

2019年02月01日

房地产

## 房地产行业业绩预告总结

■业绩预告披露64家，从业绩预告增减方向看，业绩略减占比3%，业绩略增占比9%，业绩扭亏占比5%，首亏占比19%，续亏占比3%，续盈占比2%，业绩预减及业绩预增占比较高，分别为27%及33%。从增速区间分布上看，上限及下限增速小于0%的占比一致，均为56.25%，增速下限的分布中，增速0%~10%占比1.56%，增速10%~20%占比6.25%，增速20%~50%占比9.38%，增速大于50%的占比26.56%；增速上限的分布中，增速0%~10%的占比3.13%，增速10%~20%的占比1.56%，增速20%~50%的占比6.25%，增速大于50%的占比32.81%。

■从业绩变动原因看，已披露业绩预告中涉及商誉减值的公司占比7.81%，涉及资产减值（包括存货跌价准备等）的公司占比9.38%，这两者合并观察的话，占比约17.19%。房地产行业商誉减值的整体风险较小，但较大概率存在存货跌价准备计提等资产减值行为，与商誉减值不可逆不一样的是，存货跌价准备一般可在后期转回或转销（第三部分分析了房地产行业商誉及商誉减值的情况）。已披露业绩预告中由于融资成本等财务费用或其他费用增加使得业绩承压的公司占比约15.63%，或许这也反应了融资紧张的大环境下，资金成本较高的公司对于业绩的侵蚀或也将逐步加大，资金紧将进一步凸显具备融资优势的房企。已披露业绩预告中由于提质增效等费用控制管理，使得业绩有所提升的公司占比约3.13%，而由于毛利率提升使得业绩提升的公司占比约3.13%，在行业毛利率趋势下行的趋势下，企业提质增效的成本管控优势在未来或也将有所体现。

■投资建议：当前房地产行业类似于11年末12年初，相似的小周期、相似的土地购置费增速发力、相似的融资环境紧张、相似的土地市场逐步转冷、相似的政策底；但不一样的是，我们认为这一轮政策的松绑应该是适度调整、适度纠偏的过程，博弈不同于以往周期中的全面松开。基于适度纠偏的判断，因城施策的导向或将持续，从而使得城市间的轮动效应更为明显；城市轮动的分化也将陆续传导到微观企业层面，进而影响企业经营与业绩等。1) 行业在土地、销售、融资集中度三重提升的逻辑仍适用，建议关注强融资优势的一线龙头房企如万科A、招商蛇口、保利地产等；2) 关注险资积极入股的企业，如华夏幸福、金地集团等以及增速相对稳定且有高分红的企业如荣盛发展等；3) 成长突出的企业在周期轮动中一般有较强的表现，建议关注新城控股、中南建设、旭辉控股（H股）、融创中国（H股）等；4) 在行业由增量进入存量时代，园区类企业的开发+运营模式具备业绩水龙头+业绩安全垫的双重优势，这一类企业可关注如张江高科等；另外，物业服务类企业在未来具备一定的发展空间，可关注南都物业、碧桂园服务（H股）等。

■风险提示：政策因素、经营风险、市场成交不及预期、销售不及预期

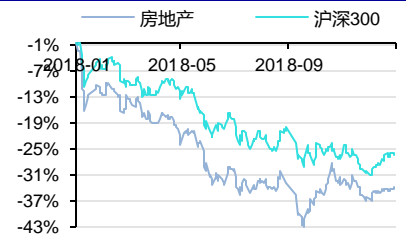
## 行业分析

证券研究报告

投资评级 同步大市-A  
维持评级

首选股票 目标价 评级

### 行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-1.58	-11.08	4.16
绝对收益	3.66	-10.61	-21.74

黄守宏

分析师

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

张春娥

报告联系人

zhangce@essence.com.cn

### 相关报告

- 周报：一线一手回暖持续、三线延续回落趋势 2019-01-27
- 统计局数据点评：行业资金紧张趋势未改、销售回款率持续低于60% 2019-01-21
- 周报：一二手成交环升、土地成交量价齐跌 2019-01-20
- 周报：二手成交环升、二线城市较为突出 2019-01-13
- 周报：一二手房环降扩大、降准释放流动性 2019-01-06

