

相关研究:

战略转型城市运营商, 商业地产未来看点

投资要点:

- **土地批租基本结束, 营收模式根本变革。**公司成立之初主要负责陆家嘴金融贸易区的土地开发和管理, 土地批租业务是公司主营业务之一。但随着陆家嘴金融贸易区的逐渐成熟和完善, 公司土地批租业务收入呈下降趋势。目前, 公司土地批租业务基本结束。2012 年公司营收模式将发生根本性变革, 将由土地批租收入为主转变为以长期资产运营管理收入和短期资产出售收入并重的模式, 公司将由土地运营商蜕变为城市运营商。
- **租赁业务快速发展, 业绩贡献日益显著。**公司可供出租的物业包括甲级写字楼、都市研发楼、商场、住宅等, 近几年公司房地产租赁业务快速发展, 2008-2010 年公司房地产租赁业务增长率分别为 67.6%、86.8%、47.6%。2010 年公司房地产租赁业务营业收入 7.03 亿元, 占总营业收入的 25.53%, 成为公司第二大业务板块。公司房地产租赁业务毛利率较高, 2010 年达到 54.88%, 低于土地批租业务毛利率 (82.3%), 但远高于公司酒店业 (41.08%)、房产销售 (23.13%) 等业务的毛利率。
- **会展业务成亮点, 酒店经营较稳健。**公司拥有新国际博览中心 50% 的权益, 新国际博览中心 1-6 期 13 个室内展馆已建成投入运营, 会展业务成为公司业绩的又一亮点。2010 年新国际博览中心共举办各类展会 80 场, 展览合同销售面积 392.97 万平方米, 参展商数量近 7 万家, 观众数量约 310 万人次。2010 年公司会展业务实现销售收入约 5.98 亿元, 场馆总利用率约 66%, 约占本地市场份额 63%。同时, 公司酒店经营较稳健。公司旗下酒店明城大酒店和东怡大酒店 2010 年平均出租率分别达到 69% 和 68%, 营业收入分别为 7182 万元和 6892 万元, 分别同比增长 136.4% 和 97.7%。2011 年公司酒店业务回归常态, 上半年实现营业收入 5739 万元, 预计未来公司酒店业务将处于稳健增长阶段。
- **公司投资性物业重估价值高。**2011 年 7 月公司对旗下部分已竣工且投入使用一年以上的 14 项投资性房产进行房地产公允价值评估。经评估, 上述 14 项投资性房产在 2010 年 12 月 31 日的评估价值为 129.86 亿元, 是其账面净值的 4.07 倍。列入上述评估范围的 14 项投资性房产的账面净值合计为 39.95 亿元, 其地上、地下总建筑面积合计为 48.15 万平方米, 占公司目前已用于长期出租的物业的全部建筑面积的 48%。公司未评估投资性房地产资产质量与已评估投资性房地产资产质量相近, 预计公允价值约是账面净值的 4 倍左右。按此计算, 公司投资性房地产公允价值约 210 亿元, 是 AB 股总市值的 0.82 倍, 是流通总市值的 1.12 倍。

估值和投资建议:

预计 2011-2013 年公司营业收入分别是 38.06 亿元、41.20 亿元、47.49 亿元, 每股收益分别是 0.52 元、0.61 元和 0.73 元, 每股净资产分别是 5.88 元、6.37、6.96 元, 对应 2011 年 11 月 7 日 PE 分别为 26.26 倍、22.53 倍、18.75 倍, PB 分别为 2.34 倍、2.16 倍、1.98 倍。参照商业地产一般估值水平 and 公司基本面, 给予公司“增持”评级, 赋予公司 2012 年 25 倍的市盈率, 未来 6-12 个月目标价 15.26 元。

风险提示: 公司主要面临房地产市场政策变动风险和经济衰退风险。同时, 2011 年土地增值税清缴 (约 2-3 亿元) 还将拖累公司业绩。

投资评级: 增持

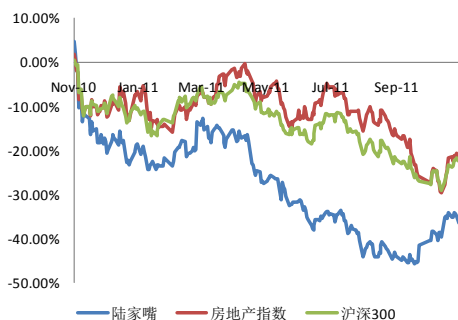
当前价格: 13.75 元
目标价格: 15.26 元
目标期限: 6-12 个月

