

综合性地产公司均衡发力，热点三四线自持商业加速扩张

公司动态

◆住宅+商业双轮驱动，业绩向好，主体评级上调至 AAA 利于融资

公司为覆盖住宅和商业的综合性地产集团。2017Q1 营收同比增 78%，归母净利润同比增 121.8%；扣预收后资产负债率 79%，净负债率 101.8%，货币资金/（短期借款+一年内到期的非流动负债）为 1.2 倍；2017 年主体及债券评级均上调至 AAA，利于后续拓宽融资渠道及控制融资成本。

◆港股平台拟私有化，实控人增持彰显信心

7 月 10 日间接控股股东新城发展控股(1030.HK)停牌并公告拟私有化。若私有化完成，新城控股将成为集团唯一上市平台，或受益于优质资源加速集聚；同时实控人持股比例将从 48.69%增至 67.1%，彰显坚定信心。

◆高成长高弹性，积极扩充土储，“1+3”全国扩张

2017 年上半年销售金额 490.9 亿元，同比增 75%；全年 850 亿销售目标大概率完成。公司以上海为中枢，长三角为核心，并向珠三角、环渤海和中西部地区进行全国扩张；2017 上半年新增土储建面约 944 万平方米，其中长三角、中西部、环渤海、珠三角占比分别为 59%、25%、12%、3%。公司深耕上海、苏州等一二线城市，加速布局常州、台州等周边三线城市。

◆拓展自有物业，拓展商业地产轻资产化，受益三四线消费升级

2017 年计划新开业 11 个吾悦广场，目前桐乡吾悦、衢州吾悦已开业；截至二季度末累计开业 12 个吾悦广场，主要分布于长三角及南昌、成都等省会城市的核心地段，平均出租率达 97.4%，现金流稳定。2016 年首次实现管理输出，开拓诸暨永利吾悦广场、青岛新城吾悦广场两个项目；同时将青浦吾悦广场转让予资产支持计划，拓展商业地产轻资产经营模式。

◆12 个月目标价 19.5 元，首次覆盖增持评级

预测 2017/2018/2019 年营收分别为 393 亿元/476 亿元/576 亿元，归母净利润分别为 40.05 亿元/52.68 亿元/66.34 亿元，EPS 分别为 1.77 元/2.33 元/2.94 元。综合考虑给予相对估值 2017 年 11 倍 PE，12 个月目标价 19.5 元，首次覆盖增持评级。

◆风险提示

房地产项目建设进度不及预期导致结算推迟；房地产调控时间过长导致销售不及预期；自持物业建设进度及招商租赁情况不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	23,569	27,969	39,290	47,637	57,595
营业收入增长率	14.00%	18.67%	40.48%	21.24%	20.90%
净利润（百万元）	1,836	3,019	4,005	5,268	6,634
净利润增长率	57.32%	64.42%	32.66%	31.52%	25.94%
EPS（元）	0.81	1.34	1.77	2.33	2.94
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.14%	20.33%	21.79%	23.27%	23.73%
P/E	21	13	10	7	6

增持（首次）

当前价/目标价：17.30/19.50 元

目标期限：12 个月

分析师

陈浩武（执业证书编号：S0930510120013）

021-22169050

chenhaowu@ebcn.com

联系人

何继南

021-22169170

hemiannan@ebcn.com

范晓佳

021-22169156

xifan@ebcn.com

市场数据

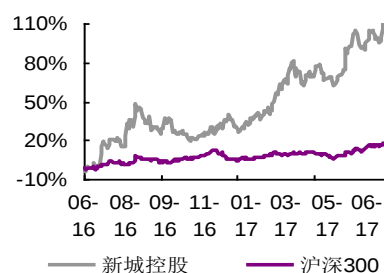
总股本(亿股)：22.58

总市值(亿元)：390.72

一年最低/最高(元)：10.32/19.28

近 3 月换手率：35.52%

股价表现(一年)



