

# 保利地产 (600048)

证券研究报告

2018年01月16日

## 业绩增速超预期，销售突破 3000 亿

**事件：**2017 年全年公司实现签约销售面积 2242 万平方米，同比增长 40.27%；实现签约销售金额 3092 亿元，同比增长 47.19%。销售均价 13790 元/平方米，同比增长 4.9%；2017 年公司实现营业收入 1450.3 亿元，同比下降 6.3%，实现归母净利润 156.8 亿元，同比增长 26.3%。

### 业绩增速超预期，全年销售额突破 3000 亿

公司作为地产行业龙头，受益于行业集中度提升，销售规模快速增长，2017 年全年公司实现签约销售面积 2242 万平方米，同比增长 40.27%；实现签约销售金额 3092 亿元，同比增长 47.19%。销售均价 13790 元/平方米，同比增长 4.9%；

受营改增实施和项目结转区域变化影响，公司营业收入略有下滑，2017 年公司实现营业收入 1450.3 亿元，同比下降 6.3%，但由于结转项目毛利率提高且权益占比提升，公司归母净利润增长迅速，2017 年公司实现归母净利润 156.8 亿元，同比增长 26.3%（此前 wind 一致预期为 18.32%）。

### 加速拿地扩充土地储备，为规模扩张奠定坚实基础

公司加速拿地扩充土地储备，我们根据公告测算 17 年全年公司累计获取项目至少有 193 个，超过 2016 年的两倍；对应计容建筑面积至少有 4004 万平，同比增长 94.6%；权益地价至少有 1624 亿元，同比增长 94.88%，占到当年销售金额的 52.5%；总地价至少有 2680 亿元，同比增长 124.34%，占当年销售金额的 86.7%。根据克而瑞的估算，公司 2017 年拿地总货值约为 5319 亿元，占当年销售金额的 172%。受收购中航地产项目影响，公司加大了在三四线城市的布局，特别是核心城市群当中的三四线城市。公司土地储备充足，我们测算公司未开工土地面积超过 9000 万方。公司产品结构中住宅占比超过 85%，其中 90%以上为中小套型。优质的土地储备为公司未来进一步提升业绩、市占率提供了坚实支撑。

### 资源整合持续推进，有望重返行业前三

17 年以来公司加大资源整合力度，上半年收购中航集团旗下 20 个地产项目，下半年公司 51.5 亿元（包含债权）收购保利香港 50%股权的交易方案获股东大会通过，有望逐步解决同业竞争问题，公司市占率和业务区域将进一步扩大。我们认为在央企整合的大背景下，保利地产作为集团核心的地产开发平台优势十分明显，不排除未来继续承接优质资源的可能性。我们认为随着激励机制不断完善，管理层和员工的积极性将大幅提升，同时凭借央企在融资、获取资源等方面的优势，公司规模增长有望提速，助力公司重返行业前三。

### 激励机制走在央企前列，大力度跟投助力公司成长

公司机制一直较为灵活，激励力度走在央企前列。2016 年公司已经推出股票期权激励计划，覆盖公司 682 名员工，获授股票期权数量占公司总股本的比例为 1.095%。行权价格 8.72 元，行权业绩条件要求指定时间区间净利润年复合增速不低于 8%。

2017 年 12 月 23 日，公司推出跟投机制，补充和完善了公司的激励机制体系。从跟投规模上看，公司跟投方案的激励力度较大，跟投总金额上限不超过项目资金峰值的 10%，为央企较高水平。跟投机制将员工和管理层的利益与公司利益有效绑定，有利于激发员工积极性，提升公司拿地质量和运营效率，做大做强公司业绩。在行业集中度快速提升的大背景下，跟投机制的推出将为公司快速成长再添动力。