## 内容目录

1. 业绩快报事件分析.....	3
2. 业绩预告事件分析.....	3
3. 房地产行业商誉与商誉减值分析.....	6
4. 投资建议.....	8

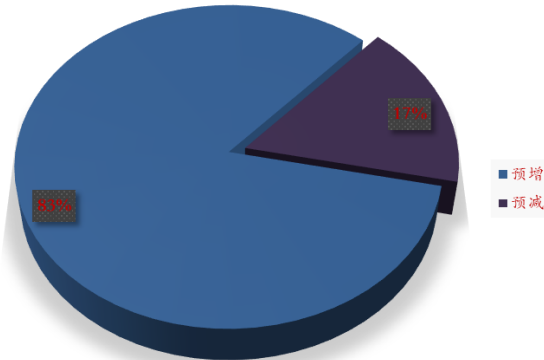
## 图表目录

图 1: 业绩快报结构-增速方向.....	3
图 2: 业绩快报结构-增速区间.....	3
图 3: 业绩快报结构-2018PE 分布.....	3
图 4: 业绩快报结构-业绩变动因素.....	3
图 5: 业绩预告结构-增速方向.....	4
图 6: 业绩预告结构-增速下限区间.....	4
图 7: 业绩预告结构-增速上限区间.....	4
图 8: 业绩预告结构-业绩变动因素.....	4
图 9: A 股/申万房地产商誉原值增速.....	7
图 10: 申万地产商誉原值及占 A 股比例.....	7
图 11: 申万地产商誉减值及占 A 股比例.....	7
图 12: 申万地产累计商誉减值准备及占 A 股比例.....	7
图 13: 房地产行业商誉原值占总资产/净资产.....	8
图 14: 房地产行业原值（净值占利润总额）.....	8
图 15: 房地产行业商誉原值（净值）占扣非净利润.....	8
图 16: 房地产行业原值（净值）占归母净利润.....	8
表 1: 业绩快报.....	3
表 2: 业绩预告.....	5

## 1. 业绩快报事件分析

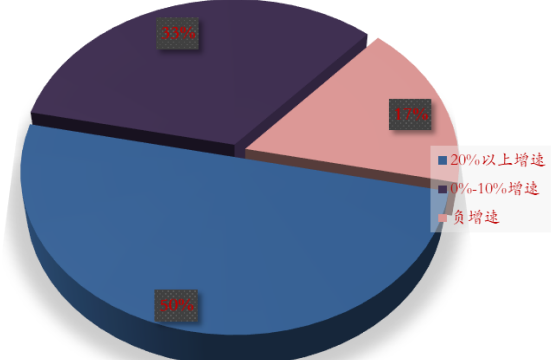
截止 2019 年 1 月 30 日，安信地产股票池 144 家上市公司，已披露业绩快报/业绩预告数 70 家，披露率 48.61%；其中业绩快报披露 6 家，分别为保利地产、绿地控股、荣盛发展、深振业 A、电子城、浙江东日；业绩快报披露中，业绩增速实现正增长的占比 83.33%，业绩增速 20%以上的占比 50%；由于营收增长或结转增加带来的业绩增长占比约 83%，主要由投资收益增加导致的业绩增长占比约 17%。

图 1：业绩快报结构-增速方向



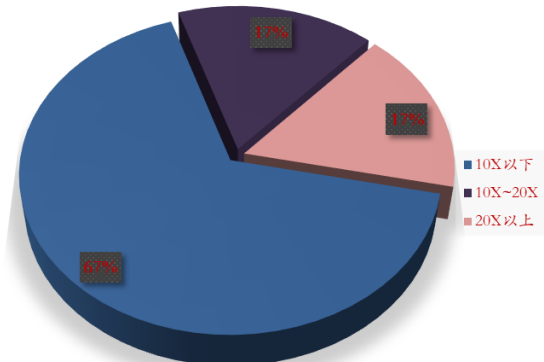
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 2：业绩快报结构-增速区间



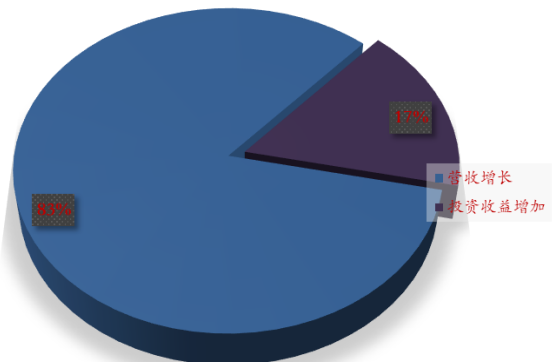
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 3：业绩快报结构-2018PE 分布