市场数据

总股本(百万股)	1867.68
A 股股本(百万股)	1358.08
B/H 股股本(百万股)	509.60/-
A 股流通比例(%)	100%
12 个月最高/最低(元)	23.82/11.50
第一大股东	陆家嘴集团
第一大股东持股比例	57.64%
上证综指/沪深 300	2,509/2,736

注: 2011 年 11 月 7 日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	3	10	-14
绝对收益	9	2	-36

注: 相对收益与沪深 300 相比

分析师: 苏多永

(8621) 68634510-8010

sdy3378@xcsc.com

执业证书编号: S0500511070003

联系人: 张化东

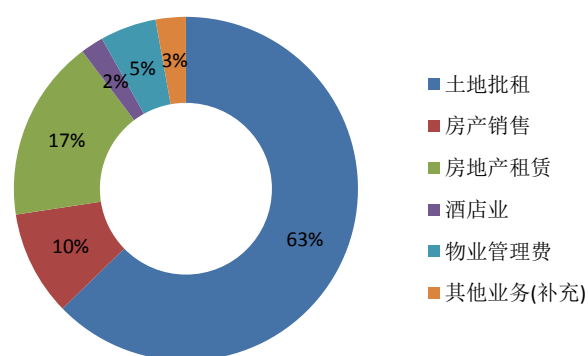
zhd3310@xcsc.com

1 土地批租基本结束，营收模式根本变革

公司成立之初主要负责陆家嘴金融贸易区的土地开发和管理，土地批租业务是公司主营业务之一。但随着陆家嘴金融贸易区的逐渐成熟和完善，公司土地批租业务收入呈下降趋势。目前，公司土地批租业务基本结束，虽然公司 2011 年上半年土地批租收入 16.68 亿元，占营业收入的比重 62.73%，但并非土地出让所得，而是浦东区政府对塘东南块（4-13 地块、4-14 地块和 4-15 地块，4-13 地块权属归上海由由（集团）股份有限公司所有，4-14 地块和 4-15 地块归本公司所有）进行了重新规划，规划调整后 4-13 地块的总建筑面积为 148363.362 平方米（按实测，土地面积 55775.7 平方米，容积率 2.66），在扣除公司应取得地块的总建筑面积后，上海由由（集团）股份有限公司应向公司支付土地使用权转让金约人民币 14.5 亿元。

图 1：近年来公司土地批租业务营收及占比（亿元）

图 2：2011 年 1-6 月公司营业收入构成及占比



资料来源：公司资料，湘财证券研究所

2012 年公司营收模式将发生根本性变革，将由土地批租收入为主转变为以长期资产运营管理收入和短期资产出售收入并重的模式，公司将由土地运营商蜕变为城市运营商。在转型期间，公司商品住宅销售和部分商业资产出售将能抵补土地批租收入。公司拥有东银公寓、天津陆家嘴河滨花苑和浦江镇中心河以南 A1、A2 地块等 3 个住宅项目，住宅总建筑面积约 69.1 万平方米。东银公寓占地面积 1.6 万平方米，总建筑面积约 4.8 万平方米，由 4 栋 16 层高层公寓组成，目前已是现房，计划 2012 年推出销售，销售价格在 10 万元/平方米，按此计算东银公寓货值约 48 亿元。天津陆家嘴河滨花苑占地面积 31.5 万平方米，总建筑面积约 86.8 万平方米（其中住宅 55.1 万平方米，商业办公酒店 31.7 万平方米。2011 年 11 月 5 日天津陆家嘴河滨花苑 1 期惠灵顿国际社区首次开盘现房销售，河滨花园 1 期地上面积 8.2 万平方米，总

建筑面积 10.8 万平方米，销售均价约 2.1-2.2 万元/平方米，货值在 20 亿元左右。浦江镇中心河以南 A1、A2 地块占地面积 13.3 万平方米，建筑面积 9.2 万平方米，容积率 0.78，楼板价 16608 元/平方米，计划年内动工，2012 年 4 季度推出预售，周边可比项目浦江颐城联排别墅均价约 3 万元/平方米，项目货值预计约 27 亿元。

表 1：公司住宅项目基本情况一览表（单位：万平方米，元/平方米，亿元）

名称	占地面积 (万平方米)	建筑面积 (万平方米)	容积率	楼板价(元 /平方米)	销售价格(元 /平方米)	货值估计 (亿元)
东银公寓	1.6	4.8	2.96		100000	48
天津陆家嘴河滨花苑 1 期	3.9	10.8	2.76	2372	22000	20
天津陆家嘴河滨花苑其他住宅	27.6	44.3	2.76	2372	22000	97
浦江镇中心河以南 A1、A2 地块	13.3	9.2	0.78	16608	30000	27
合计	46.4	69.1				192

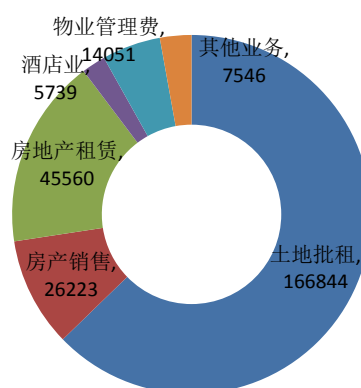
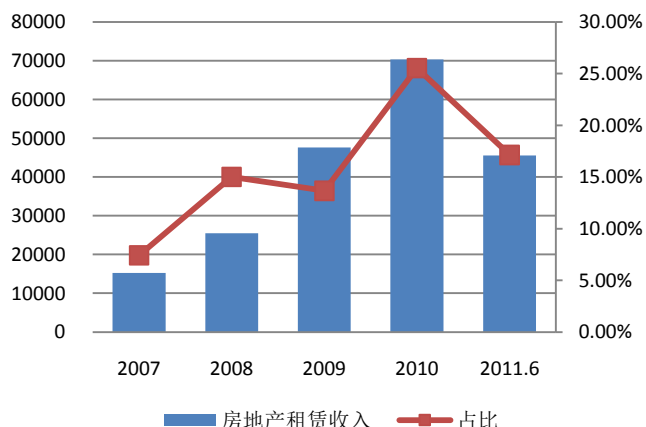
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

2 租赁业务快速发展，业绩贡献日益显著

公司可供出租的物业包括甲级写字楼、都市研发楼、商场、住宅等，近几年公司房地产租赁业务快速发展，2008-2010 年公司房地产租赁业务增长率分别为 67.6%、86.8%、47.6%。2010 年公司房地产租赁业务营业收入 7.03 亿元，占总营业收入的 25.53%，成为公司第二大业务板块。公司房地产租赁业务毛利率较高，2010 年达到 54.88%，低于土地批租业务毛利率(82.3%)，但远高于公司酒店业(41.08%)、房产销售(23.13%)等业务的毛利率。

图 3：近年来公司房地产租赁业务营收及占比（万元）

图 4：2011 年 1-6 月公司各业务板块营业收入（万元）



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

2.1 甲级写字楼

公司拥有渣打银行大厦、星展银行大厦、钻石大厦、陆家嘴商务广场等多个甲级写字楼，总建筑面积约 29 万平方米，地上建筑面积约 21 万平方米（2010 年末数据）。公司甲级写字楼具有稀缺性，市场需求强劲，出租率高，2011 年上半年公司甲级写字楼平均出租率约 90.76%。公司甲级写字楼平均日租金大多在 7 元/平方米/天以上，高于全市平均水平，2010 年公司甲级写字楼租金收入约 2.93 亿元，占房地产租赁业务营收的 42%。公司甲级写字楼发展动力强劲，公司拥有陆家嘴基金大厦、陆家嘴投资大厦等 5 个甲级写字楼在建项目，总建筑面积约 137 万平方米，地上建筑面积约 91 万平方米。目前，陆家嘴基金大厦、陆家嘴投资大厦已竣工投入使用，签约入驻率分别为 38% 和 18%，计划年内签约入驻率达到 50%，2012 年达到 70%，2013 年达到满租。同时，公司 2011 年 9 月成功竞得塘桥社区 02-04 地块，该地块占地面积 8213.8 平方米，容积率为 4.0，土地使用性质为办公楼用地。

表 2：公司甲级写字楼一览表（单位：平方米）

类别	物业名称	权益	地上建筑面积	总建筑面积	竣工日期
运营项目	渣打银行大厦	86%	45,267	55,675	2007
	星展银行大厦	100%	43,809	66,805	2009
	钻石大厦	55%	39,202	49,174	2009
	陆家嘴商务广场	77.5%	67,495	98,531	2000
	大华银行大厦	100%	5,104	9,137	2010
	上海航运中心大楼	100%	11,198	12,120	2010
运营项目合计			212,075	291,442	
在建项目	陆家嘴基金大厦	55%	32,500	45,300	2011
	陆家嘴投资大厦	55%	33,300	44,000	2011
	塘东总部基地	100%	300,000	450,000	2014
	世纪大都会	55%	164,000	277,500	2015
	上海中心大厦	45%	380,000	560,000	2014
在建项目合计			909,800	1,376,800	
储备项目	塘桥社区 02-04 地块	100%		32,855	
甲级写字楼合计				1,701,097	

资料来源：公司资料，湘财证券研究所

2.2 都市研发楼

公司主持开发的陆家嘴软件软件园于 2011 年 9 月挂牌，2007 年获批成为上海市市级软件产业基地。陆家嘴软件软件园占地面积 43 公顷，由 1-13 号楼、C 区和 E 楼等物业组成，大部分物业已经建成投入运营，11 号楼主楼计划 2012 年 7 月建成，12 号楼正在建设，已有意向客户，13 号楼尚未建设。目前，陆

家嘴软件园已投入使用的物业总建筑面积约 20.5 万平方米，地上建筑面积约 17.6 万平方米（其中 2 号楼正处于改造之中）；在建 11 号楼总建筑面积 8.3 万平方米，地上建筑面积约 6.6 万平方米；13 号楼尚未开工建设，预计建筑面积在 3 万平方米以上。同时，陆家嘴软件园在金桥设有分园——金桥创科技园，2008 年建成投入运营，总建筑面积 3.2 万平方米。陆家嘴软件园（含分园）产业定位于金融性服务业，主要客户为欧特克中国研发中心、富士施乐研发中心、大智慧等知名等软件开发和技术研发机构，客户优质且稳定。都市研发楼出租率较高，2011 年上半年出租率 97.83%，租金收入 1.25 亿元，但由于都市研发楼基本建成，后续新增物业将逐步减少，都市研发楼租金收入将进入平稳增长阶段。

表 3：公司都市研发楼一览表（单位：平方米）

类别	物业名称	权益	地上建筑面积	总建筑面积	竣工日期
运营项目	软件园 1 号楼	100%	14,317	14,317	1994
	软件园 4 号楼	100%	8,148	10,194	1996
	软件园 5 号楼	100%	1,393	1,393	1996
	软件园 7 号楼	55%	11,934	17,810	2007
	软件园 8 号楼	100%	29,214	32,664	2007
	软件园 9 号楼	100%	40,758	47,863	2008
	软件园 10 号楼	100%	24,685	29,202	2009
	软件园 11 号楼裙楼	100%	6,999	6,999	2010
	软件园 C 区	100%	11,000	11,000	2009
	软件园 E 楼	55%	3,447	9,810	2010
	金桥创科技园	100%	32,417	32,417	2008
运营项目合计			184,312	213,669	
在建项目	软件园 2 号楼改造	100%	23,783	23,783	2011
	软件园 11 号楼主楼	100%	66,358	83,095	2012
在建项目合计			90,141	106,878	
都市研发楼合计			274,453	320,547	

资料来源：公司资料，湘财证券研究所

2.3 商业物业

公司开发的商业物业主要包括 96 广场和 1885 文化中心，主要为陆家嘴金融贸易区提供配套服务。96 广场是陆家嘴商圈唯一一个开放式的商业休闲广场，总建筑面积约 6.6 万平方米，地上建筑面积约 2.9 万平方米，2008 年竣工投入使用，出租率高，2010 年度达到 97.7%。目前，96 广场大多数租约到期，公司将根据合同约定对续租客户提租 10%以上，约 90%的租户愿意续租，96 广场未来租金收入将明显增加。1885 文化中心是以精品餐饮为主要业态的时尚休闲广场，总建筑面积 1.4 万平方米，地上建筑面积约 0.7 万平方

米，2008 年竣工投入使用，2010 年度出租率 81.1%。随着 96 广场租金水平的提高和 1885 文化中心出租率的提高，公司商业物业租金收入将大幅增长，2010 年达到 0.67 亿元。2011 年上半年，公司商业物业出租率提高至 96.45%，租金收入再次大幅上涨，达到 0.83 亿元。

表 4：公司商业物业一览表（单位：平方米）

物业名称	权益	地上建面	总建面	竣工日期	出租率	业态
96 广场	55%	29,002	66,195	2008	97.7%	零售、餐饮、娱乐
1885 文化中心	100%	7,346	14,268	2008	81.1%	餐饮、零散
合计		36,348	80,463			

资料来源：公司资料，湘财证券研究所

2.4 住宅公寓

公司用于出租的住宅公寓为东和公寓，该项目占地面积约 3.3 万平方米，地上建筑面积约 9.8 万平方米，由 A、B、C、D、E5 幢 24 层公寓住宅组成，户均面积从 60 平方米的一房到 285 平方米的四房不等。东和公寓是一座可供日本人租赁的日式社区，户型、功能、面积等完全按照日籍人士生活习惯设计，主要客户群体是陆家嘴金融区日资机构高管人员和在沪工作的日籍人士，配套的国际学校已先行建成。东和公寓户均面积 88-407 平方米之间，租金较高，一房月租金 1.3-1.6 万不等，两房月租金 1.9-2.3 万元不等，三房月租金 2.4-3.1 万元不等，四房月租金 3.5-4.5 万元不等。东和公寓出租率相对较高，2011 年上半年达到 73.14%，租金收入 0.38 亿元。

表 5：东和公寓一览表（单位：平方米，元/月/户）

名称	占地面积	建筑面积	房型	租金	装潢	押金
东和公寓	3.3	9.8	1 房	13000-16000	豪装	2 个月押金
			2 房	19000-21000	豪装	2 个月押金
			3 房	24100-31100	豪装	2 个月押金
			4 房	35000-50000	豪装	2 个月押金
合计	3.3	9.8				

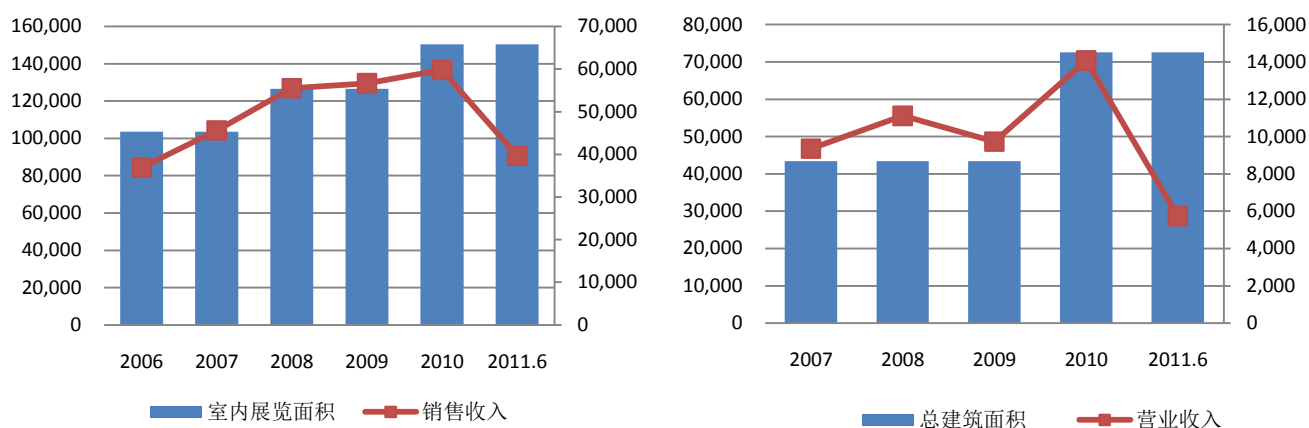
资料来源：公司资料，湘财证券研究所

3 会展业务成亮点，酒店经营较稳健

公司拥有新国际博览中心 50% 的权益，新国际博览中心共 17 个室内展馆，1-6 期已建成投入运营（13 个室内展馆），7-8 期计划 2011 年底建成投入运营。目前，新国际博览中心 13 个室内展馆面积约 15 万平方米，室外展场竣工投入使用面积约 10 万平方米。会展业务成为公司业绩的又一亮点。2010 年新国际博览中心共举办各类展会 80 场，展览合同销售面积 392.97 万

平方米，参展商数量近 7 万家，观众数量约 310 万人次。2010 年公司会展业务实现销售收入约 5.98 亿元，其中场租收入约 4.3 亿元，场馆总利用率约 66%，约占本地市场份额 63%。2011 年上半年，公司会展业务表现不俗，场馆总利用率约 70%，营业收入 3.97 亿元，全年有望保持较高的增速。同时，新国际博览中心 7-8 期共 4 个室内展馆年内建成投入运营，未来会展业营业收入仍将稳健增长。

图 5：近年公司会展业展览面积及收入（平方米，万元） 图 6：近年公司酒店总建面及营业收入（平方米，万元）



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

2010 年公司向集团收购了东怡大酒店。东怡大酒店地上建面 1.84 万平方米，总建筑面积 2.92 万平方米，共计 209 间客房。东怡大酒店为四星级涉外精品商务酒店，紧邻东方艺术中心，毗邻上海科技馆，与上海新国际博览中心遥遥相望。2010 年公司酒店业受世博会的召开得到快速发展，明城大酒店和东怡大酒店平均出租率分别达到 69% 和 68%，营业收入分别达到 7182 万元和 6892 万元，分别较 2009 年增长 136.4% 和 97.7%。2011 年公司酒店业回归常态，上半年实现营业收入 5739 万元，预计未来公司酒店业务将处于稳健增长阶段。

4 投资性物业重估价值高

公司投资性物业重估价值高。2011 年 7 月公司聘请上海财瑞资产评估有限公司对公司旗下部分已竣工且投入使用一年以上的 14 项投资性房产（包括软件园 1 号楼、软件园 4 号楼、软件园 5 号楼、软件园 7 号楼、软件园 8 号楼、软件园 10 号楼、金桥创科技园、陆家嘴 1885 文化中心、九六广场、中国钻石大厦、渣打银行大厦、陆家嘴商务广场、东怡大酒店、明城大酒店等）进行房地产公允价值评估。经评估，上述 14 项投资性房产在 2010 年 12 月 31 日（评估基准日）的评估价值为 129.86 亿元，是其账面净值的 4.07 倍。

列入上述评估范围的 14 项投资性房产的账面净值合计为 39.95 亿元,其地上、地下总建筑面积合计为 48.15 万平方米,占公司目前已用于长期出租的物业的全部建筑面积的 48%。公司未评估投资性房产资产质量与已评估投资性房产资产质量相近,预计公允价值约是账面净值的 4 倍左右。按此计算,公司投资性房地产公允价值约 210 亿元,是 AB 股总市值的 0.82 倍,是流通总市值的 1.12 倍。

5 估值与投资建议

5.1 估值与投资建议

预计 2011-2013 年公司营业收入分别是 38.06 亿元、41.20 亿元、47.49 亿元,每股收益分别是 0.52 元、0.61 元和 0.73 元,每股净资产分别是 5.88 元、6.37、6.96 元,对应 2011 年 11 月 7 日 PE 分别为 26.26 倍、22.53 倍、18.75 倍, PB 分别为 2.34 倍、2.16 倍、1.98 倍。参照商业地产一般估值水平和公司基本面,给予公司“增持”评级,赋予公司 2012 年 25 倍的市盈率,未来 6-12 个月目标价 15.26 元。

5.2 风险提示

公司主要面临房地产市场政策变动风险、销售下滑风险和经济衰退风险。同时,2011 年公司土地增值税清缴还将拖累公司业绩,预计年内土地增值税缴纳额在 2-3 亿以上,将稀释公司 2011 年业绩。

附表：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	12443	14269	16209	18457	营业收入	2754	3806	4120	4749
现金	1143	1120	2015	3539	营业成本	994	1599	1772	2042
应收账款	6	0	7	1	营业税金及附加	209	400	330	370
其他应收款	37	72	70	84	营业费用	74	84	82	85
预付账款	1455	1720	2135	2373	管理费用	156	221	235	266
存货	9802	11357	11982	12461	财务费用	147	402	416	434
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	-7	-1	2	-8
非流动资产	11089	10464	10656	10579	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3778	3469	3571	3537	投资净收益	290	196	225	264
固定资产	477	453	429	406	营业利润	1470	1298	1509	1823
无形资产	0	-0	-0	-0	营业外收入	21	20	25	33
其他非流动资产	6834	6542	6655	6637	营业外支出	0	3	15	20
资产总计	23532	24732	26865	29036	利润总额	1491	1316	1519	1836
流动负债	9752	9556	9912	10154	所得税	273	289	334	404

短期借款	4878	3852	4155	4034
应付账款	320	645	667	787
其他流动负债	4554	5059	5090	5333
非流动负债	1833	2484	3304	4067
长期借款	1205	1924	2721	3492
其他非流动负债	628	560	582	575
负债合计	11585	12039	13215	14221
少数股东权益	1665	1714	1759	1822
股本	1868	1868	1868	1868
资本公积	1502	1502	1502	1502
留存收益	6913	7609	8521	9623
归属母公司股东权益	10282	10979	11890	12993
负债和股东权益	23532	24732	26865	29036

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	
经营活动现金流	-1907	201	414	1256	
净利润	1218	1026	1185	1432	
折旧摊销	50	31	32	34	
财务费用	147	402	416	434	
投资损失	-290	-196	-225	-264	
营运资金变动	-3292	-1175	-1008	-407	
其他经营现金流	260	113	14	27	
投资活动现金流	-1490	774	22	319	
资本支出	318	0	0	0	
长期投资	-484	-585	195	-65	
其他投资现金流	-1656	189	217	254	
筹资活动现金流	3717	-999	459	-51	
短期借款	3253	-1026	303	-120	
长期借款	952	719	797	771	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	-222	0	0	0	
其他筹资现金流	-265	-692	-641	-702	
现金净增加额	320	-23	895	1524	

净利润	1218	1026	1185	1432
少数股东损益	26	49	45	63
归属母公司净利润	1192	977	1139	1369
EBITDA	1667	1731	1957	2291
EPS (元)	0.64	0.52	0.61	0.73

主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	-26.3%	38.2%	8.3%	15.3%
营业利润	-38.3%	-11.7%	16.2%	20.8%
归属于母公司净利润	1.3%	-18.0%	16.6%	20.2%
获利能力				
毛利率 (%)	63.9%	58.0%	57.0%	57.0%
净利率 (%)	6.5%	43.3%	25.7%	27.7%
ROE (%)	11.6%	8.9%	9.6%	10.5%
ROIC (%)	19.4%	16.9%	17.0%	19.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	49.2%	48.7%	49.2%	49.0%
净负债比率 (%)	52.50%	47.98%	52.03%	52.92%
流动比率	1.28	1.49	1.64	1.82
速动比率	0.23	0.25	0.37	0.54
营运能力				
总资产周转率	0.13	0.16	0.16	0.17
应收账款周转率	694	1204	1034	1091
应付账款周转率	2.44	3.31	2.70	2.81
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.64	0.52	0.61	0.73
每股经营现金流 (最新摊薄)	-1.02	0.11	0.22	0.67
每股净资产 (最新摊薄)	5.51	5.88	6.37	6.96
估值比率				
P/E	21.55	26.28	22.54	18.75
P/B	2.50	2.34	2.16	1.98
EV/EBITDA	13	13	11	10

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

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% 以上；

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。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。