**投资建议：**公司推出跟投机制将进一步调动管理层和员工的积极性，助力公司规模快速扩张；公司作为集团核心的地产开发平台，在解决同业竞争问题后，业务区域和市占率有望加速提升。我们预计公司 2017-19 年 EPS 为 1.24、1.51 和 1.80 元，对应 PE 为 13.39X、10.98X、9.25X，维持“买入”评级，6 个月目标价 22.65 元。

**风险提示：**一季度销售不及预期、加息

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	123,428.78	154,773.28	184,334.97	222,013.04	261,864.38
增长率(%)	13.18	25.39	19.10	20.44	17.95
EBITDA(百万元)	25,500.40	26,099.43	28,424.77	33,366.77	37,777.53
净利润(百万元)	12,347.58	12,421.55	14,705.48	17,923.47	21,288.92
增长率(%)	1.21	0.60	18.39	21.88	18.78
EPS(元/股)	1.04	1.05	1.24	1.51	1.80
市盈率(P/E)	15.94	15.85	13.39	10.98	9.25
市净率(P/B)	2.75	2.21	1.99	1.76	1.55
市销率(P/S)	1.59	1.27	1.07	0.89	0.75
EV/EBITDA	8.30	7.19	10.29	8.66	6.54

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	16.60 元
目标价格	22.65 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	11,858.44
流通 A 股股本(百万股)	11,736.34
A 股总市值(百万元)	196,850.12
流通 A 股市值(百万元)	194,823.26
每股净资产(元)	7.94
资产负债率(%)	79.94
一年内最高/最低(元)	16.87/8.93

### 作者

**陈天诚** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517110001  
chentiancheng@tfzq.com

**徐超** 联系人  
xuchao@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《保利地产-公司点评:激励机制走在央企前列，大力度跟投助力公司重返前三》 2017-12-25
- 《保利地产-公司点评:收购保利香港 50%股权，地产业务整合拉开序幕》 2017-12-01
- 《保利地产-首次覆盖报告:土地储备提速、首发央企租房 REITs 先享租赁红利》 2017-11-02

## 1. 业绩增速超预期，全年销售额突破 3000 亿

公司作为地产行业龙头，受益于行业集中度提升，销售规模快速增长，2017 年全年公司实现签约销售面积 2242 万平方米，同比增长 40.27%；实现签约销售金额 3092 亿元，同比增长 47.19%。销售均价 13790 元/平方米，同比增长 4.9%。

受营改增实施和项目结转区域变化影响，公司营业收入略有下滑，2017 年公司实现营业收入 1450.3 亿元，同比下降 6.3%，但由于结转项目毛利率提高且权益占比提升，以及投资收益增加，公司归母净利润超预期增长，2017 年公司实现归母净利润 156.8 亿元，同比增长 26.3%（此前 Wind 一致预期为 18.32%）。

## 2. 加速拿地扩充土地储备，为规模扩张奠定坚实基础

公司加速拿地扩充土地储备，我们根据公告测算 17 年全年公司累计获取项目至少有 193 个，超过 2016 年的两倍；对应计容建筑面积至少有 4004 万平，同比增长 94.6%；权益地价至少有 1624 亿元，同比增长 94.88%，占到当年销售金额的 52.5%；总地价至少有 2680 亿元，同比增长 124.34%，占当年销售金额的 86.7%。根据克而瑞的估算，公司 2017 年拿地总货值约为 5319 亿元，占当年销售金额的 172%。受收购中航地产项目影响，公司加大了在三四线城市的布局，特别是核心城市群当中的三四线城市。公司土地储备充足，我们测算公司未开工土地面积超过 9000 万方。公司产品结构中住宅占比超过 85%，其中 90%以上为中小套型。优质的土地储备为公司未来进一步提升业绩、市占率提供了坚实支撑。