收益表现

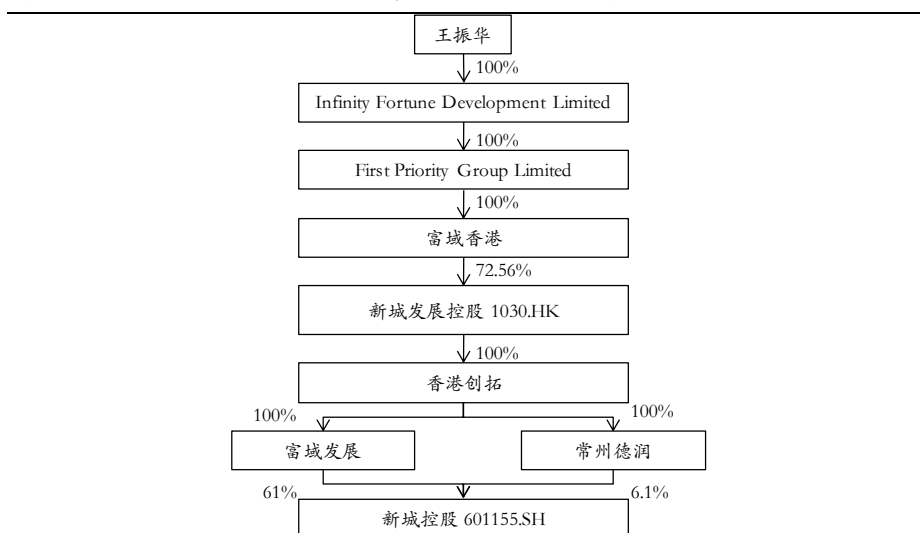
%	一个月	三个月	十二个月
相对	-5.81	2.10	43.78
绝对	-3.14	10.50	59.11

相关研报

1、港股平台拟私有化，实控人增持彰显信心

新城控股集团股份有限公司成立于 1993 年，主营业务为房地产开发和销售，目前已成为覆盖住宅地产和商业地产的综合性地产集团。公司实际控制人为王振华，持有新城发展控股 72.56% 股份，新城发展控股通过富城发展和常州德润持有公司 67.1% 股份；实际控制人持有公司股权比例为 48.69% (72.56%*67.1%)。

图 1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系图



资料来源：公司公告

7 月 10 日，新城发展控股(1030.HK)短暂停牌并公告拟私有化，目前私有化方案公告等相关申请材料已递交监管机构审核。若私有化完成，新城控股将成为集团唯一上市平台，或受益于优质资源加速集聚。同时，实际控制人持股比例将从 48.69% 增至 67.1%，彰显对公司未来发展前景的坚定信心。

2、业绩向好，主体评级上调至 AAA 利于融资

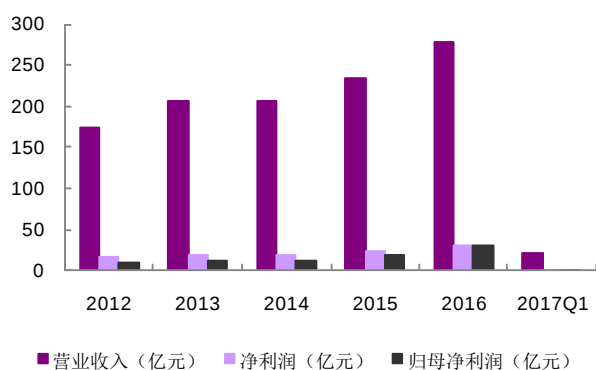
2017Q1 公司营业收入 20.37 亿元，同比增长 77.95%；归母净利润 0.42 亿元，同比增长 121.82%。

- 2017Q1 销售毛利率为 38.87%，相比 2016Q1 提高约 23 个百分点。
- 2017Q1 三费比率为 23.23%，相比 2016Q1 降低约 11 个百分点。

截至 2017Q1 扣预收后资产负债率为 79.01%，较年初提高 1.3 个百分点；净负债率为 101.84%，较年初提高 49.6 个百分点。货币资金/（短期借款+一年内到期的非流动负债）为 1.2 倍，短期偿债能力较强，经营稳定性较优。

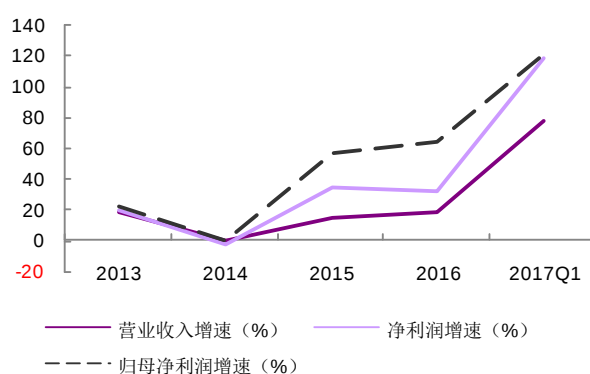
2016 年债务融资加权平均成本为 5.49%，较上年下降约 1.7 个百分点。公司积极拓宽融资渠道，2016 年以 4.74% 的平均成本发行 80 亿私募公司债；2017 年上半年以 5.33% 的平均成本发行 30 亿中期票据。2017 年 3 月，公司主体评级及债券评级均上调至 AAA，为进一步拓宽融资渠道、降低融资成本提供有力支撑。

