



**谨慎  
买入**

**11% ↑**

目标价格:人民币 27.00

600606.CH

价格:人民币 24.22

目标价格基础:重估净资产平价

板块评级:增持

**股价表现**



| (%)           | 今年<br>至今 | 1<br>个月 | 3<br>个月 | 12<br>个月 |
|---------------|----------|---------|---------|----------|
| 绝对            | 74.6     | 31.9    | 51.6    | 184.3    |
| 相对新华富时 A50 指数 | 42.9     | 12.2    | 19.9    | 70.7     |

|                       |        |
|-----------------------|--------|
| 发行股数(百万)              | 518    |
| 流通股(%)                | 100    |
| 流通股市值(人民币 百万)         | 12,554 |
| 3 个月日均交易额(人民币 百万)     | 322    |
| 净负债比率(%) (2015E)      | 174    |
| 每股重估净资产值(人民币) (2015E) | 18.36  |
| 主要股东(%)               |        |
| 上海地产(集团)有限公司          | 39     |

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2015 年 4 月 23 日收市价为标准

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

田世欣\*

(8621) 2032 8519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

\*卢晓峰为本报告重要贡献者

# 金丰投资 (绿地集团)

## 航母即将启程, 开启行业整合新篇章

绿地集团借壳金丰投资上市的重组方案获得证监会有条件通过, 航母即将启程。绿地集团是上海国企混合所有制改革的先驱, 去年房地产销售额成功超越万科, 良性的激励机制和优质的土地储备充分保障集团快周转模式实施。集团同时从事建筑、酒店、能源、汽车等多元化产业经营, 扩充业务版图的同时也与地产主业产生联动效应。集团未来计划收购金融全牌照打造金控平台, 而以海外商品 O2O 直销切入大消费领域也令人期待。我们预测公司 2014-16 年每股收益分别为 0.75 元、1.14 元和 1.54 元, 以 NAV 平价法给予公司 27.00 元的目标价, 相当于 23.7 倍的 2015 年市盈率, 首次评级为谨慎买入。考虑到公司完成重组后 12 个月内公众股占比仅 2.6%, 供给制约严重, 预计中短期股价仍将强势上涨。

### 支撑评级的要点

- **上海国企改革先驱。**绿地作为上海国资系统第二大集团先行实施混改, 国资委、职工和战投分别持股 48%、29%和 20%, 但国资委仅作财务投资实行“淡马锡”模式, 职工持股会掌控管理决策权, 形成有效激励机制。
- **立足华东布局全国, 物业储备丰富。**绿地 2014 年实现销售额 2,403 亿元, 同比增长 48%, 超越万科。截至去年 3 月, 公司可售物业面积约 8,500 万平方米, 上海、长三角和华东地区依次占比 7%、31%和 52%, 未结面积 1.1 亿平米; 去年合计拿地面积约 2,000 万平米, 一二线城市投资额占比 95%。
- **多元化经营扩充业务版图。**绿地同时积极发展建筑、酒店、能源、汽车、金融等非地产产业, 目前持有高星级酒店 70 余家和商业自持物业 300 万平米, 增值空间巨大; 建筑业务重点发力地铁产业, 形成“地铁+物业”PPP 模式的联动效应; 能源贸易计划收购海外大宗贸易渠道。
- **聚焦“大金融、大消费、大基建”, 新兴产业亮点十足。**公司积极培育战略新兴产业, 参股东方证券等金融机构, 计划通过自建或收购券商、保险等打造全牌照金控平台; O2O 模式切入进口商品直销, 布局大消费领域; 控股申花布局体育产业也充满想象空间。

### 评级面临的主要风险

- 房地产销售低迷; 能源贸易品等价格下行。

### 估值

- 我们以重估净资产平价法给予公司 3,286 亿元的目标市值, 即 27.00 元的目标价, 相当于 23.7 倍的 2015 年市盈率, 首次评级为谨慎买入。考虑到公司完成重组后 12 个月内公众股占比仅 2.6%, 股票供给严重不足, 资金推动效应显著, 预计中短期股价仍将强势上涨。

### 投资摘要

| 年结日: 12 月 31 日  | 2012    | 2013    | 2014E   | 2015E   | 2016E   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销售收入(人民币 百万)    | 198,562 | 252,182 | 304,855 | 364,446 | 445,091 |
| 变动 (%)          | n.a.    | 27      | 21      | 20      | 22      |
| 净利润(人民币 百万)     | 6,979   | 8,409   | 9,068   | 13,860  | 18,758  |
| 全面摊薄每股收益(人民币)   | 0.574   | 0.691   | 0.745   | 1.139   | 1.542   |
| 变动 (%)          | n.a.    | 20.5    | 7.8     | 52.8    | 35.3    |
| 全面摊薄市盈率(倍)      | 42.2    | 35.0    | 32.5    | 21.3    | 15.7    |
| 价格/每股现金流量(倍)    | 97.8    | (8.4)   | (30.0)  | (35.3)  | (26.1)  |
| 每股现金流量(人民币)     | 0.25    | (2.89)  | (0.81)  | (0.69)  | (0.93)  |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 5.0     | 7.2     | 6.4     | 5.1     | 4.6     |
| 每股股息(人民币)       | 0.000   | 0.122   | 0.149   | 0.228   | 0.308   |
| 股息率(%)          | n.a.    | 0.5     | 0.6     | 0.9     | 1.3     |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 目录

|                      |    |
|----------------------|----|
| 一、 公司概况.....         | 3  |
| 二、 房地产开发业务.....      | 9  |
| 三、 其他业务.....         | 16 |
| 四、 财务分析.....         | 22 |
| 六、 盈利预测及投资建议.....    | 24 |
| 研究报告中所提及的有关上市公司..... | 29 |

## 一、公司概要

### 1. 绿地集团简介

绿地集团创立于1992年7月18日，通过产业经营与资本经营并举发展，已形成目前“房地产主业突出，能源、金融等相关产业并举发展”的多元化产业布局，在2014《财富》世界企业500强中位列第268位，比上年上升91位，在上榜的中国内地企业中位列第40位。2013年集团实现业务经营收入超过3,283亿元，较上年增长33%。

绿地集团房地产主业的开发规模、产品类型、品质品牌均处于全国领先地位，特别在超高层、大型城市综合体、高铁站商务区及产业园开发领域，形成超高层、城市综合体、产城一体化和住宅四种功能性产品分类。目前建成和在建超高层城市地标建筑23幢，其中4幢高度位列世界排名前十，房地产开发项目遍及全国29个省市自治区80余个城市，在建施工面积6,500万平方米。此外，商业运营与酒店产业已成为推动绿地主业发展的强力引擎，商业地产总规模已突破2,000万平方米，持有型购物中心面积达300万平方米，项目规模和商业品质均处于全国领先地位。

图表1. 绿地集团房地产产品分类



资料来源：公司网站，中银国际研究

绿地集团也积极发展能源、金融等次支柱产业。其中，能源产业已形成涵盖煤炭生产、加工、储运、分销及石油仓储、运输、销售等在内的完整产业链；同时，绿地集团也在积极打造金融全产业链，与贵州、江西、广西开展全面金融合作，在上海、宁波、重庆、南昌、青岛等中心城市设立一批小额贷款公司，并入股上海农村商业银行、锦州银行、东方证券等多家金融机构；酒店产业实施自有酒店品牌管理和对外委托管理相结合的双轮驱动模式，目前建成及在建高星级酒店70余家，资产规模超300亿元。在资本运作方面，绿地集团成功控股香港联交所上市公司——“绿地香港控股（0337.HK）”，打通海外融资渠道，实现全球资源整合的战略新布局。

图表 2. 绿地集团业务板块



资料来源：公司网站，中银国际研究

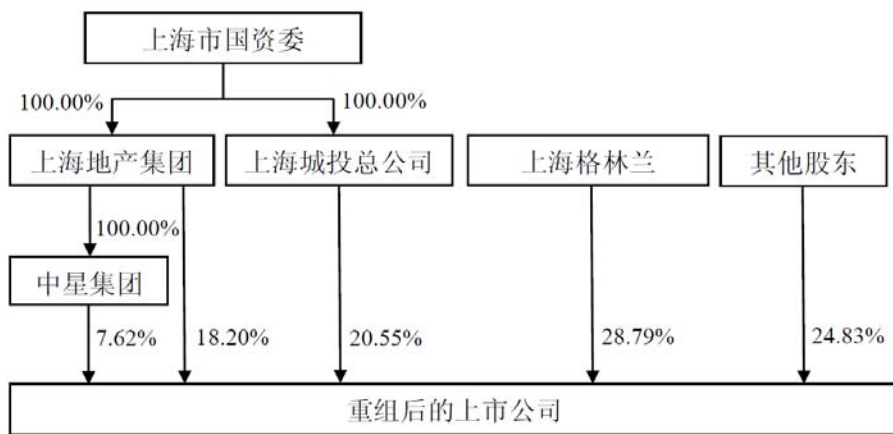
2014年3月，公司正式公告拟借壳金丰投资（600606.CH）上市，金丰投资以全部资产及负债与上海地产集团持有的绿地集团等额价值的股权进行置换，拟置入资产的交易价格为667.32亿元，发行股份总量为116.5亿股，发行价格为5.54元/股。资产重组完成前，上海地产集团持股比例为38.96%；资产重组完成后，公司股本将扩大至121.68亿股，上海地产集团及其全资子公司中星集团、上海城投总公司、上海格林兰持股比例分别为25.82%、20.55%和28.79%，锁定期均为12个月。

图表 3. 重组完成前后上市公司的股本结构变化

| 股东名称      | 本次交易前            |               | 本次交易后               |               |
|-----------|------------------|---------------|---------------------|---------------|
|           | 股份数量<br>(万股)     | 持股比例(%)       | 股份数量<br>(万股)        | 持股比例(%)       |
| 上海地产集团    | 20,195.81        | 38.96         | 221,435.23          | 18.20         |
| 重组前其他公众股东 | 31,636.19        | 61.04         | 31,636.19           | 2.60          |
| 上海城投总公司   |                  |               | 250,083.75          | 20.55         |
| 中星集团      |                  |               | 92,781.24           | 7.62          |
| 上海格林兰     |                  |               | 350,374.18          | 28.79         |
| 天宸股份      |                  |               | 27,834.37           | 2.29          |
| 平安创新资本    |                  |               | 120,603.70          | 9.91          |
| 鼎晖嘉熙      |                  |               | 51,720.52           | 4.25          |
| 宁波汇盛聚智    |                  |               | 46,511.26           | 3.82          |
| 珠海普罗      |                  |               | 12,207.13           | 1.00          |
| 国投协力      |                  |               | 11,627.81           | 0.96          |
| <b>合计</b> | <b>51,832.00</b> | <b>100.00</b> | <b>1,216,815.43</b> | <b>100.00</b> |

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 4. 重组完成后公司股权结构图



资料来源：公司公告，中银国际研究

## 2. 上海国企改革先锋

### (1) “淡马锡”模式

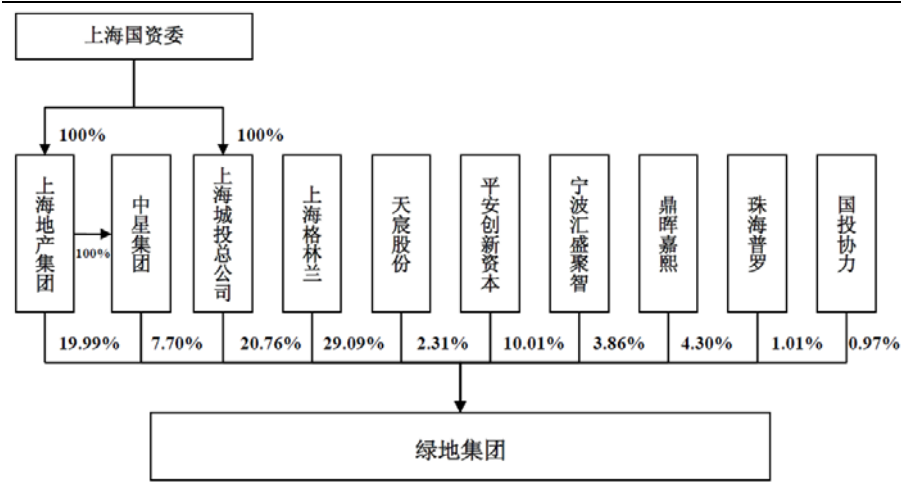
尽管从持股比例上来看，上海市国资委通过两大国有股东——上海地产集团（含子公司中星集团）和上海城投总公司合计持有的重组后上市公司股权较高，但是上海市国资委并不参与企业的日常经营管理，两大国有股东是两家相互独立的主体，其作为财务投资人将来并不会实质性介入上市公司的日常经营管理，且合计持股数量占比也不足 50%。因此，上海格林兰（即绿地员工持股会）实现对公司的经营管理层面的实质性控制，而国资委仅扮演财务投资的角色，符合此轮国资国企改革积极倡导的“淡马锡”模式。

