

2016 年 11 月 30 日

\*ST 黑豹 (600760.SH)

## ST 黑豹变黑马，注入沈飞超预期

### ■注入沈飞集团，转型航空核心防务装备制造商：

11 月 28 日，公司公告，拟以 8.04 元/股向中航工业、华融公司发行股份购买其合计持有的沈飞集团 100% 股权，预估值为 73.11 亿元；同时拟以 8.34 元/股向中航工业、机电公司、中航机电非公开发行股份募集配套资金不超 16.68 亿元，用于沈飞新机研制生产能力建设项目；并拟出售全部资产及负债。沈飞集团的主营业务为航空产品制造业务，主要产品包括航空防务装备和民用航空产品，核心产品为航空防务装备。航空防务装备以歼击机为主导产品，民用航空产品包括国内外民机零部件。

### ■投资建议：

受益于我军机型更新换代加速，我们看好沈飞的持续盈利能力。我们预测沈飞 2016/2017 年净利润为 4.83/5.31 亿元，假设本次重组与配套融资全部完成，备考 EPS 为 0.33/0.36 元，给予买入-A 评级，目标价 21.6 元，对应 2017 年 60 倍备考 pe，对应备考市值 314.1 亿。（注：沈飞集团资产评估详细数据尚未公布，财务报表预测及估值数据按照公司原有资产数据处理，待公司公告后再作并表。）

公司此次注入航空防务核心资产，结合今年以来各大军工集团资本运作密集，我们认为，军工资产证券化的预期将继续升温。随着军工集团资产证券化持续推进，资本市场也将真正成为培育军工巨头的沃土。关注洪都航空、中航机电、中直股份、成飞集成、中航三鑫、中航科工(02357.HK)等。

### ■风险提示：重组失败

| 摘要(百万元)  | 2014    | 2015    | 2016E   | 2017E   | 2018E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入     | 2,523.3 | 1,696.7 | 1,527.4 | 1,603.8 | 1,764.2 |
| 净利润      | -141.8  | -220.8  | -87.9   | -129.20 | -117.50 |
| 每股收益(元)  | -0.41   | -0.64   | -0.26   | -0.38   | -0.34   |
| 每股净资产(元) | 1.76    | 1.14    | 0.89    | 0.51    | 0.17    |

| 盈利和估值  | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E    |
|--------|--------|--------|--------|--------|----------|
| 市盈率(倍) | -23.8  | -15.2  | -37.5  | -25.6  | -28.7    |
| 市净率(倍) | 5.5    | 8.5    | 10.9   | 19.1   | 57.3     |
| 净利润率   | -5.6%  | -13.0% | -5.8%  | -8.1%  | -6.7%    |
| 净资产收益率 | -22.1% | -66.4% | -37.5% | -98.6% | -1911.8% |
| 股息收益率  | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%     |
| ROIC   | -7.1%  | -20.1% | -10.3% | -7.4%  | -11.9%   |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司动态分析

证券研究报告

其他军工

投资评级 买入-A

首次评级

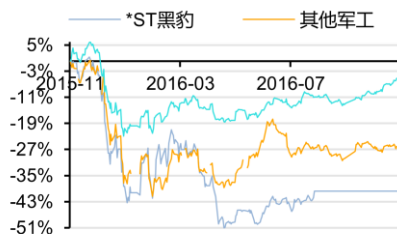
6 个月目标价：21.6 元

股价 (2016-11-29) 9.74 元

### 交易数据

|           |              |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元)  | 3,359.72     |
| 流通市值(百万元) | 3,359.72     |
| 总股本(百万股)  | 344.94       |
| 流通股本(百万股) | 344.94       |
| 12 个月价格区间 | 7.92/16.38 元 |

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅%  | 1M    | 3M    | 12M    |
|------|-------|-------|--------|
| 相对收益 | -5.56 | -6.73 | -40.46 |
| 绝对收益 | 0.0   | 0.0   | -45.1  |