图 2：公司营收及净利润



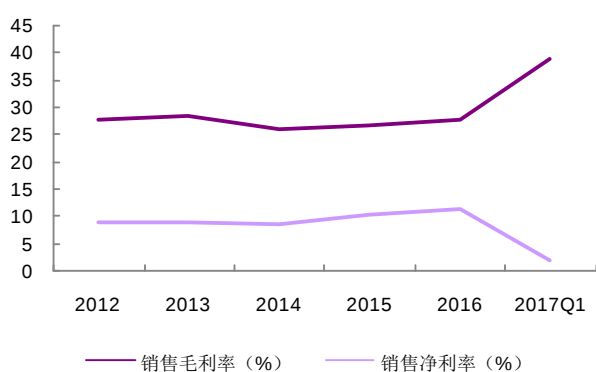
资料来源：Wind

图 3：公司营收及净利润增长率



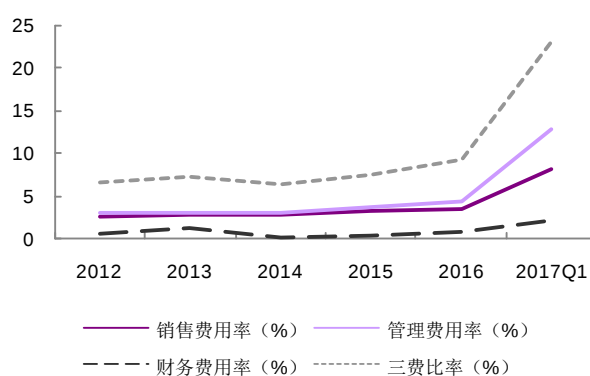
资料来源：Wind

图 4：公司毛利率与净利率



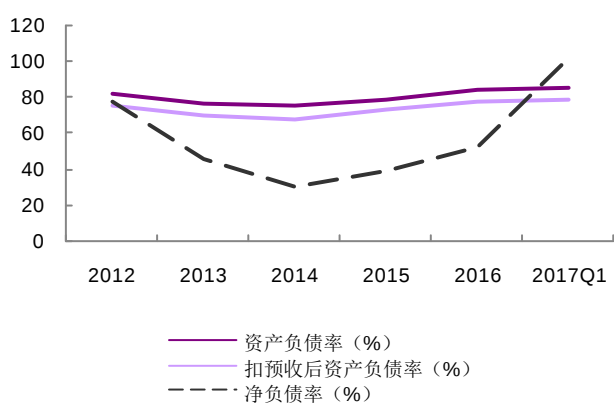
资料来源：Wind

图 5：公司三费比率



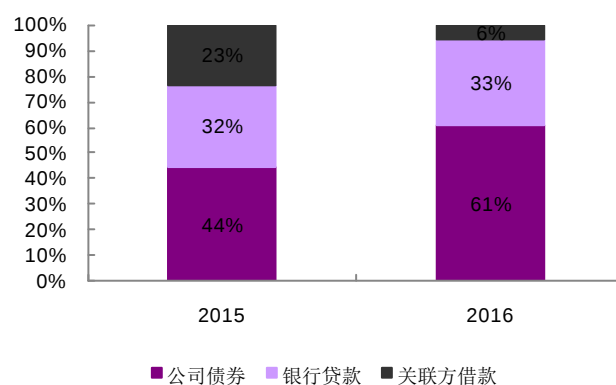
资料来源：Wind

图 6：公司资产负债率与净负债率



资料来源：Wind

图 7：公司融资余额分布 (按融资渠道)



资料来源：Wind

3、销售为主自持为辅，住宅+商业双轮驱动

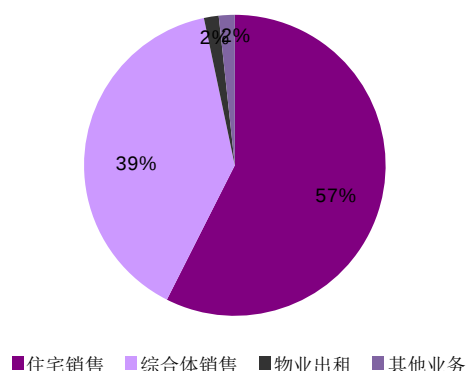
公司以住宅地产和商业地产双轮驱动。

- 住宅地产方面，主要产品为商品住宅，包括中高层住宅、多层住宅、别墅等项目类型。
- 商业地产方面，主要产品为商业综合体，包括销售型物业和持有型物业两部分。近年来商业地产销售收入占商业地产开发总收入的比例保持在90%以上。销售型物业主要包括酒店式公寓、沿街商铺等；持有型物业供自持运营或对外租赁，主要是购物中心。

