

# 亿城股份(000616.sz)

## 战略布局更加清晰，价值低估的优质房地产股

徐军平 分析师

电话: 021-68829441

eMail: xjp@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260210040021

赵强 分析师

021-68829698

zhaoq@gf.com.cn

S0260210030007

沈爱卿 分析师

020-87555888-637

saq@gf.com.cn

S0260209080530

近期，我们拜访了亿城股份高管，了解了公司目前的经营状况及项目开发情况，结论是：公司已经成为了一家以职业经理人管理为主的公众公司，以环渤海为业务重心稳步扩张，目前公司资产质量良好，业绩具有较高保障，NAV 估值高达 7.70 元/股，股价折价 32.7%，亿城股份是一家被低估的优质二线地产股，因此，给予公司“买入”评级，目标价 7.00 元/股。

### 股权变化不改经营管理

早在 2009 年 4 月，公司就已转向以职业经理人管理，这并没有影响公司发展，反而使得项目储备结构及经营业绩等方面都取得较大的发展；而此次股权受让方承诺不参与经营，因此，我们认为股权变化不会影响公司经营管理。

### 战略布局环渤海湾价值洼地

2009 年以来，公司发展战略思路更为清晰，项目储备扩展到了北京、苏州、秦皇岛、三亚及天津，项目总数达到了 9 个，未结算面积约为 189 万平，目前在北京、唐山及天津等地有拿地意向，战略布局环渤海湾已经形成。

### 公司重估价值高，股价低估

北京智平投资接盘股权，间接持有亿城股份体现公司价值底线；同时公司 NAV 估值为 7.70 元/股，股价折价 32.7%，公司具有价值底线，重估价值高。

### 维持公司 7.0 元目标价，买入

预计公司 2010 年至 2012 年的每股收益分别为 0.54 元、0.64 元及 0.79 元；对应的 PE 估值分别为 9.6 倍、8.1 倍及 6.6 倍；我们认为公司已成为一家立足于环渤海湾的优质房地产公司，因此，至少需要给予公司与行业相同的估值水平，即对应于 2010 年 13 倍 PE，折合为 7.00 元/股的目标价，对应于 2011 年不到 11 倍，相当于 NAV 估值的 90.9%，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**小非减持风险，销售不达预期风险。

### 预测及评估

|             | 2008A   | 2009A   | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)   | 1047.08 | 3421.70 | 2895.75 | 3253.12 | 4283.34 |
| 增长率(%)      | -49.51% | 226.78  | -15.37% | 12.34%  | 31.67%  |
| EBITDA(百万元) | 204.43  | 615.83  | 827.34  | 934.11  | 1157.89 |
| 净利润(百万元)    | 270.87  | 420.15  | 537.80  | 634.87  | 782.24  |
| 增长率(%)      | -8.98%  | 55.11%  | 28.00%  | 18.05%  | 23.21%  |
| 每股收益(元)     | 0.45    | 0.47    | 0.54    | 0.64    | 0.79    |
| 市盈率         | 8.84    | 14.81   | 9.57    | 8.10    | 6.58    |
| 市净率         | 0.96    | 2.16    | 1.50    | 1.27    | 1.06    |
| EV/EBITDA   | 14.72   | 9.25    | 1.74    | 1.00    | 0.51    |

数据来源: 亿城集团股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易，亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考，并请务必阅读正文之后的免责声明。

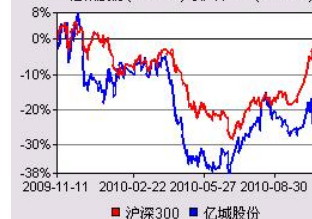
### 公司评级

**买入**

|         |      |
|---------|------|
| 当前价格(元) | 5.18 |
| 目标价格(元) | 7.00 |
| 前次评级    | 无评级  |

### 股价走势

亿城股份(000616)与沪深300(000300)



| 市场表现   | 1 个月   | 3 个月   | 12 个月   |
|--------|--------|--------|---------|
| 股价涨幅   | 4.82%  | 9.92%  | -18.19% |
| 沪深 300 | 11.69% | 22.77% | 0.10%   |