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 4：业绩快报结构-业绩变动因素



资料来源：wind、安信证券研究中心

表 1：业绩快报

证券名称	2017 年度净利润 (万元)	净利润(万元)	增速(%)	截止 19.01.30 市值(万元)	对应 2018PE	业绩变动解释
保利地产	1562588.62	1880234.96	20.33	15106686.95	8.03	结转提升
绿地控股	903776.65	1166184.97	29.03	7836291.42	6.72	结转提升
荣盛发展	576077.00	766133.27	32.99	3969873.60	5.18	结转增加
深振业 A	80563.64	88520.00	9.88	700647.43	7.92	投资收益增加
电子城	50849.07	40390.67	-20.57	544750.92	13.49	营收增长
浙江东日	9556.10	10090.03	5.59	216648.00	21.47	营收增长

资料来源：wind、安信证券研究中心

## 2. 业绩预告事件分析

业绩预告披露 64 家，从业绩预告增减方向看，业绩略减占比 3%，业绩略增占比 9%，业绩扭亏占比 5%，首亏占比 19%，续亏占比 3%，续盈占比 2%，业绩预减及业绩预增占比较高，

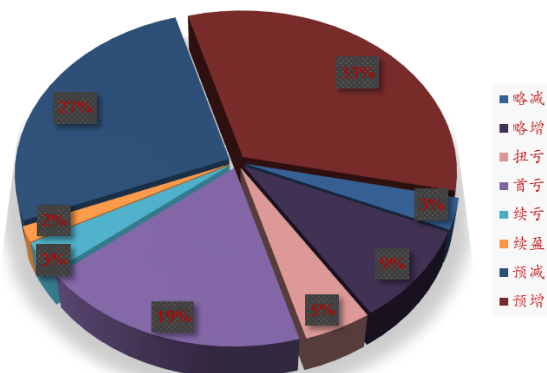
分别为27%及33%。从增速区间分布上看,上限及下限增速小于0%的占比一致,均为56.25%,增速下限的分布中,增速0%~10%占比1.56%,增速10%~20%占比6.25%,增速20%~50%占比9.38%,增速大于50%的占比26.56%;增速上限的分布中,增速0%~10%的占比3.13%,增速10%~20%的占比1.56%,增速20%~50%的占比6.25%,增速大于50%的占比32.81%。

从业绩变动原因看,已披露业绩预告中涉及商誉减值的公司占比7.81%,涉及资产减值(包括存货跌价准备等)的公司占比9.38%,这两者合并观察的话,占比约17.19%。房地产行业商誉减值的整体风险较小,但较大概率存在存货跌价准备计提等资产减值行为,与商誉减值不可逆不一样的是,存货跌价准备一般可在后期转回或转销(第三部分分析了房地产行业商誉及商誉减值的情况)。

已披露业绩预告中由于融资成本等财务费用或其他费用增加使得业绩承压的公司占比约15.63%,或许这也反应了融资紧张的大环境下,资金成本较高的公司对于业绩的侵蚀或也将逐步加大,资金紧将进一步凸显具备融资优势的房企。

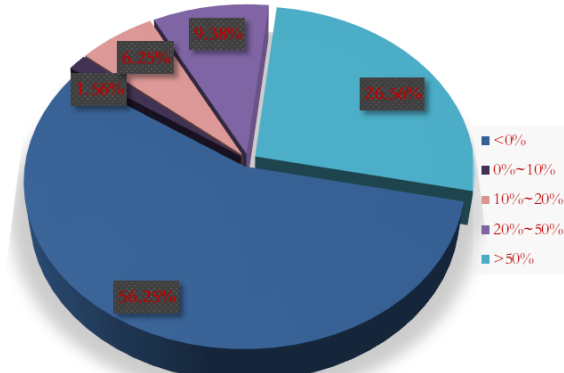
已披露业绩预告中由于提质增效等费用控制管理,使得业绩有所提升的公司占比约3.13%,而由于毛利率提升使得业绩提升的公司占比约3.13%,在行业毛利率趋势下行的大趋势下,企业提质增效的成本管控优势在未来或也将有所体现。

