

北京城建 (600266.SH)

房地产开发行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

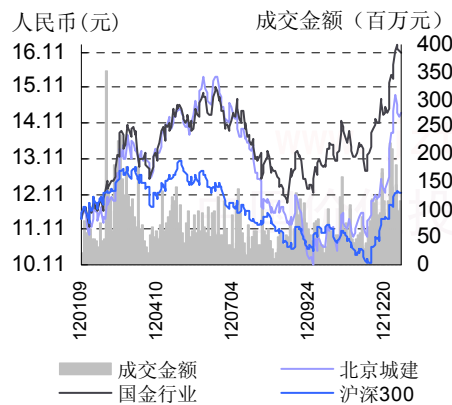
市价(人民币): 14.39元

销售超预期

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	889.20
总市值(百万元)	127.96
年内股价最高最低(元)	15.44/10.11
沪深300指数	2526.13
上证指数	2275.34



相关报告

- 1.《借势上位跃居第二》，2012.8.19
- 2.《逆市扩张与锦上添花》，2012.3.14

曹旭特 分析师 SAC 执业编号: S1130511030006
(8610)66211658
caoxt@gjzq.com.cn

张慧 分析师 SAC 执业编号: S1130512080003
(8610)66216760
zhang_hui@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.351	0.962	1.169	1.634	2.397
每股净资产(元)	5.85	6.63	7.65	9.23	11.58
每股经营性现金流(元)	0.24	-0.38	2.11	0.05	3.66
市盈率(倍)	9.04	12.88	12.20	8.73	5.95
行业优化市盈率(倍)	22.79	13.33	15.10	15.10	15.10
净利润增长率(%)	41.32%	-28.78%	21.46%	39.84%	46.72%
净资产收益率(%)	23.07%	14.51%	15.28%	17.70%	20.70%
总股本(百万股)	889.20	889.20	889.20	889.20	889.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **销售超预期。**北京市场近期体现了充分的复苏弹性,而这正是北京城建的大本营,近期公司开盘项目不断超预期。主力项目北京世华龙樾相比年初预计售价上涨了约1万元,幅度达到43%,按30万平方米可售,收入增加30亿元,并且每期推出项目都有两倍以上认购率,开盘即基本能完成去化。虽然该项目要求配建保障房,但项目整体毛利率预计不低于57%。
- **自上而下投资逻辑的最理想标的。**我们认为13年北京仍是供求最健康的区域,因为截至到2012年11月,商品房销售面积同比增长了53%,而新开工同比下滑了40%。从自上而下的角度分析,也即寻找各区域市场回暖中最受益的公司,北京城建是最理想标的。公司目前在北京尚有211万平方米未结算项目,占总储备的58%,公司在13年仍有希望销售超预期。
- **为数不多实现逆市扩张的公司。**11年销售下滑影响了开发商预期,各公司拿地普遍谨慎,但12年销售再超预期,又导致土地市场的火爆,但土地市场低点早已过去。所以在11年行业低谷时实现拿地公司的增长将更有保障,城建凭借国有背景和一二级联动的发展模式,在11年土地市场大有斩获,当年新增项目权益建面110万平方米,帮助整体储备规模增长32%。
- **资金状况和业绩锁定率名列前茅。**公司在三季度末账面现金达到55.5亿元,相比年初上升了86%,短期负债占现金余额的比重仅为9%,明显优于上市公司整体90%的水平。公司业绩锁定率也达到221%,高于地产公司整体123%的水平,北京城建未来两年业绩已完全锁定。
- **升值资产将得到显性化处理。**公司在今年将采用公允价值计量投资性房地产,我们预计这将使公司的负债率从目前的75%下降至69%,而会计准则变化对净利润影响的波动较大,我们的盈利预测暂不考虑这部分影响。

投资建议及估值

- 不考虑公允价值变动收益前提下,预计12、13年eps为1.17、1.63元,市盈率为12.2、8.7倍;重估每股净资产20.33元,目前折价约30%。由于公司所投资的国信证券和锦州银行等企业具有上市预期,给予公司17.9元目标价,相当于13年11倍市盈率,建议买入。