公司以物业开发销售为主，自持出租为辅。

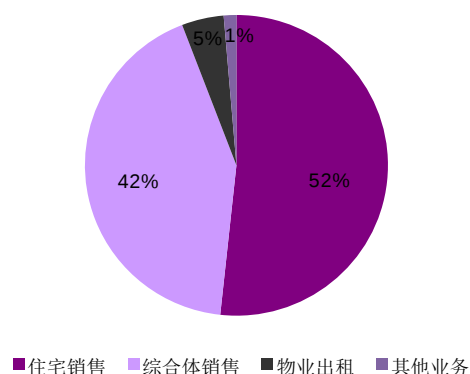
- 2016 年公司营收 279.69 亿元，其中住宅销售营收 160.65 亿元，占比 57.44%；商业综合体销售营收 109.84 亿元，占比 39.27%；物业出租营收 4.41 亿元，占比 1.58%；其他业务营收 4.79 亿元，占比 1.71%。
- 2016 年住宅销售、商业综合体销售、物业出租、其他业务的毛利占比分别为 51.72%、42.41%、4.51%、1.36%。

图 8：2016 年主营业务收入占比



资料来源：Wind

图 9：2016 年主营业务毛利占比



资料来源：Wind

4、高成长高弹性，积极扩充土储，“1+3”全国扩张

根据克而瑞发布的《中国房地产企业销售 TOP100》，公司房产销售金额从 2013 年的第 28 名快速攀升至 2016 年的第 15 名。

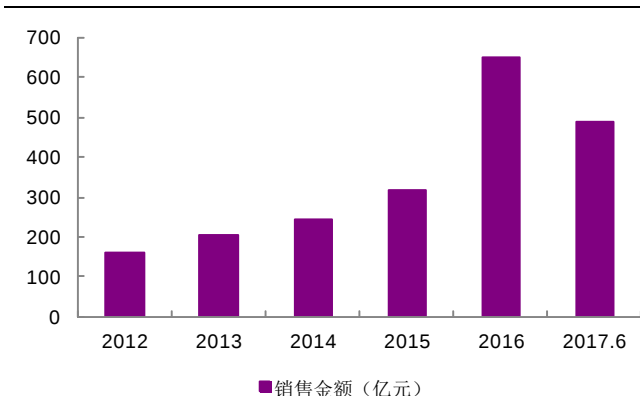
- 2016 年销售金额 650.6 亿元，同比增长 104%；其中，销售面积 575 万平方米，同比增长 67%；销售均价 11315 元/平方米，同比上涨 23%。
- 2017 年上半年销售金额 490.87 亿元，同比增长 75%；其中，销售面积 354.89 万平方米，同比增长 32%；销售均价 13832 元/平方米，同比上涨 33%。2017 年计划销售金额 850 亿元，上半年完成 57.75%，全年销售目标大概率实现。

公司拥有丰富土储，截至 2016 年末土储约 3500 万平方米，为后续发展提供有力的资源保障。拿地方面，2016 年新增土储建面 1424.22 万平方米，占销售面积比重达 248%；拿地金额 535.81 亿元，占销售金额比重为 82%。2017 年拿地保持积极，上半年新增土储建面约 944 万平方米，占销售面积比重 266%；拿地金额 297.42 亿元，占销售金额比重 61%。

公司通过多元化渠道拿地，2017 年上半年公开招拍挂拿地金额占比 73.8%，为主要渠道；收购、合作占比分别为 15.5%、10.7%。土拍争夺日趋白热化背景下，收购、合作渠道拿地有利于降低成本、控制风险。

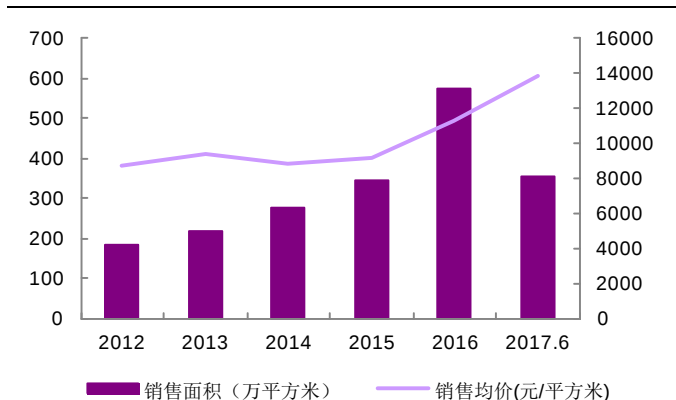
公司坚持“以上海为中枢，长三角为核心，并向珠三角、环渤海和中西部地区进行全国扩张”的“1+3”战略布局。从拿地面积和拿地金额来看，2017 年公司保持长三角的核心地位，并加强对中西部的布局。城市布局方面，公司深耕上海、南京、苏州等一二线城市，同时加速布局常州、台州、句容、慈溪等周边三线城市，深化全国扩张战略。