图 5: 业绩预告结构-增速方向



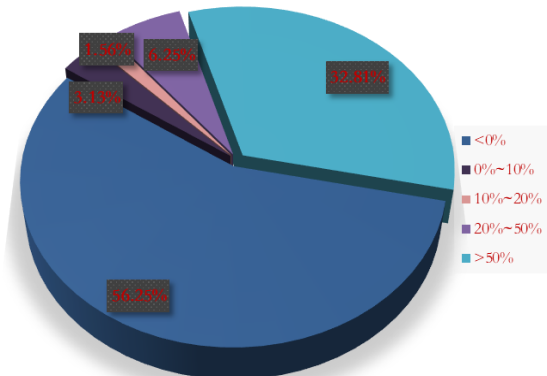
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 6: 业绩预告结构-增速下限区间



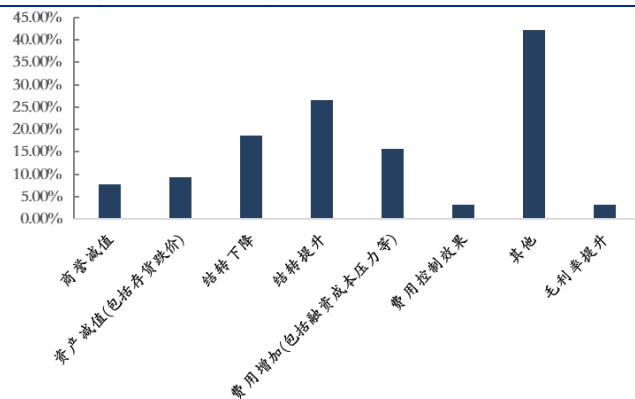
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 7: 业绩预告结构-增速上限区间



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 8: 业绩预告结构-业绩变动因素



资料来源: wind、安信证券研究中心

表 2: 业绩预告

证券名称		2017 年 度净利润 (万元)	净利润下 限(万元)	净利润上 限(万元)	增速 下限 (%)	增速 上限 (%)	截止 19.01.30 市值	对应 2018PE 下限	对应 2018P E 上限	业绩变动解释
全新好	首亏	1,645	-4,800	-3,200	-392	-294	173,224	-36.09	-54.13	谢楚安案件裁决赔付及本期公司证券投资亏损
深大通	首亏	35,793	-99,000	-69,000	-377	-293	658,700	-6.65	-9.55	商誉减值
泛海控股	预减	289,132	87,000	130,000	-70	-55	2,452,607	28.19	18.87	地产结算降低; 计提资产减值
深赛格	预减	21,955	7,200	9,360	-67	-57	779,699	108.29	83.30	销售不及预期; 项目竣工借款停止资本化导致财务费用增加等
金融街	略增	300,641	303,648	330,705	1	10	2,092,251	6.89	6.33	结算毛利率提升; 效率提升, 控费效果显著
绿景控股	扭亏	-8,326	7,500	9,000	-190	-208	125,123	16.68	13.90	出售相关资产获得投资收益
中迪投资	首亏	13,440	-8,500	-2,500	-163	-119	140,954	-16.58	-56.38	项目销售使得营销费用提升, 但尚未达到结转状态, 结转收入下降
万方发展	首亏	1,616	-14,000	-11,000	-966	-781	149,440	-10.67	-13.59	商誉减值; 置出相关资产亏损
美好置业	预减	66,438	21,000	27,000	-68	-59	621,981	29.62	23.04	结转收入下降
秦禾集团	略增	212,447	234,200	297,400	10	40	1,677,520	7.16	5.64	结转收入提升
三湘印象	首亏	26,514	-32,000			-221	532,053	-16.63	-16.63	商誉价值、子公司收入下滑
津滨发展	续亏	-11,936	-19,000	-10,000	59	-16	383,294	-20.17	-38.33	结转收入下降; 计提坏账准备
天保基建	预减	41,086	9,000	13,000	-78	-68	426,175	47.35	32.78	计提存货跌价准备
大港股份	首亏	3,363	-60,000	-40,000	-1,884	-1,289	208,925	-3.48	-5.22	商誉减值
世联行	预减	100,388	40,155	60,233	-60	-40	982,669	24.47	16.31	结算收入下降
东湖高新	预减	92,398	27,000	36,000	-71	-61	399,905	14.81	11.11	非经常性损益下降
大龙地产	预增	2,109	8,759			315	202,521	23.12	23.12	结算收入增加; 处置投资性房地产获得非经常性损益
ST 山水	续亏	-2,548	-1,900	-1,600	-25	-37	146,773	-77.25	-91.73	滞纳金
华丽家族	预减	22,534	1,230	1,820	-95	-92	495,108	402.53	272.04	结转收入下降
栖霞建设	预增	5,417	20,000			269	323,400	16.17	16.17	结转提升; 大额存货跌价准备计提; 非经常性损益亏损
海航创新	首亏	5,668	-18,827			-432	362,373	-19.25	-19.25	退出部分九龙山景区业务, 收入下滑; 主要资产被冻结等
ST 慧球	首亏	317	-3,700			-1,268	256,616	-69.36	-69.36	计提非经常性损益亏损
天地源	预增	25,408	38,112	43,193	50	70	311,948	8.19	7.22	结转收入提升
中华企业	预增	36,677	240,000	270,000	554	636	2,717,860	11.32	10.07	结转收入提升
京投发展	略增	32,175	35,500			10	302,978	8.53	8.53	结转收入提升; 非经常性损益
中国高科	预减	4,951	51	1,651	-99	-67	260,475	5,119.40	157.78	结转下滑; 教育业务相对地产业务规模仍较小
ST 新梅	预减	6,097	1,001	2,301	-84	-62	217,835	217.69	94.68	出售股权获得非经常性损益
*ST 天业	扭亏	-22,746	2,000	3,000	-109	-113	345,008	172.50	115.00	资产处置收益
中粮地产	预增	94,533	110,000	150,000	16	59	897,797	8.16	5.99	结转提升
中航善达	预增	15,059	80,300	89,300	433	493	500,221	6.23	5.60	主营业务提升
渝开发	预减	8,080	2,100	2,700	-74	-67	306,289	145.85	113.44	结转下降
中天金融	略减	208,155	166,500	208,100	-20	-0	2,241,681	13.46	10.77	费用上升
我爱我家	预增	7,289	60,100	66,000	725	805	1,125,929	18.73	17.06	我爱我家经纪业务纳入合并范围
嘉凯城	首亏	198,775	-160,000			-180	1,111,382	-6.95	-6.95	地产业务收缩; 计提资产减值准备
中南建设	预增	60,266	192,900	223,000	220	270	2,303,779	11.94	10.33	主营增加
ST 新光	首亏	135,770	-23,000	-18,000	-117	-113	449,707	-19.55	-24.98	计提资产减值准备
宋都股份	预增	15,568	37,500	43,000	141	176	352,452	9.40	8.20	毛利率提升
大名城	预减	141,198	51,498			-64	876,265	17.02	17.02	金融投资业务亏损
粤泰股份	预减	116,786	35,000	42,000	-70	-64	535,148	15.29	12.74	贷款逾期增加财务费用
迪马股份	预增	66,942	100,413	107,107	50	60	685,317	6.83	6.40	非经常性损益
光大嘉宝	预增	54,536	84,450			55	776,376	9.19	9.19	结转增加、不动产资产管理业务收益增加
ST 运盛	预减	4,342	1,600	2,500	-63	-42	152,091	95.06	60.84	非经常性损益大幅下降

