

2018年08月29日

新华联 (000620.SZ)

中报扣非业绩高增长，文旅产业转型潜力可期

■公司公布半年报：①18H1：营业收入 29.7 亿元/+33.61%，归母净利润 1.3 亿元/-28.90%，扣非后归母净利润 1.3 亿元/+138.86%，经营性现金流净额 13.6 亿元/+122.26%；②18Q2：营业收入 19.22 亿元/+40.99%，归母净利润 0.92 亿元/-21.77%，扣非后归母净利润 0.94 亿元/+11.80%，经营性现金流净额 21.81 亿元/+2.37%。

■并表湖南海外旅行社推动 18H1 收入增长 33.6%，整体毛利率同比提升 4.02pct。①公司 18 年 H1 营收 29.66 亿元/+33.61%，主要系公司在 2017 年 12 月开始并表湖南海外旅行社所致。公司持股湖南海外的 60% 股权，其核心业务为国内及出境游业务，可与公司在国内布局的长沙铜官窑等景区项目实现引流等协同效应。我们预计湖南海外收入及业绩将得到有效推动。公司 18H1 毛利率同比提升 4.02pct，主要系上海、宁夏、黑龙江的地产业务毛利率提升，以及并购湖南海外所致；②分业务来看：商品房销售业务营收 18.31 亿元/+8.92%，毛利率 42.55%/+11.08%，主要系公司在上海、宁夏、黑龙江地区地产项目收入与毛利率均实现增长推动。其他业务营收 11.35 亿元/+110.60%，毛利率 10.92%/+10.41pct，主要系并表湖南海外旅行社所推动。

■18H1 期间费用有所下降，扣非归母净利润同比大幅上升。2018H1：①销售费用率：7.28%/+0.72pct，主要系公司在 18H1 强化营销所致；②管理费用率：7.96%/-1.40pct，控费良好；③财务费用率：10.07%/-2.07%，主要系 18H1 公司汇兑损益 1559 万元/同比增多了 2196 万元，以及利息收入增多 527 万元所致。18H1 利息支出金额约 3.03 亿元，与 17H1 的 2.94 亿元变动基本不大。④非主营业务：投资收益实现 2.24 亿元，同比减少了 19%，主要系长沙银行在 18H1 的归母净利润同比减少 27%所致（公司持有长沙银行 9.4% 股权，为其第二大股东，已权益法计入长期股权投资）；营业外收入 1304 万元，主要为补偿及其他利得，金额上同比变动不大。归母净利润 1.3 亿元，同比下降 28.90%，主要系公司在 17H1 包含 1.24 亿元的投资性房地产公允价值提升所带来的受益，使得 17H1 非经常性损益高达 1.32 亿元，而 18 年 H1 无该项收益使得非经常性损益下降至 352 万元，因此使得归母净利润增速下降。剔除该变动影响，公司 18H1 的扣非后归母净利润约 1.3 亿元，同比增长 139%。

■铜官窑景区暑期正式开业，鸠鹚古镇西岸建设完毕，西宁童梦乐园建设稳步推进，公司文旅收入有望快速释放。①铜官窑景区：公司文旅的 1 号项目——长沙铜官窑在今年 8 月 28 日正式开园。考虑到铜官窑项目地处长株潭地区，休闲游需求旺盛，并叠加景区本身的门票+酒店+餐饮+

公司快报

证券研究报告

住宅地产

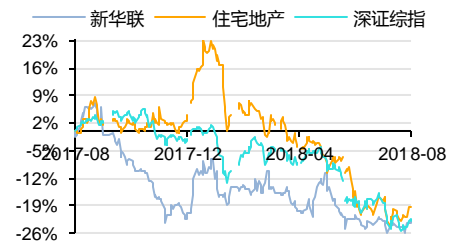
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**7.02 元**
股价 (2018-08-29) **5.45 元**

交易数据

总市值 (百万元)	10,336.96
流通市值 (百万元)	10,336.91
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	5.23/7.71 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.95	3.28	0.36
绝对收益	-0.91	-14.26	-22.77

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：业绩略超预期， 文旅项目稳步推进/黄守宏	2018-04-25
新华联：地产金融双助力， 文旅巨轮创未来/黄守宏	2018-03-14