### 股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

993.22/993.22

主要股东:

乾通科技实业有限公司

主要股东持股比例

19.98%

### 财务比率

|          |        |
|----------|--------|
| ROE      | 14.56% |
| ROA      | 8.71%  |
| 资产负债率    | 61.12% |
| 每股净资产(元) | 3.20   |

2009 年报数据

近期，我们拜访了亿城股份高管，主要了解了公司目前的经营状况及项目开发情况，结论是：公司已经成为了一家以职业经理人管理为主的公众公司，以环渤海为业务重心稳步扩张，目前公司资产质量良好，业绩具有较高保障，NAV估值高达7.70元/股，股价折价32.7%，亿城股份是一家被低估的优质二线地产股，因此，给予公司“买入”评级，目标价7.00元/股。

## 股权转让不影响公司经营管理

2009年4月份，公司实际控制人宫晓冬先生逐渐淡出公司日常业务经营，由现任董事长张丽萍女士担任董事长及总裁等职务，从这时起，亿城股份就已经开始向由职业经理人管理的公众公司转型。

2010年10月，宫晓冬先生出让“海南耀博”50%股权和“乾通实业”8%股权，由财务投资者“北京智平投资”公司接盘，此次股权转让后，“智平投资”的实际控制人芦清云女士与侯莹女士成为亿城股份的共同实际控制人。

至此，财务投资者“北京智平投资”和侯莹女士均未在上市公司担任职务，并且财务投资者表示不干预上市公司经营活动，而侯莹女士也从未参与公司管理，因此，我们认为，公司实际上已经转变为以职业经理人为主的公众公司；实际控制人从2009年退出以来，公司经营等方面并未受到影响，反而在职业经理人的经营管理下实现了快速增长，土地储备大幅增加，摆脱了项目单一地区的经营风险，公司经营实力等方面得到了大幅的提高，因此，我们认为，此次股权转让不会影响公司的经营管理。

## 战略布局更为清晰

布局环渤海湾价值洼地，战略更加清晰。早在2009年以前，公司的在开发项目仅为北京的西山华府系列项目及苏州亿城新天地项目，而其他的项目储备也一波三折，没有取得实质性的进展，战略布局不清晰；而在2009年以后，公司布局环渤海湾的战略更为清晰，项目储备扩展到了北京、苏州、秦皇岛、三亚及天津，项目总数扩展到了9个，可售面积高达196万平方米，未结算面积约为189万平方米，除了苏州的“胥口项目”正处在前期开发中之外（三亚东河项目可能出售股权），其他项目均处在在建在售状态，现有项目储备足够支撑公司未来5年的开发，公司的房地产业务得到了根本上的改变，已经转变为一家实实在在的、立足于环渤海湾的房地产开发公司。

公司并没有满足现状，而是立足于环渤海湾，继续在土地市场上寻找机会，并在北京、唐山及天津等地有意向土地储备，若能顺利的增加储备项目，公司将会有一个更快的增长速度，战略布局已经形成。

表1、公司现有项目储备数据

| 城市     | 项目名称     | 权益   | 占地面积<br>(平方米) | 可售面积<br>(平方米) | 未结算面积<br>(平方米) |
|--------|----------|------|---------------|---------------|----------------|
| 北京     | 西山华府二期   | 100% | 41,000        | 86,850        | 16,500         |
|        | 西山华府三期   | 100% | 68,000        | 80,668        | 80,668         |
|        | 西山华府四期   | 100% | 9,000         | 41,130        | 41,130         |
|        | 西山公馆     | 100% | 43,068        | 80,812        | 80,812         |
|        | 青龙湖项目    | 70%  | 343,547       | 377,902       | 377,902        |
| 苏州     | 亿城新天地二期  | 100% | 67,000        | 132,700       | 132,700        |
|        | 亿城新天地三期  | 100% | 48,000        | 97,000        | 97,000         |
|        | 胥口项目     | 55%  | 105,400       | 140,000       | 140,000        |
| 秦皇岛    | 秦皇岛项目一期  | 70%  | 598,299       | 240,000       | 240,000        |
|        | 秦皇岛项目二期  | 70%  | 598,330       | 325,000       | 325,000        |
| 三亚     | 三亚东河项目   | 90%  | 22,451        | 15,716        | 15,716         |
| 天津     | 亿城山水颐园公建 | 100% | 33,000        | 41,800        | 41,800         |
|        | 红桥广场项目   | 100% | 93,114        | 300,000       | 300,000        |
| 所有项目合计 |          |      | 2,070,209     | 1,959,578     | 1,889,228      |