阳光股份	预减	15,237	1,050	1,500	-93	-90	376,456	358.53	250.97	2017年有较大转让资产形成的投资收益
ST坊展	预减	2,039	200	500	-90	-75	183,617	918.09	367.23	借款利息支出
中体产业	略增	5,811	7,811	8,511	34	46	707,050	90.51	83.07	提质增效
天津松江	首亏	19,978	-33,700				254,454	-7.55	-7.55	财务费用负担较重
信达地产	预增	101,129	215,000				1,203,493	5.60	5.60	结转毛利率提升;非经常性损益增加
中关村	预增	1,426	10,000	12,000	601	741	508,361	50.84	42.36	转让资产等
荣丰控股	预减	1,038	500	700	-52	-33	133,332	266.66	190.47	管理费用提升
招商蛇口	略增	1,222,031	1,450,000	1,550,000	19	27	14,946,639	10.31	9.64	收购招商局漳州开发区有限公司
浙江广厦	略减	18,859	10,500				251,947	23.99	23.99	结转毛利率下降;税费增加;商誉减值
中房股份	首亏	806	-4,300				443,663	-103.18	-103.18	结转减少
海航投资	预增	1,254	35,150	35,750	2,704	2,752	399,035	11.35	11.16	股权转让获得投资收益
三六五网	续盈	9,411	8,470	10,352	-10	10	225,612	26.64	21.79	税费增加;投资收益减少
云南城投	预增	26,401	45,000	50,000	70	89	476,889	10.60	9.54	投资收益增加
蓝光发展	预增	136,595	215,000	245,000	57	79	1,656,180	7.70	6.76	结转增加
新城控股	预增	602,891	900,000	1,050,000	49	74	6,499,366	7.22	6.19	结转增加
高新发展	预增	2,440	5,000	6,000	105	146	290,299	58.06	48.38	建筑施工业务利润增加
沙河股份	预增	763	14,400	14,600	1,787	1,813	189,805	13.18	13.00	非经常性损益增加
卧龙地产	预增	31,483	55,983				291,877	5.21	5.21	房地产结转大幅提升;非经常性损益增加
京汉股份	预减	30,922	13,600	20,400	-56	-34	399,537	29.38	19.59	融资成本提升
宁波富达	扭亏	-87,216	72,200				482,711	6.69	6.69	出售资产获得的收益
粤宏远A	预增	3,547	4,256	6,029	20	70	196,634	46.20	32.61	结转提升
新华联	略增	85,725	110,000	120,000	28	40	764,366	6.95	6.37	营收增长

资料来源: wind、安信证券研究中心

### 3. 房地产行业商誉与商誉减值分析

商誉在资产负债表中属于无形资产,而一旦发生商誉减值,则构成利润表上的“资产减值损失”,使得利润表上减少当期利润,资产负债表上减少非流动资产、总资产、净资产。为了衡量其对房地产行业及房地产上市公司的相关影响,我们分别对商誉总量、商誉增速、商誉比率(商誉占总资产比重、商誉占净资产比重、商誉占扣非净利润等)、过往商誉减值情况等进行分析。

由于资产负债表中列式商誉为商誉净值,要获得历年商誉原值数据需将当年商誉净值与累计商誉减值叠加计算得到。

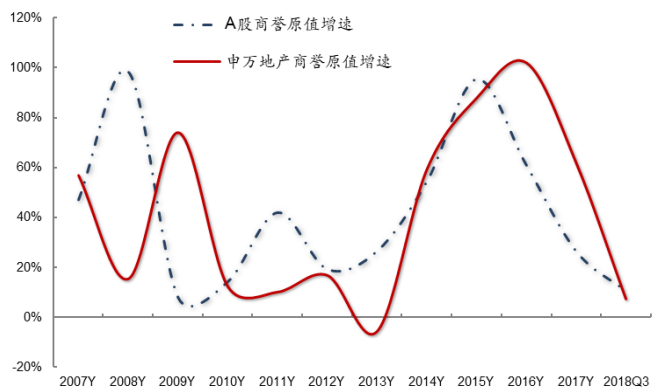
以当前申万房地产指数成分股为例,截止2018年三季度(这里假设商誉减值发生于年度末,三季度未产生商誉减值),申万房地产行业商誉原值约378.23亿元,相对2017年末增长7.26%,全部A股市场商誉原值约15160.77亿元,相对2017年末增长10.56%;其中申万房地产行业商誉原值占全部A股商誉原值比例为2.76%,较2017年末收缩0.50pct。从历年申万房地产行业商誉原值占比A股的情况看,申万房地产行业在占比上相对稳定,基本保持在2.5%-3.2%的区间,2013年房地产行业商誉原值占A股比例达到低点,仅2.04%。从房地产行业商誉原值增速变动及A股商誉原值增速变动上看,房地产行业增速一般滞后于A股约见顶或触底,滞后期大概为1年。

从商誉减值的角度看,截止2017年度,全部A股商誉减值规模为366.17亿元,而申万房地产行业商誉减值在2017年度仅为6.30亿元,占全部A股比例仅0.05%,占比虽较2016年度略微提升0.02pct,但整体减值比例仍较低;从历年申万房地产行业商誉减值占A股比例看,2010年占比最高,达到0.52%,2011年开始逐年降低,至2016年达到自07年来低点,

仅 0.03%。

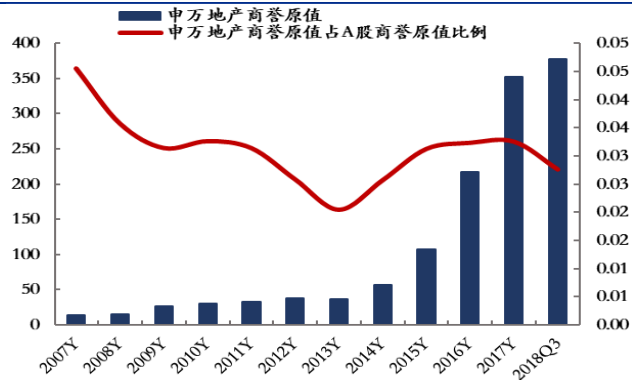
从商誉减值准备的角度看，截止 2017 年度，全部 A 股商誉减值准备规模约 675.22 亿元，而申万房地产行业商誉减值准备在 2017 年度为 29.84 亿元，占全部 A 股商誉减值准备比例为 4.42%，相对 2016 年末的占比收缩约 3.20pct；纵观历年商誉减值准备规模的变化，07-10 年这一期间，房地产行业每年商誉减值准备相对上一年增幅较大，年复合增速高达 141.13%；而自 11 年起，房地产行业商誉减值准备较上一年变动幅度基本维持在 16%的区间内，2017 年度波动幅度提升至 26.75%。

