

北京城建 (600266)

强烈强烈推

行业：房地产开发

卡位首都圈资源，跨界投资育新增长极

投资要点：

- 业绩小幅增长，销售弹性大。公司14年营收100.11亿(-3.22%)，净利13.73亿(+3.88%)，净资产达156.66亿(+76.1%)。主营业务中房地产开发实现营收96.19亿(-4.22%)，京外重庆、成都收入明显增加。地产开发毛利率34.31%、净利率13.71%，同比分别增加1.12、0.94pc，维持在行业较好水平。公司短期仍以房地产开发为主业并致力扩体增量，估算15年货量逾200亿，预期销售可达115亿。一线需求旺盛，行情好转将进一步带动业绩提升。
- 财务稳健，融资无忧。14年资产负债率67%、净负债仅53%；年末手握现金66.0亿(+23.26%)，超短债26.9亿。14年股权融资39亿，15年债券发行获批，地产基金已在筹措，通过保障房项目可获政府支持，融资无忧支持地产业务高速发展。
- 卡位首都锁定优质资源，京外扩张步伐加速。在手一级开发项目5个，可规划建面271.32万方；二级项目25个，权益建面620万方(够4年开发)，其中18个位于北京(建面占63%)，资源极为稀缺。15年计划新增土储约300万方为历年之最，政策大势下棚改加力，京一二级开发转换提速，公司资源中期增长无虞。
- 股东强势支持，产业链协同厚积待发，并受益国企改革。大股东北京城建集团有着深厚的影响力和丰富之资源，给予上市公司强力支持。集团旗下“城建设计”是轨道交通领域龙头，有望在轨道建设及沿线土地开发产业链上与之强强联合、协同发展。国企改革提速和深入，作为京国资委背景下的优质品牌，必将成为改革的受益者。
- PE投资成功大幅增厚公司价值，继续跨界寻机培育新增长极。跨界股权投资，提前布局拟上市公司，PE投资国信证券成功上市，锦州银行赴港IPO即将完成，创投基金中科招商价值弥高，已获取丰厚的资本增值。14年转让乐健医疗，控股战略新材料国内领先公司--江苏航科，公司正加快投资培育“第二主业”新增长极。
- 公司“开发+投资”双轮驱动正进入新一轮高增长通道。保守估计15-17年EPS1.01/1.21/1.43，对应当前股价PE24/20/17倍，房地产RNAV16.3，叠加投资增值及其他参控股公司，合理资产价值为27.3元/股。测算中未含楼市回暖销售超预期及多重催化因素释放带来的价值提升，如：多途径融资加速京内外拓展，集团资源整合及产业链支持，国企改革受益，金融及新材料等投资价值持续显化。因此。后续多重催化的释放公司未来的估值更具弹性。给予未来6-12月目标价30元，提升评级至“强烈推荐”。
- 风险提示：房地产市场回暖低于预期；协议投资落地的不确定性；投资收益期长。

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	10011	13114	16393	20164
收入同比(%)	-3%	31%	25%	23%
归属母公司净利润	1373	1583	1895	2239
净利润同比(%)	4%	15%	20%	18%
毛利率(%)	34.7%	34.8%	34.5%	34.4%
ROE(%)	8.8%	9.4%	10.3%	10.9%
每股收益(元)	0.88	1.01	1.21	1.43
P/E	27.30	23.67	19.78	16.74
P/B	2.39	2.23	2.03	1.83
EV/EBITDA	20	17	14	11

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

6-12个月目标价：30

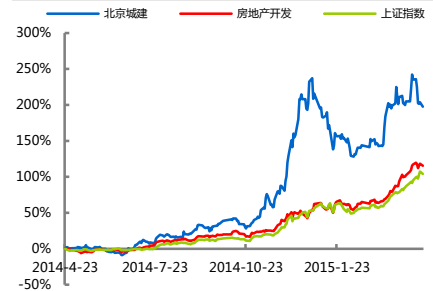
当前股价：22.89

评级调整：上调

基本资料

总股本(百万股)	1,567
流通股本(百万股)	1,067
总市值(亿元)	359
流通市值(亿元)	244
成交量(百万股)	29.59
成交额(百万元)	669.92

股价表现



相关报告

《北京城建-增发有望尽快获批，盈利保持高增长》2014-03-23

《北京城建-积极扩张高增长可期，增发符合政策方向有望率先获批》2013-12-04

《北京城建-经营稳健增长，再融资有利于增强竞争力》2013-08-09

目 录

一、 拥优质资源而保增长.....	3
1. 收入破百亿，收益质量维持行业较高水平，地产销售弹性大.....	3
2. 卡位京津冀锁定优质资源，京外扩张步伐加速.....	4
3. 多渠道融资保护张无忧.....	6
4. 未来拓展空间广阔：股东支持及产业链协同发展.....	6
二、 跨界投资培育新增长极.....	7
1. 跨界战略布局，为持续发展添翼.....	7
2. 早期投资国信证券股权，在改革大牛市下价值弥高.....	8
3. 投资锦州银行赴港 IPO 已进入最后环节，进一步增厚估值.....	10
4. 发起设立“中科招商”创业投资公司，投资回报潜力不可低估.....	12
5. 低成本控股“江苏航科”，战略新材料国内先行者.....	12
三、 背靠强大的股东，有望在国企改革中率先受益.....	14
四、 盈利预测、估值与投资建议.....	15

图表

图 1：北京城建经营情况.....	3
图 2：北京城建 EPS 和 ROE.....	3
图 3：北京城建综合毛利率和净利率.....	3
图 4：北京城建三费水平.....	3
图 5：北京城建货币资金与短期负债.....	4
图 6：北京城建负债水平.....	4
图 7：2008-2018 中国城市轨道交通的投资额（十亿）.....	7
图 8：北京城建设计截至 2013.12.31 设计总包服务下按轨道交通运营里程划分的市场占有率.....	7
图 9：北京城建主要业务情况.....	8
图 10：国信证券经营情况.....	8
图 11：国信证券上市以来股价表现.....	8
图 12：14 年国信与国内主要券商业务收入水平对比.....	9
图 13：国信证券各年分业务营收情况.....	9
图 14：锦州银行营业收入（按业务：百万）.....	10
图 15：锦州银行营业收入中各业务占比.....	10
图 16：锦州银行净利润及增速（百万港元）.....	11
图 17：锦州银行资产质量指标.....	11
图 18：中科招商创业投资有限公司控股及投资项目架构图.....	12
表 1：公司在手一级开发项目.....	5
表 2：公司 2014 年以来在手二级开发项目.....	5
表 3：2013 年度国信在大陆证券公司各业务竞争力表现（单位：万元、家数）.....	9
表 4：国信证券市值预测预测（最新日期 2015.4.10）.....	9
表 5：可比香港上市银行盈利情况及市值（港股 GICS4 级行业区域性银行，20150420）.....	11
表 6：锦州银行市值估算.....	11
表 7：中科招商创业投资有限公司基金运行情况（截至 2014-8-31）.....	12
表 8：江苏航科收益敏感度测算.....	13
表 9：北京城建各业务板块估值测算汇总.....	16