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## 公司价值底线何在？

由于种种原因，公司未被市场所接受，直至今日，几乎被投资者遗忘，从而导致公司的价值被严重低估，公司的价值到底是多少？我们可以分别从财务投资者的投资成本及公司的NAV价值角度来给予回答。

从“北京智平投资”受让宫晓冬先生股权的价格及承诺可以看出公司的投资价值底线，（1）从战略投资者不干预公司经营方面来看，说明战略投资者看好公司职业经理人的管理团队，对他们经营管理的认可；（2）从“智平投资”的接盘价格来看，说明亿城股份具有较高的投资价值，“智平投资”以3亿元的价格间接持有亿城股份9922万股股份，折合每股价格为3.02元；由于是间接持有，再加上部分隐形负债等，财务投资者的投资成本也是比较高的。

从NAV角度来看，经过对公司的再次调研，我们修正了部分项目的销售价格预期，提高公司重估价值至7.70元/股，具体数据见NAV估值表。

因此综合来看，我们认为公司具有较高的投资价值，目前股价被低估。

表2、公司NAV估值表

| 城市                   | 出售项目    | 权益   | 预计售价<br>(元/平) | 未结面积<br>(平方米) | 权益未结面积<br>(平方米) | 权益净利润<br>(万元) |
|----------------------|---------|------|---------------|---------------|-----------------|---------------|
| 北京                   | 西山华府二期  | 100% | 19,000        | 16,500        | 16,500          | 4,038         |
|                      | 西山华府三期  | 100% | 32,000        | 80,668        | 80,668          | 63,838        |
|                      | 西山华府四期  | 100% | 32,000        | 41,130        | 41,130          | 32,751        |
|                      | 西山公馆    | 100% | 32,000        | 80,812        | 80,812          | 48,337        |
|                      | 青龙湖项目   | 70%  | 22,000        | 377,902       | 264,531         | 102,022       |
| 苏州                   | 亿城新天地二期 | 100% | 5,900         | 132,700       | 132,700         | 6,806         |
|                      | 亿城新天地三期 | 100% | 8,500         | 97,000        | 97,000          | 11,259        |
|                      | 胥口项目    | 55%  | 9,000         | 140,000       | 77,000          | 10,313        |
| 秦皇岛                  | 秦皇岛项目一期 | 70%  | 14,000        | 240,000       | 168,000         | 55,226        |
|                      | 秦皇岛项目二期 | 70%  | 10,000        | 325,000       | 227,500         | 44,474        |
| 三亚                   | 三亚东河项目  | 90%  | 25,000        | 15,716        | 14,144          | 4,345         |
| 天津                   | 亿城山水颐园  | 100% | 16,000        | 41,800        | 41,800          | 13,335        |
|                      | 红桥广场项目  | 100% | 17,000        | 300,000       | 300,000         | 79,604        |
| 在建及拟建物业(万元)          |         |      |               | 1,889,228     | 1,541,786       | 476,353       |
| 公司股东权益(万元)           |         |      |               |               |                 | 288,527       |
| 公司重估净资产合计(NAV)(万元)   |         |      |               |               |                 | 764,881       |
| 总股本(万)               |         |      |               |               |                 | 99,322        |
| 每股净资产值(NAV) 2010E(元) |         |      |               |               |                 | 7.70          |