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 300 万人次的客流下（成熟期预计可达 500 万人次），对应景区的净利润可达 3 亿元左右，有望在未来显著带动业绩增厚。②**鸬鹚古镇**：根据 18 年半年报，鸬鹚古镇继东岸全面开街后，海洋秀场于报告期内正式营业，鸬兹古镇西岸业已全面竣工。我们认为鸬鹚古镇的东西岸建设完工有望为封园做好准备，19 年实现整体收门票的预期强化，利好景区业绩释放。③**西宁童梦乐园**：根据半年报，项目于在 18 年 H1 已加快建设进度，预计将于 2019 年试运营，建成后将成为西北旅游度假新地标，为整个西北五省营造一个无季节的、梦幻级的亲子旅游度假胜地；④**韩国锦绣山庄**：在 18 年 H1 已获得当地道议会审批通过，正全面开展开工筹备工作。

■**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。**① 18 年 H1 公司的房地产业务实现签约销售面积 41.36 万平方米，销售金额 47.39 亿元，结算面积 17.82 万平方米，结算金额 18.31 亿元。公司在持续趋严的房地产调控政策下，把握时机并结合房地产行业季节性及区域性特点有针对性地推出了一系列营销活动，传统住宅持续稳定热销。②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。但在未来，公司计划致力于转型升级，加快文化旅游项目的发展，新增房地产项目的土地储备规划预计趋于审慎，后续步伐有所放缓。

■**投资建议：给予买入-A 投资评级。**公司 18 年芜湖鸬兹古镇、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 7.02 元。

■**风险提示：1) 景区项目客流不及预期；2) 财务资金风险；3) 海外业务风险；4) 地产政策变化风险**

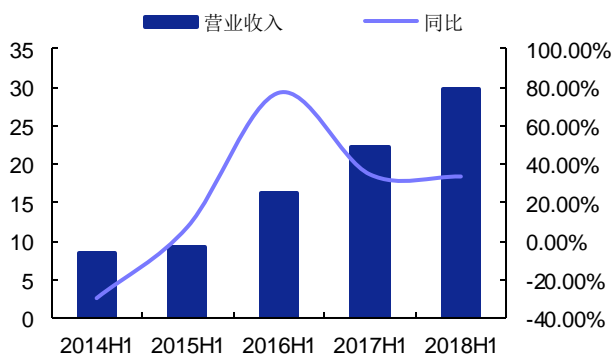
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	7,515.8	7,441.4	9,844.5	11,750.9	13,540.6
净利润	523.9	857.2	1,090.0	1,310.2	1,569.9
每股收益(元)	0.28	0.45	0.57	0.69	0.83
每股净资产(元)	3.25	3.39	4.51	4.90	5.42
盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	19.6	12.0	9.4	7.8	6.5
市净率(倍)	1.7	1.6	1.2	1.1	1.0
净利润率	7.0%	11.5%	11.1%	11.1%	11.6%
净资产收益率	8.5%	13.3%	12.7%	14.1%	15.3%
股息收益率	1.8%	1.8%	3.5%	5.6%	5.7%
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

1. 18H1、Q2 业绩数据:

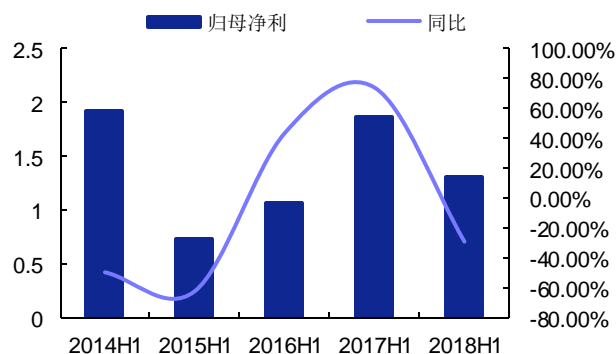
①**18H1**: 营业收入 29.7 亿元/+33.61%, 归母净利 1.3 亿元/-28.90%, 扣非后归母净利 1.3 亿元/+138.86%, 经营性现金流净额 13.6 亿元/+122.26%; ②**18Q2**: 营业收入 19.22 亿元/+40.99%, 归母净利 0.92 亿元/-21.77%, 扣非后归母净利 0.94 亿元/+11.80%, 经营性现金流净额 21.81 亿元/+2.37%。

