

推荐 (维持)

招商蛇口 (001979)

风险评级: 中风险

三大业务协同发展 持续较快增长值得期待

2018年1月22日

投资要点:
何敏仪

SAC 执业证书编号:

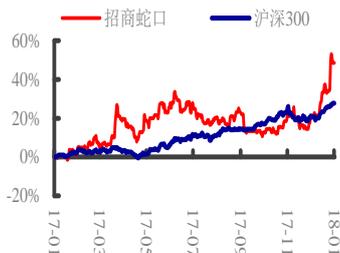
S0340513040001

电话: 0769-23320072

邮箱: hmy@dgzq.com.cn

主要数据
2018年1月22日

收盘价(元)	23.96
总市值(亿元)	1,893.82
总股本(亿股)	7,904.09
流通股本(亿股)	1,899.65
ROE(TTM)	13.74%
12月最高价(元)	25.35
12月最低价(元)	16.17

股价走势


资料来源: 东莞证券研究所, Wind

- 公司简介。**公司15年底吸收合并招商地产上市后,聚合了原招商地产和蛇口工业区两大平台的优势,业务分为园区开发与运营、社区开发与运营和邮轮产业建设与运营三大板块。上市以来经营业绩实现跨越增长,公司当前总资产达3317亿,业务覆盖50个城市,土储超3000万平方米。
- 上市以来业绩增长理想 超额兑现承诺。**公司整合上市以来,业绩及销售均录得理想的增长。17年实现签约销售面积同比增加20.98%;签约销售额同比增加52.54%。公司销售增长理想,领跑行业。预测17年结算营收将达755亿;归母净利润达122亿,超额兑现上市时的业绩增长规划。
- 三大业务协同发展 增强公司竞争实力。**公司社区运营、园区运营、邮轮运营三大业务板块协同一致、互为促进,发挥不同阶段的经济效应。公司未来几年社区开发与运营业务占总营收比例仍持续维持高占比,但园区开发与运营、邮轮运营的比例则会持续明显的提升,贡献公司业绩,助力公司持续快速发展。
- 跟投及股权激励 提升公司活力及效率。**17年公司董事会通过《项目跟投管理制度》,当前正式实施项目跟投。结合前期实施的员工持股计划和股权激励计划,公司已形成了全面、立体的激励机制,激发团队活力和创造力。公司股权激励行权价格仅比当前股价折价约18%;员工持股计划成本与公司当前股价相当。公司股价具备持续向上动力。
- 总结与投资建议。**公司15年底吸收合并招商地产上市后,聚合了原招商地产和蛇口工业区两大平台的独特优势,形成三大业务板块互相协同发展格局。同时背靠大股东优质资源禀赋,在资源获取及资金成本上竞争优势凸显。公司在前海蛇口自贸区的土地及物业价值量大,价值重估将会提升公司价值。当前通过股权激励、员工持股及跟投等措施,提升活力及效率;公司持续快速发展值得期待。预测公司17年——18年EPS分别为1.55元和1.85元,对应当前股价估值分别为15.5倍和13倍,估值偏低,维持公司“推荐”投资评级。

- 风险提示。**房地产销售低于预期,政策风险

主要财务指标预测表

单位(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万)	63,572	75,588	93,351	116,689
增长率(%)	29.15	18.90	23.50	25.00
归属净利润(百万)	9,581	12,286	14,628	16,938
增长率(%)	97.54	28.24	19.06	15.79
毛利率(%)	34.54	37.50	37.60	37.50
净利率(%)	11.35	16.26	15.67	14.52
ROE(%)	22.81	20.08	20.12	20.25
每股收益(元)	1.21	1.55	1.85	2.14

