业绩略超预期，文旅项目稳步推进

■**事件：①公司发布 2018 年一季度报告：**期内完成营收 10.44 亿元/+21.88%，实现归母净利润 0.39 亿元/-42.29%，扣非归母净利润大幅同增 229.53%达到 0.36 亿元；**②公司发布 2017 年年报：**业绩整体略超预期，期内完成营收 74.41 亿元同比持平，归母净利润维持高增速 8.57 亿元/+63.63%。

■**公司业绩略超预期，毛利率提升明显：①分业务来看：**商品房销售业务贡献营收 61.42 亿元/-6.83%，是公司的主营业务；其他业务营收占比 16.70%，同增 51.14%，体现了公司在文旅转型方面的良好效果；**②分地区来看：**宁夏/上海/湖南营收贡献前三，期内分别完成营收 13.52 亿元/+193.34%、10.93 亿元/-24.75%以及 10.71 亿元/+487.43%；增速前三的地区分别为湖南/宁夏/吉林；**③盈利能力：**期内公司综合毛利率 31.80%/+3.09pct，主要来自于商品房销售的毛利率 2.80pct 的提升达到了 34.09%；其他业务的毛利率提升巨大，实现毛利率 20.95%/+11.50pct；**④固定资产层面：**公司固定资产酒店 40.96 亿元/+7.37%，主要系在建工程竣工投入运营，土地资产增加所致；在建工程公司同比增加超过 3 倍，主要系自持物业本年度集中建设，工程较去年变动大所致；地产结算周期较长，公司 2017 年固定资产与在建工程的增量有望在未来为公司贡献业绩。**⑤非经常性损益：**公司 17 年非经常性损益 5.41 亿元，相比 16 年的 0.34 亿元提升较大，主要是由于公司出于成本控制，将北京永盛康达持有的京（2016）朝阳区不动产权第 0142730 号的房产并入北京恒兴长基资产管理有限责任公司，打包出售，获非经常性损益约 3.5 亿元所致。

■**铜官窑有望暑期开业，鸠鹚古镇拟封园收费预期强化，公司 19 年文旅经营性收入有望迎来突破。**根据公告，公司在 2018 年拟全力确保长沙铜官窑项目在暑期开业运营。考虑到铜官窑项目为公司在文旅转型中核心项目之一，地处长株潭地区休闲游需求旺盛，并叠加景区本身的门票+酒店+餐饮+演艺+商铺租金等丰富业态为景区经营性收入打下坚实基础，我们预计项目在成熟期有望实现 500 万人次客流，成熟期经营性利润可达 2.79 亿元（公司公告）。此外，鸠鹚古镇目前由于目前仅建成东岸，在西岸未开业的情况下仍处免门票的状态，因此古镇经营性的业绩尚未放量。本次公司计划加快西岸建设为封园做好准备，预计实现后景区开始整体收门票的预期强化，利好景区整体收入。

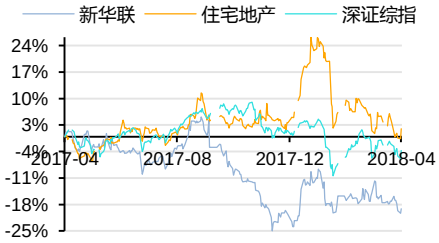
■**房地产项目聚焦一线及热点城市，提供稳定现金流保障战略转型。**2017 年公司的房地产业务实现营收 61.42 亿元，同比下降 6.83%，主要

投资评级	买入-A
	维持评级
6 个月目标价：	8.21 元
股价（2018-04-24）	5.93 元

交易数据

总市值（百万元）	11,247.37
流通市值(百万元)	11,247.32
总股本（百万股）	1,896.69
流通股本(百万股)	1,896.68
12 个月价格区间	5.50/7.71 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.96	-3.95	-14.38
绝对收益	-4.82	-11.49	-20.44

