

北京城建 (600266.SH)

资源型价值企业进入业绩成长期

核心观点:

● 背靠北京市国资委，与城市发展紧密相连

借助大股东北京城建集团得天独厚的资源优势，公司一二级项目拓展迅速，目前已经布局北京、天津、重庆、成都、青岛、三亚 6 大城市。截止到 17 年中期，北京城建未结算口径的土地储备面积 940 万方，其中地产开发项目储备规模 511 万方，总货值超过 1000 亿元；棚改及一级开发项目储备为 428 万方。开发类项目中京内项目占比达到 44%。

● 销售稳定原有业务，棚改增加新鲜活力

北京城建 16 年实现销售金额 156 亿元，创历年新高，同比增长 30%，17 年上半年公司完成签约销售金额 109 亿元，与去年同期相比上升 53.3%，销售均价达到 20165 元/平米，利润率显著增厚。16 年以来公司累计获取棚改项目合计总投资规模已经达到 774.2 亿元，其中望坛项目单一投资规模达到了 411 亿元。目前临河村棚户区改造签约率 100%；望坛项目 98.5%，预计将在 17、18 年逐步结算，增加公司的业绩弹性。

● 预计 17、18 年的业绩分别为 1.08 和 1.60 元，维持“买入”评级。

公司目前地产项目权益净增加值为 83.3 亿，考虑净资产 NAV 总额 280 亿，每股 NAV17.86 元/股，若考虑公司近两年新增的棚户区改造项目带来的权益增加值，每股 NAV 为 23.41 元/股，折价率为 33%，低于行业平均水平。未来两年，公司业绩增长具备多重催化，传统京内高毛利项目面临清盘，棚改落地投资的确认，以及早期投资项目的退出。作为北京市龙头企业，在完成政府规划任务的同时，还将充分受益于城市的高速发展。

● 风险提示

公司销售表现受到北京市政策影响较大，旧改项目进度存在不确定性。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	9,178	11,628	14,915	21,498	26,598
增长率(%)	-8.32%	26.69%	28.27%	44.14%	23.72%
EBITDA(百万元)	1,801	1,928	2,418	3,757	4,614
净利润(百万元)	1,429	1,444	1,693	2,511	3,017
增长率(%)	4.10%	1.02%	17.28%	48.33%	20.13%
EPS(元/股)	0.91	0.92	1.08	1.60	1.93
市盈率(P/E)	16.81	16.64	14.19	9.57	7.96
市净率(P/B)	1.24	1.22	1.49	1.29	1.11
EV/EBITDA	19.94	16.82	16.41	12.83	12.95

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	15.33 元
前次评级	买入
报告日期	2017-09-22

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,567/1,567
流通 A 股市值(百万元)	24,556
每股净资产(元)	12.55
资产负债率(%)	72.32
一年内最高/最低(元)	18.51/12.89

相对市场表现



分析师：乐加栋 S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

分析师：郭镇 S0260514080003



010-59136622



guoz@gf.com.cn

相关研究:

非经营影响业绩增长	2017-08-14
业绩规模稳定，棚改拓展加速	2017-04-05
销售表现出色，投资增厚业绩	2016-08-18

目录索引

一路奉献，一路成长	4
背靠国企资源禀赋	5
坐镇北京沉淀蓄势，地产之翼厚积薄发	7
收入稳健，多元化驱动盈利能力提升	7
储备布局：深耕北京，棚改助力	10
对外投资屡创佳绩，投资之翼羽翼渐丰	14
优质早期投资，超额收益可期	14
优化投资结构，布局新兴战略产业	15
资本运作能力凸显，多元融资渠道畅通	16
长袖善舞，多期公司债大大降低财务成本	16
一马当先，开地产公司优先股融资先河	17
方兴未艾，借力地产基金“指点江山”	18
公司估值	19

图表索引

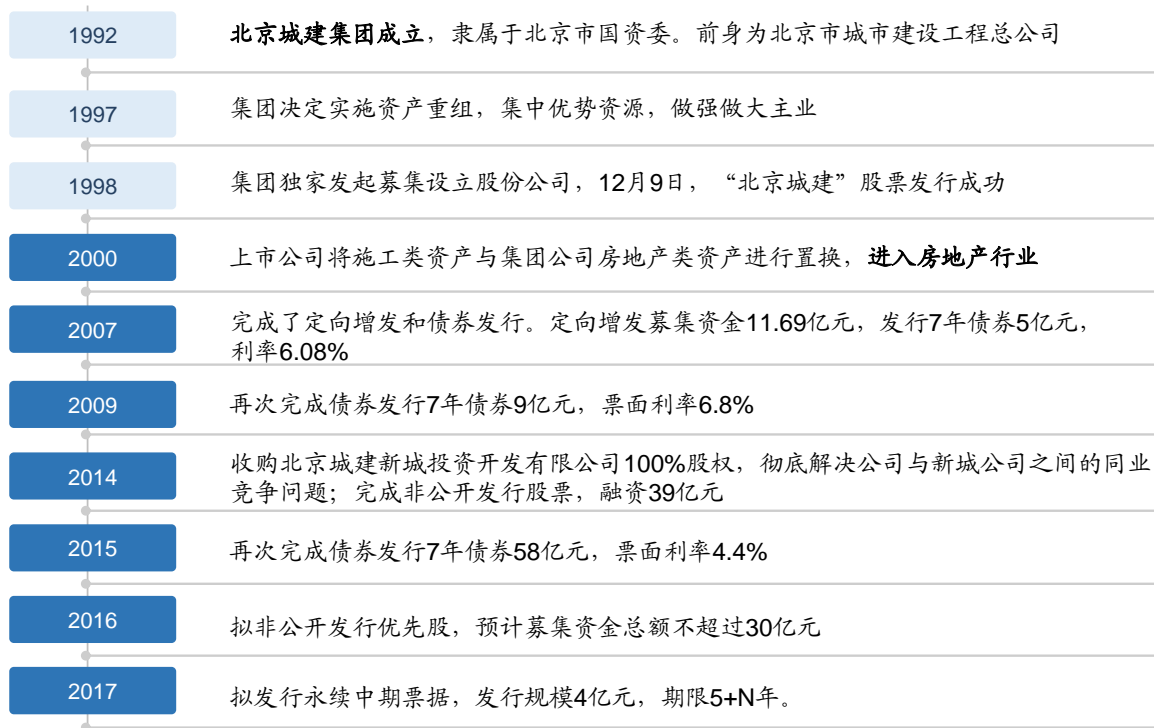
图 1: 北京城建发展概况	4
图 2: 北京城建总资产规模（亿元）与同比增速	5
图 3: 北京城建净资产规模（亿元）与同比增速	5
图 4: 北京城建业务模式	5
图 5: 北京城建集团各业务发展情况	6
图 6: 北京城建集团资产规模（亿元）	6
图 7: 北京城建集团收入规模（亿元）及净利率	6
图 8: 北京城建主营业务收入规模及增速	7
图 9: 北京城建地产结算毛利率变化	7
图 10: 北京城建投资净收益（亿元）及税前净利占比	8
图 11: 北京城建少数股东权益及占比	8
图 12: 北京城建区域结算分布	8
图 13: 北京城建各区域结算毛利变化	8
图 14: 北京城建销售金额（亿元）及增速	9
图 15: 北京城建销售均价（元/平）变化	9
图 16: 北京城建销售回款（亿元）及回款率	9
图 17: 北京城建预售账款规模（亿元）	9
图 18: 北京城建全国项目储备分布	10
图 19: 北京城建京内外土地投资占比	11
图 20: 北京城建拿地金额及占销售金额比例	11
图 21: 北京城建棚改及一级开发项目储备	12
图 22: 北京市棚户区改造模式示意图	13
图 23: 顺义项目施工现场	13
图 24: 望坛项目签约现场	13

图 25: 世纪空间营业收入和净利润持续增长	15
图 26: 北京城建净负债率	16
图 27: 北京城建短期偿债压力	16
图 28: 北京城建及主流地产公司估值对比	20
表 1: 北京城建自持商业项目信息整理	9
表 2: 北京城建拿地信息整理	11
表 3: 北京城建棚改项目概况	12
表 4: 北京城建非地产业务投资权益价值	14
表 5: 北京城建主要股权投资项目收益情况 (万元)	14
表 6: 北京城建公司债融资情况	17
表 7: 北京城建 28.15 亿公司债券置换债务情况	17
表 8: 非公开发行优先股资金用途	17
表 9: 北京城建地产基金概况	18
表 10: 北京城建估值计算	19
表 11: 北京城建项目明细	19

一路建设，一路成长

北京城建投资发展股份有限公司（以下称“北京城建”）是由北京城建集团于1998年独家发起设立的以房地产开发为主业的大型专业品牌地产商，连续11年进入“中国房地产上市公司TOP10”，多次荣获“中国房地产开发企业500强”、“中国房地产开发企业责任地产10强”荣誉称号。2001年，公司将旗下建筑施工类资产与城建集团拥有的房地产类资产进行置换，主业由建筑工程承包变更为房地产开发。2014年公司收购北京城建新城投资开发有限公司100%股权，部分解决了公司与新城公司之间的同业竞争问题。