一、 拥优质资源而保增长

1. 收入破百亿，收益质量维持行业较高水平，地产销售弹性大

发生并表新城公司后，公司 14 年实现营收 100.11 亿，同比-3.22%；归属母公司净利 13.73 亿，同比+3.88%，净资产达到 156.66 亿（+76.1%）。主营业务中房地产开发实现营收 96.19 亿（-4.22%），其中北京占比 92.56%（同比 - 5.4pc），京外重庆、成都收入明显增加。收益质量也维持在行业较好水平。主营业务中地产开发毛利率 34.31%、净利率 13.71%，同比分别增加 1.12、0.94 个百分点；加权平均 ROE13.1%（同比-2.62pc），扣非后 ROE10.87%（同比-4.07pc）。公司资源多位于土地资源稀缺、房价坚挺的北京，随 15 年行业回暖，公司销售和结算盈利有保障。

14 年实现开复工 447.85 万平，新开工 142.25 万平，竣工 117.36 万平。其中开复工、竣工面积均创历年之最。测算公司 15 年货量 200 亿以上，预计销售额 115 亿（约+40%）。目前正在热销的有海梓府、北京密码、青岛项目等，销售情况较好，比如：海梓府位于北京核心经济技术开发区，除去配建的公租房可售住宅建面约 12.5 万方，一期项目 13 年底开盘时均价 3.6 万/方；北京密码位于大兴新城，地上建面 27.5 万方，15 年 2 月开盘，当月底已认购 463 套（占 59%），均价 1.58 万/平米。

从当前市场来看，行业基本面好转是大势所趋，而北京更是先一步回暖。**公司不会满足于当前的百亿营收和北京区域龙头，五年内仍将以房地产为主业并致力于扩大体量，从公司现有项目运作情况来看，最近 3~5 年将会是爆发期。**预计 15 年底前竣工的二级项目有北京上河湾、海梓府、重庆熙城等项目，计划 16-17 年竣工项目也有近十个，并且新项目也在陆续落实中。除少量保障房项目利润较低，房地产业务结算利润有保障，这是因为：第一，公司京内外项目皆处于当地优质地段，产品多为高利润项目（如世华龙樾的别墅），售价可保不跌甚至反弹；第二，项目多从非公开市场获得（如动感花园在一级开发完成后获得二级开发资格）或取得时间较早，成本较低；第三，公司在绩效考核等方面进行了强化提升，管理效率提高；股权、基金等新融资能够降低资金成本。