风险

- 房价上涨过快导致政策加码。

内容目录

销售超预期.....	3
自上而下逻辑的理想标的	3
逆市中实现了扩张	4
资金和业绩锁定率名列前茅.....	5
背景及发展模式确立融资和拿地优势	5
投资收益锦上添花.....	6
升值资产将得到显性化处理.....	6
盈利预测与估值.....	7
附录：三张报表预测摘要	8

图表目录

www.jztzw.net 图表 1: 北京销售面积同比增速	3
中国价值投资网 图表 2: 北京新开工面积同比增速.....	3
研究报告服务商 图表 3: 全国商品房销售面积增速.....	4
图表 4: 全国商品房新开工面积增速	4
图表 5: 公司 2011 年新增项目权益建面 单位: 万平方米.....	4
图表 6: 2011 年新增项目盈利水平分析	5
图表 7: 北京城建保障房项目	5
图表 8: 投资公司情况.....	6
图表 9: 项目盈利预测.....	7
图表 10: 重估每股净资产	7

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

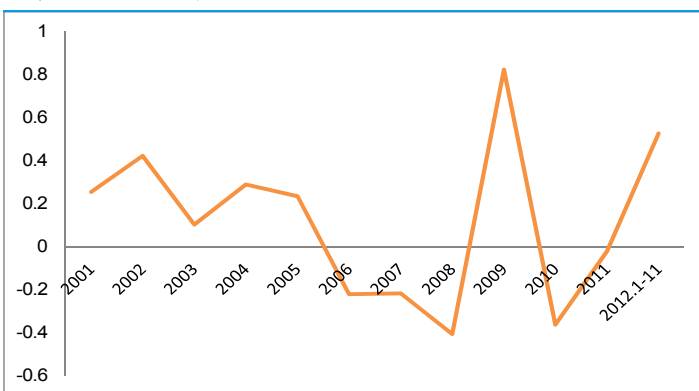
销售超预期

- 北京城建最重要的收入来自北京市场，而北京量价的复苏弹性为全国最高，近期公司开盘项目不断超出预期。
- 公司在售主力楼盘为世华龙樾，11月底该项目第一期开盘，均价约为每平米 3.3 万元，而该区域楼盘年初时成交价格仅约为 2.3 万，虽然近经历了不到一年时间，但价格上涨了约 43%。
- 虽然价格超预期，但项目仍取得了较快去化速度，所以在 12 月中旬公司再次推盘，均价每平米上涨至 3.5 万元；最新一期的均价达到 3.6 万元。而且目前的情况是，每次推出楼盘至少有 2 倍以上的认购率，所以基本每期开盘时即基本售罄。
- 该项目总建面约为 52 万平米，其中商品房部分为 30 万平米，即使按每平米 3.3 万元价格，相比年初预计售价也上涨了 1 万元，项目整体销售收入比年初增加约 30 亿元。
- 另外，该项目需要配建 22 万平米公租房，政府将以 6500 元价格回购，对其余 30 万平米商品房，我们每平米价格保守按照 3.3 万元计算，项目整体的综合毛利率不低于 57%，明显超越行业平均盈利水平。
- 而公司的销售并非仅有此楼盘一枝独秀，其他项目也取得不错业绩，我们预计公司 12 年整体销售额约为 96 亿元，同比增长 49%。

