

# 招商蛇口 (001979.SZ)

业绩短期承压，减值压力释放

优于大市

## 核心观点

**央企龙头，规模领先。**公司成立于1997年，围绕开发业务、资产运营和物业服务三类业务，在多个领域逐步积累了独特优势，开发业务稳居行业前五，非开发业务收入占比13%，第二增长曲线稳步发展。公司的实际控制人为招商局集团，持股比例约58%，股权架构稳定。

**归母净利润-36%，充分计提减值。**2024年公司实现营业收入1789亿元，同比增长2%；实现归母净利润40亿元，同比下降36%。公司增收不增利的主要原因包括：1) 公司计提资产减值和信用减值约60亿元，同比增长150%；2) 公司结算毛利率为15.6%，同比下降1.5pct。公司拟每股派息0.19元，对应分红比例约43%。

**销售保持全国前五，投拓聚焦核心城市。**2024年公司实现销售金额2193亿元，同比下降25%；实现销售面积936万平方米，同比下降24%，销售额保持全国前五。2024年公司累计获取26宗地块，总计容建面约225万平方米，总地价约486亿元，公司需支付地价为335亿元，公司在“核心10城”的投资金额占比分别达90%，其中在一线城市的投资占公司全部投资额的59%。

**融资优势明显，财务保持健康。**截至2024年末，公司剔除预收账款的资产负债率62%、净负债率56%、现金短债比为1.6，“三道红线”始终处于绿档。公司综合资金成本2.99%，较年初降低48BP，保持行业最优水平。2024年公司发挥融资优势，全年落地经营性物业贷款92亿元，债务结构更加稳固，全年新增公开市场融资155亿元，票面利率均为同期同行业最低水平。

**风险提示：**宏观环境大幅恶化；政策宽松低于预期；政策效果低于预期；公司深耕城市房地产市场衰退；公司销售不畅、回款滞后、存货贬值、利润下行、竣工结算不及预期。

**投资建议：**公司土地质量相对优质，财务保持健康，有望持续在行业下行的环境中脱颖而出。公司过去几年计提减值充分，随着公司高地价低毛利项目陆续结算完毕，公司业绩有望企稳回升。预计公司2025至2027年营收分别为1618/1530/1569亿元，归母净利润分别为41/41/42亿元，同比+2%/+0%/+1%。结合绝对估值和相对估值，我们认为公司每股价值较当前股价有0%至20%的空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	175,008	178,948	161,769	153,033	156,859
(+/-%)	-4.4%	2.3%	-9.6%	-5.4%	2.5%
净利润(百万元)	6319	4039	4132	4137	4157
(+/-%)	48.2%	-36.1%	2.3%	0.1%	0.5%
每股收益(元)	0.70	0.45	0.46	0.46	0.46
EBIT Margin	8.4%	7.2%	6.5%	6.5%	6.5%
净资产收益率(ROE)	5.3%	3.6%	3.9%	4.0%	4.2%
市盈率(PE)	13.6	21.2	20.7	20.7	20.6
EV/EBITDA	39.8	41.1	53.4	53.0	51.3
市净率(PB)	0.72	0.77	0.80	0.83	0.87

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

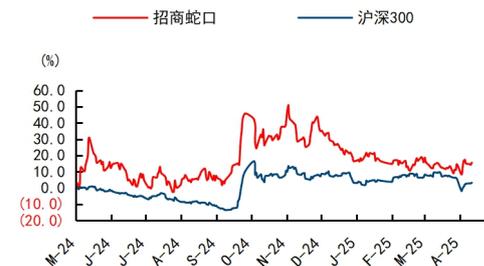
wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

### 基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	
收盘价	9.72元
总市值/流通市值	88071/82210百万元
52周最高价/最低价	13.44/7.45元
近3个月日均成交额	642.76百万元