图 10：公司销售金额



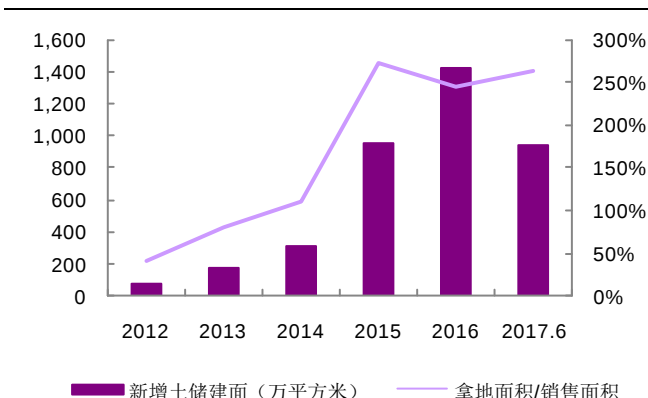
资料来源：公司年报

图 11：公司销售面积和销售均价（右轴）



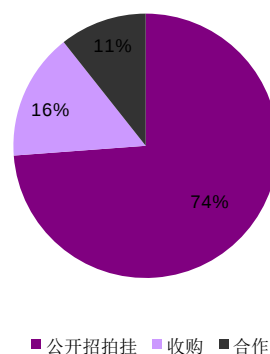
资料来源：公司年报

图 12：公司拿地面积



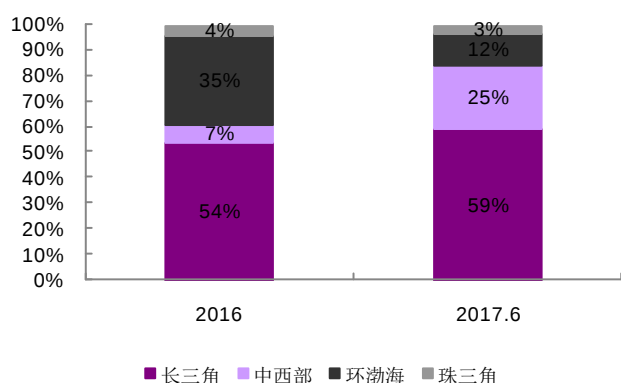
资料来源：Wind

图 13：2017 年上半年拿地金额占比（按渠道）



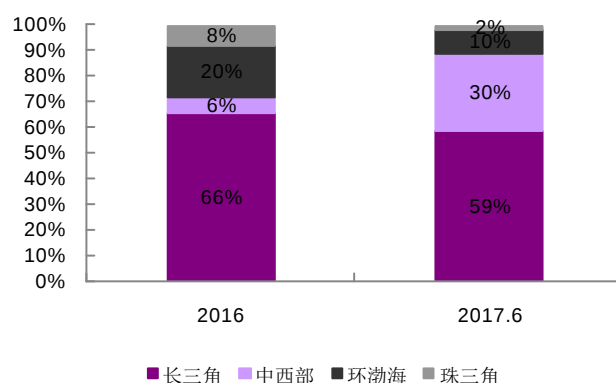
资料来源：Wind

图 14: 拿地面积区域分布



资料来源: Wind

图 15: 拿地金额区域分布



资料来源: Wind

5、持续增持自有物业，拓展商业地产轻资产化运营模式

截至 2017 年二季度末，公司自持物业建面合计 139 万平方米，包括商业综合体 135.7 万平方米，写字楼 3.3 万平方米。

“吾悦”是公司旗下商业综合体项目品牌，涵盖吾悦国际广场、新城吾悦广场、吾悦生活广场三大产品线，分别定位高端国际精品中心、区域商业中心、社区生活中心。2017 年公司计划新开业 11 个吾悦广场，目前桐乡吾悦广场、衢州吾悦广场已开业。截至 2017 年二季度末，公司累计开业 12 个吾悦广场，主要分布于长三角及南昌、成都、海口等省会城市的核心地段，平均出租率达 97.4%，现金流稳定。根据公司规划，2020 年开业数将达 100 个以上。

商业地产具有投资规模大、回收周期长的特点；公司在持续拓展商业地产的同时，积极探索轻资产化运营模式，以突破资金瓶颈、获得加速发展。2016 年公司下属新城商业管理集团有限公司凭借商业项目运营经验，开拓了诸暨永利吾悦广场、青岛新城吾悦广场等两个项目，首次实现管理输出。另外，公司将青浦吾悦广场以 10.5 亿元转让予“东证资管—青浦吾悦广场资产支持专项计划”，并将分次支付 2 亿元优先权权利金，以获得三年后以 11 亿元购回目标资产的优先权；同时，公司受聘继续管理和经营目标资产。公司通过将商业地产转让给资产专项计划实现现金流入，有效缩短投资回报周期、提高资产周转率，有利于优化资产结构、提高资金使用效率、提升商业运营管理能力，拓展商业地产轻资产的经营模式。