自上而下逻辑的理想标的

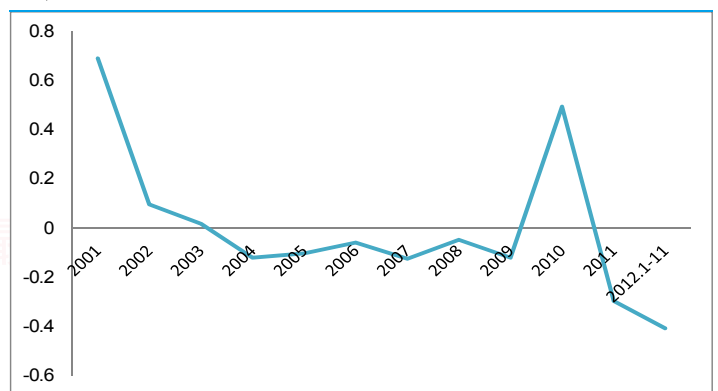
- 我们认为 13 年北京市场仍是供求关系最健康的区域，因为截至到 2012 年 11 月，全市商品房累计销售面积同比增长了 53%，而新开工同比下滑了 40%。销售面积增速明显超过全国同期 2.4% 的增速，但代表未来供给的新开工面积下滑也远超全国 7.2% 的水平，所以未来北京区域项目的销售压力也明显好于全国。

图表1: 北京销售面积同比增速

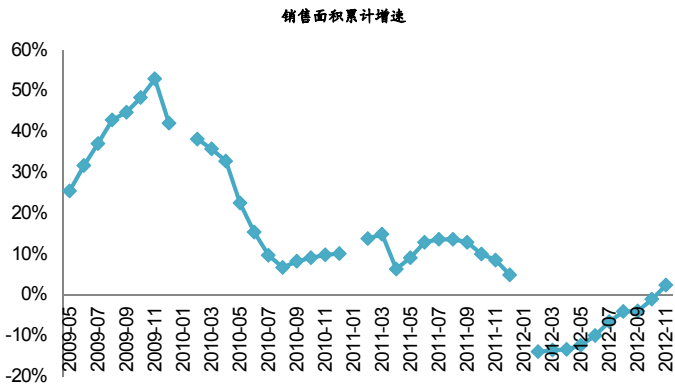


来源: 国金证券研究所 聚源数据

图表2: 北京新开工面积同比增速

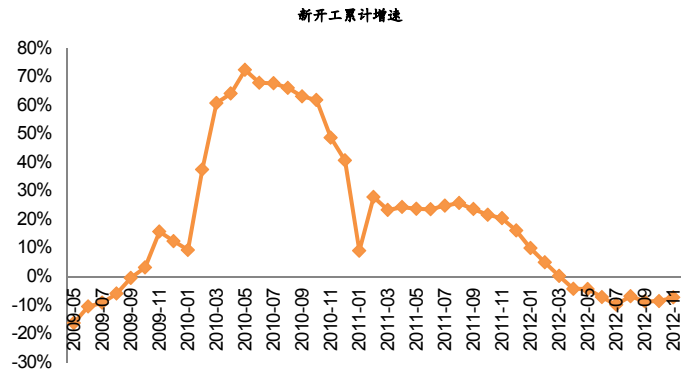


图表3: 全国商品房销售面积增速



来源: 国金证券研究所 国家统计局

图表4: 全国商品房新开工面积增速

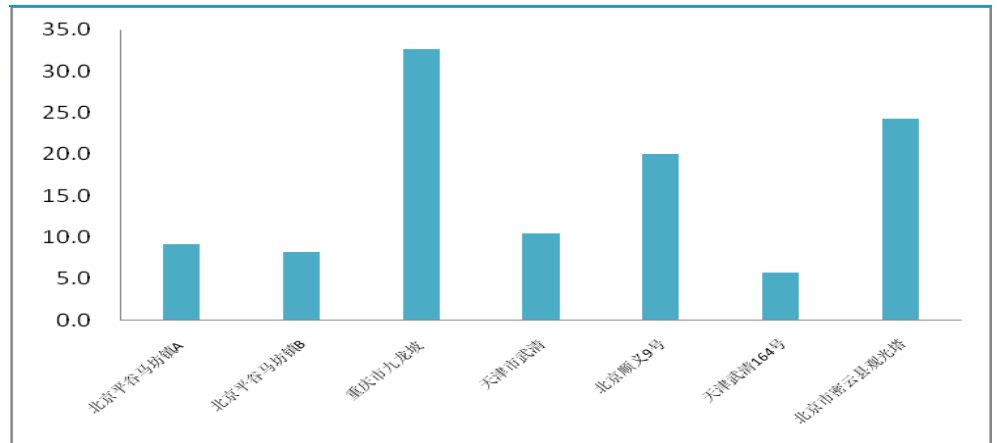


- 所以从自上而下的角度分析, 也即寻找各区域市场回暖中最受益的公司, 北京城建是最理想标的。公司目前在北京尚有 211 万平方米未结算项目, 占总储备的 58%, 公司在 13 年仍有希望销售超预期。

