

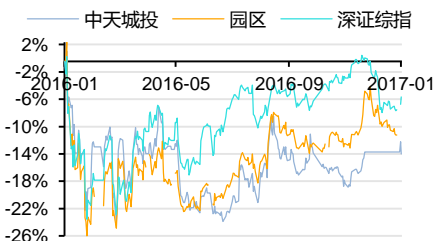
维持评级

6个月目标价：**9.88元**  
股价(2017-01-04) **6.91元**

### 交易数据

总市值(百万元)	32,471.60
流通市值(百万元)	27,190.60
总股本(百万股)	4,699.22
流通股本(百万股)	3,934.96
12个月价格区间	6.12/8.34元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.34	-0.8	-7.49
绝对收益	-0.29	-0.14	-20.49

**赵湘怀**

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004  
zhaohx3@essence.com.cn  
021-35082987

**陈天诚**

分析师

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

**贺明之**

报告联系人

hemz@essence.com.cn  
021-35082968

**檀天**

报告联系人

tantian@essence.com.cn  
021-35082392

### 相关报告

中天城投：贵州地产单寡头、抢滩金融全牌照 2016-08-31

## 1. 公司概况

中天城投成立于 1978 年，前身为贵阳市统建指挥部，经历过股改及更名后，于 1994 年 2 月上市。公司根植贵州三十八年，主要从事一级房地产开发、城市基础设施及配套项目开发，开发项目主要集中于贵阳、遵义、南京等地，是贵州省第一家上市公司、唯一一家房地产类上市公司。近年来公司在增强地产板块发展的同时，积极寻求金融转型，谋求构建全牌照金融平台，同时逐步实现从房地产向大金融、大健康产业的转型发展，实现集团业务从产业资本化运营向资本产业化运营的演变。

## 2. 地产业务稳健发展，区域优势明显

### 2.1. 公司地产业务业绩稳健

公司地产开发基本集中在贵州贵阳，2012 年以来囿于贵州区域库存高企，去化水平下降。即使在政策未完全放开的 2012 年，贵阳市政府就开始推出了系列“微调”的松绑政策（买房送户籍等），体现其当时库存问题较大。随着 2014 年全国性松绑、2015 年中央经济会议提出三四线城市楼市“去库存”以来，贵阳陆续出台购房落户、停建公租房、公积金用作贷款首付、购房免征营业税等优惠政策，此后销售有所复苏。

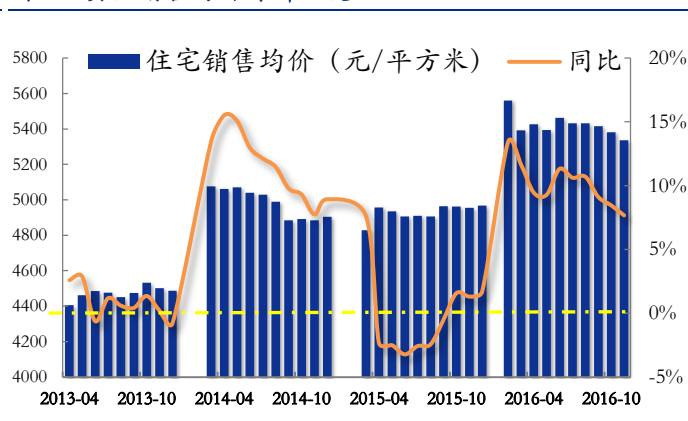
潜在库存方面，2014 年后，贵阳实际新开工及土地出让规模逐步紧缩，2015 年二季度后出现“销售大于供给”的情况（体现为年累计销售面积持续大于土地出让建筑面积及新开工面积），我们预计当地供需失衡的状况正在逐步出现好转，预计 2018 年后或有质的改变。公司在贵阳的市场占有率较高，将直接受益于区域基本面的改善。截至 2016 年三季度末，公司整体毛利率水平为 31.5%，存货周转自 2012 年开始已经有持续的改善，我们认为随着核心区域基本面改善，未来公司房地产销售毛利率有望保持稳定。

