

2020 年 03 月 05 日

四维图新 (002405.SZ)

自动驾驶量产倒计时，大步流星驶向新时代

- **智能网联汽车产业全球共振，公司是确定性受益者。**近期智能网联汽车行业屡有大事刷屏。1) 国内方面。11 部委联合下发国家顶层设计《智能汽车创新发展战略》，国内自动驾驶初创公司 Pony.ai 获丰田领投的 4.62 亿美元融资；2) 全球方面。谷歌旗下自动驾驶公司 Waymo 完成首次外部融资，共获得了 22.5 亿美元（约合人民币 156 亿元）融资；宝马正式推出了 i4 纯电动概念车，全面对标特斯拉。面向即将到来的智能网联汽车时代，公司的高精度地图卡位产业链核心环节，是高等级自动驾驶的标配，将是汽车产业智能网联升级的确定性受益者。
- **2019 年收入逆势增长，2020 年业务全面向好。**在 2019 年全年汽车销量下滑 8.2% 的大背景下（来自中汽协数据），公司整体营收逆势增长 8.25%，彰显了行业龙头的实力。展望 2020 年，公司核心地图、车联网、自动驾驶业务在手订单饱满，特斯拉、华为的合作预计带来可观的收入增量，业务全面向好。预计公司 2020 年营收将有 30%+ 的增长，在未来的几年内增长还将持续提速。
- **PS 估值处于低位。**公司历史 PS 区间绝大部分时间稳定在 10-18 倍之间，考虑到目前公司处于自动驾驶产业从 0 到 1 的转折点，创新业务在自动驾驶时代的快速放量将驱动营收加速上升，PS 估值有望进一步突破历史稳态区间。
- **投资建议：**面向即将到来的智能网联汽车时代，公司持续推进“智能汽车大脑”战略愿景，夯实技术领先优势，巩固自动驾驶领域的领导者地位。预计 2020、2021 营收分别为 31.1 亿元、43.46 亿元，维持买入-A 评级，给予 2020 年 Forward PS 18 倍，12 个月目标市值 560 亿。
- **风险提示：**创新业务发展不及预期；与特斯拉合作低于预期。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	2,156.5	2,133.7	2,309.7	3,110.3	4,346.2
净利润	265.2	479.1	340.2	574.9	857.0
每股收益(元)	0.14	0.24	0.17	0.29	0.44
每股净资产(元)	3.38	3.67	4.32	4.55	4.90

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	132.3	73.3	103.1	61.0	40.9
市净率(倍)	5.3	4.9	4.1	3.9	3.6
净利润率	12.3%	22.5%	14.7%	18.5%	19.7%
净资产收益率	3.1%	5.1%	3.4%	5.5%	7.8%
股息收益率	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%
ROIC	11.9%	10.9%	6.2%	12.2%	19.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

基础软件及套装软件

投资评级 **买入-A**

维持评级

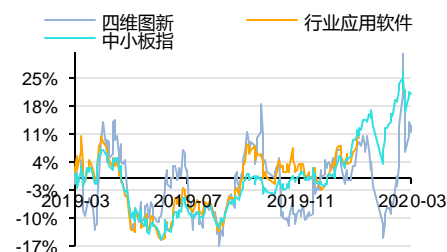
12 个月目标价：**28.5 元**

股价 (2020-03-05) **17.89 元**

交易数据

总市值(百万元)	35,092.37
流通市值(百万元)	28,186.59
总股本(百万股)	1,961.56
流通股本(百万股)	1,575.55
12 个月价格区间	13.31/27.66 元

股价表现



数据来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	18.02	-14.99	-6.66
绝对收益	30.97	7.84	17.36

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001

huyw@essence.com.cn

021-35082010

凌晨

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517120005

lingchen@essence.com.cn

021-35082059

相关报告

- 四维图新：收入逆势增长，大踏步向智能网联时代进发/胡又文 2020-02-29
- 四维图新：六分科技获新一轮投资，旗下优质资产快速升值/胡又文 2019-12-10
- 四维图新：“芯”突破，胎压监测芯片研制成功/胡又文 2019-11-26
- 四维图新：华为正式采购，订单丰收预示业务拐点来临/胡又文 2019-11-19
- 四维图新：牵手奔驰，车联网再下一城/胡又文 2019-11-04