逆市中实现了扩张

- 北京城建是为数不多实现逆市扩张的公司。11 年销售的下滑影响了开发商的预期, 各公司在拿地上普遍比较谨慎, 但 12 年销售的再次超出预期, 又导致了目前全国土地市场的火爆, 但土地市场的低点早已经过去。所以在 11 年行业低谷时实现拿地公司未来的增长性将更有保障。
- 2011 年北京城建新增项目权益建面 110 万平米, 帮助整体储备规模增长 32%。

图表5: 公司 2011 年新增项目权益建面 单位: 万平方米



来源: 国金证券研究所 公司公告

- 公司并非盲目扩张, 新增项目都有较好盈利前景。新增储备除了有 20 万平米限价房, 预计毛利率为 21%, 其余项目平均地价每平方米 2230 元, 平均售价 8548, 预计整体毛利率水平可达到 42%。
- 2012 年 9 月, 在土地市场有复苏迹象之时, 公司又获得了北京经济开发区约 16.3 万平方米项目, 楼面地价每平方米约 1 万元, 预计售价不低于 2.3 万元, 毛利率可达到 40%, 巩固了公司在北京市场的储备优势。

图表6: 2011年新增项目盈利水平分析

	建筑面积	均价	容积率	销售额	地价款	建安总支出
天津市武清区 2011-164 号地块	21	6500	1.5	136500	28432	52500
天津市武清区住宅地块	12	6500	1.5	74750	15933	28750
重庆市九龙坡大渡口组团 K 分区	33	5500	1.2	179685	47400	81675
北京市平谷区马坊镇	35	13000	1.2	453180	121754	104580
北京市密云县观光塔	24	9000	2.0	218250	63600	72750
总计	14			1062365	277119	340255
每平方米单价		8548		8548	2230	2738

来源: 国金证券研究所 公司公告

资金和业绩锁定率名列前茅

- 公司在 2012 三季度末账面现金达到 55.5 亿元, 相比年初上升了 86%, 而短期借款和一年内到期的非流动负债合计仅为 4.83 亿元, 短期负债占资金余额的比重仅为 8.7%, 而三季度末上市公司整体短期借款与一年内到期借款为货币资金的 89.4%, 北京城建的资金充裕程度明显好于平均水平。
- 三季度末公司预收账款 111 亿元, 比年初上升 71%, 业绩锁定率达到 221%, 高于上市公司整体 123% 的水平, 未来两年业绩已完全锁定。

背景及发展模式确立融资和拿地优势

- 由于公司的国有背景和一二级联动的发展模式, 使得公司成为北京地区主要的保障性住房承建单位, 目前公司在建保障房有 55 万平米, 未来预计需要开发的望坛还迁安置房有 80 万平米。通过参建保障房, 公司能够获得融资和拿地上的便利。
- 此外, 目前土地供给多有设定配建保障房的相关指标, 公司作为国企在拿地时更易于获得政府青睐, 获取相关土地。

图表7: 北京城建保障房项目

项目名称	占地面积 (公顷)	建筑面积 (万平方米)	保障房 (万平方米)	保障房类别	预计投资	权益比例
筑华年	10.14	20.93	4.6	公租、廉租	3.56	100%
徜徉集	29	36.4	16	限价	12.49	100%
小营一期	17.61	28.1	8	公租	5.03	100%
小营二期	14.79	23.7	6.8	拆迁安置	4.28	100%
顺义项目	8.20	20.02	20.02	限价	8.68	100%
合计	310.03	445.94	55.42		34.04	

来源: 国金证券研究所 公司公告

- 北京市 6 月底成立了保障房投资中心, 专营公租房的持有和运营。投资中心初步拟融资 500 亿元, 解决公租房建设相关的资金问题。
- 公司已于 10 月向保障房投资中心申请 7 亿元贷款, 利率 7.53%, 低于市场平均的资金成本。
- 此外, 公司还以北苑南区项目申报了 3.1 亿元的保障性住房贷款, 正在审批进程之中。

- 10 亿元的保障房资金，尽管限制了资金用途，但可置换出已投入的资金，且融资成本较低，能够缓解公司资金压力。

投资收益锦上添花

- 创投业务是公司另一大亮点。目前公司投资收益主要来源于国信证券、锦州银行、中科招商和北科建。其中国信证券、锦州银行和北科建均有上市可能，如上市将对公司估值水平将有很大的提升作用。

图表8：投资公司情况

被投资单位名称	持股比例	投资成本	11年半年度账面值	核算方法	股权收益确认时点
国信证券有限公司	4.90%	12740	12740	成本法	发放股利时确认收益
锦州银行股份有限公司	3.45%	26000	26000	成本法	
北京科技园建设(集团)股份有限公司	21.54%	2 000	39844.4	权益法	被投资单位实现净利润时确认投资收益,并调整账面值
深圳市中科招商创业投资有限公司	30.00%	12228.7	31097.8	权益法	
北京君道勒合投资咨询有限公司	40.00%	3280	3286.7	权益法	

来源：国金证券研究所 公司资料

- **国信证券**。公司持有国信证券 3.43 亿股，比例为 4.9%。目前以成本法计量，投资收益主要来源于股利分配，每年通过分红实现收益 7000 万元左右。
 - 10 年底国信证券净资产 173.75 亿元，如果给以 2.5 倍 PB，市值应为 434 亿元，公司享有部分为 21.28 亿元，溢价 20 亿元，NAV 每股增厚 2.25 元。
- **锦州银行**。公司持有锦州银行股份 1.3 亿股，占其总股本的 4.58%，成本价 2 元每股。10 年底锦州银行净资产为 86.12 亿元。锦州银行近期上市可能性不大，但仍为公司重要的业绩蓄水池。

升值资产将得到显性化处理

- 公司经过多年的地产开发，沉淀了部分经营性物业。截至 2011 年 12 月 31 日，公司投资性房地产账面原值 8.27 亿元，净值 7.61 亿元，面积 14.65 万平方米，主要为北京泰和国际大厦、富心、北苑家园、牡丹园、世华水岸等经营性物业。公司决定从于 2012 年 1 月 1 日起对投资性房地产由历史成本计量变更为公允价值计量，公司升值资产将得到显性化处理。
- 采用公允价值计量投资性房地产对公司会产生两点影响。
 - 一是在 2012 年 1 月 1 日改变记账方式后，其增值额将计入基本公积，公司有 14.65 万平米经营性物业，在年初时每平方米价格应不低于 2.2 万元，按此计算价值总额为 32.23 亿元，相比年初将增值 24.62 亿元，这部分计入资本公积后，公司的资产负债率将从目前的 75% 下降至 69%。
 - 二是在 2012 年 1 月 1 日到现在的增值额，应计入利润表，目前相比年初，北京的房价肯定出现了较大幅度的上涨，但预计公司评估时会

采取较为谨慎的原则，我们暂不估计会计准则变化对公司净利润的影响。

盈利预测与估值

- 在不考虑投资性房地产公允价值变动收益前提下，预计公司 12、13 年每股收益 1.17、1.63 元，市盈率为 12.2、8.7 倍；重估每股净资产 20.33 元，目前折价约 30%。
- 由于公司投资的多家企业都有上市可能，这部分投资退出将为公司提供丰厚投资收益，给予公司 13 年 11-12 倍市盈率，目标价格 17.9-19.6 元，建议买入。

图表9：项目盈利预测

项目	结算面积			结算均价			毛利率		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
北苑家园				10000					
筑华年	11.0	2.0		22500	22500	22500	52%	52%	
筑华年公租房	4.6								
世华国际中心									
世华水岸	2.4			20000	20000	20000	65%		
世华诚和大厦									
首城国际	5.0	6.5	0.0	35000	38000	38000	64%	67%	75%
世华泊郡		10.0	10.0	25000	25000	25000		64%	64%
北京房山徜徉集	4.0	5.5	6.0	14000	16050	16050	49%	55%	55%
北京房山长阳镇两限房	10.0	6.0		7700	7700	7700	10%	10%	
世华龙樾公租房		8.0		6500	6500	6500		0%	
世华龙樾			10.0	33000	33000	33000			66%
世华龙樾定向安置房 (C1-C5)		6.8	8.0	6500	6500	6500		0%	0%
重庆尚源印象				4500	4800	4800			
尚源熙城 (西彭)	6.0	8.0	5.0	4800	4800	4800	38%	38%	38%
华阳项目		8.0	8.0	5500	5500	5500		43%	43%
天津市武清区 2011-164				7000	7000	7000			
北京市顺义区新城 9 号地			5.0	6100	6100	6100			21%
天津市武清区住宅地块			5.0	7000	7000	7000			44%
重庆九龙坡大渡口			5.0	6000	6000	6000			34%
北京市平谷区马坊镇				13000	13000	13000			
北京市密云县观光塔				9000	9000	9000			
小计	43.0	60.8	62.0	14705	14064	14384	47%	48%	55%

来源：国金证券研究所 公司年报

图表10：重估每股净资产

物业增值额	物业每股增值额	国信证券和锦州银行投资增值额	国信证券和锦州银行每股增值额	帐面净资产	重估净资产
99.45	11.18	22.35	2.51	6.63	20.33