图 1：贵阳的中期库存去化情况（万方）



资料来源：WIND，安信证券研究中心

图 2：贵阳销售均价有所恢复



资料来源：WIND，安信证券研究中心

2016 年后贵阳迎来区域升级的发展机遇，其中“贵州内陆开放型经济试验区”、“全国第一批生态文明试验区”已经正式受国务院批复，为贵州做强以大数据、大生态、大旅游三大优势长板和推动以金融业为核心的现代服务业带来难得机遇。2016 年 1 月贵州省十二届人大第四次会议通过《第十三个五年规划纲要》，明确提出“加快推进以贵阳、贵安新区为中心的黔中城市群建设，到 2020 年黔中城市群城镇人口达到 1000 万人，常住人口城镇化率达到 60% 以上。其中提及“加快贵阳中心城市建设，大力推进贵阳中心城区向贵安新区和清镇等周边城镇拓展，提高贵阳市首位度”。2007 年以后贵阳占贵州的人口首位度及 GDP 首位度均在稳步提升，预计在经济新常态及城镇化进一步深入后，区域经济核心对人口的虹吸力度将会逐步加大，聚焦效应也更明显。预计到 2020 年前后，贵阳的人口有望进入加速流入

的过程，区域发展也将带来房地产市场的繁荣。

## 2.2. 深度参与城市改造，当地资源整合能力强

公司作为贵阳龙头，深度参与城市改造，与贵阳共同成长，在当地具有无可比拟的资源整合能力。2011年3月公司与贵州省政府签订《中天城投参与贵州省“十二五”保障性安居工程建设框架协议》。公司承担的贵阳市保障性住房项目总建筑面积约168万平方米，其中贵阳市云岩渔安、安井回迁安置居住区E组团（公租房组团）项目实现施工建设面积约30万方，截至2016年6月30日已竣工交付；白岩脚公共租赁住房项目建设面积138万方仍处于建设阶段。2011年后公司多次在大股东的支持（高额参与定增）下通过再融资加码贵阳旧改、保障房建设。

2016年4月公司公布2016年度定增方案：拟募集资金98亿元投资假日方舟一期项目，未来方舟世界贸易中心两个棚改项目，二者均是“贵阳市棚户区城中村改造计划”项目之一，有高规格的政策支持，预计将累计贡献25.81亿的净利润，整体利润率将高达17.77%。

表1：公司2016年度定增投向两个项目

内 容	假日方舟一期项目	未来方舟世界贸易中心项目	总额
总建筑面积（万平方米）	173.37	85.05	258.42
总销售收入（万元）	93.16	99.08	192.24
募集资金拟投入金额（万元）	49.00	49.00	98.00
总投资（万元）	71.10	74.14	145.24
净利润（万元）	11.90	13.91	25.81
投资净利润率（%）	16.74%	18.77%	17.77%
销售净利润率（%）	12.77%	14.04%	13.43%

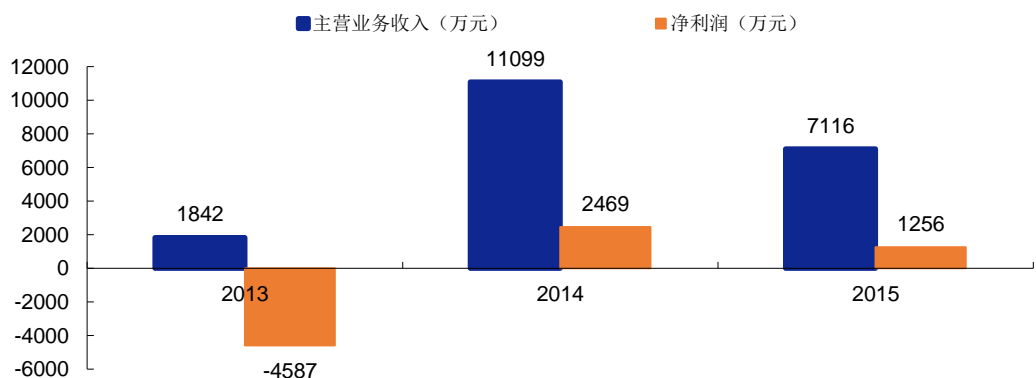
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 3. 转型金控平台，打造金融生态圈

### 3.1. 收购海际证券，拓宽业务牌照

中天城投完成收购前，海际证券净资产规模较小，2015年海际证券净资产仅为3.8亿元，在125家券商中排名118位，业务范围及业务拓展能力都受到较大制约。业务方面，海际证券目前仅有投行业务牌照，因而受到市场波动及政策影响较大。2012年至2013年公司均出现亏损，2014年开始盈利，2015年IPO业务暂停给公司业绩带来较大影响，虽然整体证券行业向好，但公司净利润仍下滑了49%。

图3：海际证券业绩依赖投行业务



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

中天城投完成收购并参与增资后，持股比例达到 94.92%。海际证券目前正在积极申领其他业务牌照，同时提高竞争能力以及抗风险能力。根据增资方案，海际证券进行增资扩股后注册资本由 50,000 万元增加至人民币 328,017 万元，海际证券补充资本后，净资产排名可上升约 40 名，资本实力及抗风险能力将大幅提高。