1. 智能网联汽车全球共振，公司是确定性受益者

智能网联汽车产业迎来全球共振。近期智能网联汽车行业屡有大事件刷屏。1) 国内方面。11 部委联合下发国家顶层设计《智能汽车创新发展战略》，国内自动驾驶初创公司 Pony.ai 获丰田领投的 4.62 亿美元融资；2) 全球方面。谷歌旗下自动驾驶公司 Waymo 完成首次外部融资，共获得了 22.5 亿美元（约合人民币 156 亿元）融资；宝马正式推出了 i4 纯电动概念车，全面对标特斯拉。

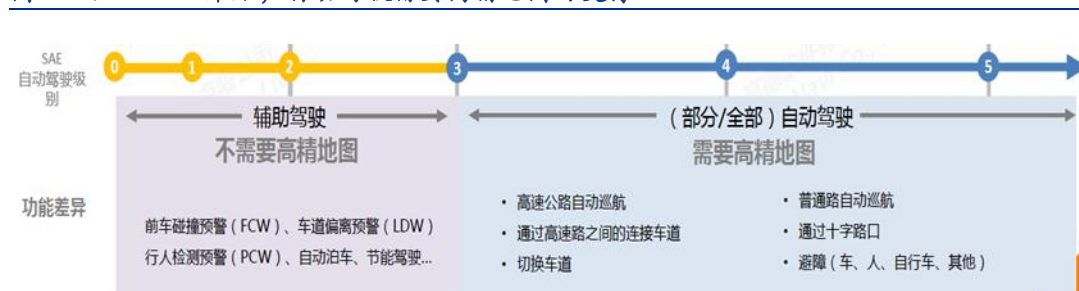
表 1: Waymo 是全球目前估值最高的自动驾驶公司

公司	估值
Waymo	1000 亿美元+
通用 Cruise	190 亿美元
Uber 自动驾驶公司 ATG	73 亿美元
福特 Argo	70 亿美元
Zoox	32 亿美元
小马智行 Pony.ai (国内初创公司)	30 亿美元
Aurora	27 亿美元
Nuro	25 亿美元

数据来源：车云网，安信证券研究中心

公司卡位高精度地图，是产业的确定性受益者。高精度地图是 L3 及以上的自动驾驶的标配。高精度地图至少可以在以下方面助力自动驾驶技术的实现：1) **地图作为传感器 (Map as a Sensor)**。作为感知的一部分，高精度地图可以完整地还原现实世界的静态物体信息，如隔离带、交通标识、信号灯等，以及静态交通信息，如车道数、车道线、车道宽度、路口构成等。此外，高精度地图的定位图层，还可以和摄像头、Lidar, Ridar 等传感器的感知结果相结合，对动态的物体进行融合定位；2) **地图作为预计算单元 (Map as Pre-Computation)**。高精度地图可以结合传感器对既有结果进行轨迹预测，从而避免大量的实时计算，大大减轻对自动驾驶系统的算力需求；3) **提升安全性 (Improve Safety)**。高精度地图数据，可以提供厘米级、多维度的地图数据信息，从而让导航路径规划更精准，提升驾驶安全；4) **助力网联式智能汽车发展**。未来的自动驾驶场景，一定不是单一或者部分车辆的行为，而是一个整体相辅相成的应用生态，依靠高精度地图，自动驾驶车辆之间就可以进行全局的数据共享，通过离线地图的在线更新 (OTA) 以及云服务 (Cloud Service)，就可以从地图角度提升自动驾驶车队之间的互联，以及自动驾驶车辆与周围万物的互联。从产业时间表来看，我们判断 2020 年将是自动驾驶规模化商用的元年，以特斯拉为首的车厂将在今年陆续推出 L3 级别的自动驾驶功能，公司作为国内高精度地图龙头，有望充分受益于汽车智能网联的加速升级。