图1: 北京城建发展概况



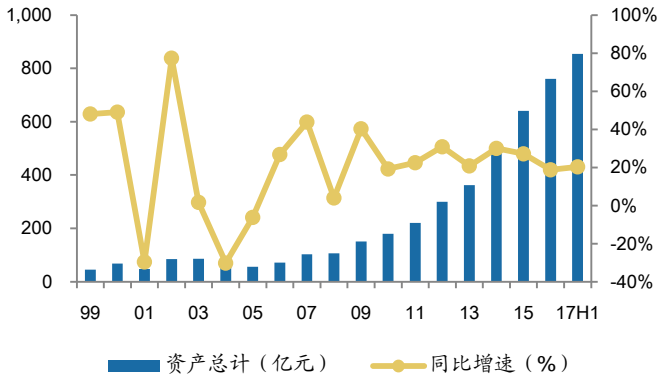
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

北京城建于1999年在A股上市后，依托其资源和品牌优势，成功开发建设了富海中心、世华龙樾、顺悦居、海梓府、北京密码、徜徉集等商品房、政策性保障住房及商业项目，开发总面积超过1000万平方米，开发区域遍及北京、天津、重庆、成都、青岛、三亚6大城市。目前，北京城建正依靠其核心竞争力，深耕北京、覆盖一二线重点城市，打造“北京城建地产”品牌，开拓多元盈利空间，力争成为中国房地产领域一流的专业开发品牌企业以及金融与地产紧密结合、追求资本运作的房地产投资经营商。

截止到17年中期，北京城建未结算口径的土地储备面积940万方，其中地产开发项目储备规模511万方，棚改及一级开发项目储备为428万方。自1999年正式上市

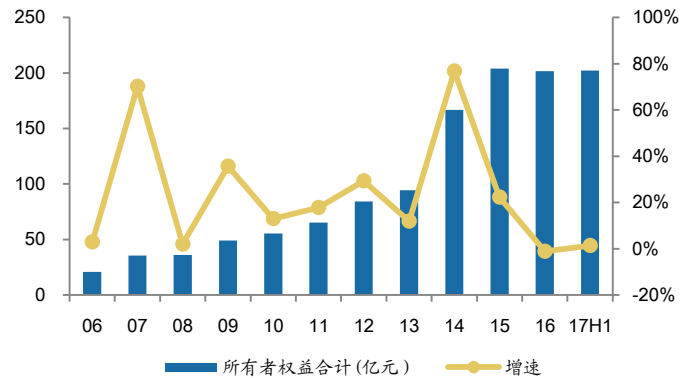
以来，北京城建的总资产规模从45.67亿元增长至17年中期的854.13亿元，年复合增长率18.22%，目前公司净资产总额为202.25亿元。

图2: 北京城建总资产规模(亿元)与同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图3: 北京城建净资产规模(亿元)与同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图4: 北京城建业务模式



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

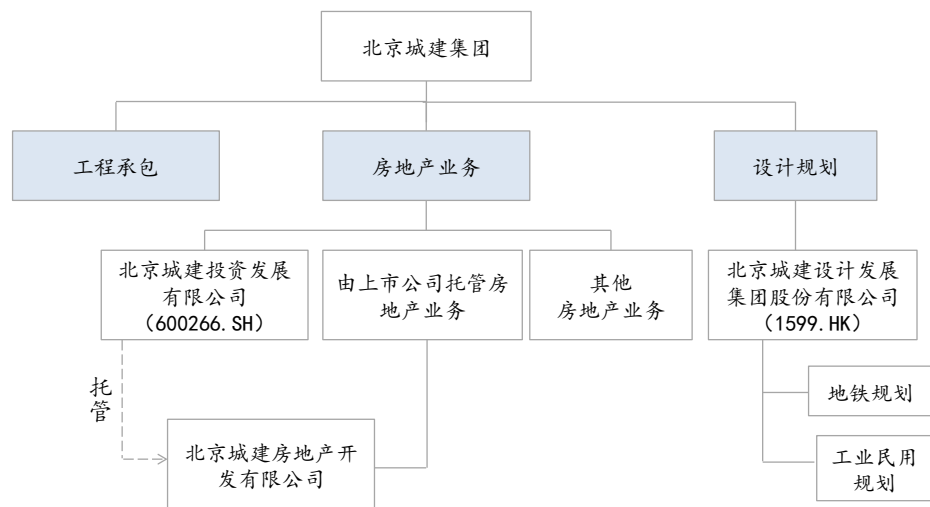
目前，北京城建的盈利主要来自三大业务板块：以房地产开发为主体、以股权投资和商业地产为两翼。房地产开发作为公司的核心业务，继续保持了良好的发展势头。股权投资上，截至17年中期，对外投资企业14家（其中上市公司4家），总投资额17.13亿元，对外股权投资呈现出流动性强、资产处置灵活的特点。商业地产上，板块规划初见成效，在社区商业、酒店管理和写字楼运营等方面的管理和运营能力持续增强。

背靠国企资源禀赋

截止2017年9月21日，公司总股本15.67亿股，全部为流通股，按照17年9月21日收盘价计算，总市值为240亿元。其中北京城建集团为第一大股东，持股比例

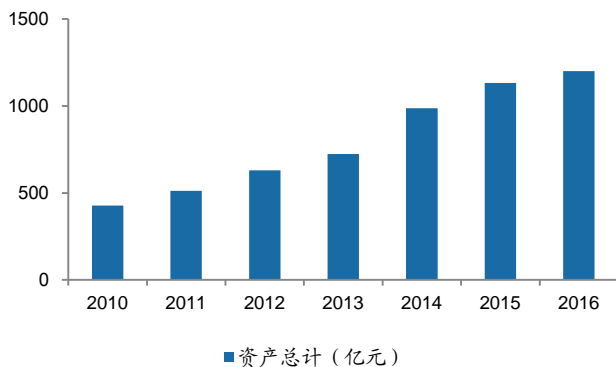
40.39%，实际控制人为北京市国资委。北京城建集团成立于1993年，是以工程总承包、房地产开发、设计咨询为主业，经营生产和资本运作相结合的大型综合性建筑企业集团，具有房屋建筑工程、公路工程施工总承包特级资质和市政公用工程、机电安装、地基与基础、钢结构、公路路面、城市轨道交通工程等一批专业总承包一级资质。公司以工业与民用建筑、市政工程、地铁、高速公路、深基础工程、机场港口、长输管线等工程设计、施工、房地产开发和资本经营为主业，并从事工业生产、物业经营、饭店管理、外经外贸等多种业务。

图5：北京城建集团各业务发展情况



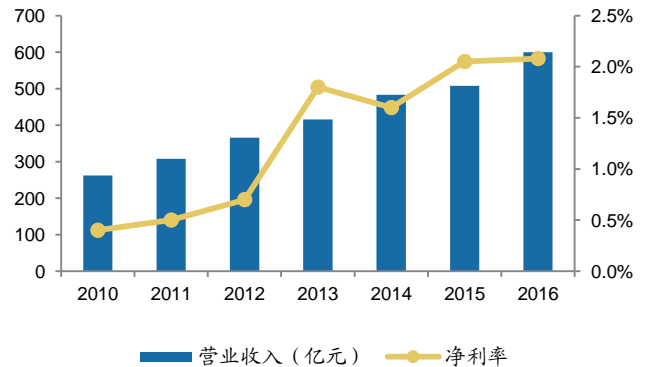
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图6：北京城建集团资产规模（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图7：北京城建集团收入规模（亿元）及净利率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

除丰富的资源优势外，在全面深化国企改革的大背景下，北京城建有望加快获益进程。16年年底，北京市出台《关于市属国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的实施办法》细则，标志着北京国企改革进一步加速推进。实施细则详细规定了试点企业范围、员工范围、出资来源、出资方式、入股价格、持股比例、持股方式、收益和损失、流转和提出、股权管理主体和股权管理方式等十个方面的内容。

其中，城建集团下属北京城建设计发展集团股份有限公司为试点企业，这意味着城建集团作为北京市国资委100%控股强企，将成为国企改革的“排头兵”。而北京城建作为集团自主培育的房地产品牌，将在改革中收益。

北京城建集团2016年资产总额和市场营销额双超1200亿元，营业收入首次突破600亿元，利润总额同比增长19.5%，资产负债率为市属国有企业最低值，主要经济技术指标在北京市属建筑企业中均排名第一。集团现有120余家法人企业、42家分公司，包括境内（A股）上市公司1家，境外（H股）上市公司一家，全资、控股子公司29家。北京城建集团的房地产业务主要集中在上市平台北京城建投资发展股份有限公司，此外集团内北京城建房地产开发有限公司由上市公司托管。