### 3.2. 保险板块布局不断完善

2015 年 10 月公司发布公告称贵阳金控拟发起设立华宇再保险股份有限公司，注册资本为 15 亿元，其中，贵阳金控出资 3 亿元参与认购，占华宇再保险注册资本的 20%，与中江国际信托共同为第一大股东。

表 2：贵阳金控拟发起设立华宇再保险公司

股东名称	认购的股份数占总股本的比例 (%)
贵阳金融控股有限公司	20%
中江国际信托股份有限公司	20%
北京汇金嘉业投资有限公司	18%
乐富支付有限公司	14%
深圳鸿兴伟创科技有限公司	14%
北京宏达信资产经营有限公司	14%
合计	100%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司发布公告称拟发起设立百安财产保险股份有限公司，注册资本为 10 亿元，其中，贵阳金控出资人民币 1.8 亿元，占百安注册资本的 18%。

表 3：贵阳金控拟发起设立百安财产保险股份有限公司

股东名称	认购的股份数占总股本的比例 (%)
贵阳金融控股有限公司	18%
广东华声电器股份有限公司	18%
重庆市博恩科技（集团）有限公司	18%
北京惠为嘉业科技发展有限公司	18%
深圳亿辉特科技发展有限公司	18%
广州粤泰集团有限公司	10%
合计	100%

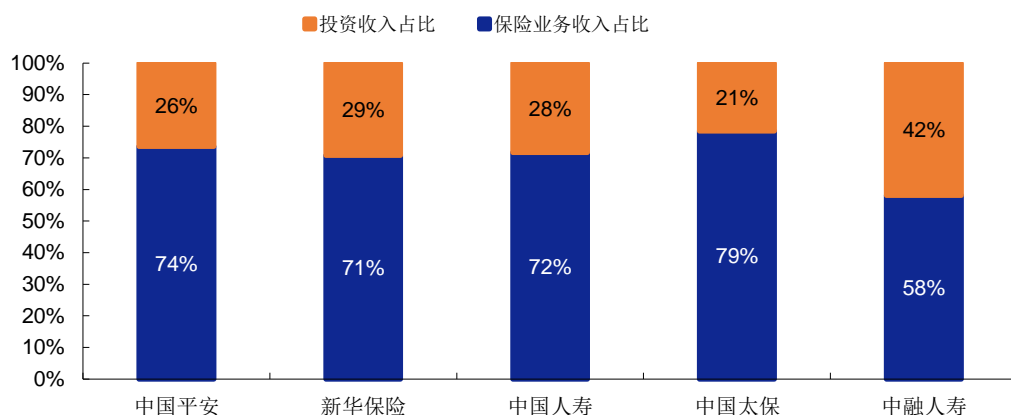
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

收购中融人寿，推动业务结构优化。2016 年 11 月公司公告称全资子公司贵阳金控通过竞拍获得清华控股持有的中融人寿 1 亿股股份及清华控股对中融人寿的新增股份认购权。本次交易后贵阳金控承接清华控股对中融人寿的新增股份认购权后，公司全资子公司贵阳金控及其全资子公司联合铜箔合计持有中融人寿的股权比例达到 51%，为中融人寿的控股股东。

从收入结构来看，中融人寿投资收入占比相对较高，2015 年该占比达到 42%（2015 年四家上市险企投资收入占比均低于 30%）。中天城投在完成对中融人寿的增资之后，有望推动公司业务结构转型优化。



图 4：中融人寿投资收入占比相对较高



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

民营资本注入，提升公司活力。中融人寿原第一大股东之一为清华控股，是清华大学在整合清华科技产业的基础上设立的国有独资有限责任公司。而中天城投作为民营资本，创新意识强烈，运营机制灵活，有助于中融人寿运营效率及盈利能力的提升。

### 3.3. 布局银行基金，拓展金融产业链

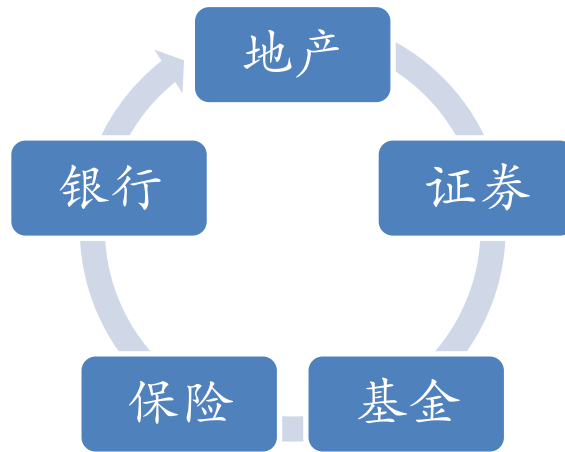
拟设立贵安银行，实现业务协同。2016年7月公司发布公告称拟设立贵安银行，贵安银行拟定注册资本为20亿元。其中，贵阳金控拟出资6亿元，占贵安银行注册资本的30%。贵安银行将成为贵州省第一家民营银行，公司若获得银行牌照将能有效降低公司融资成本，与公司其他金融业务形成业务协同，而公司在贵州积累的客户资源也将成为贵安银行未来的客户保障。