图 1: 从 level3 开始，自动驾驶需要高精地图的支持



数据来源：高德，安信证券研究中心

2. 2019 年收入逆势增长，2020 年业务全面向好

2019 年营收逆势增长，彰显行业龙头实力。公司在 2019 年全年汽车销量下滑 8.2% 的大背景下（来自中汽协数据），公司整体营收逆势增长 8.25%，彰显了行业龙头的实力。同时，公司 2019 年陆续签署多项战略合作以及订单，为后续成长打下坚实的基础。

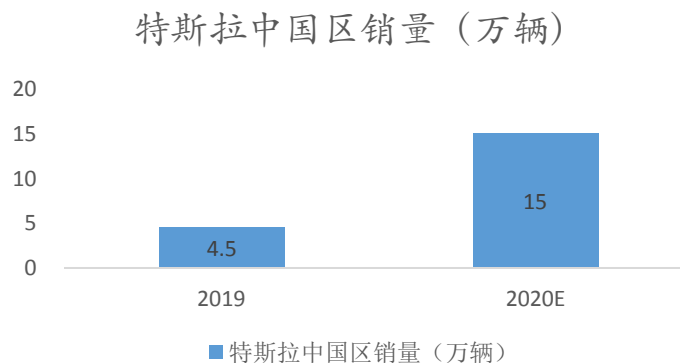
表 2：公司各业务 2019 年公告的部分合作和订单

领域	订单与合作
核心地图	与宝马、特斯拉、戴姆勒、广汽本田、东风本田等国际车厂在导航电子地图领域展开合作
高级辅助驾驶及自动驾驶	宝马签署了自动驾驶地图及相关服务的许可协议，成为国内第一家获得 L3 及以上乘用车自动驾驶应用的自动驾驶地图数据服务订单的供应商
芯片业务	与华为签署战略合作意向书，公司将为华为定制规定区域内的高精度地图数据及服务，共同推进自动驾驶在中国的落地
车联网	公司自主设计的车规级车身控制芯片、胎压监测传感器芯片研制成功，并获得了数万颗的量产订单
	公司与宝马、戴姆勒签署车联网项目服务协议

数据来源：公司公告，安信证券研究中心整理

业务新增量——特斯拉。根据华尔街日报报道，特斯拉的上海工厂已经正式投产。根据特斯拉最新公布的交付数据显示，目前上海的超级工厂已经具有周产 3000 辆的产能，这意味着 2020 年的产量能达到 15 万辆。公司是特斯拉国内地图数据的独家供应商，有望全面受益。根据公司董秘第十四届中国上市公司竞争力公信力调查评选颁奖高峰论坛上的发言，目前特斯拉全系车型均使用了公司 L2.5 级自动驾驶地图。从产业调研来看，L2.5 级自动驾驶地图的单价将是传统导航地图的数倍，特斯拉 2020 年国内销量的放量有望为公司带来显著增量。此外，考虑到特斯拉上海工厂整体建设完成之后的最终产能将达到 50 万辆，我们预计公司与特斯拉的合作业务收入有望在未来几年内持续上升。

图 2：特斯拉国内销量预测



数据来源：乘联会，特斯拉，安信证券研究中心

业务新增量——芯片业务触底回暖。2020 年，TPMS（胎压监测）芯片将成为重要增长点。TPMS 用于汽车行驶中对轮胎气压进行实时监测，对轮胎漏气和低气压进行预警以保障行车安全。研究表明，国内 70% 的高速公路交通事故由爆胎引起，车轮气压低于正常值 10% 时，轮胎寿命将减少 15%~20%，每 100 公里汽车将多耗油 260 毫升。为此，2013 年国家标准委下达《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》国家标准并表示，自 2020 年 1 月 1 日起，所有在产乘用车开始实施胎压监测系统（TPMS）强制安装要求，未来预计 2020 年全球轻型车 TPMS 在 OEM 市场的需求量有望达到 3.48 亿颗。目前国内有接近 30% 的乘用车装载胎压监测系统，而国际芯片大厂在其中占据垄断地位，国产替代+强制前装带来的业务增量有望在 2020 年开始全面释放。