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## 盈利预测及投资建议

### 盈利预测

通过调研，我们适度修改对公司销售结算的预测，预计公司2010年至2012年的房地产结算收入分别为28.96亿元、32.53亿元及42.83亿元；对应的每股收益分别为0.54元、0.64元及0.79元；对应的PE估值分别为9.6倍、8.1倍及6.6倍。

### 投资建议

由于公司向公众公司转型已经基本完成，并且摆脱了以前项目单一的风险，逐渐成为一家立足于环渤海湾的优质房地产公司，再给予公司低于行业的估值标准是不适宜的，因此，我们至少需要给予公司与行业相同的估值水平，即2010年13倍PE，折合为7.00元/股的目标价，对应于2011年不到11倍，相当于NAV的90.9%，维持公司“买入”评级。

表3、公司收入结算表

| 城市     | 项目名称     | 权益   | 预期售价<br>(元/平方米) | 未结算面积<br>(平方米) | 预计销售收入<br>(万元) |         |         |
|--------|----------|------|-----------------|----------------|----------------|---------|---------|
|        |          |      |                 |                | 2010           | 2011    | 2012    |
| 北京     | 西山华府二期   | 100% | 19,000          | 16,500         | 30,528         | 0       | 0       |
|        | 西山华府三期   | 100% | 32,000          | 80,668         | 180,696        | 77,441  | 0       |
|        | 西山华府四期   | 100% | 32,000          | 41,130         | 0              | 0       | 0       |
|        | 西山公馆     | 100% | 32,000          | 80,812         | 0              | 155,159 | 103,439 |
|        | 青龙湖项目    | 70%  | 22,000          | 377,902        | 0              | 0       | 166,277 |
| 苏州     | 亿城新天地二期  | 100% | 5,900           | 132,700        | 78,293         | 0       | 0       |
|        | 亿城新天地三期  | 100% | 8,500           | 97,000         | 0              | 65,960  | 16,490  |
|        | 胥口项目     | 55%  | 9,000           | 140,000        | 0              | 0       | 0       |
| 秦皇岛    | 秦皇岛项目一期  | 70%  | 14,000          | 240,000        | 0              | 0       | 0       |
|        | 秦皇岛项目二期  | 70%  | 10,000          | 325,000        | 0              | 0       | 0       |
| 三亚     | 三亚东河项目   | 90%  | 25,000          | 15,716         | 0              | 0       | 0       |
| 天津     | 亿城山水颐园公建 | 100% | 16,000          | 41,800         | 0              | 26,752  | 40,128  |
|        | 红桥广场项目   | 100% | 17,000          | 300,000        | 0              | 0       | 102,000 |
| 所有项目合计 |          |      |                 | 1,889,228      | 289,575        | 325,312 | 428,334 |

数据来源：广发证券发展研究中心

表4、盈利预测表

|          | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入     | 1047  | 3422  | 2896  | 3253  | 4283  |
| 营业成本     | 607   | 2166  | 1452  | 1629  | 2307  |
| 营业税金及附加  | 112   | 506   | 385   | 433   | 493   |
| 销售费用     | 36    | 41    | 93    | 104   | 133   |
| 管理费用     | 104   | 109   | 139   | 153   | 193   |
| 财务费用     | 19    | -41   | 80    | 88    | 115   |
| 营业利润     | 306   | 615   | 747   | 846   | 1043  |
| 利润总额     | 308   | 592   | 747   | 846   | 1043  |
| 所得税      | 41    | 172   | 209   | 212   | 261   |
| 净利润      | 268   | 420   | 538   | 635   | 782   |
| 归属母公司净利润 | 271   | 420   | 538   | 635   | 782   |
| EPS (元)  | 0.45  | 0.47  | 0.54  | 0.64  | 0.79  |