2015年11月公司发布公告称拟对友山基金进行增资，占友山基金增资后总股本的70%。增资完成后，友山基金注册资本由1亿元增加至2.1亿元。同时，在完成对友山基金增资后，友山基金作为主要发起人，发起设立贵州第一家公募基金管理公司——中天友山基金管理有限公司。

## 4. 产融结合促协同，区域发展惠金融

客户资源丰富，有望实现内部迁徙。公司地产业务在贵州深耕三十八年，拥有完善丰富的销售渠道，积累了大量的客户资源和合作伙伴资源，潜在客户群体覆盖面较广，公司转型金融板块具有先天优势。随着银行、证券、基金、保险等金融板块的完善，可实现客户流的内部转化和销售渠道整合。

图 5：业务闭环实现客户流内部转化



资料来源：安信证券研究中心

贵州 GDP 持续保持两位数的高速增长，已连续 22 个季度位列全国前三，金融行业发展空间大。金融行业作为实体经济的服务方，将受益于贵州经济的高速增长，为业务的持续性发展打好了基础。贵州省本土金融机构欠缺，中天城投通过全面布局金融版图，填补区域市场空白，将提升市场竞争力。

## 5. 盈利预测与估值

考虑区域经济的发展，公司地产业绩将继续保持稳健增长，我们预计 2017 年至 2019 年公司地产业务收入增长率分别为 27%/28%/21%，使得净利润增速分别为 27%/20%/21%，贡献净利润 38/45.5/55.2 亿元。金融板块方面，随着增资的完成，中融人寿偿付能力将大幅提升，预计 2017 年至 2019 年保险业务贡献净利润 1.3/2.8/5 亿元；海际证券增资后业务牌照有望增加，同时 IPO 的提速给公司带来更多的业务机会，预计 2017 年至 2019 年证券业务贡献净利润 1/1.7/2.8 亿元，预计其他金融业务将在 2018 年开始将有业绩释放。2017 年至 2019 年公司合计净利润约为 40/50/64 亿元

地产业务部分，参考可比公司，考虑到公司地产业务的区域性，给予 9 倍 PE 的估值水平，折合市值 342 亿元。金融业务板块方面，海际证券未来牌照丰富后有望带来业绩稳定增长，参考目前中小型券商的估值水平，我们给予海际证券 2 倍 PB，为公司带来市值 59 亿元，预计中融人寿未来业务结构将持续优化，我们给予中融人寿 2 倍 PB，为公司带来市值 54 亿元，预计其他金融业务预计为公司带来 9 亿市值。综上，公司市值有望达到 464 亿元，对应目标价为 9.88 元。