图 1：北京城建经营情况

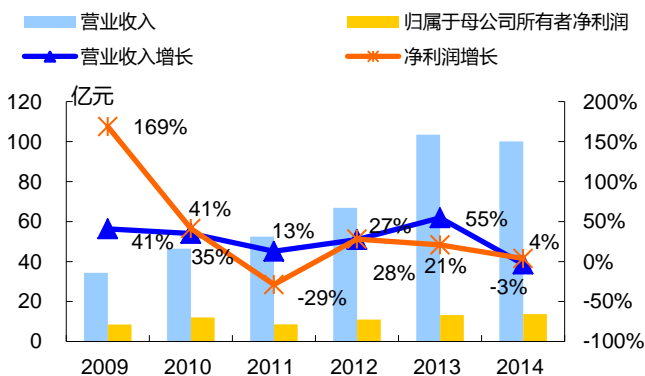


图 2：北京城建 EPS 和 ROE

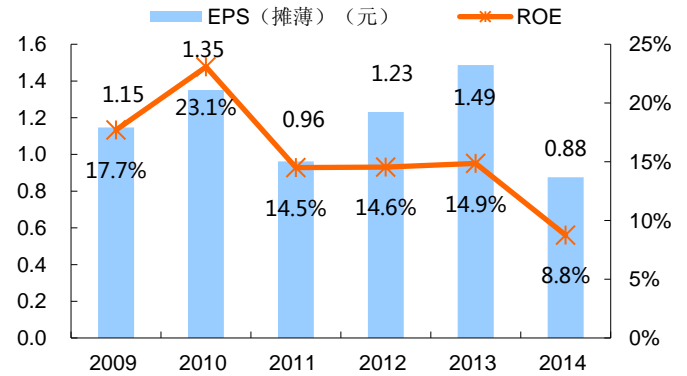


图 3：北京城建综合毛利率和净利率

图 4：北京城建三费水平

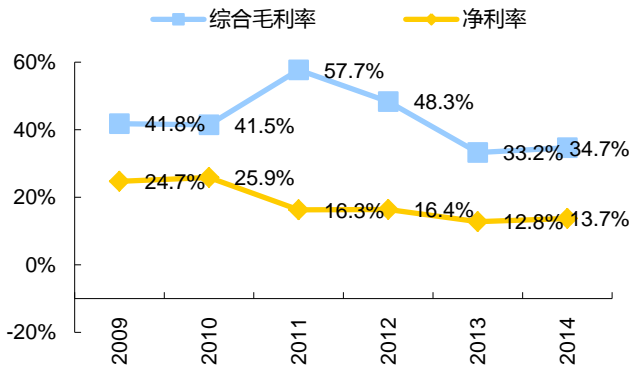


图 5：北京城建货币资金与短期负债

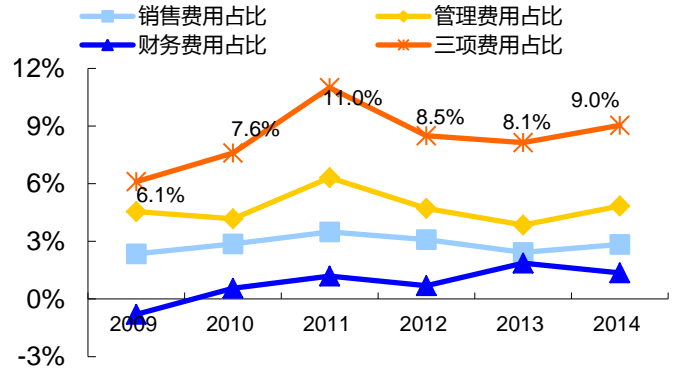
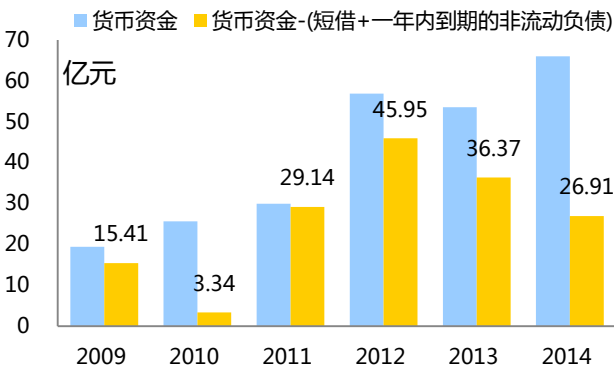
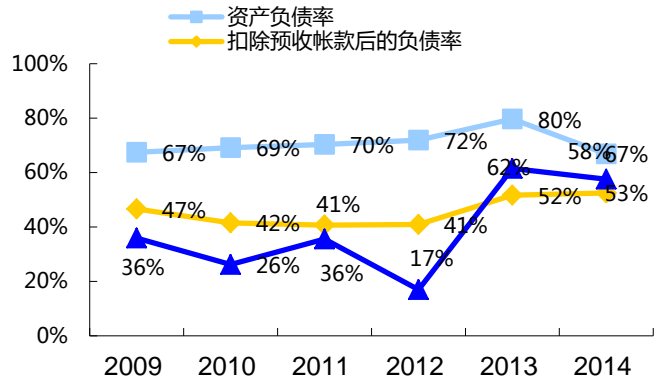


图 6：北京城建负债水平



数据来源：公司公告，中国中投证券研究总部



2. 卡位京津冀锁定优质资源，京外扩张步伐加速

公司 12~14 年累计购置用地 12 宗、151.79 亿元，共计增加权益建面 188.92 万方，其中 14 年新增建面 55.63 万方，土地购置投资 47.4 亿。15 年全年计划新增土地储备建面 300 万方，现已竞得成都金牛地块（规划建面 40.77 万方，楼面价 2860 元/平），其他项目也在积极准备中，重点仍以京城及周边为主，也可能通过并购等模式获取国内其他重点地域如沪深等优质项目。

政策大势下棚改力度加大，京一二级开发转换也有望提速。14 年 7 月北京市下发文件，要求 17 年底前基本完成四环以内棚户区改造，其他区县也要加快。现公司在手一级开发项目 5 个，可规划建面 271 万方。其中望坛项目位于寸土寸金的东城区，可规划建面 98.6 万方，是北京重点项目；顺义平各庄、昌平马池口项目一期即将完工。京一二级联动，这些一级项目极有可能像动感花园一样转入公司二级开发名单。已有二级开发项目储备优质量丰，25 个项目规划权益建面约 620 万方，全部为居住、商业及配套，其中 16 个位于北京（按建面占 63%）。重庆、成都、青岛、三亚等项目也为不可多得之优质物业。京土地供应连续 5 年减量，未来住宅用地将更稀缺，公司拥有的土地增值潜力不可低估。

除公开市场竞争，公司亦积极探索合作开发、股权收购等拿地模式。根据公司辐射一二线城市特别是省会城市的房地产扩张战略，已拟定以青岛、成都、南京等地为重点

土地拓展区域。对南宁、南昌、南京、武汉、上海等进行了考察并跟踪观察，注重与当地相关政府部门积极沟通，为后期土地拓展打好基础。我们看到，北京城建已经在全国范围内扩张，这与公司地产销售突破百亿达到 200-300 亿水平的规划相适应。北京资源有限，公司据首都而放眼全国，在楼市回暖后，地产主业将迎来发展新时期。

表 1：公司在手一级开发项目

序号	项目名称	项目位置	可规划地上建面 (万方)	规划用途	预期投资 (亿)	预计完工时间
1	望坛项目	崇文区永外地区	98.6	居住及配套	167	2019
2	顺义平各庄项目	顺义区仁和镇	44.9	居住及配套	22.3	2017
3	大兴雪花项目	大兴区清源路	29.1	居住、商业	32.4	
4	丰台吴家村棚改项目	丰台区吴家村	20.0	居住及配套		
5	昌平马池口项目	昌平马池口	78.7	居住、商业等	26	2016
	合计		271.3			

数据来源：公司公告，中国中投证券研究总部

表 2：公司 2014 年以来在手二级开发项目

序号	项目名称	项目位置	可规划地上建面(万方)	规划用途	预计竣工
1	世华龙樾	海淀区清河镇	51.86	居住及配套	2017
2	世华泊郡	朝阳区来广营乡	29.88	居住及配套	已竣工
3	徜徉集	房山区长阳镇	36.38	居住及配套	已竣工
4	上河湾	密云县	24.25	居住	2015
5	首城国际	广渠路 36 号	45.96	居住及配套	已竣工
6	海梓府	北京经济开发区	16.29	居住	2015
7	顺悦家园	顺义新城 9 号地	20.02	居住	已竣工
8	汇景湾	平谷区马坊镇	34.69	居住、商业等	2015
9	筑华年	朝阳区北苑南区	20.93	居住及配套	已竣工
10	北京密码	大兴魏善庄	27.52	F3 多功能	2016
11	房山理工大学 2 号地	房山区房山新城	19.43	居住	2017
12	城建万科城	延庆县沈家营镇	23.26	居住	2017
13	昌平北七家镇地块	昌平区北七家镇	28.81	居住	2017
14	朝阳东坝地块	朝阳区东坝	9.19	居住	2017
15	动感花园	朝阳区来广营	13.04	居住	2017
16	门头沟冯村项目	门头沟冯村	20.17	居住	
17	南湖 1 号	天津武清下朱庄	26.44	居住	2015
18	重庆熙城	重庆九龙坡区	31.78	居住及配套	2016
19	重庆龙樾湾	重庆九龙坡区	32.64	居住及配套	2015
20	成都龙樾湾	成都市双流县	69.38	居住、商业	2017
21	成都金牛区何家堰村项目	成都金牛区	40.77	居住及商服	
22	青岛李沧地块	青岛市李沧区	12.69	居住、商业	
23	青岛金色港湾	青岛市	1.65	居住	2015
24	海云家园	海南省三亚市	23.37	商业、居住	(15 开盘)
25	三亚红塘湾 C05 地块	三亚市红塘湾	9.70	居住	2018
	合计		670.10		

