

京投银泰 (600683.SH)

房地产开发行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

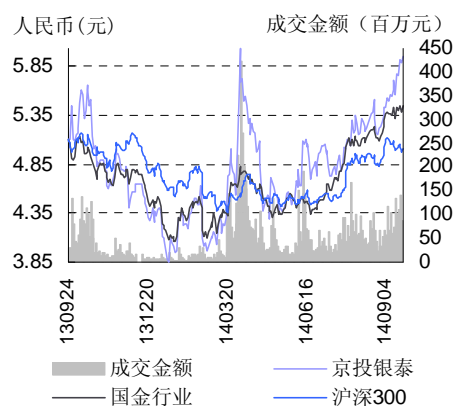
市价(人民币): 5.95元

迎来业绩拐点

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)	740.78
总市值(百万元)	4,407.63
年内股价最高最低(元)	6.03/3.85
沪深 300 指数	2441.86
上证指数	2343.57



公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.117	0.101	0.066	0.842	1.541
每股净资产(元)	2.48	2.52	2.58	3.23	4.77
每股经营性现金流(元)	-0.98	-11.20	-1.32	2.59	-4.22
市盈率(倍)	43.68	43.63	87.91	6.87	3.75
行业优化市盈率(倍)	18.78	15.58	18.16	18.16	18.16
净利润增长率(%)	-27.26%	-13.84%	-34.65%	1180.00%	83.12%
净资产收益率(%)	4.70%	3.99%	2.54%	26.08%	32.32%
总股本(百万股)	740.78	740.78	740.78	740.78	740.78

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **迎来业绩拐点。**京投银泰推行以北京为中心,以轨道交通为依托的发展战略,2014年这一战略将进入收获期,公司迎来业绩拐点,我们判断公司2014至2016年销售额同比增长197%、51%、32%,京投银泰将用实际经营证明其核心竞争力和开发模式的成功。
- **京投银泰的核心竞争力来自轨道地产的发展模式和股东的支持。**2009年公司完成重组后,京投公司成为公司实际控制人,京投公司是由北京市国资委成立的国有独资公司,承担北京市轨道交通等基础设施项目的投融资及相关资源开发管理等职能。股东对上市公司的帮助体现在三个方面:
 - **帮助上市公司获得轨道地产项目。**公司与大股东合作取得三个轨道地产项目,平均毛利率不低于50%,明显高于行业平均水平。
 - **提供资金支持。**大股东凭自身较强的融资能力为上市公司提供了资金支持,截止14年中期京投公司累计为公司提供贷款余额达到142亿元。
 - **大股东一级开发项目构成上市公司潜在储备。**大股东现有一级开发项目体量是京投银泰储备的17.3倍,如果公司未来能实现一二级市场联动拿地,将大幅拓展可开发资源。目前公司已获得大股东在北京潭柘寺一级开发区域的2909亩土地流转项目,一方面可获得农地经营收益,也为获取未来该区域的住宅开发项目打下了基础。

估值及投资建议

- 公司在2012年之后开始剥离京外资产,近三年主要利润来源于处置这部分资产产生的非经常性损益,而从2015年开始公司轨道物业项目进入结算期,公司也迎来主营业务的爆发性增长,我们预计2014至2016年每股收益分别为0.07、0.84、1.54元,动态市盈率分别为87.9、6.9和3.8倍,公司重估每股净资产9.16元,折价37%。
- 考虑公司较确定的成长性和具备核心竞争力的发展模式,给予公司目标价8.24-8.4元,相当于2015年10倍市盈率和0.9倍nav,投资评级买入。

风险

- 公司项目集中于北京,抵御系统性风险能力不强。

曹旭特 分析师 SAC 执业编号: S1130511030006
(8621)60230243
caoxt@gjzq.com.cn

内容目录

迎来业绩拐点	3
核心竞争力何来?	3
轨道+地产的发展模式	4
股东层面的资金支持	5
大股东一级开发用地构成上市公司潜在储备	7
盈利预测与估值.....	7
附录: 三张报表预测摘要	9

