



**买入**

**20% ↑**

目标价格:人民币 6.50

原目标价格:人民币 6.30

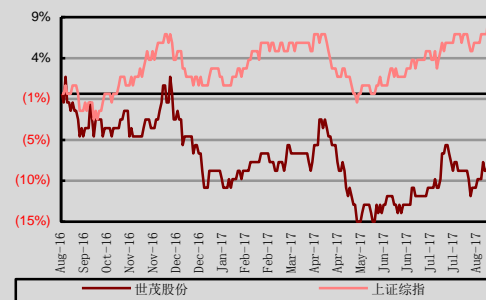
600823.CH

价格:人民币 5.43

目标价格基础:净资产值折价

板块评级:中立

**股价表现**



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	1.5	(1.2)	6.4	(5.2)
相对上证指数	(4.8)	(3.9)	(0.8)	(13.8)

发行股数(百万)	3,751
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	19,319
3个月日均交易额(人民币 百万)	71
净负债比率(%) (2017E)	21
主要股东(%)	
峰盈国际有限公司	44

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以2017年9月1日收市价为标准

**相关研究报告**

《世茂股份: 发行低息债, 销售高增长, 二线蓝筹价值低估》2017.7.14

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

房地产: 房地产开发

卢骁峰, ACCA

(8621)20328284

xiaofeng.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516050001

# 世茂股份

## 轻装上阵再出发, 低估值商业龙头

世茂股份是集团世茂房地产下属的商业地产上市公司, 其综合体和商业项目位于长三角、环渤海和海西等区域的一、二线城市, 且主要坐落于各城市的核心区或经济功能区。集团经过自2015年以来的2年战略调整期后提出高速增长目标, 进入新一轮扩张期后今年有望冲击千亿销售规模。公司的资源储备占集团近1/3, 稳健的经营策略和极低的负债水平为公司扩张提供充分保障, 上半年实现销售额增长33%, 收入增长54%, 目前市盈率仅为9倍; 同时公司在手现金120亿, 净负债率仅5.7%, 市净率仅不到1倍, 价值显著低估。我们维持公司2017-2019年每股收益预测分别为0.63元、0.78元和0.93元, 上调目标价为6.50元, 重申买入评级。

**支撑评级的要点**

- **战略经营调整完毕, 低负债轻装上阵。**世茂房地产自2015年以来进行了为期2年多的调整, 供货重心转向风险较低的一二线城市, 不盲目追求规模的扩张, 而重视利润率、回款率和负债率等指标。目前集团的战略调整期已进入尾声, 虽然过去扩张步伐放缓, 但随着宏观流动性的趋紧以及行业集中度的提升, 公司极低的负债率水平和优质的资产储备将为公司进入新一轮的扩张期提供基础。
- **销售目标超额完成, 集团全年冲击千亿。**2017年世茂股份和世茂房地产分别实现销售同比增长31%和33%, 分别完成全年目标59%和56%, 而今年集团的销售目标已上调至880亿, 有望冲击1,000亿, 即同比增长29%-48%。世茂股份作为集团重要商业和综合体开发平台, 储备占比集团近1/3, 在集团积极扩张的战略背景下, 有望贡献超预期的销售增量。
- **优质地产储备丰富, 商业龙头显著低估。**预计公司共持有在建/待建的土地储备建筑面积约1,000万平方米, 均位于长三角、环渤海和海西等区域的一、二线城市, 且项目主要坐落于各城市的核心区或经济功能区。可结算的权益净利润近100亿, 重估净资产值近300亿, 公司目前账面净资产值200亿, 在手现金120亿, 净负债率仅5.7%, 市净率不到1倍。
- **上半年销售增33%, 营业收入增54%。**公司今年销售和营收双双大幅回升, 体现积极的动力。2017年1-6月, 公司分别实现营业收入101亿元和净利润23.9亿元, 分别同比增长54%和45%, 主要由于高毛利的南京和厦门项目结算, 随着深圳和杭州项目进入结转期, 公司未来两年业绩释放可期, 目前价值显著低估。

**评级面临的主要风险**

- 房地产项目去化率受调控和货币政策影响。

**估值**

- 我们维持公司2017-2019年每股收益预测分别为0.63元、0.78元和0.93元, 目标价由6.30元上调为6.50元, 相当于10倍2017年市盈率和20%的RNAV折价, 重申买入评级。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	15,033	13,708	15,079	18,045	21,660
变动(%)	18	(9)	10	20	20
净利润(人民币 百万)	2,046	2,119	2,373	2,913	3,499
全面摊薄每股收益(人民币)	0.545	0.565	0.633	0.777	0.933
变动(%)	8.1	3.6	12.0	22.8	20.1
全面摊薄市盈率(倍)	9.4	9.1	8.1	6.6	5.5
价格/每股现金流量(倍)	43.4	17.0	9.1	5.2	5.9
每股现金流量(人民币)	0.12	0.30	0.57	0.98	0.87
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.0	8.9	8.8	6.8	5.5
每股股息(人民币)	0.056	0.057	0.064	0.078	0.094
股息率(%)	1.1	1.1	1.2	1.5	1.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 目录

公司简介.....	5
股权结构及变化 .....	6
同业竞争问题.....	7
集团简介.....	9
2000-2004: “滨江模式” 聚焦高端住宅 .....	9
2005-2010: 住宅、商业、酒店 “三驾马车” .....	10
2011-2014: 聚焦刚需, 加快周转 .....	10
2015-2017: 坚守一二线, 降杠杆控风险 .....	11
世茂股份.....	16
财务分析及盈利预测 .....	19
财务分析 .....	19
盈利预测及投资建议.....	20
研究报告中所提及的有关上市公司.....	22

## 图表目录

图表 1. 世茂股份营业收入变化情况 .....	5
图表 2. 世茂股份股东利润变化情况 .....	5
图表 3. 世茂股份总资产变化情况 .....	5
图表 4. 分产品营业收入贡献情况 .....	5
图表 5. 投资项目简介 .....	6
图表 6. 公司与实际控制人之间的产权及控制关系 .....	6
图表 7. 公司 2017 年中报十大股东明细 .....	7
图表 8. 收购项目的估值情况 .....	7
图表 9. 投资项目简介 .....	8
图表 10. 深圳前海世茂金融中心、世茂智慧之门、南昌世茂新城效果图 .....	8
图表 11. 上海世茂滨江花园 .....	9
图表 12. “三驾马车”——住宅、商业、酒店 .....	10
图表 13. 公司销售排名变化 .....	11
图表 14. 新增土地储备 .....	12
图表 15. 年度可售面积情况 .....	12
图表 16. 14-16 年集团新增土地分城情况 .....	12
图表 17. 14-16 年集团新增土地分用途情况 .....	12
图表 18. 净负债率 .....	13
图表 19. 平均融资成本 .....	13
图表 20. 公司销售排名变化 .....	13
图表 21. 合约销售目标与目标完成率 .....	14
图表 22. 实际销售金额与其增长率 .....	14
图表 23. 年度可售面积情况 .....	14
图表 24. 销售均价情况 .....	14
图表 25. 16 年集团在不同城市的销售面积占比 .....	15
图表 26. 16 年集团在不同城市的销售额占比 .....	15
图表 27. 世茂股份合约销售目标与目标完成率 .....	16
图表 28. 世茂股份实际销售金额与其增长率 .....	16
图表 29. 世茂股份在整个集团中所占比重 .....	16
图表 30. 截至 2016 年末世茂股份房地产剩余可售物业项目情况 ...	17
图表 31. 可供出售面积分布 .....	错误!未定义书签。
图表 32. 可结算利润分布 .....	错误!未定义书签。

图表 33. 2016 年世茂股份主要的持有型物业租金情况.....	18
图表 34. 世茂股份地产业务重估净资产值 (RNAV) 测算.....	18
图表 35. 2012-2016 年公司营业收入和利润率.....	19
图表 36. 2012-2016 年公司三项费用率.....	19
图表 37. 2012-2016 年公司资产负债率和净负债率.....	19
图表 38. 2012-2016 年公司现金流和预收账款.....	19
图表 39. 2017-2019 年公司盈利预测.....	20
图表 40. 截止 2018 年 8 月年 150-250 亿市值地产公司估值情况.....	21