来源：国金证券研究所 公司年报

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	3,438	4,646	5,246	6,380	8,642	8,975	货币资金	1,941	2,564	2,994	4,286	4,247	7,509
增长率		35.1%	12.9%	21.6%	35.4%	3.9%	应收款项	737	657	400	1,259	1,705	1,770
主营业务成本	-2,001	-2,720	-2,219	-3,385	-4,449	-4,020	存货	8,480	11,501	14,570	12,409	16,318	14,757
%销售收入	58.2%	58.5%	42.3%	53.1%	51.5%	44.8%	其他流动资产	1,332	755	799	1,356	2,004	1,208
毛利	1,437	1,926	3,027	2,995	4,192	4,956	流动资产	12,490	15,477	18,763	19,310	24,273	25,244
%销售收入	41.8%	41.5%	57.7%	46.9%	48.5%	55.2%	%总资产	82.9%	86.2%	85.3%	87.3%	89.5%	89.7%
营业税金及附加	-197	-356	-963	-797	-1,143	-1,412	长期投资	2,156	1,943	2,506	2,507	2,506	2,506
%销售收入	5.7%	7.7%	18.3%	12.5%	13.2%	15.7%	固定资产	148	72	120	159	197	234
营业费用	-81	-133	-183	-160	-190	-197	%总资产	1.0%	0.4%	0.5%	0.7%	0.7%	0.8%
%销售收入	2.3%	2.9%	3.5%	2.5%	2.2%	2.2%	无形资产	24	140	142	147	154	161
管理费用	-157	-194	-331	-364	-401	-441	非流动资产	2,568	2,474	3,227	2,815	2,858	2,902
%销售收入	4.6%	4.2%	6.3%	5.7%	4.6%	4.9%	%总资产	17.1%	13.8%	14.7%	12.7%	10.5%	10.3%
息税前利润 (EBIT)	1,003	1,243	1,550	1,674	2,459	2,905	资产总计	15,058	17,951	21,990	22,124	27,131	28,146
%销售收入	29.2%	26.8%	29.5%	26.2%	28.5%	32.4%	短期借款	400	2,230	80	0	0	0
财务费用	27	-26	-63	0	0	0	应付款项	5,926	7,774	9,576	8,913	11,871	10,610
%销售收入	-0.8%	0.6%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	405	607	564	805	953	982
资产减值损失	20	1	3	-19	2	16	流动负债	6,731	10,611	10,221	9,719	12,824	11,592
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	1,920	403	3,845	3,345	3,445	3,545
投资收益	148	631	265	60	0	0	其他长期负债	1,509	1,401	1,404	1,387	1,387	1,387
%税前利润	13.1%	34.0%	15.1%	3.5%	0.0%	0.0%	负债	10,160	12,416	15,470	14,451	17,656	16,524
营业利润	1,197	1,849	1,756	1,716	2,461	2,922	普通股股东权益	4,799	5,206	5,895	6,801	8,209	10,297
营业利润率	34.8%	39.8%	33.5%	26.9%	28.5%	32.6%	少数股东权益	99	330	625	873	1,266	1,325
营业外收支	-71	6	7	0	0	0	负债股东权益合计	15,058	17,951	21,990	22,124	27,131	28,146
税前利润	1,126	1,855	1,763	1,716	2,461	2,922							
利润率	32.8%	39.9%	33.6%	26.9%	28.5%	32.6%	比率分析						
所得税	-293	-440	-461	-429	-615	-730		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税率	26.0%	23.7%	26.2%	25.0%	25.0%	25.0%	每股指标						
净利润	834	1,415	1,301	1,287	1,846	2,191	每股收益	1.147	1.351	0.962	1.169	1.634	2.397
少数股东损益	-16	214	446	248	393	60	每股净资产	6.477	5.855	6.630	7.648	9.232	11.580
归属于母公司的净利润	850	1,201	855	1,039	1,453	2,132	每股经营现金净流	2.301	0.237	-0.375	2.109	0.049	3.663
净利率	24.7%	25.9%	16.3%	16.3%	16.8%	23.8%	每股股利	0.100	0.150	0.200	0.150	0.050	0.050
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	17.71%	23.07%	14.51%	15.28%	17.70%	20.70%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	5.64%	6.69%	3.89%	4.70%	5.36%	7.57%
净利润	834	1,415	1,301	1,287	1,846	2,191	投入资本收益率	8.52%	9.92%	9.67%	10.12%	12.89%	13.16%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	-2	15	19	24	3	-10	主营业务收入增长率	40.91%	35.14%	12.92%	21.60%	35.45%	3.86%
非经营收益	-183	-667	-317	393	0	0	EBIT增长率	115.47%	23.97%	24.71%	7.99%	46.87%	18.17%
营运资金变动	946	-441	-1,336	172	-1,806	1,076	净利润增长率	168.84%	41.32%	-28.78%	21.46%	39.84%	46.72%
经营活动现金净流	1,594	322	-333	1,876	43	3,257	总资产增长率	41.72%	19.21%	22.50%	0.61%	22.63%	3.74%
资本开支	-55	-40	-60	-51	-49	-50	资产管理能力						
投资	-289	-71	-74	-1	0	0	应收账款周转天数	2.5	1.1	1.9	2.0	2.0	2.0
其他	47	407	156	60	0	0	存货周转天数	1,339.3	1,340.7	2,144.0	1,340.0	1,340.0	1,340.0
投资活动现金净流	-297	296	22	8	-49	-50	应付账款周转天数	187.6	211.2	367.1	200.0	200.0	100.0
股权募资	18	17	0	0	0	0	固定资产周转天数	6.7	5.5	4.9	5.1	4.5	5.0
债权募资	-317	433	1,292	-592	100	100	偿债能力						
其他	-400	-333	-550	0	-133	-44	净负债/股东权益	35.93%	26.24%	35.55%	5.81%	6.18%	-22.18%
筹资活动现金净流	-700	117	742	-592	-33	56	EBIT利息保障倍数	-36.6	47.7	24.7	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
现金净流量	597	734	430	1,292	-39	3,263	资产负债率	67.47%	69.16%	70.35%	65.32%	65.08%	58.71%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	1	5
增持	0	2	11	14	22
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.67	1.87	1.90	1.88

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-03-14	增持	13.21	16.40 ~ 18.01
2 2012-08-19	增持	11.64	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



www.jztzw.net
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net