邹润芳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514040001

zourf@essence.com.cn

021-35082076

张超

报告联系人

zhangchao@essence.com.cn

### 相关报告

## 1. 注入沈飞集团，翻开航空核心防务资产证券化新篇章

### 1.1. 重组方案

11月28日，公司公告拟出售资产并收购沈飞集团100%股权，预案包括：

- (1) 资产出售：公司拟以现金方式向金城集团出售截至8月31日除上航特66.61%股权外的全部资产及负债，具体包括本部非股权类资产及负债、北汽黑豹42.63%股权、南京液压100%股权、安徽开乐51%股权、文登黑豹20%股权。拟出售资产的预估值为5.43亿元。同时，公司拟将上航特66.61%股权出售至河北长征，公司控股子公司安徽开乐拟将北厂区土地使用权及地上建筑物出售至开乐股份。
- (2) 购买资产：公司拟以8.04元/股向中航工业、华融公司发行股份购买其合计持有的沈飞集团100%股权，预估值为73.11亿元。
- (3) 募集配套资金：公司拟以8.34元/股向中航工业、机电公司、中航机电非公开发行股票募集配套资金不超16.68亿元，用于沈飞新机研制生产能力建设项目。

表1：标的资产预估值

| 拟交易标的 |                        | 账面净值/亿 | 预估值/亿 | 增值额/亿 | 增值率     |
|-------|------------------------|--------|-------|-------|---------|
| 拟购买资产 | 沈飞集团 100%股权            | 34.72  | 73.11 | 38.39 | 110.55% |
| 拟出售资产 | 除上航特 66.61%股权外的全部资产及负债 | 4.76   | 5.43  | 0.67  | 14.03%  |

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表2：配套融资募集情况

| 认购对象 | 认购金额/万元 | 认购股份/亿股 |
|------|---------|---------|
| 中航工业 | 116760  | 1.4     |
| 机电公司 | 16680   | 0.2     |
| 中航机电 | 33360   | 0.4     |
| 合计   | 166800  | 2.0     |

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 1.2. 沈飞主营业务

沈飞集团的业务领域涵盖防务航空装备、民用航空产品、非航空产品。

#### (1) 防务航空装备业务及产品

沈飞集团始终将防务航空装备的研发和制造业务作为其核心业务，主要产品为歼击机，承担了我国部分主力歼击机机型的研制任务，包括了歼击机的研发、试验、试生产、试飞、批量生产、改型等，形成了成熟、完善的业务体系。沈飞集团的产品族谱以我国已列装的重型歼击机为核心，形成了较为全面的歼击机产品系列。

#### (2) 民用航空制造业务及产品

沈飞集团利用防务航空装备业务积累的技术优势发展民用航空零部件生产业务，主要民用航空产品包括A320机翼前缘、B737-48段、B787-8段垂尾前缘、Q400尾段及机身对接等。未来随着庞巴迪C系列项目及国产ARJ、C919客机项目定型并进入批产期，沈飞集团民用航空零部件制造业务收入将持续增长。