### 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

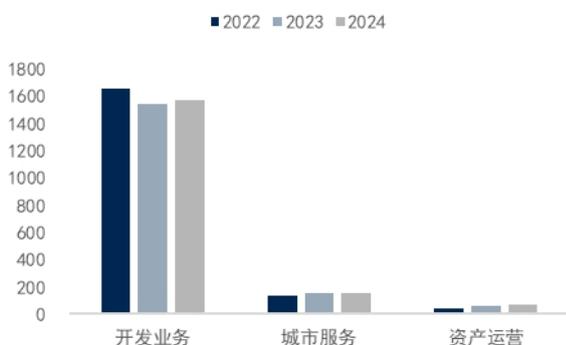
## 央企龙头，规模领先

### 国资控股，业务多元

招商蛇口是中国领先的综合开发运营服务商，创立于 1979 年改革开放之初，2015 年，公司完成重大无先例重组登陆深交所。公司围绕开发业务、资产运营和物业服务三类业务，在多个领域逐步积累了独特优势。

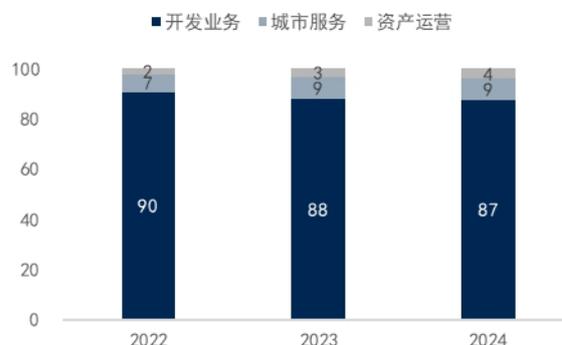
公司除开发业务外，第二增长曲线稳步发展，根据公司 2024 年报，公司开发业务、城市服务、资产运营收入占比分别为 87%、9%、4%，非开发业务（城市服务+资产运营）的收入占比较 2022 年上升 3pct。

图1: 公司分板块收入



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

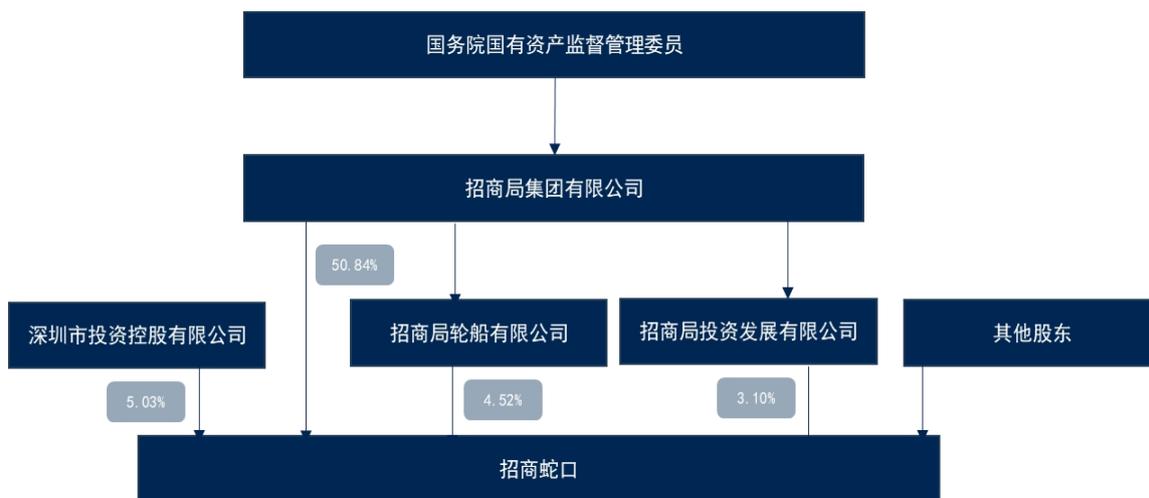
图2: 公司收入结构占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司的实际控制人为招商局集团，截至 2024 年末持股比例约 58%，同时，深投控拥有约 5%的股权。公司作为央企龙头，股权架构稳定。