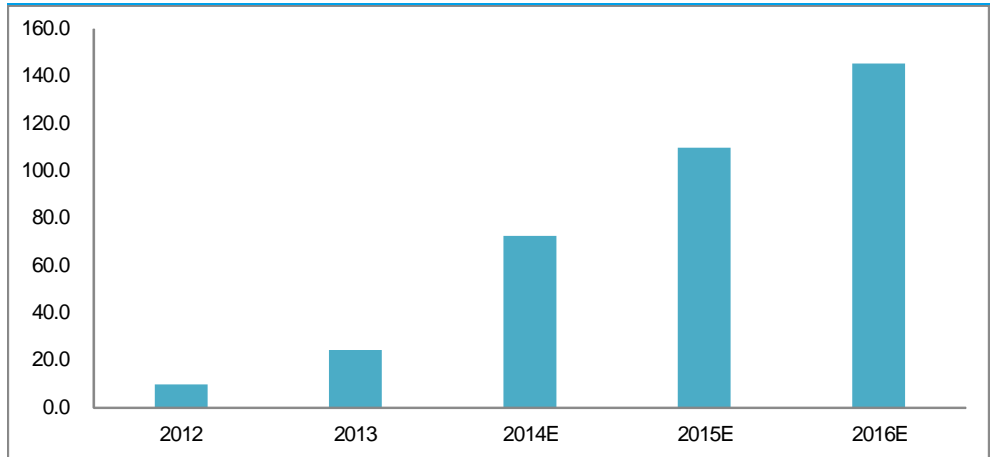
图表目录

图表 1: 公司销售额预测 单位: 亿元	3
图表 2: 公司各项目销售额预测 单位: 万平方米 亿元	3
图表 3: 京投银泰股东情况.....	4
图表 4: 京投银泰与股东合作的轨道物业开发模式.....	4
图表 5: 公司轨道地产项目盈利情况	5
图表 6: 北京 2014 年未完工轨道统计表	5
图表 7: 潜在地铁上盖物业分析表	5
图表 8: 京投公司近期不同期限融资方案比较分析.....	6
图表 9: 2009-2013 公司所获大股东资金支持	6
图表 10: 京投公司一级开发项目	7
图表 11: 项目盈利预测表	8
图表 12: nav 重估项目表	8
图表 13: 公司重估每股净资产 单位: 元.....	8

迎来业绩拐点

- 京投银泰推行以北京为中心，以轨道交通为依托的发展战略，2014年这一战略将进入收获期，公司迎来业绩拐点，我们判断公司2014至2016年销售额同比增长197%，51%、32%，京投银泰将用实际行动证明其核心竞争力和开发模式的成功。

图表1：公司销售额预测 单位：亿元



来源：国金证券研究所 公司年报

图表2：公司各项目销售额预测 单位：万平方米 亿元

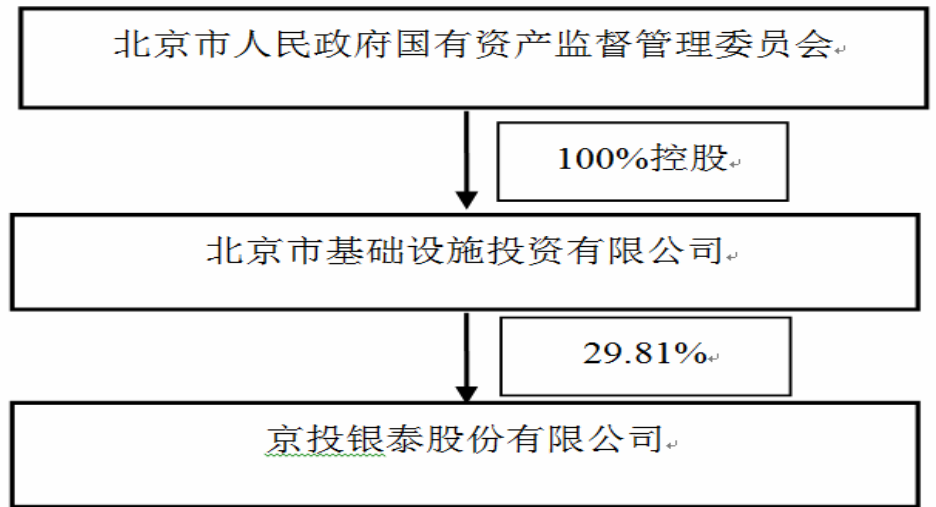
年份	金城公园面积	金城公园均价	新里程面积	新里程均价	西华府面积	西华府均价	琨御府面积	琨御府均价	公园悦府面积	公园悦府均价	无锡鸿墅面积	无锡鸿墅均价	合计销售额	销售额同比增速
2014E	1.5	24000	3	19347	2	38582	5.5	73000	5	29800	0.5	9000	726205	197%
2015E	3.5	24000	4	19347	5	40511	7	68000	8	31290	1	9000	1099264	51%
2016E		24000		19347	8	42000	10	75000	10	35000	2	9000	1454000	32%