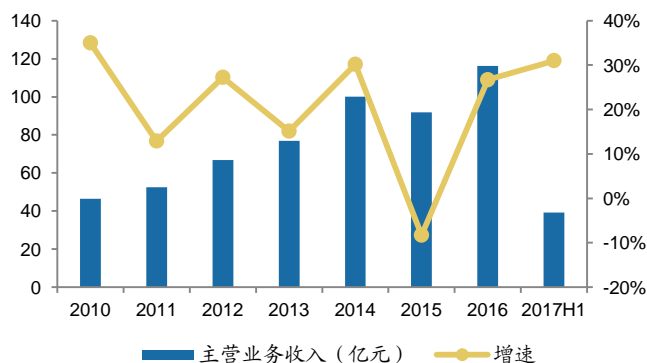
坐镇北京沉淀蓄势，地产之翼厚积薄发

收入稳健，多元化驱动盈利能力提升

公司上市以来业绩主要有地产结算贡献，而多样化的投资项目的收益贡献质量从2010年之后开始逐步提升。2017年上半年，公司实现营业总收入39.2亿元，同比增长30.67%，实现营业利润4.70亿元，同比下降18.97%，实现归属于上市公司股东的净利润2.64亿元，同比下降39.53%，每股收益0.17元。

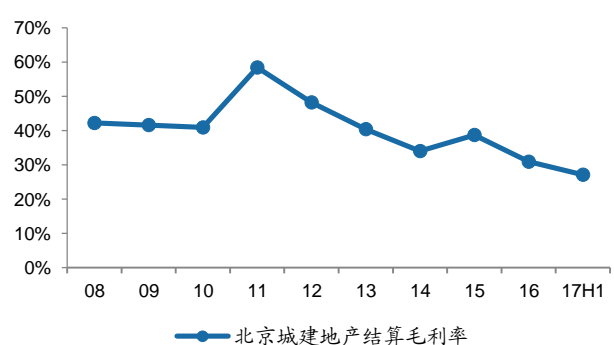
期内主营业务收入的增加主要原因为公司竣工及结算规模的提升，地产业务实现竣工面积71.37万方，同比增长231%，完成结算收入为39.2亿元，增长34.33%。期内竣工面积同比大幅增加对公司未来一段时间的收入增长有积极的意义，京内部分优质的高毛利项目计划竣工时间都在17年，前期结算以保障性项目为主，后期结算收入质量更高。

图8：北京城建主营业务收入规模及增速



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

图9：北京城建地产结算毛利率变化

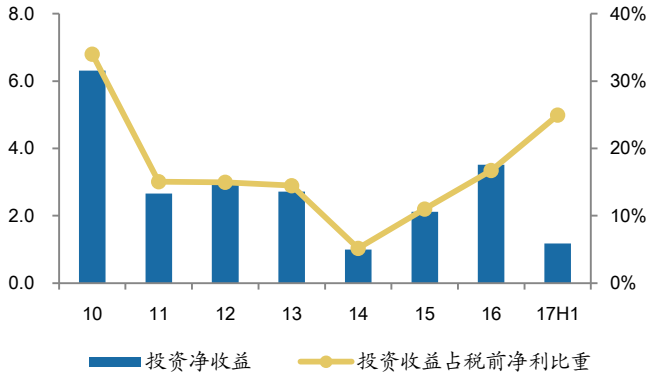


数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

收入结构来看，京内外项目的利润水平差距较大，且京外项目的结算规模在近两年逐步提升，叠加保障型安居项目的增多，整体利润率水平不断下降。具体来看，北京区域内世华龙樾、海梓府等高毛利项目贡献10.81亿的结算收入，贡献净利润2.75亿元。16年以来公司采用土地一二级联动和公开市场项目获取的方式在境内外

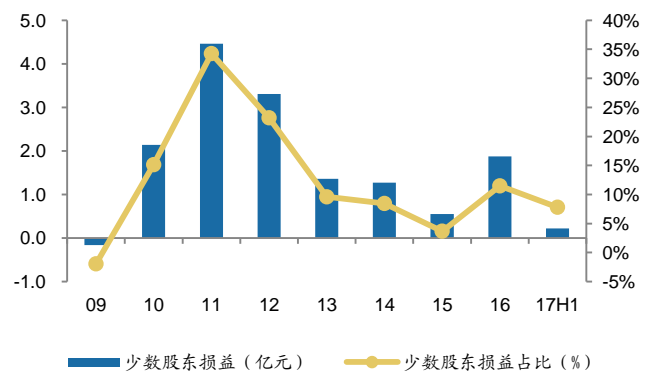
热点城市获取多块优质土地，且成本有竞争力，同时京内5个棚改大单平均毛利返还13%左右，未来将会为公司带来稳定的收益。

图10: 北京城建投资净收益(亿元)及税前净利占比



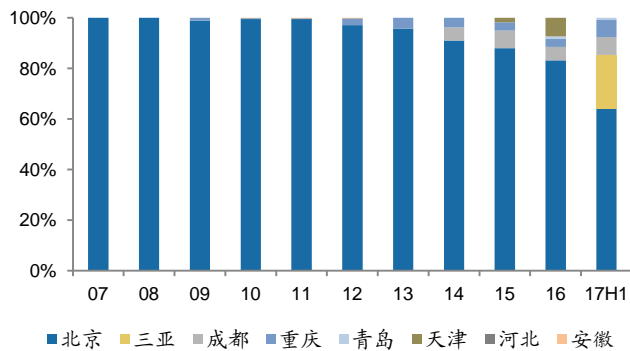
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图11: 北京城建少数股东权益及占比



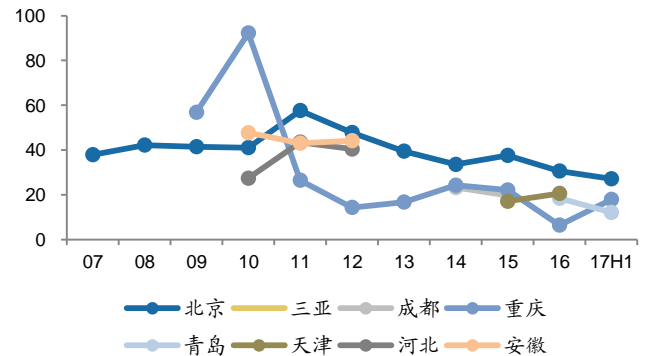
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图12: 北京城建区域结算分布



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 北京城建各区域结算毛利率变化(%)

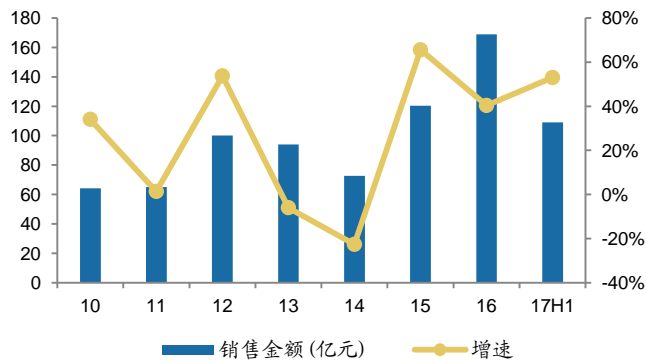


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

公司整体业绩水平近两年基本保持稳定，由于京内市场土地获取的难度不断提升，12年以来配建规模的不断提高也降低了土地投资的收益水平，城建开始不断扩张京外的项目储备版图。根据目前的项目进程，世华龙樾、海梓府等高毛利项目将逐步完工，早期的土地成本优势在当前高房价的带动下，将为公司带来稳定的主业利润规模增长。

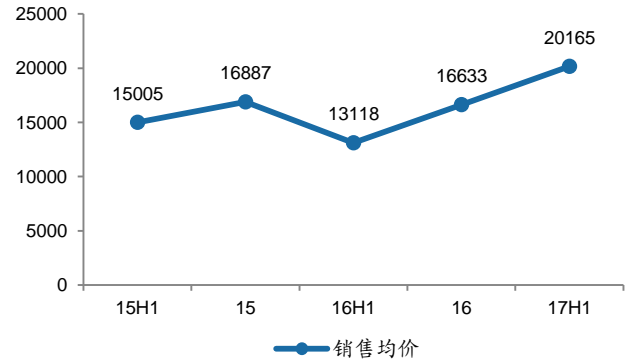
销售方面，北京城建16年实现销售金额156亿元，创历年新高，同比增长30%，实现销售面积102万方，同比增长44%，销售均价15374元/平米，与15年全年相比下降1513元/平米。17年上半年公司完成签约销售金额109亿元，与去年同期相比上升53.3%，而销售面积与16年同期相比基本持平，规模的增长主要得益于销售均价的提升达到20165元/平米，与去年同期相比增长53.7%，与16年年底相比增长21.2%，成都、重庆、三亚等区域优异的销售表现为公司的规模增长提供了坚实的支撑。