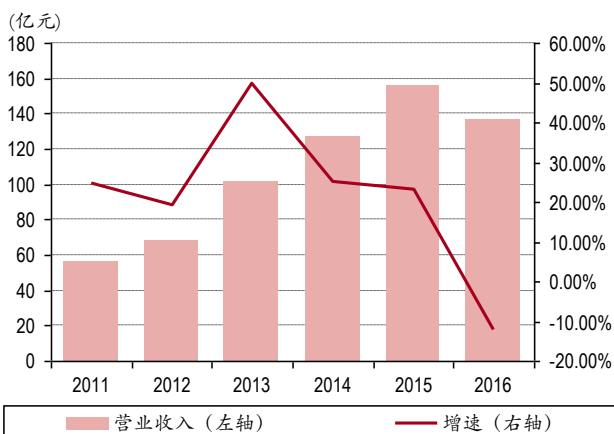
## 公司简介

公司前身“上海万象（集团）股份有限公司”于1994年在上海证券交易所上市。2000年8月上海世茂投资发展有限公司受让黄浦区国资办持有的国家股，以第一大股东身份正式入主上市公司，并于2001年变更公司名称为“上海世茂股份有限公司”，同时主营业务由从商业百货业转为房地产综合经营开发。

2009年，世茂房地产（0813.HK）通过注入世茂股份10个商业项目及北京世茂大厦换取世茂股份6.3亿股新股，世茂房地产成为世茂股份的控股股东，持有64%的股权。世茂股份成为世茂房地产旗下的商业房地产开发平台，主营业务由经营房地产业务变更为商业地产的开发、投资与经营，成为当时国内商业地产土地储备最多的房地产企业。

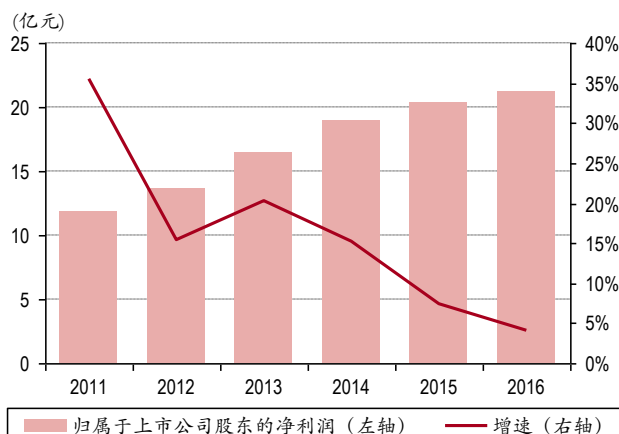
目前，世茂股份是世茂集团下属的商业地产上市公司，业务领域主要涉及房地产开发与销售、商业物业管理与经营及多元商业投资，致力于商业地产的专业化销售和经营，已经成为商业地产领域最具竞争力的企业之一。2016年年度，世茂股份实现营业收入137亿元，归属于上市公司股东的净利润21亿元。截至2016年底，公司总资产规模达799亿元，净资产规模198亿元。

图表 1. 世茂股份营业收入变化情况



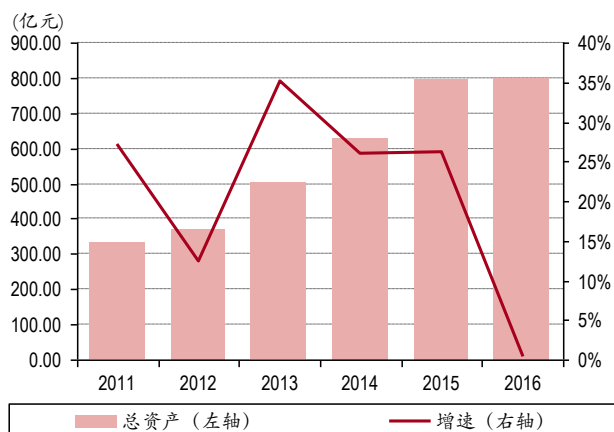
资料来源：公司公告及中银证券

图表 2. 世茂股份归属于母公司利润变化情况



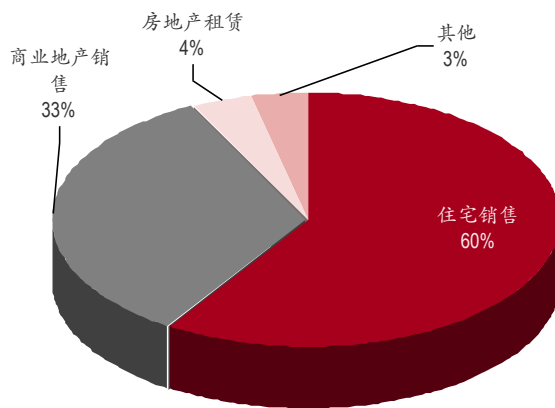
资料来源：公司公告及中银证券

图表 3. 世茂股份总资产变化情况



资料来源：公司公告及中银证券

图表 4. 分产品营业收入贡献情况



资料来源：公司公告及中银证券

### 股权结构及变化

2009年，世茂股份通过非公开发行股票注入资产完成后，峰盈国际（世茂房地产全资子公司）成为公司第一大股东，持股比例为47.67%。2015年，世茂股份实施非公开发行股票，募集资金用于青岛国际中心二期、济南世茂国际广场南区三期、上海天马山项目三期等三个商业地产项目投资，许荣茂先生的控股比例由74.02%降至68.15%，公司控制权未发生变化。

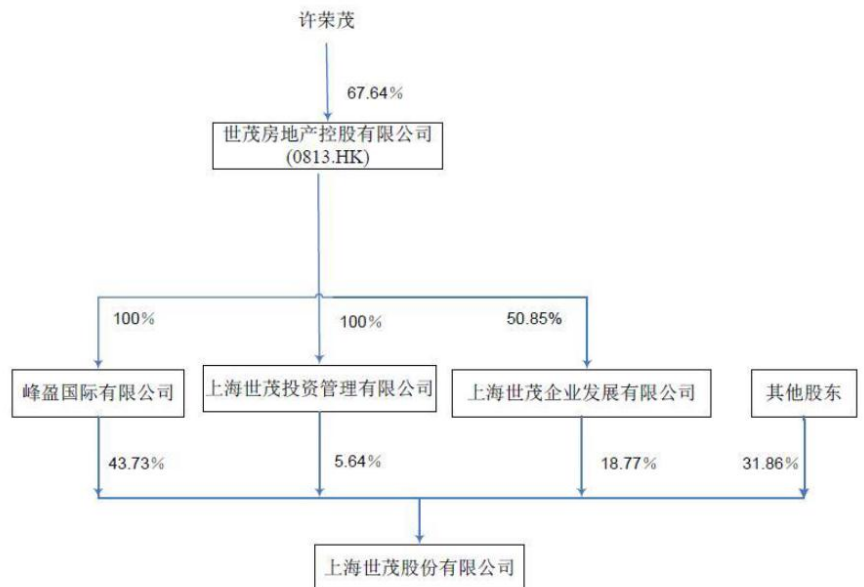
图表 5. 投资项目简介

项目	投资总额 (亿元)	建设周期	用地面积(平 方米)	总建筑面积 (平方米)	预计销售额 (亿元)	位置	项目特色
青岛国际中心二期	16.6	2015Q2-2018Q4	47,876	214,028	22	灵山湾国际旅游度假区	丰富的景观资源和海岸旅游资源 商业、办公、娱乐等功能于一体 青岛胶南地域“标杆”项目 济南“泉、河、阁、府、城”等 历史文化特色
济南世茂国际广场南区三期	6.2	2015Q2-2016Q4	19,724	40,569	9.6	济南古城东南隅	融旅游展示、城市休闲、商业娱乐于一体的旅游休闲区
上海天马山项目三期	3.5	2015Q2-2016Q4	41,187	56,215	6.2	上海佘山国家旅游度假区	自然山林资源 集商业、办公、游乐于一体的多功能商业及休闲中心

资料来源：万得数据及中银证券

目前，峰盈国际持有公司117,180万股，占公司总股本的43.73%，为公司控股股东。世茂房地产通过其全资子公司峰盈国际有限公司、上海世茂投资管理有限公司、控股子公司上海世茂企业发展有限公司合计控制公司68.14%的股份，是本公司的法人实际控制人，许荣茂先生为公司实际控制人。公司的股权比例较为集中。

图表 6. 公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司公告及中银证券

**图表 7. 公司 2017 年中报十大股东明细**

股东名称	2017 年 6 月 30 日	
	持股数量(股)	占总股本比例(%)
峰盈国际有限公司	1,640,520,000	43.73
上海世茂企业发展有限公司	704,216,653	18.77
上海世茂投资管理有限公司	211,680,000	5.64
中国证券金融股份有限公司	64,634,149	1.72
中央汇金资产管理有限责任公司	49,463,540	1.32
上海市黄浦区国有资产监督管理委员会	43,173,459	1.15
上海浦东国有资产投资管理有限公司	21,670,740	0.58
广证领秀投资有限公司	15,536,311	0.41
张小霞	12,900,094	0.34
陈俊毅	12,688,582	0.34
峰盈国际有限公司	2,776,483,528	74.00

资料来源：万得数据及中银证券

### 同业竞争问题

2009 年，世茂房地产资产注入和股权置换完成后，世茂股份成为世茂房地产旗下的商业房地产开发平台与独立的 A 股融资平台。根据世茂房地产、许荣茂先生和世茂股份承诺将严格遵守三方签署的《不竞争协议》：

- 1) 世茂房地产主要致力于住宅和酒店的投资、开发和经营，而世茂股份主要从事商业地产的投资、开发和经营。
- 2) 对于可分割的商业地块，将由世茂股份投资、开发和经营，对于可分割的住宅和酒店地块，将由世茂房地产投资、开发和经营，
- 3) 对于不可分割的地块，将由世茂股份与世茂房地产成立项目公司进行投资、开发和经营，并由世茂股份绝对控股。

2016 年，世茂股份拟非公开发行股票募集资金收购并开发世茂房地产执行的三个商业地产项目，但预案未获证监会批准，最终公司以自有资金收购这三个项目的项目公司，包括：深圳前海世茂金融中心项目公司 51% 股权（估值 48 亿元）、世茂智慧之门项目公司 100% 股权（估值 15.5 亿元）与南昌世茂新城项目公司 100% 股权（估值 6.7 亿元）。此次收购切实履行了避免同业竞争承诺，同时增加了世茂股份优质的地产储备。

**图表 8. 收购项目的估值情况**

	成交价格(亿	负债账面价值(亿	预计收入(亿元)(权	权益可结利润(亿元)
	元)	元)(权益后)	益后)	
前海世茂发展(深圳)有限公司 51% 股权	24.5	7.7	40.0	15.4
杭州世茂瑞盈置业有限公司 100% 股权	15.5	12.8	81.0	10.7
南昌水城投资股份有限公司 100% 股权	6.7	10.0	84.9	0.7

资料来源：公司公告及中银证券

**图表 9. 投资项目简介**

项目	投资总额 (亿元)	建设周期	用地面积(平 方米)	总建筑面积 (平方米)	预计销售额 (亿元)	位置	项目特色
深圳前海世茂金融中心	47.8	2014-2019 年	12,747	193,698	54	深圳前海自由贸易试验区	一栋 330 米超甲级写字楼 六栋独立商业裙楼 集“金融、企业展示、商贸”于一体的国际级湾区标杆项目
世茂智慧之门	43	2015-2020 年	33,857	371,839	68.8	杭州市滨江区江南大道	两幢 280 米超高综合体、一幢 19 层精装 LOFT、两幢配套商业楼及城市景观广场
南昌世茂新城项目	35	2014-2019 年	2,210,000	已取得许可证 面积 165,444		红谷滩新区红角洲片区	坐拥南昌大学等多所院校, 邻市政府办公区与红谷滩 CBD 中央商业区 临近轨道 2 号线与 5 号线 具备复合花园办公、世茂魔方、公园式商街等多业态产品

资料来源: 万得数据及中银证券

**图表 10. 深圳前海世茂金融中心、世茂智慧之门、南昌世茂新城效果图**


资料来源: 公司公告及中银证券



## 集团简介

### 2000-2004：“滨江模式”聚焦高端住宅

2000年，世茂集团在上海首创“滨江模式”，成功开发了上海世茂滨江花园，其位于地处黄浦江东岸陆家嘴金融贸易区，七栋45至55层超高层豪宅沿江扩展近1公里，与东方明珠、金茂大厦比肩而立，靠近上海第一八佰伴和华润时代广场。

世茂滨江花园总占地约27万平方米，总建筑面积约80万平方米，绿化率高达近70%，还规划有完善的商业、办公和教育服务体系。社区内有中式苏州园林、美式夏威夷冲浪沙滩等八大世界风情主题园林景观区。该项目成为住宅地产精品，连续4年蝉联上海市住宅销售金额年底排行第一。

图表 11. 上海世茂滨江花园



资料来源：公司公告及中银证券

## 2005-2010：住宅、商业、酒店“三驾马车”

2005年，集团标杆商业地产项目上海世茂国际广场开业，项目地处上海市中心最繁华、闻名中外的南京路商业步行街的起点，与市百一店和新世界商场三足鼎立。

上海世茂国际广场总建筑面积17万平方米，主体建筑高60层，为浦西第一高楼。其中主楼为超五星级酒店——上海世茂皇家艾美酒店，设有770间客房，高度为333米；裙房则为大型购物中心——百联世茂国际广场，共10层，高度为55米，其中有4.3万平方米的商场。2007年5月，上海世茂国际广场二期商场开业。2017年5月广场正式关门改造，世茂集团将收回该项目的管理权限，并将项目更名为“上海世茂广场”。预计2018年秋季重新开业

2006年7月，世茂房地产控股有限公司正式于香港交易所主板IPO上市。2009年，世茂房地产成为世茂股份的控股股东，使世茂集团拥有一家A股上市的独立及专业的商业房地产公司，同时为集团提供一个独立的融资平台。2008年，公司酒店业务重组，标示着集团的精品住宅物业、大型商业物业及高端酒店物业三项业务的全面战略推进，进一步推进“三驾马车”的发展模式。

图表 12. “三驾马车”——住宅、商业、酒店



资料来源：公司公告及中银证券

## 2011-2014：聚焦刚需，加快周转

2011年，由于调控政策对高端住房需求的影响，集团逐步把战略重心向刚性自住需求为主流的二三线城市转移，将部分原项目设计的公寓大户型调整为中小户型，积极加速周转策略，业务规模实现快速稳健的成长。根据克尔瑞数据，2012-2014年世茂房地产连续3年位居全国房企销售额的TOP10。

**图表 13. 公司销售排名变化**

排名	2012		2013		2014	
	公司名称	销售金额 (亿元)	公司名称	销售金额 (亿元)	公司名称	销售金额 (亿元)
1	万科地产	1,418	万科地产	1,741	万科地产	2,120
2	绿地集团	1,078	绿地集团	1,625	绿地集团	2,080
3	保利地产	1,018	万达集团	1,301	万达集团	1,501
4	中海地产	935	保利地产	1,251	恒大地产	1,376
5	恒大地产	923	中海地产	1,170	保利地产	1,362
6	万达集团	905	碧桂园	1,097	碧桂园	1,250
7	绿城中国	510	恒大地产	1,083	中海地产	1,152
8	华润置地	500	华润置地	681	<b>世茂房地产</b>	<b>708</b>
9	碧桂园	475	<b>世茂房地产</b>	<b>671</b>	华润置地	700
10	<b>世茂房地产</b>	<b>460</b>	绿城中国	554	融创中国	658
11	龙湖地产	400	融创中国	508	富力地产	550
12	招商地产	356	龙湖地产	493	绿城中国	525
13	融创中国	356	金地集团	456	华夏幸福	520
14	金地集团	352	中信地产	445	龙湖地产	510
15	富力地产	340	招商地产	428	招商地产	510
16	远洋地产	310	富力地产	422	金地集团	487
17	雅居乐	308	华夏幸福	376	雅居乐	430
18	宏立城	245	雅居乐	374	远洋地产	360
19	中信地产	236	远洋地产	368	九龙仓	297
20	华夏幸福	232	中国中铁	329	金科集团	288

资料来源：克尔瑞研究及中银证券

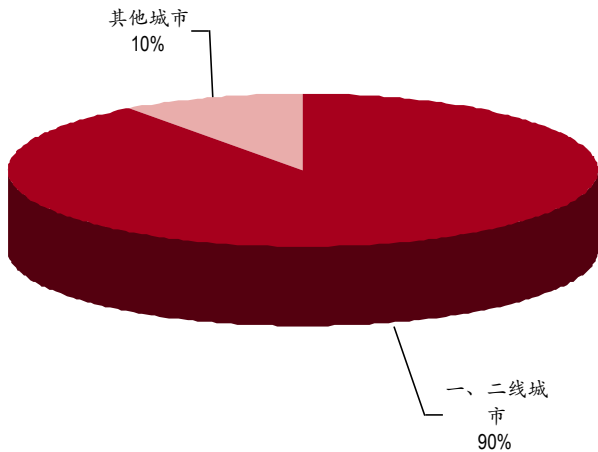
### 2015-2017：坚守一二线，降杠杆控风险

2014 年房地产行业经历了深度调整，集团根据市场环境主动战略性地放缓节奏、调低销售目标，开启了 2015-2016 年为期两年的调整，调整内容主要包括：

1. 调整供货节奏和结构，在三四线城市实行严格的“以销定产”控制开工，将供货的重心转向毛利率相对较高、库存去化风险较低的一二线城市；
2. 调整新增土地投资导向，加强投资风险控制，将 90% 以上的新增投资放在一二线城市，同时采取果断措施处置三四线城市的库存，以优化本集团的土地储备质量和结构；
3. 加强对投资性物业的运营管理，逐步提升其在本集团运营利润中的贡献，加强集团在市场波动时的抗风险能力；
4. 降低融资成本，调整债务结构，主动管理外汇风险，探索和落地房地产金融创新。