数据来源：广发证券发展研究中心

## 风险提示

行业调控导致销售形势不佳，西山公馆销售不达预期导致盈利预测不准。  
 公司环渤海扩张风险。  
 小非减持风险。

## 资产负债表

单位：百万元

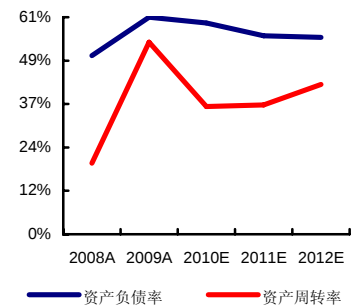
| 至 12 月 31 日    | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E  |
|----------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| <b>流动资产</b>    | 4,484 | 7,183 | 8,242 | 8,993 | 10,656 |
| 货币资金           | 670   | 1,995 | 5,378 | 5,781 | 6,122  |
| 应收及预付          | 211   | 538   | 64    | 71    | 96     |
| 存货             | 3,602 | 4,650 | 2,800 | 3,140 | 4,439  |
| 其他流动资产         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      |
| <b>非流动资产</b>   | 626   | 366   | 326   | 326   | 326    |
| 长期股权投资         | 23    | 31    | 27    | 27    | 27     |
| 固定资产           | 259   | 247   | 297   | 297   | 297    |
| 在建工程           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 无形资产           | 39    | 36    | 2     | 2     | 2      |
| 其他长期资产         | 304   | 52    | 0     | 0     | 0      |
| <b>资产总计</b>    | 5,110 | 7,549 | 8,568 | 9,319 | 10,982 |
| <b>流动负债</b>    | 1,885 | 3,142 | 2,774 | 3,040 | 3,941  |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 应付及预收          | 1,285 | 2,716 | 2,334 | 2,620 | 3,511  |
| 其他流动负债         | 600   | 426   | 440   | 420   | 430    |
| <b>非流动负债</b>   | 683   | 1,471 | 2,321 | 2,171 | 2,151  |
| 长期借款           | 683   | 743   | 943   | 843   | 843    |
| 应付债券           | 0     | 728   | 728   | 728   | 728    |
| 其他非流动负债        | 0     | 0     | 650   | 600   | 580    |
| <b>负债合计</b>    | 2,568 | 4,614 | 5,095 | 5,211 | 6,092  |
| 股本             | 602   | 903   | 993   | 993   | 993    |
| 资本公积           | 1,053 | 752   | 752   | 752   | 752    |
| 留存收益           | 840   | 1,230 | 1,678 | 2,312 | 3,095  |
| 归属母公司股东权益      | 2,495 | 2,885 | 3,423 | 4,058 | 4,840  |
| 少数股东权益         | 47    | 50    | 50    | 50    | 50     |
| <b>负债和股东权益</b> | 5,110 | 7,549 | 8,568 | 9,319 | 10,982 |

## 利润表

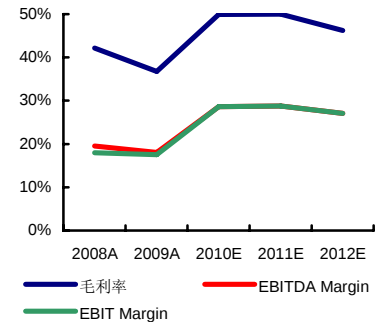
单位：百万元

| 至 12 月 31 日     | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 1047  | 3422  | 2896  | 3253  | 4283  |
| 营业成本            | 607   | 2166  | 1452  | 1629  | 2307  |
| 营业税金及附加         | 112   | 506   | 385   | 433   | 493   |
| 销售费用            | 36    | 41    | 93    | 104   | 133   |
| 管理费用            | 104   | 109   | 139   | 153   | 193   |
| 财务费用            | 19    | -41   | 80    | 88    | 115   |
| 资产减值损失          | -3    | 16    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 134   | -9    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 306   | 615   | 747   | 846   | 1043  |
| 营业外收入           | 11    | 2     | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出           | 8     | 26    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 308   | 592   | 747   | 846   | 1043  |
| 所得税             | 41    | 172   | 209   | 212   | 261   |
| <b>净利润</b>      | 268   | 420   | 538   | 635   | 782   |
| 少数股东损益          | -3    | -1    | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 271   | 420   | 538   | 635   | 782   |
| EBITDA          | 204   | 616   | 827   | 934   | 1158  |
| EPS (元)         | 0.45  | 0.47  | 0.54  | 0.64  | 0.79  |