表 1: 公司 2017 年 1-6 月房地产出租情况

类型	项目	地点	总建筑面积 (平方米)	可供出租建面 (平方米)	出租率 (%)	二季度租金及管理费收入 (元)	年租金及管理费收入 (元)
商铺及购物中心	吴江吾悦广场	苏州	113,189	62857	95.71	8,263,750	16,300,945
	张家港吾悦广场	张家港	126,615	61540	95.55	13,963,921	27,192,326
	丹阳吾悦广场	镇江	136,590	67598	99.88	13,970,099	26,550,099
	武进吾悦广场	常州	196,525	100,010	92.88	34,536,479	67,396,078
	吾悦国际广场	常州	142,556	61518	94.48	26,560,684	52,905,233

	海口吾悦广场	海口	103,295	65634	97.75	14,292,474	27,528,505
	南昌吾悦广场	南昌	87,330	60810	99.49	10,109,163	21,167,233
	金坛吾悦广场	金坛	87,544	62433	98.08	10,978,048	24,589,487
	安庆吾悦广场	安庆	109,818	66118	97.91	10,278,324	22,169,611
	成都吾悦广场	成都	80097	52102	100	9,215,416	22,752,111
	桐乡吾悦广场	桐乡	87308	55,951	100	8,090,327	8,090,327
	衢州吾悦广场	衢州	85771	58,540	100	3,664,639	3,664,639
办公写字楼	新城控股大厦 B 座	上海	33,297	33,297	90.03	13,264,582	23,250,490
合计			1,389,935	808,407		177,187,906	343,557,084

资料来源：公司公告

6、盈利预测与投资评级

6.1、关键假设和盈利预测

关键假设

1、物业销售：2016 年公司销售金额 651 亿元，其中未结算金额约 330 亿元，预计大部分今年结转；2017 年上半年实现销售金额 491 亿元，后续将陆续结转。鉴于目前国家房地产政策不断深入以及我们行业报告分析，房地产投资和销售增速将于 2017 年下半年出现明显下滑。我们假设 2017/2018/2019 年房产开发业务的营收增速为 40%、20%、20%；毛利率稳定在 27.1%。

2、物业出租：截至 2016 年末，公司累计开业 11 个吾悦广场。2017 年计划新开业 11 个吾悦广场，目前已新开业 2 个，出租率均达 100%。根据官网资料，公司规划 2020 年开业数达 100 个以上。我们假设 2017/2018/2019 年物业租赁业务的营收增速为 100%、80%、50%，毛利率稳定在 79.7%。

3、其他业务：假设 2017/2018/2019 年营收增速均为 12.5%，毛利率稳定在 20%。

表 2：新城控股分业务盈利预测

	2016A	2017E	2018E	2019E
主营业务收入 (亿元)	279.69	392.89	476.36	575.94
物业销售	270.49	378.69	454.42	545.31
物业出租	4.41	8.82	15.88	23.81
其他业务	4.79	5.39	6.06	6.82
主营业务收入增长率	18.67%	40.48%	21.24%	20.90%
物业销售	17.74%	40.00%	20.00%	20.00%
物业出租	160.95%	100.00%	80.00%	50.00%
其他业务	12.71%	12.50%	12.50%	12.50%
毛利 (亿元)	77.95	110.73	137.01	168.12
物业销售	73.38	102.62	123.15	147.78
物业出租	3.51	7.03	12.65	18.98
其他业务	1.06	1.08	1.21	1.36
毛利率	27.87%	28.18%	28.76%	29.19%
物业销售	27.13%	27.10%	27.10%	27.10%
物业出租	79.70%	79.70%	79.70%	79.70%

其他业务	22.07%	20.00%	20.00%	20.00%
------	--------	--------	--------	--------

资料来源：光大证券研究所

我们预测 2017/2018/2019 年营收分别为 392.90 亿元/476.37 亿元/575.95 亿元，增长率分别为 40.48%/21.24%/20.90%；2017/2018/2019 年归母净利润分别为 40.05 亿元/52.68 亿元/66.34 亿元，增长率分别为 32.66%/31.52%/25.94%；2017/2018/2019 年 EPS 分别为 1.77 元/2.33 元/2.94 元。