图 9：A 股/申万房地产商誉原值增速



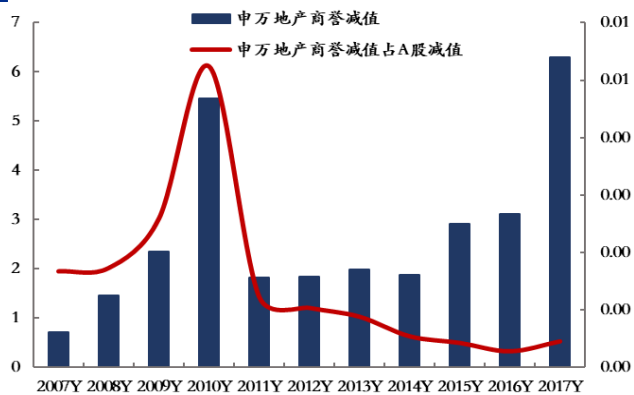
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 10：申万地产商誉原值及占 A 股比例



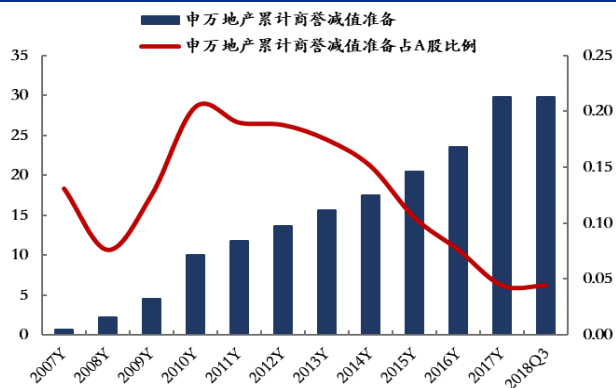
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 11：申万地产商誉减值及占 A 股比例