图3: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 近年盈利指标变化：毛利率承压，减值充分

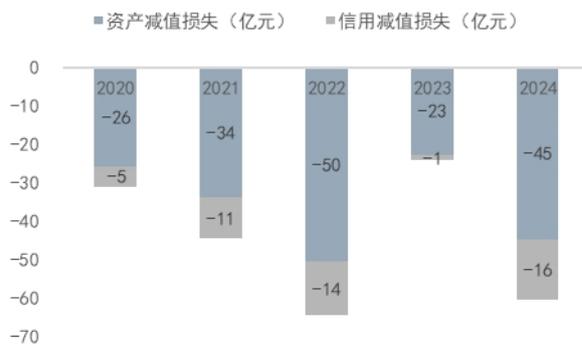
近年来，受到行业下行的影响，公司毛利率持续承压，并根据对未来房价预期做出了充分的减值。2020至2025年，公司毛利率下降约13.1pct，五年资产减值+信用减值共约225亿元。

图4：公司毛利率变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司近年减值情况



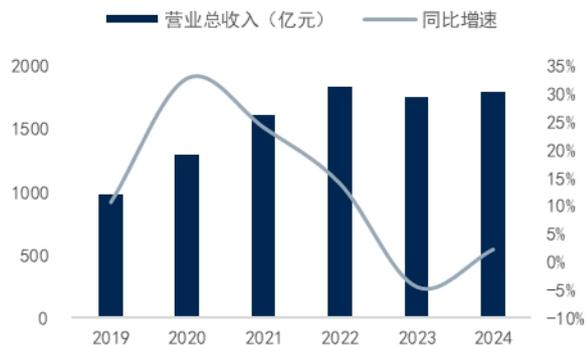
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 业绩短期承压，减值压力释放

### 归母净利润-36%，充分计提减值

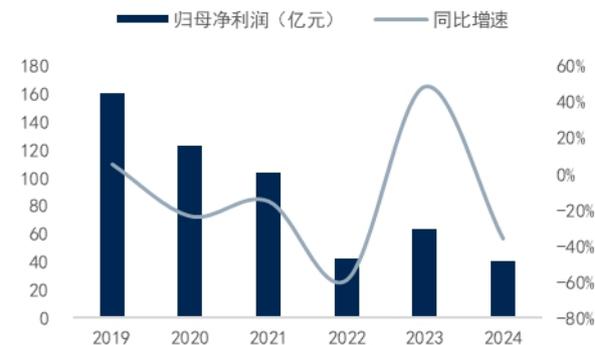
2024年公司实现营业收入1789亿元，同比增长2%；实现归母净利润40亿元，同比下降36%。公司增收不增利的主要原因包括：1) 公司计提资产减值和信用减值约60亿元，同比增长150%；2) 公司结算毛利率为15.6%，同比下降1.5pct。公司拟每股派息0.19元，对应分红比例约43%。

图6：公司营业总收入及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：公司归母净利润及增速



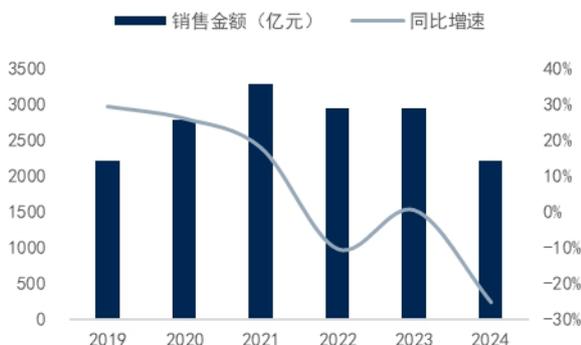
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 销售保持全国前五，投拓聚焦核心城市