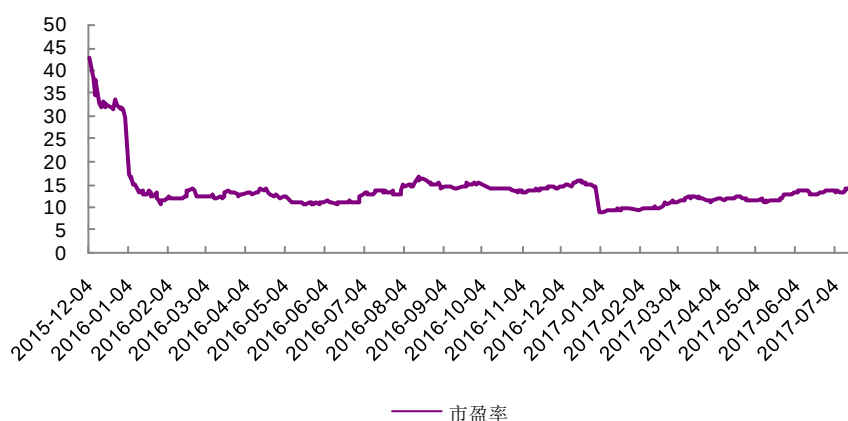
6.2、投资评级

表 3：可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价		EPS				PE				CAGR-3	PEG 17 年	PB	市值
	17.7.25	16 年	17 年	18 年	19 年	16 年	17 年	18 年	19 年	17 年			17 年	亿元
阳光城	5.81	0.30	0.49	0.62	0.76	20.26	11.96	9.32	7.67	62%	0.19	1.65	235	
融创中国	18.60	0.71	1.28	1.45	2.02	8.79	13.52	12.00	8.62	7%	0.13	1.92	726	
碧桂园	9.50	0.52	0.77	1.10	1.30	8.23	10.76	7.52	6.40	56%	0.25	2.17	2027	
旭辉控股集团	3.80	0.42	0.53	0.64	0.75	5.65	6.31	5.16	4.41	37%	0.22	1.28	259	
平均	9.43	0.49	0.77	0.95	1.21	10.73	10.64	8.50	6.78	41%	0.20	1.76	812	
新城控股	17.30	1.34	1.78	2.34	2.95	11.48	8.09	6.34	5.13	16%	0.30	2.00	391	

资料来源：wind 一致预期

图 16：公司历史 PE 图



资料来源：Wind

根据公司历史 PE 值和可比公司 PE 值，并综合考虑可比公司差异等因素，我们认为 2017 年公司合理估值水平 PE 为 11 倍，12 个月目标价 19.5 元，给予增持评级。

7、风险分析

1、房地产项目建设进度不及预期导致结算推迟；

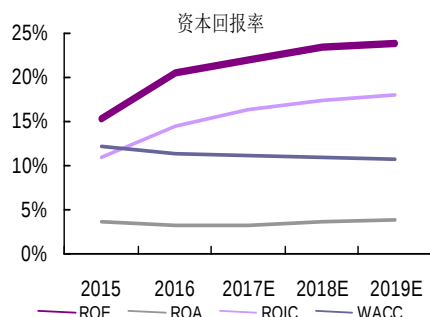
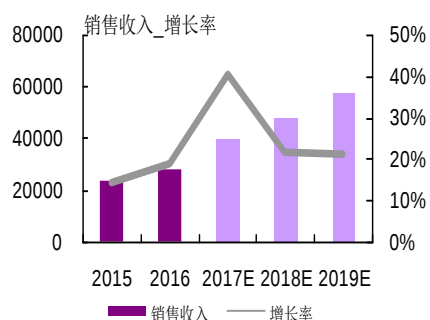
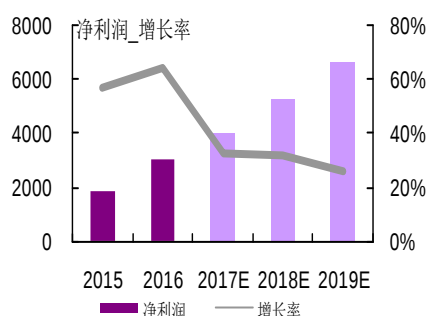
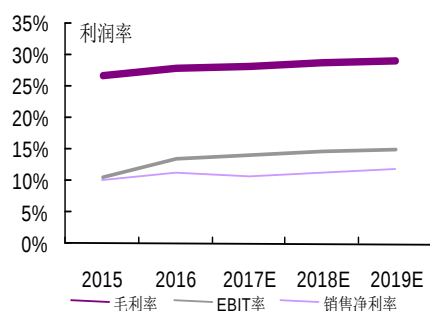
如果公司在建房地产项目及储备房地产项目建设进度低于预期，将对房地产业务结算营收产生影响。