表 4：地产公司市盈率

公司	市盈率 (倍)
世茂股份	7.7
保利地产	8.4
华夏幸福	13
万科 A	12
华侨城 A	11
泰禾集团	13
平均值	10

资料来源：WIND，安信证券研究中心

表 5: 证券公司市净率

公司	市净率 (倍)
宝硕股份	1.7
东吴证券	2
太平洋	3
国元证券	2
国金证券	2.4
国海证券	2.1
平均值	2

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 6: 保险公司市净率

公司	市净率 (倍)
中国平安	1.68
新华保险	2.2
中国太保	1.85
中国人寿	1.94
天茂集团	2.61
西水股份	1.95
平均	2.04

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

## 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	11,390.9	15,386.1	18,646.4	25,437.4	34,281.3	成长性					
减:营业成本	7,826.6	9,933.5	11,747.2	16,025.6	21,940.0	营业收入增长率	50.4%	35.1%	21.2%	36.4%	34.8%
营业税费	1,009.5	1,530.9	1,678.2	2,358.2	3,224.8	营业利润增长率	20.0%	61.4%	34.7%	41.1%	24.6%
销售费用	462.7	521.2	784.2	988.2	1,311.5	净利润增长率	48.3%	62.6%	14.4%	34.9%	25.8%
管理费用	296.0	562.8	655.2	828.5	1,191.7	EBITDA 增长率	12.2%	57.8%	30.7%	37.5%	25.7%
财务费用	108.5	163.3	144.0	121.6	244.7	EBIT 增长率	12.8%	60.7%	32.0%	38.9%	26.4%
资产减值损失	31.3	32.6	37.6	33.8	34.7	NOPLAT 增长率	15.3%	91.4%	12.1%	37.1%	26.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	10.3%	37.3%	27.1%	8.3%	59.3%
投资和汇兑收益	8.5	45.4	20.1	24.7	30.1	净资产增长率	109.0%	69.7%	14.1%	20.0%	20.0%
营业利润	1,664.9	2,687.3	3,620.1	5,106.2	6,363.9	利润率					
加:营业外净收支	466.0	233.2	308.3	265.8	396.1	毛利率	31.3%	35.4%	37.0%	37.0%	36.0%
利润总额	2,130.8	2,920.5	3,928.4	5,372.0	6,760.0	营业利润率	14.6%	17.5%	19.4%	20.1%	18.6%
减:所得税	528.5	306.2	942.8	1,343.0	1,690.0	净利润率	14.1%	16.9%	16.0%	15.8%	14.8%
净利润	1,603.6	2,606.8	2,983.1	4,025.1	5,062.0	EBITDA/营业收入	16.6%	19.4%	20.9%	21.1%	19.7%
						EBIT/营业收入	15.6%	18.5%	20.2%	20.6%	19.3%
						运营效率					
						固定资产周转天数	100	80	64	45	32
						流动资产周转天数	321	294	322	285	304
						流动营业资本周转天数	1,096	956	1,052	893	904
						应收账款周转天数	39	33	37	37	36
						存货周转天数	877	739	886	804	816
						总资产周转天数	1,262	1,156	1,248	1,019	1,001
						投资资本周转天数	408	376	407	348	348
						投资回报率					
						ROE	22.0%	20.7%	20.7%	23.1%	24.2%
						ROA	3.7%	4.7%	4.0%	5.7%	4.2%
						ROIC	10.9%	18.9%	15.4%	16.6%	19.4%
						费用率					
						销售费用率	4.1%	3.4%	4.2%	3.9%	3.8%
						管理费用率	2.6%	3.7%	3.5%	3.3%	3.5%
						财务费用率	1.0%	1.1%	0.8%	0.5%	0.7%
						三费/营业收入	7.6%	8.1%	8.5%	7.6%	8.0%
						偿债能力					
						资产负债率	82.4%	76.6%	80.0%	74.7%	82.3%
						负债权益比	468.3%	327.5%	399.6%	295.3%	466.1%
						流动比率	1.38	1.51	1.16	1.26	1.33
						速动比率	0.28	0.37	0.11	0.13	0.12
						利息保障倍数	16.34	17.46	26.14	43.00	27.00
						分红指标					
						DPS(元)	0.07	0.20	0.20	0.25	0.35
						分红比率	21.5%	35.9%	31.0%	29.5%	32.2%
						股息收益率	1.0%	2.8%	2.8%	3.6%	4.9%

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	1,602.3	2,614.3	2,983.1	4,025.1	5,062.0	EPS(元)	0.34	0.56	0.63	0.86	1.08
加:折旧和摊销	127.1	148.9	136.8	136.8	136.8	BVPS(元)	1.56	2.69	3.07	3.70	4.46
资产减值准备	31.3	32.6	-	-	-	PE(X)	20.6	12.7	11.1	8.2	6.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.5	2.6	2.3	1.9	1.6
财务费用	101.0	156.9	144.0	121.6	244.7	P/FCF	-29.5	7.4	-3.9	16.2	11.8
投资损失	-8.5	-45.4	-20.1	-24.7	-30.1	P/S	2.9	2.1	1.8	1.3	1.0
少数股东损益	-1.3	7.6	2.5	4.0	8.0	EV/EBITDA	14.0	16.3	10.8	7.7	7.8
营运资金的变动	232.2	-5,311.7	-3,042.8	-2,419.5	-15,786.4	CAGR(%)	36.0%	24.7%	40.3%	36.0%	24.7%
经营活动产生现金流量	1,599.0	-97.3	203.5	1,843.2	-10,364.9	PEG	0.6	0.5	0.3	0.2	0.3
投资活动产生现金流量	-159.0	-4,771.4	592.0	-92.5	-82.4	ROIC/WACC	1.4	2.4	1.9	2.1	2.4
融资活动产生现金流量	-648.7	8,572.9	-7,658.7	-1,207.4	11,154.9	REP	1.4	1.1	0.9	0.8	0.5

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 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 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、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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	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
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	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

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号国投大厦3楼

邮编： 200080

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