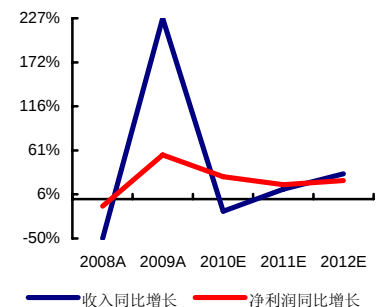
## 资产负债率趋势



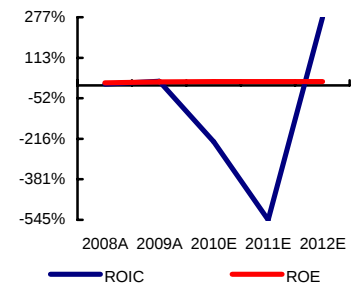
## 经营利润率趋势



## 收入与利润增长趋势



## 投资回报率趋势



**现金流量表**

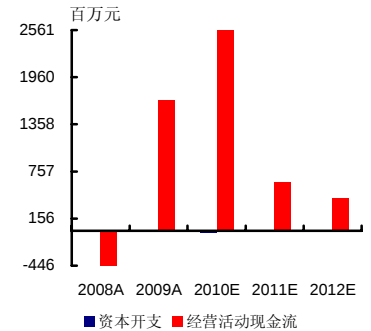
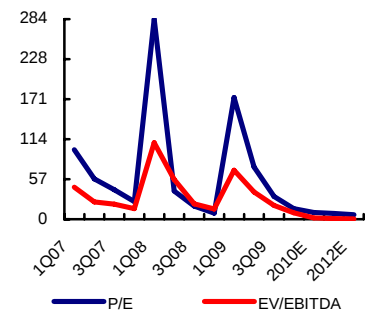
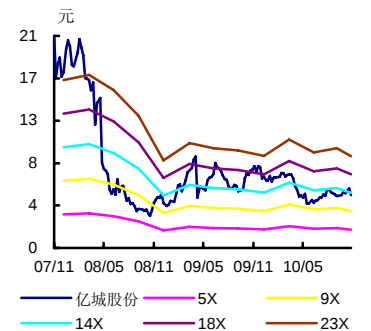
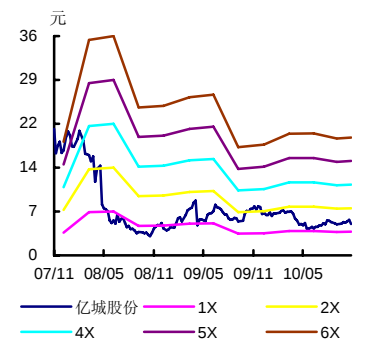
单位：百万元

| 至 12 月 31 日    | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | -446  | 1,663 | 2,561 | 617   | 421   |
| 净利润            | 268   | 420   | 538   | 635   | 782   |
| 折旧摊销           | 16    | 16    | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | -623  | 1,183 | 1,956 | -82   | -422  |
| 其它             | -107  | 44    | 67    | 64    | 61    |
| <b>投资活动现金流</b> | 244   | -407  | 33    | 0     | 0     |
| 资本支出           | -9    | 0     | 29    | 0     | 0     |
| 投资变动           | 253   | -407  | 4     | 0     | 0     |
| 其他             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | -511  | 69    | 789   | -214  | -81   |
| 银行借款           | 540   | 585   | 200   | -100  | 0     |
| 债券融资           | -913  | -407  | 650   | -50   | -20   |
| 股权融资           | 23    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | -160  | -109  | -61   | -64   | -61   |
| <b>现金净增加额</b>  | -712  | 1,325 | 3,383 | 403   | 340   |
| <b>期初现金余额</b>  | 1,383 | 670   | 1,995 | 5,378 | 5,781 |
| <b>期末现金余额</b>  | 670   | 1,995 | 5,378 | 5,781 | 6,122 |

**主要财务比率**

单位：%

| 至 12 月 31 日     | 2008A  | 2009A  | 2010E   | 2011E   | 2012E  |
|-----------------|--------|--------|---------|---------|--------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |         |         |        |
| 营业收入            | -49.5% | 226.8% | -15.4%  | 12.3%   | 31.7%  |
| 营业利润            | -35.8% | 100.9% | 21.4%   | 13.3%   | 23.2%  |
| 归属于母公司净利润       | -9.0%  | 55.1%  | 28.0%   | 18.0%   | 23.2%  |
| <b>获利能力</b>     |        |        |         |         |        |
| 毛利率             | 42.1%  | 36.7%  | 49.9%   | 49.9%   | 46.1%  |
| 净利率             | 25.6%  | 12.3%  | 18.6%   | 19.5%   | 18.3%  |
| ROE             | 10.9%  | 14.6%  | 15.7%   | 15.6%   | 16.2%  |
| ROIC            | 5.7%   | 17.9%  | -228.5% | -544.9% | 277.2% |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |         |         |        |
| 资产负债率           | 50.3%  | 61.1%  | 59.5%   | 55.9%   | 55.5%  |
| 净负债比率           | 24.1%  | -17.8% | -106.7% | -102.5% | -93.0% |
| 流动比率            | 2.38   | 2.29   | 2.97    | 2.96    | 2.70   |
| 速动比率            | 0.40   | 0.80   | 1.96    | 1.92    | 1.57   |
| <b>营运能力</b>     |        |        |         |         |        |
| 总资产周转率          | 0.20   | 0.54   | 0.36    | 0.36    | 0.42   |
| 应收账款周转率         | 38.11  | 295.91 | 182.50  | 182.50  | 182.50 |
| 存货周转率           | 0.20   | 0.53   | 0.52    | 0.52    | 0.52   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |         |         |        |
| 每股收益            | 0.45   | 0.47   | 0.54    | 0.64    | 0.79   |
| 每股经营现金流         | -0.74  | 1.84   | 2.58    | 0.62    | 0.42   |
| 每股净资产           | 4.15   | 3.20   | 3.45    | 4.09    | 4.87   |
| <b>估值比率</b>     |        |        |         |         |        |
| P/E             | 8.8    | 14.8   | 9.6     | 8.1     | 6.6    |
| P/B             | 1.0    | 2.2    | 1.5     | 1.3     | 1.1    |
| EV/EBITDA       | 14.7   | 9.3    | 1.7     | 1.0     | 0.5    |

**资本支出与经营活动现金流**

**相对估值**

**PE BAND**

**PB BAND**


## 广发房地产研究小组

赵强，分析师，复旦大学工商管理硕士，荣获第六届新财富最佳分析师房地产行业第三名、第七届第五名，2010 年进入广发证券发展研究中心。

沈爱卿，分析师，中南财经政法大学金融学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

徐军平，分析师，上海财经大学金融学硕士，2010 年进入广发证券发展研究中心。

## 相关研究报告

## 广发证券—公司投资评级说明

|          |                                       |
|----------|---------------------------------------|
| 买入（Buy）  | 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。          |
| 持有（Hold） | 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。 |
| 卖出（Sell） | 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。          |

|      | 广州                          | 深圳                   | 北京                              | 上海                           |
|------|-----------------------------|----------------------|---------------------------------|------------------------------|
| 地址   | 广州市天河北路 183 号<br>大都会广场 36 楼 | 深圳市民田路华融大厦<br>2501 室 | 北京市月坛北街 2 号月坛大<br>厦 18 层 1808 室 | 上海市浦东南路 528 号<br>证券大厦北塔 17 楼 |
| 邮政编码 | 510075                      | 518026               | 100045                          | 200120                       |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn              |                      |                                 |                              |
| 服务热线 | 020-87555888-612            |                      |                                 |                              |

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。