## 3. 资源整合持续推进，有望重返行业前三

17 年以来公司加大资源整合力度，上半年收购中航集团旗下 20 个地产项目，下半年公司 51.5 亿元（包含债权）收购保利香港 50% 股权的交易方案获股东大会通过，有望逐步解决同业竞争问题，从而得以进入深圳、南宁、云南等市场，公司市占率和业务区域将进一步扩大。我们认为在央企整合的大背景下，保利地产作为集团核心的地产开发平台优势十分明显，不排除未来继续承接优质资源的可能性。我们认为随着激励机制不断完善，管理层和员工的积极性将大幅提升，同时凭借央企在融资、获取资源等方面的优势，公司规模增长有望提速，助力公司重返行业前三。

## 4. 激励机制走在央企前列，大力度跟投助力公司成长

公司机制一直较为灵活，激励力度走在央企前列。2016 年公司已经推出股票期权激励计划，覆盖公司 682 名员工，获授股票期权数量占公司总股本的比例为 1.095%。行权价格 8.72 元，行权业绩条件要求指定时间区间净利润年复合增速不低于 8%。

表 1：公司股权激励行权条件

行权期	时间	行权比例	行权业绩条件
授权日	2016 年 9 月 1 日		
行权限制期	2016 年 9 月 1 日-2018 年 9 月 1 日		
第一个行权期	2018 年 9 月 1 日-2020 年 9 月 1 日	33%	2017 年 ROE 不低于 14%，2015-2017 年净利润年复合增长率不低于 8%
第二个行权期	2019 年 9 月 1 日-2021 年 9 月 1 日	33%	2018 年 ROE 不低于 14.5%，2016-2018 年净利润年复合增长率不低于 8%
第三个行权期	2020 年 9 月 1 日-2022 年 9 月 1 日	34%	2019 年 ROE 不低于 15%，2017-2019 年净利润年复合增长率不低于 8%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2017 年 12 月 23 日，公司推出跟投机制，补充和完善了公司的激励机制体系。从跟投规模上看，公司跟投方案的激励力度较大，跟投总金额上限不超过项目资金峰值的 10%，为央企较高水平。跟投机制将员工和管理层的利益与公司利益有效绑定，有利于激发员工积极性，提升公司拿地质量和运营效率，做大做强公司业绩。在行业集中度快速提升的大背