资料来源: 东莞证券研究所, Wind

本报告的信息均来自已公开信息,关于信息的准确性与完整性,建议投资者谨慎判断,据此入市,风险自担。请务必阅读末页声明。

目 录

1. 公司简介	3
2. 上市以来业绩增长理想 超额兑现承若	3
3. 三大业务协同发展 增强公司竞争实力	4
3.1 社区开发与运营	5
3.2 园区开发与运营	6
3.3 邮轮产业建设与运营	7
4. 积极获取土地资源 项目价值提升值得关注	8
5. 负债水平合理 融资成本极具优势	9
6. 创新业务快速推进 积极布局租赁市场	9
7. 跟投及股权激励 提升公司活力及效率	10
8. 总结与投资建议	10

插图目录

图 1：公司营收净利增长情况	3
图 2：公司各业务收入占比	4
图 3：开发项目布局情况	5
图 4：合同销售面积	5
图 5：合同销售额	5
图 6：公司邮轮码头布局情况	7
图 7：公司历年负债水平变化	9

表格目录

表 1：公司盈利预测简表	11
--------------------	----

1. 公司简介

招商蛇口是招商局集团旗下城市综合开发运营板块的旗舰企业，是招商局集团在国内重要的核心资产整合及业务协同平台。

招商蛇口创立于 1979 年。38 年前建设开发运营的深圳蛇口片区是中国改革开放的发源地，为中国经济发展做出了重要的历史贡献，孵化并培育了以招商银行、平安保险、中集集团、招商地产等为代表的知名企业。2015 年底公司吸收合并招商地产上市后，聚合了原招商地产和蛇口工业区两大平台的独特优势，以打造智慧城市、智慧商圈、智慧园区、智慧社区为目标，推动城市升级发展。公司将业务划分为**园区开发与运营、社区开发与运营和邮轮产业建设与运营三大业务板块**。公司实际控制人为招商局集团，直接及间接持有公司股权达 71.69%，股权结构稳定。

上市以来，招商蛇口经营业绩实现了跨越式增长，并在深圳前海蛇口自贸区、太子湾邮轮母港、深圳国际会展中心一期、湖北蕲春产业园等重大项目，以及在产融互动、产网结合等领域取得重大突破。

截至目前，公司总资产达 3317 亿元人民币，业务覆盖 50 个城市，土地储备超 3000 万平方米，开发精品项目超 200 个，在建面积超 1300 万平方米，员工总数超 21000 人，服务百万客户。公司持续较快成长，为股东创造价值值得期待。

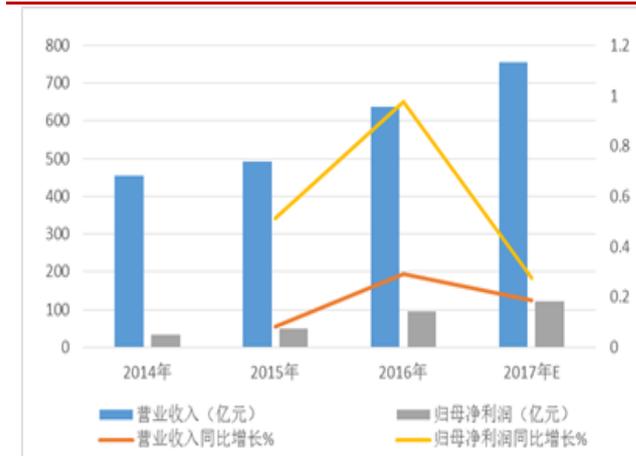
2. 上市以来业绩增长理想 超额兑现承若

公司 15 年年底整合上市以来，业绩及销售均录得理想的增长。2015 年公司整体实现营业收入 492.2 亿，同比增长 8.21%；实现归母净利润 48.5 亿，同比增长 51.36%。16 年公司业绩提速增长，全年实现营业收入 635.73 亿，同比增长 29.15%；实现归母净利润 95.81 亿，同比大幅增长 97.54%。

而公司 17 年 1—12 月累计实现签约销售面积 570.01 万平米，同比增加 20.98%；实现签约销售金额 1127.79 亿，同比增加 52.54%。公司销售增长理想，领跑行业；公司 17 年整体可结算资源丰富。而三季末公司账上共有预收账款 810.4 亿，业绩保障度高。我们预测公司 17 年整体结算营收将达 755 亿，同比增长 18.82%；归母净利润达 122 亿，同比增长 27%，超额兑现上市时的业绩增长规划。