### (2) 员工持股计划

绿地集团早在 1997 年 3 月成立了职工持股会，彼时持股比例达到 18.88%；此后集团经过多轮增资扩股，2014 年 2 月职工持股会的持股比例达到 29.09%。2014 年 5 月，由 43 位绿地高管共同出资设立的上海格林兰（GREENLAND）正式吸收合并绿地集团职工持股会。截至 2014 年 6 月，绿地集团职工持股会共有成员 982 人。高比例员工持股数量有效促进了公司的运营效率，也为公司地产业务的快周转模式提供了良好保障。

### (3) 混合所有制改革

绿地集团系上海市国资系统内第二大企业，其股权结构中除国资成分外，还有管理层及员工持股及社会资本。2014 年 1 月起，集团陆续引进了平安创新资本、鼎晖嘉熙、宁波汇盛聚智、珠海普罗、国投协力等五家战略投资者，合计持股比例为 20.15%。股权结构的多元化，保证了绿地集团在充分立足其国资背景，充分利用国有资源的同时，最大效率发挥市场机制。

**图表 5. 重组前绿地集团股权结构图**


资料来源：公司公告，中银国际研究

### 3. 战略规划

未来五年，绿地集团将重点完成多项核心战略任务，总体加快形成“3+X”产业集群的总体布局，其中“3”是以房地产为核心的城市综合开发产业集群、消费及生产性服务业产业集群和金融投资产业集群，“X”是新兴产业培育。2015年绿地集团将推动企业继续实现稳健有质量的增长，规划业务经营收入超过4,500亿元，力争到2020年业务经营收入达到8,000亿元，跻身世界企业100强行列。公司未来的工作重点包括：（1）继续做强做优房地产主业；（2）不断推动现有综合产业转型升级；（3）把资本并购放在更加重要的战略位置。

#### 房地产主业

##### （1）继续做强做优房地产主业

绿地未来仍将房地产业作为整体竞争力的主要源泉，推动房地产主业持续保持行业领先优势，加快创新转型，实现从偏重规模到偏重盈利、从偏重开发到开发运营并重、从偏重国内开发到全球同步开发等三大转变。公司未来布局仍将聚焦一二线城市，并以此为核心，形成一大批年销售规模超百亿元的区域型房地产业务部，同时海外项目也将积极推进。

##### （2）发展主题产业地产，探索地产金融化

绿地将针对自身特有商业模式进一步完善和创新，包括完善特色开发模式，巩固和完善超高层、城市综合体等特色开发模式，并根据环境和市场变化对产品组合、资产流动性安排等进行优化配置；深化“产城一体化”综合开发，继续发展空港新城、地铁物业等主题产业地产项目，提高产业地产的规划设计、招商运营和综合服务水平；积极探索房地产金融化，进一步引入金融力量和金融手段进行房地产开发，探索资产证券化、基金管理等形式多样的大宗资产定制和变现方式。

## (2) 实施互联网营销模式，提供增值服务平台

绿地将继续实施营销模式转型，将平台化、跨界思维运用于地产营销领域，带动房地产业务从重“产品力”向“产品力+服务”双轮驱动转变：一是“跨界”，嫁接互联网与金融，打造全新平台。如，与腾讯合作搭建“绿地微信营销平台”，通过产品集中展示和选购实现“电商”功能，通过会员平台打造“全民经纪人”，通过后台数据集中管理升级售后服务，实现“传统营销模式”向“互联网营销模式”的转型升级。目前绿地全年销售额中微信端来访成交客户占比达约5%。此外，合作设立的“平安绿地好房宝”、“腾讯绿地宝”等理财产品，亦有力助推产品去化；二是“服务”，搭建服务平台，以增值服务抢占市场。如，启动海外置业一站式平台，引入海外留学、移民、旅游、投资等多业态海外服务机构，提供海外置业全程服务，有效对接国内庞大的海外置业需求，放大全球化品牌价值。

## 非地产业务

### (1) 收购金融全牌照打造次支柱产业

绿地将进一步扩大绿地金控集团的资本规模，并积极进行金融牌照收购工作，打造核心金融资产，在设立产业基金、并购基金以及第三方资产管理业务等方面也将有进一步突破。同时公司希望依托房地产主业优势，发展具有绿地特色的金融业务，打造在细分领域具有核心竞争力的综合性金融服务集团。公司未来希望通过投资并购获取核心金融资产，如择机收购保险公司，并通过保险公司获取证券、信托等多样化的金融牌照资源，逐渐突破金融行业政策壁垒，建立起以保险为核心、拥有多种金融牌照的金融控股集团架构体。

### (2) PPP 模式进入地铁工程和配套开发业务

绿地将加快提升地铁产业发展能级，以“地铁+物业”为核心，推动地铁项目大规模落地商业模式再度升级。公司去年已成立地铁投资公司，并与申通地铁、上海建工等上下游优势产业资源开展战略合作，并成功签约徐州地铁三号线、南京地铁五号线以及重庆轨交项目。2015年，绿地明确将继续抓住国家鼓励社会资本参与基础设施建设的政策契机，以PPP模式开展轨道交通建设及配套设施开发，加速地铁产业发展，力争“开工一批，新落地一批”，同时进一步优化投资开发模式，为后续大规模复制创造条件。

### (3) O2O 模式切入进口商品直销布局“大消费”

绿地商业将以开展进口商品直销为切入点，进军“大消费”领域。公司去年已建立首个商品货源渠道，与上海外高桥集团开展战略合作，并启动布局线下实体店，首家线下实体精品超市在上海成功开业。2015年，绿地将继续深化细化“大消费”的商业模式、资源渠道、供应链管理等，包括搭建O2O模式，启动线上电商和海内外分销商的收购工作；嫁接全球资源，特别在掌控国外优质产地、渠道资源上取得突破，建立海外商品采购中心，实现原产地直采；加快线下实体店布局，迅速复制，推动南京、北京、杭州、宁波等地线下实体店开业运营。

### (4) 把资本并购放在重要战略位置

绿地计划一方面通过战略并购，实现业绩扩张，优化财务结构；另一方面，以资本为纽带，通过控股或参股形成一批发展空间大、盈利前景好、商业模式新的企业，打造一批“绿地系”企业群。

## 海外业务

### (1) 布局海外一线城市地产项目

绿地将抓住海外市场最新特点和趋势加快全球布局，加快“走出去”步伐，顺应发达国家经济回暖复苏和资产价格上行的趋势，**继续聚焦发达国家一线城市一线地段，进入新的有增长潜力的国家和城市。**去年海外业务迎来首个爆发期，全年海外业务预销售金额 153 亿元人民币，大幅增长 467%，目前绿地海外项目总投资超 200 亿美元。

### (2) 围绕“大消费”加快海外非房地产业务投资

绿地将积极开支海外非房地产业务投资，探索发展战略性海外产业投资项目，推动海外业务多元化、可持续增长。**集团将未来加快海外非房地产业务投资发展，力争在量、质两个层面均能实现突破，包括顺应中国市场消费结构和消费需求转型升级的趋势，围绕快消品、日用品、医疗健康等“大消费”相关的领域进行精准投资。**



## 二、房地产开发业务

### 1、业务简介

绿地集团是中国房地产行业领军企业之一，房地产开发业态包括商品住宅、商务写字楼、商业用房、社区配套、城市综合体、产业园区地产、保障房、经济适用房等，逐步形成超高层、城市综合体、产城一体化和住宅四种功能性产品分类。2013年房地产开发业务合计收入占比约34.4%，但毛利占比高达84.5%，是公司的核心支柱产业。

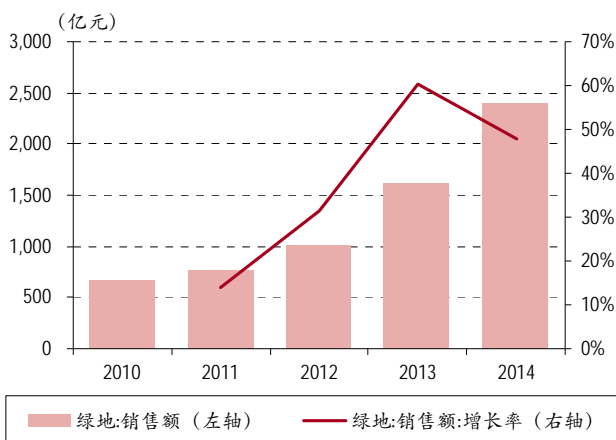
根据中指院发布的《中国房地产销售额百亿企业榜》，2011-2014年绿地集团的销售排名持续攀升，2014年房地产销售额为2,403亿元，销售面积为2,105万平方米，位居全国房地产开发企业第一，超越万科成为行业龙头。公司2011-14年房地产销售额复合增长率为37.4%，14年同比增长47.9%，在市场环境低迷下，增速大幅领先于行业。

图表 6. 2011-2014 年中国房地产销售额百亿企业榜

| 2011 年 |      |          |             | 2012 年 |      |          |             | 2013 年 |      |          |             | 2014 年 |      |          |             |
|--------|------|----------|-------------|--------|------|----------|-------------|--------|------|----------|-------------|--------|------|----------|-------------|
| 排名     | 企业名称 | 销售额 (亿元) | 销售面积 (万平方米) | 排名     | 企业名称 | 销售额 (亿元) | 销售面积 (万平方米) | 排名     | 企业名称 | 销售额 (亿元) | 销售面积 (万平方米) | 排名     | 企业名称 | 销售额 (亿元) | 销售面积 (万平方米) |
| 1      | 万科   | 1,215    | 1,075       | 1      | 万科   | 1,452    | 1,216       | 1      | 万科   | 1,776    | 1,532       | 1      | 绿地   | 2,403    | 2,105       |
| 2      | 万达   | 953      | -           | 2      | 保利   | 1,020    | 908         | 2      | 绿地   | 1,625    | 1,660       | 2      | 万科   | 2,180    | 1,834       |
| 3      | 恒大   | 804      | 1,220       | 3      | 绿地   | 1,013    | 1,137       | 3      | 保利   | 1,251    | 1,085       | 3      | 万达   | 1,470    | 980         |
| 4      | 绿地   | 770      | 802         | 4      | 中海外  | 945      | 756         | 4      | 中海外  | 1,103    | 931         | 4      | 保利   | 1,370    | 1,088       |
| 5      | 保利   | 732      | 650         | 5      | 万达   | 938      | -           | 5      | 恒大   | 1,073    | 1,586       | 5      | 恒大   | 1,317    | 1,820       |
| 6      | 中海外  | 708      | 558         | 6      | 恒大   | 925      | 1,651       | 6      | 碧桂园  | 1,068    | 1,618       | 6      | 碧桂园  | 1,290    | 1,942       |
| 7      | 碧桂园  | 432      | 687         | 7      | 绿城   | 547      | 273         | 7      | 万达   | 844      | -           | 7      | 中海外  | 1,221    | 1,017       |
| 8      | 龙湖   | 383      | 329         | 8      | 华润   | 505      | 466         | 8      | 华润   | 688      | 594         | 8      | 华润   | 722      | 680         |
| 9      | 绿城   | 353      | 169         | 9      | 碧桂园  | 491      | 784         | 9      | 世茂   | 683      | 536         | 9      | 世茂   | 712      | 587         |
| 10     | 华润   | 330      | 287         | 10     | 世茂   | 461      | 409         | 10     | 绿城   | 660      | 320         | 10     | 绿城   | 660      | 330         |