景下，跟投机制的推出将为公司快速成长再添动力。

表 2：各地产公司跟投机制对比

公司名称	名称	跟投人员范围规定	跟投额度	跟投项目范围	收益机制	退出机制
蓝光发展 (17年7月试行, 12月修订)	“蓝色共享”的项目跟投制度	地产相关一级职能部门核心人员与其他关键人员强制跟投, 总部与项目相关人员自愿跟投, 董事长不参与跟投	15%	2017年2月27日后首次开盘销售的项目	按持股比例分红	跟投合伙项目公司已售地上面积/全部可售地上面积达到90%时
碧桂园	同心共享	集团董事长、副总裁、中心负责人、区域总裁、项目经理、区域营销和项目营销负责人必须跟投; 其他集团员工可自愿投资所有项目	15%	获得的新项目均采用跟投机制	项目6个月获得正现金流后, 利润就可分配; 项目有盈利时, 可以分红	项目出现亏损, 参与者不可退出
阳光城 (17年5月)	“合作共赢”计划	管理层团队(除公司董事、监事、高级管理人员外)及区域相关负责人、项目经营管理团队可自愿跟投	15%	跟投项目为从2017年1月1日起, 公司投资开发的房地产项目		
万科 (14年3月推出, 15年3月第一次修订, 16年12月第二次修订)	项目跟投制	项目所在区域和城市的公司管理层、项目的管理团队必须跟投; 集团董事长、监事和高级管理人员不能跟投, 其他员工可以自愿参与跟投	10%	全国各地项目, 旧改及部分特殊项目不作跟投	当项目累计经营净现金流量为正时, 可以分红按跟投项目内部收益率与门槛收益率、超额收益率比较递进式分配收益	不能转售, 项目清算时可以退出
越秀地产 (15年2月)	雇员奖励计划	集团物业开发项目的若干地方管理团队成员及核心员工(合格管理层成员); 公司董事或最高行政人员或公司发行人层面的任何其他关连人士不得参与该计划	10%	集团物业开发项目, 2015年2月在佛山禅城佛平路地块首次实施, 倾向于短平快及快周转项目	项目交付后, 持股的员工可按持股比例分红	交房后(两年半到三年半)
金地集团 (16年4月审议通过)	核心员工投资项目公司计划	集团主管投资高管、集团投资部门负责人以及区域公司负责人, 区域公司主管投资负责人、区域公司主管营销负责人、城市公司负责人、项目负责人以及项目关键人员必须跟投; 除公司董事、监事、高级管理人员和区域负责人之外的集团正式员工自愿跟投; 董事长和总裁不参与跟投	10%	2015年6月30日之后首次开盘的项目, 销售型项目由总裁会议审批。其他类型项目需经过董事会审批。	核心员工投资者的有限合伙企业收益(亏损)的计算与项目IRR挂钩	待项目已销售建筑面积达到拟销售建筑面积的90%的时点, 有限合伙企业方可退出
绿地控股 (17年2月)	《房地产项目跟投试点管理办法》	事业部经营管理团队及相关条线负责人、项目经营管理团队等必须跟投; 除公司董事、监事、高级管理人员之外的公司正式员工可自愿跟投	10%	2017年起, 公司拟选取部分市场化竞拍的销售型房地产项目, 试点项目跟投管理办法	跟投人的损益与项目IRR挂钩, 不设本金保障和收益保证机制	
招商蛇口 (17年6月)	项目跟投管理制度	对项目负有主要责任的核心管理人员须强制跟投; 除强制跟投人员外, 允许区域总部、城市公司、项目部的其他正式员工自愿跟投	5%	自《项目跟投管理制度》通过之日起, 由城市公司操盘开发的, 通过市场化的方式获取土地的销售型项目		
当代置业 (2015年初)	智业合伙人计划	跟投机制覆盖公司领导层、管理层和中坚层; 项目的核心团队必须跟投, 集团各专业管理层以上必须跟投; 其余	5%	涉及公司地产业务和非地产业务核心领域, 未来凡符合跟投条件的地产项目和非地产		现金流回正项目跟投可以进行第一次退出,

		成员自愿跟投；将来，凡和跟投标的经营成果有密切关系的职员都“智业合伙”化		项目，以及独立核算的创业业务单元，将 100%实施跟投		在销售达到 90%时，可以全部退出
新城控股	新城合伙人机制	项目总经理级别，包括总经理、副总经理、助理总经理强制跟投	5-7%	2015 年在新城地产的住宅项目，全面实施跟投		
保利地产	《关于实施房地产项目跟投的议案》		10%			跟投人员通过申购专项资管计划或信托计划等合规的投资结构参与跟投，跟投收益、损失及相关风险由跟投个人承担。

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

## 5. 投资建议

公司推出跟投机制将进一步调动管理层和员工的积极性，助力公司规模快速扩张；公司作为集团核心的地产开发平台，在解决同业竞争问题后，业务区域和市占率有望加速提升。我们预计公司 2017-19 年 EPS 为 1.24、1.51 和 1.80 元，对应 PE 为 13.39X、10.98X、9.25X，维持“买入”评级，6 个月目标价 22.65 元。