来源：国金证券研究所 公司年报

核心竞争力何来？

- 京投银泰的核心竞争力来自轨道地产的发展模式和股东的支持。2009年公司完成重组后，北京市基础设施投资有限公司（京投公司）成为公司实际控制人，京投公司是由北京市国资委2003年成立的国有独资公司，承担北京市轨道交通等基础设施项目的投融资、前期规划、资本运营及相关资源开发管理等职能。股东对上市公司的帮助体现在三个方面：
 - 帮助上市公司获得轨道地产项目。
 - 提供资金支持。
 - 大股东一级开发用地构成上市公司潜在项目来源。

图表3: 京投银泰股东情况

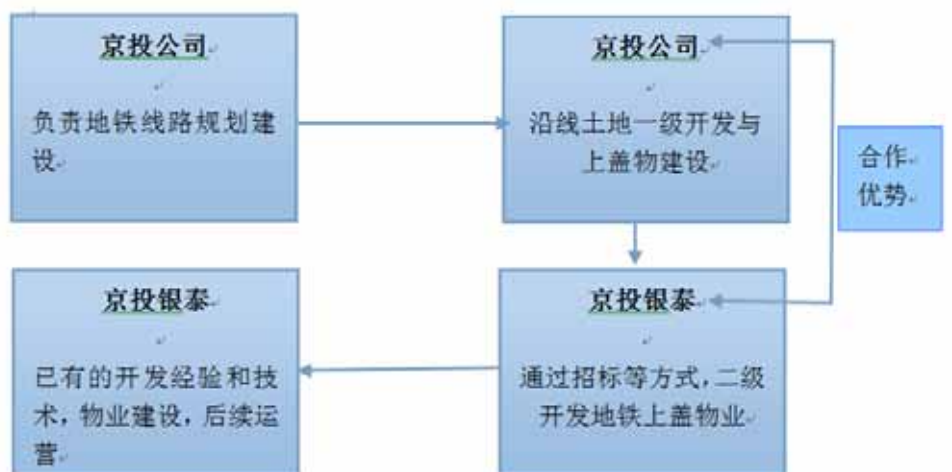


来源: 国金证券研究所 公司年报

轨道+地产的发展模式

- 京投银泰在借鉴港铁公司开发“轨道+物业”的基础上，形成了自身“轨道+地产”的开发模式。由于大股东负责北京轨道交通的投融资和开发管理，上市公司可以更对称了解轨道上盖地块的盈利前景，在大股东完成一级开发之后，上市公司与大股东合作去争取后期的开发项目。
- 并且因为地铁上盖物业的特殊性，在开发建设过程中开发商与地铁公司仍需保持顺利沟通，而公司与大股东的天然合作优势，有利于后期建设施工过程的顺利进行。
- 自 2011 年以来公司与大股东合作取得了三个轨道上盖物项目，合计建筑面积 80 万平米，地价款约 127 亿元，目前都已进入销售期，平均毛利率不低于 50%，盈利水平明显高于行业平均。