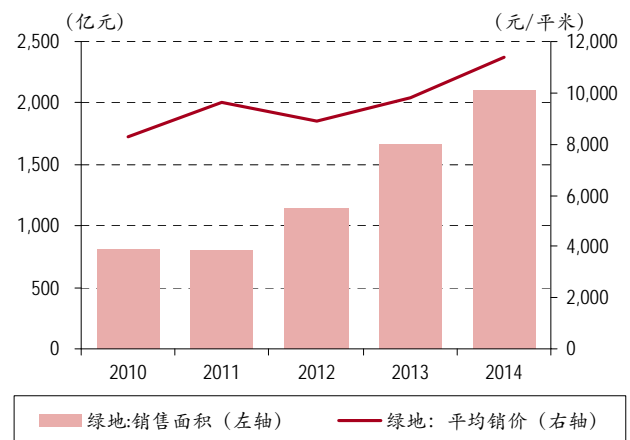
资料来源：中国指数研究院、中银国际研究

图表 7. 2010-2014 年绿地销售额增速



资料来源：公司公告、中银国际研究

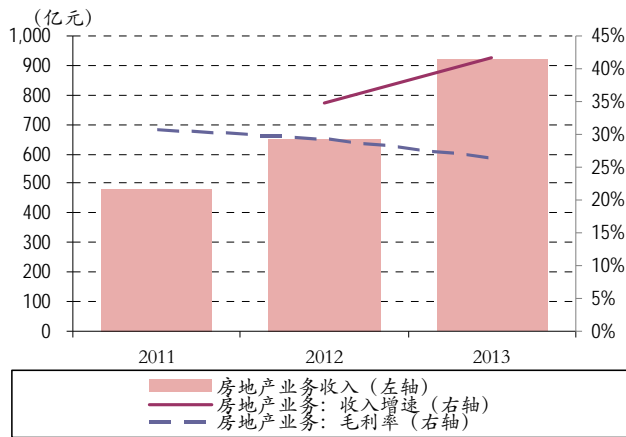
图表 8. 2010-2014 年绿地销售面积增速



资料来源：公司公告、中银国际研究

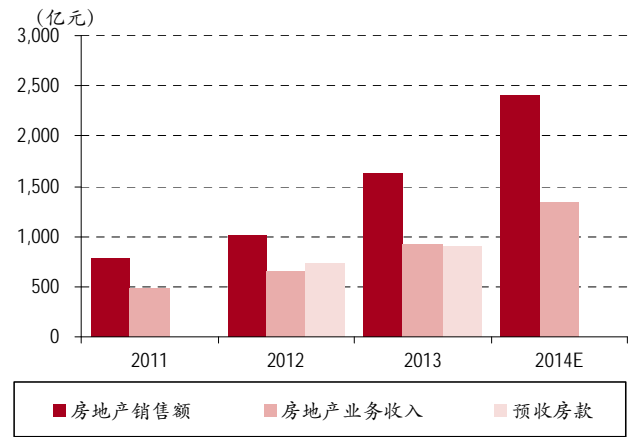
公司 2013 年房地产开发业务收入为 923.06 亿元，占比公司整体收入约 34.4%，毛利率为 26.5%，2011-13 年 CAGR 为 38.2%。截至 2014 年 3 月，公司竣工项目为 98 个，合计可售面积 1,571 万平米，去化率达 87%；在建项目为 278 个，合计可售面积 6,544 万平米，去化率达 40%；拟建项目为 266 个，合计规划建筑面积 4,350 万平米。

图表 9. 2011-2013 年公司房地产业务收入和毛利率



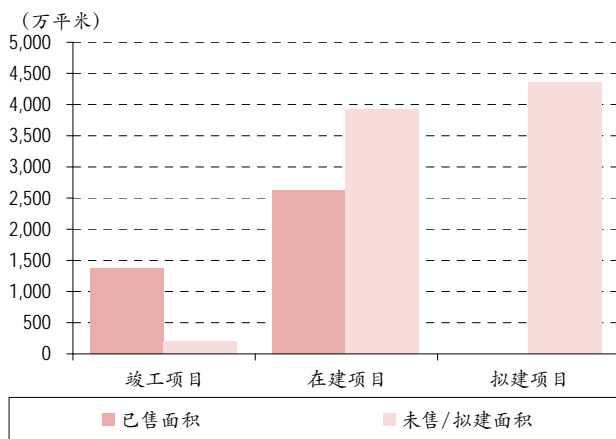
资料来源: 公司公告、中银国际研究

图表 10. 2011-2013 年公司房地产销售、收入和预收款



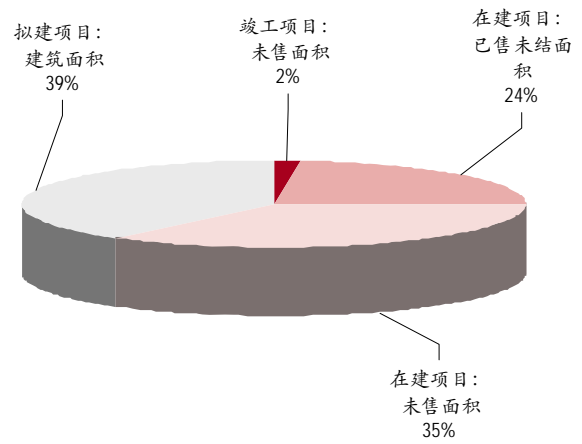
资料来源: 公司公告、中银国际研究

图表 11. 截止 2014 年 3 月公司项目面积按类型分布



资料来源: 公司公告、中银国际研究

图表 12. 截止 2014 年 3 月公司物业储备按类型分布



资料来源: 公司公告、中银国际研究

## 2、物业储备

公司近年销售业绩保持高速增长，得益于公司丰富和优质的土地储备：

### (1) 可售资源充足，可结资源丰富。

截至 2014 年 3 月，绿地集团房地产开发项目已遍布全国 29 个省市自治区、80 余个城市。集团整体可售面积约 8,500 万平米（拟开发面积约 4,350 万），已售未结面积约 2,600 万平米，合计未结算项目面积约 1.1 亿平米。2014 年，集团合计新增土地储备 71 个，建筑面积达 2078 万平米，其中一二线城市投资占比额达 95%。根据 2014 年销售面积 2,100 万平米和 30% 的增速推算，公司目前的物业储备至少能保证未来三年的可售和结算资源。以公司 2013 年地产业务的毛利率测算，公司不含持有型物业的净资产重估价值 (NAV) 约 2,234 亿元，合每股 20.88 元。

**图表 13. 绿地集团房地产业务布局**


资料来源：公司网站，中银国际研究

### (2) 国资背景立足上海，布局华东辐射全国

公司的项目主要集中在以上海为首的长三角地区，并由华东区域辐射全国。相较广深地区房企激烈的竞争格局，公司在上海地区的地位处绝对龙头地位，叠加公司的国资背景在拿地方面的优势，公司的储备资源优势明显。

同时，公司逐渐在华东地区的二线城市布局，例如苏州、济南、南昌等。截至2014年3月，公司在长三角地区可售面积占比约31%，华东地区占比约52%；可售面积中占比最高的城市分别为：上海、南昌、成都、济南、苏州，在建项目的去化率分别为45%、29%、25%、76%、53%。

**图表 14. 公司主要可售和未结项目面积按城市排名**

| 排名        | 地区  | 可售面积<br>(万平方米) | 占比(%) | 排名 | 地区  | 已售未结面积<br>(万平方米) | 占比(%) | 排名 | 地区  | 未结面积<br>(万平方米) | 占比(%) |
|-----------|-----|----------------|-------|----|-----|------------------|-------|----|-----|----------------|-------|
| 1         | 上海市 | 631            | 7.4   | 1  | 苏州市 | 252              | 9.6   | 1  | 上海市 | 874            | 7.9   |
| 2         | 南昌市 | 496            | 5.9   | 2  | 上海市 | 243              | 9.3   | 2  | 苏州市 | 655            | 5.9   |
| 3         | 成都市 | 424            | 5.0   | 3  | 济南市 | 190              | 7.3   | 3  | 济南市 | 612            | 5.5   |
| 4         | 济南市 | 422            | 5.0   | 4  | 芜湖市 | 152              | 5.8   | 4  | 南昌市 | 590            | 5.3   |
| 5         | 苏州市 | 403            | 4.7   | 5  | 徐州市 | 141              | 5.4   | 5  | 成都市 | 539            | 4.9   |
| 6         | 徐州市 | 348            | 4.1   | 6  | 成都市 | 116              | 4.4   | 6  | 徐州市 | 489            | 4.4   |
| 7         | 南通市 | 330            | 3.9   | 7  | 郑州市 | 94               | 3.6   | 7  | 南通市 | 330            | 3.0   |
| 8         | 合肥市 | 212            | 2.5   | 8  | 南昌市 | 93               | 3.6   | 8  | 合肥市 | 266            | 2.4   |
| 9         | 武汉市 | 188            | 2.2   | 9  | 南京市 | 91               | 3.5   | 9  | 南京市 | 264            | 2.4   |
| 10        | 兰州市 | 180            | 2.1   | 10 | 无锡市 | 80               | 3.0   | 10 | 长沙市 | 238            | 2.1   |
| <b>合计</b> |     | <b>8,479</b>   |       |    |     | <b>2,614</b>     |       |    |     | <b>11,092</b>  |       |

资料来源：中国指数研究院、中银国际研究

### 3、产品结构

绿地集团销售屡创佳绩并登顶全球最大房企，也得益于其合理的产品开发结构：集团 2014 实现房地产销售额 2,408 亿元中，住宅与商办产品销售额分别达到 1,112 亿元和 1,296 亿元，分别占比 46%和 54%。同时，集团也在积极拓展海外地产业务，贡献收入从 2013 年的 30 亿元升至 2014 年 153 亿元，大幅增加 467%，项目遍及韩国、澳洲、美国、英国、泰国等。

公司的产品线包括超高层、城市综合体、产城一体化和住宅四种功能性产品分类：

#### (1) 超高层地标

绿地集团在超高层建筑开发领域的规模和水平居全国领先地位。目前建成和在建的超高层建筑已达 23 幢，其中 4 幢高度位列世界排名前十，足迹遍布全球，均成为所在城市的新地标，集团也借此建立了自身高品质建筑的品牌资源优势，在与地区政府合作的过程中开拓了地产业务的空间。

图表 15. 集团主要超高层地标项目

| 项目名称      | 高度<br>(米) | 建筑面积<br>(万平方米) | 投资额<br>(亿元) | 平均造价<br>(元/平方米) | (预计)<br>竣工时间 |
|-----------|-----------|----------------|-------------|-----------------|--------------|
| 南京绿地中心    | 450       | 30             | 40          | 13,333          | 2010 年       |
| 南昌绿地中心    | 300       | 43             | 30          | 6,977           | 2014 年       |
| 济南绿地中心    | 300       | 20             | 20          | 10,000          | 2014 年       |
| 广州绿地中心    | 200       | 27             | 45          | 16,667          | 2015 年       |
| 北京绿地中心    | 300       | 33.5           | 80          | 23,881          | 2015 年       |
| 郑州绿地中心    | 300       | 24             | 22          | 9,167           | 2016 年       |
| 西安绿地中心    | 260       | 32             | 35          | 10,938          | 2016 年       |
| 武汉绿地中心    | 606       | 30             | 50          | 16,667          | 2017 年       |
| 大连绿地中心    | 518       | 60             | 80          | 13,333          | 2017 年       |
| 成都绿地中心    | 468       | 30             | 120         | 40,000          | 2017 年       |
| 苏州绿地中心    | 358       | 22             | 120         | 54,545          | 2019 年       |
| <b>合计</b> |           | <b>351.5</b>   |             |                 |              |

资料来源：公司网站、公司公告、中银国际研究

#### (2) 城市综合体

绿地集团在全国范围内重点开发集商业、办公、酒店等功能于一身的现代服务业综合体，项目遍及上海、北京、南京、济南、南昌、武汉、郑州、西安等全国 24 个省 64 座城市，集团的商业地产总规模突破 2,000 万平米，持有型购物中心面积高达 300 万平米，项目规模、功能定位和商业品质均处于行业领先地位，并逐渐形成“绿地中心”、“绿地中央广场”、“绿地缤纷城”等品牌。