2024年公司实现销售金额2193亿元，同比下降25%；实现销售面积936万平方米，

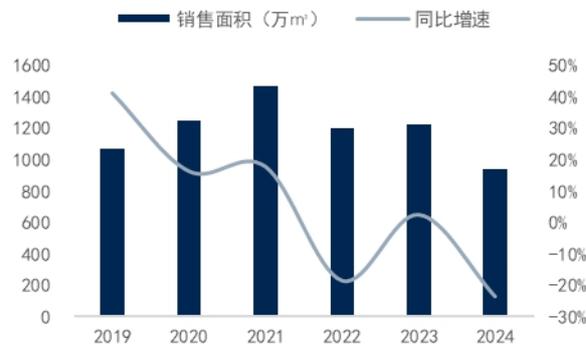
同比下降 24%，销售额保持全国前五。2024 年公司累计获取 26 宗地块，总计容建面约 225 万平方米，总地价约 486 亿元，公司需支付地价约为 335 亿元，公司在“核心 10 城”的投资金额占比分别达 90%，其中在一线城市的投资占公司全部投资额的 59%。

图8：公司销售金额及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：公司销售面积及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 融资优势明显，财务保持健康

截至 2024 年末，公司剔除预收账款的资产负债率 62%、净负债率 56%、现金短债比为 1.6，“三道红线”始终处于绿档。公司综合资金成本 2.99%，较年初降低 48BP，保持行业最优水平。2024 年公司发挥融资优势，全年落地经营性物业贷款 92 亿元，债务结构更加稳固，全年新增公开市场融资 155 亿元，票面利率均为同期同行业最低水平。

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1、2022 至 2024 年，公司的销售金额分别为 2926/2936/2193 亿元，同比 -10%/+0%/-25%。在公司未来两年销售保持平稳的情况下，综合考虑公司合同负债余额和结算进度，预计公司 2025、2026、2027 年总营业收入分别为 1618/1530/1569 亿元，同比 -10%/-5%/+2%。

2、预计公司未来三年营业成本/营业收入分别为 85%/85%/85%，与 2024 年基本持平，考虑到公司高地价低毛利项目陆续结算完毕，且 2024 年减值计提较为充分，预计公司毛利率将保持稳定。

3、预计公司未来三年管理费用/营业收入为 1.3%，与 2024 年基本持平。

4、预计公司未来三年销售费用/营业收入为 3.0%，较此前有所增长，主要考虑到新房去化困难的情况下所增加的渠道支出。

表1：公司营收假设

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	1789	1618	1530	1569

YOY	2.3%	-9.6%	-5.4%	2.3%
营业成本/营业收入	85.4%	85.0%	85.0%	85.4%
管理费用/营业收入	1.1%	1.3%	1.3%	1.1%
销售费用/营业收入	2.2%	3.0%	3.0%	2.2%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

## 未来 3 年盈利预测及敏感性分析

按上述假设条件,我们得到公司 2025、2026、2027 年的营收分别为 1618/1530/1569 亿元,归母净利润分别为 41/41/42 亿元,同比+2%/+0%/+1%,每股收益分别为 0.46/0.46/0.46 元。

表2: 未来三年盈利预测表 (单位: 百万元)

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	178948	161769	153033	156859
营业成本	152812	137503	130078	133330
销售费用	4014	4853	4591	4706
管理费用	2103	2285	2171	2221
营业利润	9000	8443	8461	8345
归母净利润	4039	4132	4137	4157
每股收益	0.45	0.46	0.46	0.46
ROE	4%	4%	4%	4%

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，未来的销售增速、结算节奏、成本费率将决定公司未来净利润的增长速度。我们将盈利预测分为乐观、中性和悲观预测：1) 在乐观情况下，公司营收及毛利率水平均不同程度好于预期，且无减值计提；2) 在悲观情况下，公司营收及毛利率均不同程度不及预期，且有大量减值计提；3) 在中性预测条件下，公司 2025、2026 年 EPS 分别为 0.46/0.46 元。

