



Research and
Development Center

物流业务高速扩张 地产开发稳步前行

—南山控股 (002314.SZ)2021 年报及 2022 年一季报点评

2022 年 05 月 05 日

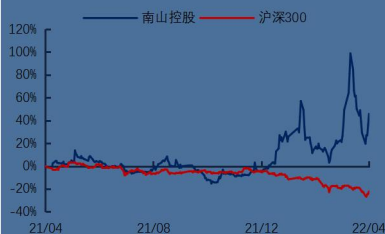
证券研究报告
公司研究
公司点评
南山控股(002314.SZ)
投资评级 买入
上次评级 买入

江宇辉 房地产行业分析师

执业编号: S15005220100002

联系电话: +86 18621759430

邮箱: jiangyuhui@cindasc.com



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	4.68
52周内股价波动区间(元)	2.70-7.00
最近一月涨跌幅(%)	7.59
总股本(亿股)	27.08
流通股比例(%)	100%
总市值(亿元)	126.72

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

物流业务高速扩张 地产开发稳步前行

2022年05月05日

本期内容提要:

- ◆**全年营收微降, 净利润降幅较大。**公司2021年实现总营收111.8亿元, 同比下降0.5%; 实现归母净利润9.76亿元, 同比下降24.5%。营收下降主要由于房地产业务受结算影响营收, 同比下降29.62%。净利润降幅较大主要由于: 1) 费用率提升, 利润率下降。公司2021年毛利率和净利率分别为21.0%和8.4%, 较2020年分别下降7.45pct和6.55pct; 2021年公司管理和销售费用率分别较去年分别提升0.2pct和0.7pct。2) 2020年类REITs出表投资收益大增。2021年公司投资收益相对减少, 净利润同比下降。2022Q1公司毛利率回升至26.7%, 净利润受季节性影响为负, 管理和费用率分别较去年同期下降1.06pct和0.31pct, 公司未来净利润有望回升。2022Q1实现总营收10.41亿元, 同比上升22.9%, 实现归母净利润-1.26亿元, 同比下降51.8%, 净利润大幅下降主要由于公司下属子公司收购深圳赤湾胜宝旺工程有限公司32%股权后, 公司合计持有胜宝旺64%的表决权, 进行并表导致的营业成本、研发费用等上升。
- ◆**仓储物流业务: 营业收入稳定增长, 多元拓展扩张规模。**2021年, 宝湾物流业务实现营业收入14.72亿元, 同比增长24.7%, 主要由于原有园区稳定运营以及新园区投入使用且运营情况良好, 租金收入稳步提升。公司在全国范围内拥有并管理75个智慧物流园区, 物流网络不断完善, 规模效应日益提升。2021年宝湾物流落实北京文投、江门鹤山二期、西安乾龙3个项目, 新增了东莞管理输出项目, 通过输出管理项目、扩大管理输出规模, 公司的品牌影响力将进一步提升。通过多元化方式新增土地668亩。融资方面成功发行中期票据、永续票据并增资扩股, 完成AMC组织和人员切换, 为资管模式转换奠定基础。
- ◆**房地产业务: 保持稳健经营, 拓展优质项目。**2021年公司房地产业务实现全口径销售金额218亿元, 同比增长118%, 并表口径销售金额125.3亿元, 同比增长22%, 实现房地产业务收入61.62亿元, 同比下降29.62%, 营收下降主要受到结算周期影响。2021年公司新增土地储备面积111.3万平方米, 同比增加92%, 新增权益地价50.4亿元。2021年公司主动降低负债, 三道红线处于健康状态, 综合融资成本3.85%-4.99%。
- ◆**预计公司2022-2024年EPS为0.37/0.41/0.47元/股。**
- ◆**随着公司地产业务销售规模增加, 地产业务结算规模有望提升, 在建物流仓储项目完工, 运营面积增加, 租金收入有望保持增长, 制造业及其他业务发展稳定, 维持公司“买入”评级, 目标价7.73元。**
- ◆**风险因素: 房地产调控政策收紧或放松不及预期, 地产行业销售下行幅度超预期, 公司地产开发业务和物流地产业务拓展不及预期**

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	11,180	14,438	17,076	20,277
同比(%)	-0.5%	29.1%	18.3%	18.7%
归属母公司净利润	976	1,015	1,102	1,263
同比(%)	-24.5%	4.0%	8.6%	14.6%
毛利率(%)	21.0%	22.8%	23.6%	23.2%
ROE(%)	10.2%	9.6%	9.4%	9.8%
EPS(摊薄)(元)	0.36	0.37	0.41	0.47
P/E	8.67	12.49	11.50	10.03
P/B	0.88	1.20	1.08	0.98
EV/EBITDA	14.69	15.17	12.97	12.10

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为2022年4月29日收盘价

目录

1 全年营收微降，净利润降幅较大.....	4
2 仓储物流业务：营业收入稳定增长，多元拓展扩张规模.....	5
3 房地产业务：保持稳健经营，拓展优质项目.....	6
预计公司 2022-2024 年 EPS 为 0.37/0.41/0.47 元/股，给予买入评级.....	8
风险因素.....	9

图表目录

图表 1：公司营业收入及同比增速.....	4
图表 2：公司归母净利润及同比增速.....	4
图表 3：公司毛利率及净利率.....	4
图表 4：公司各项费用率.....	4
图表 5：公司仓储物流业务收入及同比增速.....	5
图表 6：公司仓储物流业务已投入运营面积（万平）.....	5
图表 7：宝湾物流截至 2021 年底主要物流园区情况.....	5
图表 8：公司房地产业务收入及同比增速.....	6
图表 9：公司房地产业务收入占比（%）.....	6
图表 10：公司房地产业务销售金额及同比增速.....	6
图表 11：公司房地产业务销售面积及同比增速.....	6
图表 12：公司新增土储面积及同比增速.....	7
图表 13：新增土储城市能级分布.....	7
图表 14：公司业务预测.....	8

1 全年营收微降，净利润降幅较大

公司 2021 年实现总营收 111.8 亿元，同比下降 0.5%；实现经营净现金流 30.12 亿元，同比增长 257.9%；实现归母净利润 9.76 亿元，同比下降 24.5%。营收下降主要由于房地产业务受结算影响营收，同比下降 29.62%。净利润降幅较大主要由于：1) 费用率提升，利润率下降。公司 2021 年毛利率和净利率分别为 21.0%和 8.4%，较 2020 年分别下降 7.45pct 和 6.55pct，主要由于房地产业务和产城综合开发业务业务扩张成本增加、毛利率分别下降 11.6pct 和 37.8pct 所致；2021 年公司管理和销售费用率分别为 2.7%和 8.0%，较去年分别提升 0.2pct 和 0.7pct。2) 2020 年类 REITs 出表投资收益大增。相较 2020 年出表两个物流园区类 REITs 实现投资收益大增，2021 年公司投资收益相对减少，净利润同比下降。2022Q1 公司毛利率回升至 26.7%，净利润受季节性影响为负，管理和费用率分别较去年同期下降 1.06pct 和 0.31pct，公司未来净利润有望回升。

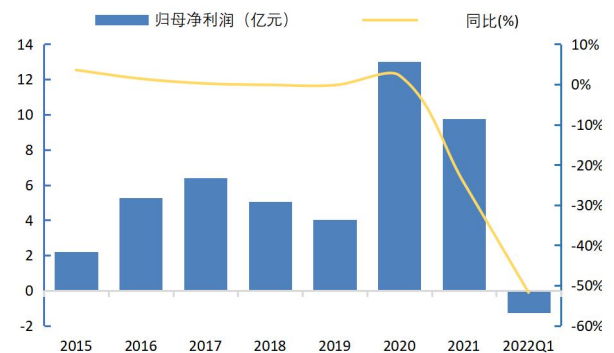
2022Q1 实现总营收 10.41 亿元，同比上升 22.9%，实现归母净利润-1.26 亿元，同比下降 51.8%，净利润大幅下降主要由于公司下属子公司收购深圳赤湾胜宝旺工程有限公司 32%股权后，公司合计持有胜宝旺 64%的表决权，进行并表导致的营业成本、研发费用等上升。

图表 1：公司营业收入及同比增速



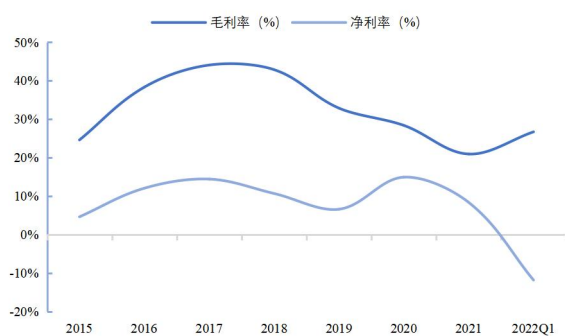
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 2：公司归母净利润及同比增速



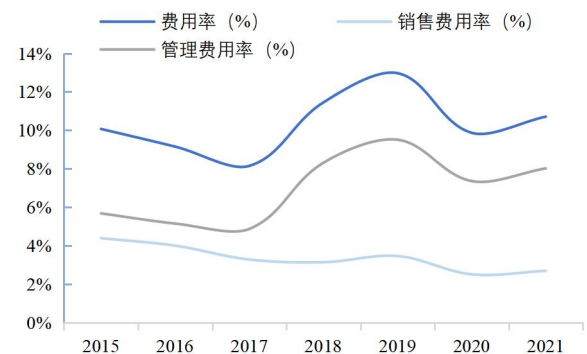
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 3：公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 4：公司各项费用率

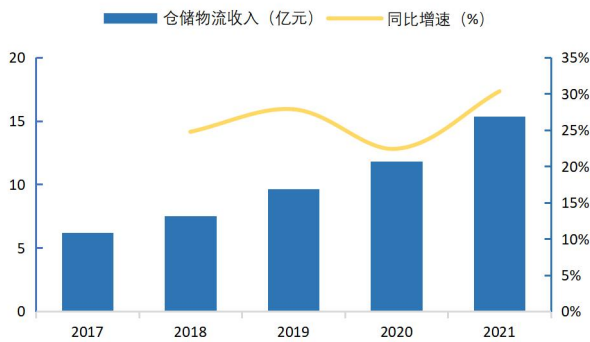


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2 仓储物流业务：营业收入稳定增长，多元拓展扩张规模

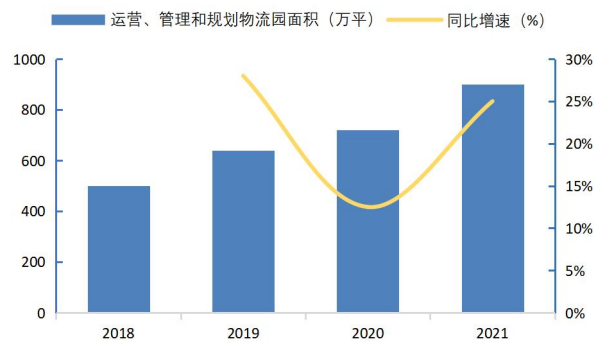
营业收入稳定增长，物流网络不断完善。2021年，宝湾物流业务实现营业收入14.72亿元，同比增长24.7%；经营净现金流10.86亿元，同比增长41.9%，主要由于原有园区稳定运营以及新园区投入使用且运营情况良好，租金收入稳步提升。2021年宝湾物流仓库平均使用率为94.5%。截至2021年末，公司在全国范围内拥有并管理75个智慧物流园区，运营管理和规划在建仓储面积达900万平方米，其中500万平以上已经投入运营，按计划交付11个项目，新增竣工面积102.1万平，物流网络不断完善，规模效应日益提升。

图表 5：公司仓储物流业务收入及同比增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 6：公司仓储物流业务已投入运营面积 (万平)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

多元拓展深耕区域，管理输出提升品牌影响力。2021年公司通过投资拿地和收并购等多种方式深耕长三角、粤港澳大湾区和重要物流节点城市，全国战略聚焦核心区域项目占比超过65%，2021年落实北京文投、江门鹤山二期、西安乾龙3个项目，通过多元化方式新增土地668亩。同时，公司依靠专业运营管理能力，新增了东莞管理输出项目，公司的广州时代宝湾、宁波镇海宝湾和广州番禺宝湾三个管理输出项目2020年和2021年均保持100%的出租率，通过输出管理项目、扩大管理输出规模，公司的品牌影响力将进一步提升。

融资渠道畅通彰显公司物流仓储业务未来发展得到认可。2021年宝湾物流成功发行中期票据，发行额度5亿元，发行利率4.13%，7月成功发行永续中票，发行额度7亿元，发行利率5.3%；8月增资扩股引入杭州萧山平安基石贰号股权投资有限公司现金增资35亿元，同时公司完成AMC组织及人员切换，为资管模式转换奠定基础。宝湾物流的模式是自持的重资产物流地产模式，因此需要大量的资金来进行购地和项目建设，特别是近年来随着公司仓储物流拓展项目增加和在建、拟建工程的增多，公司存在较大的外部筹资需求，公司保持多样化的融资渠道和低廉的融资成本，既彰显市场对公司仓储物流业务发展的认可，也有助于仓储物流业务拓展规模，加速发展。

图表 7：宝湾物流截至 2021 年底主要物流园区情况

园区	2021 年仓库使用率 (%)	2020 年仓库使用率 (%)	园区	2021 年仓库使用率 (%)	2020 年仓库使用率 (%)
嘉兴嘉善宝湾	100.00%	100.00%	长沙望城宝湾	89.40%	93.60%
嘉兴宝湾	98.00%	91.40%	长沙雨花宝湾	88.50%	-
嘉兴三期宝湾	98.20%	86.00%	昆山花桥宝湾	100.00%	100.00%
杭州北宝湾	100.00%	100.00%	南京空港宝湾	100.00%	99.50%
上海宝山宝湾	100.00%	100.00%	南通港闸宝湾	100.00%	93.80%
上海松江宝湾	100.00%	100.00%	南通锡通宝湾	100.00%	89.30%
无锡惠山宝湾	100.00%	100.00%	镇江新区宝湾	77.10%	70.50%
宁波镇海宝湾	36.50%	-	无锡江阴宝湾	92.50%	83.20%
绍兴上虞宝湾	100.00%	93.20%	淮安经开宝湾	85.30%	50.60%
杭州大江东宝湾	100.00%	-	合肥肥东宝湾	97.70%	97.50%
宁波镇海宝湾 (代管)	100.00%	100.00%	鄂州葛店宝湾	100.00%	94.80%
宁波余姚宝湾	17.50%	-	武汉汉南宝湾	76.90%	89.00%
无锡空港宝湾	93.40%	-	武汉青山宝湾	26.70%	-

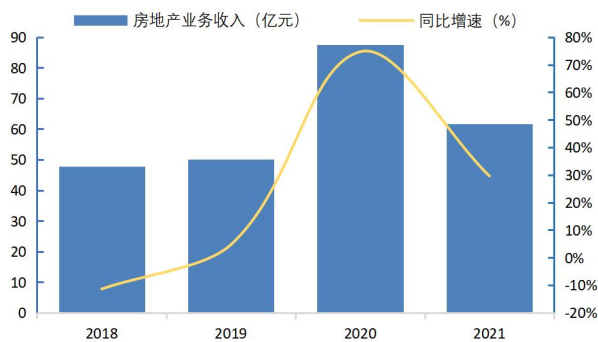
苏州吴江宝湾	100.00%	-	郑州经开宝湾	99.70%	37.80%
北京空港宝湾	100.00%	100.00%	合肥新站宝湾	95.90%	14.50%
廊坊经开宝湾	100.00%	100.00%	西安空港宝湾	100.00%	93.30%
青岛胶州宝湾	94.80%	96.60%	西安临潼宝湾	100.00%	62.00%
天津津南宝湾	98.90%	98.50%	成都新都宝湾	100.00%	99.90%
天津塘沽宝湾	99.70%	90.90%	成都龙泉宝湾	100.00%	99.50%
天津滨港宝湾	59.50%	74.00%	成都青白江宝湾	72.20%	-
广州黄埔宝湾	100.00%	100.00%	重庆西彭宝湾	99.50%	99.90%
广州时代宝湾(代管)	100.00%	100.00%	重庆珞璜宝湾	43.20%	7.50%
佛山南海宝湾	100.00%	100.00%	贵阳空港宝湾	95.90%	95.70%
佛山三水宝湾	100.00%	93.00%	青白江东宝湾	96.70%	67.30%
佛山三水宝湾(厂房)	100.00%	100.00%	昆明空港宝湾	96.80%	55.50%
广州番禺宝湾(代管)	100.00%	100.00%			

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

3 房地产业务：保持稳健经营，拓展优质项目

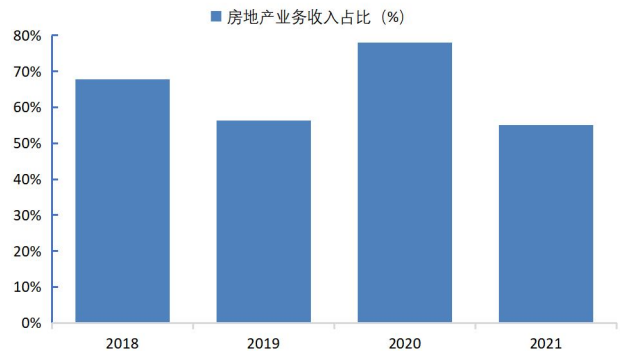
销售稳健增长，营收有所下降。2021年公司房地产业务实现全口径销售金额218亿元，同比增长118%，并表口径销售金额125.3亿元，同比增长22%，销售面积41.24万平，同比下降8.8%。实现房地产业务收入61.62亿元，同比下降29.62%，营收下降主要受到结算周期影响。

图表 8：公司房地产业务收入及同比增速



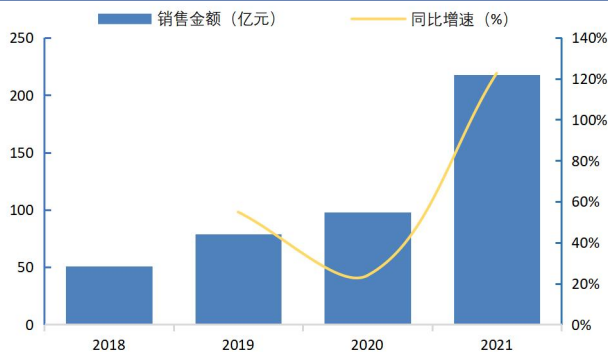
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 9：公司房地产业务收入占比 (%)



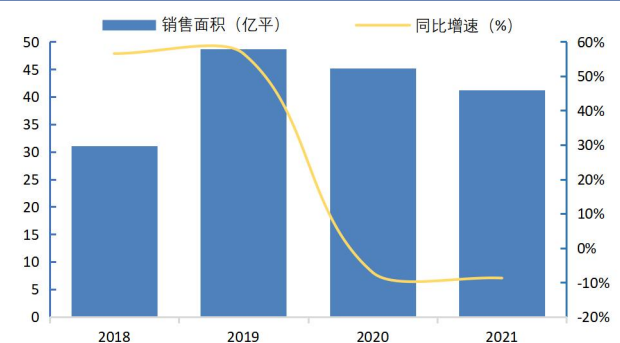
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 10：公司房地产业务销售金额及同比增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 11：公司房地产业务销售面积及同比增速



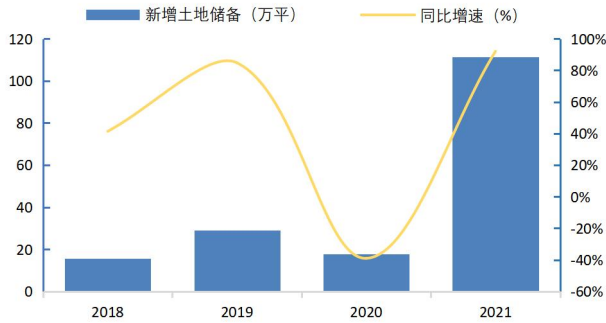
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

侧重于拓展优质土地项目，土地储备丰富。2021年公司通过招拍挂等方式，获得苏州、武汉、东莞、成都、南通、都江堰等地共21宗地块，合计新增土地储备面积111.3万平方米，同比增加92%，新增权益地价50.4亿元。公司结合地产实际去化速度进行资源布局，既保障可持续发展，又不轻易冒进，更加注重拓展优质土地项目。公司坚持“均衡、稳定、可持续”的规模化发展战略，抓住城市群发展契机，坚持深耕重点城市，新增项目主要布局

在上海、深圳、苏州、无锡等长三角、长江中游、成渝及粤港澳地区的核心一线和强二线城市，一二线城市占比达 68.6%。截至 2021 年末公司剩余可开发建筑面积 125.88 万平，土地储备资源丰富。

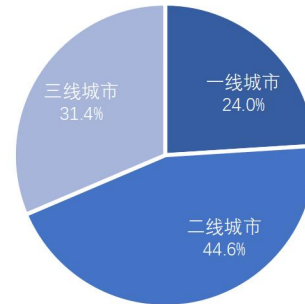
三道红线处健康状态，多种方式保障现金流安全。公司主动降低负债，三道红线均处健康状态，并通过加强回款、优化现金流、发行反向保理供应链 ABN 等方式保障公司现金流安全，控制融资成本，综合融资成本 3.85%-4.99%。

图表 12：公司新增土储面积及同比增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 13：2021 年新增土储城市能级分布



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

预计公司 2022-2024 年 EPS 为 0.37/0.41/0.47 元/股，给予买入评级

对公司 2022-2024 年盈利预测做如下假设：

房地产业务方面，随着近年来公司销售规模不断增加，公司房地产业务结算规模预计将同步保持提升，预计 2022 年-2024 年公司房地产业务结算收入增速分别为 36%/22%/22%，毛利率分别为 18%/20%/20%。

物流业务方面，随着公司在建物流仓储项目逐步完工，运营仓储物流面积增加，租金收入有望保持同步增长，预计 2022 年-2024 年公司物流仓储业务收入增速分别为 32%/8%/10%，毛利率分别为 52%/52%/52%。

产城综合开发业务方面，随着公司项目不断拓展、运营能力和资源整合能力提升，规模有望保持稳定增速，预计 2022 年-2024 年公司产城综合开发业务收入增速分别为 20%/20%/20%，毛利率分别为 14%/14%/14%。

制造业务和其他业务方面，预计将保持稳定，两项业务 2022 年-2022 年收入增速预计分别保持在 10%的水平，其毛利率分别为 15%和 50%。

对于公司业务做出如下预测

图表 14：公司业务预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
房地产业						
收入(亿元)	50.13	87.57	61.63	83.98	102.46	125.00
成本(亿元)	33.38	65.00	52.92	68.87	81.97	100.00
毛利(亿元)	16.75	22.57	8.71	15.12	20.49	25.00
毛利率(%)	33%	26%	14%	18%	20%	20%
产城综合开发业务						
收入(亿元)	0.10	0.36	18.36	22.03	26.44	31.73
成本(亿元)	0.07	0.17	15.65	18.95	22.74	27.28
毛利(亿元)	0.03	0.19	2.71	3.08	3.70	4.44
毛利率(%)	26%	53%	15%	14%	14%	14%
仓储物流业务						
收入(亿元)	9.66	11.90	15.38	20.29	21.98	24.178
成本(亿元)	4.25	5.53	7.44	9.74	10.55	11.61
毛利(亿元)	5.41	6.37	7.94	10.55	11.43	12.57
毛利率(%)	56%	54%	52%	52%	52%	52%
制造业业务						
收入(亿元)	10.87	10.50	12.60	13.86	15.246	16.7706
成本(亿元)	9.80	8.71	10.62	11.78	12.96	14.26
毛利(亿元)	1.07	1.79	1.98	2.08	2.29	2.52
毛利率(%)	10%	17%	16%	15%	15%	15%
其他						
收入(亿元)	1.61	2.00	3.83	4.213	4.6343	5.09773
成本(亿元)	1.08	1.02	1.75	2.11	2.32	2.55
毛利(亿元)	0.53	0.98	2.08	2.11	2.32	2.55
毛利率(%)	33%	49%	54%	50%	50%	50%
总体						
收入(亿元)	72.37	112.33	111.80	144.38	170.76	202.77
成本(亿元)	48.58	80.43	88.38	111.44	130.53	155.69
毛利(亿元)	23.79	31.90	23.42	32.94	40.23	47.08
毛利率(%)	33%	28%	21%	23%	24%	23%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

预计公司 2022 年-2024 年 EPS 分别为 0.37/0.41/0.47 元，对应股价对应 2022-2024 年 PE 估值分别为 12.5x、11.5x 和 10.0x。目标价 7.73 元/股，维持买入评级。

风险因素

政策风险：房地产调控政策收紧或放松不及预期。

市场风险：地产行业销售下行幅度超预期。

业务风险：公司地产开发业务和物流地产业务拓展不及预期

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	42,755	52,726	59,983	69,411	营业总收入	11,180	14,438	17,076	20,277
货币资金	9,920	11,930	12,633	13,587	营业成本	8,838	11,144	13,053	15,569
应收票据	28	36	43	51	营业税金及附加	268	347	410	487
应收账款	805	1,039	1,229	1,460	销售费用	301	388	459	545
预付账款	482	608	712	849	管理费用	857	982	1,161	1,379
存货	22,470	28,334	33,187	39,585	研发费用	40	52	61	73
其他	9,050	10,779	12,179	13,879	财务费用	546	620	740	873
非流动资产	28,491	30,523	33,624	36,611	减值损失合计	-8	0	0	0
长期股权投资	3,468	3,468	3,468	3,468	投资净收益	774	433	256	304
固定资产(合计)	4,358	5,084	6,756	8,376	其他	14	69	81	97
无形资产	5,922	5,922	5,922	5,922	营业利润	1,110	1,407	1,528	1,752
其他	14,743	16,050	17,478	18,845	营业外收支	72	0	0	0
资产总计	71,246	83,249	93,607	106,022	利润总额	1,182	1,407	1,528	1,752
流动负债	34,606	41,413	47,132	54,405	所得税	245	292	317	363
短期借款	1,060	1,060	1,060	1,060	净利润	937	1,115	1,211	1,388
应付票据	148	187	219	261	少数股东损益	-39	100	109	125
应付账款	4,016	5,064	5,932	7,075	归属母公司净利润	976	1,015	1,102	1,263
其他	29,381	35,101	39,921	46,008	EBITDA	1,507	1,874	2,402	2,806
非流动负债	19,044	23,125	26,552	30,306	EPS(当年)(元)	0.36	0.37	0.41	0.47
长期借款	14,343	18,424	21,850	25,604					
其他	4,702	4,702	4,702	4,702	现金流量表				
负债合计	53,650	64,538	73,684	84,711	单位: 百万元				
少数股东权益	8,033	8,133	8,242	8,367	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
归属母公司股东权益	9,563	10,578	11,681	12,944	经营活动现金流	3,012	611	1,468	1,478
负债和股东权益	71,246	83,249	93,607	106,022	净利润	937	1,115	1,211	1,388
					折旧摊销	719	349	471	582
重要财务指标					财务费用	686	769	919	1,063
单位: 百万元					投资损失	-774	-433	-256	-304
主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	营运资金变动	1,363	-1,154	-835	-1,200
营业总收入	11,180	14,438	17,076	20,277	其它	82	-36	-42	-50
同比(%)	-0.5%	29.1%	18.3%	18.7%	投资活动现金流	-10,296	-1,913	-3,273	-3,215
归属母公司净利润	976	1,015	1,102	1,263	资本支出	-3,782	-2,346	-3,529	-3,519
同比(%)	-24.5%	4.0%	8.6%	14.6%	长期投资	-2,613	0	0	0
毛利率(%)	21.0%	22.8%	23.6%	23.2%	其他	-3,900	433	256	304
ROE(%)	10.2%	9.6%	9.4%	9.8%	筹资活动现金流	9,124	3,312	2,508	2,691
EPS(摊薄)(元)	0.36	0.37	0.41	0.47	吸收投资	3,589	0	0	0
P/E	8.67	12.49	11.50	10.03	借款	17,642	4,081	3,427	3,754
P/B	0.88	1.20	1.08	0.98	支付利息或股息	-1,813	-769	-919	-1,063
EV/EBITDA	14.69	15.17	12.97	12.10	现金净增加额	1,839	2,010	703	955

研究团队简介

江宇辉，信达证券房地产行业首席分析师，中南财经政法大学管理学学士，上海财经大学金融硕士，从事地产行业研究六年，先后供职于中信建投证券、中梁地产集团。曾获2015年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2016年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名，2017年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，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。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。