数据来源：公司公告，中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

3. 多渠道融资保扩张无忧

公司多年来一直保持稳健经营，财务杠杆较低。14 年公司资产负债率 67%、净负债仅 53%，维持在行业较低水平；年末手握现金 66.0 亿（+23.26%），超短债 26.9 亿。公司是房地产行业 AAA 级信用企业，与多家银行、信托金融机构保持良好合作关系，其也参与众多棚改项目，可享受国家政策扶持。

公司于 07、09 年分别发行两次公司债：“07 京城建债” 5 亿，7 年期，固定年利率 6.08%；“09 京城建” 9 亿，7 年期，固定年利率 6.80%。两者均低于当期银行 5 年以上长期贷款基准利率。15 年 58 亿额度公司债发行计划已获批。同时 14 年公司打破依靠自有资金和债务融资支持业务惯例，6 年来再度股权融资募得净额 38.208 亿。相比债务，此举显著节省资金成本，增加公司权益，也在大牛市中为股东创造更多回报。

新型融资方式持续探索实践中。拟与工银瑞信和宏源汇富创投公司以股权比例 4：3：3 合资成立北京城建股权投资基金平台发行地产基金，预期规模 80 亿，主要用于开发贷前期筹款。资产证券化等其他渠道也在进行探索支持房地产业高速发展。

4. 未来拓展空间广阔：股东支持及产业链协同发展

集团 2014 年总资产 968 亿、营收 480 亿，分别是上市公司的 2 倍、4.8 倍。14 年合并新城公司后，集团控制下同业竞争问题基本解决。而集团所拥有的良好政府关系、人脉资源和完整产业链，是上市公司在全国拓展的强大后盾。通过多年的积累和资产置换等方式，集团有着极其丰富的土地储备，在北京拥有 1 万多亩苗圃以及营房、家属院。集团新近成立园林绿化集团管理苗圃和绿化，而对于可能转化他用的部分苗圃用地、老旧的营房、家属院等土地资源未来很有可能再度开发，公司作为集团的房地产开发平台，获得其开发权的可能性非常大，前景乐观可期。

我们同时注意到，城建集团控制着另一家上市公司——北京城建设计发展集团（01599.HK，简称“城建设计”）。城建设计前身是北京城建设计研究总院，在轨道设计及勘察领域独占鳌头，这体现在：

- ✓ 拥有中国设计及勘察行业的最高资质——综合甲级资质。
- ✓ 是国家城市轨道交通行业设计规范的主要制定单位。
- ✓ 拥有国内首个城市轨道交通的院士专家工作室，多名院士加盟。
- ✓ 能够提供涵盖城市轨道交通工程全产业链的业务解决方案，具备城市轨道交通、建筑、市政、一体化开发、勘测等多领域综合服务能力；
- ✓ 业务遍布国内 50 多个城市，截至 2015 年 1 月承担了全国 20+城市 88 条城市轨道交通线路的总包设计任务，在国内该项业务中运营总里程排名第一。

中国经济高速发展、城市更新升级，对轨道交通提出更高的要求。中国城市轨道交通运营里程 08-13 年复合增长率达到 24.9%，同期客运量复合增速高达 26.5%，远高

于民航、铁路、公路等。未来几年城市轨道交通领域投资增速预计年均 13%左右。同时，城市轨道交通一体化的趋势愈加明显，主要表现为在新地区建设城轨站来规划城市发展，在此过程中地下地上及沿线建筑设计与施工、市政的一体化综合开发等将是未来发展方向。由于城市轨道交通的发展需要庞大的资本投入并且需时三至五年之久，国内早先大部分设计勘察施工等采取分开竞投进行，但如工程承包等总包模式及如 BT、BOT 及 BOOT 等投资模式亦不断普及，其特点在于前期融资主要依靠项目公司，建成后再由政府付款或者利用运营收益进行偿还。为吸引投资者，政府往往会赋予承包商一定贷款担保或提供其他变相资金支持，比如香港在新地铁建设、融资和运营总承包模式合同中往往批给项目公司在车辆段上部及其邻近范围物业开发的权利。这就给资金实力雄厚且具有综合开发能力的公司以获取轨道沿线土地开发增值的机会。

城市轨道交通可以提升城市价值，推动沿线房价的上涨和物业增值。“城建设计”在轨道交通勘察、设计、咨询领域的竞争优势显著，未来更多项目拓展是必然，而新模式下其可以将轨道建设和沿线土地开发综合进行。单个公司财力、精力相对有限，对沿线的土地综合开发要合作致胜，而同一控股股东旗下的北京城建则是很好的选择。城建设计可负责轨道设计、勘察，而沿线可售物业的开发则可由北京城建来完成，北京城建由此低成本取得轨道沿线高增值潜力土地，未来房地产开发主业将拥有新的发展空间。

图 7：2008-2018 中国城市轨道交通的投资额（十亿）

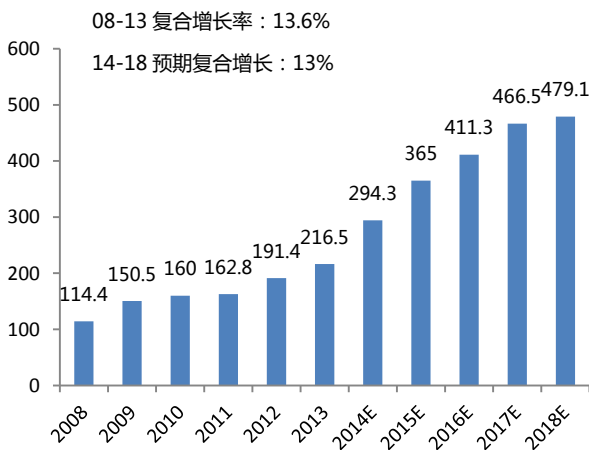
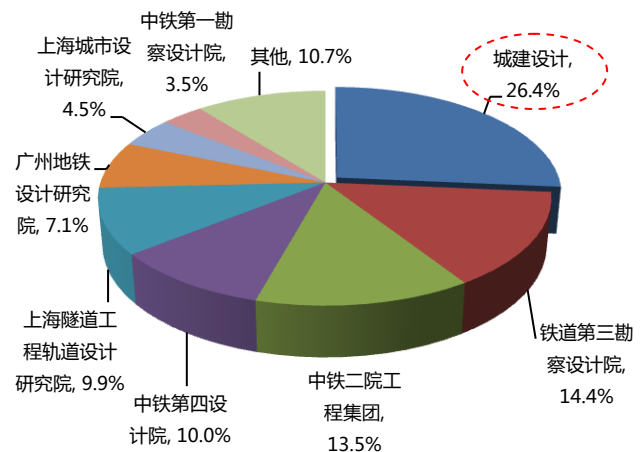


图 8：北京城建设计截至 2013.12.31 设计总包服务下按轨道交通运营里程划分的市场占有率



数据来源：城建设计招股说明书，中国中投证券研究总部

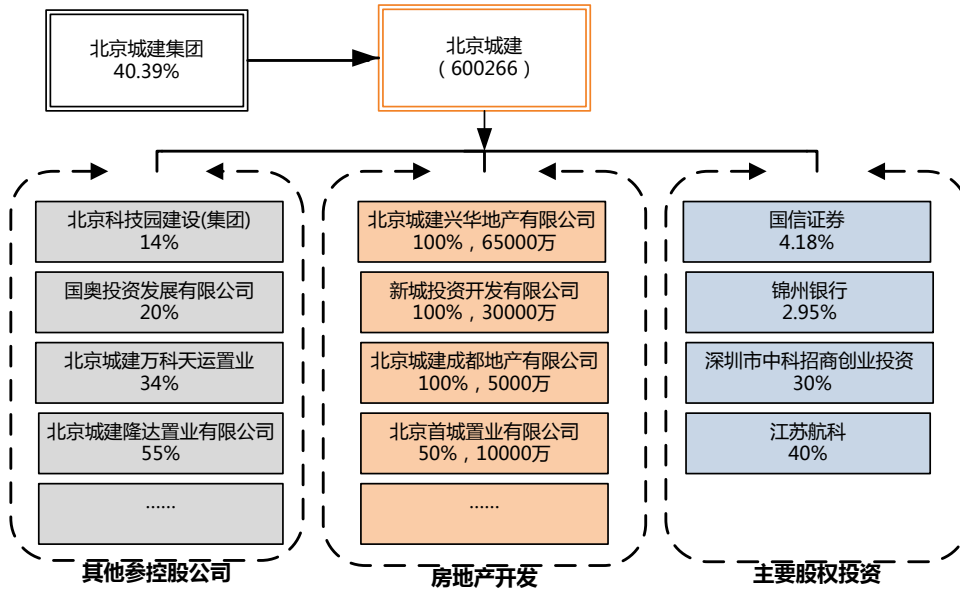
二、 跨界投资培育新增长极

1. 跨界战略布局，为持续发展添翼

公司已形成住宅开发、销售为主体，对外股权投资和商业地产开发经营为两翼的“一体两翼”协调发展的三大业务板块。地产主业保持增长，对外投资也动作频频。14 年完成乐健医疗的股权转让，增资控股江苏航科，投资方向愈加明确。早期投资于国信证券、锦州银行等金融领域在改革大牛市下受益明显。截至 14 年底公司对外投资企业 9 家，总投资额 12.45 亿元，股权估值逾 150 亿。15 年将继续加大未上市股权投资，

计划新增投资 5~6 亿，成为公司第二增长极，推动公司跨界战略布局，以培育“第二主业”。

图 9：北京城建主要业务情况



数据来源：中国中投证券研究总部

2. 早期投资国信证券股权，在改革大牛市下价值弥高

公司持有国信证券（002736.SZ）3.43 亿股，占其股权比例 4.18%，最初投资成本仅 1.274 亿，到 14 年末账面值达 34.85 亿。2014 年 12 月 29 日国信证券上市至今，股价上涨近 4 倍，直接引发北京城建一轮股价飙升。

大牛市助推证券业务高增长，国信证券 15 年更好业绩已然在望。从 14 年下半年以来，A 股日均成交金额迅速增长，诸多改革红利、多次降息降准预期持续兑现，大牛市继续演绎。从各领域流入资金、开户数、沪港通、券商资本金增加、周期行业去库存及其盈利能力提升等等情况分析，券商盈利将成倍增长。

国信证券是行业前八家创新试点证券公司之一，创新能力、竞争优势和市场地位突出。在中国证券业协会主持的全国证券公司经营业绩排名中，国信证券近三年的资产、收入、净利润等主要指标排名均进入前十。齐全的证券业务牌照，以及领先行业的产品和服务创新能力，国信证券必将在新一轮牛市行情中取得佳绩。

根据 wind 一致预测，2015 年国信证券市值可达 2595 亿，PE=40.57；而 15 年初其 PE 一度达到 60x，4 月以来维持在 50x 左右。从今年股市行情来看，是极有可能超近期表现的，因而我们以 50 倍 PE 进行估值，预期 15 年国信证券 EPS=0.78，则到 15 年底国信证券市值可达 3198 亿，北京城建所持 4.18% 股权可增厚其市值 134 亿。

图 10：国信证券经营情况

图 11：国信证券上市以来股价表现

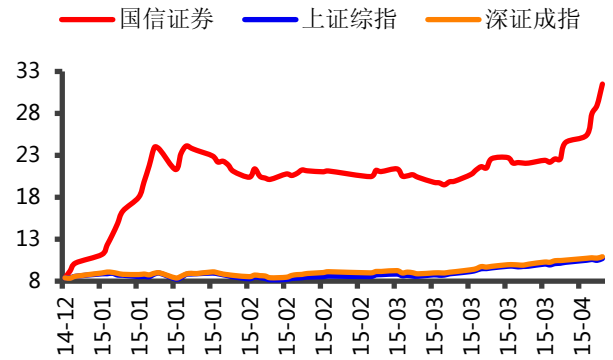
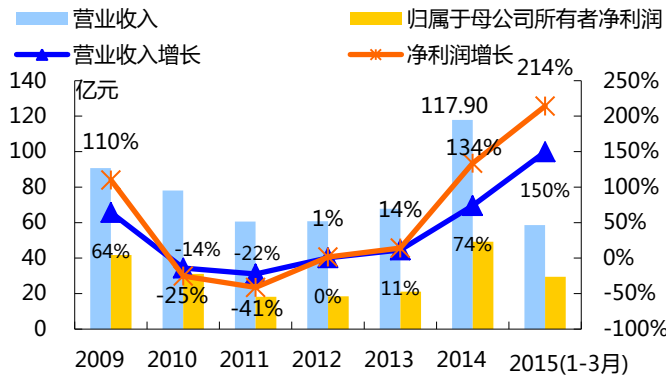
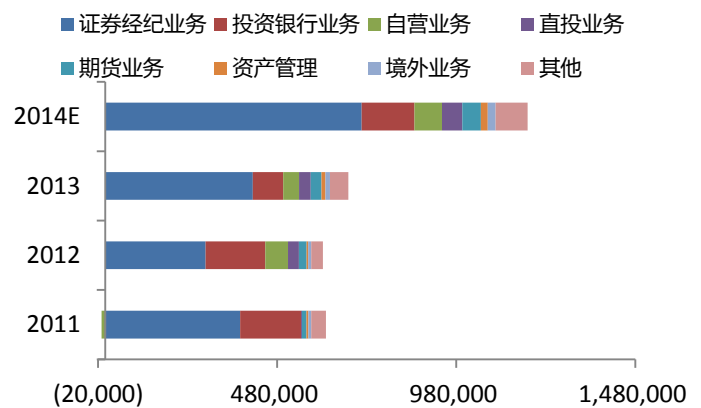
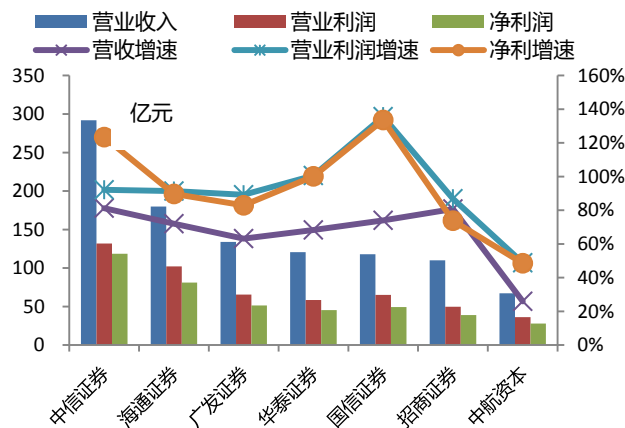


图 12：14 年国信与国内主要券商业务收入水平对比

图 13：国信证券各年分业务营收情况



数据来源：公司公告,wind，中国中投证券研究总部

表 3：2013 年度国信在大陆证券公司各业务竞争力表现 (单位：万元、家数)

业务分类	行业第一机构	行业第一水平	国信排名	国信表现
代理买卖证券净收入 (合并口径)	银河	390,906	4	360,114
客户资金余额	国泰君安	2,975,190	8	2,139,697
并购重组财务顾问业务净收入	中金公司	23,329	14	2,147
股票主承销家数	中信建投	15	12	5.5
债券主承销家数	国信	45.37	1	
营业部平均代理买卖证券业务净收入	中金公	4,524	2	4,287
承销、保荐及并购重组等财务顾问业务净收入	中信证券	188,302	3	84,736
司承销与保荐业务净收入	中信证券	105,882	3	70,528
财务顾问业务净收入 (合并口径)	中信证券	82,420	7	14,208
投资咨询业务综合	中信 (中信浙江、中信万通)	97,608	19	21,347
融资融券业务	中信 (中信浙江、中信万通)	192,498	8	92,778

数据来源：中国证券业协会，中国中投证券研究总部

表 4：国信证券市值预测 (最新日期 2015.4.10)

关键指标	2013A	2014A	2015E (wind 一致预测)	2015E (按 PE=50 行情)
营业收入(百万)	6,775.99	11,789.89	14,828.17	
增长率(%)	11.46	74	25.77	

归属母公司股东净利润(百万)	2,108.01	4,924.37	6,366.72	
增长率(%)	14.05	134.3	29.29	
EPS(摊薄)	0.3	0.7	0.78	0.78
基准股本(百万股)	--	8,200.00	8,200.00	8,200.00
ROE(摊薄)(%)	10.23	--	19.46	
ROA(%)	3.11	--	6.6	
PE	104.62	45	40.57	50
市值估算		833	2595	3198
市值*4.18%			108.5	133.7

数据来源：wind，中国中投证券研究总部

3. 投资锦州银行赴港 IPO 已进入最后环节，进一步增厚估值

公司持有锦州银行 1.3 亿股，占该公司股权比例 3.446%，最初投资成本 2.6 亿。锦州银行上市转投 H 股，已获中国财政部和证监会批准，当前（2015 年 4 月 20 日）正处于港交所“上市聆讯”处理名单中，如无意外只需月余即可开始上市交易。

中国领先的城市商业银行，稳守辽宁，放眼全球。锦州银行成立于 1998 年，截至 2014 年底，总资产、贷款和垫款总额及存款总额分别为 RMB2,507 亿、888 亿和 1,194 亿元，是锦州最大、辽宁仅有的三家千亿资产级城市商业银行之一，在英国《银行家》14 年“全球 1000 家大银行”名单中占中国上榜银行 43 位、城市商业银第 18 位。公司已在锦州、北京等设立 12 家分行、173 家营业网点，目前与 70 多个国家及地区 500 多个金融机构开展业务。

经营业绩高质量快速增长，中小企业服务颇具经验。12-14 年公司净利润复合增长 34.6%至 21.23 亿，营收主要来自净利息收入和中间业务。其中重点放在为中小企业提供个性化金融服务，尤其公司提出“三小”战略，充分渗透市场，与小企业、小商铺及小零售单位客户建立稳固关系。截至 14 年底中小企业贷款占到贷款和垫款总额的 72.1%，在锦州本地市场份额高达 60%。中小企业客户能够取更高的利息收入，如 14 年其中中小企业和“三小”贷款的年化收益率分别为 7.62%和 8.74%，本行整体贷款平均收益率为 7.33%。同时公司风险管理及内部监控审慎，近三年不良贷款率均低于行业平均 1.16%的水平，拨备覆盖率高。公司在本地的成功经验，为其对外扩张及在细分市场中脱颖而出打下基础，未来有望增强本地竞争并逐步实现全国范围内的快速扩张。

依可比公司及锦州银行经营业绩测算，按 PB 估值，若锦州银行上市成功则其 15 年市值至少 RMB170 亿，北京城建持股 2.95%（按最新股本计）对应市值 RMB5.0 亿。

图 14：锦州银行营业收入（按业务：百万）

图 15：锦州银行营业收入中各业务占比

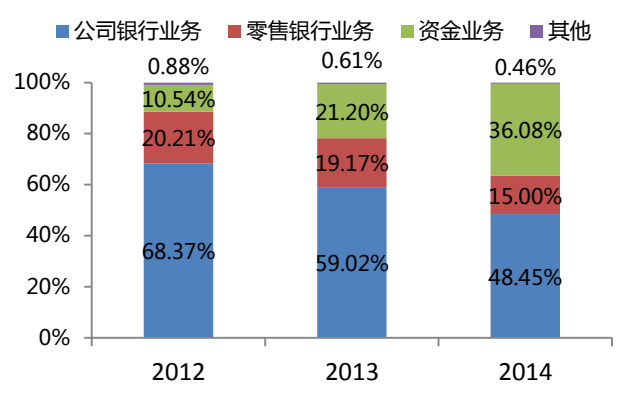
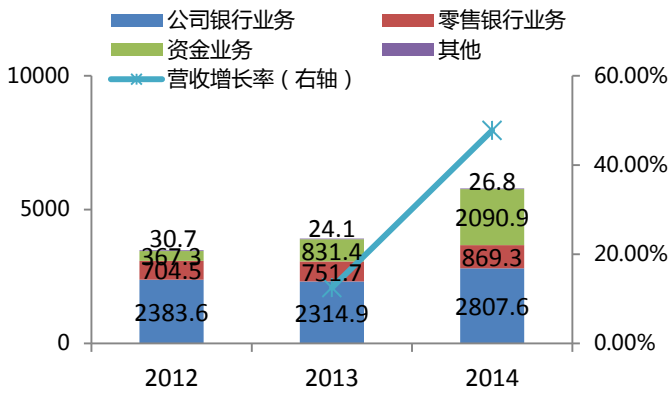
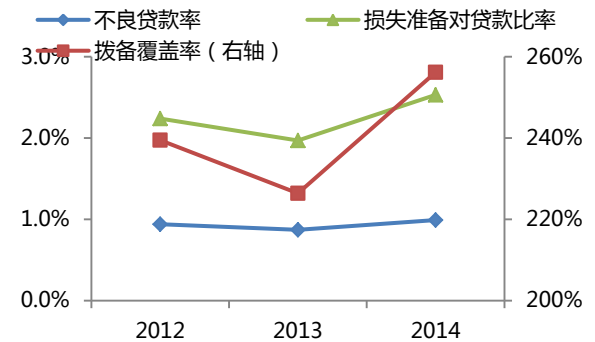
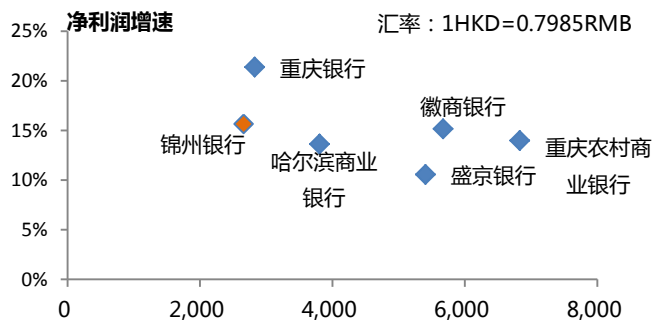


图 16：锦州银行净利润及增速 (百万港元)

图 17：锦州银行资产质量指标



数据来源：锦州银行港交所聆讯资料，wind，中国中投证券研究总部

表 5：可比香港上市银行盈利情况及市值 (港股 GICS4 级行业区域性银行，20150420)

证券代码	证券简称	收盘价 (港元)	市值 (亿港元)	PE(倍)	PB(倍)	EPS (港元)	BPS (港元)	净利 (亿港元)	总资产 (亿港元)
	行业平均	5.53	344	7.29	0.94	0.88	5.8	52.5	4,768
	行业中值	5.16	372	6.72	0.98	0.79	6.0	58.4	5,238
1963.HK	重庆银行	7.93	215	5.99	1.06	1.33	7.5	35.8	3,480
2066.HK	盛京银行	8.21	476	6.95	1.05	1.58	8.0	68.5	6,381
3618.HK	重庆农村商业	6.28	584	6.75	1.11	0.93	5.6	86.6	7,845
3698.HK	徽商银行	3.81	421	5.85	0.91	0.65	4.2	71.9	6,120
6138.HK	哈尔滨银行	2.94	323	6.70	0.86	0.47	3.4	48.3	4,356
国内城市商业银行算数平均				6.45	1.00				

数据来源：wind，中国中投证券研究总部

表 6：锦州银行市值估算

市值 (股本=44.02 亿)	BPS 水平	按 PB 估		
		行业平均	行业中值	国内同行 14 均值
		0.94	0.98	1.00
14A	3.56	147	154	157
15 预测 1	3.92	162	169	173
15 预测 2	4.27	177	184	188
15 预测 3	4.63	191	200	204

数据来源：wind，锦州银行港交所聆讯资料，中国中投证券研究总部

4. 发起设立“中科招商”创业投资公司，投资回报潜力不可低估

由北京城建以 1.2 亿元发起设立并持股 30%的中科招商创业投资有限公司（以下简称“投资公司”）成立于 2000 年，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，是当前新三板市值第一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。

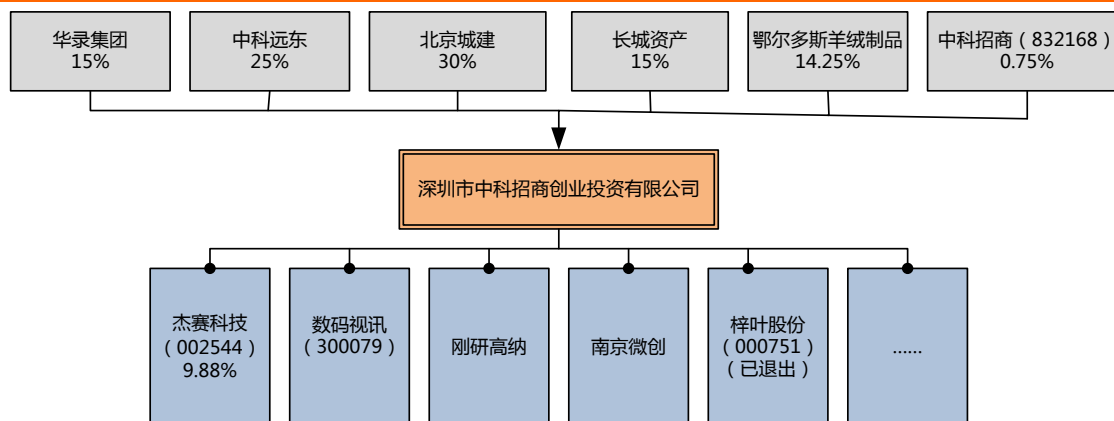
数据显示，截至 14 年 8 月 31 日，投资公司累计投资 3.38 亿，退出金额 12.86 亿，剩余项目组合估值 10.76 亿（按行业惯例估算）。大牛市下上市公司估值提升，去年至今公司剩余项目组合估值也相应有大幅提升。据所了解公开信息，目前投资公司所持杰赛科技（002544）去年 9 月至今（4 月 20 日）股价由 11.65 元上涨至 31.79 元，则对应 9.88%股权（2014 年 12 月投资公司减持 507 万股，套现约 1.3 亿）增值约 9 亿。从而最新投资公司“累计退出+剩余项目组合估值”约 33 亿。北京城建占比 30%，可增厚估值 9.9 亿（是原始投资额的 8.3 倍）。如果牛市继续，投资公司对城建估值的提升作用也将继续提高。