表3: 盈利预测情景分析（乐观、中性、悲观）

乐观预测	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	175008	178948	178948	200421	230484
(+/-%)	-4.4%	2.3%	0.0%	12.0%	15.0%
净利润(百万元)	6319	4039	5810	6042	6430
(+/-%)	48.2%	-36.1%	43.9%	4.0%	6.4%
每股收益(元)	0.70	0.45	0.64	0.67	0.71
中性预测	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	175008	178948	161769	153033	156859
(+/-%)	-4.4%	2.3%	-9.6%	-5.4%	2.5%
净利润(百万元)	6319	4039	4132	4137	4157
(+/-%)	48.2%	-36.1%	2.3%	0.1%	0.5%
每股收益(元)	0.70	0.45	0.46	0.46	0.46
悲观预测	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	175008	178948	161053	144948	137700
(+/-%)	-4.4%	2.3%	-10.0%	-10.0%	-5.0%
净利润(百万元)	6319	4039	3151	2524	2230
(+/-%)	48.2%	-36.1%	-22.0%	-19.9%	-11.7%
每股收益(元)	0.70	0.45	0.35	0.28	0.25

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

### 绝对估值：每股价值为 11.38 元，较当前股价有 20%的空间

**调整现值法估算地产开发业务：**我们采用假设开发法评估其项目价值。假设未来三年（2025-2027）房地产销售的签约均价接近但不高于 2024 年的签约均价，WACC 取 12.5%，基于审慎原则估算公司地产开发业务权益增值。

表4: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1
无风险利率	1.80%
股票风险溢价	6.50%
公司股价	9.46
发行在外股数（百万股）	9061
股票市值(E)	85716
债务总额(D)	227179
Kd	4.20%
T	25.00%
Ka	8.95%
有杠杆 Beta	5.54
Ke	37.81%
E/(D+E)	27.39%
D/(D+E)	72.61%
WACC	12.50%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所测算

**地产开发业务绝对估值的敏感性分析：**假设 WACC 取 12.5%，在保守假设下，估算出地产开发业务重估权益增值为 231 亿元，经调整账面净资产后，估算出 RNAVPS 为 11.38 元。当销售均价和未来五年的折现率同时变化的情况下，假设 WACC 上升至 20%且未来五年销售均价下跌 30%，则地产开发业务重估权益增值为 153 亿元，RNAVPS 为 10.51 元。

表5: 地产开发业务重估权益增值相对房价和 WACC 的敏感性分析 (元/股)

		WACC			
		12.5%	15.0%	17.5%	20.0%
房价波动	0%	11.38	11.25	11.12	11.01
	-10%	11.16	11.05	10.94	10.85
	-20%	10.95	10.85	10.76	10.68
	-30%	10.74	10.66	10.58	10.51

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所测算

综上, 根据调整现值法对公司进行绝对估值, RNAVPS 为 11.38 元, 较当前股价有 20% 的空间。

表6: 调整现值法对公司价值进行重估

地产开发业务重估权益增值 (亿元)	231.0
账面净资产 (亿元)	1100.1
重估净资产 (亿元)	1031.1
股本 (亿股)	90.6
RNAVPS (元)	11.38
<b>较当前股价空间</b>	<b>20%</b>

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所测算

## 相对估值: 较可比公司估值大致相同

我们选取 A 股和港股以房地产开发为主业的龙头国央企和有显著区域深耕优势的房企保利发展、华发股份、中国海外发展、越秀地产、建发国际集团作为参考。根据市场一致预期, 同时手动消除港股一定的流动性折价后, 可比公司 2025 年平均动态 PE 为 12.5 倍, 而招商蛇口 2025 年动态 PE 为 17.2 倍, 较可比公司有一定溢价。

考虑到公司土地质量较优, 融资背景强大, 且计提减值较为充分, 同时考虑到公司在前海拥有着大量隐含估值极高的高质量土地, 我们认为公司拥有一定的估值溢价是合理的。经调整后, 我们认为招商蛇口较可比公司估值大致相同。

表7: 可比公司估值比较

房企	股价 (元)	2025E EPS (元/股)	2025 年动态 PE
保利发展	8.53	0.77	11.1
华发股份	5.55	0.46	12.1
中国海外发展	14.18	2.28	6.2
越秀地产	5.32	0.82	6.5
建发国际集团	15.74	2.30	6.8
<b>可比公司均值</b>			<b>12.5</b>
招商蛇口	9.46	0.55	17.2