图表4: 京投银泰与股东合作的轨道物业开发模式



来源: 国金证券研究所 公司年报

图表5: 公司轨道地产项目盈利情况

项目	拿地金额(亿元)	楼面均价	可结算面积(万平方米)	毛利率
公园悦府	47	12700	37.4	45%
琨御府	46.5	23300	20	56%
西华府	33.51	14200	23.7	51%
合计	127.01		80.95	

来源: 国金证券研究所 公司年报

- 轨道上盖项目的施工难题在于如何减震和减少噪音, 以及在为住户提供交通便利的同时不影响居住环境。公司在第一个轨道上盖项目西华府的建设过程中, 通过近两年的前期工作, 解决了建设难题, 所以后期项目如公园悦府及琨御府的开发将周期明显缩短。公司在施工方面积累的技术优势, 也为其未来获取轨道上盖项目增加了砝码。
- 轨道地产仍大有可为。根据北京市(2007-2016)城市轨道交通规划方案指出, 截止2012年底, 北京市轨道交通在建线路为11条, 待建线路为2条, 合计长度为277.2km, 车站数量为153座。预计2014年底仍未完成运营的线路为8条。

图表6: 北京2014年末完工轨道统计表

序号	线别	起讫点	线路长度	车站数量	预计年限
1	M14号线	西局-金台路	21km	18座	2015年开通
2	S1线	门头沟-苹果园	10.1km	8座	2015年开通
3	燕房线(主线)	阎村北-燕化	16.6km	9座	2015年开通
4	M6号线西延	金安桥-海淀五路居	10.3km	6座	2016年开通
5	M16号线	北安桥-宛平城	49.8km	29座	2017年开通
6	M8号线三期	中国美术馆-五福堂	17.3km	14座	2017年开通
7	燕房线支线	饶乐府-周口店	6km	3座	2017年建设
8	新机场线	牡丹园-新机场	66.4km	5座	2018年建设

来源: 国金证券研究所 《北京市城市轨道交通近期建设规划调整方案(2007-2016)》

- 根据已有房山线的地铁上盖物业的推算, 我们估计未完工地铁线路将产生16个地铁上盖物业, 可建筑面积将达到240万平米, 这是公司目前开发地铁上盖物业面积的3倍, 公司的潜在开发资源仍十分丰富。

图表7: 潜在地铁上盖物业分析表

线路名称	长度(km)	站点(座)	地铁上盖物业	建设面积(万平方米)
房山线	24.6	11	2	37.96
未完工线路	197.5	92	16(估计)	240(估计)

来源: 国金证券研究所 京投公司网站

股东层面的资金支持

- 由于大股东京投公司隶属于北京市国资委以及其经营轨道交通业务的特殊性, 使得京投公司享有较好信誉, 评级常年维持在AAA级(中诚信和中债资信), 从而能够以较为低廉的成本从市场上筹集资金。2013年, 京投公司全年度新增落实资金603亿元, 综合融资成本率不高于当年银行长期贷款基准利率, 实际节约政府项目资金成本9.29亿元。在2013年京投公司开辟新的融资渠道, 丰富融资手段, 成功成为首个北京市市属国有企业发行超短期融资券的平台类企业, 成功发行第一期超短期融资券, 规模40

亿元，期限 180 天，这为上市公司未来可能存在的短期资金缺口提供了有力保障。从京投公司近期发行的债券来看，大股东京投公司一方面依靠其良好信誉拥有良好筹资能力，另一方面创新融资方式，采取长短债券相结合的方式满足自身公司的不同的融资需求。**大股东强大的筹资能力和丰富的筹资手段，对于未来上市公司的资金需求提供了强有力的融资保障。**

图表8: 京投公司近期不同期限融资方案比较分析

期限	发行时间	票面利率	金额	比较
超短期 (180天)	2013/12/18		40亿元	
短期 (1年)	2014/5/12	5.06%	40亿元	较同期银行间中樞定价下浮44个bp
中期 (5年)	2013/5/3	4.85%	20亿元	相比同期银行贷款年利率6.4%下浮约17.97%
超长期 (15年)	2014/4/15	6.25%	50亿元	较同档期高信用等级债券定价中樞6.47%低22个基点