图 3：公司自主研发的 TPMS 芯片，打破国外大厂的技术垄断



数据来源：四维图新，安信证券研究中心

业务新增量——新基建驱动下，高精度地图快速成长。1) 国家大力发展车联网新基建。从 2018 年以来，国家密集发布文件提出车联网路网设施的全面升级。发展车联网产业、交通基础设施升级是中国从交通大国演进到交通强国的必然途径。我们判断，高铁是我们国家交通设施的第一张全球名片，车联网路网设施将是国家未来打造的第二张名片；2) **高精度地图有望成为车联网的刚需性服务。**随着车联网基础设施的成熟以及高等级自动驾驶的普及，车辆将最终发展成为比肩手机的重要智能终端，围绕智能车辆上的应用也将随着百花齐放。考虑到车联网的终极目标是自动驾驶，而高精度地图又是自动驾驶的标配应用。相对车联网的娱乐、社交等应用而言，我们更看好高精度地图作为刚需性的服务应用成长为车联网最核心的应用之一。公司作为高精度地图的主流供应商，切入到车联网运营服务环节将是业务的自然延伸。

表 3：国家车联网新基建相关政策

时间	政策文件	主要内容
2018.2	交通部 2018 年 1 号文件 《加快推进建设中国新一代智能交通控制网》	提出开展国家智慧公路的试点建设工作。(至今已有 9 个省)
2019.9	国务院《交通强国建设纲要》	明确提出全面提升城市交通基础设施的智能化水平
2019.12	交通部《关于开展交通强国建设试点工作的通知》	拟通过 1-2 年时间，取得试点任务的阶段性成果，用 3-5 年时间取得相对完善的系统性成果，培育若干在交通强国建设中具有引领示范作用的试点项目
2020.2	11 部委下发《智能汽车创新发展战略》	到 2025 年，智能交通系统和智慧城市相关设施建设取得积极进展，车用无线通信网络（LTE-V2X 等）实现区域覆盖，新一代车用无线通信网络（5G-V2X）在部分城市、高速公路逐步开展应用，高精度时空基准服务网络实现全覆盖

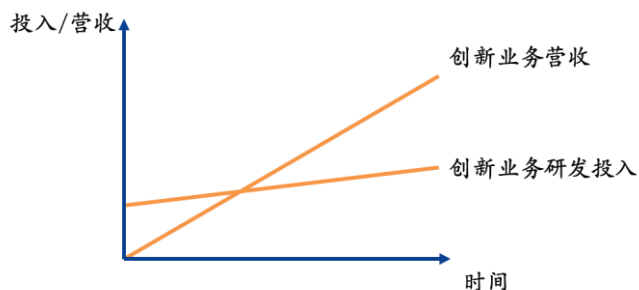
数据来源：国务院、交通部等，安信证券研究中心整理

3. PS 估值更合理，12 个月目标市值 560 亿

公司的商业模式更适用于 PS 估值。1) **收入和费用明显错配。**公司当期的研发投入和回报存在明显错配。根据 wind 统计，公司自上市以来，研发投入占比常年位列全 A 股前十（2018 年研发费用的营收占比达到 60%），是不折不扣的“研发王”。从研发投入的方向来看，我们估计接近 80%是投向了以智能网联业务为代表的创新业务。长期以来高强度研发投入下，公司在自动驾驶领域的头部地位不断夯实，与宝马签署了国内第一个 L3 级别高精度地图订单即为例证。而从投入回报的角度来看，考虑到自动驾驶尚未量产普及，公司的竞争优势以及订单并不会在当期立即转换成收入，存在明显的错配。从长期来看，公司自动驾驶地图等创

