

# 万科 A (000002.SZ)

## 行业下行期业绩承压，全力保障现金流安全

买入

### 核心观点

**营收相对稳定，但业绩承压。**2023 全年，公司实现营业收入 4657 亿元，同比-8%；归母净利润 122 亿元，同比-46%。其中 Q4 单季度营业收入 1754 亿元，同比+6%；归母净利润-15 亿元，首次出现亏损，主要因为年底计提存货跌价准备 48.5 亿元（含非并表）导致归母净利润减少 35.5 亿元。

**毛利率持续筑底，持续影响归母净利率。**2023 年，公司综合毛利率 15.2%，同比下滑 4.3 个百分点；归母净利率 2.6%，同比下滑 1.9 个百分点。其中 Q4 毛利率仅为 11.4%，主要因为地价占售价的比例提升。2023 年，公司归母净利润占比保持在 60%左右；销售费率 2.64%，近年来基本持平；管理费率为 1.24%，逐年稳步降低。

**销售规模降幅收窄。**2023 年，公司实现签约销售 3761 亿元，同比-10%；销售面积 2466 万 m<sup>2</sup>，同比-6%；销售均价 1.5 万元/m<sup>2</sup>，同比-4%。虽难与高峰时期的销量相比，但销售同比降幅已经收窄；销售额市占率 3.2%基本企稳。

**投资强度企稳回升，新增土储质量较高。**2023 年，公司新增土储 529 万 m<sup>2</sup>，同比-14%，降幅较上年明显收窄；新增土储建面对当年销售面积的覆盖倍数为 0.24，呈企稳态势；以拿地金额/销售金额计算的投资强度为 22%，同比提升 2 个百分点。2023 年，公司新增土储质量较高，在一二线城市投资金额占比 98%，北京、上海、杭州、成都新增货值占比近 40%，新获取项目平均地价为 13.9 万元/m<sup>2</sup>，对比 2023 年的销售均价 1.5 万元/m<sup>2</sup>，房地比创新低，更优质的土储为未来去化提供保障。

**直面经营压力，全力保障现金流健康。**公司总资产和负债额持续收缩，但负债率也持续下降，截至 2023 年末，现金短债比 1.6，一年内到期有息负债偿付无忧。2023 年，公司经营性净现金流依然保持为正。公司管理层表态积极应对市场变化，确保安全底线加强回款，坚定降杠杆，精简高效节衣缩食。考虑到公司见证中国商品房市场的诞生与发展，已顺利穿越多次地产周期，我们相信公司有能力和承受本轮周期下行的压力。

**投资建议：**考虑到地产开发业务结算规模和毛利率下行压力，我们下调盈利预测（详细分析见正文），但仍看好公司创立 40 年来多次穿越地产周期的经营能力。预计公司 2024-2025 年归母净利润分别为 97/96 亿元（前次预期分别为 242/245 亿元），对应每股收益分别为 0.81/0.80 元，对应当前股价 PE 分别为 10.1/10.2 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**公司开发物业销售规模、结转进度不及预期，融资能力不及预期。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	503,838	465,739	351,096	323,269	311,230
(+/-%)	11.3%	-7.6%	-24.6%	-7.9%	-3.7%
归母净利润(百万元)	22618	12163	9707	9597	10048
(+/-%)	0.4%	-46.2%	-20.2%	-1.1%	4.7%
每股收益(元)	1.94	1.02	0.81	0.80	0.84
EBIT Margin	10.2%	7.3%	6.3%	6.7%	7.1%
净资产收益率 (ROE)	9.3%	4.8%	3.7%	3.6%	3.6%
市盈率 (PE)	4.2	8.0	10.1	10.2	9.7
EV/EBITDA	25.9	31.7	43.4	41.3	38.9
市净率 (PB)	0.39	0.39	0.38	0.36	0.35