来源: 国金证券研究所 公司公告

- 为帮助公司“轨道+地产”发展模式的推进，大股东与公司在 2009 年达成协议，协议中写明京投公司两年内为公司提供 30 亿元的循环授信额度，其中委托贷款利率不得低于银行同期贷款利率，也不得高于银行同期贷款利率的上浮 10%。该协议促进了京投公司与公司的合作，并为公司两年内提供了近 80 亿元的资金支持，有力的支持了公司在轨道物业的拿地开发。
- 上述协议合作期满后，公司于 2012 年经股东大会审议通过议案，由京投公司以不超过 12%的年利率向公司提供借款，用于合作开发项目及补充公司流动资金，具体利率由双方参照市场利率协商确定。公司于 2014 年 4 月拟在合作开发项目外向京投公司申请总额不超过 19.2 亿元、年利率不高于 12%的流动资金借款，并就发行不超过 8.6 亿元公司债券事宜申请京投公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。截止 2014 年中报期末，京投公司累计为公司提供贷款余额为 141.6 亿元，为公司地铁上盖物业的建设提供了充足的资金。
- 受限于银行的贷款政策以及行业景气下滑，房企普遍存在资金回收周期长和资金存在缺口的情况。而公司能够凭借大股东的资金支持，以不高于 12%的年利率补充流动资金，使公司能够以较高资产负债率稳健开发建设，是公司区别于传统地产公司的融资优势。

图表9: 2009-2013 公司所获大股东资金支持

年份	资金受让方	形式	利率	金额 (万元)	贷款余额 (万元)
2009	公司子公司京投置地	委托贷款	5.31%	9500	6500
2010	公司	委托贷款 (一年期15000万元, 二年期9000万元)	一年期利率为银行同期贷款基准利率上浮10%; 二年期年利率为12%	240000	240000
2011	公司	委托贷款282500万元, 往来借款117285万元	借款利率10%, 一年期和两年期贷款为12%, 三年期为10%	399785	639785
2012	公司	委托贷款234200万元, 往来借款3150万元	借款利率10%, 委托贷款利率介于10%与12%	237350	727135
2013	公司	委托贷款1167575万元, 展期146000万元	往来借款年利率为10%; 委托贷款余额为1,549,775万元(其中1,005,400万元年利率为10%、	1313575	1652655

来源: 国金证券研究所 公司年报

大股东一级开发用地构成上市公司潜在储备

- 在轨道沿线的一级开发项目之外，大股东京投公司北京的土地一级开发施工面积达到 554 万平方米，这部分项目构成上市公司的潜在资源。

图表10: 京投公司一级开发项目



来源: 国金证券研究所 京投公司网站

- 预计京投公司的一级开发项目将在 2014 年陆续上市，由于公司与大股东的合作关系，使得未来公司在土地二级市场出让时获得先机。因为通过参与一级开发，企业可以更对称了解项目信息，准确判断项目盈亏平衡点；并且在部分情况下，一级开发主体能够参与制定土地出让规划，都将帮助关联公司在二级市场获得土地使用权。
- 大股东一级开发土地面积约 554 万平米，按 2.5 的容积率计算，可开发项目的建筑面积约为 1385 万平米，是京投银泰北京项目体量的 17.3 倍，如果公司未来能实现一二级市场联动拿地，将大幅拓展其可开发资源。
- 目前公司已经参与到大股东开发的潭柘寺区域农用地流转，获得了 2909 亩农村土地承包经营权，由公司在规定年限内进行农业生产管理，一方面公司可以分享土地流转带来的经营收益，另一方面通过对该区域较深的介入和开发，为后期取得房地产开发用地打下了基础。

盈利预测与估值

- 公司在 2012 年之后开始剥离京外资产，近三年主要利润来源于处置这部分资产产生的非经常性损益，而从 2015 年开始公司轨道物业项目进入结算期，公司也迎来主营业绩的爆发性增长，我们预计 2014 至 2016 年每股收益分别为 0.07、0.84、1.54 元，动态市盈率分别为 87.9、6.9 和 3.8 倍，公司重估每股净资产 9.16 元，折价 37%。
- 考虑公司较确定的成长性和具备核心竞争力的发展模式，给予公司目标价 8.24-8.4 元，相当于 2015 年 10 倍市盈率和 0.9 倍 nav，投资评级买入。