图 3: 18H1 年营收同比增长 33.61%



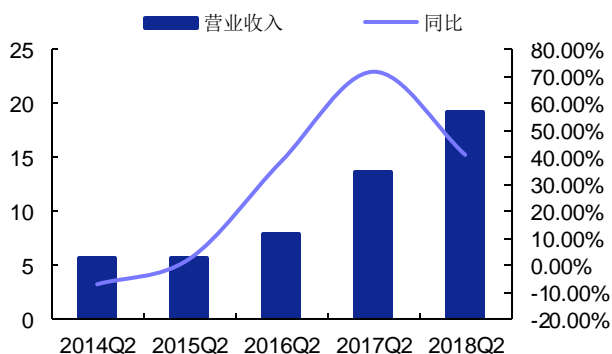
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 4: 18H1 归母净利同比下降 28.90%



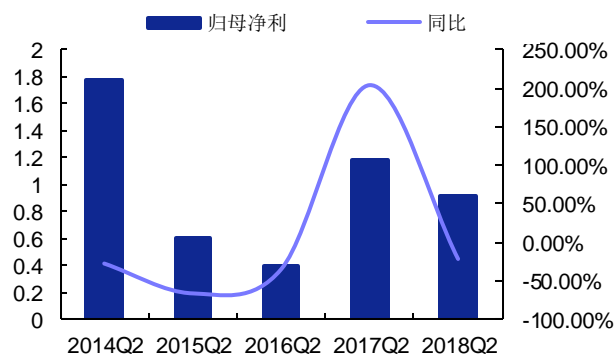
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 1: 18Q2 营收同比上升 40.99%



资料来源: wind, 公司公告, 安信证券研究中心

图 2: 18Q2 归母净利同比下降 21.77%



资料来源: wind, 公司公告, 安信证券研究中心

2. 业绩点评:

1) 并表湖南海外旅行社推动 18H1 收入增长 33.6%，整体毛利率同比提升 4.02pct。①公司 18 年 H1 营收 29.66 亿元/+33.61%，主要系公司在 2017 年 12 月开始并表湖南海外旅行社所致。公司持股湖南海外的 60% 股权，其核心业务为国内及出境游业务，可与公司在国内布局的长沙铜官窑等景区项目实现引流等协同效应。我们预计湖南海外 18 年 H1 的营收约 6.8 亿元左右；18 全年营收约 12.1 亿元，权益利润约 1010 万元。公司 18H1 毛利率同比提升 4.02pct，主要系上海、宁夏、黑龙江的地产业务毛利率提升，以及并购湖南外海所致；②分业务来看：商品房销售业务营收 18.31 亿元/+8.92%，毛利率 42.55%/+11.08%，主要系公司在上海、宁夏、黑龙江地区地产项目收入与毛利率均实现增长推动。其他业务营收 11.35 亿元/+110.60%，毛利率 10.92%/+10.41pct，主要系并表湖南海外旅行社所推动。

表 1: 分业务看, 新华联其他业务增长迅速

业务	营业收入 (百万元)	营业成本 (百万元)	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
商品房销售	1,830.68	1,051.80	42.55%	8.92%	-8.70%	11.08%
其他业务	1,135.42	1,011.44	10.92%	110.60%	88.57%	10.41%

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

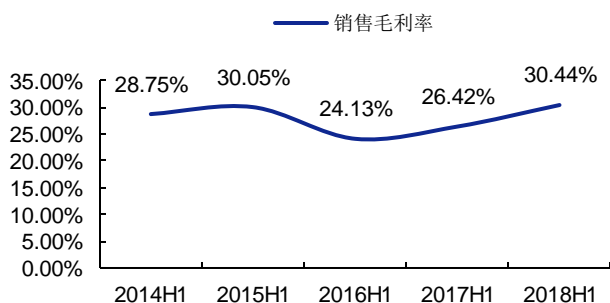
表 2: 新华联 18H1 营收 (分地区)