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 房地产·房地产开发

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

证券分析师：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

#### 基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

收盘价

8.19 元

总市值/流通市值

97713/97653 百万元

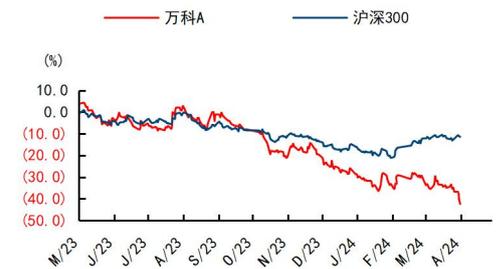
52 周最高价/最低价

16.25/8.19 元

近 3 个月日均成交额

1082.92 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《万科 A (000002.SZ) - 经营稳健，财务健康》——2023-11-01  
《万科 A (000002.SZ) - 经营稳健业绩承压，多元业务发展良好》——2023-09-01

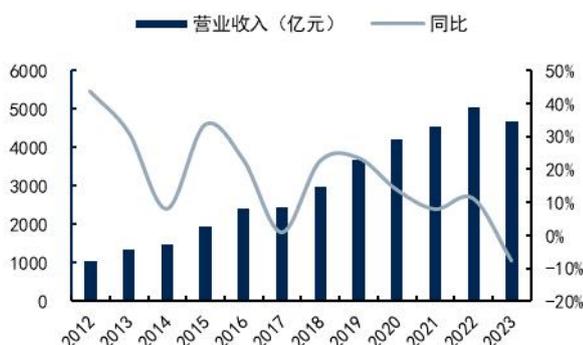
《万科 A (000002.SZ) - 营收增长业绩平稳，多元业务表现亮眼》——2023-03-31

《万科 A (000002.SZ) - Q3 业绩表现平稳，销售降幅收窄》——2022-10-31

《万科 A (000002.SZ) - 2022H1 业绩同比转正，多元业务发展良好》——2022-08-31

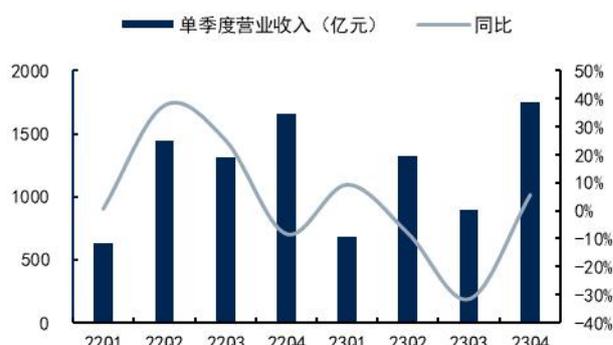
**营收相对稳定，但业绩承压。**2023 全年，公司实现营业收入 4657 亿元，同比-8%；归母净利润 122 亿元，同比-46%。其中 Q4 单季度营业收入 1754 亿元，同比+6%；归母净利润-15 亿元，首次出现亏损，主要因为年底计提存货跌价准备 48.5 亿元（含非并表）导致归母净利润减少 35.5 亿元。

图1：公司历年营业收入及同比



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及同比



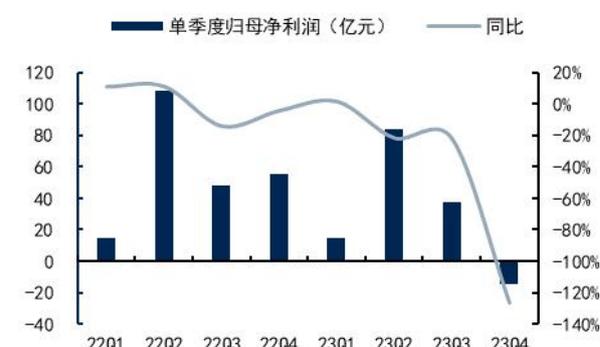
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司历年归母净利润及同比