#### (3) 非航空业务及产品

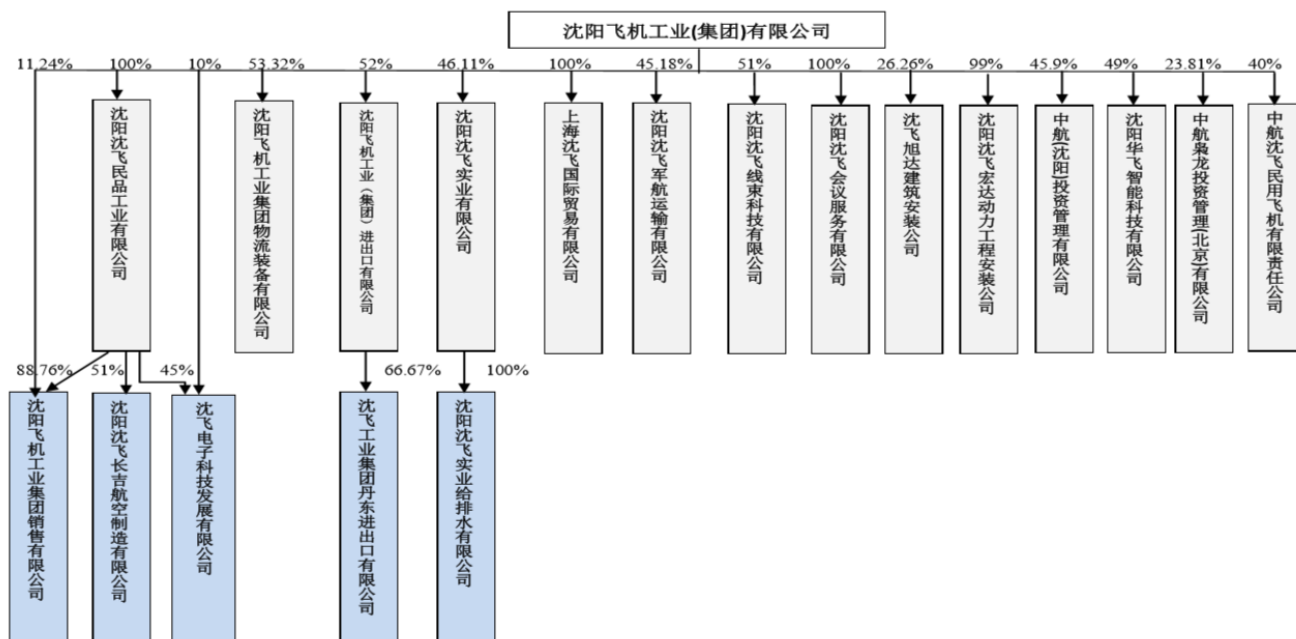
沈飞集团的非航空产品主要包括防静电地板、自动化仓库、烟草机械等，系沈飞集团下属企

业利用其品牌优势、技术优势衍生开发的业务。从 2012、2013 年的数据分析（成飞集成公告），非航空业务收入占沈飞集团主营业务收入的比例约为 2%，对沈飞集团经营业绩不构成实质性影响。

### 1.3. 沈飞和上市公司股权结构

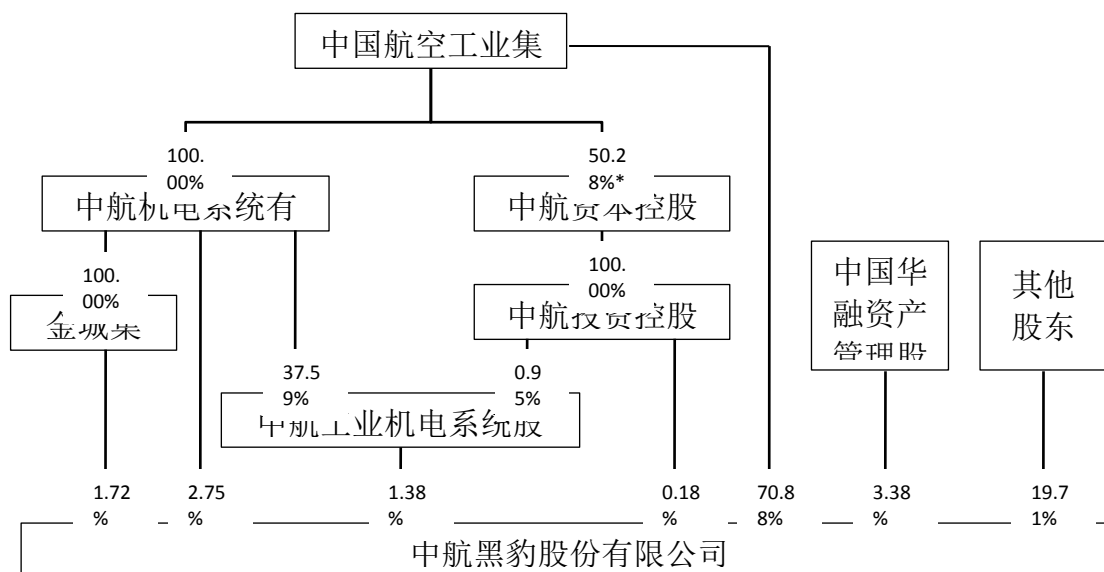
重组成功后，中航工业依然为公司实际控制人，中航机电占 1.38%股份。

图 1：沈飞集团股权结构（截止 2014.10.23）



资料来源：成飞集成公告，安信证券研究中心

图 2：此次交易成功后公司股权结构



以上股权结构图基于以下前提：

- 1) 无偿划转协议生效：2016 年 11 月 28 日，中航工业与金城集团签署无偿划转协议，金城集团拟将持有的上市公司 3,055.91 万股 A 股股票无偿划转给中航工业。本次股票无偿划转实施完成后，金城集团持有上市公司股份数量为 2,500.00 万股、持股比例为 7.25%；中航工业直接持有股份数量为 3,055.91 万股、直接持股比例为 8.86%，并通过金城集团、中航投资间接持有上市股份数量 2,767.79 万股、间接持股比例 8.02%，直接或间接持有上市公司股份比例合计 16.88%，为上市公司控股股东及实际控制人。本次无偿划转前后，上市公司实际控制人均为中航工业，控制权未发生变更。截至本预案签署日，本次无偿划转事项尚需取得国有资产监督管理部门批准。
- 2) 交易方案配套融资成功。
- 3) 中国航空工业集团公司对中航资本控股股份有限公司的直接持股比例为 39.16%，间接持股比例为 11.12%。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 1.4. 沈飞集团财务数据

受益于我军航空装备升级换代和技术不断高精尖化，近几年沈飞营收和利润都稳步增加，但毛利率有所下降。

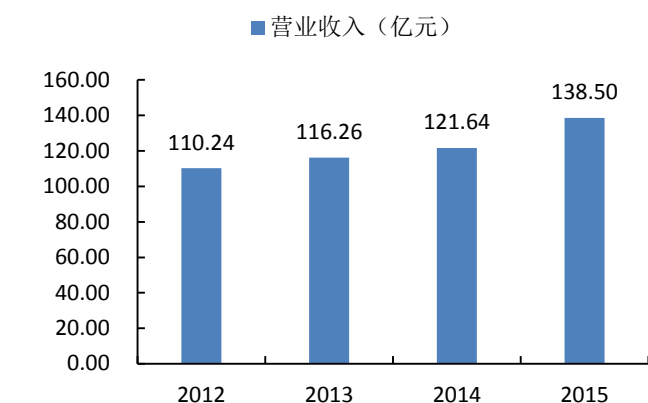
表 3：沈飞集团主要财务数据

| 项目             | 2016 年 1-8 月 | 2015 年 | 2014 年 | 2013 年 | 2012 年 |
|----------------|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入/亿         | 5.23         | 138.50 | 121.64 | 116.26 | 110.24 |
| 利润总额/亿         | -3.87        | 5.10   | 5.20   | 4.47   | 4.52   |
| 净利润/亿          | -3.89        | 4.41   | 4.70   | 2.48   | 3.62   |
| 归属于母公司股东的净利润/亿 | -3.88        | 4.39   | 4.69   | 2.48   | 3.62   |
| 资产负债率          | 85.12%       | 81.58% | 76.19% | 72.57% | 73.93% |
| 毛利率            | 9.16%        | 9.02%  | 10.71% | 10.75% | 9.84%  |
| 对应公司 EPS/元     | -0.27        | 0.30   | 0.32   | 0.17   | 0.25   |

注：沈飞集团 2013 年度净利润较 2012 年度下降 31.47%，主要是由于沈飞集团 2013 年度获得高新技术企业资质，当年起享受 15% 的所得税优惠政策，因此期末适用的递延所得税计提税率由 25% 变更为 15%，导致 2013 年递延所得税费用大幅上升、净利润相应降低。

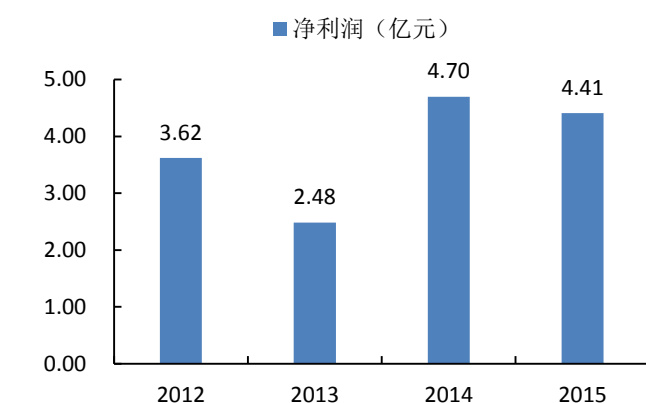
资料来源：公司公告，成飞集团公告，安信证券研究中心

图 3：沈飞集团营业收入



资料来源：公司公告，成飞集成公告，安信证券研究中心

图 4：沈飞集团净利润



资料来源：公司公告，成飞集成公告，安信证券研究中心

## 2. 投资建议

### 2.1. 公司估值与投资建议

资产重组后，公司的主营业务将由专用车、微小卡和液压零部件业务转变为航空产品制造业务，公司彻底转型为核心国防装备生产商，成为极具增长前景和战略投资价值的军工装备标的。受益于我军机型更新换代加速，老旧机型逐步淘汰，我们看好沈飞的持续盈利能力。我们预测沈飞 2016/2017 年净利润为 4.83/5.31 亿元，假设本次重组与配套融资全部完成（14.54 亿股），备考 EPS 为 0.33/0.36 元，给予买入-A 评级，目标价 21.6 元，对应 2017 年 60 倍备考 pe，对应备考市值 314.1 亿

### 2.2. 相关投资建议

公司此次注入航空防务核心防务资产，结合最近各大军工集团资本运作密集，我们预期，市场对军工资产证券化的预期将继续升温。随着军工资产证券化的持续推进，资本市场也将真正成为培育军工巨头的沃土。关注洪都航空、中航机电、中直股份、成飞集成、中航三鑫、中航科工(02357.HK)等。

## 3. 风险提示

重组失败。

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表        |         |         |         |         |         | 财务指标        |         |        |         |         |          |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------|---------|--------|---------|---------|----------|
| (百万元)      | 2014    | 2015    | 2016E   | 2017E   | 2018E   | (百万元)       | 2014    | 2015   | 2016E   | 2017E   | 2018E    |
| 营业收入       | 2,523.3 | 1,696.7 | 1,527.4 | 1,603.8 | 1,764.2 | 成长性         |         |        |         |         |          |
| 减:营业成本     | 2,359.2 | 1,621.5 | 1,428.1 | 1,456.3 | 1,571.9 | 营业收入增长率     | -20.8%  | -32.8% | -10.0%  | 5.0%    | 10.0%    |
| 营业税费       | 4.7     | 5.9     | 4.3     | 4.3     | 5.3     | 营业利润增长率     | 10.2%   | 114.6% | -37.2%  | -2.4%   | 3.4%     |
| 销售费用       | 119.3   | 98.5    | 73.6    | 82.1    | 92.6    | 净利润增长率      | -901.1% | 55.7%  | -60.2%  | 47.0%   | -9.1%    |
| 管理费用       | 154.6   | 155.7   | 101.7   | 117.4   | 136.2   | EBITDA 增长率  | 288.9%  | 551.4% | -84.2%  | -66.4%  | 27.5%    |
| 财务费用       | 56.5    | 72.6    | 105.0   | 116.8   | 121.5   | EBIT 增长率    | 22.3%   | 156.8% | -57.2%  | -13.5%  | 2.7%     |
| 资产减值损失     | 1.6     | 118.9   | 49.3    | 56.6    | 75.0    | NOPLAT 增长率  | 64.3%   | 152.6% | -60.4%  | -8.4%   | 1.6%     |
| 加:公允价值变动收益 | -       | -       | -       | -       | -       | 投资资本增长率     | -10.9%  | -22.9% | 27.5%   | -36.9%  | 19.4%    |
| 投资和汇兑收益    | -       | 5.7     | 1.9     | 2.5     | 3.4     | 净资产增长率      | -20.6%  | -34.7% | -27.3%  | -49.7%  | -95.0%   |
| 营业利润       | -172.7  | -370.7  | -232.7  | -227.2  | -234.9  | 利润率         |         |        |         |         |          |
| 加:营业外净收支   | 4.1     | 34.6    | 83.4    | 40.7    | 52.9    | 毛利率         | 6.5%    | 4.4%   | 6.5%    | 9.2%    | 10.9%    |
| 利润总额       | -168.6  | -336.1  | -149.3  | -186.5  | -182.0  | 营业利润率       | -6.8%   | -21.8% | -15.2%  | -14.2%  | -13.3%   |
| 减:所得税      | 4.2     | 3.1     | -10.1   | -2.1    | -4.2    | 净利率         | -5.6%   | -13.0% | -5.8%   | -8.1%   | -6.7%    |
| 净利润        | -141.8  | -220.8  | -87.9   | -129.20 | -117.50 | EBITDA/营业收入 | -1.2%   | -12.1% | -2.1%   | -0.7%   | -0.8%    |
|            |         |         |         |         |         | EBIT/营业收入   | -4.6%   | -17.6% | -8.4%   | -6.9%   | -6.4%    |
| 资产负债表      |         |         |         |         |         | 运营效率        |         |        |         |         |          |
|            | 2014    | 2015    | 2016E   | 2017E   | 2018E   | 固定资产周转天数    | 146     | 243    | 277     | 259     | 222      |
| 货币资金       | 229.1   | 154.5   | 458.2   | 481.1   | 529.3   | 流动营业资本周转天数  | -5      | -46    | -33     | -21     | -24      |
| 交易性金融资产    | -       | -       | -       | -       | -       | 流动资产周转天数    | 222     | 240    | 245     | 288     | 283      |
| 应收账款       | 430.5   | 228.5   | 300.7   | 297.9   | 353.7   | 应收账款周转天数    | 69      | 70     | 62      | 67      | 67       |
| 应收票据       | 97.7    | 25.1    | 123.2   | 34.5    | 123.0   | 存货周转天数      | 72      | 95     | 73      | 77      | 78       |
| 预付账款       | 108.2   | 83.1    | 56.5    | 95.7    | 72.1    | 总资产周转天数     | 474     | 600    | 621     | 610     | 545      |
| 存货         | 516.4   | 376.7   | 246.4   | 440.5   | 323.9   | 投资资本周转天数    | 226     | 281    | 310     | 269     | 208      |
| 其他流动资产     | -       | 7.6     | 19.4    | 9.0     | 12.0    | 投资回报率       |         |        |         |         |          |
| 可供出售金融资产   | 0.5     | 0.9     | 0.9     | 0.8     | 0.9     | ROE         | -22.1%  | -66.4% | -37.5%  | -98.6%  | -1911.8% |
| 持有至到期投资    | -       | -       | -       | -       | -       | ROA         | -5.6%   | -13.3% | -5.1%   | -6.8%   | -6.8%    |
| 长期股权投资     | -       | -       | -       | -       | -       | ROIC        | -7.1%   | -20.1% | -10.3%  | -7.4%   | -11.9%   |
| 投资性房地产     | -       | -       | -       | -       | -       | 费用率         |         |        |         |         |          |
| 固定资产       | 1,114.6 | 1,185.5 | 1,173.2 | 1,135.2 | 1,044.0 | 销售费用率       | 4.7%    | 5.8%   | 4.8%    | 5.1%    | 5.2%     |
| 在建工程       | 250.1   | 123.6   | 18.1    | -78.3   | -120.7  | 管理费用率       | 6.1%    | 9.2%   | 6.7%    | 7.3%    | 7.7%     |