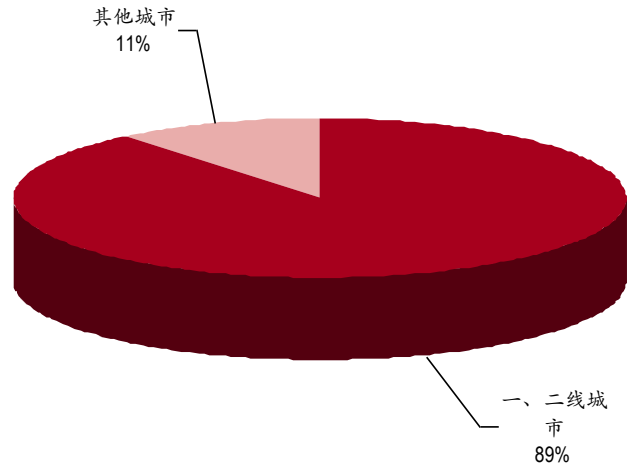
在两年的调整期内，公司在回归一二线、清库存，降财务风险，进化产品力方面取得了不错的成绩。集团 2015、2016 年的新增土地 90% 以上储备位于一、二线城市，2016 年集团一二线城市的销售额占比约 82%，较 2015 年的 72% 继续提升。2015 年可销售资源去化率达到 55%，2016 年达 60%。

图表 14. 集团新增土地储备



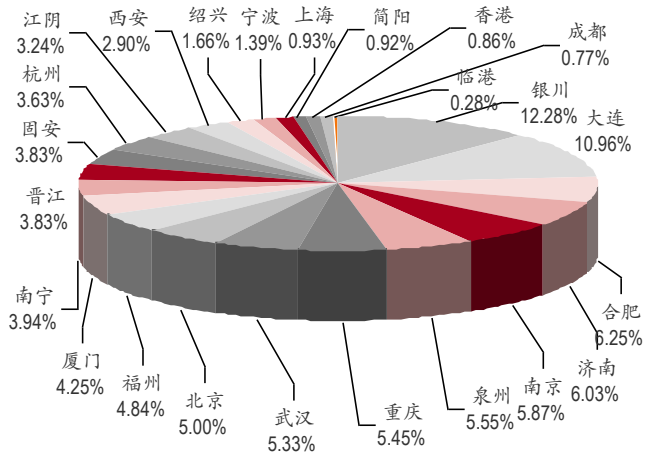
资料来源：公司公告及中银证券

图表 15. 集团年度可售面积情况



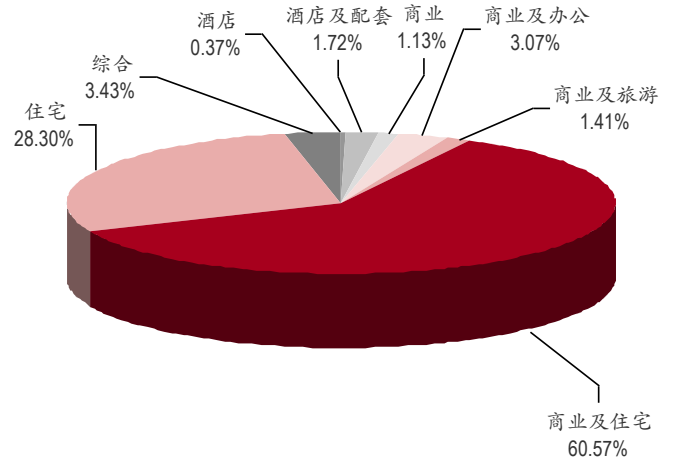
资料来源：公司公告及中银证券

图表 16. 14-16 年集团新增土地分城情况



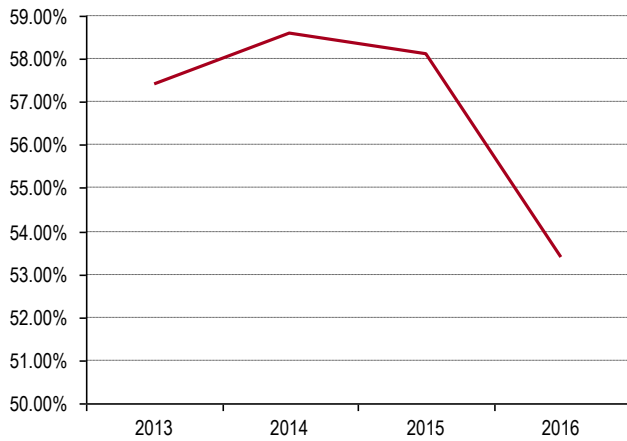
资料来源：公司公告及中银证券

图表 17. 14-16 年集团新增土地分用途情况

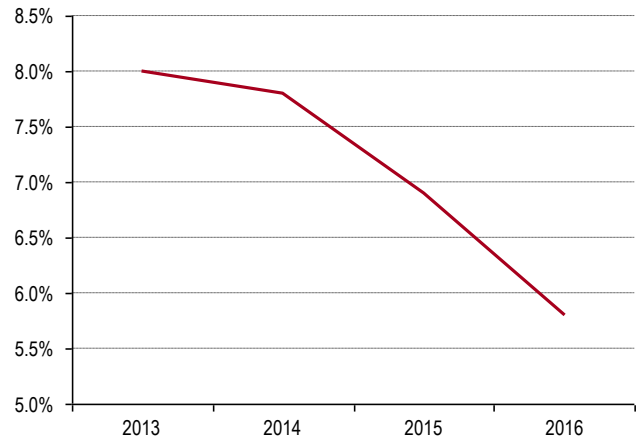


资料来源：公司公告及中银证券

财务方面，集团 2016 年的销售回款从 2015 年的 570 亿元上升到 600 亿元，回款率从 2015 年的 85% 上升至 88%；净负债率为 53.4%，较 2015 年的 58.1% 下降 4.7%，连续五年保持在 60% 以下；2016 年加权平均融资成本从 2015 年全年的 6.9% 下降到 5.8%，而 2017 年目标是降到 5.5% 以下。

**图表 18. 集团净负债率**


资料来源：公司公告及中银证券

**图表 19. 集团平均融资成本**


资料来源：公司公告及中银证券

在住宅方面，集团销售已从产品、配套以及教育等方面增加了产品卖点，推出人性化宜居产品，涌现出大量如南京世茂城品等项目的匠心之作，这些项目产品跟外围竞品相比能获得较高去化率及溢价。在商业地产及酒店方面，集团开始强化轻资产运营，陆续推出 Mini Hotel 和 Mini Mall 两大 Mini 系列产品，这些产品以小著称，区别于传统的高端酒店和大型商场，具备精准需求的定制产品，具快进快退及快速复制的特点。

但随着近年货币政策的持续宽松以及管理层去库存战略的推进，世茂集团稳健的经营思路和较低的负债水平并没有体现其应有的优势。根据克尔瑞数据，2015年、2016年及2017上半年，世茂房地产在全国房企销售额排名分别下滑至12位、16位和18位。

**图表 20. 公司销售排名变化**

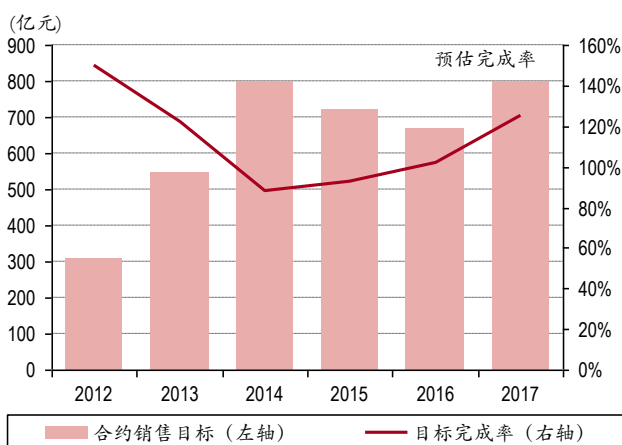
排名	2015		2016		2017H	
	公司名称	销售金额 (亿元)	公司名称	销售金额 (亿元)	公司名称	销售金额 (亿元)
1	万科地产	2,627	中国恒大	3,732	碧桂园	2,842
2	恒大地产	2,050	万科地产	3,622	万科地产	2,728
3	绿地集团	2,015	碧桂园	3,090	中国恒大	2,410
4	万达集团	1,513	绿地集团	2,513	保利地产	1,460
5	中海地产	1,492	保利地产	2,203	绿地集团	1,343
6	保利地产	1,471	中海地产	1,925	中海地产	1,174
7	碧桂园	1,402	融创中国	1,500	融创中国	1,088
8	华润置地	851	华夏幸福	1,200	龙湖地产	923
9	融创中国	731	绿城中国	1,136	华夏幸福	711
10	华夏幸福	725	万达集团	1,100	金地集团	702
11	绿城中国	724	华润置地	1,080	华润置地	630
12	<b>世茂房地产</b>	<b>671</b>	金地集团	1,006	万达集团	615
13	金地集团	621	龙湖地产	858	绿城中国	596
14	招商蛇口	570	招商蛇口	735	招商蛇口	535
15	龙湖地产	543	新城控股	685	鲁能集团	507
16	富力地产	536	<b>世茂房地产</b>	<b>681</b>	新城控股	490
17	雅居乐	429	首开股份	654	旭辉集团	472
18	远洋地产	421	旭辉集团	653	<b>世茂房地产</b>	<b>453</b>
19	中国铁建	373	富力地产	651	中南置地	450
20	荣盛发展	358	鲁能集团	647	富力地产	413

资料来源：克尔瑞研究及中银证券

虽然集团过去几年的过于保守的策略不利于业务规模的快速扩张，但随着今年以来政府持续执行“降杠杆、去泡沫”的政策导向，在市场资金利率上升与信贷持续收紧的背景下，集团低负债率和聚焦一二线的优势将逐渐显现，而集团在面对竞争压力的同时也主动调整经营目标，实现“有质量的增长”。

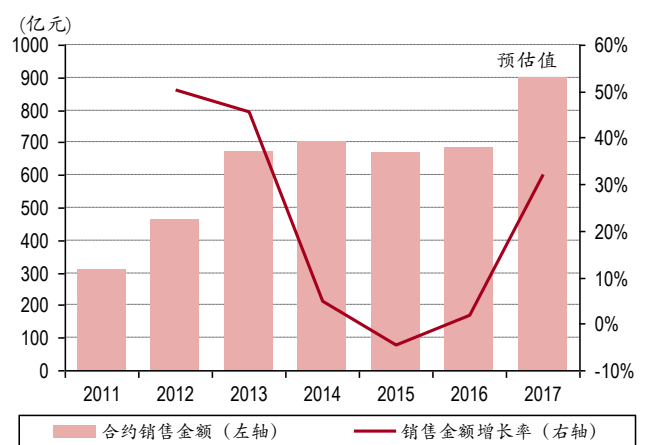
集团2017年的销售目标定为800亿，同比增长17%。2017年1-6月，世茂房地产合同销售额已达451亿，同比增长31%，完成全面的目标的56%，上半年销售均价达16,045元，较2015年的13,850元有较大提升，同时集团将销售目标上调至880亿，同比增长29%。根据上半年的表现，我们认为世茂集团大概率能够超额完成年度目标，预计全年销售金额有望达到900-1,000亿元，同比增长32%-47%。

**图表 21. 集团合约销售目标与目标完成率**



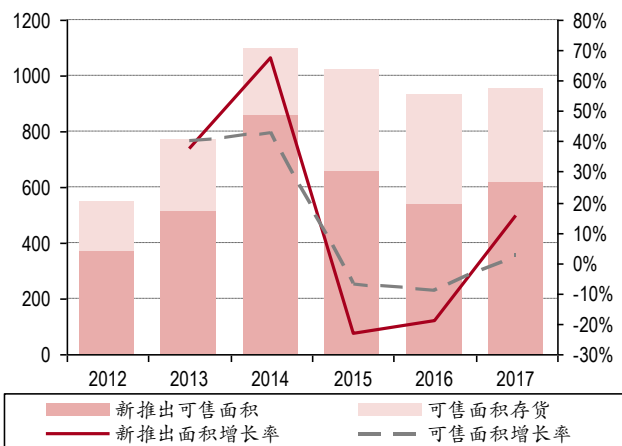
资料来源：公司公告及中银证券

**图表 22. 集团实际销售金额与其增长率**



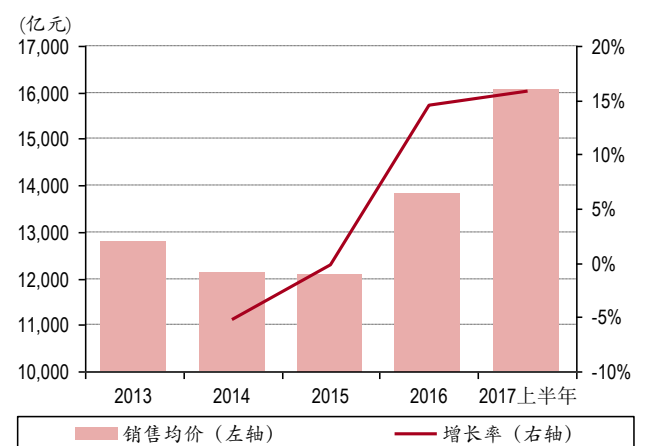
资料来源：公司公告及中银证券

**图表 23. 集团年度可售面积情况**



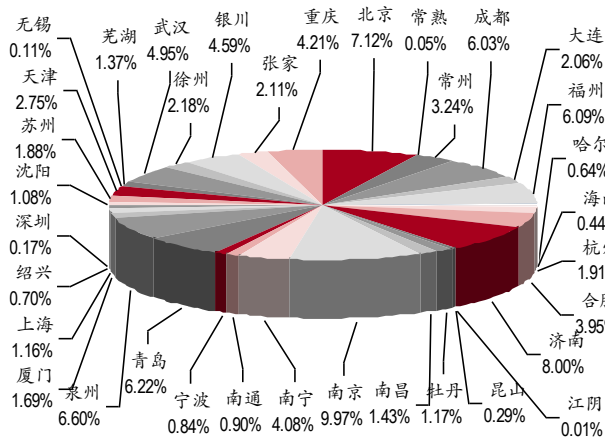
资料来源：公司公告及中银证券

**图表 24. 集团销售均价情况**



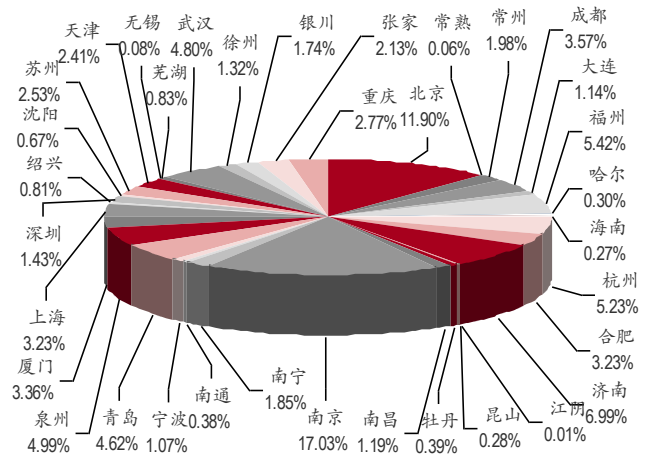
资料来源：公司公告及中银证券

图表 25. 16 年集团在不同城市的销售面积占比



资料来源：公司公告及中银证券

图表 26. 16 年集团在不同城市的销售额占比



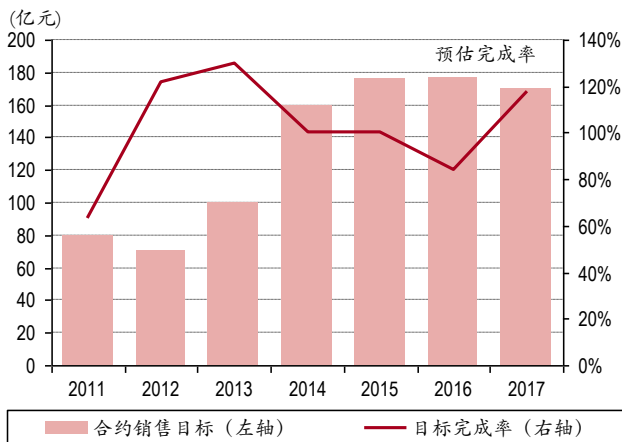
资料来源：公司公告及中银证券

## 世茂股份

世茂股份是世茂集团下属的商业地产上市公司，业务领域主要涉及：房地产开发与销售、商业物业管理与经营、多元商业投资。公司聚焦长三角、环渤海及海西等地区的一、二线经济发达城市。目前，公司在包括上海、北京、深圳、杭州、济南、南京、厦门、青岛、苏州、徐州、绍兴、宁波等在内的20多个城市，经营多处大型商业地产及若干住宅地产项目。

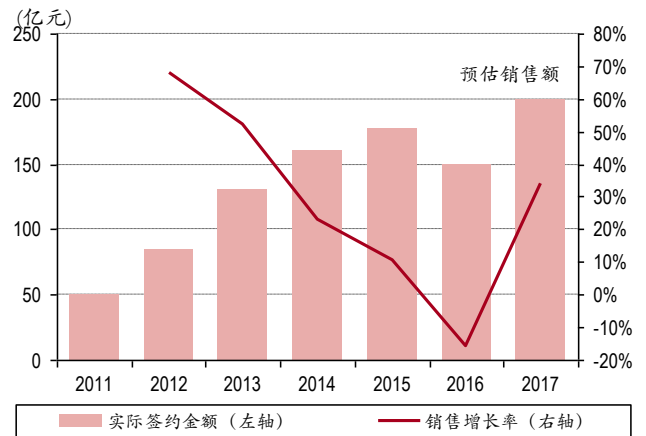
2017年1-6月，公司实现合同签约额100亿元，同比增长33%，实现销售目标170亿元的59%，公司销售节奏基本与集团基本保持一致，全年有望超额完成销售目标，预计同比增长达到30-40%

图表 27. 世茂股份合约销售目标与目标完成率



资料来源：公司公告及中银证券

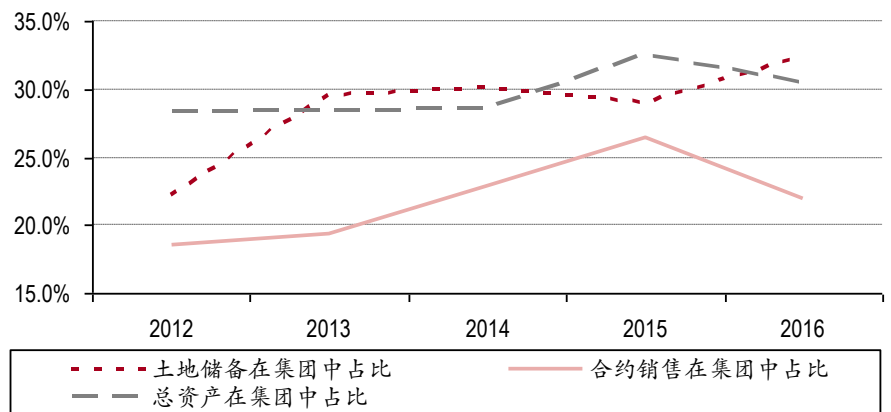
图表 28. 世茂股份实际销售金额与其增长率



资料来源：公司公告及中银证券

截至2016年，世茂集团共有项目132个，其中世茂股份持有26个项目，合营24个项目。集团持有的土地储备3,079万平方米，其中世茂股份持有近1,000万平方米，占比集团总储备约33%。2016年度，集团收入约593亿元，世茂股份收入137亿元占集团业务收入的23%。

图表 29. 世茂股份在整个集团中所占比重



资料来源：公司公告及中银证券

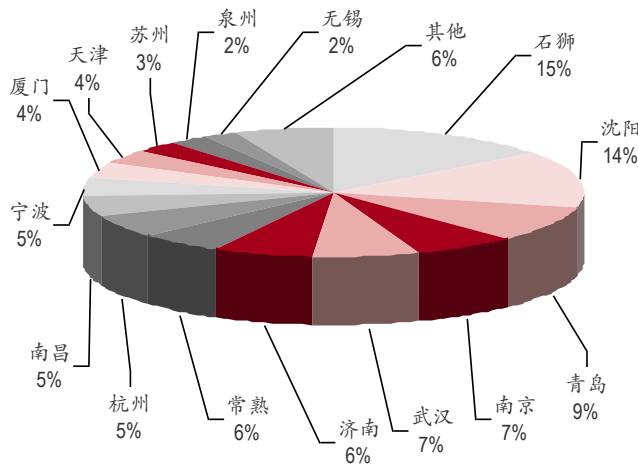


截至 2017 年 6 月，公司持有土地储备为 1,015 万平方米。我们预计公司目前权益可结货值约 953 亿元，权益可结转净利润近 100 亿元，其中南京、厦门、杭州、深圳前海等四个项目将成为未来贡献利润的主要来源，而南京、厦门项目已在今年进入结转周期，上半年公司收入和净利润均实现大幅增长。

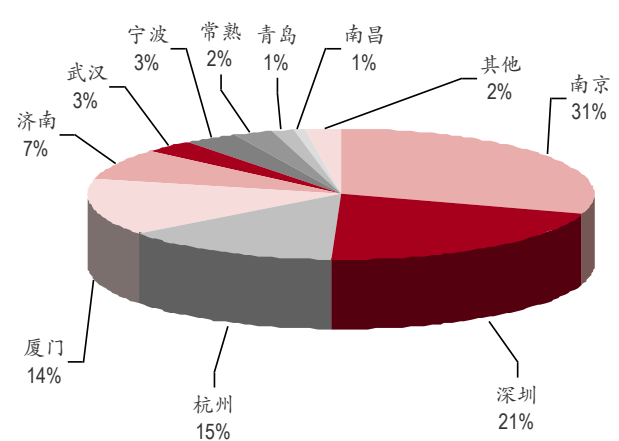
图表 30. 截至 2016 年末世茂股份房地产剩余可售物业项目情况

项目名称	地区	用途	权益 (%)	状态	规划建筑	计划总投资	预计销售均	单位投资额 (元/平方米)	预计权益	预计权益可
					面积 (万平方米)	额 (亿元)	价 (元/平方米)		可结货值 (亿元)	结转净利润 (亿元)
天津	天津	住宅	100	在建	28	39	17,800	13,929	34	1.3
济南	济南	商业	100	在建	28	40	35,000	14,286	16	3.3
常熟	常熟	商业	100	在建	86	49	10,000	5,727	16	2.2
昆山	昆山	商业	100	拟建	6	6	13,000	10,000	8	0.3
常熟黄河路	常熟	住宅	100	竣工	13	15	14,500	11,538	19	0.6
苏州工业园	苏州	住宅	45	在建	25	80	40,000	32,000	45	1.2
青岛世奥大厦	青岛	商业	75	拟建	11	27	31,000	24,545	26	0.8
青岛国际中心	青岛	商业	100	在建	17	40	30,000	23,529	47	1.7
青岛诺沙湾	青岛	住宅	100	在建	48	40	10,500	8,333	22	0.7
常州	常州	商业	100	在建	19	12	7,100	6,316	5	(0.1)
无锡	无锡	商业及住宅	31	在建	47	58	15,500	12,340	17	0.5
宁波包家漕	宁波	商业	100	竣工	8	10	15,500	12,500	6	0.1
宁波滨江	宁波	商业及住宅	100	在建	12	17	18,788	14,558	23	0.9
宁波孙家	宁波	住宅	40	在建	19	17	19,172	8,947	15	2.7
南京	南京	商业及住宅	50	在建	144	125	35,000	8,681	120	28.5
上海	上海	商业	100	在建	20	28	18,000	14,000	5	0.2
武汉	武汉	商业	51	在建	86	45	8,406	5,233	28	3.2
沈阳	沈阳	商业	100	在建	75	60	9,000	8,000	63	(2.5)
长沙	长沙	商业	49	在建	18	27	19,000	15,000	17	0.6
石狮新城	石狮	商业及住宅	30	在建	127	102	10,000	8,031	38	0.9
石狮房地产	石狮	商业及住宅	30	在建	99	83	10,500	8,384	31	0.9
石狮新里程	石狮	商业及住宅	30	拟建	19	15	10,000	7,895	6	0.2
济南天城	济南	商业及住宅	100	在建	62	38	9,853	6,192	15	1.7
厦门集美	厦门	商业及住宅	51	在建	38	70	37,859	18,421	73	13.0
南昌水城	南昌	商业	100	在建	25	35	18,000	14,000	45	1.8
杭州智慧之门	杭州	商业	100	在建	27	42	30,000	15,726	81	13.1
深圳前海	深圳	商业	51	在建	16	58	110,000	36,513	90	20.0
济南小鸭	济南	商业及住宅	51	拟建	31	33	13,500	10,645	21	0.7
泉州洛江	泉州	商业及住宅	51	拟建	24	35	18,500	14,583	23	0.8
总计/平均					1,178	1,248	18,766	10,594	953	99

资料来源：万得数据及中银证券

**图表 31. 可供出售面积分布**


资料来源：公司公告及中银证券

**图表 32. 可结算利润分布**


资料来源：公司公告及中银证券

另一方面，公司实行以“租售并举、多元协同”的商业模式，实现资产规模有效增长和物业价值显现的发展目标。公司持有的经营性物业面积达到 116 万平方米，公主要包括北京世茂大厦、济南世茂国际广场等商业及办公楼，年租金收入约 5 亿元，我们对于主要项目按照周边物业价值重估，估算增值约 16 亿元。

**图表 33. 2016 年世茂股份主要的持有型物业租金情况**

商业及办公楼	总建筑面积 (平方米)	租金收入 (百万元)	预估售价 (万元)	重估价值 (亿元)	账面价值 (亿元)	重估增值 (亿元)
北京世茂大厦	70,175	146	5.0	35.1	29.2	5.9
济南世茂国际广场	280,641	99	1.2	33.7	33.0	0.7
昆山世茂广场	88,249	41	1.6	13.7	13.7	0.0
绍兴世茂迪荡新城 (商业)	181,605	85	1.6	29.1	28.3	0.7
苏州世茂运河城 (商业)	49,993	34	2.3	11.5	11.3	0.2
芜湖世茂滨江花园 (商业)	19,963	8	1.4	2.8	2.7	0.1
上海世茂商都	9,584	32	12.0	11.5	10.7	0.8
常熟世茂世纪中心	43,357	17	1.5	6.5	5.7	0.8
徐州世茂东都 (商业)	59,471	15	2.0	11.9	5.0	6.9
主要项目合计	803,038	477		155.7	139.5	16.2

资料来源：万得数据及中银证券（注：账面价值根据年报中披露的“租金收入房地产公允价值”进行估算）

我们估算世茂股份重估后净资产价值约 297 亿元，较归母净资产 198 亿元增值近 99 亿元，其中存货归母净利润折现值约 90 亿元，投资性房地产重估增值约 16 亿元。

**图表 34. 世茂股份地产业务重估净资产值 (RNAV) 测算**

(亿元)	投资性房地产	存货	归母净资产
账面价值	255	303	198
重估增值	16	83	99
<b>RNAV</b>	<b>271</b>	<b>386</b>	<b>297</b>
股本			37.5
<b>每股 RNAV (元/股)</b>			<b>7.92</b>

资料来源：公司数据、中银证券

## 财务分析及盈利预测

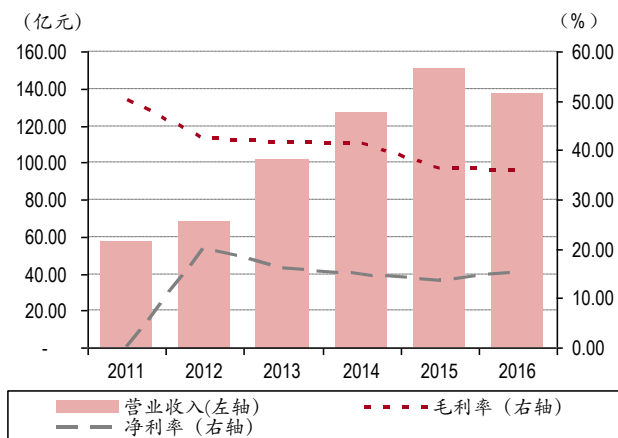
### 财务分析

2016年，公司实现营业收入137.1亿元，同比减少12.2%；实现净利润27.38亿元，同比减少5.7%；归属于上市公司股东的净利润21.2亿元，同比增长4.2%。公司实现物业销售收入126.8亿元，其中住宅和商业销售分别占比64%和36%。公司实现合同签约额149.3亿元，较2015年同比减少16%。

2017年1-6月，公司实现营业收入100.9亿元，同比增长54.11%；实现净利润23.85亿元，同比增长45%；归属于母公司的净利润13.97亿元，同比增长0.46%，主要由于高毛利的南京和厦门项目结算，但归母净利润基本持平，主要由于结算项目权益比例同比减少。

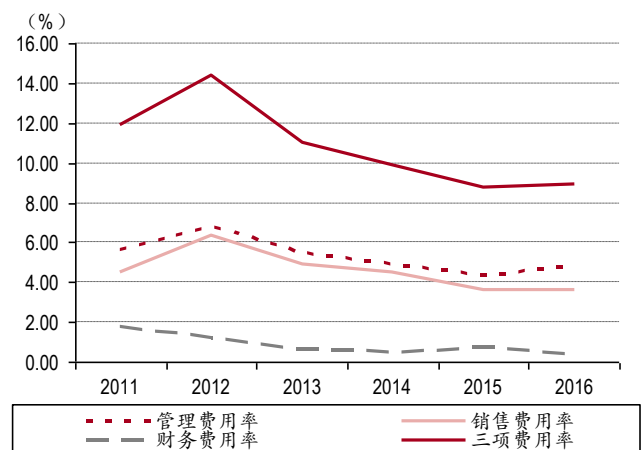
2017年上半年，公司实现合同签约额100亿元，同比增长33%，实现销售商品、提供劳务收到的现金为91亿元。截至2017年6月，公司预收账款38.2亿元，在手现金120亿，资产负债率为59.6%，净负债率仅为5.7%，远低于行业平均水平。

图表 35. 2012-2016 年公司营业收入和利润率



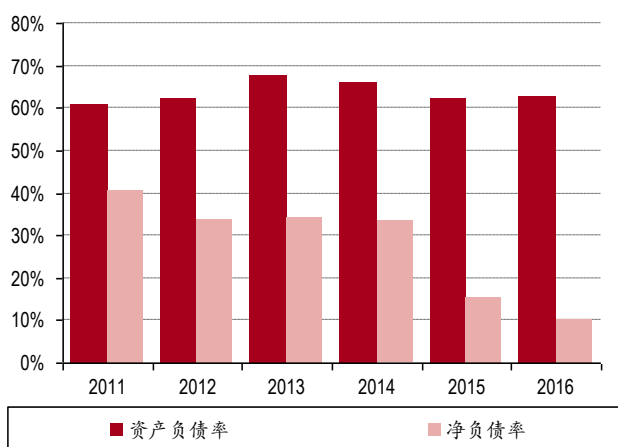
资料来源：万得数据、中银证券

图表 36. 2012-2016 年公司三项费用率



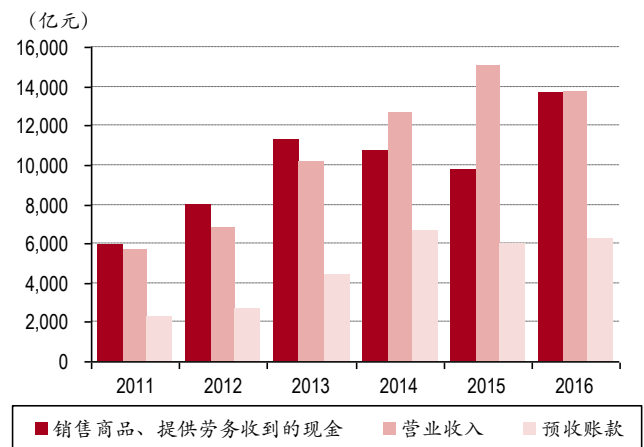
资料来源：万得数据、中银证券

图表 37. 2012-2016 年公司资产负债率和净负债率



资料来源：万得数据、中银证券

图表 38. 2012-2016 年公司现金流和预收账款



资料来源：万得数据、中银证券

### 盈利预测及投资建议

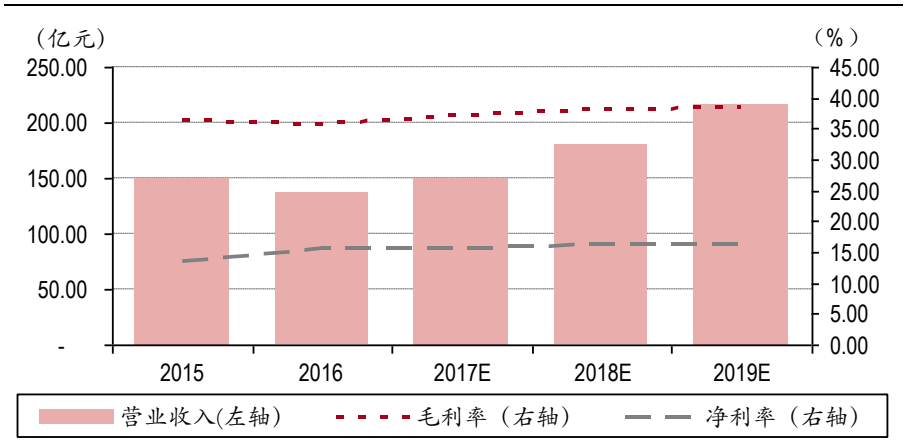
销售方面，集团和公司今年上半年销售额均增长超过 30%，全年超额完成销售目标将是大概率事件，集团上调全年销售目标至 880 亿，有望冲击 1,000 亿销售规模，即同比增长 29%-48%，而公司储备占比集团约 1/3，在去年销售同比下降的低基数背景下，增长弹性十足。

储备方面，公司目前开发物业储备超过 1,000 万平方米，均位于长三角、环渤海和海西等区域的一、二线城市，且项目主要坐落于各城市的核心区或经济功能区。持有物业超过 100 万平方米，重估净资产价值近 300 亿元，RNAV 约 8 元/股，未来可结算净利润近 100 亿元。

投资方面，公司和集团过自 2015 年来主动调整战略，降杠杆控风险使公司轻装上阵，极低的负债率也为后续业务提供扩张潜力，在宏观流动性趋紧的背景下公司优势凸显。

公司上半年实现销售额增长 33%，收入增长 54%，目前市盈率仅为 9 倍；公司目前重估净资产值近 300 亿，公司目前账面净资产值 200 亿，在手现金 120 亿，净负债率仅 5.7%，而市净率不到 1 倍，市场价值显著低估。我们维持公司 2017-2019 年每股收益预测分别为 0.63 元、0.78 元和 0.93 元，上调目标价为 6.50 元，相当于 10 倍 2017 年市盈率和 20% 的净资产折价，而公司目前市盈率 9 倍且市净率不到 1 倍，我们重申买入评级。

图表 39. 2017-2019 年公司盈利预测



资料来源：万得数据及中银证券

**图表 40. 截至 2018 年 8 月年 150-250 亿市值地产公司估值情况**

证券代码	证券简称	总市值 <sup>1</sup> (亿元)	市盈率 PE(TTM)	预测 PE (万得一致 预期)	市净率 PB(LF)
000671.CH	阳光城	232	16.7	12.4	1.7
600266.CH	北京城建	225	17.7	12.8	1.2
000961.CH	中南建设	225	52.9	24.9	1.6
002244.CH	滨江集团	213	12.9	11.6	1.6
000732.CH	泰禾集团	203	12.6	9.0	1.1
<b>600823.CH</b>	<b>世茂股份</b>	<b>203</b>	<b>9.5</b>	<b>9.1</b>	<b>1.0</b>
600007.CH	中国国贸	199	32.9	29.5	3.2
600466.CH	蓝光发展	195	16.8	13.7	1.8
000040.CH	东旭蓝天	187	103.1	54.9	1.7
600393.CH	粤泰股份	186	18.9	19.8	3.3
600094.CH	大名城	181	23.0	16.5	1.7
601588.CH	北辰实业	179	24.5	24.6	1.7
600325.CH	华发股份	171	12.1	12.0	1.4
000718.CH	苏宁环球	168	15.7	12.1	2.4
000979.CH	中弘股份	164	98.9	58.6	1.7
600622.CH	嘉宝集团	152	35.0	31.5	2.9

资料来源：万得数据及中银证券

## 研究报告中所提及的有关上市公司

世茂股份(600823.CH/人民币 5.43, 买入)

世茂房地产(0813.HK/港币 16.26, 未有评级)

以2017年9月1日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	15,033	13,708	15,079	18,045	21,660
销售成本	(11,057)	(10,113)	(10,908)	(12,892)	(15,454)
经营费用	(1,073)	(1,077)	(1,204)	(1,453)	(1,756)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>2,902</b>	<b>2,518</b>	<b>2,967</b>	<b>3,700</b>	<b>4,449</b>
折旧及摊销	(128)	(81)	(69)	(71)	(73)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>2,774</b>	<b>2,437</b>	<b>2,897</b>	<b>3,629</b>	<b>4,376</b>
净利息收入/(费用)	(48)	52	65	76	109
其他收益/(损失)	1,314	1,427	1,222	1,428	1,678
<b>税前利润</b>	<b>3,989</b>	<b>3,829</b>	<b>4,088</b>	<b>5,018</b>	<b>6,026</b>
所得税	(1,070)	(1,090)	(1,022)	(1,253)	(1,505)
少数股东权益	(873)	(620)	(693)	(851)	(1,021)
<b>净利润</b>	<b>2,046</b>	<b>2,119</b>	<b>2,373</b>	<b>2,913</b>	<b>3,499</b>
<b>核心净利润</b>	<b>2,046</b>	<b>2,119</b>	<b>2,373</b>	<b>2,913</b>	<b>3,499</b>
每股收益(人民币)	0.545	0.565	0.633	0.777	0.933
核心每股收益(人民币)	0.545	0.565	0.633	0.777	0.933
每股股息(人民币)	0.056	0.057	0.064	0.078	0.094
收入增长(%)	18	(9)	10	20	20
息税前利润增长(%)	(1)	(12)	19	25	21
息税折旧前利润增长(%)	(1)	(13)	18	25	20
每股收益增长(%)	8	4	12	23	20
核心每股收益增长(%)	8	4	12	23	20

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	3,989	3,829	4,088	5,018	6,026
折旧与摊销	128	81	69	71	73
净利息费用	100	35	32	39	29
运营资本变动	(1,917)	(423)	157	1,221	284
税金	(1,070)	(1,090)	(1,022)	(1,253)	(1,505)
其他经营现金流	(785)	(1,297)	(1,193)	(1,402)	(1,645)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>445</b>	<b>1,135</b>	<b>2,132</b>	<b>3,694</b>	<b>3,261</b>
购买固定资产净值	(761)	(631)	(3,829)	(3,829)	(4,404)
投资减少/增加	942	2,894	96	115	139
其他投资现金流	(1,263)	(732)	(923)	710	861
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(1,081)</b>	<b>1,531</b>	<b>(4,656)</b>	<b>(3,004)</b>	<b>(3,404)</b>
净增权益	1,791	4	0	0	0
净增债务	(5,589)	732	4,645	721	1,861
支付股息	(764)	(1,801)	(240)	(294)	(353)
其他融资现金流	7,169	207	(923)	710	861
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>2,608</b>	<b>(858)</b>	<b>3,482</b>	<b>1,137</b>	<b>2,369</b>
现金变动	1,971	1,808	957	1,827	2,226
期初现金	5,190	6,634	8,452	9,297	11,125
公司自由现金流	(636)	2,666	(2,525)	690	(143)
权益自由现金流	(6,225)	3,397	2,120	1,411	1,718

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	6,634	8,452	9,297	11,125	13,354
应收帐款	3,952	5,090	5,599	6,700	8,042
库存	26,244	30,306	31,666	34,285	38,988
其他流动资产	1,701	3,682	3,172	3,742	4,484
<b>流动资产总计</b>	<b>38,529</b>	<b>47,530</b>	<b>49,733</b>	<b>55,852</b>	<b>64,869</b>
固定资产	567	1,674	1,729	1,788	1,846
无形资产	171	503	493	483	473
其他长期资产	26,080	30,243	34,231	38,433	43,303
<b>长期资产总计</b>	<b>26,818</b>	<b>32,420</b>	<b>36,453</b>	<b>40,703</b>	<b>45,622</b>
<b>总资产</b>	<b>65,348</b>	<b>79,950</b>	<b>86,186</b>	<b>96,556</b>	<b>110,491</b>
应付帐款	14,492	21,562	23,187	27,351	32,781
短期债务	984	2,123	6,768	7,488	9,350
其他流动负债	12,404	13,274	10,372	12,337	14,764
<b>流动负债总计</b>	<b>27,880</b>	<b>36,958</b>	<b>40,326</b>	<b>47,177</b>	<b>56,895</b>
长期借款	9,464	9,340	9,340	9,340	9,340
其他长期负债	3,349	3,837	3,847	3,874	3,909
股本	1,914	2,679	2,679	2,679	2,679
储备	17,548	17,125	19,359	22,087	25,351
<b>股东权益</b>	<b>19,462</b>	<b>19,805</b>	<b>22,039</b>	<b>24,767</b>	<b>28,031</b>
少数股东权益	5,194	10,011	10,634	11,398	12,316
<b>总负债及权益</b>	<b>65,348</b>	<b>79,950</b>	<b>86,186</b>	<b>96,556</b>	<b>110,491</b>
每股帐面价值(人民币)	5.19	5.28	5.88	6.60	7.47
每股有形资产(人民币)	10.08	7.20	8.04	9.06	10.27
每股净负债/(现金)(人民币)	1.99	1.12	2.54	2.13	1.99

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	19.3	18.4	19.7	20.5	20.5
息税前利润率(%)	18.5	17.8	19.2	20.1	20.2
税前利润率(%)	26.5	27.9	27.1	27.8	27.8
净利率(%)	13.6	15.5	15.7	16.1	16.2
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1
利息覆盖率(倍)	18.2	19.8	22.6	23.4	26.1
净权益负债率(%)	15.5	10.1	20.8	15.8	13.2
速动比率(倍)	0.4	0.5	0.4	0.5	0.5
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	9.4	9.1	8.1	6.6	5.5
核心业务市盈率(倍)	9.4	9.1	8.1	6.6	5.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	11.6	11.2	10.0	8.1	6.8
市净率(倍)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
价格/现金流(倍)	43.4	17.0	9.1	5.2	5.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.0	8.9	8.8	6.8	5.5
<b>周转率</b>					
存货周转天数	808.5	1,020.5	1,036.9	933.6	865.3
应收帐款周转天数	78.2	120.4	129.4	124.4	124.2
应付帐款周转天数	371.6	480.0	541.6	511.1	506.7
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	14.1	14.1	13.5	13.5	13.5
净资产收益率(%)	11.5	10.8	11.3	12.4	13.3
资产收益率(%)	3.3	2.4	2.6	3.0	3.2
已运用资本收益率(%)	8.4	6.6	6.6	7.4	8.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371