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及同比



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

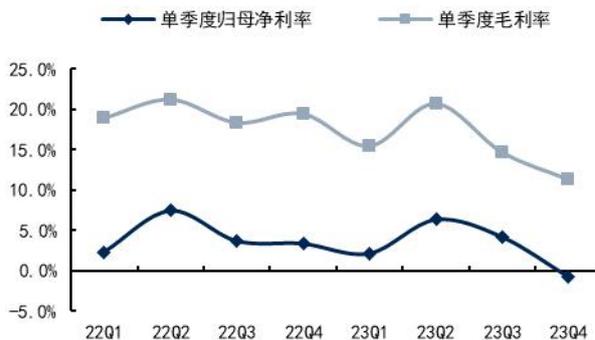
**毛利率持续筑底，持续影响归母净利润率。**2023 年，公司综合毛利率 15.2%，同比下滑 4.3 个百分点；归母净利率 2.6%，同比下滑 1.9 个百分点。其中 Q4 毛利率仅为 11.4%，主要因为地价占售价的比例提升。2023 年，公司归母净利润占比保持在 60%左右；销售费率 2.64%，近年来基本持平；管理费率为 1.24%，逐年稳步降低。

图5: 公司历年归母净利润率及毛利率



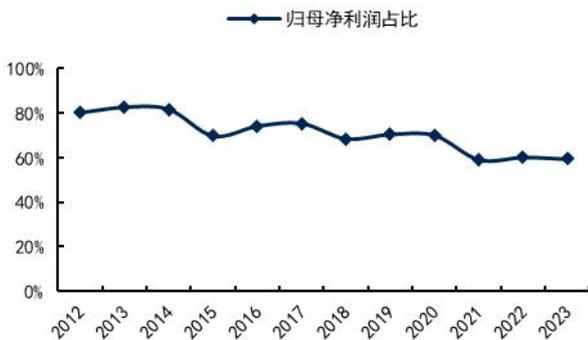
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度归母净利润率及毛利率



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司历年归母净利润占比



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

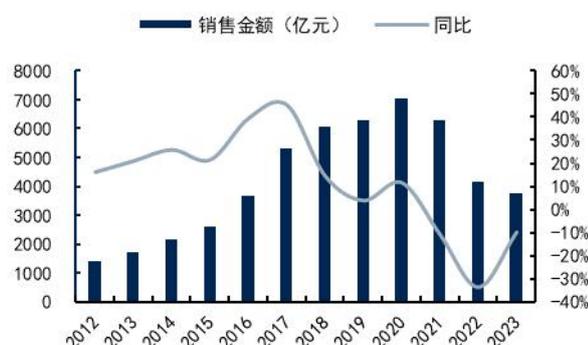
图8: 公司历年管销费率



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

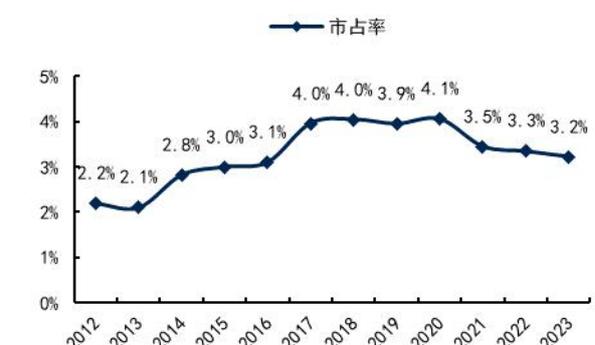
**销售规模降幅收窄。**2023年, 公司实现签约销售 3761 亿元, 同比-10%; 销售面积 2466 万 $m^2$ , 同比-6%; 销售均价 1.5 万元/ $m^2$ , 同比-4%。虽难与高峰时期的销量相比, 但销售同比降幅已经收窄; 销售额市占率 3.2%基本企稳。