地区	营业收入 (百万元)	营业成本 (百万元)	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
北京	196.87	185.45	5.80%	-47.97%	-29.04%	-25.12%
湖南	707.15	622.97	11.90%	3712.30%	7394.30%	-43.28%
河北	37.02	37.89	-2.32%	-69.60%	-67.18%	-7.54%
广东	3.85	1.80	53.36%	-62.59%	-67.70%	7.38%
安徽	109.11	85.63	21.52%	-59.41%	-58.85%	-1.08%
青海	90.97	69.55	23.54%	-48.09%	-41.26%	-8.89%
内蒙古	32.08	23.29	27.39%	-90.42%	-91.74%	11.59%
黑龙江	230.65	182.83	20.73%	1723.34%	1399.71%	17.10%
湖北	14.37	9.11	36.55%	0.18%	28.61%	-14.03%
宁夏	382.14	222.25	41.84%	69.93%	42.94%	10.98%
天津	64.45	34.41	46.60%	-81.17%	-84.74%	12.50%
上海	911.88	453.40	50.28%	663.76%	544.83%	9.17%
吉林	26.67	22.48	15.69%	-63.52%	-62.51%	-2.28%
境外	65.05	63.36	2.61%	22.29%	-6.03%	29.36%
云南	80.16	35.62	55.56%	11.24%	3.70%	3.23%
海南	1.87	3.44	-83.60%			
辽宁	11.81	9.77	17.30%			

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

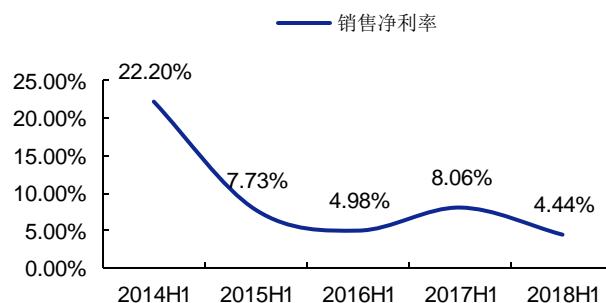
2) 18H1 期间费用有所下降, 扣非归母净利同比大幅上升。2018H1: ①销售费用率: 7.28%/+0.72pct, 主要系公司在 18H1 强化营销所致; ②管理费用率: 7.96%/-1.40pct, 控费良好; ③财务费用率: 10.07%/-2.07%, 主要系 18H1 公司汇兑损益 1559 万元/同比增多了 2196 万元, 以及利息收入增多 527 万元所致。18H1 利息支出金额约 3.03 亿元, 与 17H1 的 2.94 亿元变动基本不大。④非主营业务: 投资收益实现 2.24 亿元, 同比减少了 19%, 主要系长沙银行在 18H1 的归母净利润同比减少 27%所致 (公司持有长沙银行 9.4% 股权, 为其第二大股东, 已权益法计入长期股权投资); 营业外收入 1304 万元, 主要为补偿及其他利得, 金额上同比变动不大。归母净利润 1.3 亿元, 同比下降 28.90%, 主要系公司在 17H1 包含 1.24 亿元的投资性房地产公允价值提升所带来的受益, 使得 17H1 非经常性损益高达 1.32 亿元, 而 18 年 H1 无该项收益使得非经常性损益下降至 352 万元, 因此使得归母净利润增速下降。剔除该变动影响, 公司 18H1 的扣非后归母净利润约 1.3 亿元, 同比增长 139%。

图 1: 18H1 销售毛利率同比上升 4.02pcts



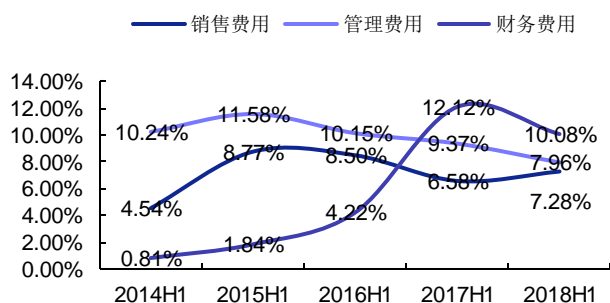
资料来源: Choice, 安信证券研究中心

图 2: 18H1 销售净利率同比下降 3.62pcts



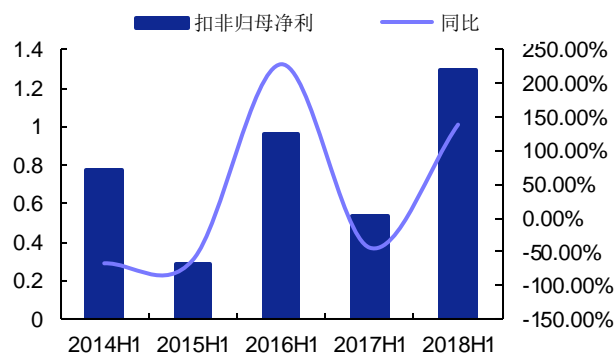
资料来源: Choice, 安信证券研究中心

图 3: 18H1 期间费用下降, 管理、财务费用同比减少



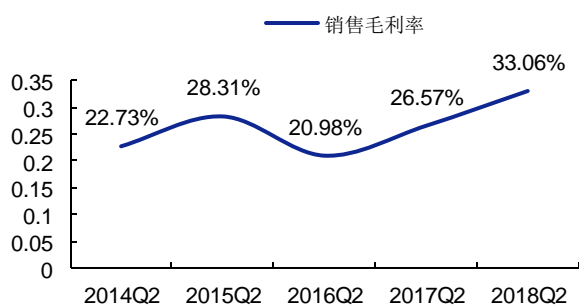
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 4: 18H1 扣非归母净利同比上升 138.86%



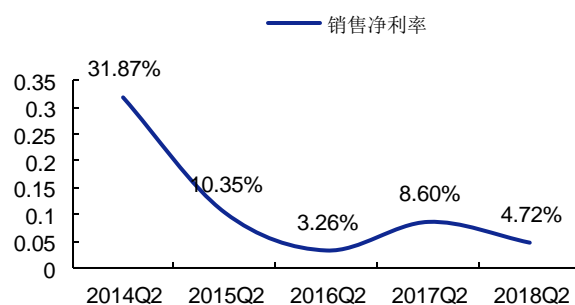
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 5: 18Q2 销售毛利率继续上升



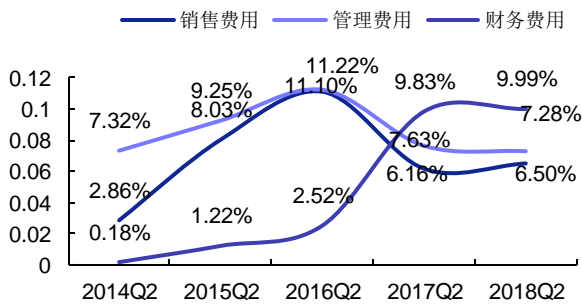
资料来源: Choice, 安信证券研究中心

图 6: 18Q2 销售净利率有所下降



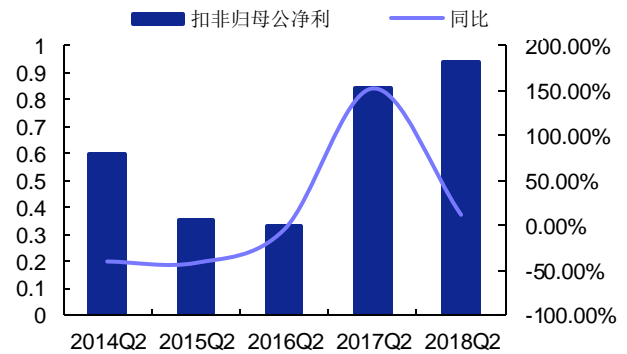
资料来源: Choice, 安信证券研究中心

图 7：18Q2 期间费用率同比基本持平



资料来源：Choice，安信证券研究中心

图 8：18Q2 扣非归母净利同比上升 11.80%



资料来源：Choice，安信证券研究中心

3. 核心观点：

1) 铜官窑景区暑期正式开业，鸬鹚古镇西岸建设完毕，西宁童梦乐园建设稳步推进，公司文旅收入有望快速释放。①铜官窑景区：公司文旅的 1 号项目——长沙铜官窑在今年 8 月 28 日正式开园。考虑到铜官窑项目地处长株潭地区，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 300 万人次的客流下（成熟期预计可达 500 万人次），对应景区的净利润可达 3 亿元左右，有望在未来显著带动业绩增厚。②鸬鹚古镇：根据 18 年半年报，鸬鹚古镇继东岸全面开街后，海洋秀场于报告期内正式营业，鸬鹚古镇西岸业已全面竣工。我们认为鸬鹚古镇的东西岸建设完工有望为封园做好准备，19 年实现整体收门票的预期强化，利好景区业绩释放。③西宁童梦乐园：根据半年报，项目于在 18 年 H1 已加快建设进度，预计将于 2019 年试运营，建成后将成为西北旅游度假新地标，为整个西北五省营造一个无季节的、梦幻级的亲子旅游度假胜地；④韩国锦绣山庄：在 18 年 H1 已获得当地道议会审批通过，正全面开展开工筹备工作。