黄守宏 分析师
SAC 执业证书编号：S1450511020024
huangsh@essence.com.cn
021-35082092

相关报告

新华联：地产金融双助力，文旅巨轮创未来/黄守宏 2018-03-14

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

系北京、上海、天津等地一手房销售收紧所致。根据公告，公司在17年内新增土地120.11万平方米，截至17年末的土地储备达224.62万平方米，土地储备的大幅上升为后续良好业绩打下坚实基础。2018年除持续热销的上海、长沙、唐山、武汉等地项目外，公司在环上海经济圈、天津、三亚等地将有一批新项目入市，丰富的可售资源有望持续增厚公司业绩和现金流，推动公司向“文旅+地产+金融”的战略布局实现顺利转型。

■**投资建议：**给予买入-A投资评级。公司18年芜湖鸠兹古镇、长沙铜官窑、西宁国际度假村等项目稳步推进，公司的“文旅+金融”业务有望进入持续收获期。预计公司2018-2020年的归母净利分别为10.90/13.10/15.70亿，对应EPS分别为0.57/0.69/0.83元，对应PE分别为10.3x/8.6x/7.2x，给予6个月目标价8.21元。

■**风险提示：1）行业风险；2）财务资金风险；3）海外业务风险**

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	7,515.8	7,441.4	9,844.5	11,750.9	13,540.6
净利润	523.9	857.2	1,090.0	1,310.2	1,569.9
每股收益(元)	0.28	0.45	0.57	0.69	0.83
每股净资产(元)	3.25	3.39	4.51	4.90	5.42

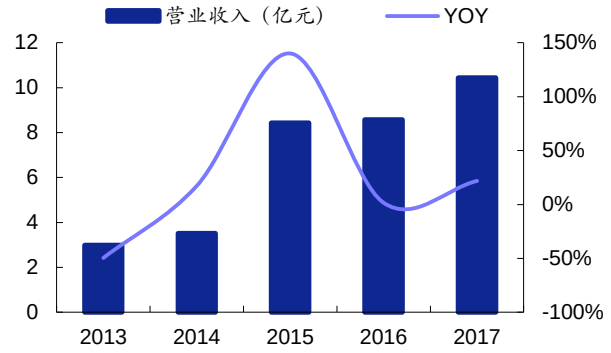
盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	21.5	13.1	10.3	8.6	7.2
市净率(倍)	1.8	1.7	1.3	1.2	1.1
净利润率	7.0%	11.5%	11.1%	11.1%	11.6%
净资产收益率	8.5%	13.3%	12.7%	14.1%	15.3%
股息收益率	1.7%	0.0%	3.2%	5.1%	5.2%
ROIC	3.8%	6.8%	5.3%	3.7%	5.4%

数据来源：Wind资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

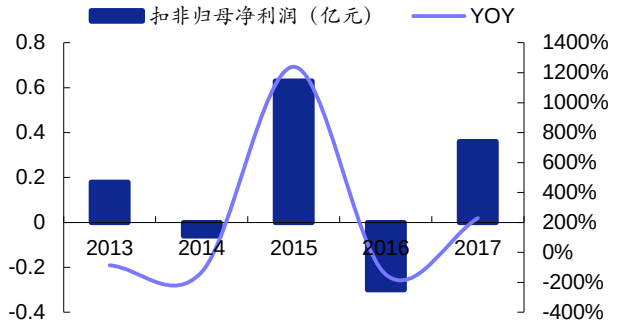
公司发布 2018 年一季度报告，业绩超出预期：期内完成营收 10.44 亿元/+21.88%，实现归母净利润 0.39 亿元/-42.29%，扣非归母净利润大幅同增 229.53%达到 0.36 亿元；

图 1：公司完成营收 10.44 亿元/+21.88%



资料来源：Wind，安信证券研究中心

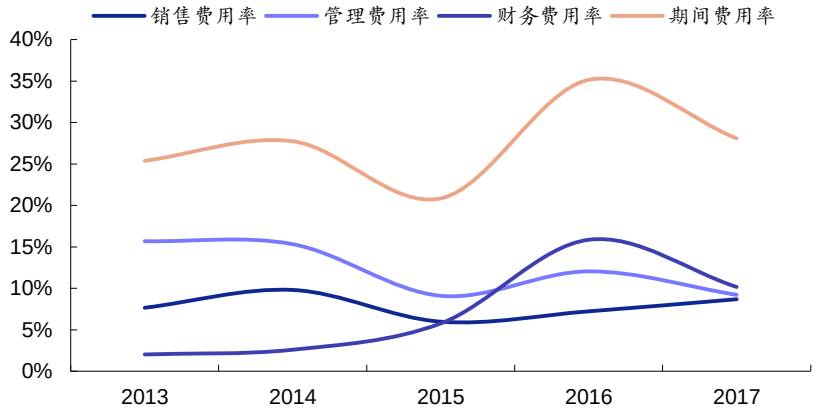
图 2：扣非归母净利润大幅同增 229.53%



资料来源：Wind，安信证券研究中心

公司期间费用率下降明显：期间费用率 28.08%/-7.06pct 下降明显，主要来自于管理费用率（9.22%/-2.83pct）与财务费用率（10.17%/-5.69pct）的下降，公司在控费方面成效显著；销售费用率 8.69%/+1.46pct，**主要系本期销售增加，计提销售费用增加所致**；

图 3：期间费用率 28.08%/-7.06pct 下降明显



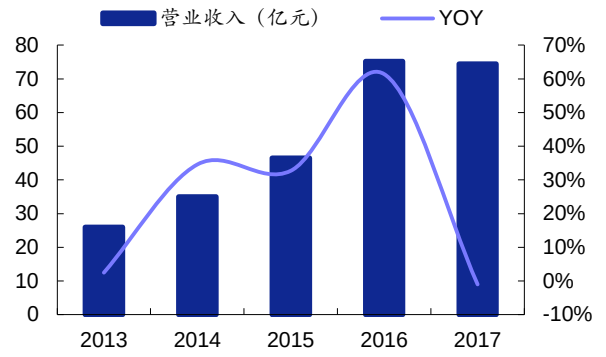
资料来源：Wind，安信证券研究中心

现金流方面，公司依靠经营活动产生的现金流入 26.03 亿元/+50.85%，主要系本期**销售商品、提供劳务收到的现金大幅增加所致**；投资活动产生的现金流出 7.79 亿元/+503.02%，大幅增加主要系本期购建固定资产发生的支出增加所致；

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

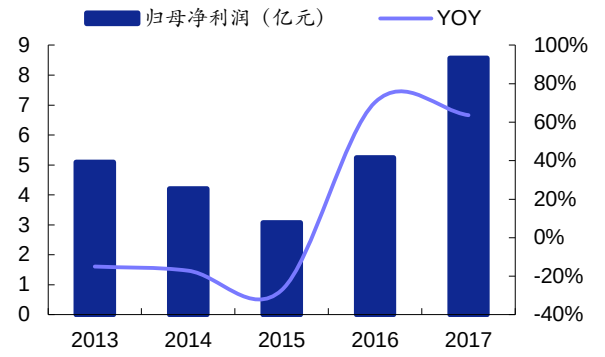
公司公布 2017 年年报，业绩整体略超预期：期内完成营收 74.41 亿元同比持平，归母净利润维持高增速 8.57 亿元/+63.63%；

图 4：公司营收同比持平



资料来源：Wind，安信证券研究中心

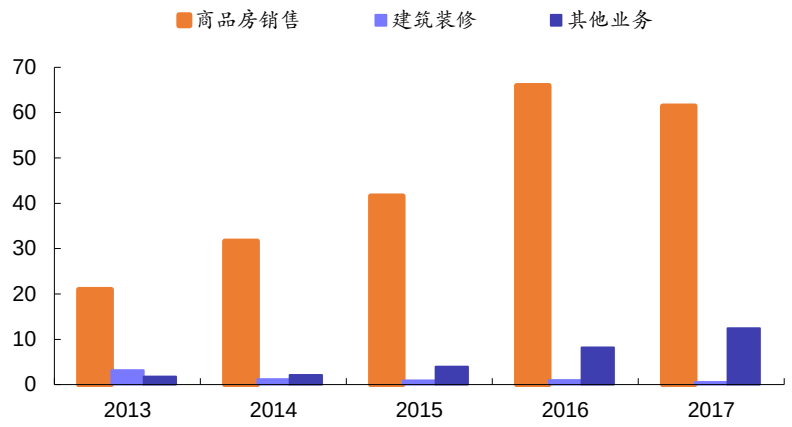
图 5：归母净利维持高增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

分业务方面，商品房销售业务贡献营收 61.42 亿元/-6.83%，占总营收的 82.53%，是公司的主营业务；建筑装修业务贡献营收 5738.90 万元/-43.53%，占公司总营收的 0.77%；其他业务营收占比 16.70%，同比增加 51.14%，体现了公司在文旅转型方面的良好效果；公司房地产业务 2017 年存货 238.29 亿元/+9.83%，房地产储备充足；

图 6：商品房销售为公司主营业务，其他业务同比增加

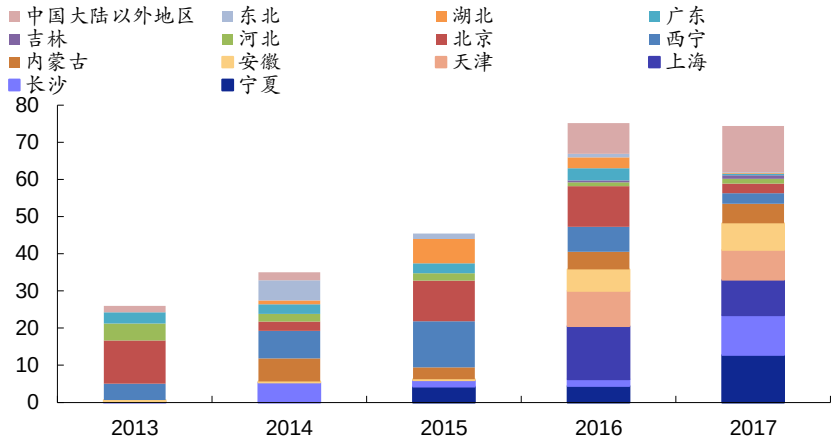


资料来源：Wind，安信证券研究中心

地区贡献方面，宁夏/上海/湖南营收贡献前三，期内分别完成营收 13.52 亿元/+193.34%、10.93 亿元/-24.75%以及 10.71 亿元/+487.43%；增速前三的地区分别为湖南/宁夏/吉林；

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

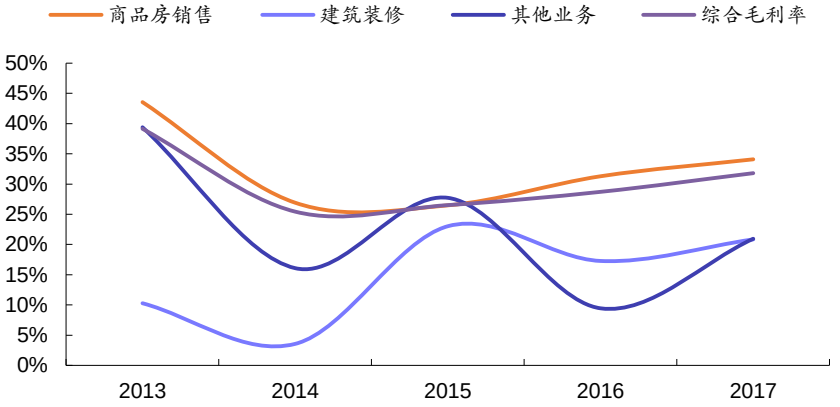
图 7：宁夏/上海/湖南营收贡献前三



资料来源：Wind，安信证券研究中心

期内公司综合毛利率 31.80%/+3.09pct，主要来自于商品房销售的毛利率 2.80pct 的提升达到了 34.09%，公司文旅转型当中其他业务的毛利率提升巨大，实现毛利率 20.95%/+11.50pct；北京地区毛利率提升幅度最大达到 19.72pct；

图 8：公司综合毛利率提升

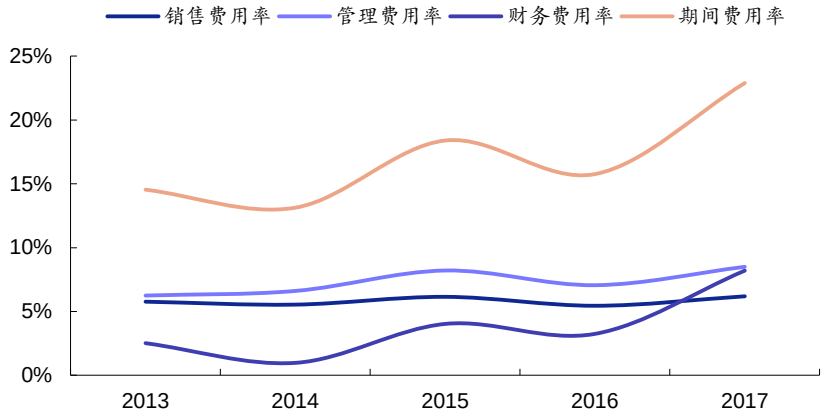


资料来源：Wind，安信证券研究中心

费用率方面，公司期间费用率 22.89%/+7.13pct，其中 1）销售费用率 6.19%/+0.74pct，主要系本期新项目增加，销售费用较上年同期有所增加所致；2）管理费用率 8.50%/+1.44pct，主要系新增项目公司处于前期开发阶段，费用较多所致；3）财务费用率 8.20%/+4.95pct，主要系部分项目竣工交付，借款利息费用化所致；

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

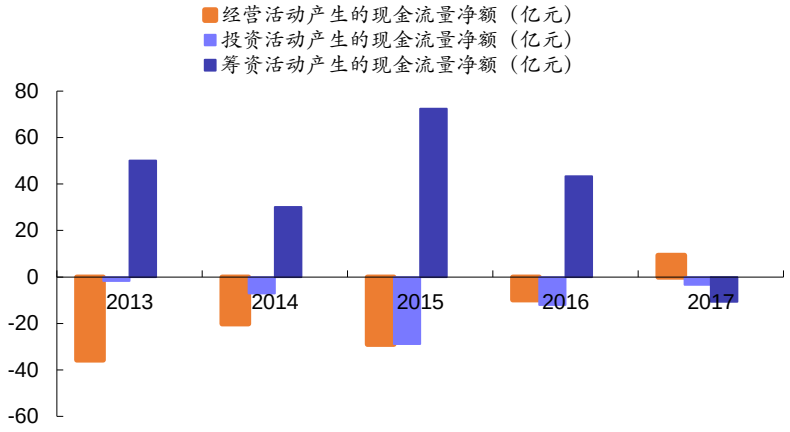
图 9：公司期间费用率 22.89%/+7.13pct



资料来源：安信证券研究中心

现金流方面，公司经营活动产生的现金流量净额 9.35 亿元/+194.45%,主要系**本期销售房屋收到款项增加所致**；投资活动产生的现金流量净额-3.44 亿元/-71.25%，主要系**本期处置子公司收到的现金较上期增加所致**；筹资活动产生的现金流量净额-10.64 亿元/-124.56%，主要系**本年归还到期借款所致**。

图 10：公司现金流量净额

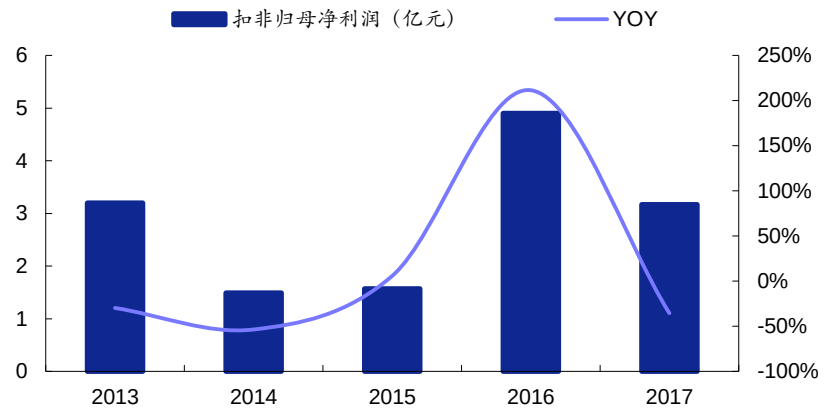


资料来源：Wind，安信证券研究中心

期内公司实现投资收益 7.69 亿元，主要系**本期确认联营企业投资收益以及股权转让收益所致**；转让麦维斯（北京）物业管理有限公司**为公司贡献净利润 3.84 亿元，占净利润总额的 44.78%**；2017 全年扣非归母净利润 3.17 亿元/-35.42%；

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

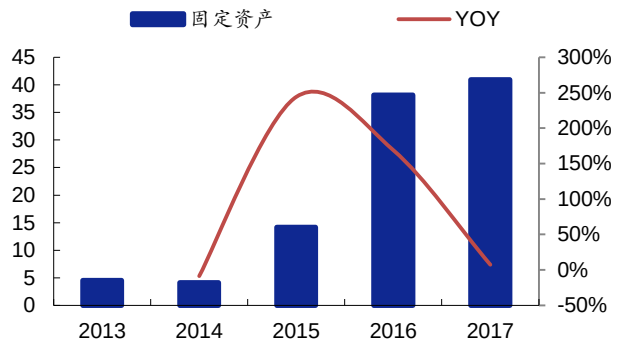
图 11：公司扣非归母净利润



资料来源：Wind，安信证券研究中心

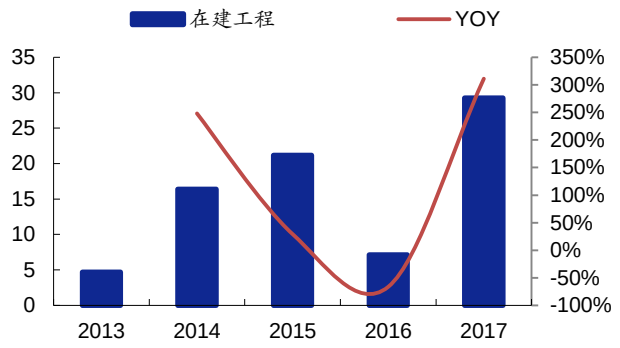
期内公司固定资产酒店 40.96 亿元/+7.37%，主要系在**建工程竣工投入运营，土地资产增加所致**；在建工程公司 29.28 亿元，同比增加超过 3 倍，**主要系自持物业本年度集中建设，工程较去年变动大所致**；由于地产结算周期较长，公司 2017 年固定资产与在建工程的增量有望在未来为公司贡献业绩；

图 12：公司固定资产



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 13：公司在建工程涨幅巨大



资料来源：Wind，安信证券研究中心

公司投资设立的韩国锦绣山庄株式会社（占公司净资产 10.04%）、新华联（马来西亚）置地有限公司（占公司净资产 11.43%）、澳大利亚新华联置地有限公司（占公司净资产 19.26%）尚处于开发建设阶段，股权收购的新丝路文旅有限公司（占公司净资产 55.36%）由于刚完成对于董事会的改组，尚处于暂时亏损的阶段；2018 年随着上述公司整合改组完毕，运营迈入正轨以及项目开发的陆续完成，公司业绩有望实现增长；

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	7,515.8	7,441.4	9,844.5	11,750.9	13,540.6
减:营业成本	5,358.0	5,075.4	6,824.2	8,138.7	9,363.3
营业税费	563.9	424.9	541.4	646.3	744.7
销售费用	409.2	460.7	586.7	698.0	798.9
管理费用	530.8	632.8	807.2	969.5	1,110.3
财务费用	244.6	610.1	221.4	262.6	286.4
资产减值损失	-1.0	27.3	11.8	12.7	17.3
加:公允价值变动收益	37.2	151.5	-	-	-
投资和汇兑收益	275.9	768.7	452.0	501.0	600.0
营业利润	723.4	1,164.6	1,303.6	1,524.2	1,819.6
加:营业外净收支	16.4	7.4	54.8	96.0	114.2
利润总额	739.8	1,172.0	1,358.4	1,620.2	1,933.8
减:所得税	263.2	309.3	339.6	405.0	483.4
净利润	523.9	857.2	1,090.0	1,310.2	1,569.9

资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	8,086.4	8,797.6	787.6	940.1	1,083.2
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	767.7	1,090.9	1,500.3	1,296.3	1,772.3
应收票据	2.0	5.9	25.8	18.0	25.6
预付帐款	662.0	1,348.1	2,607.5	1,865.4	2,785.2
存货	21,945.7	24,232.2	37,373.9	33,239.8	45,386.7
其他流动资产	592.2	896.6	198.1	264.0	351.4
可供出售金融资产	1.7	1.7	1.2	1.5	1.5
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	2,449.6	2,387.7	2,387.7	2,387.7	2,387.7
投资性房地产	3,340.2	2,957.4	2,957.4	2,957.4	2,957.4
固定资产	3,836.2	4,113.0	5,678.5	6,660.3	7,316.0
在建工程	712.0	2,927.7	1,963.8	1,481.9	1,241.0
无形资产	1,166.8	1,224.5	1,200.6	1,176.6	1,152.6
其他非流动资产	1,011.8	1,312.0	1,148.3	1,139.0	1,074.9
资产总额	44,574.4	51,295.4	57,830.7	53,428.1	67,535.7
短期债务	2,976.6	2,813.8	4,578.5	4,008.3	5,449.3
应付帐款	6,224.2	5,832.0	12,649.1	7,945.3	14,709.4
应付票据	-	100.0	52.0	148.7	46.6
其他流动负债	8,776.6	15,240.5	7,425.1	14,969.1	8,738.7
长期借款	12,978.1	15,965.2	18,705.5	9,981.9	21,399.6
其他非流动负债	6,652.2	3,151.4	4,177.2	5,485.4	5,438.3
负债总额	37,607.7	43,103.0	47,587.5	42,538.7	55,781.8
少数股东权益	798.0	1,759.1	1,691.4	1,598.0	1,481.0
股本	535.9	535.9	1,897.0	1,897.0	1,897.0
留存收益	5,701.9	5,921.5	6,654.8	7,394.5	8,375.9
股东权益	6,966.7	8,192.4	10,243.2	10,889.4	11,753.9

财务指标

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长性					
营业收入增长率	61.7%	-1.0%	32.3%	19.4%	15.2%
营业利润增长率	188.4%	61.0%	11.9%	16.9%	19.4%
净利润增长率	70.8%	63.6%	27.2%	20.2%	19.8%
EBITDA 增长率	120.1%	78.0%	-4.4%	18.7%	17.5%
EBIT 增长率	121.1%	79.8%	-12.4%	17.2%	17.9%
NOPLAT 增长率	93.7%	109.5%	-12.4%	17.2%	17.9%
投资资本增长率	16.5%	12.2%	68.9%	-20.2%	44.9%
净资产增长率	2.7%	17.6%	25.0%	6.3%	7.9%
利润率					
毛利率	28.7%	31.8%	30.7%	30.7%	30.9%
营业利润率	9.6%	15.7%	13.2%	13.0%	13.4%
净利润率	7.0%	11.5%	11.1%	11.1%	11.6%
EBITDA/营业收入	15.2%	27.4%	19.8%	19.7%	20.1%
EBIT/营业收入	12.9%	23.4%	15.5%	15.2%	15.6%
运营效率					
固定资产周转天数	126	192	179	189	186
流动营业资本周转天数	536	546	667	650	629
流动资产周转天数	1,364	1,655	1,442	1,227	1,183
应收帐款周转天数	32	45	47	43	41
存货周转天数	961	1,117	1,126	1,082	1,045
总资产周转天数	1,882	2,319	1,995	1,704	1,608
投资资本周转天数	858	989	1,063	1,006	948
投资回报率					
ROE	8.5%	13.3%	12.7%	14.1%	15.3%
ROA	1.1%	1.7%	1.8%	2.3%	2.1%
ROIC	3.8%	6.8%	5.3%	3.7%	5.4%
费用率					
销售费用率	5.4%	6.2%	6.0%	5.9%	5.9%
管理费用率	7.1%	8.5%	8.2%	8.3%	8.2%
财务费用率	3.3%	8.2%	2.2%	2.2%	2.1%
三费/营业收入	15.8%	22.9%	16.4%	16.4%	16.2%
偿债能力					
资产负债率	84.4%	84.0%	82.3%	79.6%	82.6%
负债权益比	539.8%	526.1%	464.6%	390.6%	474.6%
流动比率	1.78	1.52	1.72	1.39	1.78
速动比率	0.56	0.51	0.21	0.16	0.21
利息保障倍数	3.96	2.85	6.89	6.80	7.35
分红指标					
DPS(元)	0.10	-	0.19	0.30	0.31
分红比率	36.2%	0.0%	32.7%	43.6%	37.5%
股息收益率	1.7%	0.0%	3.2%	5.1%	5.2%

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	476.6	862.8	1,090.0	1,310.2	1,569.9
加:折旧和摊销	203.2	346.5	422.3	524.0	609.3
资产减值准备	-1.0	27.3	-	-	-
公允价值变动损失	-37.2	-151.5	-	-	-
财务费用	268.0	868.0	221.4	262.6	286.4
投资损失	-275.9	-768.7	-452.0	-501.0	-600.0
少数股东损益	-47.3	5.5	-71.2	-95.0	-119.6
营运资金的变动	-1,785.3	-20.5	-14,153.7	7,874.6	-12,620.6
经营活动产生现金流量	-989.7	934.8	-12,943.1	9,375.4	-10,874.5
投资活动产生现金流量	-1,197.6	-344.3	-547.4	-499.4	-399.9
融资活动产生现金流量	4,332.6	-1,064.2	5,480.5	-8,723.5	11,417.6

业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	0.28	0.45	0.57	0.69	0.83
BVPS(元)	3.25	3.39	4.51	4.90	5.42
PE(X)	21.5	13.1	10.3	8.6	7.2
PB(X)	1.8	1.7	1.3	1.2	1.1
P/FCF	2.6	180.5	-1.2	13.9	14.3
P/S	1.5	1.5	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	15.4	9.0	20.1	13.5	15.9
CAGR(%)	36.6%	18.9%	52.4%	36.6%	18.9%
PEG	0.6	0.7	0.2	0.2	0.4
ROIC/WACC	1.0	1.9	1.5	1.0	1.5
REP	0.9	0.5	0.7	1.1	0.7

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 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

黄守宏声明，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。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

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
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	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
	高思雨	021-35082350	gaosy@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@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
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@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层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。