图表11: 项目盈利预测表

开发类 项目	结算面积			结算均价			毛利率			公司权益
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	
北京公园悦府住宅		7.0	4.0	29800	29800	29800		44%	44%	51%
北京琨御府住宅			6.0	73000	73000	73000			56%	51%
北京西华府住宅			5.0	42000	42000	41000			51%	51%
北京金域公园	2.5	2.5		24000	24000	24000	53%	53%		49%
北京新里程限价房				6800	6800	6800				50%
北京新里程商品房		7.0		18000	24500	24500		51%		50%
无锡鸿墅	0.4	0.5	1.0	9000	9000	9000	45%	45%	45%	100%

来源: 国金证券研究所 公司年报

图表12: nav 重估项目表

项目	未结算面积	结算均价	毛利率	总价值	期间费率	主营税率	所得税率	净现值	权益	增值额	权益增值额
北京公园悦府住宅	31.00	33610	50%	104.19	8%	5.50%	25%	57.110	51%	12.739	6.497
北京公园悦府商业	6.35	40531	54%	25.74	8%	5.50%	25%	13.061	51%	3.972	2.026
北京琨御府住宅	7.50	73000	56%	54.75	8%	5.50%	25%	30.312	51%	10.492	5.351
北京琨御府商业	12.40	65000	50%	80.60	8%	5.50%	25%	42.481	51%	9.711	4.953
北京西华府住宅	17.00	41706	52%	70.90	8%	5.50%	25%	41.883	51%	9.905	5.052
北京西华府商业	6.70	50000	58%	33.50	8%	5.50%	25%	17.881	50%	5.279	2.639
北京金域公园	5.50	24000	53%	13.20	8%	5.50%	25%	7.535	49%	2.464	1.207
北京新里程商品房	7.50	24500	51%	18.38	8%	5.50%	25%	11.194	50%	3.281	1.640
北京台湾会馆	9.00	100000	73%	90.00	8%	5.50%	25%	47.176	40%	31.176	12.470
无锡鸿墅	37.00	12408	58%	45.91	8%	5.50%	25%	16.759	100%	6.879	6.879
合计	108.95			432.97				228.281		83.158	42.217