2) 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。①18 年 H1 公司的房地产业务实现签约销售面积 41.36 万平方米，销售金额 47.39 亿元，结算面积 17.82 万平方米，结算金额 18.31 亿元。公司在持续趋严的房地产调控政策下，把握时机并结合房地产行业季节性及区域性特点有针对性地推出了一系列营销活动，传统住宅持续稳定热销。②公司在 17 年内新增土地月 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。但在未来，公司计划致力于转型升级，加快文化旅游项目的发展，新增房地产项目的土地储备规划预计趋于审慎，后续步伐有所放缓。

3) 投资建议：给予买入-A 投资评级。公司 18 年芜湖鸬鹚古镇、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 年的归母净利润分别为 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 7.02 元。

风险提示：1) 景区项目客流不及预期；2) 财务资金风险；3) 海外业务风险；4) 地产政策变化风险

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	TRUE	2017	2018E	2019E	2020E	(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	成长性					
减:营业成本	5,358.0	5,075.4	6,824.2	8,138.7	9,363.3	营业收入增长率	61.7%	-1.0%	32.3%	19.4%	15.2%
营业税费	563.9	424.9	541.4	646.3	744.7	营业利润增长率	188.4%	61.0%	11.9%	16.9%	19.4%
销售费用	409.2	460.7	586.7	698.0	798.9	净利润增长率	70.8%	63.6%	27.2%	20.2%	19.8%
管理费用	530.8	632.8	807.2	969.5	1,110.3	EBITDA 增长率	120.1%	78.0%	-4.4%	18.7%	17.5%
财务费用	244.6	610.1	221.4	262.6	286.4	EBIT 增长率	121.1%	79.8%	-12.4%	17.2%	17.9%
资产减值损失	-1.0	27.3	11.8	12.7	17.3	NOPLAT 增长率	93.7%	109.5%	-12.4%	17.2%	17.9%
加:公允价值变动收益	37.2	151.5	-	-	-	投资资本增长率	16.5%	12.2%	68.9%	-20.2%	44.9%
投资和汇兑收益	275.9	768.7	452.0	501.0	600.0	净资产增长率	2.7%	17.6%	25.0%	6.3%	7.9%
营业利润	723.4	1,164.6	1,303.6	1,524.2	1,819.6	利润率					
加:营业外净收支	16.4	7.4	54.8	96.0	114.2	毛利率	28.7%	31.8%	30.7%	30.7%	30.9%
利润总额	739.8	1,172.0	1,358.4	1,620.2	1,933.8	营业利润率	9.6%	15.7%	13.2%	13.0%	13.4%
减:所得税	263.2	309.3	339.6	405.0	483.4	净利润率	7.0%	11.5%	11.1%	11.1%	11.6%
净利润	523.9	857.2	1,090.0	1,310.2	1,569.9	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%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	126	192	179	189	186
货币资金	8,086.4	8,797.6	787.6	940.1	1,083.2	流动营业资本周转天数	536	546	667	650	629
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	1,364	1,655	1,442	1,227	1,183
应收帐款	767.7	1,090.9	1,500.3	1,296.3	1,772.3	应收帐款周转天数	32	45	47	43	41
应收票据	2.0	5.9	25.8	18.0	25.6	存货周转天数	961	1,117	1,126	1,082	1,045
预付帐款	662.0	1,348.1	2,607.5	1,865.4	2,785.2	总资产周转天数	1,882	2,319	1,995	1,704	1,608
存货	21,945.7	24,232.2	37,373.9	33,239.8	45,386.7	投资资本周转天数	858	989	1,063	1,006	948
其他流动资产	592.2	896.6	198.1	264.0	351.4	投资回报率					
可供出售金融资产	1.7	1.7	1.2	1.5	1.5	ROE	8.5%	13.3%	12.7%	14.1%	15.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.1%	1.7%	1.8%	2.3%	2.1%
长期股权投资	2,449.6	2,387.7	2,387.7	2,387.7	2,387.7	ROIC	3.8%	6.8%	5.3%	3.7%	5.4%