图9: 公司历年销售金额及同比



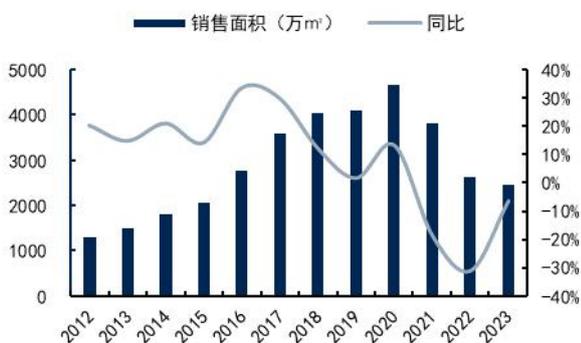
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司历年销售额市占率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图11: 公司历年销售面积及同比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

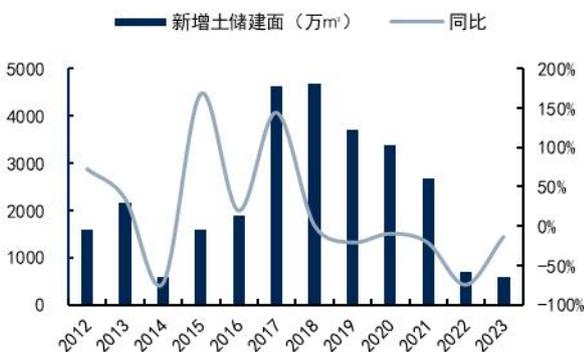
图12: 公司历年销售均价及同比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**投资强度企稳回升, 新增土储质量较高。**2023年, 公司新增土储 529 万㎡, 同比 -14%, 降幅较上年明显收窄; 新增土储建面对当年销售面积的覆盖倍数为 0.24, 呈企稳态势; 以拿地金额/销售金额计算的投资强度为 22%, 同比提升 2 个百分点。2023年, 公司新增土储质量较高, 在一二线城市投资金额占比 98%, 北京、上海、杭州、成都新增货值占比近 40%, 新获取项目平均地价为 13.9 万元/㎡, 对比 2023 年的销售均价 1.5 万元/㎡, 房地比创新低, 更优质的土储为未来去化提供保障。

图13: 公司历年新增土储建面及同比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图14: 公司历年新增土储建面对当年销售面积的覆盖倍数



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图15: 公司历年拿地强度



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图16: 公司历年新增土储房地比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

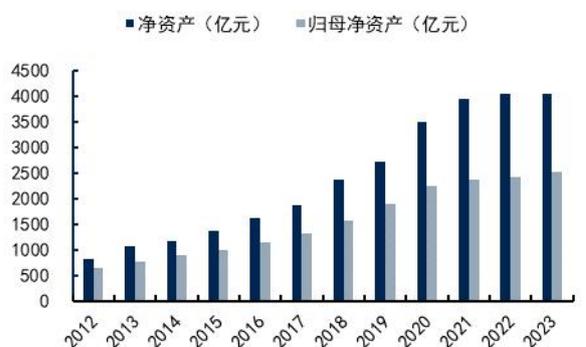
**直面经营压力, 全力保障现金流健康。**公司总资产和负债额持续收缩, 但负债率也持续下降, 截至 2023 年末, 现金短债比 1.6, 一年内到期有息负债偿付无忧。2023 年, 公司经营性净现金流依然保持为正。公司管理层表态积极应对市场变化, 确保安全底线加强回款, 坚定降杠杆, 精简高效节衣缩食。考虑到公司见证中国商品房市场的诞生与发展, 已顺利穿越多次地产周期, 我们相信公司有承受能力本轮周期下行的压力。

图17: 公司历年资产负债率



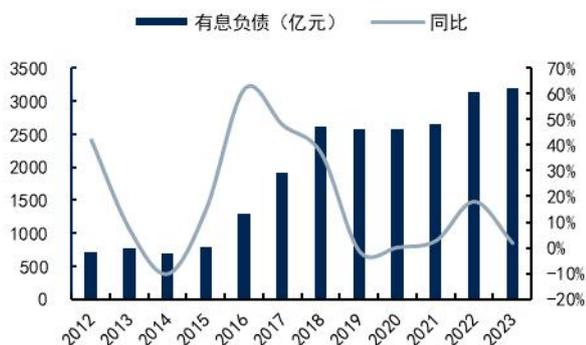
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图18: 公司历年净资产和归母净资产



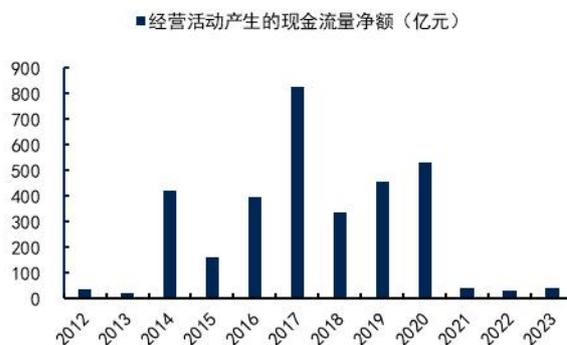
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图19: 公司历年有息负债及同比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图20: 公司历年经营活动净现金流



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**投资建议:** 考虑到地产开发业务结算规模和毛利率下行压力, 我们下调盈利预测 (详细分析见下文), 但仍看好公司创立 40 年来多次穿越地产周期的经营能力。预计公司 2024-2025 年归母净利润分别为 97/96 亿元 (前次预期分别为 242/245 亿元), 对应每股收益分别为 0.81/0.80 元, 对应当前股价 PE 分别为 10.1/10.2 倍, 维持“买入”评级。

### 盈利预测的假设前提:

我们的盈利预测基于以下假设条件:

公司总营收=房地产开发业务收入+物业管理业务收入+其他业务收入。我们分别估算各项业务的收入并加总, 预期公司 2024-2025 年总营收分别为 3511/3233 亿元 (前次预期分别为 5352/5594 亿元):

- ◆ 房地产开发: 由于地产销售景气度持续低迷, 公司开发业务待结算资源减少。截至 2023 年末, 公司已售未结面积为 2339 万 $m^2$ , 同比-30%, 2024 年计划竣工面积 2206 万 $m^2$ , 同比-32%。综合考虑公司过往竣工计划完成率及签约销售情况, 预计公司 2024-2026 年房地产开发业务收入分别为 3122/2817/2680 亿元。
- ◆ 物业管理: 假设公司合约物管项目顺利交付、存量在管物业项目收费水平保持平稳, 预期公司 2024-2026 年物业管理业务收入分别为 324/350/367 亿元。
- ◆ 其他业务: 假设公司其他业务收入维持稳定, 预期公司 2024-2026 年其他业务收入分别为 66/66/66 亿元。

2、公司总毛利润=房地产开发业务毛利+物业管理毛利+其他业务毛利。我们分别对各项业务的毛利率做出假设, 再将各项业务的毛利润加总, 预期公司 2024-2025 年总毛利率分别为 14.4%/14.8% (前次预期分别为 19.3%/19.7%):

- ◆ 房地产开发: 综合考虑公司存量开发项目在市场下行时期可售价格的不确定性隐含的潜在减值风险、以及 2022 年以后公司新获取项目的销售毛利率, 预期公司 2024-2026 年开发物业毛利率分别为 14.5%/15.0%/15.5%。
- ◆ 物业管理: 预期公司 2024-2026 年物业管理业务毛利率保持 15.0%。
- ◆ 其他业务: 预期公司 2024-2026 年其他业务毛利率保持 4.9%。

表1: 公司未来三年各项业务预测表

		2023	2024E	2025E	2026E
房地产开发	收入: 亿元	4297.5	3121.6	2817.4	2679.6
	增速	-8.7%	-27.4%	-9.7%	-4.9%
	毛利率	15.4%	14.5%	15.0%	15.5%
物业管理	收入: 亿元	294.3	323.7	349.6	367.1
	增速	14.2%	10.0%	8.0%	5.0%
	毛利率	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
其他业务	收入: 亿元	65.7	65.7	65.7	65.7
	增速	-13.8%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
合计	收入: 亿元	4657.4	3511.0	3232.7	3112.3
	增速	-7.6%	-24.6%	-7.9%	-3.7%
	毛利率	15.2%	14.4%	14.8%	15.2%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

- 3、预计公司 2024-2026 年管理费用/营业收入与 2023 年持平, 均为 1.24%。
- 4、预计公司 2024-2026 年营销费用/营业收入与 2023 年持平, 均为 2.64%。
- 5、预计公司 2024-2026 年所得税税率均为 25.0%。

#### 未来 3 年盈利预测:

按上述假设条件, 我们得到公司 2024-2025 年总营业收入分别为 3511/3233 亿元, 2024-2025 年归母净利润分别为 97/96 亿元 (前次预期分别为 242/245 亿元), 对应每股收益分别为 0.81/0.80 元。

表2: 未来三年盈利预测表 (单位: 百万元)

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	465739	351096	323269	311230
营业成本	394784	300670	275457	263885
销售费用	12272	9251	8518	8201
管理费用	5767	4786	4441	4292
财务费用	3715	3949	3787	3325
归母净利润	12163	9707	9597	10048
每股收益	1.02	0.81	0.80	0.84
ROE	4.8%	3.7%	3.6%	3.6%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

#### 盈利预测的敏感性分析:

公司以房地产开发为主业, 营收增速和利润水平决定公司未来归母净利润的增速。我们将盈利预测分为乐观、中性和悲观预测: 1) 乐观情况下, 公司营收增速及利润水平均不同程度好于预期; 2) 悲观情况下, 公司营收增速及利润水平均不同程度不及预期; 3) 在中性预测条件下, 公司 2024-2025 年归母净利润分别为 97/96 亿元, 对应每股收益分别为 0.81/0.80 元。

**表3: 盈利预测情景分析（乐观、中性、悲观）**

<b>乐观预测</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
营业收入(百万元)	503838	465739	345364	316623	304242
(+/-%)	11.3%	-7.6%	-25.8%	-8.3%	-3.9%
归母核心净利润(百万元)	22618	12163	16913	16267	16532
(+/-%)	0.4%	-46.2%	39.1%	-3.8%	1.6%
每股收益(元)	1.94	1.02	1.42	1.36	1.39
<b>中性预测</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
营业收入(百万元)	503838	465739	351096	323269	311230
(+/-%)	11.3%	-7.6%	-24.6%	-7.9%	-3.7%
归母核心净利润(百万元)	22618	12163	9707	9597	10048
(+/-%)	0.4%	-46.2%	-20.2%	-1.1%	4.7%
每股收益(元)	1.94	1.02	0.81	0.80	0.84
<b>悲观预测</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
营业收入(百万元)	503838	465739	356828	329961	318287
(+/-%)	11.3%	-7.6%	-23.4%	-7.5%	-3.5%
归母核心净利润(百万元)	22618	12163	2257	2642	3261
(+/-%)	0.4%	-46.2%	-81.4%	17.1%	23.4%
每股收益(元)	1.94	1.02	0.19	0.22	0.27