来源: 国金证券研究所 公司年报

图表13: 公司重估每股净资产单位: 元

总股本	开发物业每股增值	账面每股净资产	股价	每股出租物业重估	每股重估净资产	折价率
7.41	5.70	2.52	5.78	0.94	9.16	-37%

来源: 国金证券研究所 公司年报

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)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	1,519	1,122	996	1,044	4,871	8,155	货币资金	554	468	1,131	700	967	967
增长率		-26.1%	-11.2%	4.8%	366.6%	67.4%	应收款项	381	1,386	1,764	1,301	2,735	1,675
主营业务成本	-845	-600	-929	-666	-2,703	-4,396	存货	9,991	10,038	18,778	21,898	25,922	27,702
% 销售收入	55.6%	53.5%	93.2%	63.8%	55.5%	53.9%	其他流动资产	817	1,397	1,176	169	137	222
毛利	674	522	68	378	2,168	3,759	流动资产	11,742	13,289	22,848	24,068	29,761	30,565
% 销售收入	44.4%	46.5%	6.8%	36.2%	44.5%	46.1%	% 总资产	86.6%	88.6%	95.2%	95.4%	96.1%	96.1%
营业税金及附加	-276	-98	-66	-94	-469	-898	长期投资	1,559	1,222	656	657	656	656
% 销售收入	18.2%	8.7%	6.6%	9.0%	9.6%	11.0%	固定资产	76	69	55	83	109	135
营业费用	-42	-35	-56	-66	-79	-93	% 总资产	0.6%	0.5%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%
% 销售收入	2.7%	3.1%	5.6%	6.3%	1.6%	1.1%	无形资产	32	30	27	36	43	49
管理费用	-102	-107	-117	-147	-169	-194	非流动资产	1,822	1,703	1,162	1,162	1,194	1,226
% 销售收入	6.7%	9.6%	11.8%	14.0%	3.5%	2.4%	% 总资产	13.4%	11.4%	4.8%	4.6%	3.9%	3.9%
息税前利润 (EBIT)	254	282	-171	72	1,451	2,574	资产总计	13,564	14,992	24,010	25,230	30,955	31,791
% 销售收入	16.7%	25.1%	n.a	6.9%	29.8%	31.6%	短期借款	3,511	3,372	4,462	10,989	9,507	12,950
财务费用	-92	-211	-205	-80	-80	-80	应付款项	3,931	4,059	4,611	5,363	11,528	7,128
% 销售收入	6.1%	18.8%	20.6%	7.7%	1.6%	1.0%	其他流动负债	423	631	270	108	308	267
资产减值损失	-1	-2	-55	0	-1	0	流动负债	7,864	8,062	9,343	16,460	21,343	20,345
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	3,239	4,568	12,402	6,402	6,402	6,403
投资收益	2	62	507	150	-50	-50	其他长期负债	3	3	3	0	0	0
% 税前利润	0.9%	42.0%	469.3%	106.0%	n.a	n.a	负债	11,106	12,632	21,748	22,862	27,745	26,748
营业利润	163	131	77	142	1,321	2,443	普通股股东权益	1,756	1,840	1,866	1,915	2,390	3,532
营业利润率	10.7%	11.6%	7.7%	13.6%	27.1%	30.0%	少数股东权益	703	520	396	453	820	1,511
营业外收支	16	17	31	0	0	0	负债股东权益合计	13,564	14,992	24,010	25,230	30,955	31,791
税前利润	179	148	108	142	1,321	2,443	比率分析						
利润率	11.8%	13.2%	10.9%	13.6%	27.1%	30.0%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-94	-93	-75	-35	-330	-611	每股指标						
所得税率	52.9%	63.2%	69.6%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.161	0.117	0.101	0.066	0.842	1.541
净利润	84	54	33	106	991	1,832	每股净资产	2.370	2.483	2.519	2.585	3.226	4.767
少数股东损益	-35	-32	-42	57	367	691	每股经营现金净流	-3.973	-0.983	-11.203	-1.319	2.589	-4.220
归属于母公司的净:	119	86	75	49	623	1,142	每股股利	0.000	0.065	0.031	0.000	0.200	0.000
净利率	7.8%	7.7%	7.5%	4.7%	12.8%	14.0%	回报率						
							净资产收益率	6.77%	4.70%	3.99%	2.54%	26.08%	32.32%
							总资产收益率	0.88%	0.58%	0.31%	0.19%	2.01%	3.59%
							投入资本收益率	1.30%	1.01%	-0.27%	0.27%	5.69%	7.91%
							增长率						
							主营业务收入增长率	3.92%	-26.10%	-11.22%	4.79%	366.56%	67.42%
							EBIT增长率	25.21%	10.85%	#####	#####	#####	77.33%
							净利润增长率	-55.77%	-27.26%	-13.84%	-34.65%	#####	83.12%
							总资产增长率	58.87%	10.53%	60.15%	5.16%	23.04%	2.73%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	7.9	8.7	8.5	5.0	5.0	5.0
							存货周转天数	3,026.9	6,089.6	5,663.0	#####	3,500.0	2,300.0
							应付账款周转天数	125.8	245.7	86.2	70.0	40.0	20.0
							固定资产周转天数	18.2	21.4	20.3	18.0	3.6	2.0
							偿债能力						
							净负债/股东权益	252.02%	316.64%	695.64%	704.89%	465.43%	364.61%
							EBIT利息保障倍数	2.8	1.3	-0.8	0.9	18.1	32.2
							资产负债率	81.88%	84.26%	90.58%	90.61%	89.63%	84.14%

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	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	0

来源：朝阳永续

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

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。

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为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。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD