

# 销售重回增长，金融及金融科技业务持续发力

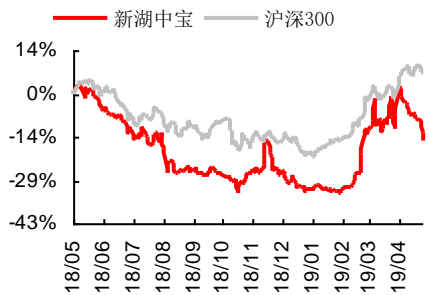
——2018 年年报点评



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2019 年 04 月 26 日)	3.57 元
目标价格	4.18 元
52 周最高价/最低价	4.43/2.82 元
总股本/流通 A 股 (万股)	859,934/859,817
A 股市值 (百万元)	30,700
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2019 年 04 月 29 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-8.0	-8.5	24.4	-14.6
相对表现 (%)	-6.6	-13.6	-3.2	-19.4
沪深 300 (%)	-1.4	5.1	27.6	4.9



资料来源: WIND、东方证券研究所

## 核心观点

**投资收益减少影响业绩，业务盈利能力保持稳定。**2018 年公司实现营业收入 172.3 亿元，同比下降 1.5%。归母净利润 25.1 亿元，同比下降 24.6%。业绩下降的主要原因是投资收益下滑所致。2018 年公司取得投资收益 24.9 亿元，同比下降 21.8%，投资收益下降主要系 2017 年处置子公司新湖期货有限公司部分股权和兴和投资的全部股权。从经营盈利能力来看，公司 2018 年毛利率 28.5%，较 2017 年提高 0.3 个百分点，公司盈利能力并未出现下滑。

**销售金额重回增长，土储丰厚足以支撑长期发展。**2018 年公司房地产主业销售金额为 162 亿元，同比增长 22.7%；销售面积 104 万方，同比增长 13.0%，销售均价 15577 元/平方米，同比增长 8.6%。公司的销售在 2018 年出现了量价齐升的情况。公司目前土地储备丰厚，能充分支撑公司的持续发展。公司现有土储 2450 万平方米，其中权益面积 2200 万平方米。以 2018 年销售均价计算，对应总货值 3816 亿元。

**公司进一步加强构建金融和金融科技双向赋能的生态圈。**公司旗下的 51 信用卡已于 2018 年 4 月成功取得融资担保许可证，并开始积极探索取得消费金融牌照的可能性。公司持续加大对金融科技的投入，2018 年 2 月出资 13.7 亿元增持万得信息技术股份有限公司股份，完成后占其总股本的 7.02%。2018 年 3 月，入股上海趣美信息有限公司，占其股份比例为 19.02%。趣美信息在量化分析、机器人分析和智能投顾上具有优势。

## 财务预测与投资建议

**维持买入评级，目标价 4.18 元 (原目标价 5.40 元)。**我们预测 2019-2021 年公司 EPS 为 0.38/0.49/0.61 元 (原预测 2019-2020 年 EPS 为 0.75/0.94 元)。EPS 下调主要因商业贸易预测收入下降和预测房地产业务结算毛利率下调。可比公司 2019 年 PE 估值为 11X，我们给予公司 2019 年 11X 的 PE 估值。对应目标价为 4.18 元。

## 风险提示

- 公司项目销售及结算进度不及预期。公司投资的金融公司收入不及预期。
- 利率变化存在不确定性。毛利率变化存在不确定性。

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	17,500	17,227	23,361	29,695	41,199
同比增长	28.4%	-1.6%	35.6%	27.1%	38.7%
营业利润 (百万元)	3,807	3,546	4,568	5,778	7,272
同比增长	1075.6%	-6.9%	28.8%	26.5%	25.9%
归属母公司净利润 (百万元)	3,322	2,506	3,248	4,186	5,245
同比增长	-43.1%	-24.6%	29.6%	28.9%	25.3%
每股收益 (元)	0.39	0.29	0.38	0.49	0.61
毛利率	28.2%	28.5%	34.4%	35.7%	37.2%
净利率	19.0%	14.5%	13.9%	14.1%	12.7%
净资产收益率	10.8%	7.6%	9.3%	10.9%	12.2%
市盈率 (倍)	9.2	12.2	9.5	7.3	5.9
市净率 (倍)	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

**证券分析师** 竺劲  
021-63325888\*6084  
zhujing1@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860514060003

房诚琦  
021-63325888\*6202  
fangchengqi@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860518070003

**联系人** 孙天一  
021-63325888-4037  
suntianyi1@orientsec.com.cn

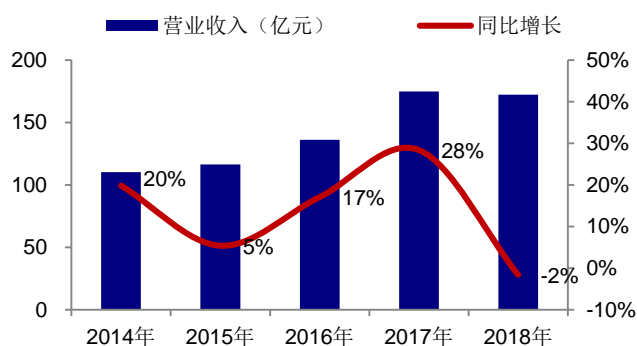
马晓东

**相关报告**  
投资收益大幅增长，双轮驱动成效显著 2018-05-01

## 收入略微下降，业务盈利能力保持稳定

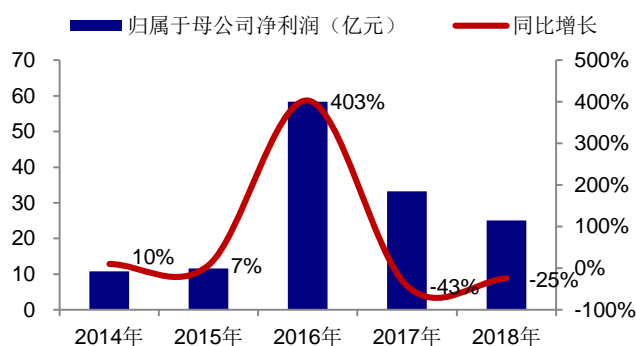
投资收益减少影响业绩，业务盈利能力保持稳定。2018 年公司实现营业收入 172.3 亿元，同比下降 1.5%。归母净利润 25.1 亿元，同比下降 24.6%。业绩下降的主要原因是投资收益下滑所致。2018 年公司取得投资收益 24.9 亿元，同比下降 21.8%，投资收益下降主要系 2017 年处置子公司新湖期货有限公司部分股权和兴和投资的全部股权。从经营盈利能力来看，公司 2018 年毛利率 28.5%，较 2017 年提高 0.3 个百分点，公司盈利能力并未出现下滑。

图 1：2018 年公司营业收入同比下降 1.5%



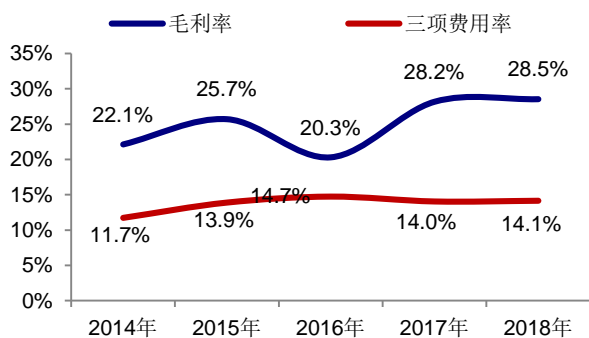
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：2018 年公司归母净利润同比下滑 24.6%



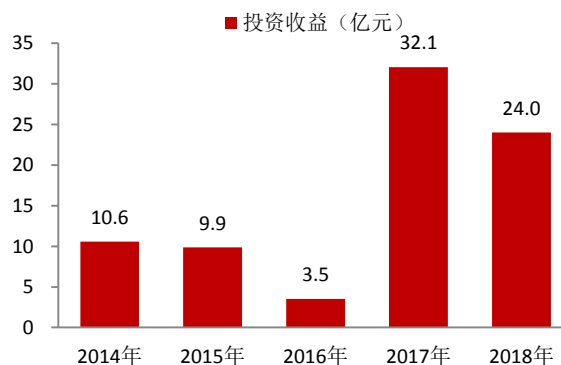
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：2018 年房地产主业毛利率上升 12.4 个百分点



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：2018 年公司投资收益同比下降 21.8%

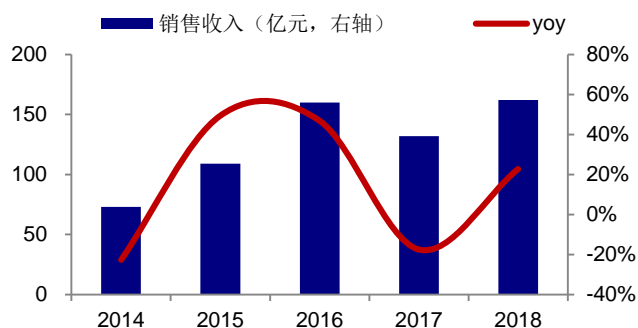


数据来源：公司公告，东方证券研究所

销售金额重回增长，新增土储稳步扩张。2018 年公司房地产主业销售金额为 162 亿元，同比增长 22.7%；销售面积 104 万方，同比增长 13.0%，销售均价 15577 元/平方米，同比增长 8.6%。公司的销售在 2018 年出现了量价齐升的情况。公司目前土地储备丰厚，能充分支撑公司的持续发展。公司现有土储 2450 万平方米，其中权益面积 2200 万平方米。以 2018 年销售均价计算，对应总货值 3816 亿元。上海旧改项目进展顺利，亚龙项目、天虹项目、玛宝项目已进入征收实施阶段。上海五大旧改项目合计建面达到 180 万平方米，将为公司带来上海内环内的稀缺优质土储。公司

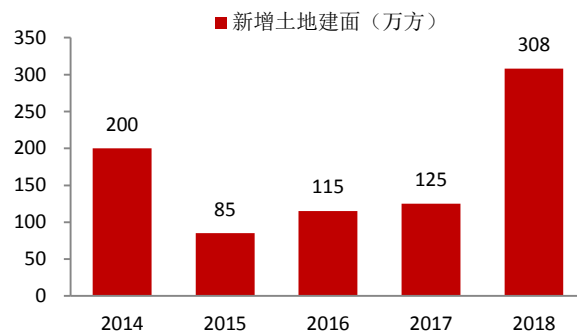
2018 年通过招拍挂新增土储 18.0 万方，通过海涂围垦的启东圆陀角项目和温州西湾项目已分别获得 130 万方和 160 万方土地。

图 5：2018 年公司合同销售额同比增长 22.7%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

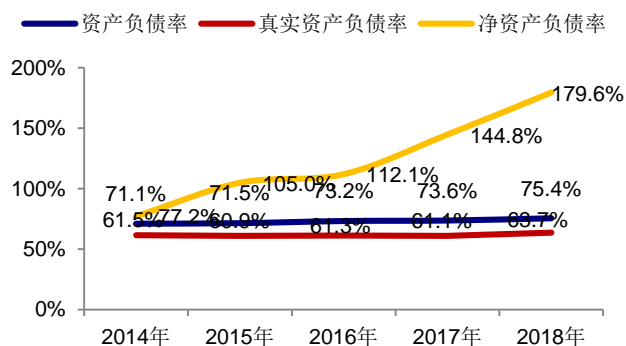
图 6：2018 年公司新增土储建筑面积 308 万方



数据来源：公司公告，东方证券研究所

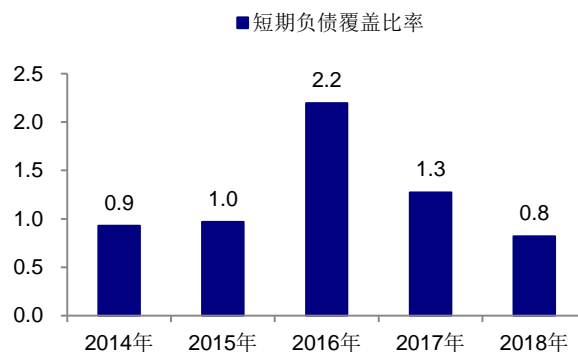
净资产负债率有所提高，短债覆盖比例略有下降。2018 年公司资产负债率为 75.4%，同比提高了 1.8 个百分点，扣除预收账款后的真实负债率为 63.7%，同比上升 2.6 个百分点，净负债率为 179.6%，同比提高了 34.8 个百分点，净资产负债率有所提高，主要原因是公司 2018 年保证借款大幅增加，带来长期借款估摸扩大。公司短期负债覆盖比率为 0.8，较 2017 年下降 0.5。主要因公司持有货币资金 160.2 亿元，同比下降 10.0%。

图 7：2018 年公司净资产负债率上升为 179.6%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 8：2018 年公司短期负债覆盖比率为 0.8



数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 贯彻双主业战略，持续发展金融业务

公司进一步加强构建金融和金融科技双向赋能的生态圈。公司旗下的 51 信用卡已于 2018 年 4 月成功取得融资担保许可证，并开始积极探索取得消费金融牌照的可能性。公司参股的中信银行和盛京银行业绩表现良好，为公司提供了良好的收益。公司持续加大对金融科技的投入，2018 年 2 月

出资 13.7 亿元增持万得信息技术股份有限公司股份，完成后占其总股本的 7.02%。2018 年 3 月，入股上海趣美信息有限公司，占其股份比例为 19.02%。趣美信息在量化分析、机器人分析和智能投顾上具有优势。

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测：2019-2021 年 EPS 为 0.38/0.49/0.61 元

我们预测 2019-2021 年公司 EPS 为 0.38/0.49/0.61 元（原预测 2019-2020 年 EPS 为 0.75/0.94 元）。EPS 下调主要因商业贸易预测收入下降和预测房地产业务结算毛利率下调。

我们对公司 2019-2021 年盈利预测做如下假设：

- 1) 公司 2019-2021 年房地产主业毛利率分别为 39.2%/39.6%/40.1%。
- 2) 公司 2019-2021 年海涂开发业务的毛利率分别为 40%/40%/40%。
- 3) 公司 2019-2021 年商品贸易的营收增长了分别为 2.0%/2.0%/2.0%，毛利率分别为 0.2%/0.2%/0.2%。
- 4) 公司 2019-2021 年的所得税率维持 25%。

人民币百万元（标注除外）	调整前		调整后	
	2019E	2020E	2019E	2020E
<b>分项目盈利预测</b>				
<b>房地产</b>				
销售收入	22,338	28,156	19,906	26,151
变动幅度			-10.89%	-7.12%
毛利率	53.75%	53.61%	39.20%	39.63%
变动幅度			-14.55%	-13.98%
<b>海涂开发</b>				
销售收入	288	317	288	317
变动幅度				
毛利率	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
变动幅度				
<b>商业贸易</b>				
销售收入	4640	4732	2967	3027
变动幅度			-36.0%	-36.0%
毛利率	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%
变动幅度				
<b>其他业务</b>				
销售收入	200	200	200	200
变动幅度				
毛利率	54.00%	54.00%	54.00%	54.00%

变动幅度				
销售收入合计	27,466	33,406	23,361	29,695
变动幅度			-14.94%	-11.11%
综合毛利率	44.56%	45.92%	34.38%	35.71%
变动幅度			-10.18%	-10.20%

人民币百万元（标注除外）	调整前		调整后	
	2019E	2020E	2019E	2020E
营业收入	27,466	33,406	23,361	29,695
变动幅度			-14.94%	-11.11%
营业利润	8,843	11,000	4,568	5,778
变动幅度			-48.35%	-47.47%
归属母公司净利润	6,448	8,049	3,248	4,186
变动幅度			-49.64%	-47.99%
每股收益（元）	0.75	0.94	0.38	0.49
变动幅度			-49.64%	-47.99%
毛利率(%)	44.56%	45.92%	34.38%	35.71%
变动幅度			-10.18%	-10.20%
净利率(%)	23.48%	24.09%	13.90%	14.10%
变动幅度			-9.58%	-10.00%

## 投资建议：买入评级，目标价 4.18 元

**PE 估值：维持买入评级，目标价至 4.18 元（原目标价 5.40 元）。**我们预测 2019-2021 年公司 EPS 为 0.38/0.49/0.61 元（原预测 2019-2020 年 EPS 为 0.75/0.94 元）。EPS 下调主要因商业贸易预测收入下降和预测房地产业务结算毛利率下调。可比公司 2019 年 PE 估值为 11X，我们给予公司 2019 年 11X 的 PE 估值。对应目标价为 4.18 元。

表 2：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)		每股收益(元)			市盈率			
		2019/4/27	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
浦东金桥	600639	15.13	0.66	0.87	1.04	1.16	23	17	15	13
滨江集团	002244	4.61	0.55	0.39	0.54	0.67	8	12	8	7
北京城建	600266	10.04	0.93	0.79	0.98	1.15	11	13	10	9
陆家嘴	600663	17.62	0.93	1.00	1.16	1.37	19	18	15	13
阳光城	000671	6.91	0.51	0.75	1.04	1.39	14	9	7	5
	最大值						23	18	15	13
	最小值						8	9	7	5
	平均数						15	14	11	9
	调整后平均						14	14	11	10

数据来源：Wind，东方证券研究所

**RNAV 估值：**我们对公司地产及其他业务进行了重估，公司重估净资产为 690.8 亿元，每股 RNAV 为 8.0(原每股 RNAV 为 9.0 元)，目前股价 3.57 元，折价 55.4%。

**表 3：公司每股 RNAV 为 8.0 元**

RNAV	
房地产销售增厚（亿元）	252.9
房地产出租增厚（亿元）	10.1
海涂开发增厚（亿元）	0.0
金融业务增厚（亿元）	84.4
其他业务增厚（亿元）	-0.5
归属于母公司净资产（亿元）	343.9
重估净资产合计（亿元）	690.8
总股本（亿股）	86.0
每股净资产值(元/股)	8.0
<b>2019/4/28</b>	<b>3.57</b>
<b>P/RNAV</b>	<b>44.6%</b>

数据来源：公司公告，Wind，东方证券研究所

## 风险提示

**公司项目销售及结算进度不及预期。**公司业绩仍主要依赖于房地产的销售及结算进度，若不达标，将会对公司的收入和盈利造成公司项目销售及结算进度不及预期。负面影响。

**公司投资的金融公司收入不及预期。**银行的利润较依赖于宏观环境，若宏观环境变化，银行业务发展受阻，公司的投资收益将会下降，从而降低公司的盈利能力。

**利率变化和毛利率变化存在不确定性。**一旦宏观环境出现变化，利率和通胀水平均将受到较大影响，因此利率水平的变化存在不确定性。项目结转和限价政策等的影响可能导致毛利率下降。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	17,808	16,018	23,361	26,725	41,199	营业收入	17,500	17,227	23,361	29,695	41,199
应收账款	77	842	154	196	272	营业成本	12,570	12,312	15,329	19,089	25,877
预付账款	1,452	201	1,869	2,376	3,296	营业税金及附加	1,523	1,075	2,366	3,068	4,270
存货	59,370	70,354	81,246	91,629	108,685	营业费用	517	315	961	1,221	1,515
其他	3,437	5,438	6,445	6,794	7,426	管理费用	444	420	796	905	1,221
<b>流动资产合计</b>	<b>82,144</b>	<b>92,853</b>	<b>113,076</b>	<b>127,719</b>	<b>160,877</b>	财务费用	1,493	1,698	1,937	2,701	3,764
长期股权投资	27,695	32,204	30,199	33,001	36,341	资产减值损失	353	272	419	484	706
固定资产	471	515	470	424	378	公允价值变动收益	25	(87)	2	2	2
在建工程	1	1	2	3	3	投资净收益	3,182	2,490	3,005	3,543	3,418
无形资产	264	147	145	143	141	<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>
其他	13,993	14,152	10,824	10,859	10,898	<b>营业利润</b>	<b>3,807</b>	<b>3,546</b>	<b>4,568</b>	<b>5,778</b>	<b>7,272</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>42,425</b>	<b>47,018</b>	<b>41,639</b>	<b>44,429</b>	<b>47,761</b>	营业外收入	391	4	10	10	10
<b>资产总计</b>	<b>124,569</b>	<b>139,871</b>	<b>154,715</b>	<b>172,148</b>	<b>208,638</b>	营业外支出	27	24	24	24	24
短期借款	2,734	2,941	15,905	23,697	44,182	<b>利润总额</b>	<b>4,171</b>	<b>3,525</b>	<b>4,554</b>	<b>5,764</b>	<b>7,258</b>
应付账款	1,974	2,014	2,299	2,863	3,882	所得税	829	835	1,138	1,441	1,815
其他	32,616	39,416	40,709	45,464	55,006	<b>净利润</b>	<b>3,342</b>	<b>2,690</b>	<b>3,415</b>	<b>4,323</b>	<b>5,444</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>37,324</b>	<b>44,371</b>	<b>58,914</b>	<b>72,024</b>	<b>103,070</b>	少数股东损益	28	187	168	137	199
长期借款	30,467	40,449	40,449	40,449	40,449	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,314</b>	<b>2,503</b>	<b>3,248</b>	<b>4,186</b>	<b>5,245</b>
应付债券	20,994	17,800	17,800	17,800	17,800	每股收益 (元)	0.39	0.29	0.38	0.49	0.61
其他	2,885	2,864	258	258	258						
<b>非流动负债合计</b>	<b>54,345</b>	<b>61,113</b>	<b>58,507</b>	<b>58,507</b>	<b>58,507</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>91,669</b>	<b>105,485</b>	<b>117,421</b>	<b>130,531</b>	<b>161,577</b>		<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	693	767	935	1,073	1,271	<b>成长能力</b>					
股本	8,599	8,599	8,599	8,599	8,599	营业收入	28.4%	-1.6%	35.6%	27.1%	38.7%
资本公积	7,968	7,962	7,962	7,962	7,962	营业利润	1075.6%	-6.9%	28.8%	26.5%	25.9%
留存收益	15,849	17,303	20,044	24,229	29,475	归属于母公司净利润	-43.1%	-24.6%	29.6%	28.9%	25.3%
其他	(210)	(245)	(245)	(245)	(245)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>32,900</b>	<b>34,387</b>	<b>37,295</b>	<b>41,618</b>	<b>47,061</b>	毛利率	28.2%	28.5%	34.4%	35.7%	37.2%
<b>负债和股东权益</b>	<b>124,569</b>	<b>139,871</b>	<b>154,715</b>	<b>172,148</b>	<b>208,638</b>	净利率	19.0%	14.5%	13.9%	14.1%	12.7%
						ROE	10.8%	7.6%	9.3%	10.9%	12.2%
						ROIC	4.7%	3.8%	4.1%	4.9%	5.5%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	73.6%	75.4%	75.9%	75.8%	77.4%
净利润	3,342	2,690	3,415	4,323	5,444	净负债率	144.8%	179.6%	172.4%	163.9%	157.7%
折旧摊销	(6)	25	61	61	62	流动比率	2.20	2.09	1.92	1.77	1.56
财务费用	1,493	1,698	1,937	2,701	3,764	速动比率	0.61	0.51	0.53	0.49	0.49
投资损失	(3,182)	(2,490)	(3,005)	(3,543)	(3,418)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(6,854)	(10,340)	(9,795)	(5,947)	(8,832)	应收账款周转率	195.5	35.3	44.6	161.2	167.3
其它	6,889	4,637	301	482	704	存货周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,683</b>	<b>(3,779)</b>	<b>(7,087)</b>	<b>(1,922)</b>	<b>(2,275)</b>	总资产周转率	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
资本支出	390	(61)	(14)	(14)	(14)	<b>每股指标 (元)</b>					
长期投资	(9,805)	(3,320)	2,771	(2,836)	(3,378)	每股收益	0.39	0.29	0.38	0.49	0.61
其他	2,982	(688)	4,537	3,545	3,420	每股经营现金流	0.20	-0.44	-0.82	-0.22	-0.26
<b>投资活动现金流</b>	<b>(6,433)</b>	<b>(4,069)</b>	<b>7,294</b>	<b>695</b>	<b>27</b>	每股净资产	3.75	3.91	4.23	4.72	5.33
债权融资	14,282	12,203	(3,384)	(500)	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	(10)	(6)	0	0	0	市盈率	9.2	12.2	9.5	7.3	5.9
其他	(9,094)	(6,099)	10,520	5,090	16,721	市净率	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
<b>筹资活动现金流</b>	<b>5,178</b>	<b>6,097</b>	<b>7,136</b>	<b>4,590</b>	<b>16,721</b>	EV/EBITDA	13.3	13.4	10.7	8.2	6.3
汇率变动影响	(71)	113	0	0	0	EV/EBIT	13.3	13.4	10.8	8.3	6.4
<b>现金净增加额</b>	<b>357</b>	<b>(1,637)</b>	<b>7,343</b>	<b>3,364</b>	<b>14,474</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。



## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