投资性房地产	3,340.2	2,957.4	2,957.4	2,957.4	2,957.4	费用率					
固定资产	3,836.2	4,113.0	5,678.5	6,660.3	7,316.0	销售费用率	5.4%	6.2%	6.0%	5.9%	5.9%
在建工程	712.0	2,927.7	1,963.8	1,481.9	1,241.0	管理费用率	7.1%	8.5%	8.2%	8.3%	8.2%
无形资产	1,166.8	1,224.5	1,200.6	1,176.6	1,152.6	财务费用率	3.3%	8.2%	2.2%	2.2%	2.1%
其他非流动资产	1,011.8	1,312.0	1,148.3	1,139.0	1,074.9	三费/营业收入	15.8%	22.9%	16.4%	16.4%	16.2%
资产总额	44,574.4	51,295.4	57,830.7	53,428.1	67,535.7	偿债能力					
短期债务	2,976.6	2,813.8	4,578.5	4,008.3	5,449.3	资产负债率	84.4%	84.0%	82.3%	79.6%	82.6%
应付帐款	6,224.2	5,832.0	12,649.1	7,945.3	14,709.4	负债权益比	539.8%	526.1%	464.6%	390.6%	474.6%
应付票据	-	100.0	52.0	148.7	46.6	流动比率	1.78	1.52	1.72	1.39	1.78
其他流动负债	8,776.6	15,240.5	7,425.1	14,969.1	8,738.7	速动比率	0.56	0.51	0.21	0.16	0.21
长期借款	12,978.1	15,965.2	18,705.5	9,981.9	21,399.6	利息保障倍数	3.96	2.85	6.89	6.80	7.35
其他非流动负债	6,652.2	3,151.4	4,177.2	5,485.4	5,438.3	分红指标					
负债总额	37,607.7	43,103.0	47,587.5	42,538.7	55,781.8	DPS(元)			0.19	0.30	0.31
少数股东权益	798.0	1,759.1	1,691.4	1,598.0	1,481.0	分红比率	36.2%	22.1%	32.7%	43.6%	37.5%
股本	535.9	535.9	1,897.0	1,897.0	1,897.0	股息收益率					
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						
						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EPS(元)	0.28	0.45	0.57	0.69	0.83
现金流量表						BVPS(元)	3.25	3.39	4.51	4.90	5.42
净利润	476.6	862.8	1,090.0	1,310.2	1,569.9	PE(X)	19.6	12.0	9.4	7.8	6.5
加:折旧和摊销	203.2	346.5	422.3	524.0	609.3	PB(X)	1.7	1.6	1.2	1.1	1.0
资产减值准备	-1.0	27.3	-	-	-	P/FCF	2.4	165.0	-1.1	12.7	13.1
公允价值变动损失	-37.2	-151.5	-	-	-	P/S	1.4	1.4	1.0	0.9	0.8
财务费用	268.0	868.0	221.4	262.6	286.4	EV/EBITDA	15.4	9.0	19.6	13.0	15.5
投资损失	-275.9	-768.7	-452.0	-501.0	-600.0	CAGR(%)	36.6%	18.9%	52.4%	36.6%	18.9%
少数股东损益	-47.3	5.5	-71.2	-95.0	-119.6	PEG	0.5	0.6	0.2	0.2	0.3
营运资金的变动	-1,785.3	-20.5	-14,153.7	7,874.6	-12,620.6	ROIC/WACC	1.1	1.9	1.5	1.1	1.6
经营活动产生现金流量	-989.7	934.8	-12,943.1	9,375.4	-10,874.5	REP	0.8	0.4	0.7	1.0	0.6
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						

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

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。

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
	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
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073
范洪群		0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
杨晔		0755-82558046	yangye@essence.com.cn
巢莫雯		0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
王红彦		0755-82558361	wanghy8@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