| 无形资产       | 309.3   | 324.4   | 299.3   | 264.9   | 246.4   | 财务费用率       | 2.2%    | 4.3%   | 6.9%    | 7.3%    | 6.9%     |
| 其他非流动资产    | -       | -       | -       | -       | -       | 三费/营业收入     | 13.1%   | 19.3%  | 18.4%   | 19.7%   | 19.9%    |
| 资产总额       | 3,092.7 | 2,550.0 | 2,729.0 | 2,717.5 | 2,621.0 | 偿债能力        |         |        |         |         |          |
| 短期债务       | 627.0   | 711.0   | 691.7   | 807.4   | 971.0   | 资产负债率       | 74.7%   | 80.0%  | 86.4%   | 93.1%   | 99.6%    |
| 应付账款       | 875.6   | 911.9   | 331.1   | 934.5   | 505.4   | 负债权益比       | 295.5%  | 399.3% | 634.6%  | 1353.2% | 28082.8  |
| 应付票据       | 135.6   | 43.3    | 216.1   | 37.5    | 206.8   | 流动比率        | 0.66    | 0.48   | 0.81    | 0.65    | 0.74     |
| 其他流动负债     | -       | -       | -       | -       | -       | 速动比率        | 0.41    | 0.27   | 0.64    | 0.44    | 0.57     |
| 长期借款       | 100.0   | 100.0   | 757.5   | 311.6   | 591.5   | 利息保障倍数      | -2.05   | -4.11  | -1.22   | -0.95   | -0.93    |
| 其他非流动负债    | -       | -       | -       | -       | -       | 分红指标        |         |        |         |         |          |
| 负债总额       | 2,310.7 | 2,039.3 | 2,357.4 | 2,530.4 | 2,611.7 | DPS(元)      | -       | -      | -       | -       | -        |
| 少数股东权益     | 174.8   | 117.2   | 65.9    | 10.7    | -49.6   | 分红比率        | 0.0%    | 0.0%   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%     |
| 股本         | 344.9   | 344.9   | 344.9   | 344.9   | 344.9   | 股息收益率       | 0.0%    | 0.0%   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%     |
| 留存收益       | 262.3   | 48.6    | -39.3   | -168.6  | -286.0  |             |         |        |         |         |          |
| 股东权益       | 782.0   | 510.7   | 371.5   | 187.0   | 9.3     |             |         |        |         |         |          |
| 现金流量表      |         |         |         |         |         | 业绩和估值指标     |         |        |         |         |          |
|            | 2014    | 2015    | 2016E   | 2017E   | 2018E   |             | 2014    | 2015   | 2016E   | 2017E   | 2018E    |
| 净利润        | -172.8  | -339.3  | -87.9   | -129.2  | -117.5  | EPS(元)      | -0.41   | -0.64  | -0.26   | -0.38   | -0.34    |
| 加:折旧和摊销    | 84.9    | 93.0    | 95.3    | 99.5    | 99.5    | BVPS(元)     | 1.76    | 1.14   | 0.89    | 0.51    | 0.17     |
| 资产减值准备     | 1.6     | 118.9   | -       | -       | -       | PE(X)       | -23.8   | -15.2  | -37.5   | -25.6   | -28.7    |
| 公允价值变动损失   | -       | -       | -       | -       | -       | PB(X)       | 5.5     | 8.5    | 10.9    | 19.1    | 57.3     |
| 财务费用       | 60.6    | 73.4    | 105.0   | 116.8   | 121.5   | P/FCF       | 974.0   | -162.3 | 9.6     | 40.6    | 30.4     |
| 投资损失       | -       | -5.7    | -1.9    | -2.5    | -3.4    | P/S         | 1.3     | 2.0    | 2.2     | 2.1     | 1.9      |
| 少数股东损益     | -31.0   | -118.5  | -51.3   | -55.2   | -60.3   | EV/EBITDA   | -145.7  | -29.7  | -139.6  | -377.2  | -317.2   |
| 营运资金的变动    | 125.3   | 120.6   | -462.6  | 367.5   | -327.3  | CAGR(%)     | 2.2%    | -19.4% | -249.2% | 2.2%    | -19.4%   |
| 经营活动产生现金流量 | 66.4    | 100.8   | -403.4  | 396.9   | -287.5  | PEG         | -10.8   | 0.8    | 0.2     | -11.7   | 1.5      |
| 投资活动产生现金流量 | 76.0    | 63.9    | 49.6    | 71.9    | 55.8    | ROIC/WACC   | -0.7    | -1.9   | -1.0    | -0.7    | -1.1     |
| 融资活动产生现金流量 | -125.7  | -205.1  | 657.5   | -445.9  | 279.9   | REP         | -4.7    | -2.8   | -3.2    | -6.4    | -3.6     |

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 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

邹润芳声明, 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      |
|       | 潘艳  | 021-35082957  | panyan@essence.com.cn     |
| 北京联系人 | 原晨  | 010-83321361  | yuanchen@essence.com.cn   |
|       | 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    |
|       | 周蓉  | 010-83321367  | zhourong@essence.com.cn   |
| 深圳联系人 | 胡珍  | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn     |
|       | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn      |
|       | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@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