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

**风险提示：**公司开发物业销售规模、结转进度不及预期，融资能力不及预期。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	137208	99814	171245	194269	208221	营业收入	503838	465739	351096	323269	311230
应收款项	7511	7301	5504	5068	4879	营业成本	405319	394784	300670	275457	263885
存货净额	907057	701696	537892	492147	470920	营业税金及附加	24394	18585	14010	12900	12419
其他流动资产	363562	341436	257390	236990	228164	销售费用	12412	12272	9251	8518	8201
<b>流动资产合计</b>	<b>1415356</b>	<b>1150260</b>	<b>972044</b>	<b>928488</b>	<b>912198</b>	管理费用	9584	5767	4786	4441	4292
固定资产	18270	22153	30529	37633	44572	研发费用	686	536	404	372	358
无形资产及其他	11548	10956	10518	10080	9642	财务费用	2615	3715	3949	3787	3325
投资性房地产	182464	190918	190918	190918	190918	投资收益	4094	2688	2000	2000	2000
长期股权投资	129486	130563	131563	132563	133563	资产减值及公允价值变动	455	3830	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1757124</b>	<b>1504850</b>	<b>1335572</b>	<b>1299681</b>	<b>1290891</b>	其他收入	(2055)	(7883)	(404)	(372)	(358)
短期借款及交易性金融负债	68055	65990	60000	60000	60000	营业利润	52007	29252	20026	19794	20750
应付款项	289242	221696	169943	155491	148784	营业外净收支	379	554	550	550	550
其他流动负债	720505	534099	409132	374436	358378	<b>利润总额</b>	<b>52386</b>	<b>29805</b>	<b>20576</b>	<b>20344</b>	<b>21300</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1077802</b>	<b>821785</b>	<b>639075</b>	<b>589927</b>	<b>567162</b>	所得税费用	14835	9350	5144	5086	5325
长期借款及应付债券	249589	257635	257635	257635	257635	少数股东损益	14933	8293	5725	5660	5926
其他长期负债	24743	22496	20496	18496	16496	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>22618</b>	<b>12163</b>	<b>9707</b>	<b>9597</b>	<b>10048</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>274331</b>	<b>280131</b>	<b>278131</b>	<b>276131</b>	<b>274131</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1352133</b>	<b>1101917</b>	<b>917207</b>	<b>866058</b>	<b>841293</b>	净利润	22618	12163	9707	9597	10048
少数股东权益	162300	152149	157874	163534	169460	资产减值准备	(3064)	3040	1589	1369	1206
股东权益	242691	250785	260492	270089	280138	折旧摊销	4448	4093	1384	1742	2071
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1757124</b>	<b>1504850</b>	<b>1335572</b>	<b>1299681</b>	<b>1290891</b>	公允价值变动损失	(455)	(3830)	0	0	0
						财务费用	2615	3715	3949	3787	3325
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(87196)	(33913)	72516	16801	6683
每股收益	1.94	1.02	0.81	0.80	0.84	其它	66400	22360	4136	4291	4720
每股红利	0.69	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>2750</b>	<b>3912</b>	<b>89332</b>	<b>33801</b>	<b>24729</b>
每股净资产	20.87	21.02	21.83	22.64	23.48	资本开支	0	(14847)	(10910)	(9777)	(9777)
ROIC	6%	3%	2%	3%	3%	其它投资现金流	2	5	0	0	0
ROE	9%	5%	4%	4%	4%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(13030)</b>	<b>(4616)</b>	<b>(11910)</b>	<b>(10777)</b>	<b>(10777)</b>
毛利率	20%	15%	14%	15%	15%	权益性融资	557	11868	0	0	0
EBIT Margin	10%	7%	6%	7%	7%	负债净变化	26451	16991	0	0	0
EBITDA Margin	11%	8%	7%	7%	8%	支付股利、利息	(8063)	0	0	0	0
收入增长	11%	-8%	-25%	-8%	-4%	其它融资现金流	(13467)	(54131)	(5990)	0	0
净利润增长率	0%	-46%	-20%	-1%	5%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1865)</b>	<b>(36691)</b>	<b>(5990)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
资产负债率	86%	83%	80%	79%	78%	<b>现金净变动</b>	<b>(12145)</b>	<b>(37394)</b>	<b>71431</b>	<b>23024</b>	<b>13952</b>
股息率	8.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	149352	137208	99814	171245	194269
P/E	4.2	8.0	10.1	10.2	9.7	货币资金的期末余额	137208	99814	171245	194269	208221
P/B	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	企业自由现金流	0	(21473)	79471	24952	15533
EV/EBITDA	25.9	31.7	43.4	41.3	38.9	权益自由现金流	0	(58613)	70519	22111	13039

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032