**图表 16. 集团主要商业综合体项目**

| 地区 | 主要商业综合体项目                                            |
|----|------------------------------------------------------|
| 上海 | 海外滩-名品汇、绿地船厂路、上海 1960、杨浦汇创、浦江乐和城、嘉创国际广场、梅龙镇新都会、川沙东海岸 |
| 北京 | 北京大兴绿地缤纷城                                            |
| 江苏 | 花桥乐和城、无锡太湖大道、扬州尚锦汇商业广场、扬州绿地缤纷城、常熟老街、无锡绿地世纪城          |
| 江西 | 南昌绿地中心                                               |
| 安徽 | 绿地海顿国际广场、绿地饕界、绿地花都国际广场                               |
| 四川 | 成都北三环                                                |
| 西安 | 西安世纪城市、西安绿地中央广场-饕界、西安绿地中央广场-笔克会展中心                   |
| 宁夏 | 银川绿地国际皮革城、银川绿地国际汽车城、银川红地毯影院、银川曲江生态花园酒店               |
| 河南 | 绿地之窗、老街-绿地郑东新苑、峰会天下/世纪峰会、新里卢浮公馆、原盛国际                 |
| 山东 | 绿地高铁                                                 |

资料来源：公司网站、公司公告、中银国际研究

### (3) 产城一体化

绿地集团参与地方政府各类国家级开发区投资与建设，实施“产城一体化”的战略，目前已在黑龙江、吉林、内蒙古、宁夏、江西等发展中地区启动产业投资，**总建筑面积超过 500 万平方米**，预计 2015 年一批项目将建成交付使用。未来集团计划逐步加大一、二线城市的投资力度，打造结合“生态、产业、居住、休闲”等功能一体化的新城。2015 年，集团表示将在产业地产方面加大投入，未来 5 年，产业地产将作为集团战略新兴业务大力发展，进一步拓展在长三角地区、京津地区和中部地区等地区，完成全国化战略布局。

**图表 17. 集团主要产业地产项目**

| 项目名称        | 占地面积     | 建筑面积    | 项目概况                                                                    |
|-------------|----------|---------|-------------------------------------------------------------------------|
| 南宁绿地空港产业城   | 10,000 亩 |         | 承担中国-东盟自贸区升级版试验区、国家航空经济综合实验区的先行先试，重点发展面向东盟的电子商务、临空高科技、泛港金融、航空健康等产业      |
| 沈阳绿地空港产业城   |          |         | 建设国家航空经济综合实验区先行区、东北亚准自贸区先行先试区，将绿地沈阳空港打造成为全国标杆性的国际化、现代化、人文化、生态化的航空之城，    |
| 海口绿地空港产业城   | 13,500 亩 |         | 通过旧城改造与产业发展相结合，建成以空港物流和创意产业配套、特色休闲娱乐产业、临港旅游服务业为主导产业，具有旅游风情小镇风貌的综合性产业新城。 |
| 哈尔滨广告产业园    | 1,050 亩  | 110 万平米 | 建设成为集传媒产业、广告产业、信息产业、动漫产业、媒体中心为一体的国家级大型信息广告产业园。                          |
| 大庆科技园       | 1,115 亩  | 150 万平米 | 建设内容涵盖研发区、孵化区、中试区、公共服务区和科技公寓区等                                          |
| 呼市高新技术产业示范区 | 3,183 亩  |         | 将西部优势产业积极嫁接并形成区域性金融总部和国际化科技商务新城，成为辐射中亚地区的现代金融产业创新服务基地。                  |
| 南昌绿地国际博览城   | 2,500 亩  | 400 万平米 | 以会展经济和旅游经济为龙头，打造成为我国中南部地区规模最大集展览、会议、信息交流、商贸洽谈等各种功能于一体的国际综合会展中心。         |

资料来源：公司网站、公司公告、中银国际研究

#### (4) 住宅

绿地在以上海为首的长三角地区优势明显，国内项目聚焦一二线城市。在快周转模式和员工激励机制下公司也实现了住宅销售的快速增长。2014 年公司房地产整体销售均价约 11,416 元。未来随着集团“地铁物业”的战略规划推进，公司在地铁周围的配套住宅开发有望给公司的房地产销售业绩带来新的增长点，优越的地理位置和较低的土地成本有望提升集团住宅项目的利润率。

图表 18. 上海高端住宅项目绿地海珀·璞晖



资料来源：搜房网、中银国际研究

图表 19. 上海别墅项目绿地海域观园



资料来源：搜房网、中银国际研究

图表 20. 北京商住综合体项目绿地西斯莱公馆



资料来源：搜房网、中银国际研究

图表 21. 昆明商住综合体项目绿地云都会



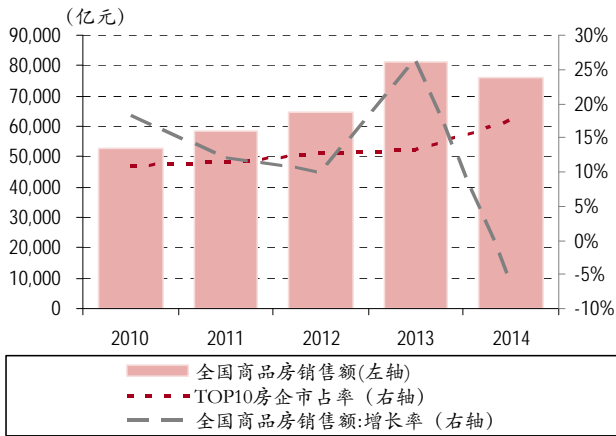
资料来源：新浪网、中银国际研究

#### 4、市占率加速提升

随着房地产行业进入白银时代，行业需求顶峰过后中小房企纷纷退出竞争，2014 年房地产行业的并购交易额已达到 2013 年的 4.3 倍，行业增速整体下行，集中度却加速上升。2014 年销量排名前十的房地产开发商的市场占有率从 2010 年的 10.91% 上升至 17.49%，较 2013 年跳增近 4 个百分点。

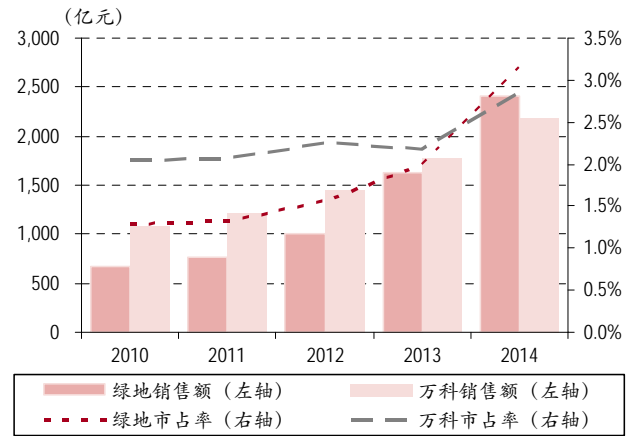
绿地集团作为龙头房企的销售市占率从 2010 年的 1.28% 上升至 2014 年的 3.15%，升幅逐年呈递增的态势，并于 2014 年成功超越万科位居行业第一。未来随着上市房企再融资的放松，A 股龙头房企的融资便利性将大幅提升，有助于绿地集团加快获取市场份额。

图表 22. 2010-2014 年 TOP10 房企市场集中度提升



资料来源：公司公告、中银国际研究

图表 23. 2010-2014 年绿地和万科的市场份额变化



资料来源：公司公告、中银国际研究

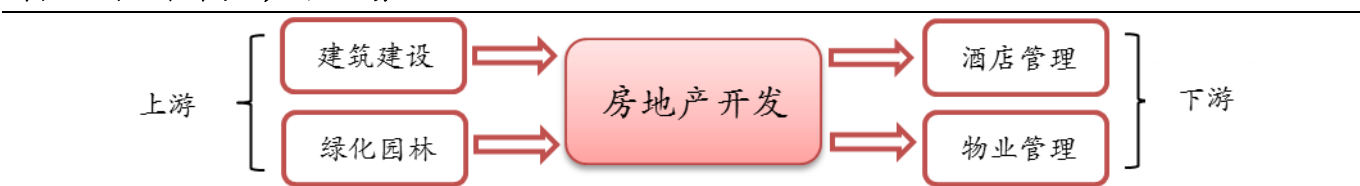
### 三、其他业务

#### 1、房地产延伸业务

公司的房地产延伸业务主要包括：建筑建设业务、酒店业务、绿化园林业务和物业管理业务等，2013年房地产衍生业务合计收入占比约8.8%，其中建筑建设业务的收入贡献占比超过90%。

公司的房地产延伸业务与主业形成一定协同效应，上游的建筑与园林业务有利于实现公司对房地产开发业务的质量和成本控制；下游的酒店业务作为配套项目，有助于提升房产项目整体品质和售价，并提供开发项目的资金支持。

图表 24. 绿地集团房地产衍生业务



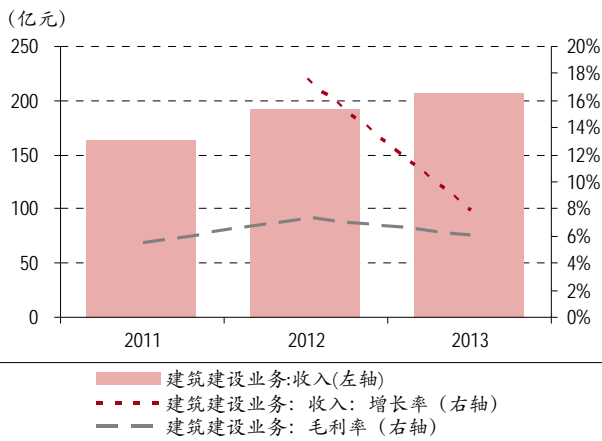
资料来源：公司公告，中银国际研究

公司的建筑建设板块主要承接国内外各类建筑施工项目，各类施工资质齐全，形成了建筑安装、钢结构制造、工程设备加工并举的产业结构，先后承建或参建了东方明珠广播电视塔、上海科技馆、上海国际会议中心、九寨天堂国际会议度假中心、宝钢集团一钢不锈钢工程、上海外高桥港区等标志性项目。

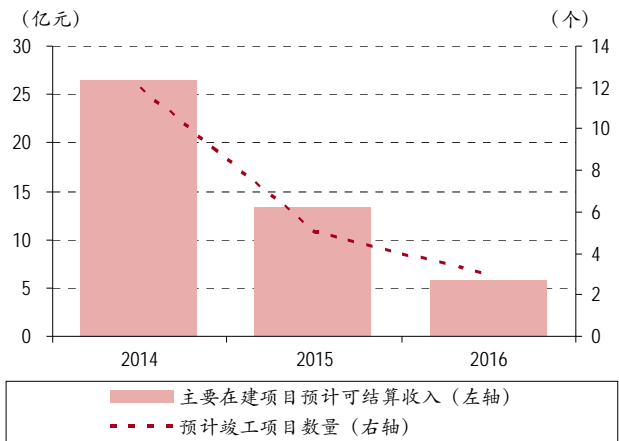
公司2013年建筑建设业务收入为207.6亿元，占比公司整体收入约7.7%，毛利率为6.1%，2011-13年CAGR为12.7%；集团旗下的绿地建筑和绿地建设分别实现净利润1.7亿元和1.4亿元。截至2014年6月，公司主要从事项目32个，合计金额约107.3亿元，预计2014-15年分别可竣工27个和13个项目。

公司未来计划以“地铁+物业”为核心，推动地铁产业发展，目前徐州地铁三号线、南京地铁五号线以及重庆轨交项目等已顺利签约。一方面，公司将聚焦全国经济发展能级较高、人口集聚程度较好的省会城市和区域中心城市，快速形成产业发展规模效应；另一方面，不断探索和创新地铁投资的业务架构和发展路径，逐渐形成相对成熟稳定、具有集团特色的地铁产业盈利模式。预计公司未来将通过地铁业务扩张，实现周边优质土地资源的获取，进而与地产主业形成紧密而良性的联动效应。



**图表 25. 2011-2013 年公司建筑建设业务收入和毛利率**


资料来源: 公司公告、中银国际研究

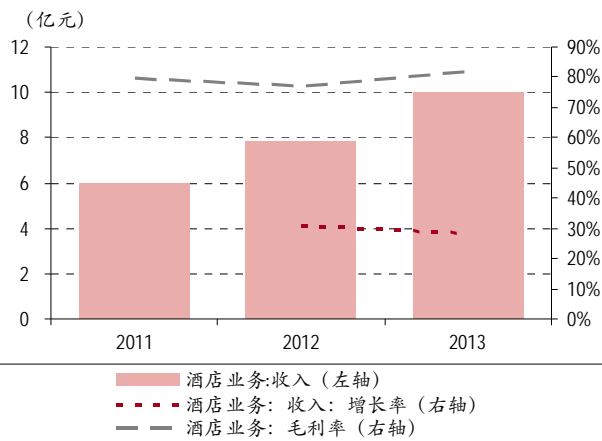
**图表 26. 2014 年 6 月主要从事项目预计结算和竣工情况**


资料来源: 公司公告、中银国际研究

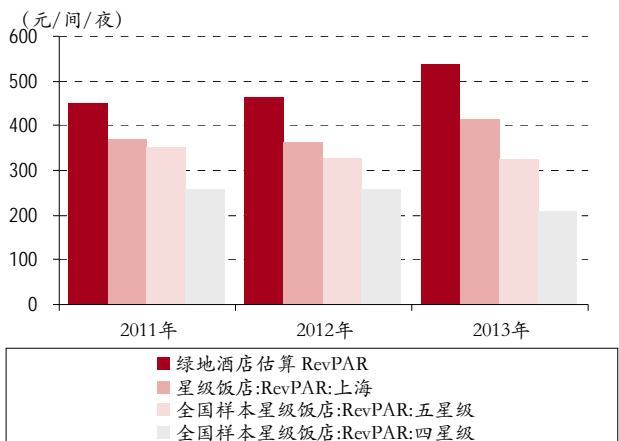
公司的酒店板块业务覆盖海内外多个城市, 已成为国内最大的酒店物业持有商和管理运营商之一。公司实施自有品牌管理和对外输出管理相结合的模式, 推出自有奢华酒店品牌“铂瑞”和商务品牌“铂骊”。同时, 公司的酒店资产及商业物业作为中长期投资, 与住宅类的短期投资形成互补, 并为房地产开发主业提供资金支持。

截至 2014 年 6 月, 公司建成酒店约 20 个 (自有品牌 3 家, 四星级 10 家, 五星级 8 家), 房间总数 6,042 个 (四星级占比 48%, 五星级占比 45%), 在建酒店 46 家 (自有品牌 39 家), 资产总规模超过 300 亿元。公司 2013 年酒店业务收入为 10 亿元, 占比公司整体收入约 0.4%, 毛利率为 81.7%, 2011-13 年 CAGR 为 29.6%。

公司目前在国内的酒店物业全部自有, 与高端商业物业形成配套, 同时也在海内外积极试点自有酒店品牌, 尝试轻资产运营模式。公司酒店业务整体定位高端, 建成酒店中的托管项目分别与洲际 (5 家)、万豪 (3 家)、喜达屋 (3 家) 等国际一线酒店管理品牌合作, 目前平均每间可供出租客房收入 (RevPAR) 高于行业平均水平。预计公司将继续实施自有酒店品牌管理和对外委托管理相结合的双轮驱动模式, 与商业物业开发形成较好的协同效应。

**图表 27. 2011-2013 年公司酒店业务收入和毛利率**


资料来源: 公司公告、中银国际研究

**图表 28. 公司平均每间可供出租客房收入 (RevPAR)**


资料来源: 公司公告、万得、中银国际研究

## 2、能源及相关贸易业务

公司的能源板块是集团第二大支柱产业，目前已形成了煤炭生产、加工、储运、分销及油化产品仓储、运输、贸易、零售等较为完备的产业链。公司的能源贸易产品包括煤炭产品、油化产品（汽油、柴油、燃料油及化工产品）及综合产品等。2013年公司能源及相关贸易业务收入占比约54.1%。

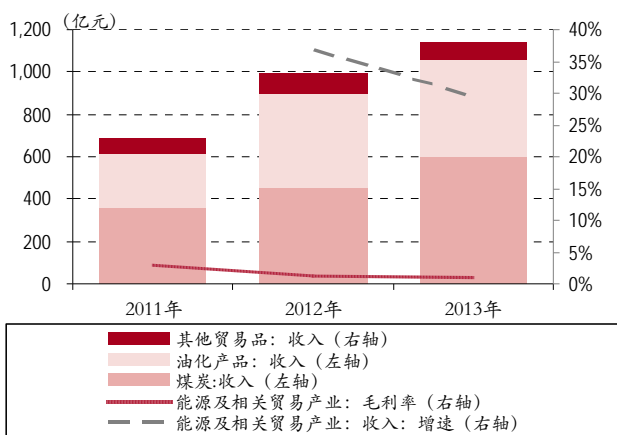
公司目前在内蒙古、山西拥有多座煤矿资源，地质储量超2亿吨，年配送额超5,500万吨。公司近年来积极向能源上游和核心资源环节延伸：（1）产品深加工领域：公司拥有辽宁丹东煤炭深加工项目和浙江舟山石油产供销一体化基地；（2）贸易和配送领域：公司在舟山与上海分别拥有大型油库、停泊码头。

公司能源业务的经营模式主要为以批发为主及订单制的贸易模式，通过采购与销售价差赚取贸易利润，公司的下游贸易中心接到客户订单后，估算运输成本和预留利润后，向上游采购运输中心发出订单并负责寻找货源，确认货源后向客户收取预付订金，再由采购运输中心负责运输。其中与上、下游客户结算均采用预付款比例10%~100%。

公司2013年能源及相关贸易产业收入为1,453.1亿元，占比公司整体收入约54.1%，毛利率为0.9%，2011-13年CAGR为33.1%；集团旗下的绿地能源集团和云峰集团分别实现净利润-9.8亿元和1.8亿元。2013年，煤炭和油化产品分别实现收入为603亿元和456亿元，销量分别为8,660万吨（+37%）和745万吨（+6%），结算均价分别为696元/吨（-3%）和6,117元/吨（-3.3%）。

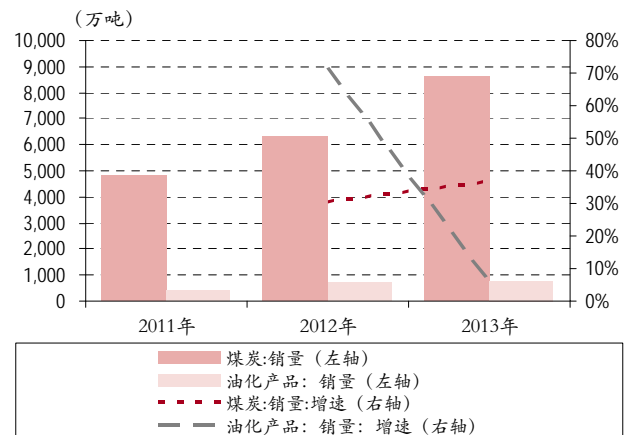
近年受到宏观经济影响，能源类大宗品的价格整体呈下行趋势，叠加贸易业务有限的利润空间，公司的能源贸易品业务面临较大的盈利压力。而近期全球原油价格暴跌，也对公司的油化产品贸易业务造成不利的影响。预计公司的能源业务未来仍将受到价格端的压制，短期利润率或继续下行。但集团目前已计划进行海外大宗贸易渠道的收购，积极提升贸易品定价权，同时公司也计划切入消费品贸易领域，通过收购线上电商和海内外分销商，并以进口商品直销为切入点、O2O模式为载体布局“大消费”领域，公司的贸易业务从长期来看仍有一定的增长潜力。

图表 29.2011-2013 年公司能源及贸易业务收入和毛利率

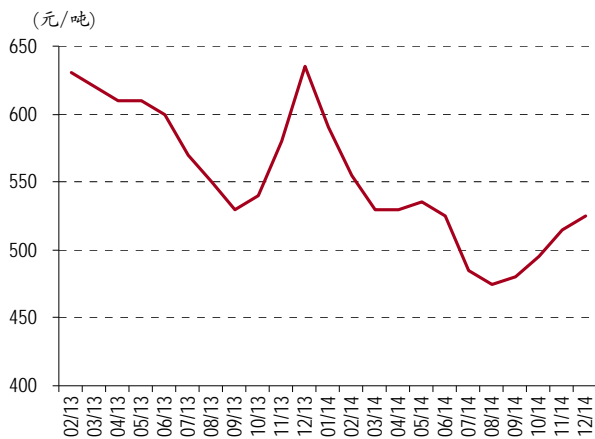


资料来源：公司公告、中银国际研究

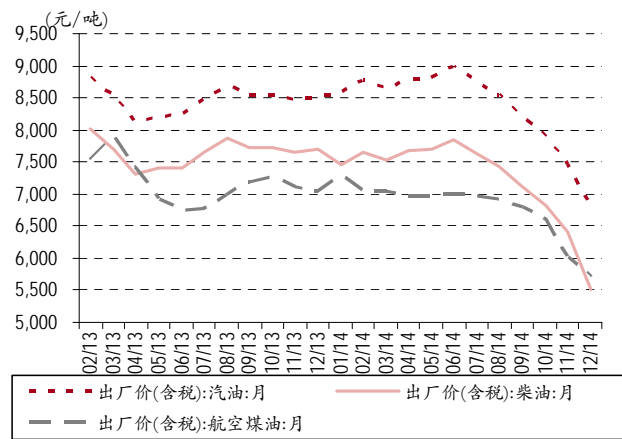
图表 30.2011-2013 年公司煤炭和油化产品销量



资料来源：公司公告、中银国际研究

**图表 31. 2013-2014 年秦皇岛动力煤价格走势**


资料来源：万得数据、中银国际研究

**图表 32. 2013-2014 年汽油、柴油、燃油价格走势**


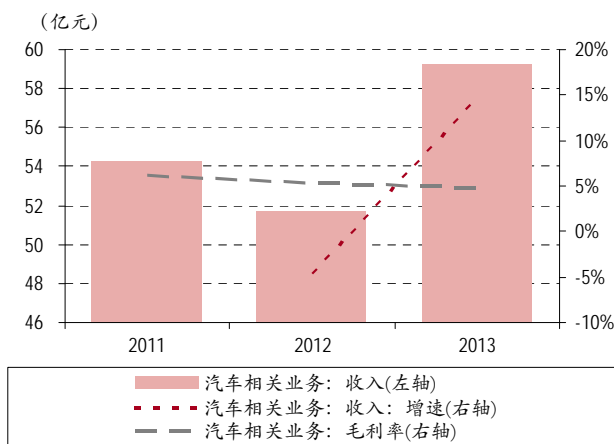
资料来源：万得数据、中银国际研究

### 3、汽车相关业务

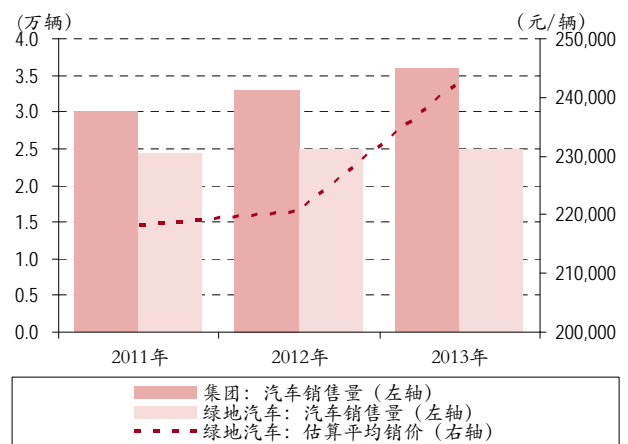
公司汽车业务板块拥有宝马、凯迪拉克、别克、大众、丰田、本田、现代、三菱、雪铁龙等 16 个品牌 34 家 4S 店，另有涉及汽贸、汽配、汽修、二手车经营等业务的 8 家汽车服务公司，其中 3 家店使用自有物业，21 家店址处上海。自 2009 年起，绿地汽车连续入围中国汽车流通协会发布的中国汽车经销商百强排行榜前 50 强。

公司 2013 年汽车业务收入为 59.3 亿元，占比公司整体收入约 2.2%，毛利率为 4.7%，2011-13 年 CAGR 为 4.5%；集团旗下的绿地汽车和云峰汽车分别实现净利润-5,303 万元和 1,964 万元。2011 年至 2013 年，集团汽车销售量分别为 3.0 万辆、3.3 万辆及 3.6 万辆，汽车销量 CAGR 为 9.54%。

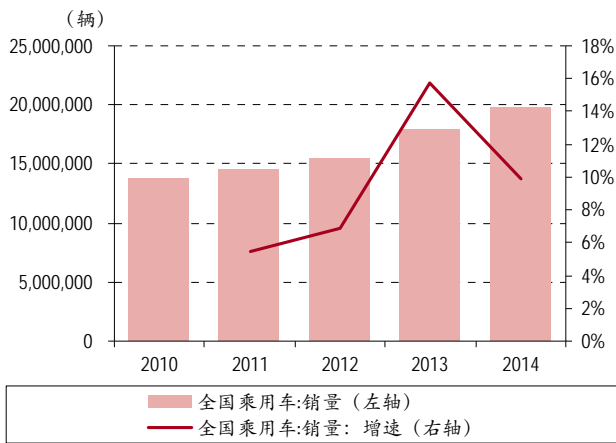
中国汽车市场在经历 2011-2012 年的政策后调整期，2013 年行业进入上升周期，乘用车市场增速保持在 10% 的高位。但受制于对上游品牌的议价能力和行业竞争的加剧，4S 店的盈利能力普遍较弱。未来受到基数效应、限购政策、消费下行等不利因素影响，预计公司汽车业务的收入增速将出现放缓，利润率继续承压，但汽车后市场的发展有望给公司带来新的成长空间。

**图表 33. 2011-2013 年公司汽车业务收入和毛利率**


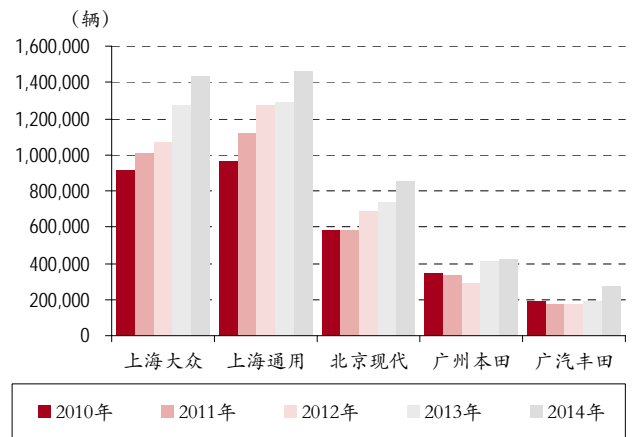
资料来源：公司公告、中银国际研究

**图表 34. 2011-2013 年集团和绿地汽车销售量**


资料来源：公司公告、中国汽车流通协会、中银国际研究

**图表 35. 2010-2014 年全国乘用车市场销量走势**


资料来源：万得数据、中银国际研究

**图表 36. 2010-2014 年公司主要合作厂牌的销售情况**


资料来源：万得数据、中银国际研究

#### 4、金融相关业务

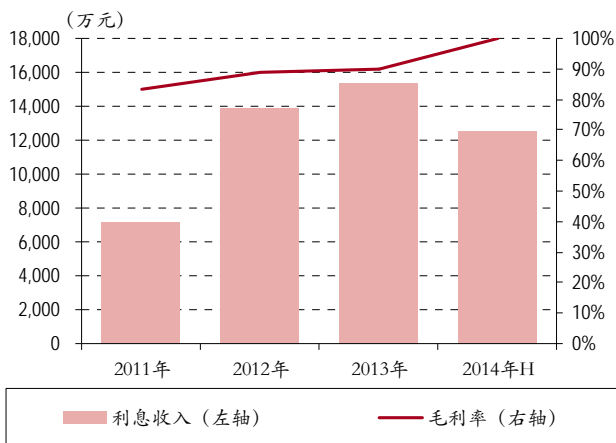
公司金融业务已成立绿地金融投资控股集团，目前正积极打造金融全产业链，与贵州、江西、广西开展全面金融合作，在上海、宁波、重庆、南昌、青岛等中心城市设立一批小额贷款公司，并已控股辽宁盘锦商业银行，入股上海农村商业银行、锦州银行、东方证券等多家金融机构。同时公司去年也发起成立了上海奉贤绿地小额贷款股份有限公司，注册资本达 3 亿元，是国内规模最大的小额贷款公司之一。

2014 年公司进一步提出以“大金融”为目标，确立类金融、金融股权投资、基金投资及管理、资本运作等四大业务板块。去年重庆小贷、宁波小贷、贵州金交所等成功设立并顺利开业；小额贷款、房地产融资等传统业务稳定增长；IPO 直投业务规模不断扩大，成功进行多个海外 IPO 项目投资；此外还设立投资基金，积极开展一二级市场投资。

公司 2013 年利息收入为 1.54 亿元，金融业务尚处起步阶段占比公司整体收入较小，毛利率为 89.9%，2011-13 年 CAGR 为 46.26%；但 2014 年上半年利息收入为 1.26 亿元，已达到去年全年收入的 82%。集团参股的金融公司上海农商行（4%股权）、锦州银行（3.98%股权）、和东方证券（2.64%股权），2013 年分别实现净利润 43.2 亿元、13.4 亿元和 10.2 亿元。2014 年公司类金融、金融股权投资、基金投资及管理、资本运作等四大业务板块全年实现利润（含投资收益）8.5 亿元，较上年大幅增长 155%。

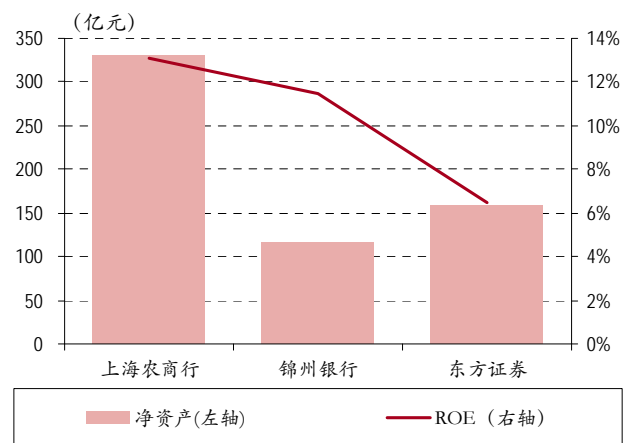
金融产业是绿地集团重点发展的产业板块之一，有望成为继能源产业之后，公司的次支柱产业。2015 年，绿地提出将进一步扩大金融集团的资本规模，并积极进行金融牌照收购工作，打造核心金融资产，在设立产业基金、并购基金以及第三方资产管理业务等方面也将有进一步突破。同时公司希望依托房地产主业优势，发展具有绿地特色的金融业务，打造在细分领域具有核心竞争力的综合性金融服务集团。公司未来希望通过投资并购获取核心金融资产，如择机收购保险公司，并通过保险公司获取证券、信托等多样化的金融牌照资源，逐渐突破金融行业政策壁垒，建立起以保险为核心、拥有多种金融牌照的金融控股集团架构体，预计金融业务的业绩贡献占比将逐年提升。

图表 37. 2011-2013 年公司利息收入和毛利率



资料来源: 万得数据、中银国际研究

图表 38. 2013 年公司主要参股机构净资产和 ROE



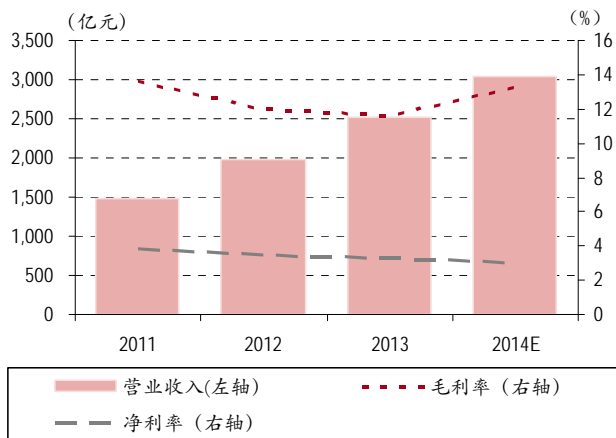
资料来源: 万得数据、中银国际研究

## 四、财务分析

公司的主营业务包括房地产开发主业、房地产延伸产业、能源及相关贸易产业和汽车相关产业等，2013年收入占比分别为36.88%、9.11%、58.05%、2.37%，毛利率分别为26.52%、9.67%、0.91%、4.75%。公司业绩目前主要由房地产开发业务贡献。

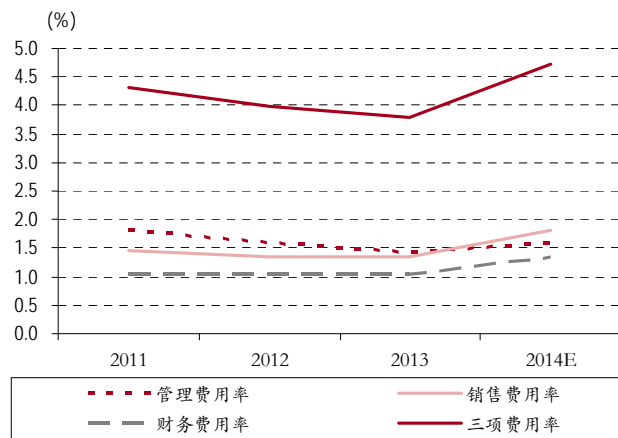
2013年，公司营业收入为2,503.06亿元，同比增长26.67%，综合毛利率为11.37%主要因为本期房地产可结转项目较多；归母净利润为81.85亿元，同比增长19.03%，净利率为3.2%，利润增速小于收入增速主要因为受到能源、汽车等低利润率的非地产业务拖累；销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为1.34%、1.42%和1.03%，低于行业平均水平。

图表 39. 2011-2014 年公司营业收入和利润率



资料来源：万得数据、中银国际研究

图表 40. 2009-2014 年公司三项费用率

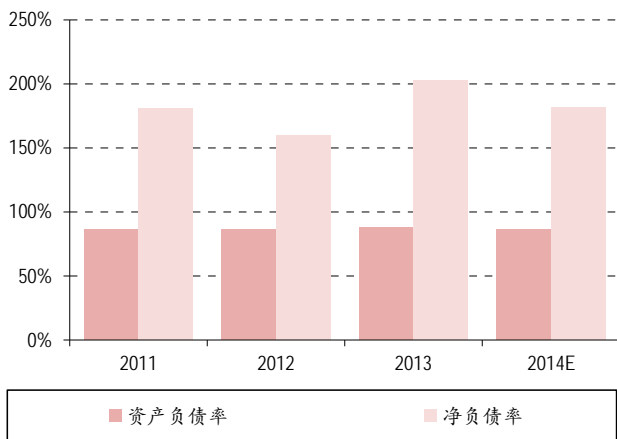


资料来源：万得数据、中银国际研究

截至2013年12月30日，公司资产负债率为87.22%，剔除预收账款后的资产负债率为61.19%，净负债率为202.27%，EBIT利息覆盖倍数为6倍。公司目前的负债水平略高于行业平均水平，源于公司近年实行高周转的开发模式，积极扩张销售规模。借壳上市后，随着房企再融资放松，公司也有望通过资本市场进行直接融资，并逐步改善和优化资本结构。

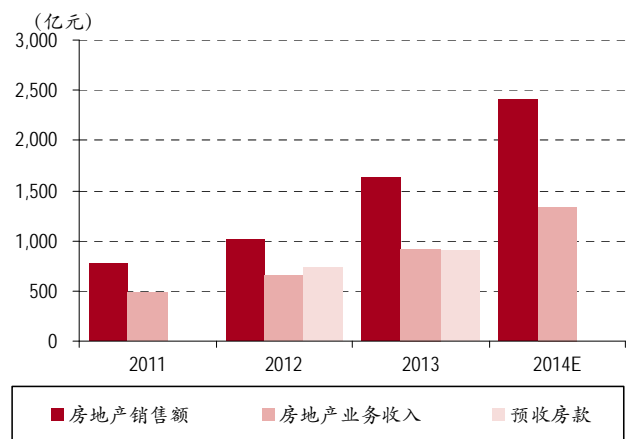
2013年1-12月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为2,794.84亿元，同比增长24.85%，12月末公司预收账款达到957.08亿元，其中预收房款895.86亿元。预收房款锁定我们预测的2014年房地产收入的69%。

图表 41. 2011-2014 年公司资产负债率



资料来源：万得数据、中银国际研究

图表 42. 2011-2014 年公司现金流和预收款情况



资料来源：万得数据、中银国际研究

## 六、盈利预测及投资建议

### 1、盈利预测

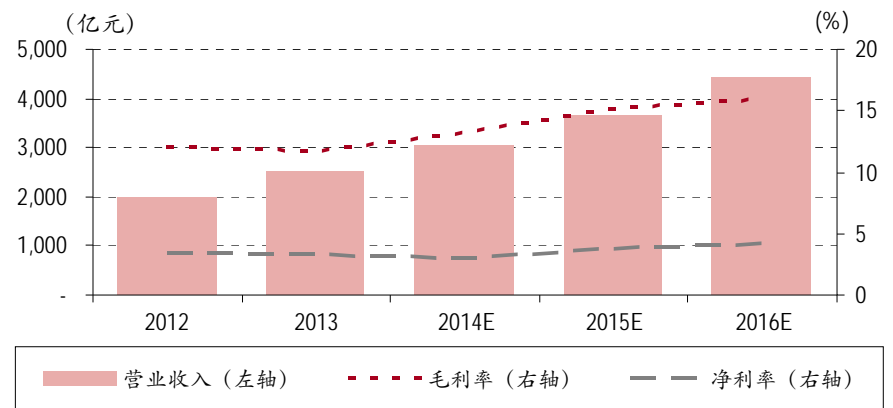
公司 2013-14 年房地产业务分别实现销售 1,625 亿元和 2,403 亿元，分别同比增长 60%和 48%，对 2014-15 年的结算收入形成保障，而公司 2015 年销售目标为 2,800 亿元，鉴于公司目前的物业储备充足，在行业整合度大幅提升的背景下，我们预计公司 2014-15 年房地产业务收入分别同比增长 40%、45%和 30%。由于受到能源贸易等业务收入增速的限制，我们预计 2014-16 年公司整体实现收入增速分别为 21%、20%、22%，重组完成后每股收益分别为 0.75 元、1.14 元、1.54 元。

图表 43.绿地集团按业务收入和毛利测算

|                  | 2011           | 2012           | 2013           | 2014E          | 2015E          | 2016E          |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>房地产及相关产业</b>  |                |                |                |                |                |                |
| 产品收入             | 48,354         | 65,194         | 92,306         | 133,844        | 194,074        | 252,296        |
| 增长率(%)           |                | 35             | 42             | 45             | 45             | 30             |
| 销售毛利润            | 14,888         | 19,093         | 24,481         | 34,130         | 48,518         | 63,074         |
| 毛利率(%)           | 31             | 29             | 27             | 26             | 25             | 25             |
| <b>建筑及相关产业</b>   |                |                |                |                |                |                |
| 产品收入             | 16,344         | 19,223         | 20,755         | 22,855         | 25,168         | 27,715         |
| 增长率(%)           |                | 18             | 8              | 10             | 10             | 10             |
| 销售毛利润            | 896            | 1,425          | 1,261          | 1,389          | 1,530          | 1,684          |
| 毛利率(%)           | 5              | 7              | 6              | 6              | 6              | 6              |
| <b>绿化及相关产业</b>   |                |                |                |                |                |                |
| 产品收入             | 583            | 797            | 1,041          | 541            | 568            | 625            |
| 增长率(%)           |                | 37             | 31             | -48            | 5              | 10             |
| 销售毛利润            | 80             | 123            | 125            | 65             | 68             | 75             |
| 毛利率(%)           | 14             | 15             | 12             | 12             | 12             | 12             |
| <b>物业及相关产业</b>   |                |                |                |                |                |                |
| 产品收入             | 451            | 575            | 799            | 312            | 327            | 360            |
| 增长率(%)           |                | 28             | 39             | -61            | 5              | 10             |
| 销售毛利润            | 145            | 178            | 278            | 109            | 114            | 125            |
| 毛利率(%)           | 32             | 31             | 35             | 35             | 35             | 35             |
| <b>酒店及相关产业</b>   |                |                |                |                |                |                |
| 产品收入             | 597            | 780            | 1,002          | 1,158          | 1,337          | 1,544          |
| 增长率(%)           |                | 31             | 28             | 16             | 16             | 16             |
| 销售毛利润            | 475            | 601            | 819            | 868            | 1,003          | 1,158          |
| 毛利率(%)           | 80             | 77             | 82             | 75             | 75             | 75             |
| <b>能源及相关贸易产业</b> |                |                |                |                |                |                |
| 产品收入             | 82,032         | 112,280        | 145,310        | 149,604        | 145,707        | 162,537        |
| 增长率(%)           |                | 37             | 29             | 3              | -3             | 12             |
| 销售毛利润            | 2,481          | 1,236          | 1,327          | 2,863          | 2,788          | 3,110          |
| 毛利率(%)           | 3              | 1              | 1              | 2              | 2              | 2              |
| <b>汽车及相关产业</b>   |                |                |                |                |                |                |
| 产品收入             | 5,428          | 5,173          | 5,925          | 6,545          | 7,216          | 7,955          |
| 增长率(%)           |                | -5             | 15             | 10             | 10             | 10             |
| 销售毛利润            | 336            | 276            | 281            | 311            | 343            | 378            |
| 毛利率(%)           | 6              | 5              | 5              | 5              | 5              | 5              |
| <b>租赁收入</b>      |                |                |                |                |                |                |
| 产品收入             | 477            | 444            | 365            | 383            | 402            | 422            |
| 增长率(%)           |                | -7             | -18            | 5              | 5              | 5              |
| 销售毛利润            | 260            | 193            | 56             | 59             | 62             | 65             |
| 毛利率(%)           | 55             | 44             | 15             | 15             | 15             | 15             |
| <b>利息收入</b>      |                |                |                |                |                |                |
| 产品收入             | 72             | 139            | 154            | 170            | 188            | 208            |
| 增长率(%)           |                | 93             | 11             | 11             | 11             | 11             |
| 销售毛利润            | 60             | 124            | 138            | 153            | 169            | 187            |
| 毛利率(%)           | 83             | 89             | 90             | 90             | 90             | 90             |
| <b>主营业务收入</b>    | <b>147,864</b> | <b>198,562</b> | <b>252,182</b> | <b>304,580</b> | <b>364,157</b> | <b>442,832</b> |
| 增长率(%)           |                | 34             | 27             | 21             | 20             | 22             |
| 毛利               | 20,093         | 23,857         | 29,397         | 40,492         | 55,141         | 70,403         |
| 毛利率(%)           | 14             | 12             | 12             | 13             | 15             | 16             |

资料来源：公司公告、中银国际研究



**图表 44. 绿地集团 2014-16 年收入和盈利测算**


资料来源：公司数据，中银国际研究

## 2. 估值测算

由于绿地业务板块较多，我们采用分部估值法对集团进行估值测算：房地产业务使用 2015 年重估净资产 (NAV) 折价法，房地产延伸业务、能源及贸易业务、汽车业务等采用对应 2013 年市销率 (P/S) 法，金融业务采用对应 2013 年市净率 (P/B) 法。

**房地产业务：**根据公司截至 2014 年 3 月的房地产项目表来推算，公司可售物业的未售面积约 8,500 万平方米，未结算面积约 1.1 亿平米，2014 年全年拿地规划建筑面积约 2,000 万平方米，按照 2013 年毛利率测算，对应 2015 年销售型物业 NAV 值约 2,440 亿元；而公司商业等持有型物业面积约 300 万平方米，投资性房地产账面成本 105 亿元，即 3,500 元/平米，假设持有性物业合计重估价值可翻倍，即可实现增值约 100 亿元。公司房地产业务合计 NAV 值可达到 2339 亿元。

**图表 45. 公司房地产业务板块估值 (重估净资产折价法)**

| 股票简称          | 股票代码      | 总市值(亿元)      | NAV 溢 (折)   |              | 2014 年销售额 (亿元) | 2013 年收入 (亿元) | 2013 年毛利率(%) | 2013 年净利率(%) |
|---------------|-----------|--------------|-------------|--------------|----------------|---------------|--------------|--------------|
|               |           |              | 价率(%)       | 2015 年 NAV   |                |               |              |              |
| 万科 A          | 000002.CH | 1,630        | (23)        | 2,121        | 2180           | 1,275         | 27.2         | 11.9         |
| 万达商业          | 3699.HK   | 2,040        | (46)        | 3,753        | 1470           | 869           | 43.0         | 28.3         |
| 中国海外发展        | 0688.HK   | 1,965        | (1)         | 1,978        | 1221           | 650           | 32.5         | 27.9         |
| 保利地产          | 600048.CH | 1,484        | 12          | 1,325        | 1370           | 828           | 24.4         | 13.0         |
| <b>绿地：房地产</b> |           | <b>1,989</b> | <b>(15)</b> | <b>2,339</b> | <b>2403</b>    | <b>923</b>    | <b>26.5</b>  |              |

资料来源：公司公告、万得数据、中银国际研究，根据 2015 年 4 月 23 日收市价格计算，绿地 NAV 折价率按可比公司平均折价率计算

**非房地产业务：**由于公司公告中未披露细分业务的净利润和净资产值，我们用对应 2013 年的市销率法对非房地产业务进行估值，用对应 2013 年的市净率法对金融业务进行估值。我们从上市企业中选取业务相关性较高（业务模式、毛利率相近等）的可比公司，分别对房地产延伸业务（建筑业务、酒店业务）、能源及贸易业务（煤炭贸易、油品贸易）、汽车业务（汽车销售）和金融业务（券商、保险）等进行估值。相关可比公司的平均市销率分别为：建筑业务 0.31、酒店业务 8.74、煤炭贸易 0.22、油化品贸易 1.14、汽车业务 0.29；相关金融业务可比公司的平均市净率为 4.71。我们给予集团房地产延伸业务、能源及贸易业务、汽车业务、金融业务的估值分别为 211 亿元、363 亿元、22 亿元、351 亿元，合计约 947 亿元。

**图表 46. 公司房地产延伸业务板块估值 (市销率法)**

| 股票简称             | 股票代码      | 总市值(亿元)    | 市销率(倍)       | 2013年<br>收入(亿元) | 2013年<br>毛利率(%) | 2013年<br>净利率(%) |
|------------------|-----------|------------|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 中国建筑             | 601668.CH | 2,820      | 0.43         | 6,563           | 8.5             | 3.1             |
| 上海建工             | 600170.CH | 614        | 0.62         | 997             | 5.6             | 1.6             |
| 龙元建设             | 600491.CH | 152        | 1.02         | 148             | 5.6             | 1.5             |
| 宁波建工             | 601789.CH | 63         | 0.48         | 131             | 5.8             | 1.7             |
| <b>绿地: 建筑</b>    |           | <b>97</b>  | <b>0.47</b>  | <b>208</b>      | <b>6.1</b>      |                 |
| 香格里拉             | 0069.HK   | 335        | 2.64         | 127             | 56.4            | 18.9            |
| 锦江股份             | 600754.CH | 262        | 10.32        | 25              | 88.2            | 14.8            |
| 金陵饭店             | 601007.CH | 75         | 14.60        | 5               | 55.7            | 14.0            |
| 东方宾馆             | 000524.CH | 45         | 15.08        | 3               | 51.8            | 11.5            |
| <b>绿地: 酒店</b>    |           | <b>114</b> | <b>11.40</b> | <b>10</b>       | <b>81.7</b>     |                 |
| <b>绿地: 房地产延伸</b> |           | <b>211</b> |              | <b>218</b>      |                 |                 |

资料来源: 公司公告、万得数据、中银国际研究, 根据 2015 年 4 月 23 日收市价格计算, 绿地市销率按可比公司加权平均市销率计算

**图表 47. 公司能源及贸易业务板块估值 (市销率法)**

| 股票简称          | 股票代码      | 总市值(亿元)    | 市销率(倍)      | 2013年<br>收入(亿元) | 2013年<br>毛利率(%) | 2013年<br>净利率(%) |
|---------------|-----------|------------|-------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 山煤国际          | 600546.CH | 152        | 0.19        | 812             | 4.9             | 0.3             |
| 安源煤业          | 600397.CH | 101        | 0.58        | 174             | 5.8             | 1.4             |
| 海越股份          | 600387.CH | 76         | 1.69        | 45              | 1.2             | 1.4             |
| 龙宇燃油          | 603003.CH | 71         | 1.57        | 45              | 1.6             | -1.2            |
| <b>绿地: 能源</b> |           | <b>363</b> | <b>0.25</b> | <b>1,453</b>    | <b>0.9</b>      |                 |

资料来源: 公司公告、万得数据、中银国际研究, 根据 2015 年 4 月 23 日收市价格计算, 绿地市销率按可比公司加权平均市销率计算

**图表 48. 公司汽车业务板块估值 (市销率法)**

| 股票简称          | 股票代码      | 总市值(亿元)   | 市销率(倍)      | 2013年<br>收入(亿元) | 2013年<br>毛利率(%) | 2013年<br>净利率(%) |
|---------------|-----------|-----------|-------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 庞大集团          | 601258.CH | 321       | 0.50        | 638             | 10.8            | 0.3             |
| 中升控股          | 0881.HK   | 104       | 0.19        | 532             | 9.1             | 1.9             |
| 宝信汽车          | 1293.HK   | 103       | 0.34        | 304             | 9.7             | 3.3             |
| 亚夏汽车          | 002607.CH | 31        | 0.63        | 50              | 6.4             | 0.9             |
| <b>绿地: 汽车</b> |           | <b>22</b> | <b>0.37</b> | <b>59</b>       | <b>4.7</b>      |                 |

资料来源: 公司公告、万得数据、中银国际研究, 根据 2015 年 4 月 23 日收市价格计算, 绿地市销率按可比公司加权平均市销率计算

**图表 49. 公司金融业务板块估值 (市净率法)**

| 股票简称            | 股票代码      | 总市值(亿元)    | 市净率(倍)      | 2013年<br>归属母公司净资产<br>(亿元) | 2013年<br>毛利率(%) | 2013年<br>净利率(%) |
|-----------------|-----------|------------|-------------|---------------------------|-----------------|-----------------|
| 中信证券            | 600030.CH | 4,059      | 4.63        | 877                       | NA              | NA              |
| 海通证券            | 600837.CH | 2,874      | 4.67        | 615                       | NA              | NA              |
| 中国人寿            | 601628.CH | 11,040     | 5.01        | 2,203                     | NA              | NA              |
| 中国平安            | 601318.CH | 8,052      | 4.41        | 1,827                     | NA              | NA              |
| <b>绿地: 金融业务</b> |           | <b>351</b> | <b>4.71</b> | <b>74</b>                 |                 |                 |

资料来源: 公司公告、万得数据、中银国际研究, 根据 2015 年 4 月 23 日收市价格计算, 绿地市销率按可比公司加权平均市销率计算

### 3. 投资建议

绿地集团是上海国企混合所有制改革的先驱，去年房地产销售额成功超越万科，良性的激励机制和优质的土地储备充分保障集团快周转模式实施。集团同时从事酒店、能源、金融等多元化产业经营，积极扩张业务版图并形成联动效应，收购金融全牌照打造金控平台、PPP模式联动地铁建设和物业开发、O2O模式切入进口商品直销、体育产业投资等新兴业务的布局也充满想象空间。根据我们测算，我们预计2014-16年公司整体实现收入增速分别为21%、20%、22%，重组完成后每股收益分别为0.75元、1.14元、1.54元。我们以NAV评价给予公司3,286亿元的目标市值，即27.00元的目标价，相当于23.7倍的2015年市盈率，首次评级为**谨慎买入**。

**损益表 (人民币 百万)**

| 年结日: 12月31日  | 2012      | 2013      | 2014E     | 2015E     | 2016E     |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 销售收入         | 198,562   | 252,182   | 304,855   | 364,446   | 445,091   |
| 销售成本         | (181,211) | (231,570) | (277,549) | (327,575) | (397,710) |
| 经营费用         | (4,750)   | (5,768)   | (8,850)   | (10,876)  | (13,613)  |
| 息税折旧前利润      | 12,600    | 14,844    | 18,457    | 25,994    | 33,768    |
| 折旧及摊销        | (1,079)   | (1,176)   | (1,454)   | (1,442)   | (1,431)   |
| 经营利润(息税前利润)  | 11,520    | 13,668    | 17,002    | 24,552    | 32,337    |
| 净利息收入/(费用)   | (1,408)   | (1,859)   | (3,613)   | (3,943)   | (4,372)   |
| 其他收益/(损失)    | 243       | 877       | 460       | 387       | 371       |
| 税前利润         | 9,962     | 12,258    | 13,333    | 20,379    | 27,581    |
| 所得税          | (3,132)   | (3,724)   | (4,126)   | (6,306)   | (8,535)   |
| 少数股东权益       | 150       | (126)     | (139)     | (213)     | (288)     |
| 净利润          | 6,979     | 8,409     | 9,068     | 13,860    | 18,758    |
| 核心净利润        | 6,979     | 8,409     | 9,068     | 13,860    | 18,758    |
| 每股收益(人民币)    | 0.574     | 0.691     | 0.745     | 1.139     | 1.542     |
| 核心每股收益(人民币)  | 0.574     | 0.691     | 0.745     | 1.139     | 1.542     |
| 每股股息(人民币)    | 0.000     | 0.122     | 0.149     | 0.228     | 0.308     |
| 收入增长(%)      | n.a.      | 27        | 21        | 20        | 22        |
| 息税前利润增长(%)   | n.a.      | 19        | 24        | 44        | 32        |
| 息税折旧前利润增长(%) | n.a.      | 18        | 24        | 41        | 30        |
| 每股收益增长(%)    | n.a.      | 20        | 8         | 53        | 35        |
| 核心每股收益增长(%)  | n.a.      | 20        | 8         | 53        | 35        |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

| 年结日: 12月31日 | 2012    | 2013     | 2014E    | 2015E    | 2016E    |
|-------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 税前利润        | 9,962   | 12,258   | 13,333   | 20,379   | 27,581   |
| 折旧与摊销       | 1,079   | 1,176    | 1,454    | 1,442    | 1,431    |
| 净利息费用       | 1,801   | 2,287    | 4,129    | 4,561    | 5,127    |
| 运营资本变动      | (6,538) | (48,791) | (24,163) | (28,051) | (36,546) |
| 税金          | (3,132) | (3,724)  | (4,126)  | (6,306)  | (8,535)  |
| 其他经营现金流     | (159)   | 1,644    | (437)    | (364)    | (348)    |
| 经营活动产生的现金流  | 3,014   | (35,151) | (9,809)  | (8,340)  | (11,290) |
| 购买固定资产净值    | (2,113) | (994)    | 0        | 0        | 0        |
| 投资减少/增加     | (1,219) | (1,997)  | 517      | 618      | 754      |
| 其他投资现金流     | (179)   | (1,742)  | 2,113    | (2,434)  | (2,887)  |
| 投资活动产生的现金流  | (3,510) | (4,734)  | 2,629    | (1,816)  | (2,132)  |
| 净增权益        | 946     | 6,376    | 0        | 0        | 0        |
| 净增债务        | 12,641  | 44,288   | 16,700   | 22,059   | 29,125   |
| 支付股息        | (6,237) | (8,394)  | (1,814)  | (2,772)  | (3,752)  |
| 其他融资现金流     | (393)   | 1,012    | 2,113    | (2,434)  | (2,887)  |
| 融资活动产生的现金流  | 6,957   | 43,282   | 16,999   | 16,853   | 22,486   |
| 现金变动        | 6,460   | 3,397    | 9,819    | 6,698    | 9,064    |
| 期初现金        | 14,792  | 22,710   | 28,343   | 34,263   | 40,961   |
| 公司自由现金流     | (497)   | (39,884) | (7,180)  | (10,156) | (13,422) |
| 权益自由现金流     | 12,145  | 4,404    | 9,520    | 11,903   | 15,702   |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

| 年结日: 12月31日     | 2012    | 2013    | 2014E   | 2015E   | 2016E   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 现金及现金等价物        | 22,710  | 28,343  | 34,263  | 40,961  | 50,025  |
| 应收帐款            | 17,453  | 30,752  | 37,176  | 44,442  | 54,276  |
| 库存              | 156,137 | 249,773 | 301,944 | 360,965 | 440,840 |
| 其他流动资产          | 10,243  | 21,278  | 22,275  | 26,031  | 31,455  |
| 流动资产总计          | 206,543 | 330,146 | 395,658 | 472,399 | 576,596 |
| 固定资产            | 5,314   | 7,329   | 8,543   | 9,757   | 10,972  |
| 无形资产            | 6,916   | 6,338   | 6,099   | 5,871   | 5,654   |
| 其他长期资产          | 16,628  | 19,999  | 21,973  | 20,270  | 19,008  |
| 长期资产总计          | 32,199  | 37,532  | 36,614  | 35,898  | 35,634  |
| 总资产             | 238,742 | 367,678 | 432,272 | 508,297 | 612,230 |
| 应付帐款            | 49,900  | 96,057  | 113,969 | 133,347 | 161,328 |
| 短期债务            | 24,219  | 36,022  | 52,722  | 74,781  | 103,906 |
| 其他流动负债          | 83,829  | 99,785  | 118,313 | 141,436 | 172,727 |
| 流动负债总计          | 157,949 | 231,864 | 285,005 | 349,564 | 437,960 |
| 长期借款            | 48,405  | 87,332  | 87,332  | 87,332  | 87,332  |
| 其他长期负债          | 1,054   | 1,511   | 1,703   | 1,910   | 2,210   |
| 股本              | 5,909   | 8,272   | 12,168  | 12,168  | 12,168  |
| 储备              | 19,248  | 24,666  | 31,920  | 43,008  | 58,015  |
| 股东权益            | 25,157  | 32,938  | 44,088  | 55,176  | 70,183  |
| 少数股东权益          | 6,178   | 14,034  | 14,145  | 14,315  | 14,545  |
| 总负债及权益          | 238,742 | 367,678 | 432,272 | 508,297 | 612,230 |
| 每股帐面价值(人民币)     | 2.07    | 2.71    | 3.62    | 4.53    | 5.77    |
| 每股有形资产(人民币)     | 3.09    | 3.22    | 3.12    | 4.05    | 5.3     |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | 8.45    | 11.49   | 8.69    | 9.96    | 11.61   |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

| 年结日: 12月31日     | 2012  | 2013  | 2014E  | 2015E  | 2016E  |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| <b>盈利能力</b>     |       |       |        |        |        |
| 息税折旧前利润率(%)     | 6.3   | 5.9   | 6.1    | 7.1    | 7.6    |
| 息税前利润率(%)       | 5.8   | 5.4   | 5.6    | 6.7    | 7.3    |
| 税前利润率(%)        | 5.0   | 4.9   | 4.4    | 5.6    | 6.2    |
| 净利率(%)          | 3.5   | 3.3   | 3.0    | 3.8    | 4.2    |
| <b>流动性</b>      |       |       |        |        |        |
| 流动比率(倍)         | 1.3   | 1.4   | 1.4    | 1.4    | 1.3    |
| 利息覆盖率(倍)        | 5.2   | 5.0   | 3.7    | 4.7    | 5.5    |
| 净权益负债率(%)       | 159.3 | 202.3 | 181.7  | 174.3  | 166.7  |
| 速动比率(倍)         | 0.3   | 0.3   | 0.3    | 0.3    | 0.3    |
| <b>估值</b>       |       |       |        |        |        |
| 市盈率(倍)          | 42.2  | 35.0  | 32.5   | 21.3   | 15.7   |
| 核心业务市盈率(倍)      | 42.2  | 35.0  | 32.5   | 21.3   | 15.7   |
| 目标价对应核心业务市盈率(倍) | 53.7  | 44.6  | 41.3   | 27.0   | 20.0   |
| 市净率(倍)          | 11.7  | 8.9   | 6.7    | 5.3    | 4.2    |
| 价格/现金流(倍)       | 97.8  | (8.4) | (30.0) | (35.3) | (26.1) |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 5.0   | 7.2   | 6.4    | 5.1    | 4.6    |
| <b>周转率</b>      |       |       |        |        |        |
| 存货周转天数          | 314.5 | 319.9 | 362.8  | 369.3  | 367.9  |
| 应收帐款周转天数        | 32.1  | 34.9  | 40.7   | 40.9   | 40.5   |
| 应付帐款周转天数        | 91.7  | 105.6 | 125.7  | 123.8  | 120.8  |
| <b>回报率</b>      |       |       |        |        |        |
| 股息支付率(%)        | 0.0   | 25.4  | 29.0   | 29.0   | 29.0   |
| 净资产收益率(%)       | 27.7  | 28.9  | 23.5   | 27.9   | 29.9   |
| 资产收益率(%)        | 3.3   | 3.1   | 2.9    | 3.6    | 4.0    |
| 已运用资本收益率(%)     | 11.5  | 10.3  | 9.5    | 11.7   | 13.0   |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

金丰投资 (600606.CH/人民币 24.22, 谨慎买入)

绿地香港 (0337.HK/港币 6.64, 未有评级)

以 2015 年 4 月 23 日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入

## 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。除非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 7 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 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

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
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) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371