我们认为公司当前可结算资源充裕，同时未来行业集中度提升过程中，公司借助招商局集团的优质资源禀赋，以及公司自身优秀的经营运营实力，其保持龙头房企竞争优势，持续提升销售及业绩，为股东创造价值值得期待。

图1：公司营收净利增长情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

3. 三大业务协同发展 增强公司竞争实力

公司业务分为三大块，即社区运营、园区运营、邮轮运营。其三大业务板块协同一致、互为促进，发挥不同阶段的经济效应。短期看，社区板块的开发销售仍是公司利润的主要来源，园区板块的物业服务、出租管理是贡献稳定现金流的重要部分，邮轮板块则需要大量前期投入的新业务；中期看，园区的有效拓展将为社区板块提供充足的更有竞争力的土地储备，园区产业的聚集和基础设施的完善也将有效提高住宅产品的价值，公司提前布局的邮轮业务将助力公司打造特色的邮轮母港，并增强获取城市综合体的能力，为社区板块储备优质的土地资源；长期看，三大板块的协作发展，交叉运营，将形成招商蛇口特有的发展路径和竞争优势。

公司三大业务板块占比来看，社区开发与运营均占据公司营收的大头。15年及16年分别占总营收的85.18%和88.31%；而园区开发与运营业务在15年及16年占总营收比例则分别为14.15%和11.16%；邮轮产业建设与运营占比则不足1%。预计公司未来几年社区开发与运营业务占总营收比例仍持续维持高占比，但园区开发与运营、邮轮运营的比例则会持续明显的提升，贡献公司业绩，助力公司持续快速发展。

图2：公司各业务收入占比





数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

3.2 园区开发与运营

园区开发与运营业务方面，公司从主题园区到特色产业带，再到生态型片区，赋予产业繁盛生长的能量，为城市经济多元化发展带来源源不断的活力。公司于 1979 年起对我国第一个外向型经济开发区——蛇口工业区进行开发建设。在 30 年多的历程中，公司作为一个企业自筹资金，独立开发、建设、运营、管理一个相对独立的城区，积累了丰富的城市开发与运营经验，形成了招商蛇口特有的土地开发和运营模式。

公司立足蛇口这个样板园区的升级改造，并在广州、重庆、青岛、镇江等多个城市开展主题特色产业园区的开发和运营。公司积极将蛇口模式对外复制，北京台湖、东莞长安等产业新城项目也在有序推进中；在国家和招商局集团“一带一路”的战略部署下，公司也将积极拓展海外业务。

公司园区业务产品包括产业新城、产业园区、产业配套及产业孵化。

产业新城是招商蛇口对接地方企业或政府最为重要的路径之一，基于“前港—中区后城”的“蛇口模式”，通过港口先行，产业园区跟进，配套城市新区开发，实现成片区域整体联动发展。当前布局包括北京通州台湖新城、湖北蕲春健康产业新城、前海蛇口自贸区、东莞长安新城、广东汕头新城。此外，公司在全国各地尚有十余个重点产业新城项目正在跟进。

产业园区方面，公司布局了蛇口网谷、南海意库、深圳 TCL 国际 E 城、广州金山谷、广州清华科技园、重庆金山意库、中关村科技城、招商局青岛网谷、青岛 LAVIE 公社、南京招商国际 E 城等。

产业配套及产业孵化方面，则包括设计互联、招商美伦健康中心、招商高利泽广州番禺国际康复颐养中心、广州番禺招商海涛观颐之家、一带一路国际医学影像中心、招商公寓等产品。

其中，深圳前海片区的土地整备及政企合作取得实质性进展。公司控股的平台公司与前海管理局下属前海开发投资控股有限公司组建股权比例为 50:50 的合资公司——深圳市前海蛇口自贸投资发展有限公司，以主导前海妈湾片区的开发建设。太子湾方面，公