## 6. 风险提示

一季度销售不及预期、加息。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	37,484.92	46,983.82	57,474.32	67,395.49	79,492.98
应收账款	33,476.72	40,324.31	44,324.02	58,102.70	62,865.17
预付账款	25,381.80	39,312.72	37,366.25	56,288.82	54,252.07
存货	288,265.84	303,303.58	367,203.51	412,871.38	435,922.73
其他	65.91	5,197.60	5,364.63	3,617.53	4,706.35
<b>流动资产合计</b>	<b>384,675.19</b>	<b>435,122.03</b>	<b>511,732.72</b>	<b>598,275.92</b>	<b>637,239.31</b>
长期股权投资	4,819.29	14,751.15	18,540.84	23,539.20	29,779.17
固定资产	3,155.30	3,219.89	3,453.16	3,640.20	3,715.22
在建工程	0.00	260.06	346.75	462.34	616.45
无形资产	28.38	28.47	23.24	14.79	6.42
其他	11,148.24	14,329.83	9,806.41	5,081.03	(1,238.35)
<b>非流动资产合计</b>	<b>19,151.20</b>	<b>32,589.40</b>	<b>32,170.40</b>	<b>32,737.56</b>	<b>32,878.90</b>
<b>资产总计</b>	<b>403,833.20</b>	<b>467,996.77</b>	<b>544,000.51</b>	<b>631,143.33</b>	<b>670,289.07</b>
短期借款	3,100.90	409.00	0.00	7,200.83	18,258.37
应付账款	62,078.30	87,874.57	92,429.36	126,216.35	132,779.40
其他	156,654.54	162,512.26	209,149.97	242,412.21	286,869.54
<b>流动负债合计</b>	<b>221,833.74</b>	<b>250,795.83</b>	<b>301,579.33</b>	<b>375,829.39</b>	<b>437,907.30</b>
长期借款	66,411.74	68,866.55	79,949.75	74,261.47	31,377.82
应付债券	18,393.30	30,125.59	29,259.44	29,692.52	29,475.98
其他	54.04	106.85	71.78	77.56	85.40
<b>非流动负债合计</b>	<b>84,859.08</b>	<b>99,099.00</b>	<b>109,280.98</b>	<b>104,031.55</b>	<b>60,939.20</b>
<b>负债合计</b>	<b>306,692.82</b>	<b>349,894.83</b>	<b>410,860.31</b>	<b>479,860.94</b>	<b>498,846.50</b>
少数股东权益	25,617.82	28,848.76	34,058.61	39,442.64	44,828.23
股本	10,756.72	11,857.81	11,858.44	11,858.44	11,858.44
资本公积	6,954.60	14,886.68	14,437.43	14,662.06	14,549.74
留存收益	60,746.58	77,389.15	87,223.15	99,981.30	114,755.90
其他	(6,935.34)	(14,880.45)	(14,437.43)	(14,662.06)	(14,549.74)
<b>股东权益合计</b>	<b>97,140.38</b>	<b>118,101.95</b>	<b>133,140.20</b>	<b>151,282.39</b>	<b>171,442.57</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>403,833.20</b>	<b>467,996.77</b>	<b>544,000.51</b>	<b>631,143.33</b>	<b>670,289.07</b>

  