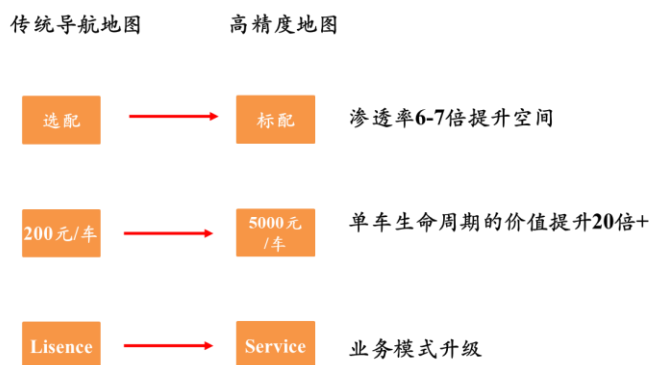
新业务的复制成本较低，主要投入是前期的研发；随着营收的快速增长，公司的研发费用率将呈现持续下降的趋势；2) 公司处于云转型的初期。从商业模式来看，公司过去的业务模式以一次性销售为主。进入到自动驾驶时代之后，公司的高精度地图是典型的云服务，对单辆汽车的收入将是前装+服务费的模式，在每辆车的使用生命周期里按年收取订阅服务费。目前公司处于云转型的初期，随着此前签署的高精度地图订单从2021年开始量产落地，公司将正式开启云转型之旅。3) PS 估值比 PE 估值更适用于公司。考虑到公司的财务特征以及业务发展阶段，我们认为相对于传统看重净利润的 PE 估值，PS 估值体系可能会更加适用。主要原因在于：一方面，PS 估值淡化了收入和研发费用错配导致的当期回报失真问题；另一方面，PS 估值是资本市场主流的评估云服务公司的估值体系。

图 4：公司创新业务和创收存在明显错配



数据来源：安信证券研究中心整理

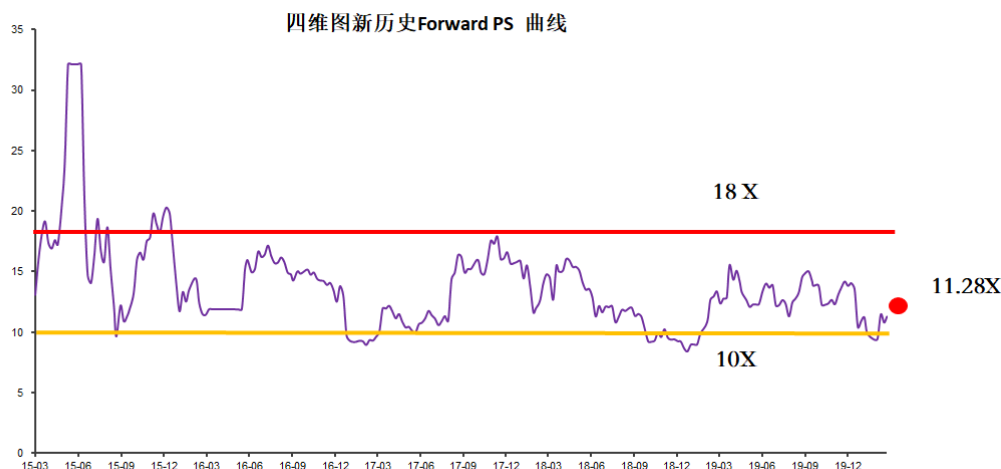
图 5：高精度地图是典型的云服务



数据来源：安信证券研究中心整理

公司历史 PS 区间稳定在 10-18 倍之间。1) 历史 PS 区间相对稳定。从过往公司的历史估值来看，PS (Forward) 的波动区间显著小于 PE，除了个别时间段之外，公司的历史 PS 区间基本稳定在 10-18 倍之间；2) 营收加速向上预期形成之时，PS 估值上限有望进一步打开。2015 年 5 月-6 月以及 11 月-12 月(TMT 牛市)，公司的 PS 估值均突破了稳态的 PS 区间(10-18 倍)，其提升的背后反应的是市场对于公司业务加速的乐观预期。考虑到目前公司处于自动驾驶产业从 0 到 1 的转折点，创新业务在自动驾驶时代的快速放量将驱动营收加速上升，PS 估值也有望进一步突破历史稳态区间。