司成功引入知名商业地产合作伙伴共同开发太子湾片区的商业地产项目，借助合作伙伴在商业地产运营管理方面的丰富经验和良好的品牌效应，提升太子湾片区的价值。

预计未来 3—5 年时间，公司园区收入比重将提升至总收入的 30%—40%，园区业务持续较快发展，形成新的业绩贡献点值得期待。

3.3 邮轮产业建设与运营

随着邮轮旅游出行规模持续扩大，我国已成为亚太地区最具活力和最大的邮轮市场。中国邮轮市场在 2016 年保持迅猛的增长势头，全国邮轮码头全年累计接待邮轮 938 航次，同比增长 49%；出入境邮轮游客累计客流量 439 万人次，同比增长 77%。国内陆续有新的邮轮港口投入运营，各大国际邮轮公司也纷纷抢滩中国市场。

招商蛇口计划在全国邮轮港口进行网络化布局及商业模式复制，实现“船、港、城、游、购、娱”一体化联动管理，构建集旅游地产、母港经济、邮轮产业于一身的高端旅游服务生态圈。公司当前初步完成在深圳、厦门、青岛、上海等沿海城市的邮轮母港布局；并将提前布局，建立中国本土邮轮品牌，建设具有全球影响力的邮轮产业标杆。

图6：公司邮轮码头布局情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

公司邮轮板块的建设与运营立足蛇口太子湾邮轮母港，采取“港+船”联动的发展策略，以港为基础、船为纽带，通过船港联动打造邮轮全产业链，推动邮轮母港 4.0 模式的落地。16 年蛇口太子湾片区 9.4 平方公里获批设立“中国邮轮旅游发展试验区”，年底深圳蛇口太子湾邮轮母港开港，成为深圳连接世界的新桥梁。

17 年深圳市文体旅游局联合招商蛇口，举办深圳邮轮嘉年华，培育深圳市场的邮轮消费习惯。同时公司牵头成立深圳邮轮旅游联盟，探索建立新的邮轮销售模式。目前公司已与嘉年华、云顶香港、银海邮轮、歌诗达等外籍邮轮公司签订邮轮合作协议。17 年深圳太子湾邮轮母港相继接待处女星号、银影号、海洋航行者号、大西洋号、云顶梦号等多艘国际邮轮靠泊。招商系布局的上海、天津、厦门、深圳等邮轮码头累计客流量占全国的 85%。

公司提前布局邮轮业务，凭借大股东雄厚背景实力，抢占布局国内重要港口位置，先发优势突出。邮轮业务与其余两大业务互相协同发展，并逐渐成为新的盈利贡献点预期较强。

4. 积极获取土地资源 项目价值提升值得关注

公司跟随招商局集团在全国的战略布局，“立足香港、精耕深圳、深耕广东、重返上海、开拓雄安、振兴东北”，公司持续聚焦深耕一二线核心城市，积极拓展一线溢出城市、弱二线省会以及少数潜力三线地级市，为公司持续较快发展打下坚实基础。

公司 16 年共斩获 27 宗项目，计容建筑面积 702 万平米，其中权益面积 431 万平米。2016 年新增土地储备中，一线城市计容建面占比 52%，二线城市占比 48%。17 年截至 12 月末，公司共获取土地资源 69 宗，共新增计容建面近 1000 万平米；权益计容建面约 580 万平米；继续集中在前期布局的区域。整体权益土地价款近 500 亿，在销售理想及补库存带动下，公司拿地相对提速。公司当前整体土地储备超 3000 万平方米，在建面积超 1300 万平方米，项目资源丰富，未来提速发展保障度高。

同时公司将继续推进前海土地整备进展，大力推动深圳大空港、深圳太子湾以及北京通州等重点产城项目的建设；积极参与广东省开发粤东、粤西的大战略，为广东全省协同发展作出更大贡献；力争成为雄安新区建设的规划参与者、开发建设者、机制创新者、产业聚集者和资源整合者；全力推动海外发展战略落地，积极布局海外园区建设，加快“走出去”步伐。

另外，公司不断整合内外资源，推进国企强强联合。17 年通过战略合作方式，实现了土地资源的有效拓展，助力公司迈向更高的台阶。17 年 3 月，公司与武钢集团、武汉市青山区国资集团签订合作协议，三方约定以武钢集团存量土地资源为合作基础；4 月与昆钢签订战略合作协议；9 月又与南通港闸区人民政府、宝钢集团等签署南通宝通钢铁厂区地块转型发展战略合作框架协议。18 年 1 月，公司与东风汽车集团有限公司签订《产权交易合同》，成功收购东风汽车集团有限公司之全资子公司东风汽车房地产有限公司 80% 股权。东风方对此在建未售/未开发项目 4 个，可售建筑面积约 72 万平米；23 项投资性房地产，建筑面积约 10 万平米。未来公司继续加大力度通过该类方式获取土地资源，实现弯道超车值得关注。

其中公司在前海蛇口自贸区的土地及物业主要分布在三大片区，即蛇口片区、太子湾片区和前海片区。其中蛇口片区土地资源 219.77 万平米；太子湾片区 53.28 万平；前海片区 237.68 万平。蛇口片区已开发的建筑物，主要有希尔顿南海酒店、海上世界船尾、船后广场、宝耀二、三、四期等近年来开发的综合性物业 26.75 万平米，剩余大部分为面积较大可进一步改造提升的工业类厂房。公司在蛇口可租物业的建筑面积达 156.19 万平方米。太子湾片区已建成物业为太子湾自贸区启动一期中的邮轮中心，该邮轮中心于 2016 年底投入运行，同属太子湾自贸区启动一期的总部商务花园项目已开工建设。前海自由贸易中心一期建设的相关准备工作已经完成，位于前海妈湾片区十九单元 01、

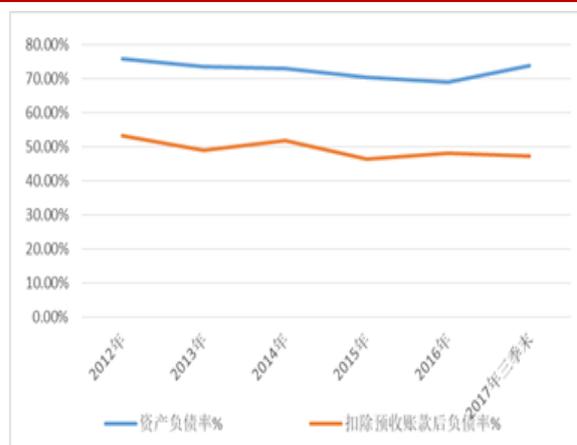
02 街坊，拟建成商业、办公、公寓、住宅综合体，定位为深港澳贸易自由化的国际现代商贸区。

整体看，招商蛇口作为建设开发前海蛇口自贸区的最大企业主体，将享受前海蛇口所独有的政策优势和战略优势。自贸区持续提速开发建设预期强烈。当中建筑项目不断增加，并实现价值量的大大提升值得期待。未来公司项目资源具备价值重估需求，将大幅提升公司市值。

5. 负债水平合理 融资成本极具优势

公司 15 年末及 16 年末资产负债率分别为 70.52%和 68.96%；其中扣除预收账款后负债率分别为 46.34%和 48%，整体负债水平有所提升。17 年公司加大融资力度，多渠道筹措资金，顺利获授 50 亿元中期票据额度、150 亿元公司债发行权。公司时刻关注市场动态，在保证资金安全的前提下有效控制资金成本，强化资金管理，整体资金成本约 4.6%，继续在行业内保持较大的资金成本优势。截至 17 年三季度末，公司资产负债率为 74%，扣除预收账款后负债率为 47.11%，负债水平合理，风险可控。

图7：公司历年负债水平变化



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

6. 创新业务快速推进 积极布局租赁市场

创新业务方面，公司成立的创新发展中心，着重培育健康地产、医疗地产和旅游地产等创新项目，探索“开发+运营+资管”的商业模式，寻求公司规模和利润新的增长点。与力宝集团成立招商力宝医疗合资平台，关注“一带一路”领域的医疗合作发展。集活力长者公寓和专业护理院于一体的广州金山谷项目将面世，此外有数个养老项目正处于前期规划阶段。以“意库”为代表的文创园区，以“价值工厂”为代表的文创聚集地；以“设计互联”为代表的文化商业和设计资源展览、集聚平台；以前海慧途国际学校为代

表的 K12 顶尖国际教育等产品也构成了招商蛇口文创生态链。

租赁市场方面，公司聚焦国内中高端租赁市场，布局深圳约 50 万平米、1.3 万套长租公寓产品，已形成“壹栈”人才公寓、“壹间”精品公寓、“壹棠”高端服务式公寓三大核心产品线，并已全面形成产品与服务、运营管理、品牌等细分标准化体系。另外在北京、天津、武汉、重庆等城市以自有物业改造成公寓的多个项目正在同时推进。公司以“中国中长租公寓领导品牌”为发展目标，计划以三年的时间实现品牌全国布局。

7. 跟投及股权激励 提升公司活力及效率

17 年公司董事会通过《项目跟投管理制度》，当前正式实施项目跟投。通过建立长效、健全的激励约束机制，加强对核心员工的约束力和激励性，不断提升公司整体开发效率，提高资产收益。结合前期实施的员工持股计划和股权激励计划，公司已形成了全面、立体的激励机制，激发团队活力和创造力。

16 年公司完成了公司股票期权激励计划首次授予登记工作，共向 252 名激励对象授予 4407.6 万份股票期权，行权价格为 19.51 元/股。公司第一期员工持股计划的参加对象总人数为 1403 人，认购的员工持股计划总份额为 2833 万份，员工持股计划认购公司配套非公开发行股票的价格为 23.6 元/股，认购总金额为 6.68 亿元。公司股权激励行权价格仅比当前股价折价约 18%；员工持股计划成本与公司当前股价相当。通过完善的激励措施，捆绑员工与企业、股东利益，公司持续快速发展，提升价值值得期待，公司股价具备持续向上动力。

8. 总结与投资建议

公司 15 年底吸收合并招商地产上市后，聚合了原招商地产和蛇口工业区两大平台的独特优势，形成三大业务板块互相协同发展格局。同时背靠大股东优质资源禀赋，在资源获取及资金成本上竞争优势凸显。公司在前海蛇口自贸区的土地及物业价值量大，价值重估将会提升公司价值。当前通过股权激励、员工持股及跟投等措施，提升活力及效率；公司持续快速发展值得期待。预测公司 17 年—18 年 EPS 分别为 1.55 元和 1.85 元，对应当前股价估值分别为 15.5 倍和 13 倍，估值偏低，维持公司“推荐”投资评级。

表 1：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	63572.83	75588.09	93351.29	116689.12
营业总成本	51380.69	58617.83	72000.17	89766.90
营业成本	41617.14	47242.56	58251.21	72930.70
营业税金及附加	6171.06	6802.93	8401.62	10502.02
销售费用	1159.89	1511.76	1867.03	2333.78
管理费用	1066.14	1360.59	1680.32	2100.40
财务费用	1417.74	1700.00	1800.00	1900.00
其他经营收益	4146.09	3800.00	3800.00	3800.00
公允价值变动净收益	-56.52	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4202.61	3800.00	3800.00	3800.00
营业利润	16338.22	20770.26	25151.12	30722.21
加营业外收入	219.37	100.00	120.00	150.00
减营业外支出	77.76	45.00	50.00	75.00
利润总额	16479.84	20825.26	25221.12	30797.21
减所得税	4292.95	5206.31	6305.28	7699.30
净利润	12186.88	15618.94	18915.84	23097.91
减少数股东损益	2605.47	3332.04	4287.59	6159.44
归母公司所有者的净利润	9581.42	12286.90	14628.25	16938.47
基本每股收益(元)	1.21	1.55	1.85	2.14

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn