

2018年03月30日

葛洲坝 (600068.SH)

## 投资收益助利润增速超预期，环保业务发展潜力逐步兑现

■**事项：**公司发布2017年度报告，2017年实现营业收入1068.07亿元，比上年同期增加6.54%；实现归属于上市公司股东的净利润46.84亿元，比上年同期增加37.94%，扣非后同比增加31.83%。实现EPS 0.89元（扣除永续债利息后），拟每10股派红2.68元（含税）。

■**归母净利润增速超预期，环保业务收入连续两年保持显著增长：**公司2017年分别实现营业收入和归属于上市公司股东的净利润同比增长6.54%、37.94%，营收增速保持稳定，归母净利润增速大幅提升达到2015年以来最高。期内非经常性损益合计7.67亿元，较2016年4.25亿元同比增加80.47%，主要为期内公司处置部分可供出售金融资产（长江电力、交通银行股票）确认投资收益（7.11亿元）等影响。**分季度来看**，公司2017Q1-Q4分别实现营收同比增速37.86%、20.22%、0.30%、-11.99%，Q3、Q4增速下滑，我们判断或为清理PPP项目库及环保停工限产因素致施工收入确认减缓；Q1-Q4分别实现归属于上市公司股东的净利润同比增速15.59%、24.07%、6.77%、81.72%，Q4归母净利润同比大增或为确认处置可供出售金融资产取得投资收益所致。如考虑剔除投资收益同口径比较，则全年利润总额同比增加约20%。**从业务结构来看**，公司各主业分别实现营收及增速：工程施工569.87亿元（同比-1.31%）、环保266.82亿元（同比+60.13%）、水泥66.80亿元（同比+20.36%）、房地产62.46亿元（同比-36.90%）、民用爆破30.32亿元（同比+9.11%）、投资运营23.49亿元（同比+29.91%）、装备制造21.89亿元（同比-6.49%），环保业务收入已连续两年实现高速增长，水泥业务经营业绩再创历史新高。**从市场结构来看**，国内业务实现营收853.40亿元（同比+3.71%），占比79.90%（同比-2.18个pct）；海外业务实现营收206.05亿元（同比+18.40%），占比19.29%（同比+1.93个pct）。

■**毛利率同比基本持平，工程施工、水泥及房地产业务为利润主要来源：****毛利率方面**，报告期内公司综合毛利率达到13.01%，较2016年微增了0.05个pct。分业务看，各主业毛利率分别为：工程施工12.34%（同比+0.96个pct）、环保0.96%（同比-1.53个pct）、水泥32.45%（同比+3.76个pct）、房地产27.72%（同比+6.74个pct）、民用爆破23.64%（同比-0.70个pct）、装备制造16.29%（同比+3.44个pct）、投资运营58.08%（同比+1.50个pct）。水泥及房地产业务毛利率有所提升。我们计算工程施工、水泥、房地产业务毛利贡献分别为50.35%、15.52%、12.40%，三者仍是公司主要利润来源。分市场看，国内业务毛利率为12.96%（-

公司快报

证券研究报告

建筑施工

投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**13.50元**  
股价（2018-03-30）**8.77元**

### 交易数据

|           |             |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元)  | 40,383.90   |
| 流通市值(百万元) | 40,383.90   |
| 总股本(百万股)  | 4,604.78    |
| 流通股本(百万股) | 4,604.78    |
| 12个月价格区间  | 8.16/13.37元 |

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅%  | 1M    | 3M   | 12M    |
|------|-------|------|--------|
| 相对收益 | -5.1  | 9.79 | -23.48 |
| 绝对收益 | -8.84 | 5.61 | -25.71 |

王鑫

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070004  
wangxin4@essence.com.cn  
010-83321052

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005  
sudy@essence.com.cn  
021-35082325

### 相关报告

- 葛洲坝：预报业绩增速超预期，17Q4 或实现较高增速/王鑫 2018-01-31
- 葛洲坝：Q3 业绩增速放缓，PPP、环保及海外业务前景广阔/王鑫 2017-10-31
- 葛洲坝：业绩增速符合预期，资本结构改善明显，环保业务前景广阔/张龙 2017-09-03
- 葛洲坝：再签海外项目大单，PPP 优势突出，环保业务前景可期/苏多永 2017-07-06
- 葛洲坝：国内外市场共同发力，为业绩增长增添强 2017-06-09

0.66 个 pct)，毛利贡献占比 79.19%；海外业务毛利率为 13.24% (+3.37 个 pct)，毛利贡献占比 19.54%，海外业务毛利贡献有所提升。**期间费用方面**，2017 公司管理费用、销售费用及财务费用率分别为 5.08% (同比+0.70 个 pct)、1.00% (同比持平)、1.95% (同比-0.14 个 pct)，其中管理费用增加较多主要由于本期公司规模扩大职工薪酬增加及加大了研发支出投入所致。**资产减值方面**，期内公司资产减值损失为 0.51 亿元，较去年增加 0.77 亿元，主要为计提坏账损失同比增加所致。**净利率及 ROE 方面**，期内销售净利率为 5.47%，较 2016 年提升了 1.0 个 pct；ROE (加权) 为 17.28%，较 2016 年同期提升了 2.50 个 pct。存货中已完工未结算余额为 171.14 亿元，较 2016 年同期增加 68.72 亿元。

■ **经营性现金净流入大幅增加，负债率及应收账款余额均有所抬升：**

**现金流及货币资金方面**，报告期内公司经营活动产生的现金流量净额为 -8.24 亿元，同比净流入增加 26.04 亿元 (+75.97%)，收现比及付现比分别为 0.89、0.81，经营性现金净流入增加主要为房地产业务销售回款增加，土地投入净流出减少所致。货币资金余额为 189.81 亿元，同比减少 11.40% (-24.43 亿元)，主要为投资性现金因购建长期资产净流出增加及筹资性现金因股利支出增加影响。**资本结构方面**，期末公司资产负债率为 72.67%，较 2016 年期末上升了 5.03 个 pct；剔除预收账款后负债率为 71.12%，同比上升了 5.39 个 pct。我们计算期末公司有息负债总额为 655.13 亿元，净负债率达到 91%，我们认为当前公司资本结构整体符合各项业务开展状态，但杠杆率较高，有息负债规模占比较高。**应收账款方面**，期末公司应收账款为 164.86 亿元，同比增加 58.87 亿元 (+55.55%)，主要为环保业务和建筑业务应收账款增加所致；长期应收款为 86.13 亿元，同比增加 31.04 亿元 (+56.34%)，主要为公司长期应收工程款增加所致。期内应收账款周转率为 7.89，较 2016 年 9.66 降低 18.32%。

■ **海外新签合同增速持续强劲，国内部分 PPP 项目入选第四批示范项目：**

**新签合同方面**，公司 2017 年累计新签合同额 2260.48 亿元 (同比 +5.83%)，其中国内业务新签 1454.66 亿元，同比增长 1.70%，占比 64.35%；海外新签合同额折合人民币 805.82 亿元，同比增长 14.20%，占比 35.65%；新签国内外水电工程合同额人民币 378.68 亿元，约占新签合同总额的 16.75%。公司国际业务签约和营业收入等主要生产经营指标再创历史新高，国际签约和营业收入分别位列我国“走出去”企业中第 6 位和第 8 位。**PPP 业务方面**，根据公司年报，截至 2018 年 2 月底，公司已中标及签约的 PPP 项目共 20 个，合同金额 1220 亿元，不存在已入库项目因 92 号文被清理出库的情况，同时公司四川省巴中至万源高速公路项目、陕西省延长至黄龙、宁陕至石泉高速公路 PPP 项目入选财政部第四批 PPP 示范项目。公司公告截至报告期末，公司共有在建工程 874 个，执行合同总金额为 5434.00 亿元，剩余合同总金额为 2987.00 亿元，其中：工程总承包项目 146 个，剩余合同金额 1649.09

亿元；工程施工和其他模式项目 728 个，剩余合同金额 1337.91 亿元。

**■再生资源业务发展潜力逐步兑现，有望成为业内综合实力较强公司：**

根据 2017 年报数据，公司再生资源业务综合实力已位居行业前列，所属绿园公司旗下已拥有葛洲坝环嘉公司、葛洲坝兴业公司、葛洲坝淮安公司等三家大型再生资源利用企业，构建了全国性的再生资源回收网络，再生资源年综合处理能力达 920 多万吨，是国内再生资源经营种类最丰富的企业之一。报告期内，绿园公司通过加快推进加工基地、再生资源园区（精加工中心）建设，提高自有加工业务占比，提升盈利能力。公司目前正在分步推进区域子分公司建设，在全国共布局 21 家业务子分公司，再生资源回收网络日臻完善。报告期内完成了 16 个再生资源园区的选址和投资方案，逐步构建再生资源回收、加工和销售体系。首个再生资源循环经济示范园项目淮安项目已进入生产阶段，公司预计 2018 年中期全面投产。老河口、淇县、广平、怀远等再生资源园区建设也在稳步推进。此外，公司还控股成立葛洲坝展慈（宁波）金属工业有限公司，布局有色金属精加工业务。展慈公司主要经营高精度精密铜合金材和高韧度铝合金材研发制造、再生金属绿色无害化回收及综合循环利用，年处理铝合金锭 1.5 万吨、铜合金 5 万吨、废钢 100 万吨，综合生产能力位居全国前五。

**■投资建议：**我们看好公司传统建筑业务在国内外的持续发展，再生资源业务的突破有望带动环保板块成为公司业绩主力增长极。我们预测公司 2018 年-2020 年的收入增速预测分别为 13.3%、11.2%、10.8%，净利润增速分别为 16.5%、22.3%、22.2%，实现 EPS 分别为 1.19 元、1.45 元、1.77 元。维持公司买入-A 投资评级，6 个月目标价为 13.50 元，相当于 2018 年 11.30 倍的预期市盈率估值。

**■风险提示：**宏观经济大幅波动风险，国内基建投资增速下滑风险，PPP 项目执行不达预期风险，海外项目执行不达预期风险，项目回款风险等。

| (百万元)    | 2016      | 2017      | 2018E     | 2019E     | 2020E     |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 主营收入     | 100,254.2 | 106,807.1 | 120,989.8 | 134,582.5 | 149,180.3 |
| 净利润      | 3,395.3   | 4,683.6   | 5,457.3   | 6,674.1   | 8,158.3   |
| 每股收益(元)  | 0.74      | 1.02      | 1.19      | 1.45      | 1.77      |
| 每股净资产(元) | 8.37      | 8.91      | 9.86      | 11.01     | 12.40     |

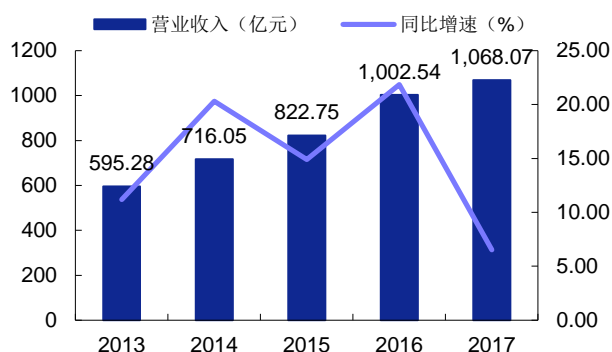
  

| 盈利和估值  | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 11.9  | 8.6   | 7.4   | 6.1   | 5.0   |
| 市净率(倍) | 1.0   | 1.0   | 0.9   | 0.8   | 0.7   |
| 净利率    | 3.4%  | 4.4%  | 4.5%  | 5.0%  | 5.5%  |
| 净资产收益率 | 8.8%  | 11.4% | 12.0% | 13.2% | 14.3% |
| 股息收益率  | 2.3%  | 2.4%  | 4.1%  | 5.0%  | 6.1%  |
| ROIC   | 11.9% | 11.2% | 10.2% | 14.0% | 13.2% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

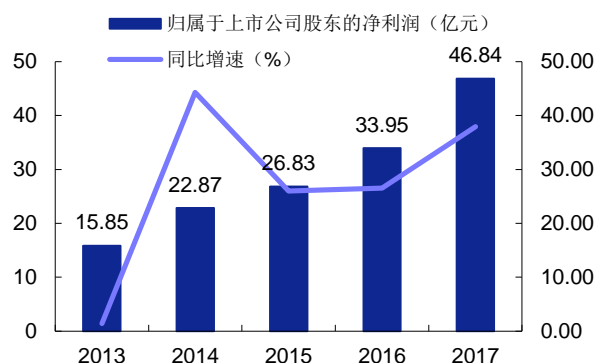
附：公司主要财务数据图表

图 1：2013-2017 公司营业收入及同比增速



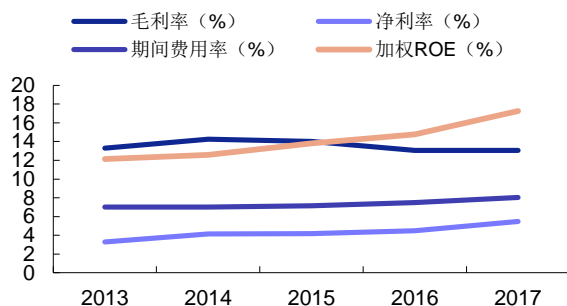
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 2：2013-2017 公司归母净利润及同比增速



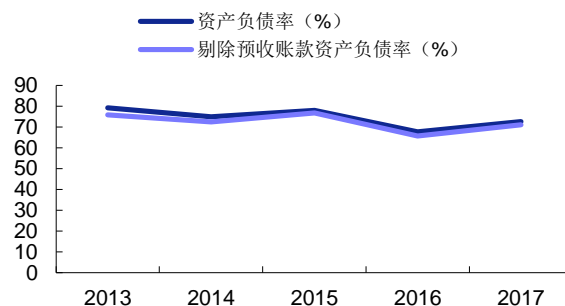
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 3：2013-2017 公司毛利率、净利率、费用率及 ROE



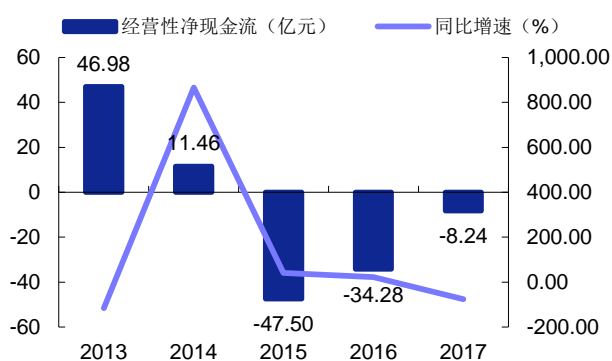
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：2013-2017 公司资产负债率及剔除预收账款资产负债率



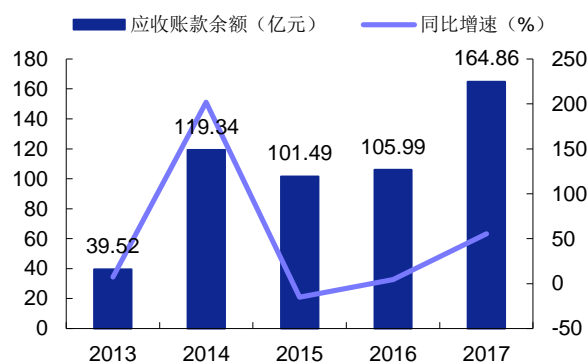
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：2013-2017 公司经营性现金流及同比增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 6：2013-2017 公司应收账款余额及同比增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表         |           |           |           |           |           | 财务指标         |        |        |        |        |        |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (百万元)       | 2016      | 2017      | 2018E     | 2019E     | 2020E     | (百万元)        | 2016   | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| <b>营业收入</b> | 100,254.2 | 106,807.1 | 120,989.8 | 134,582.5 | 149,180.3 | <b>成长性</b>   |        |        |        |        |        |
| 减:营业成本      | 87,167.2  | 92,843.1  | 102,648.7 | 113,192.3 | 124,354.4 | 营业收入增长率      | 21.9%  | 6.5%   | 13.3%  | 11.2%  | 10.8%  |
| 营业税费        | 1,210.4   | 1,227.3   | 1,425.5   | 1,566.0   | 1,746.7   | 营业利润增长率      | 14.1%  | 59.8%  | 17.1%  | 23.5%  | 21.8%  |
| 销售费用        | 1,013.2   | 1,064.9   | 1,214.5   | 1,351.0   | 1,494.2   | 净利润增长率       | 26.5%  | 37.9%  | 16.5%  | 22.3%  | 22.2%  |
| 管理费用        | 4,390.2   | 5,426.2   | 5,722.4   | 6,365.3   | 7,230.1   | EBITDA 增长率   | 17.9%  | 11.9%  | 29.7%  | 17.4%  | 15.9%  |
| 财务费用        | 2,098.1   | 2,078.5   | 1,764.1   | 1,831.2   | 1,761.7   | EBIT 增长率     | 23.4%  | 13.3%  | 36.4%  | 20.1%  | 18.0%  |
| 资产减值损失      | -0.4      | 50.9      | 21.5      | 24.0      | 32.1      | NOPLAT 增长率   | 24.9%  | 39.1%  | 10.5%  | 20.0%  | 18.0%  |
| 加:公允价值变动收益  | -5.4      | -         | -         | -         | -         | 投资资本增长率      | 48.3%  | 20.3%  | -12.0% | 24.6%  | -10.6% |
| 投资和汇兑收益     | 191.3     | 1,353.1   | 338.6     | 280.8     | 270.2     | 净资产增长率       | 74.1%  | 4.4%   | 11.6%  | 12.6%  | 13.4%  |
| <b>营业利润</b> | 4,561.3   | 7,287.2   | 8,531.6   | 10,533.4  | 12,831.2  | <b>利润率</b>   |        |        |        |        |        |
| 加:营业外净收支    | 1,111.6   | 198.6     | 373.6     | 369.7     | 373.9     | 毛利率          | 13.1%  | 13.1%  | 15.2%  | 15.9%  | 16.6%  |
| <b>利润总额</b> | 5,672.9   | 7,485.8   | 8,905.2   | 10,903.1  | 13,205.2  | 营业利润率        | 4.5%   | 6.8%   | 7.1%   | 7.8%   | 8.6%   |
| 减:所得税       | 1,194.0   | 1,638.3   | 1,911.6   | 2,344.2   | 2,839.1   | 净利润率         | 3.4%   | 4.4%   | 4.5%   | 5.0%   | 5.5%   |
| <b>净利润</b>  | 3,395.3   | 4,683.6   | 5,457.3   | 6,674.1   | 8,158.3   | EBITDA/营业收入  | 8.2%   | 8.6%   | 9.9%   | 10.4%  | 10.9%  |
|             |           |           |           |           |           | EBIT/营业收入    | 6.6%   | 7.1%   | 8.5%   | 9.2%   | 9.8%   |
|             |           |           |           |           |           | <b>运营效率</b>  |        |        |        |        |        |
|             |           |           |           |           |           | 固定资产周转天数     | 46     | 48     | 41     | 33     | 27     |
|             |           |           |           |           |           | 流动资产周转天数     | 86     | 114    | 95     | 100    | 103    |
|             |           |           |           |           |           | 流动营业资本周转天数   | 323    | 377    | 330    | 339    | 345    |
|             |           |           |           |           |           | 应收账款周转天数     | 59     | 77     | 69     | 68     | 71     |
|             |           |           |           |           |           | 存货周转天数       | 121    | 174    | 136    | 140    | 146    |
|             |           |           |           |           |           | 总资产周转天数      | 501    | 570    | 517    | 501    | 489    |
|             |           |           |           |           |           | 投资资本周转天数     | 197    | 244    | 221    | 209    | 198    |
|             |           |           |           |           |           | <b>投资回报率</b> |        |        |        |        |        |
|             |           |           |           |           |           | ROE          | 8.8%   | 11.4%  | 12.0%  | 13.2%  | 14.3%  |
|             |           |           |           |           |           | ROA          | 3.0%   | 3.1%   | 4.4%   | 4.0%   | 5.4%   |
|             |           |           |           |           |           | ROIC         | 11.9%  | 11.2%  | 10.2%  | 14.0%  | 13.2%  |
|             |           |           |           |           |           | <b>费用率</b>   |        |        |        |        |        |
|             |           |           |           |           |           | 销售费用率        | 1.0%   | 1.0%   | 1.0%   | 1.0%   | 1.0%   |
|             |           |           |           |           |           | 管理费用率        | 4.4%   | 5.1%   | 4.7%   | 4.7%   | 4.8%   |
|             |           |           |           |           |           | 财务费用率        | 2.1%   | 1.9%   | 1.5%   | 1.4%   | 1.2%   |
|             |           |           |           |           |           | 三费/营业收入      | 7.5%   | 8.0%   | 7.2%   | 7.1%   | 7.0%   |
|             |           |           |           |           |           | <b>偿债能力</b>  |        |        |        |        |        |
|             |           |           |           |           |           | 资产负债率        | 67.6%  | 72.7%  | 64.5%  | 70.0%  | 61.9%  |
|             |           |           |           |           |           | 负债权益比        | 209.0% | 265.8% | 181.7% | 233.7% | 162.2% |
|             |           |           |           |           |           | 流动比率         | 1.69   | 1.35   | 1.35   | 1.40   | 1.38   |
|             |           |           |           |           |           | 速动比率         | 1.04   | 0.65   | 0.98   | 0.70   | 0.92   |
|             |           |           |           |           |           | 利息保障倍数       | 3.17   | 3.63   | 5.84   | 6.75   | 8.28   |
|             |           |           |           |           |           | <b>分红指标</b>  |        |        |        |        |        |
|             |           |           |           |           |           | DPS(元)       | 0.21   | -      | 0.36   | 0.43   | 0.53   |
|             |           |           |           |           |           | 分红比率         | 27.9%  | 30.0%  | 30.0%  | 30.0%  | 30.0%  |
|             |           |           |           |           |           | 股息收益率        | 2.3%   | 2.4%   | 4.1%   | 5.0%   | 6.1%   |

## 现金流量表

|                   | 2016      | 2017      | 2018E     | 2019E     | 2020E     | 业绩和估值指标   |       |       |       |       |       |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                   | 2016      | 2017      | 2018E     | 2019E     | 2020E     | 2016      | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |       |
| 净利润               | 4,478.9   | 5,847.5   | 5,457.3   | 6,674.1   | 8,158.3   | EPS(元)    | 0.74  | 1.02  | 1.19  | 1.45  | 1.77  |
| 加:折旧和摊销           | 1,686.8   | 1,801.9   | 1,624.9   | 1,624.9   | 1,624.9   | BVPS(元)   | 8.37  | 8.91  | 9.86  | 11.01 | 12.40 |
| 资产减值准备            | -0.4      | 50.9      | -         | -         | -         | PE(X)     | 11.9  | 8.6   | 7.4   | 6.1   | 5.0   |
| 公允价值变动损失          | 5.4       | -         | -         | -         | -         | PB(X)     | 1.0   | 1.0   | 0.9   | 0.8   | 0.7   |
| 财务费用              | 2,053.5   | 2,047.9   | 1,764.1   | 1,831.2   | 1,761.7   | P/FCF     | -2.4  | 9.6   | 10.0  | 18.6  | 10.8  |
| 投资损失              | -191.3    | -1,353.1  | -338.6    | -280.8    | -270.2    | P/S       | 0.4   | 0.4   | 0.3   | 0.3   | 0.3   |
| 少数股东损益            | 1,083.6   | 1,163.9   | 1,536.4   | 1,884.8   | 2,207.8   | EV/EBITDA | 8.5   | 8.2   | 5.4   | 5.4   | 3.7   |
| 营运资金的变动           | -16,433.0 | -10,315.5 | 8,923.7   | -18,000.2 | 7,043.7   | CAGR(%)   | 24.1% | 21.0% | 26.8% | 24.1% | 21.0% |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | -3,428.5  | -823.9    | 18,967.8  | -6,265.9  | 20,526.2  | PEG       | 0.5   | 0.4   | 0.3   | 0.3   | 0.2   |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -1,275.8  | -9,160.1  | 40.7      | -402.3    | -453.4    | ROIC/WACC | 1.7   | 1.6   | 1.5   | 2.0   | 1.9   |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | 8,614.1   | 7,459.0   | -13,791.5 | 9,386.8   | -17,153.2 | REP       | 0.6   | 0.6   | 0.6   | 0.4   | 0.4   |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

王鑫、苏多永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

|       |       |               |                          |                           |
|-------|-------|---------------|--------------------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 葛娇妤   | 021-35082701  | gejy@essence.com.cn      |                           |
|       | 朱贤    | 021-35082852  | zhuxian@essence.com.cn   |                           |
|       | 许敏    | 021-35082953  | xumin@essence.com.cn     |                           |
|       | 孟硕丰   | 021-35082788  | mengsf@essence.com.cn    |                           |
|       | 李栋    | 021-35082821  | lidong1@essence.com.cn   |                           |
|       | 侯海霞   | 021-35082870  | houhx@essence.com.cn     |                           |
|       | 林立    | 021-68766209  | linli1@essence.com.cn    |                           |
|       | 潘艳    | 021-35082957  | panyan@essence.com.cn    |                           |
|       | 刘恭懿   | 021-35082961  | liugy@essence.com.cn     |                           |
|       | 孟昊琳   | 021-35082963  | menghl@essence.com.cn    |                           |
|       | 北京联系人 | 温鹏            | 010-83321350             | wenpeng@essence.com.cn    |
|       |       | 田星汉           | 010-83321362             | tianxh@essence.com.cn     |
|       |       | 王秋实           | 010-83321351             | wangqs@essence.com.cn     |
|       |       | 张莹            | 010-83321366             | zhangying1@essence.com.cn |
| 李倩    |       | 010-83321355  | liqian1@essence.com.cn   |                           |
| 高思雨   |       | 021-35082350  | gaosy@essence.com.cn     |                           |
| 深圳联系人 | 姜雪    | 010-59113596  | jiangxue1@essence.com.cn |                           |
|       | 周蓉    | 010-83321367  | zhourong@essence.com.cn  |                           |
|       | 胡珍    | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn    |                           |
|       | 范洪群   | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn     |                           |
|       | 巢莫雯   | 0755-82558183 | chaomw@essence.com.cn    |                           |
|       | 黎欢    | 0755-82558045 | lihuan@essence.com.cn    |                           |

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034