2、房地产调控时间过长导致销售不及预期；

如果房地产调控时间过长，或调控政策进一步趋严，可能导致房地产项目销售情况不及预期，对公司业绩产生影响。

3、自持物业建设进度及招商租赁情况不及预期。

如果公司自持物业建设进度及招商租赁情况不及预期，将对物业出租营收产生影响。



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	23,569	27,969	39,290	47,637	57,595
营业成本	17,250	20,174	28,217	33,935	40,782
折旧和摊销	94	160	282	475	676
营业税费	1,946	1,742	2,475	3,001	3,628
销售费用	787	1,032	1,434	1,739	2,102
管理费用	873	1,270	1,650	2,001	2,419
财务费用	131	272	366	426	498
公允价值变动损益	815	594	450	750	1,000
投资收益	119	160	80	120	160
营业利润	3,272	4,232	5,675	7,400	9,319
利润总额	3,291	4,290	5,690	7,475	9,414
少数股东损益	563	137	180	230	290
归属母公司净利润	1,836.27	3,019.23	4,005.18	5,267.77	6,634.24

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	67,802	103,171	133,831	157,938	186,739
流动资产	51,435	80,174	102,576	122,095	146,491
货币资金	6,469	13,401	17,680	21,436	25,918
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	6	26	35	43	52
应收票据	18	5	8	10	12
其他应收款	3,841	17,173	24,124	29,249	35,363
存货	32,728	39,493	44,852	51,281	60,053
可供出售投资	234	293	293	293	293
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	2,189	4,550	4,550	4,550	4,550
固定资产	1,929	1,886	3,969	5,970	7,853
无形资产	79	93	107	102	97
总负债	53,931	86,803	113,758	133,372	156,567
无息负债	41,949	64,848	88,569	106,228	127,022
有息负债	11,981	21,955	25,189	27,144	29,546
股东权益	13,872	16,368	20,073	24,567	30,171
股本	1,708	2,259	2,259	2,259	2,259
公积金	2,973	2,638	3,039	3,565	3,700
未分配利润	7,406	10,220	13,079	16,816	21,996
少数股东权益	1,740	1,514	1,694	1,924	2,214

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-957	8,097	9,765	7,312	7,687
净利润	1,836	3,019	4,005	5,268	6,634
折旧摊销	94	160	282	475	676
净营运资金增加	-1,916	1,254	-490	1,874	3,618
其他	-971	3,663	5,968	-305	-3,241
投资活动产生现金流	-798	-8,707	-7,874	-4,080	-3,790
净资本支出	-3,201	-2,949	-2,970	-2,950	-2,950
长期投资变化	2,189	4,550	0	0	0
其他资产变化	214	-10,308	-4,905	-1,130	-840
融资活动现金流	3,032	6,639	2,389	524	584
股本变化	608	551	0	0	0
债务净变化	3,134	9,973	3,234	1,954	2,402
无息负债变化	11,933	22,899	23,721	17,659	20,793
净现金流	1,263	6,030	4,279	3,756	4,481

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	14.00%	18.67%	40.48%	21.24%	20.90%
净利润增长率	57.32%	64.42%	32.66%	31.52%	25.94%
EBITDA/EBITDA 增长率	23.81%	52.53%	48.13%	28.28%	25.60%
EBIT/EBIT 增长率	21.31%	51.87%	46.96%	26.22%	24.46%
估值指标					
PE	21	13	10	7	6
PB	3	3	2	2	1
EV/EBITDA	14	11	8	6	5
EV/EBIT	15	12	9	7	6
EV/NOPLAT	20	16	12	9	8
EV/Sales	2	2	1	1	1
EV/IC	2	2	2	2	1
盈利能力 (%)					
毛利率	26.81%	27.87%	28.18%	28.76%	29.19%
EBITDA 率	10.88%	13.98%	14.74%	15.60%	16.21%
EBIT 率	10.48%	13.41%	14.03%	14.60%	15.03%
税前净利润率	13.96%	15.34%	14.48%	15.69%	16.35%
税后净利润率 (归属母公司)	7.79%	10.79%	10.19%	11.06%	11.52%
ROA	3.54%	3.06%	3.13%	3.48%	3.71%
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.14%	20.33%	21.79%	23.27%	23.73%
经营性 ROIC	10.77%	14.40%	16.27%	17.42%	18.00%
偿债能力					
流动比率	1.22	1.13	1.05	1.06	1.07
速动比率	0.45	0.57	0.59	0.62	0.63
归属母公司权益/有息债务	1.01	0.68	0.73	0.83	0.95
有形资产/有息债务	5.60	4.66	5.28	5.78	6.29
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.81	1.34	1.77	2.33	2.94
每股红利	0.08	0.33	0.44	0.58	0.74
每股经营现金流	-0.42	3.58	4.32	3.24	3.40
每股自由现金流(FCFF)	0.38	-0.57	0.82	0.34	0.21
每股净资产	5.37	6.58	8.14	10.02	12.38
每股销售收入	10.43	12.38	17.39	21.09	25.50

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机: 021-22169999 传真: 021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhoujj@ebscn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	陈樾	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
北京	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com
	张彦斌	010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
国际业务	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com