资料来源：wind、安信证券研究中心

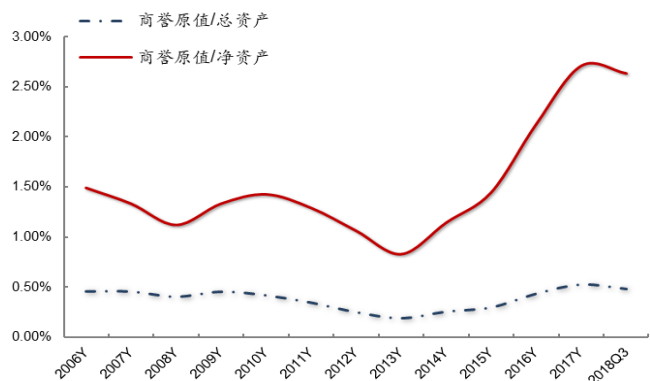
图 12：申万地产累计商誉减值准备及占 A 股比例



资料来源：wind、安信证券研究中心

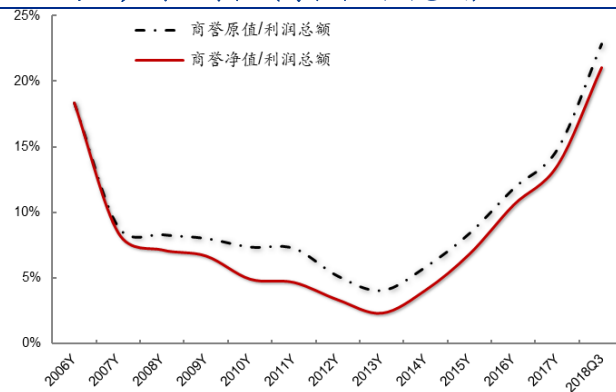
从房地产行业商誉原值与各主要项目的比率表现看，商誉原值占总资产（净资产）、商誉原值占扣非净利润（利润总额、归母净利润）的比例在 2013 年均为 07 年来相对低点，自 07 年触底一路往上提升；不同在于，商誉原值占总资产比例或净资产比例在 18 年三季度末有所回落，而商誉原值占利润相关指标比例或商誉净值占利润相关指标比例在 13 年触底后向上提升较快，且截止 2018 年三季度末仍无回落迹象。截止 2018 年三季度末，房地产商誉原值占总资产比例 0.48%，房地产商誉原值占净资产比重 2.63%，分别较 17 年末收缩 0.04pct、收缩 0.08pct。房地产商誉原值/利润总额占比 22.84%，房地产商誉净值占比利润总额 21.04%，分别较 2017 年末提升 7.98pct、7.43pct；房地产商誉原值占比扣非净利润约 45.59%，商誉净值占扣非净利润约 42.00%，分别较 2017 年末提升 17.11pct、15.92pct；房地产商誉原值占归母净利润比例约 39.67%，商誉净值占归母净利润比例约 36.54%，分别较 2017 年末提升 15.08pct、14.03pct。

图 13: 房地产行业商誉原值占总资产/净资产



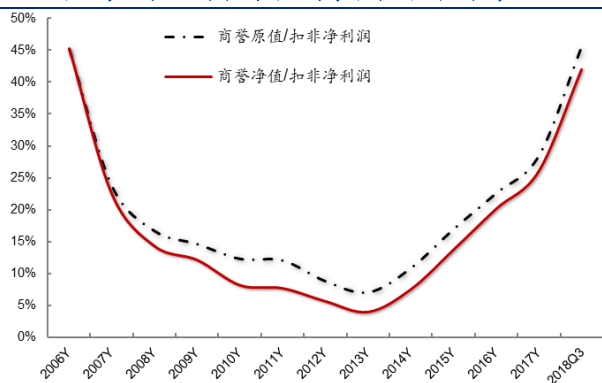
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 14: 房地产行业原值 (净值占利润总额)



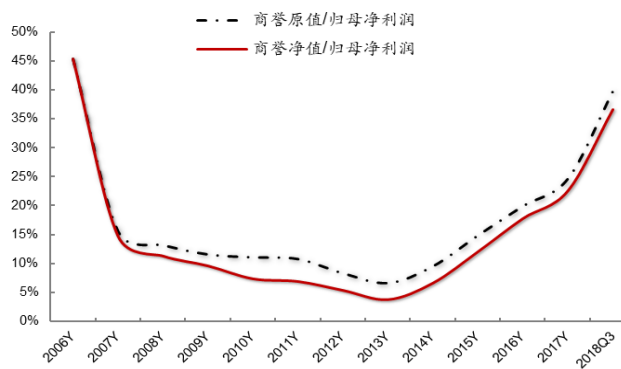
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 15: 房地产行业商誉原值 (净值) 占扣非净利润



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 16: 房地产行业原值 (净值) 占归母净利润



资料来源: wind、安信证券研究中心

## 4. 投资建议

当前地产行业类似于 11 年末 12 年初, 相似的小周期、相似的土地购置费增速发力、相似的融资环境紧张、相似的土地市场逐步转冷、相似的政策底; 但不一样的是, 我们认为这一轮政策的松绑应该是适度调整、适度纠偏的过程, 博弈不同于以往周期中的全面松开。基于适度纠偏的判断, 因城施策的导向或将持续, 从而使得城市间的轮动效应更为明显; 城市轮动的分化也将陆续传导到微观企业层面, 进而影响企业经营与业绩等。1) 行业在土地、销售、融资集中度三重提升的逻辑仍适用, 建议关注强融资优势的一线龙头房企如万科 A、招商蛇口、保利地产等; 2) 关注险资积极入股的企业, 如华夏幸福、金地集团等以及增速相对稳定且有高分红的企业如荣盛发展等; 3) 成长突出的企业在周期轮动中一般有较强的表现, 建议关注新城控股、中南建设、旭辉控股 (H 股)、融创中国 (H 股) 等; 4) 在行业由增量进入存量时代, 园区类企业的开发+运营模式具备业绩水龙头+业绩安全垫的双重优势, 这一类企业可关注如张江高科等; 另外, 物业服务类企业在未来具备一定的发展空间, 可关注南都物业、碧桂园服务 (H 股) 等。

风险提示: 政策因素、经营风险、市场成交不及预期、销售不及预期



## ■ 行业评级体系

### 收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

### 风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 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 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。

■ 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
	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	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@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
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	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