图 6：公司 PS-BAND (Forward PS)



数据来源：wind，安信证券研究中心；附注：PS Forward 具体计算方式：201X 年 X 月 XX 日的 PS Forward 等于该交易日的市值除以 201X 年的营收；2020 年 X 月 XX 日的 PS Forward 等于该交易日的市值除以 2020 年的预测营收

投资建议：面向即将到来的智能网联汽车时代，公司持续推进“智能汽车大脑”战略愿景，夯实技术领先优势，巩固自动驾驶领域的领导者地位。预计 2020、2021 营收分别为 31.1 亿元、43.46 亿元，维持买入-A 评级，给予 2020 年 Forward PS 18 倍，12 个月目标市值 560 亿。

风险提示：创新业务发展不及预期；与特斯拉、华为等合作低于预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,156.5	2,133.7	2,309.7	3,110.3	4,346.2	成长性					
减:营业成本	530.8	626.2	640.3	876.9	1,187.3	营业收入增长率	36.0%	-1.1%	8.3%	34.7%	39.7%
营业税费	21.6	20.7	23.1	31.1	43.5	营业利润增长率	214.8%	88.4%	-54.7%	98.3%	59.9%
销售费用	146.1	131.6	138.6	155.5	173.8	净利润增长率	69.4%	80.6%	-29.0%	69.0%	49.1%
管理费用	1,314.2	478.2	1,524.4	1,679.6	2,303.5	EBITDA 增长率	62.4%	542.2%	-82.9%	65.7%	48.7%
财务费用	-58.8	-30.5	-4.3	-8.2	-9.9	EBIT 增长率	91.3%	1363.5%	-86.3%	98.4%	60.6%
资产减值损失	55.6	945.9	20.0	20.0	20.0	NOPLAT 增长率	71.5%	126.0%	-15.8%	68.7%	49.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	148.5%	47.3%	-14.5%	-7.1%	-7.8%
投资和汇兑收益	24.1	1,710.6	262.0	100.0	100.0	净资产增长率	116.7%	7.7%	16.6%	4.5%	6.4%
营业利润	268.9	506.7	229.7	455.5	728.1						
加:营业外净收支	0.6	0.0	99.0	100.0	100.0	利润率					
利润总额	269.4	506.7	328.7	555.5	828.1	毛利率	75.4%	70.7%	72.3%	71.8%	72.7%
减:所得税	57.1	129.3	32.9	55.5	82.8	营业利润率	12.5%	23.7%	9.9%	14.6%	16.8%
净利润	265.2	479.1	340.2	574.9	857.0	净利润率	12.3%	22.5%	14.7%	18.5%	19.7%
						EBITDA/营业收入	13.9%	90.0%	14.2%	17.5%	18.6%
						EBIT/营业收入	5.2%	76.9%	9.8%	14.4%	16.5%
						运营效率					
						固定资产周转天数	66	110	100	70	48
						流动营业资本周转天数	-171	-199	-54	-19	-26
						流动资产周转天数	573	671	715	722	614
						应收账款周转天数	87	90	83	86	85
						存货周转天数	12	13	14	13	13
						总资产周转天数	1,162	1,604	1,522	1,245	979
						投资资本周转天数	374	667	680	449	298
						投资回报率					
						ROE	3.1%	5.1%	3.4%	5.5%	7.8%
						ROA	2.2%	4.1%	2.9%	4.5%	6.0%
						ROIC	11.9%	10.9%	6.2%	12.2%	19.7%
						费用率					
						销售费用率	6.8%	6.2%	6.0%	5.0%	4.0%
						管理费用率	60.9%	22.4%	66.0%	54.0%	53.0%
						财务费用率	-2.7%	-1.4%	-0.2%	-0.3%	-0.2%
						三费/营业收入	65.0%	27.1%	71.8%	58.7%	56.8%
						偿债能力					
						资产负债率	29.8%	19.7%	16.4%	19.4%	22.9%
						负债权益比	42.6%	24.5%	19.6%	24.1%	29.8%
						流动比率	1.60	1.98	3.59	3.27	3.00
						速动比率	1.57	1.94	3.53	3.20	2.94
						利息保障倍数	-1.91	-53.74	-51.84	-54.30	-72.34
						分红指标					
						DPS(元)	0.02	0.03	0.03	0.06	0.09
						分红比率	17.9%	11.5%	20.0%	20.0%	20.0%
						股息收益率	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%
资产负债表											
	2017	2018	2019E	2020E	2021E						
货币资金	3,443.4	2,304.5	4,467.1	5,181.5	6,143.8						
交易性金融资产	-	-	-	-	-						
应收账款	657.2	462.8	664.4	894.7	1,250.3						
应收票据	101.3	75.3	-	-	-						
预付账款	35.6	42.2	42.2	42.2	42.2						
存货	79.9	77.3	96.5	132.1	178.9						
其他流动资产	197.0	474.0	474.0	474.0	474.0						
可供出售金融资产	224.7	306.5	306.5	306.5	306.5						
持有至到期投资	-	-	-	-	-						
长期股权投资	82.8	1,298.3	78.4	78.4	78.4						
投资性房地产	-	-	-	-	-						
固定资产	647.4	654.4	623.5	592.4	561.3						
在建工程	-	-	-	-	-						
无形资产	597.1	1,074.9	917.3	838.1	757.3						
其他非流动资产	3,425.3	2,411.1	2,346.8	2,347.6	2,348.2						
资产总额	9,798.9	9,215.1	10,316.7	11,187.6	12,441.0						
短期债务	-	-	47.0	26.5	25.9						
应付账款	2,357.7	1,145.4	999.8	1,369.4	1,854.1						
应付票据	5.7	25.0	-	-	-						
其他流动负债	412.4	511.4	504.4	613.2	765.3						
长期借款	-	-	-	-	-						
其他非流动负债	96.1	81.0	87.2	115.2	158.4						
负债总额	2,925.0	1,812.3	1,687.9	2,173.9	2,853.3						
少数股东权益	237.8	201.5	157.2	82.2	-29.6						
股本	1,282.6	1,309.5	1,961.6	1,961.6	1,961.6						
留存收益	5,425.6	6,237.9	6,510.1	6,970.0	7,655.7						
股东权益	6,874.0	7,402.8	8,628.8	9,013.8	9,587.6						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	212.3	377.4	340.2	574.9	857.0	EPS(元)	0.14	0.24	0.17	0.29	0.44
加:折旧和摊销	304.5	375.6	102.8	96.4	90.2	BVPS(元)	3.38	3.67	4.32	4.55	4.90
资产减值准备	55.6	945.9	20.0	20.0	20.0	PE(X)	132.3	73.3	103.1	61.0	40.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.3	4.9	4.1	3.9	3.6
财务费用	-37.9	2.5	-4.3	-8.2	-9.9	P/FCF	-21.7	-34.0	32.8	41.7	30.6
投资损失	-24.1	-1,710.6	-262.0	-100.0	-100.0	P/S	16.3	16.4	15.2	11.3	8.1
少数股东损益	-52.9	-101.7	-44.4	-75.0	-111.8	EV/EBITDA	101.6	8.3	93.4	55.0	35.8
营运资金的变动	-304.5	-25.6	-221.8	239.7	277.2	CAGR(%)	33.0%	25.5%	51.7%	43.7%	38.5%
经营活动产生现金流量	390.3	370.7	-69.5	747.8	1,022.7	PEG	4.0	2.9	2.0	1.4	1.1
投资活动产生现金流量	-3,276.9	-932.2	1,452.2	80.0	90.0	ROIC/WACC	1.2	1.1	0.6	1.2	2.0
融资活动产生现金流量	3,210.3	915.9	635.4	-127.2	-162.1	REP	8.0	3.1	12.3	6.5	4.3

数据来源: 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

胡又文、凌晨声明, 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。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

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	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
深圳联系人	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@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