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	16,827.72	17,073.05	14,705.48	17,923.47	21,288.92
折旧摊销	462.52	786.63	188.56	208.57	224.06
财务费用	2,210.71	2,217.01	1,752.41	1,823.55	1,205.81
投资损失	(992.56)	(1,246.92)	(972.68)	(745.13)	(1,326.98)
营运资金变动	(3,507.32)	11,577.41	(25,330.97)	(8,970.34)	27,250.29
其它	2,783.58	3,646.78	5,209.85	5,384.03	5,385.58
<b>经营活动现金流</b>	<b>17,784.65</b>	<b>34,053.96</b>	<b>(4,447.34)</b>	<b>15,624.16</b>	<b>54,027.68</b>
资本支出	2,409.70	10,946.07	538.36	496.97	436.98
长期投资	1,273.53	9,931.86	3,789.69	4,998.36	6,239.97
其他	(6,153.28)	(33,936.66)	(3,221.46)	(5,510.03)	(5,723.49)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,470.05)</b>	<b>(13,058.73)</b>	<b>1,106.59</b>	<b>(14.70)</b>	<b>953.46</b>
债权融资	120,100.21	112,225.13	132,685.87	133,986.46	98,822.94
股权融资	(2,234.54)	6,799.17	(2,194.29)	(1,585.97)	(1,305.17)
其他	(135,609.63)	(130,352.99)	(116,660.32)	(138,088.77)	(140,401.42)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(17,743.96)</b>	<b>(11,328.68)</b>	<b>13,831.25</b>	<b>(5,688.28)</b>	<b>(42,883.65)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(2,429.37)</b>	<b>9,666.54</b>	<b>10,490.50</b>	<b>9,921.17</b>	<b>12,097.49</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>123,428.78</b>	<b>154,773.28</b>	<b>184,334.97</b>	<b>222,013.04</b>	<b>261,864.38</b>
营业成本	82,453.31	109,880.68	131,043.73	159,560.77	188,620.91
营业税金及附加	12,156.91	15,035.05	17,564.39	20,271.34	25,098.35
营业费用	2,731.15	3,544.88	4,452.63	6,151.89	7,309.30
管理费用	1,871.52	2,266.51	3,484.56	3,501.98	4,409.42
财务费用	2,327.80	2,233.93	1,752.41	1,823.55	1,205.81
资产减值损失	156.26	(40.41)	526.13	113.99	199.90
公允价值变动收益	0.00	23.65	0.00	0.00	0.00
投资净收益	992.56	1,246.92	972.68	745.13	1,326.98
其他	(1,985.12)	(2,541.15)	(1,945.35)	(1,490.26)	(2,653.96)
<b>营业利润</b>	<b>22,724.41</b>	<b>23,123.22</b>	<b>26,483.80</b>	<b>31,334.65</b>	<b>36,347.66</b>
营业外收入	259.04	310.56	670.00	413.20	294.29
营业外支出	82.69	123.21	107.10	204.33	111.55
<b>利润总额</b>	<b>22,900.76</b>	<b>23,310.57</b>	<b>27,046.70</b>	<b>31,543.52</b>	<b>36,530.40</b>
所得税	6,073.04	6,237.52	7,131.37	8,236.01	9,855.90
<b>净利润</b>	<b>16,827.72</b>	<b>17,073.05</b>	<b>19,915.33</b>	<b>23,307.51</b>	<b>26,674.50</b>
少数股东损益	4,480.14	4,651.50	5,209.85	5,384.03	5,385.58
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>12,347.58</b>	<b>12,421.55</b>	<b>14,705.48</b>	<b>17,923.47</b>	<b>21,288.92</b>
每股收益(元)	1.04	1.05	1.24	1.51	1.80

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	13.18%	25.39%	19.10%	20.44%	17.95%
营业利润	19.72%	1.75%	14.53%	18.32%	16.00%
归属于母公司净利润	1.21%	0.60%	18.39%	21.88%	18.78%
<b>获利能力</b>					
毛利率	33.20%	29.01%	28.91%	28.13%	27.97%
净利率	10.00%	8.03%	7.98%	8.07%	8.13%
ROE	17.26%	13.92%	14.84%	16.03%	16.81%
ROIC	11.64%	11.01%	12.32%	12.59%	13.45%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	75.95%	74.76%	75.53%	76.03%	74.42%
净负债率	122.12%	126.25%	143.22%	145.89%	162.43%
流动比率	1.73	1.73	1.70	1.59	1.46
速动比率	0.43	0.53	0.48	0.49	0.46
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.53	4.19	4.36	4.34	4.33
存货周转率	0.44	0.52	0.55	0.57	0.62
总资产周转率	0.32	0.36	0.36	0.38	0.40
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.04	1.05	1.24	1.51	1.80
每股经营现金流	1.50	2.87	-0.38	1.32	4.56
每股净资产	6.03	7.53	8.36	9.43	10.68
<b>估值比率</b>					
市盈率	15.94	15.85	13.39	10.98	9.25
市净率	2.75	2.21	1.99	1.76	1.55
EV/EBITDA	8.30	7.19	10.29	8.66	6.54
EV/EBIT	8.44	7.40	10.36	8.71	6.58

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com