资料来源: Wind 一致预期, 国信证券经济研究所整理预测; 注: 所选可比公司仅作列示, 不涉及主观意见

## 投资建议: 首次覆盖给予“优于大市”评级

公司土地质量相对优质, 财务保持健康, 有望持续在行业下行的大环境中脱颖而出。公司过去几年计提减值充分, 随着公司高地价低毛利项目陆续结算完毕, 公司业绩有望企稳回升。预计公司 2025 至 2027 年营收分别为 1618/1530/1569 亿元, 归母净利润分别为 41/41/42 亿元, 同比+2%/+0%/+1%。结合绝对估值和相对估值,

我们认为公司每股价值较当前股价有 0%至 20%的空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值的方法计算出公司的合理估值，其中加权资本成本（WACC）、公司可售项目销售均价、销售进度、相对估值的比较等都存在一定的主观判断：

- 1、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 1.80%、风险溢价 6.50%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 2、我们对于公司可售项目销售均价的假设是基于公司楼盘 2022 的平均售价，存在假设均价高于未来实际销售价格从而导致公司估值高估的风险；
- 3、根据公司现有的土储资源，我们将公司当前土储计容建面分摊至五年内售完，不排除公司销售进度不达预期导致结算收入不及预期，从而导致公司估值下降的风险；
- 4、我们在进行相对估值时选取了 A 股和港股以房地产开发为主业的龙头央企和有显著区域深耕优势的房企估值水平作为参考，存在地产板块估值整体下行或者公司发展不及同行的风险。

### 盈利预测的风险

- 1、我们对公司的盈利预测建立在较多假设前提的基础上，包括对营业收入增速、营业成本、管理费用、销售费用等因素的假设，存在各项指标和结算进度不及预期的风险。
- 2、我们对公司未来毛利率、计提减值的假设是基于对结算时房价平稳的预期，不排除未来房价继续下跌导致公司继续增收不增利的可能。

### 政策风险

- 1、不排除部分城市土地市场转热导致房地产销售端政策进一步收紧的风险；
- 2、不排除行业信用风险陡升导致房地产融资端政策进一步收紧的风险。

### 经营风险

- 1、不排除公司未来扩张速度不达预期的风险；
- 2、不排除公司竣工进度、结算节奏低于预期的风险；
- 3、若行业无法快速回暖，预计公司利润率水平将持续承压，不排除公司毛利率、净利率低于预期水平的风险；
- 4、若公司深耕的核心城市房地产基本面大幅衰退而政策放松效果不及预期，不排除公司出现销售失速、存货继续贬值的风险。

### 财务风险

- 1、不排除行业融资环境恶化导致公司财务成本上升的风险；
- 2、不排除政府对预售资金的监管趋严导致公司可动用资金不及预期的风险；
- 3、不排除因为财务管理不当导致公司存在流动性问题的风险；
- 4、不排除因行业整体下行导致公司进行大规模资产减值的风险。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	88290	100351	125791	130593	123293	营业收入	175008	178948	161769	153033	156859
应收款项	121700	111219	108584	102721	105289	营业成本	147204	152812	137503	130078	133330
存货净额	416702	369183	350633	330649	338277	营业税金及附加	6155	6930	6471	6121	6274
其他流动资产	36631	33412	31545	29841	30587	销售费用	4328	4014	4853	4591	4706
<b>流动资产合计</b>	<b>663960</b>	<b>614166</b>	<b>616554</b>	<b>593805</b>	<b>597446</b>	管理费用	2374	2103	2285	2171	2221
固定资产	12592	12268	13196	14721	15596	研发费用	158	129	113	107	110
无形资产及其他	1915	1821	1639	1457	1274	财务费用	912	1943	2021	1805	1885
投资性房地产	149900	155550	155550	155550	155550	投资收益	2481	3892	2433	1871	1440
长期股权投资	80142	76504	77434	76080	75868	资产减值及公允价值变动	(2237)	(4521)	(2511)	(1570)	(1427)
<b>资产总计</b>	<b>908508</b>	<b>860309</b>	<b>864373</b>	<b>841612</b>	<b>845735</b>	其他收入	(94)	(1517)	(113)	(107)	(110)
短期借款及交易性金融负债	40644	52406	54502	56682	58949	营业利润	14182	9000	8443	8461	8345
应付款项	60662	53115	50647	47760	48862	营业外净收支	(194)	89	103	96	254
其他流动负债	324718	280787	290857	274320	280673	<b>利润总额</b>	<b>13989</b>	<b>9090</b>	<b>8546</b>	<b>8557</b>	<b>8599</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>426024</b>	<b>386308</b>	<b>396006</b>	<b>378763</b>	<b>388485</b>	所得税费用	4882	4901	4273	4278	4300
长期借款及应付债券	170098	172677	172677	172677	172677	少数股东损益	2787	150	141	142	142
其他长期负债	15697	14578	13218	11979	10679	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6319</b>	<b>4039</b>	<b>4132</b>	<b>4137</b>	<b>4157</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>185794</b>	<b>187256</b>	<b>185896</b>	<b>184656</b>	<b>183356</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>611818</b>	<b>573564</b>	<b>581901</b>	<b>563419</b>	<b>571841</b>	净利润	6319	4039	4132	4137	4157
少数股东权益	176967	175738	175597	175455	175313	资产减值准备	(2770)	2209	288	231	283
股东权益	119723	111007	106875	102738	98581	折旧摊销	2723	3074	1955	2285	2596
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>908508</b>	<b>860309</b>	<b>864373</b>	<b>841612</b>	<b>845735</b>	公允价值变动损失	2237	4521	2511	1570	1427
						财务费用	912	1943	2021	1805	1885
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	营运资本变动	(14921)	5182	29581	7120	(4504)
每股收益	0.70	0.45	0.46	0.46	0.46	其它	361	(2501)	(429)	(373)	(425)
每股红利	1.30	1.31	0.91	0.91	0.92	<b>经营活动现金流</b>	<b>(6050)</b>	<b>16522</b>	<b>38037</b>	<b>14970</b>	<b>3535</b>
每股净资产	13.21	12.25	11.80	11.34	10.88	资本开支	1411	(336)	(5500)	(5428)	(5000)
ROIC	2%	1%	1%	1%	1%	其它投资现金流	(444)	637	0	0	0
ROE	5%	4%	4%	4%	4%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(4531)</b>	<b>3940</b>	<b>(6430)</b>	<b>(4074)</b>	<b>(4788)</b>
毛利率	16%	15%	15%	15%	15%	权益性融资	(40)	1643	0	0	0
EBIT Margin	8%	7%	7%	7%	7%	负债净变化	(2303)	7007	0	0	0
EBITDA Margin	10%	9%	8%	8%	8%	支付股利、利息	(11782)	(11902)	(8263)	(8274)	(8315)
收入增长	-4%	2%	-10%	-5%	2%	其它融资现金流	40837	(253)	2096	2180	2267
净利润增长率	48%	-36%	2%	0%	0%	<b>融资活动现金流</b>	<b>12627</b>	<b>(8400)</b>	<b>(6167)</b>	<b>(6094)</b>	<b>(6047)</b>
资产负债率	87%	87%	88%	88%	88%	<b>现金净变动</b>	<b>2046</b>	<b>12062</b>	<b>25440</b>	<b>4802</b>	<b>(7301)</b>
息率	13.7%	13.9%	9.6%	9.7%	9.7%	货币资金的期初余额	86243	88290	100351	125791	130593
P/E	13.6	21.2	20.7	20.7	20.6	货币资金的期末余额	88290	100351	125791	130593	123293
P/B	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9	企业自由现金流	(1160)	13892	31307	8959	(1798)
EV/EBITDA	39.8	41.1	53.4	53.0	51.3	权益自由现金流	37374	20646	32393	10236	(474)

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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