图14: 北京城建销售金额(亿元)及增速



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

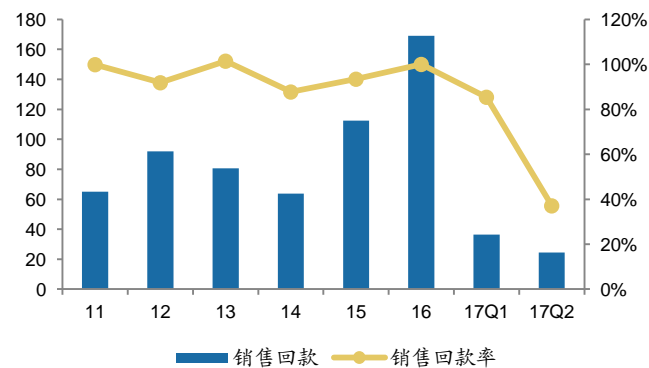
图15: 北京城建销售均价(元/平)变化



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

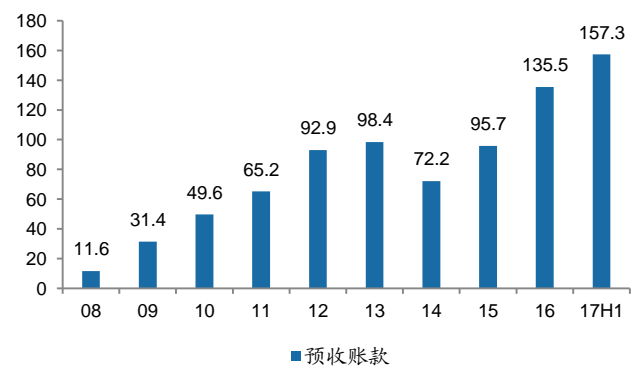
回款方面, 公司半年度实现销售回款60.9亿元, 销售回款率为56.1%, 下降十分明显, 分季度来看公司一季度销售回款率为85.4%, 而二季度的销售回款率仅为37%, 公司主要布局一二线城市按揭贷款额度收紧及放款时间延长, 导致公司的回款质量大幅下降。预收账款方面, 截止到17年中期, 预收账款规模157.3亿元, 与16年底相比上涨21.8亿元, 京外项目规模占比小幅上升。

图16: 北京城建销售回款(亿元)及回款率



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图17: 北京城建预售账款规模(亿元)



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

公司12年成立商业地产事业部, 重点向酒店和写字楼方向发展, 同时加强商业地产品质提升及价值管理, 逐步拓展商业地产规模。16年年商业地产出租面积19.65万平方米, 同比增长1%, 租金收入1.31亿元, 同比增长5.14%。16年年初公司竞得北京市朝阳区综合金融性商业金融服务性用地, 商业地产规模稳步扩张。

表1: 北京城建自持商业项目信息整理

项目名称	城市	位置	类型	可持有总量(万方)	周边房价(元/平米)
泰和国际大厦	北京	西城区二环内	甲级写字楼	2.5	109398
首都国际中心商业	北京	朝阳区东三环广渠路	底商	7.3	64764
富海中心	北京	海淀区二三环之间西直门外	写字楼+商业	约8	90615

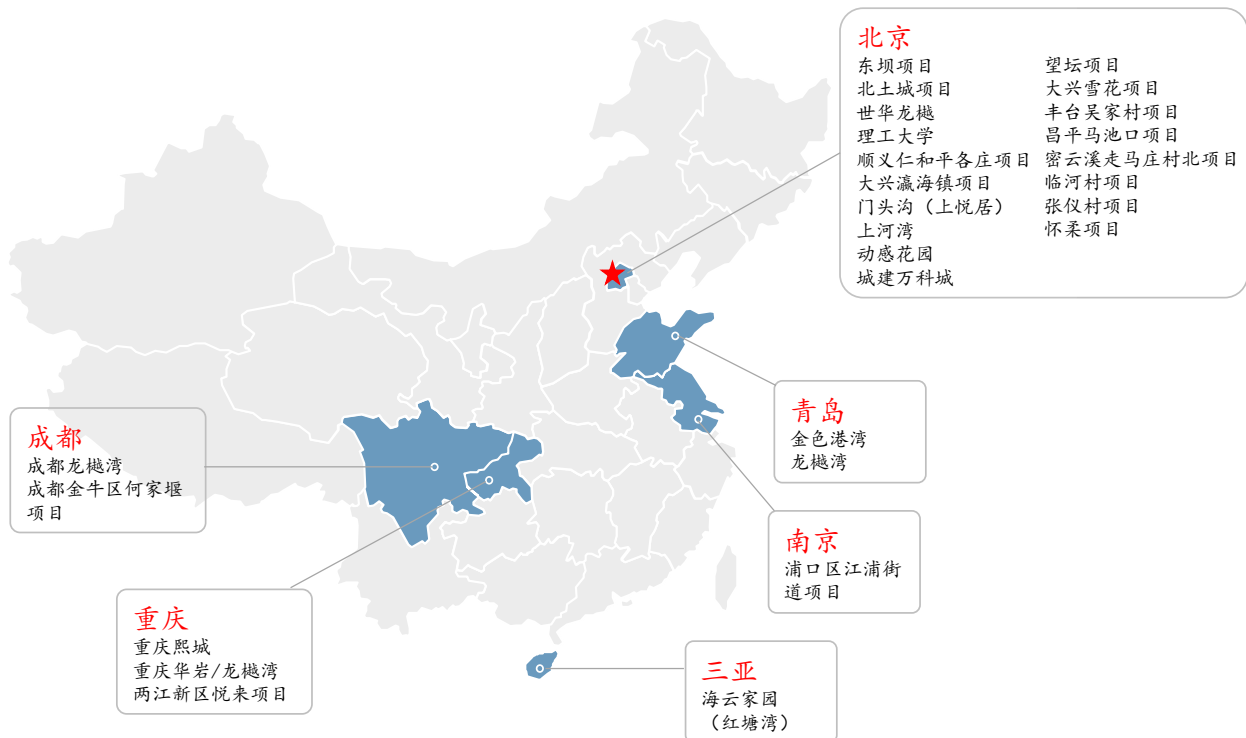
北苑易世达广场	北京	朝阳区四环至五环	商铺	5.2	60483
奥体文化商务园	北京				
三亚红塘湾	三亚	东邻天涯海角景区	酒店	未知	18187
重庆熙城	重庆	重庆九龙坡西彭	商业步行街	未知	5893
成都金牛					
北京城建《徜徉集》	北京	京石高速长阳出口约4公里	商业步行街	未知	34695

数据来源：广发证券发展研究中心

储备布局：深耕北京，棚改助力

主营业务房地产开发方面，公司基于深耕北京、覆盖一二线重点城市的发展战略，密切与政府部门合作，利用好北京行政副中心建设、京津冀协同发展、城镇化建设、棚户区改造带来的政策红利，加大外埠重点区域拓展力度，特别是跟进房地产市场需求旺盛、溢价空间较大的上海、深圳、广州等一线城市，以及南京、武汉、南昌等前景看好的二线城市。同时，通过企业股权收购、项目合作开发、ppp等模式，拓宽土地获取渠道。截止到17年中期，北京城建未结算口径的土地储备面积940万方，其中地产开发项目储备规模511万方，棚改及一级开发项目储备为428万方。

图18：北京城建全国项目储备分布

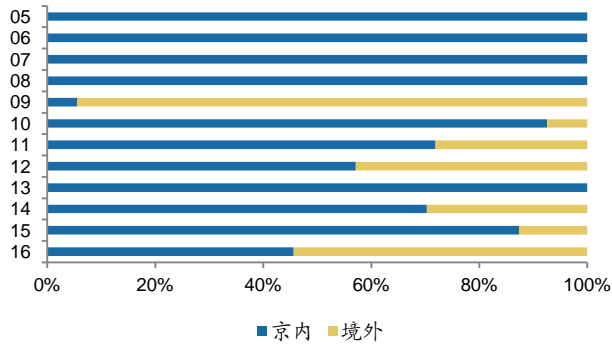


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

09年之后，公司一直在寻求京内外项目拓展的均衡拓展，力求突破单一市场对于公司销售规模增长的限制，逐步布局东部以及中部的部分核心二线城市。目前公

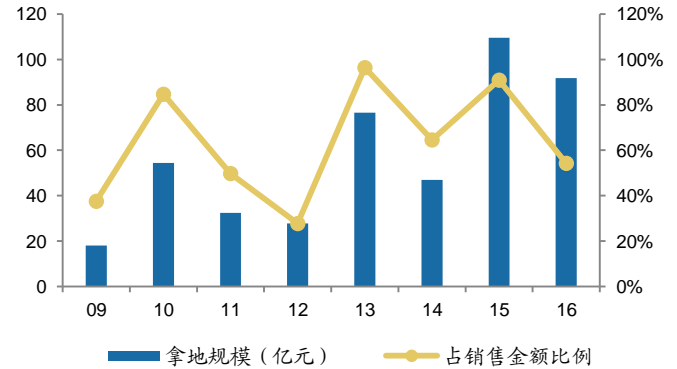
司在京外共拥有12个项目，未结算口径的项目储备规模达到了289万方，占开发类资源储备的57%。

图19: 北京城建京内外土地投资占比



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图20: 北京城建拿地金额及占销售金额比例



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

17年以来, 公司综合的项目拓展模式逐渐成型, 继续坚持立足北京、拓展北京周边和一二线城市及中心城市拿地策略, 通过联合竞买、合作开发、股权收购、公开竞标、棚户区改造、政府实施授权等模式, 共获得6块土地, 其中二级项目4个, 一级和棚改项目各1个, 根据公司经营数据上半年新增土地储备140万方, 其中二级开发项目规模为60.2万方。

表 2: 北京城建拿地信息整理

时间	项目/土地	区域	股权比例	项目用途	获取方式	土地面积	建筑面积	总地价/总投
						(万平方米)	(万平方米)	(亿元)
2017年9月	天津市武清区下朱庄津武地块	天津	50%	住宅	招拍挂	2.5	3.8	3.6
2017年6月	三亚市海坡片区、地块	三亚	60%	旅馆艺术传媒	招拍挂	4.1	7.4	2.2
2017年5月	青岛海达伟业房地产有限公司股权	青岛	50%	商住	收购	20.9	41.8	15.1
2017年4月	北京市朝阳区管庄乡塔营村地块	北京	100%	商住	招拍挂	6.0	7.2	32.6
2016年12月	重庆市两江新区悦来组团C分区	重庆	100%	住宅	招拍挂	22.43	55.36	29.8
2017年6月	顺义区平各庄村B地块一级开发	北京	100%	一级开发		36.2	28.3	20.4
2017年5月	延庆区康庄镇棚户区改造项目	北京	100%	棚户区改造		45.0	49.9	50.0

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

北京城建作为北京市国有企业, 背靠城建集团, 在过去的发展历程中, 大量的一二级开发联动项目, 为公司锁定了大量的优质资源。2017年北京棚户区改造项目共128个, 改造任务户数3.6万户, 项目完成改造土地公6794万方。根据改造计划2017年核心6城区的棚户区改造项目规模达到3万户, 占总计划的比例达到83.3%。

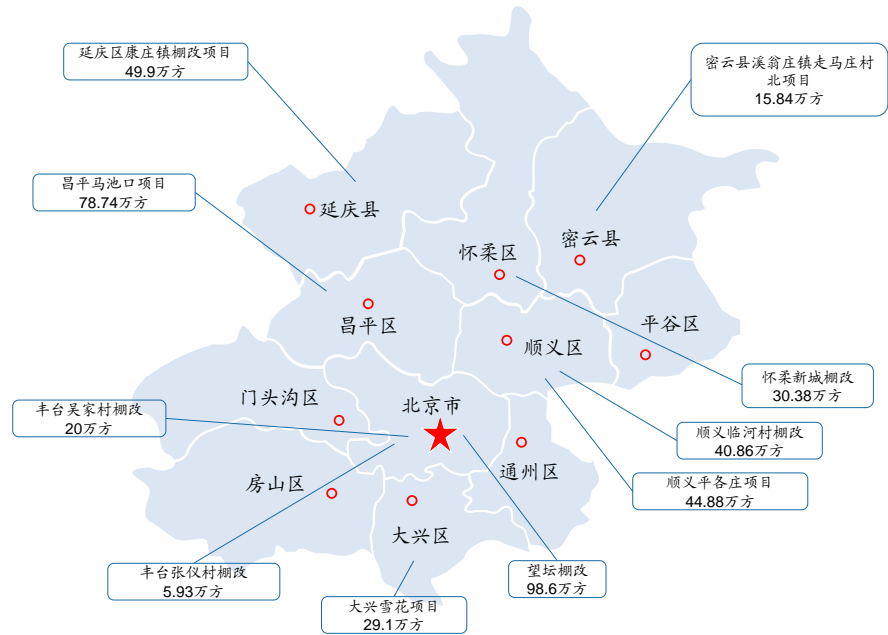
公司在棚户区改造方面倾注了大量的精力, 累计获取项目合计总投资规模已经达到774.2亿元, 其中望坛项目单一投资规模达到了411亿元。北京市大力推行新棚改的推广。目前北京市棚户区改造项目实施按总投资额的一定比例返还企业利润, 公司项目返还平均规模在13%左右。

表 3: 北京城建棚改项目概况

指标	望坛棚改	丰台张仪村棚改	怀柔新城棚改	顺义临河村棚改	延庆区康庄镇一二三街村棚户区改造
地理位置	东临景泰路,南临安乐林路,西临永定门外大街,北临京津城际铁路	丰台区卢沟桥乡三顷地南里	东至开放路,南至府前东街,西至迎宾中路,北至兴怀大街	东临景泰路,南临安乐林路,西临永定门外大街,北临京津城际铁路	延庆区康庄镇
总用地面积	46.59 万 m ²	7.4195 万 m ²	23.74 万 m ²	179.62 万 m ²	45 万 m ²
建设用地面积	36.88 万 m ²	5.9264 万 m ²	8.98 万 m ²	34.39 万 m ²	
代征面积	9.71 万 m ²	1.493 万 m ²			
项目规划总建筑面积	136 万 m ²	16.014 万 m ²			49.89 万 m ²
项目预计总投资	432.87 亿元	35 亿元	40.28 亿元	184.89 亿元	50 亿元
周边二手房项目平均售价	6.5 万-7 万/平方米	3.8 万-4 万/平方米	2.0 万-3.0 万/平方米	2.5 万-4.0 万/平方米	

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 21: 北京城建棚改及一级开发项目储备

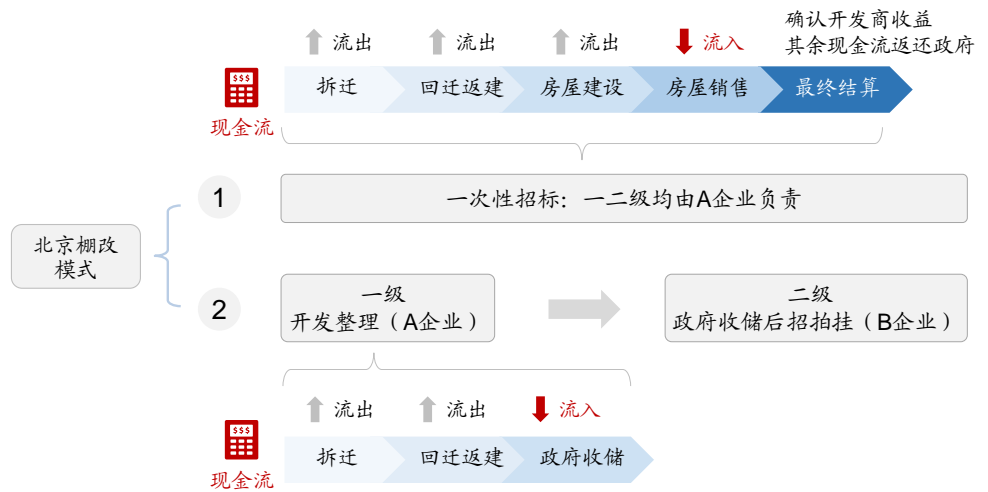


数据来源: 公司官网, 公司公告, 广发证券发展研究中心

北京目前的一级开发主要有两种模式: 其一是一次性招标, 即一二级开发由一家企业来做; 其二是一二级开发分开, 先做一级开发整理, 二级需要在政府土地收储后进行公开招拍挂。北京城建棚改项目中根据土地性质区别分别采用这两种模式。国有用地采用一二级联动模式(望坛棚改项目、丰台棚改项目), 即一二级开发都由北京城建来做, 收益按照北京城建落地投资额返还, 返还比率 15% 左右; 集体用地采用一二级分开方式, 北京城建负责以及土地整理并建好回迁和返建, 按照固定比例核算利润, 二级需要在政府土地收储后进行公开招拍挂。对于第一种形式, 北京城建可获得稳定的投资收益, 第二种模式中, 一级开发项目的获取, 为接下来二级开发项目的竞得在一定程度上提供了有利条件, 因为以及土地整理商对土地及其

未来的开发价值有更透彻的了解，而且公司在北京一二级联动已有多个成功案例。

图22: 北京市棚户区改造模式示意图



数据来源: 广发证券发展研究中心

图23: 顺义项目施工现场



数据来源: 北京城建集团, 广发证券发展研究中心

图24: 望坛项目签约现场



数据来源: 北京城建集团, 广发证券发展研究中心

城建凭借多年的城市大型工程的建造经验，在17年各区的标杆棚改项目中都取得了良好的进展。截止目前，临河村棚户区改造土地开发项目签约进程已经达到100%，15天创造了顺义区棚改历史上最快签约速度，被群众称赞为“临河速度”。望坛项目中棚改住宅签约率达到98.45%，签约户数5642户，其中已搬家交房5536户，包括回迁交房4277户、外迁交房1259户。选房结束后，居民将陆续领取剩余补偿款和奖励费。这两个项目均采用一二级联动的开发模式，如果进程顺利均将在18年进入结算，将为公司贡献较高的业绩增长弹性。

对外投资屡创佳绩，投资之翼羽翼渐丰

北京城建作为房地产上市公司中一流的“投资大师”，持续优化在高科技、互联网金融产业特别是战略性新兴产业的投资布局，同时加强对新三板、PE投资项目的研究，提升投资价值和投资收益。公司对外股权投资呈现出流动性强、资产处置灵活的特点。所投资的国信证券、锦州银行已在公开市场挂牌，容易退出变现，且因为早期投资成本较低及历年分红摊销成本，投资收益十分可观。

表 4: 北京城建非地产业务投资权益价值

投资标的	简介	初始投资金额 (亿元)	持股比例	持有价值 (亿元)
中信建投证券股份有限公司	拟参与其 H 股发行股份	1.38	0.31%	3.41
曙光信息产业股份有限公司	计算机硬件龙头企业，A 股上市	1.4	0.67%	1.45
锦州银行股份有限公司	商业银行、港交所上市、有回归 A 股计划	2.6	2.25%	8.93
国信证券股份有限公司	综合性券商、A 股上市	1.27	4.18%	48.19
二十一世纪空间技术	2016 年 12 月 5 日退市，拟申请 A 股境内上市	0.97	4.94%	0.97
深圳市中科招商创业投资有限公司	创投基金管理机构，母公司已上新三板	1.22	30.00%	4.90
国奥投资发展有限公司	奥运地产	2.8	20.00%	1.34
北京科技园建设集团股份有限公司	产业园区开发商，有上市计划	2.8	14.00%	6.88
合计		14.44		76.07

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 5: 北京城建主要股权投资项目收益情况 (万元)

投资标的	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
锦州银行股份有限公司	0	1300	1365	1560	1755	1950
国信证券股份有限公司	3430	3430	3430	6860	20580	6860
深圳市中科招商创业投资有限公司	1727	7850	8246	10803	491	-63
国奥投资发展有限公司	2566	1288	-20547	-3407	5417	-352
北京科技园建设集团股份有限公司	2137	11415	3073	5024	5937	3085
合计	9860	25283	-4433	20840	34180	11481

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

优质早期投资，超额收益可期

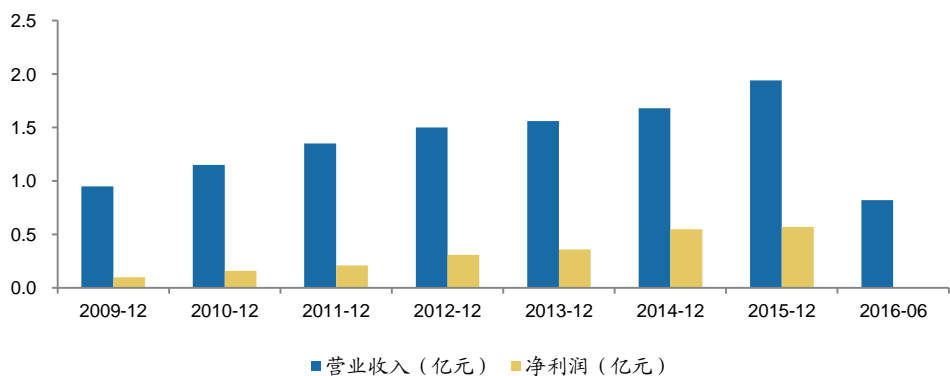
1999年，公司投资约1.27亿元获得国信证券3.43亿股股权，目前为国信证券第五大股东，2014、2015年分别收到其分红款3430万和6860万元，计入投资收益。2015年国信证券拟按照最高10配3的比例向全体股东配售不超过24.6亿股，募集资金不超过180亿元，北京城建拟以不超过人民币8亿元全额认购国信证券可获配股份，若以7.32元/股的配股价计算，配股完成后公司持有国信证券的总市值将达到70亿元。目前公司所持有的3.43亿股国信证券股票已全部解禁流通，预计公司将择机变现实现投资收益。

2001年，公司投资6060万元参与发起设立深圳中科招商投资公司；投资250万元参股深圳市中科招商投资管理公司。中科招商创业投资有限公司（简称“中科招商创投”）成立于2000年，是中国第一支公司制创业投资基金，累计投资锌业股份、杰赛科技等多家创业企业，是当前新三板挂牌的中科招商投资管理集团股份有限公司（简称“中科招商”，代码832168）早期管理的主要基金之一。至2015年底，公司净资产18.1亿元、15年净利润3.6亿元。

优化投资结构，布局新兴战略产业

不断优化投资结构，继续加大在高科技、互联网金融产业特别是战略性新兴产业的投资布局，加强对新三板、PE投资项目的研究。2015年11月30日，公司拟认购二十一世纪空间技术应用股份有限公司定向增发股份。该公司于2016年1月6日起挂牌新三板（简称：世纪空间，代码：835225），北京城建以13.05元/股参与其定增，投资9735.3万元746万股，占该公司定向增发后总股本的4.94%。世纪空间是国内首家商业运营、全产业链的空间技术应用服务公司，我国唯一一家拥有遥感卫星星座“北京2号”，集遥感卫星测控、数据接收、产品生产、应用开发、综合服务于一体的高新技术企业。公司拥有“卫星遥感数据高效获取技术、遥感影像自动化处理技术、地表信息智能化提取技术、多源遥感数据应用服务技术”四个方面的关键技术，提供空间信息服务和系统集成服务两类产品，应用范围广阔，国内市场超百亿。2015年营业收入1.94亿元、净利润0.57亿元，同比增长4.4%，经营业绩实现连续多年稳定增长。公司于2016年12月5日退市，拟申请A股境内上市，基于其往年经营表现和公司战略，预计未来将获超额收益。

图25：世纪空间营业收入和净利润持续增长



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

2016年6月，公司出资1.4亿元参与认购中科曙光430.24万股股份，占该公司定向增发后总股本的0.67%。锁定期自2016年6月28日至2017年6月27日。中科曙光为计算机软硬件龙头，随着高性能计算机应用领域不断扩充，需求旺盛，因此公司将继续保持高速增长，服务器、存储业务由于处在公有云和私有云建设高峰期，下游需求推动明显，公司x86高端服务器国内领先，NAS存储产品国内市场份额第一，新产品不断，增长势头强劲，软件及服务主要来自云计算业务，最早建设的城市云已经

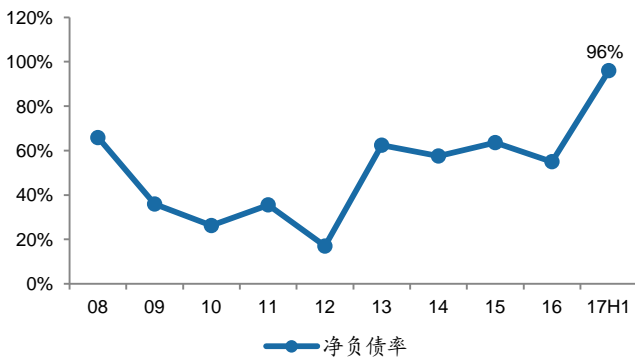
开始盈利，随着百城百行不断推进，盈利模式进一步成熟，未来将是公司重要利润增长点，另外公司将利用航天星图的遥感数据以及中科三清的环保数据进行商业变现，获取利润。

在各方面积极配合企业的各类需求，京内国有建设用地采用一二级联动的开发方式，企业可以通过房地产销售实现前期投资回款，而集体用地仍然采用一级开发政府收储的方法。

资本运作能力凸显，多元融资渠道畅通

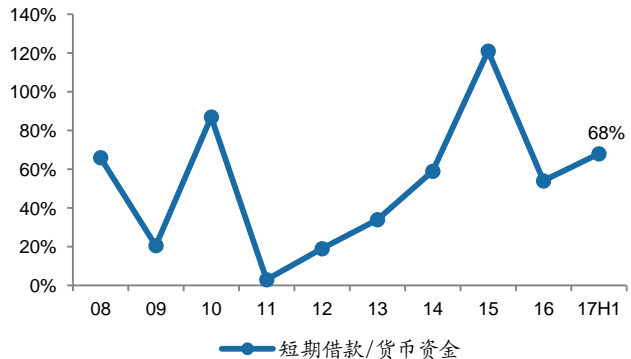
多元化的融资策略，是公司能够维持稳定投资的基石，公司融资平台和融资渠道持续完善，股权投资公司还为公司开辟了新的融资渠道。资本运作能力增强，多渠道融资能力提高。充分发挥金融机构融资功能，并积极拓展从资本市场获取资金的能力。银行、信托借款成本始终保持当期同业最低水平。截止到17年中期，公司净负债率水平为96%，与16年底相比上升40个百分点，公司上半年的销售回款受到按揭贷款发放的影响，货币现金规模偏低，若按照正常的回款状态，实际的净负债率应该在75%左右。短期偿债压力方面，由期初的54%小幅上升至68%，短期偿还压力较小。

图26: 北京城建净负债率



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

图27: 北京城建短期偿债压力



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

长袖善舞，多期公司债大大降低财务成本

2015年7月，公司公开发行58亿公司债，利率4.4%。其中拟使用28.15亿元偿还公司债务，以降低财务费用并优化债务结构；拟使用29.85亿元用于补充流动资金。本次发债利率4.4%，远低于拟偿还的28.15亿金额利率（均在8.0%以上），大大降低了公司的财务费用。运用募集资金后，公司资产负债率水平将由2014年12月31日的66.86%上升至68.71%；非流动负债占总负债的比例将由2014年12月31日的39.93%增加至51.62%。公司财务杠杆利用水平、长期债券融资比例提高，利于提高股东权益报酬率，优化债务结构。

2016年1月9日，第六届董事会第13次决议公告称，同意公司在北京金融资产交易所发行不超过15亿元债权融资计划，融资成本年利率6.5%，期限2年，由北京银行股份有限公司承销，公司的全资子公司北京城建兴华地产有限公司为该笔融资提供担保。

表 6: 北京城建公司债融资情况

日期	融资内容	票面利率	资金用途	兑付情况
2015.7.20	公开发行公司债58亿	4.40%	28.15亿元偿还公司债务,29.85亿元补充流动资金	2016年7月20日第一期兑息
2016.1.9	拟发行不超过15亿元(尚未发行)	6.50%		

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 7: 北京城建 28.15 亿公司债券置换债务情况

贷款单位	贷款人	借款起始日	借款终止日	利率	拟偿还金额
五矿国际信托有限公司	北京城建	2013年8月30日	2015年8月29日	8.30%	8.00
中国金谷国际信托有限责任公司	北京城建	2013年9月6日	2015年9月6日	8.00%	6.00
建信信托有限责任公司	世纪鸿城	2013年6月30日	2015年6月30日	8.10%	4.50
新时代信托股份有限公司	兴云公司	2013年12月27日	2015年12月27日	8.50%	6.40
新华信托股份有限公司	兴华公司	2014年3月21日	2016年3月21日	8.50%	2.80
西藏信托有限公司	兴泰公司	2014年11月27日	2016年11月27日	8.50%	0.45
总计					28.15

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

一马当先，开地产公司优先股融资先河

2016年上半年，公司依旧积极探索多元化的融资方式。3月26日公司创新推出优先股发行方案，拟发行优先股总数不超过3000万股，募集资金总额不超过30亿。目前该方案还在审核过程中。公司此举在不稀释股东控制权的情况下，从优先股获得长期稳定的资金支持，有利于解决公司负债率过高、加杠杆空间的限制，为未来发展预留融资空间。

表 8: 非公开发行优先股资金用途

募投项目名称	募集资金投资金额(亿元)
偿还公司债务	4
补充流动资金	26
合计	30

数据来源：广发证券发展研究中心

而在17年8月，公司又提出了发行永续债方案，拟向中国银行间市场交易商协会申请注册发行不超过人民币40亿元长期限含权中期票据，前5年为固定利率，每5年重置一次票面利率，当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300BP。若永续债方

案得以顺利实施，有利于公司进一步通过公司债或中票的形式，获取低成本资金。

方兴未艾，借力地产基金“指点江山”

公司于2015年开辟了新的融资渠道，与工银瑞信、宏源汇富联合成立北京城建（上海）股权投资管理公司（以下简称投管公司），以自有项目为募集对象，先后成功发起了三期地产基金，大大降低了公司拿地的财务压力，保障流动性的充裕，同时资金成本直接计入项目开发成本可降低税费，获益增加。一期基金28亿元投资于公司的全资子公司北京城建兴云房地产有限公司（简称“兴云公司”）开发的北京门头沟项目；二期基金24.428亿元投资于公司的全资子公司北京城建兴业置地有限公司（简称“兴业置地”）开发的北京市大兴区瀛海镇项目；三期基金30亿元投资于奥体文化商务园区项目开发。

表 9：北京城建地产基金概况

	一期基金	二期基金	三期基金
规模(亿元)	28	24.428	30
存续期	1+1年，GP决定1年后终止并清算，或延长	1+1年，GP决定1年后终止并清算，或延长	3+2年，3年后终止并清算，或延长2年期限
股权构成	GP：北京城建投管公司，出资0.28亿，占1% 优先LP：上海浦银安盛资管，出资19.32亿，占69% 次级LP：北京城建，出资8.4亿元，占30%	GP：北京城建投管公司，出资0.244亿，占1% 优先LP：申万宏源，由天津银行出资17.1亿，占70% 次级LP：北京城建，出资7.084亿元，占29%	GP：北京城建投管公司，出资0.3亿，占1% 优先LP：太平资产，出资21亿，占70% 次级LP：北京城建，出资8.7亿元，占29%
投资方式	采用委托贷款方式对兴云公司投资，用于北京门头沟项目	采用委托贷款方式对兴业置地投资，用于北京大兴区瀛海镇项目	采用委托贷款方式对拟投资项目投资，用于奥体文化商业园区项目开发
基金管理人	投管公司	投管公司	投管公司
管理费	全体合伙人实际出资额的0.5%/年	全体合伙人实际出资额的0.5%/年	全体合伙人实际出资额的0.2%/年
优先级LP的资金成本	7.3%/年（含费用），按季度付息	7.15%/年（含费用），按季度付息	6.5%/年（含费用），按季度付息
收益分配和 本金偿还	季度收益分配前，应当扣除运营费用、支付GP管理费，按7.3%的年投资回报率分别向各合伙人分配上一季度的投资收益（其中优先级LP的投资收益含委托贷款手续费、银行托管费等全部费用），分配顺序为优先级LP、GP、次级LP	季度收益分配前，应当扣除运营费用、支付GP管理费，按7.15%的年投资回报率分别向各合伙人分配上一季度的投资收益（其中优先级LP的投资收益含委托贷款手续费、银行托管费等全部费用），分配顺序为优先级LP、GP、次级LP	季度收益分配前，应当扣除运营费用、支付GP管理费，按5.8%的年投资回报率分别向各合伙人分配上一季度的投资收益（其中优先级LP的投资收益含委托贷款手续费、银行托管费等全部费用），分配顺序为优先级LP、GP、次级LP

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司估值

公司目前地产项目权益净增加值为83.3亿，考虑净资产NAV总额280亿，每股NAV17.86元/股，若考虑公司近两年新增的棚户区改造项目带来的权益增加值，每股NAV为23.41元/股，折价率为33%，低于行业平均水平。

表10: 北京城建估值计算

WACC	6.08%
净权益增加值 (亿元)	83.29
棚户区改造项目净增加值 (亿元)	86.97
2016 末净资产 (亿元)	196.64
NAV (亿元)	366.91
股本 (亿)	15.67
每股 RNAV (亿元)	¥23.41

数据来源: 广发证券发展研究中心

表 11: 北京城建项目明细

项目名称	区域	产品类型	权益	土地面积	总建筑面积	权益净增加值
				万方	万方	亿元
首城国际	北京广渠路	住宅	50%	23.70	45.96	0.16
世华泊郡	北京朝阳区	商住, 配建回迁房	55%	32.00	29.88	3.97
筑华年	北京朝阳区	商住, 配建廉租房	100%	10.14	20.93	0.47
北京市朝阳区东坝南区(首城置业)	北京朝阳区	商住, 限价房, 自住型	50%	4.85	9.19	0.30
北京市朝阳区北土城(奥体文化园)	北京朝阳区	商业金融服务	83%	1.83	11.94	2.12
徜徉集	北京房山区	住宅, 配建两限房	100%	21.23	36.38	2.08
国御府	北京房山区	住宅, 限价房	100%	11.60	19.40	2.97
世华龙樾	北京海淀区	商住, 配建保障房	100%	32.40	51.86	41.19
顺悦家园(顺悦居)	北京顺义区	住宅	100%	8.20	20.02	(0.03)
顺义区仁和镇平各庄项目	北京顺义区	综合	100%	25.78	41.32	12.56
平谷区马坊镇/汇景湾	北京平谷区	居住、商业	50%	41.67	34.69	2.80
北京密码	北京市大兴区	商住	100%	28.86	27.52	(1.35)
北京市大兴区瀛海镇地区地块	北京市大兴区	住宅及配套	100%	5.79	13.77	(11.15)
海梓府	北京经济开发区	居住	100%	8.15	16.29	4.98
北京城建·畅悦居	北京市昌平区	住宅, 配建两限房	100%	11.81	28.81	0.49
北京上悦居	北京市门头沟区	住宅	100%	9.90	20.17	8.20
北京密云县/上河湾	北京密云	住宅	100%	20.60	24.25	0.96
兴业嘉园(红木林项目)	北京大兴区	住宅	100%	6.49	17.47	0.26
动感花园(N次方)	北京朝阳	住宅及配套	80%	10.58	13.04	11.15
通州区台湖镇光机电一体化产业基地	北京通州	商住	100%	9.68	17.65	17.83
北京城建万科城(天成家园)	北京延庆	住宅、保障房	57%	16.61	23.26	1.18

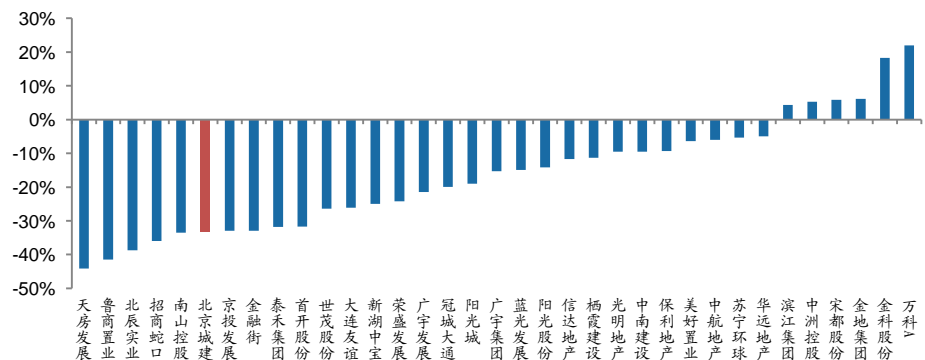
识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

天津武清下朱庄街/南湖一号	天津	住宅	50%	21.60	32.50	0.31
天津市武清区下朱庄津武	天津	住宅	50%	2.5	3.8	-1.4
南京市浦口区江浦街道白马	南京	住宅	100%	6.49	9.09	(0.78)
重庆九龙坡区-熙城	重庆	住宅及配套	100%	13.34	31.60	(0.45)
重庆九龙坡区-华岩/龙樾湾	重庆	住宅及配套	100%	26.79	32.64	(1.82)
重庆市两江新区悦来组团 C 分区	重庆	住宅	100%	22.43	55.36	(9.44)
成都-龙樾湾	成都市	城市综合体	100%	20.13	59.70	(2.08)
金牛区金泉街办何家堰村-地块(熙城)	成都市	商住	100%	10.87	40.77	(2.15)
青岛金色港湾	青岛	居住	51%	1.65	2.59	0.16
青岛市李沧区(九水路)(龙樾湾)	青岛	商住	100%	4.08	12.70	(0.29)
青岛海达伟业房地产有限公司	青岛	商住	50%	20.92	41.84	0.07
海云家园(红糖湾项目)	三亚	商业、居住	100%	24.05	23.37	7.33
三亚红塘湾旅游度假区 C-05 地块	三亚	商业、居住	100%	9.27	9.73	3.87
三亚市海坡片区控规地块	三亚	旅馆、艺术传媒	60%	4.08	7.35	3.51
望坛项目	北京崇文	棚户区改造	100%	46.59	80.56	48.00
大兴雪花项目	北京大兴	一级开发	100%	14.67	29.10	0.00
丰台吴家村棚改项目	北京丰台区吴家村	一级开发	100%	8.10	15.80	0.00
昌平马池口项目	北京昌平马池口	一级开发	100%	121.21	87.23	4.80
密云县溪翁庄镇走马庄村	北京密云	一级开发	100%	13.53	15.84	0.60
临河村棚户区改造和环境整治项目	北京顺义区	一级开发	100%	179.62	75.25	22.19
顺义区平各庄村 B 地块土地	北京市顺义区	一级开发	100%	36.15	28.31	2.45
丰台区张仪村路东侧棚户区改造项目	北京丰台	棚户区改造	91%	7.42	16.01	3.82
延庆区康庄镇一二三街村棚户区	北京延庆	棚户区改造	100%	45.00	49.89	6.00
怀柔新城棚户区改造项目	北京怀柔	棚户区改造	92%	23.74	30.38	4.40

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图28：北京城建及主流地产公司NAV估值折价对比



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司地产主营业务基本维持稳定，竣工面积的提高以及销售规模的增长对于未来几年的主业结算都提供了良好的保障。关注公司望坛项目及顺义棚改项目投资结算进度，这些项目具备早期的土地成本优势，项目毛利率较高，我们假设世华龙樾、

海梓府等高毛利项目在17年四季度逐步竣工贡献业绩，进而为17年及18年的业绩增长带来更大弹性。

地产业务方面，16、17年销售金额维持在170亿左右，公司过去几年的结算净利率在15%左右，随着北京市内保障性住房项目占比的下降，虽然受到政策压制，未来的结算利润率水平能够维持稳定，16、17年年销售对应净利润规模在25.5亿左右。

棚户区改造项目，公司目前年投资规模在50-80亿，若可根据投资进度进行结算，将在投资落地后便确认收益。整体棚改项目利润返还率为13%左右，扣除费用及所得税，整体净利率水平在8%左右，若按照50亿投资计算，可确认业绩规模在4亿左右。

综上所述，预计17、18年的业绩分别为1.08和1.60元，维持“买入”评级。

风险提示

公司销售表现受到北京市政策影响较大，旧改项目进度存在不确定性。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	51,709	64,198	75,149	89,485	102,644
货币资金	6,995	9,728	10,377	13,786	15,985
应收及预付	2,382	3,416	5,657	6,506	6,755
存货	42,050	50,766	58,826	68,903	79,615
其他流动资产	282	289	289	289	289
非流动资产	12,326	11,859	12,344	12,816	13,329
长期股权投资	1,348	1,385	1,773	2,177	2,639
固定资产	166	191	200	212	225
在建工程	0	0	40	78	116
无形资产	3	3	3	3	3
其他长期资产	10,810	10,280	10,328	10,346	10,346
资产总计	64,035	76,057	87,494	102,301	115,973
流动负债	26,346	29,707	41,423	45,843	47,003
短期借款	20	10	4,020	7,606	10,126
应付及预收	17,886	24,432	34,329	34,276	30,682
其他流动负债	8,440	5,265	3,074	3,961	6,195
非流动负债	17,283	25,294	28,328	35,861	44,945
长期借款	5,783	10,246	13,202	20,651	29,645
应付债券	5,728	5,738	5,738	5,738	5,738
其他非流动负债	5,772	9,311	9,388	9,473	9,562
负债合计	43,629	55,001	69,751	81,704	91,948
股本	1,567	1,567	1,567	1,567	1,567
资本公积	3,797	3,797	4,136	4,638	5,242
留存收益	8,058	9,063	10,418	12,427	14,840
归属母公司股东权益	19,410	19,664	16,121	18,632	21,649
少数股东权益	995	1,392	1,622	1,965	2,376
负债和股东权益	64,035	76,057	87,494	102,301	115,973

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,178	11,628	14,915	21,498	26,598
营业成本	5,652	8,056	10,543	15,171	19,021
营业税金及附加	1,093	971	1,246	1,802	2,172
销售费用	230	282	296	330	348
管理费用	413	405	428	457	461
财务费用	90	127	138	218	345
资产减值损失	55	65	-1	1	2
公允价值变动收益	32	-6	0	0	0
投资净收益	211	351	332	301	326
营业利润	1,889	2,067	2,597	3,821	4,576
营业外收入	42	38	0	0	0
营业外支出	8	6	0	0	0
利润总额	1,923	2,099	2,597	3,821	4,576
所得税	439	469	673	967	1,147
净利润	1,484	1,631	1,924	2,854	3,428
少数股东损益	55	187	231	342	411
归属母公司净利润	1,429	1,444	1,693	2,511	3,017
EBITDA	1,801	1,928	2,418	3,757	4,614
EPS (元)	0.91	0.92	1.08	1.60	1.93

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-5,631	-1,743	-2,661	-6,515	-8,652
净利润	1,484	1,631	1,924	2,854	3,428
折旧摊销	11	13	16	19	18
营运资金变动	-8,168	-3,204	-404	-10,980	-14,555
其它	1,041	-183	-4,197	1,592	2,457
投资活动现金流	485	68	-218	-247	-285
资本支出	-9	-8	-82	-72	-70
投资变动	77	-19	-137	-175	-215
其他	416	94	0	0	0
筹资活动现金流	5,542	4,403	3,529	10,171	11,136
银行借款	7,389	5,013	4,775	11,922	13,749
股权融资	0	259	0	0	0
其他	-1,847	-869	-1,246	-1,751	-2,612
现金净增加额	396	2,728	649	3,409	2,199
期初现金余额	6,586	6,982	9,710	10,359	13,768
期末现金余额	6,982	9,710	10,359	13,768	15,967

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-8.3%	26.7%	28.3%	44.1%	23.7%
营业利润增长	-0.8%	9.5%	25.6%	47.1%	19.8%
归属母公司净利润增长	4.1%	1.0%	17.3%	48.3%	20.1%
获利能力(%)					
毛利率	38.4%	30.7%	29.3%	29.4%	28.5%
净利率	16.2%	14.0%	12.9%	13.3%	12.9%
ROE	7.4%	7.3%	10.5%	13.5%	13.9%
ROIC	4.0%	4.5%	5.3%	6.3%	5.8%
偿债能力					
资产负债率(%)	68.1%	72.3%	79.7%	79.9%	79.3%
净负债比率	63.6%	54.8%	88.2%	117.3%	148.7%
流动比率	1.96	2.16	1.81	1.95	2.18
速动比率	0.33	0.39	0.31	0.36	0.40
营运能力					
总资产周转率	0.16	0.17	0.18	0.23	0.24
应收账款周转率	114.74	145.21	164.83	167.33	158.34
存货周转率	0.15	0.17	0.19	0.24	0.26
每股指标(元)					
每股收益	0.91	0.92	1.08	1.60	1.93
每股经营现金流	-3.59	-1.11	-1.70	-4.16	-5.52
每股净资产	12.39	12.55	10.29	11.89	13.81
估值比率					
P/E	16.8	16.6	14.2	9.6	8.0
P/B	1.2	1.2	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	19.9	16.8	16.4	12.8	12.9

广发房地产行业研究小组

- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，九年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 郭镇：分析师，清华大学工学硕士，五年房地产研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 金山：分析师，复旦大学经济学硕士，四年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 李飞：研究助理，中国科学技术大学金融工程硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。