

# 保利地产 (600048)

证券研究报告

2018年08月15日

## 业绩基本符合预期，融资优势显著

**事件:** 公司发布半年度报告。上半年, 公司实现营业收入 595.1 亿元, 同比增长 9.3%; 实现归母净利润 65.1 亿元, 同比增长 15.1%。

### 毛利率提升显著, 业绩基本符合预期

公司上半年实现营业收入 595.1 亿元, 同比增长 9.3% (业绩预告为 9.9%); 实现归母净利润 65.1 亿元, 同比增长 15.1% (业绩预告为 14.9%), 业绩基本符合预期。公司归母净利润的增长高出营收增长近 6 个百分点, 主要有两个原因: (1) 结转项目毛利率提高。2018H1 公司综合毛利率 35.4%, 较去年同期+4.6pct; 房地产业务结算毛利率 35.3%, 较去年同期+5.6pct。(2) 随着合作项目增多并陆续进入项目结转期, 公司投资收益大幅增长, 2018H1 投资收益 9.4 亿元, 同比增长 66.7%。截止到 2018H1, 公司账面预收账款 2910.8 亿元, 预收款/17 年营业收入高达 199%, 充足的可结算资源为公司未来业绩增长奠定了坚实的基础。2018 年公司计划竣工面积 1900 万平方米, 对应增速 22.3%, 上半年已完成计划的 40% (760.7 万方), 公司加快竣工节奏有望助力公司业绩快速释放。

### 销售扩张态势良好, 销售均价稳中有升

2018 年上半年, 公司实现签约金额 2153.1 亿元, 同比增长 46.9%, 销售额位居行业第四。6 月份实现签约金额 602 亿元, 首次实现单月签约突破 600 亿元; 1-6 月实现签约面积 1453.9 万平方米, 同比增长 37.9%。累计销售均价 14809 元/方, 同比增长 6.5%。在行业销售规模增速放缓的背景下, 公司把握行业集中度提升的机遇, 实现销售规模的快速增长。公司签约销售仍然以一二线城市和核心城市群为主, 按城市能级分, 一二线、三四线城市签约金额分别占比 78%和 22%; 按区域分, 珠三角、长三角分别占比 31%和 20%。

### 拿地扩张积极, 获取方式多元化

2018 年上半年, 公司新拓展国内项目 69 个; 新增容积率面积 1510 万平方米; 总成本 1072 亿元, 拿地金额占比销售金额 49.8%, 楼面均价 7099 元/方。按城市能级分, 一二线、三四线城市拿地金额占比为 68%和 32%。其中, 三四线城市主要聚焦于珠三角、长三角等核心城市群。考虑融资偏紧的环境下, 公司作为龙头房企优势明显, 预计下半年公司拿地力度虽有回落, 但影响较小。

### 坚持全国化战略布局, 深耕一二线城市

公司始终坚持全国化战略布局, 深耕一二线城市。截至 2018H1, 公司拥有待开发面积 8950 万方, 预计可满足未来 2-3 年开发需求, 保证公司拥有充足的资源灵活应对市场变化。按城市能级分, 一二、三四线城市分别占比 61%和 39%; 按区域分, 珠三角、长三角合计 4124 万平方米, 占比 46%, 与市场趋势相匹配, 为公司持续发展储备了优质资源。

### 融资优势明显, 债务结构合理

公司充分发挥融资优势, 以低成本储备大额资金, 上半年公司融资现金流入 856.3 亿元, 同比增长 43.2%, 其中新增有息负债 796.1 亿元, 综合成本仅 5.09%。受此影响, 公司负债率水平有所走高, 净负债率达到 93.3%, 较去年同期+6.7pct; 资产负债率 (剔除预收款) 为 67.8%, 较去年同期+0.9pct。但公司总体债务结构合理, 一年内到期有息负债占比 13%, 现金余额/一年内到期有息负债为 2.95 倍, 短期偿债压力不大。从融资来源来看, 公司有息负债仍以银行借款为主, 占比超 71%, 公司债及中票等直接债务融资工具占比 14%。截至 2018H1, 公司银行贷款授信额度为 3810 亿, 剩余未使用额度 1687 亿。在行业融资整体收紧的大背景下, 公司在融资方面的优势愈加明显。公司有息负债综合成本仅 4.86%, 在行业内处于领先水平。

**投资建议:** 公司盈利提升显著, 销售增速维持高位, 土地储备充足, 拿地扩张积极。根据中国指数研究院的数据, 公司 2018 年销售目标 4000 亿, 从上半年公司销售情况看这一目标大概率将实现。此外, 公司已完成收购保利香港 50%股权方案的股权交割工作, 基本完成境内房地产业务的整合, 未来业务区域和市占率有望加速提升。我们认为房地产企业的融资环境有望边际上改善, 作为稳健经营的地产龙头, 公司融资优势尤其明显。我们预计公司 18-20 年 EPS 分别为 1.68、2.10 及 2.72 元, 对应 PE 为 6.6X、5.3X 及 4.1X, 估值接近历史低位, 将目标价由 18.96 下调为 16.8 元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 销售不达预期, 融资收紧超预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	154,773.28	146,341.82	188,206.60	233,329.41	300,444.40
增长率(%)	25.39	(5.45)	28.61	23.98	28.76
EBITDA(百万元)	26,099.43	28,657.58	35,146.39	43,696.34	55,582.52
净利润(百万元)	12,421.55	15,625.89	19,897.28	24,956.90	32,211.19
增长率(%)	0.60	25.80	27.34	25.43	29.07
EPS(元/股)	1.05	1.32	1.68	2.10	2.72
市盈率(P/E)	10.56	8.39	6.59	5.26	4.07
市净率(P/B)	1.47	1.23	1.08	0.95	0.82
市销率(P/S)	0.85	0.90	0.70	0.56	0.44
EV/EBITDA	7.19	11.64	9.55	7.34	5.95

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	10.88 元
目标价格	16.8 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)	129,019.84
流通 A 股市值(百万元)	127,691.39
每股净资产(元)	8.81
资产负债率(%)	79.32
一年内最高/最低(元)	18.74/9.81

### 作者

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

**徐超** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518070007  
xuchao@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 《保利地产-半年报点评报告:业绩符合预期, 拿地扩张积极, 市占率有望加速提升》 2018-04-19
- 《保利地产-公司点评:销售增速维持高位, 加大二线城市合作拿地力度》 2018-03-07
- 《保利地产-公司点评:业绩增速超预期, 销售突破 3000 亿》 2018-01-16

事件：公司发布半年度报告。上半年，公司实现营业收入 595.1 亿元，同比增长 9.3%；实现归母净利润 65.1 亿元，同比增长 15.1%；实现每股收益 0.55 元/股，同比增长 15.13%。

## 1. 毛利率提升显著，业绩基本符合预期

公司上半年实现营业收入 595.1 亿元，同比增长 9.3%（业绩预告为 9.9%）；实现归母净利润 65.1 亿元，同比增长 15.1%（业绩预告为 14.9%），业绩基本符合预期。公司归母净利润的增长高出营收增长近 6 个百分点，主要有两个原因：（1）结转项目毛利率提高。2018H1 公司综合毛利率 35.4%，较去年同期+4.6pct；房地产业务结算毛利率 35.3%，较去年同期+5.6pct（2）随着合作项目增多并陆续进入项目结转期，公司投资收益大幅增长，2018H1 投资收益 9.4 亿元，同比增长 66.7%，这一块在营业收入里是没有体现的。截止到 2018H1，公司账面预收账款 2910.8 亿元，预收款/17 年营业收入高达 199%，充足的可结算资源为公司未来业绩增长奠定了坚实的基础。2018 年公司计划竣工面积 1900 万平米，对应增速 22.3%，上半年已完成计划的 40%（760.7 万方），公司加快竣工节奏有望助力公司业绩快速释放。

图 1：公司历年营业收入及同比增速



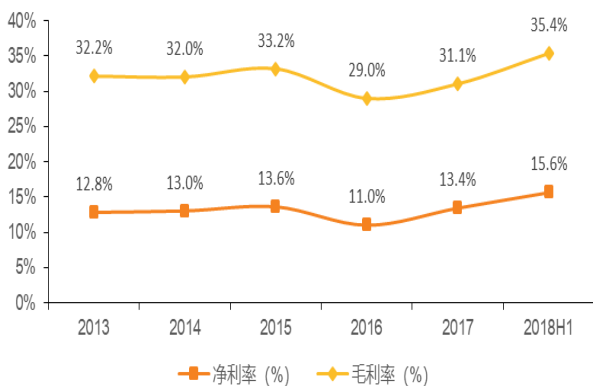
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：公司历年归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 3：公司历年利润率及同比增速



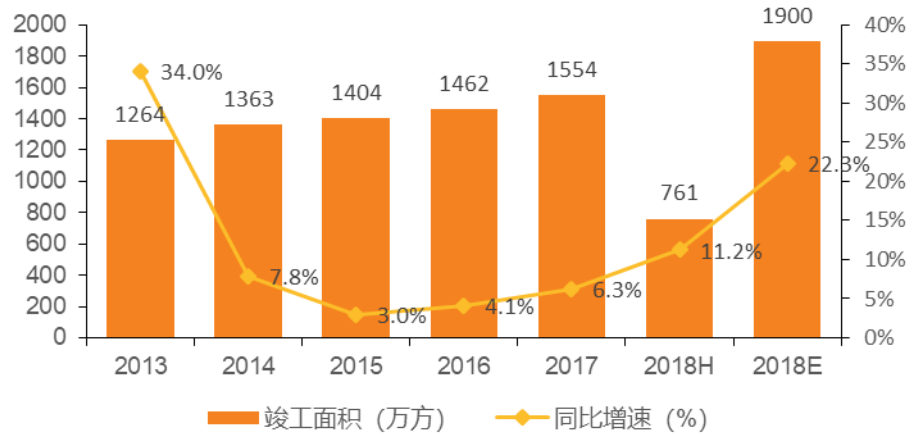
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 4：公司历年预收款及预收款/营业收入



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 5：公司历年竣工面积及同比增速



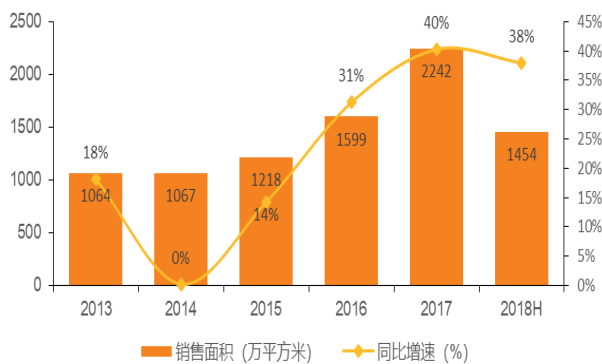
资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 2. 销售扩张态势良好，销售均价稳中有升

2018 年上半年，公司实现签约金额 2153.1 亿元，同比增长 46.9%，销售额位居行业第四。根据中国指数研究院的数据，公司 2018 年销售目标 4000 亿，对应增速 29.4%。6 月份实现签约金额 602 亿元，首次实现单月签约突破 600 亿元；1-6 月实现签约面积 1453.9 万平方米，同比增长 37.9%。累计销售均价 14809 元/方，同比增长 6.5%。在行业销售规模增速放缓的背景下，公司把握行业集中度提升的机遇，实现销售规模的快速增长。公司签约销售仍然以一二线城市和核心城市群为主，按城市能级分，一二线、三四线城市签约金额分别占比 78%和 22%；按区域分，珠三角、长三角分别占比 31%和 20%。其中，广州实现签约金额超 200 亿元，佛山、杭州超 100 亿元，北京等 14 个城市超 50 亿元，是公司城市深耕策略的优势展现。

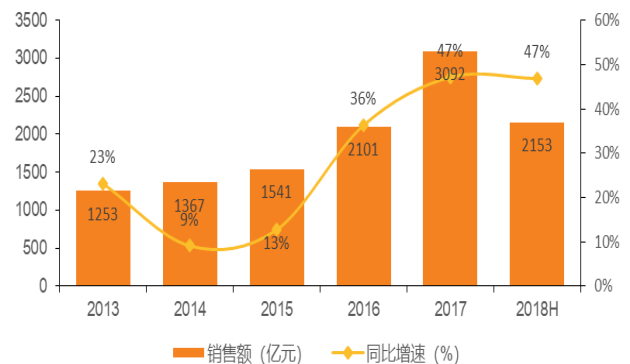
产品结构方面，公司始终坚持普通住宅中小户型定位，聚焦刚需和改善性的居住需求。2018 年 1-6 月，公司住宅产品销售金额占比达 90%，其中 144 平方米以下中小户型住宅产品占比达 90%。

图 6：公司历年销售面积及同比增速



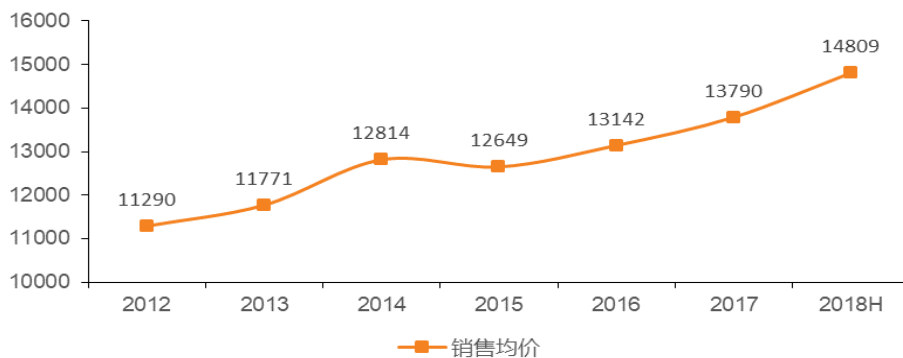
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 7：公司历年销售额及同比增速



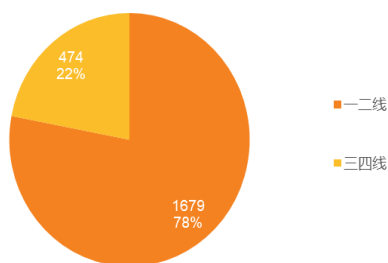
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 8：公司历年销售均价（元/平方米）



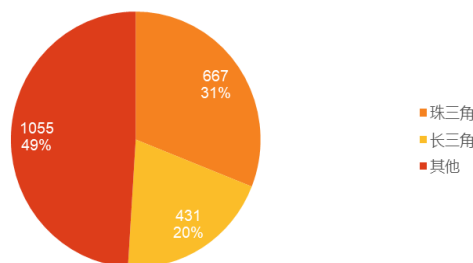
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 9：2018H 销售金额分布（城市能级）（亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 10：2018H 销售金额分布（区域）（亿元）

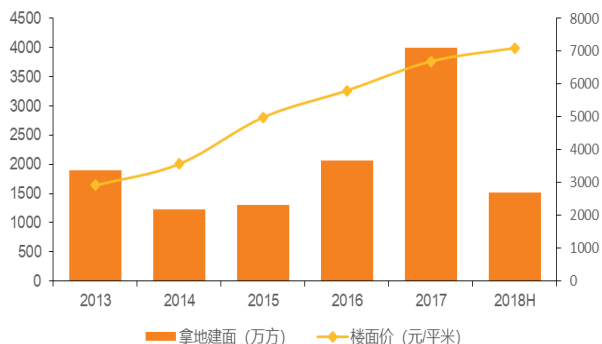


资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 3. 拿地扩张积极，获取方式多元化

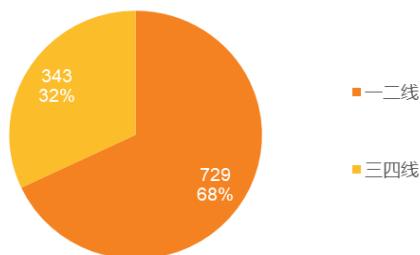
2018 年上半年，公司新拓展国内项目 69 个；新增容积率面积 1510 万平方米；总成本 1072 亿元，拿地金额占比销售金额 49.8%，楼面均价 7099 元/方。按城市能级分，一二线、三四线城市拿地金额占比为 68%和 32%。其中，三四线城市主要聚焦于珠三角、长三角等核心城市群。考虑融资偏紧的环境下，公司作为龙头房企优势明显，预计下半年公司拿地力度虽有回落，但影响较小。

图 11：拿地建面及楼面价



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 12：18H 新拿地分布

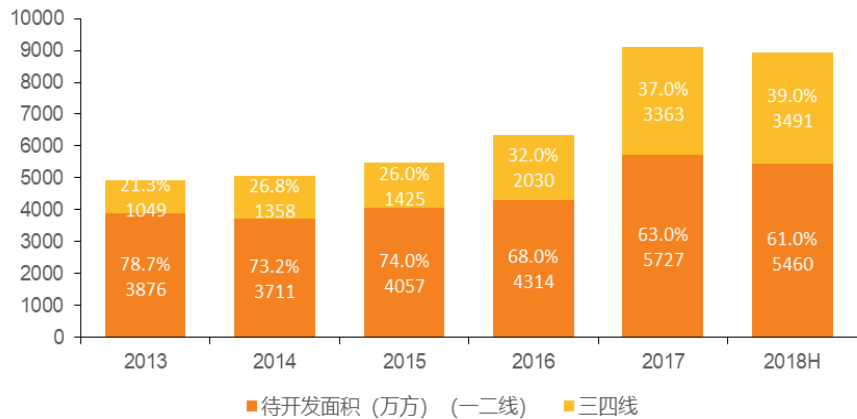


资料来源：公司公告、天风证券研究所

#### 4. 坚持全国化战略布局，深耕一二线核心城市

公司始终坚持全国化战略布局，以一、二线城市为核心，向城市群、城市带纵深发展。截至 2018H1，公司拥有待开发面积 8950 万方，预计可满足未来 2-3 年开发需求，保证公司拥有充足的资源灵活应对市场变化。按城市能级分，一二、三四线城市分别占比 61%和 39%；按区域分，珠三角、长三角合计 4124 万平方米，占比 46%，与市场趋势相匹配，为公司持续发展储备了优质资源。

图 13：公司历年待开发面积及分布

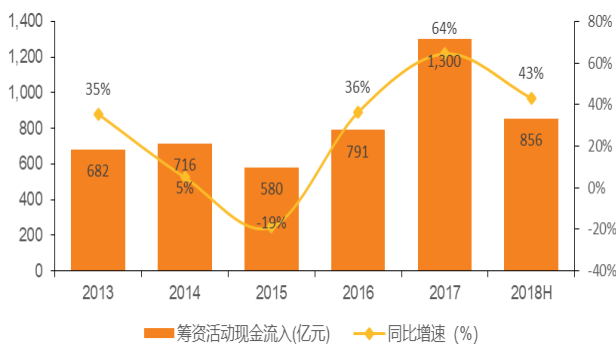


资料来源：公司公告、天风证券研究所

#### 5. 融资优势明显，债务结构合理

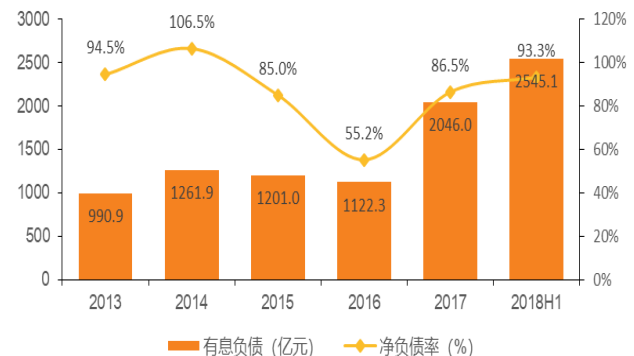
公司充分发挥融资优势，以低成本储备大额资金，上半年公司融资活动现金流入 856.3 亿元，同比增长 43.2%，其中新增有息负债 796.1 亿元，综合成本仅 5.09%。受此影响，公司负债率水平有所走高，净负债率达到 93.3%，较去年同期+6.7pct；资产负债率（剔除预收款）为 67.8%，较去年同期+0.9pct。但公司总体债务结构合理，一年内到期有息负债占比 13%，账面现金余额/一年内有息负债为 2.95 倍，短期偿债压力不大。从融资来源来看，公司有息负债仍以银行借款为主，占比超 71%，公司债及中票等直接债务融资工具占比约 14%。截至 2018H1，公司银行贷款授信额度为 3810 亿，剩余未使用额度 1687 亿。在行业融资整体收紧的大背景下，公司在融资方面的优势愈加明显。公司有息负债综合成本仅 4.86%，在行业内处于领先水平。

图 14：公司历年筹资现金流入及同比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

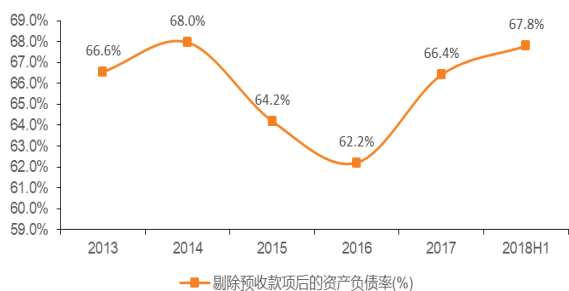
图 15：公司历年有息负债及净负债率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

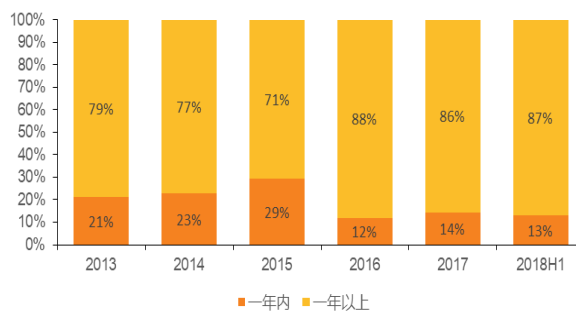


图 16：公司历年资产负债率（剔除预收款）



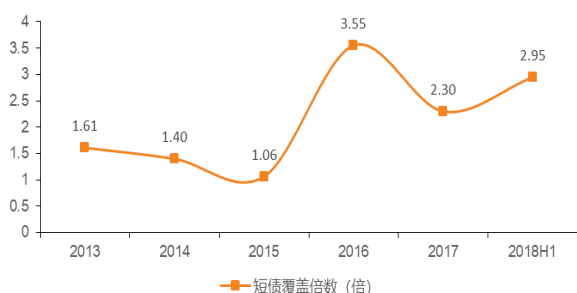
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 17：公司历年有息负债结构



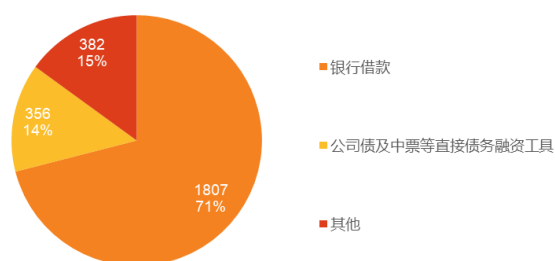
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 18：公司历年货币资金/一年内有息负债



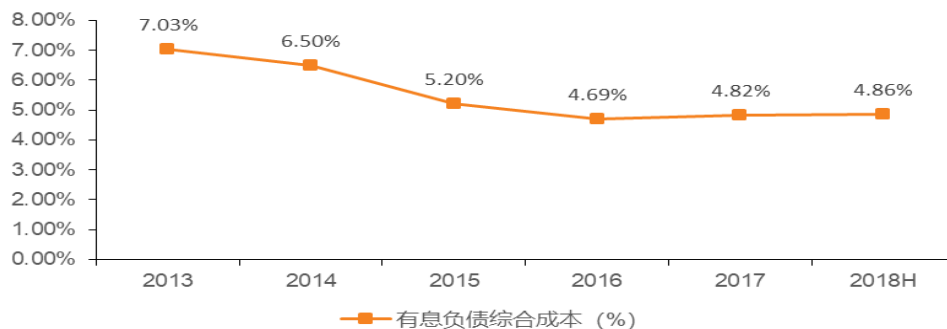
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 19：公司融资余额分布（亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 20：公司历年有息负债综合成本



资料来源：公司公告、天风证券研究所

**投资建议：**公司盈利提升显著，销售增速维持高位，土地储备充足，拿地扩张积极。根据中国指数研究院的数据，公司 2018 年销售目标 4000 亿，从上半年公司销售情况看这一目标大概率将实现。此外，公司已完成收购保利香港 50% 股权方案的股权交割工作，基本完成境内房地产业务的整合，未来业务区域和市占率有望加速提升。我们认为房地产企业的融资环境有望边际上改善，作为稳健经营的地产龙头，公司融资优势尤其明显。我们预计公司 18-20 年 EPS 分别为 1.68、2.10 及 2.72 元，对应 PE 为 6.6X、5.3X 及 4.1X，公司 10 年以来的估值中枢为 10.16 倍 PE (TTM)，目前为 7.96 倍 PE (TTM)，我们假设 6 个月后市估值回归中枢水平，将目标价由 18.96 下调为 16.8 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**销售不达预期，融资收紧超预期

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	46,983.82	67,801.20	37,641.32	46,665.88	60,088.88
应收账款	40,324.31	65,497.32	80,885.59	87,630.09	112,666.17
预付账款	39,312.72	54,150.57	47,463.77	69,177.58	81,203.62
存货	303,303.58	439,039.61	577,103.76	589,309.72	798,824.41
其他	5,197.60	19,668.23	19,649.98	19,649.98	19,649.98
<b>流动资产合计</b>	<b>435,122.03</b>	<b>646,156.93</b>	<b>762,744.42</b>	<b>812,433.25</b>	<b>1,072,433.0</b>
长期股权投资	14,751.15	23,450.65	32,150.16	33,406.16	34,805.16
固定资产	3,219.89	4,101.35	4,208.23	4,273.66	4,306.23
在建工程	260.06	484.94	422.96	379.78	347.87
无形资产	28.47	40.75	28.09	15.43	2.77
其他	14,329.83	21,809.05	27,027.52	31,483.67	36,555.72
<b>非流动资产合计</b>	<b>32,589.40</b>	<b>49,886.75</b>	<b>63,836.96</b>	<b>69,558.69</b>	<b>76,017.74</b>
<b>资产总计</b>	<b>467,996.77</b>	<b>696,451.75</b>	<b>826,581.38</b>	<b>881,991.94</b>	<b>1,148,450.8</b>
短期借款	409.00	3,066.94	6,978.60	8,585.69	8,615.44
应付账款	87,874.57	113,254.81	162,555.53	160,451.28	244,421.17
其他	162,512.26	246,628.30	299,939.38	341,864.60	473,290.22
<b>流动负债合计</b>	<b>250,795.83</b>	<b>362,950.05</b>	<b>469,473.51</b>	<b>510,901.57</b>	<b>726,326.84</b>
长期借款	68,866.55	147,653.85	147,333.95	128,876.05	136,010.43
应付债券	30,125.59	27,452.09	32,000.00	41,000.00	54,000.00
其他	106.85	156.09	156.09	156.09	156.09
<b>非流动负债合计</b>	<b>99,099.00</b>	<b>175,262.03</b>	<b>179,490.04</b>	<b>170,032.14</b>	<b>190,166.52</b>
<b>负债合计</b>	<b>349,894.83</b>	<b>538,212.09</b>	<b>648,963.55</b>	<b>680,933.71</b>	<b>916,493.37</b>
少数股东权益	28,848.76	51,259.87	56,418.62	62,889.18	71,240.56
股本	11,857.81	11,858.44	11,858.44	11,858.44	11,858.44
资本公积	14,886.68	15,462.46	15,753.77	15,253.77	15,253.77
留存收益	62,502.47	74,392.95	88,321.05	105,790.88	128,338.71
其他	6.23	5,265.95	5,265.95	5,265.95	5,265.95
<b>股东权益合计</b>	<b>118,101.95</b>	<b>158,239.67</b>	<b>177,617.83</b>	<b>201,058.23</b>	<b>231,957.43</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>467,996.77</b>	<b>696,451.75</b>	<b>826,581.38</b>	<b>881,991.94</b>	<b>1,148,450.8</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	17,073.05	19,677.20	19,897.28	24,956.90	32,211.19
折旧摊销	786.63	792.00	187.75	200.41	212.01
财务费用	2,217.01	3,489.16	2,404.14	2,620.02	2,573.68
投资损失	(1,246.92)	(1,680.43)	(1,300.00)	(1,300.00)	(1,300.00)
营运资金变动	11,577.41	(64,563.38)	(43,685.17)	(770.44)	(31,118.35)
其它	3,646.78	12,989.60	5,160.04	6,473.32	8,354.04
<b>经营活动现金流</b>	<b>34,053.96</b>	<b>(29,295.86)</b>	<b>(17,335.96)</b>	<b>32,180.22</b>	<b>10,932.57</b>
资本支出	10,946.07	10,510.54	8,919.50	1,466.00	1,599.00
长期投资	9,931.86	8,699.50	8,699.50	1,256.00	1,399.00
其他	(33,936.66)	(36,160.77)	(30,123.03)	(7,419.76)	(8,434.67)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(13,058.73)</b>	<b>(16,950.72)</b>	<b>(12,504.02)</b>	<b>(4,697.76)</b>	<b>(5,436.67)</b>
债权融资	112,225.13	204,601.36	212,741.03	204,890.22	225,054.36
股权融资	6,799.17	3,821.93	(2,112.83)	(3,120.02)	(2,573.68)
其他	(130,352.99)	(141,025.71)	(210,948.10)	(220,228.10)	(214,553.58)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(11,328.68)</b>	<b>67,397.58</b>	<b>(319.90)</b>	<b>(18,457.90)</b>	<b>7,927.10</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>9,666.54</b>	<b>21,151.00</b>	<b>(30,159.88)</b>	<b>9,024.56</b>	<b>13,423.00</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>154,773.28</b>	<b>146,341.82</b>	<b>188,206.60</b>	<b>233,329.41</b>	<b>300,444.40</b>
营业成本	109,880.68	100,872.42	130,647.00	161,503.40	208,220.12
营业税金及附加	15,035.05	12,456.67	15,432.94	19,133.01	24,636.44
营业费用	3,544.88	3,866.21	4,705.16	5,833.24	7,511.11
管理费用	2,266.51	2,844.84	3,764.13	4,666.59	6,008.89
财务费用	2,233.93	2,391.76	2,404.14	2,620.02	2,573.68
资产减值损失	(40.41)	66.12	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	23.65	(0.59)	1.28	2.76	2.67
投资净收益	1,246.92	1,680.43	1,300.00	1,300.00	1,300.00
其他	(2,541.15)	(3,362.96)	(2,602.56)	(2,605.52)	(2,605.34)
<b>营业利润</b>	<b>23,123.22</b>	<b>25,526.92</b>	<b>32,554.49</b>	<b>40,875.91</b>	<b>52,796.83</b>
营业外收入	310.56	325.18	330.00	350.00	370.00
营业外支出	123.21	152.65	160.00	180.00	190.00
<b>利润总额</b>	<b>23,310.57</b>	<b>25,699.45</b>	<b>32,724.49</b>	<b>41,045.91</b>	<b>52,976.83</b>
所得税	6,237.52	6,022.25	7,668.45	9,618.44	12,414.26
<b>净利润</b>	<b>17,073.05</b>	<b>19,677.20</b>	<b>25,056.04</b>	<b>31,427.46</b>	<b>40,562.56</b>
少数股东损益	4,651.50	4,051.31	5,158.76	6,470.56	8,351.37
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>12,421.55</b>	<b>15,625.89</b>	<b>19,897.28</b>	<b>24,956.90</b>	<b>32,211.19</b>
每股收益(元)	1.05	1.32	1.68	2.10	2.72

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	25.39%	-5.45%	28.61%	23.98%	28.76%
营业利润	1.75%	10.40%	27.53%	25.56%	29.16%
归属于母公司净利润	0.60%	25.80%	27.34%	25.43%	29.07%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.01%	31.07%	30.58%	30.78%	30.70%
净利率	8.03%	10.68%	10.57%	10.70%	10.72%
ROE	13.92%	14.61%	16.42%	18.06%	20.04%
ROIC	11.01%	12.67%	9.81%	10.23%	12.93%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	74.76%	77.28%	78.51%	77.20%	79.80%
净负债率	126.25%	120.50%	149.65%	198.24%	185.11%
流动比率	1.73	1.78	1.62	1.59	1.48
速动比率	0.53	0.57	0.40	0.44	0.38
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.19	2.77	2.57	2.77	3.00
存货周转率	0.52	0.39	0.37	0.40	0.43
总资产周转率	0.36	0.25	0.25	0.27	0.30
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.05	1.32	1.68	2.10	2.72
每股经营现金流	2.87	-2.47	-1.46	2.71	0.92
每股净资产	7.53	9.02	10.22	11.65	13.55
<b>估值比率</b>					
市盈率	10.56	8.39	6.59	5.26	4.07
市净率	1.47	1.23	1.08	0.95	0.82
EV/EBITDA	7.19	11.64	9.55	7.34	5.95
EV/EBIT	7.40	11.95	9.60	7.38	5.97

### 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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com