表 7：中科招商创业投资有限公司基金运行情况（截至 2014-8-31）

累计投资额 (万元)	退出金额(万元)	剩余项目组合估值 (万元)	现金收益 IRR	所有收益 IRR
33,824.84	128,640.51	107,594.22	10.03%	14.18%

数据来源：中科招商公开转让说明书，中国中投证券研究总部

图 18：中科招商创业投资有限公司控股及投资项目架构图



数据来源：公司公告，网络资料整理，中国中投证券研究总部

5. 低成本控股“江苏航科”，战略新材料国内先行者

2014 年底公司拟以不超过 RMB2.5 亿收购江苏航科 10% 股权并向其增资。完成后，公司将持股 40%，为第一大股东。目前审计、评估相关工作正在进行，收购及增资的最终价格以北京市国资委批复为准。

公司早在几年前就重点关注节能环保、新材料等项目的投资布局，本次欲入主的江苏航科是目前国内唯一具有 T800 碳纤维百吨产能的企业。江苏航科拥有博导、博士、

高级工程师等多层次研究人才和技术团队的极强研发能力，成立仅两年（2012年）就在我国率先实现了 T800 碳纤维的量产，性能达到世界最高水平，打破了西方对我国在这种战略性新材料关键设备与技术上的垄断，填补了国内空白。公司一期已投资 3 亿元建成了国内首条百吨级碳纤维 T800 生产线，北京城建此次投资主要用于二期千吨产能建设，项目奠基仪式已于 14 年 3 月举行，总投资 6 亿元，预计 15 年起可逐渐投产。

碳纤维是国际公认的第二代复合材料中的关键材料，是目前国际新材料领域发展前景最被看好的材料之一，市场前景广阔。国家高度重视，已将之列入“863 计划”，是新材料产业“十二五”发展规划中的重点方向，财政部 13 年发布的支持新材料研发及产业化项目名单中就有包括江苏航科在内的 7 家碳纤维研发生产企业，占比最大（7/26）。

我国碳纤维产品一直与国外产品存在很大差距，尤其在高端产品领域。2013 年 PAN 基碳纤维生产中，以东丽为首的 3 家日本企业约占全球市场份额的 80%，产能达 40400 t，目前东丽已经能够生产比 T800 更高级的 T1000 级别的碳纤维。而我国直到 2010 年前后才实现 T300 级碳纤维的大规模工业化生产，目前单体产能仍不足千吨；现从事碳纤维生产的 30 多家企业中，只有中复神鹰、中简科技等几家逐步实现了 T700 级碳纤维的稳定量产。在已知着手启动 T800 碳纤维产业化的江苏航科、常州中简、宁波材料所、太原钢铁 4 家企业中，江苏航科早在 2012 年实现量产，至今国内仍无竞争对手出现。而且在 2014 年 2 月，江苏航科又研发了 T1000 碳纤维，性能通过相关测试，待技术成熟即可开始量产。由此来看，江苏航科在国内的领先地位将得以长久保持，独有的产品使之成为当前市场最受益者。

碳纤维目前供不应求，未来拓展空间大。除保障军品的供应外，国内航空航天领域、光伏产业、风能发电及汽车等行业将释放对高性能碳纤维材料的广泛需求。根据中简科技官网信息，全球碳纤维需求量 2011 年为 4.4 万吨，15 年预计 8.9 万吨，2019 年需求量预计将达到 13.4 万吨。事实上，由于其特殊品质，将会有越来越多的领域应用这种材料，新兴市场特别是我国对此的需求增长可能会更快。预见这种需求之后，日本东丽公司 2014 年 2 月购买了美国购买了 400 英亩土地用于公司先进材料业务基地建设。国内产能不足、进口受限、国家政策扶持共同作用下，航科能够在近年内保持产品的销量和价格稳定，未来碳纤维产品也有望实现出口扩张，持续受益前景乐观。

据悉，碳纤维由聚丙烯腈纤维、沥青纤维或粘胶纤维等为原材料，每吨成本不足百万元，但 T800 售价可达千万（据康得新<002450>高管 14 年投资者电话交流会议中消息，日本东丽出售给我国商飞的 T800 飞机复合材料进口价格约 2000 万/吨）。我们可假设明年 T800 售价为 1000 万/t，利润率 30%，公司销量 300t，则江苏航科当年可获利 9 亿左右；以当前新材料概念股 25 倍以上 PE 估值，市值至少 225 亿，若其顺利上市，有望给公司带来丰厚的投资回报。同时敏感性测算可知，2-3 年内城建就能收回投资，并将极大提升公司价值。

表 8：江苏航科收益敏感度测算

销售额=S*P (万元)	销量预测 S (吨)							
	100	200	400	600	800	1000	1500	
售价 P	2000	200000	400000	800000	1200000	1600000	2000000	3000000

(万元/吨)	1500	150000	300000	600000	900000	1200000	1500000	2250000
	1000	100000	200000	400000	600000	800000	1000000	1500000
	800	80000	160000	320000	480000	640000	800000	1200000
	600	60000	120000	240000	360000	480000	600000	900000
假设利润率为 30%，则北京城建可获得利润 $R=S*P*30%*40%$								
城建获利 (万元)	S=100	S=200	S=400	S=600	S=800	S=1000	S=1500	
P=2000	24000	48000	96000	144000	192000	240000	360000	
售价和	P=1500	18000	36000	72000	108000	144000	180000	270000
销量假	P=1000	12000	24000	48000	72000	96000	120000	180000
设	P=800	9600	19200	38400	57600	76800	96000	144000
	P=600	7200	14400	28800	43200	57600	72000	108000

数据来源：中国中投证券研究总部

三、 背靠强大的股东，有望在国企改革中率先受益

除了我们之前所提到的公司丰富的资源储备、产业链优势、股权投资步入收获期，国企改革也为公司成长带来机遇。

在全面深化国企改革的大潮下，北京市国资国企改革已经破题。14年7月出台《关于全面深化市属国资国企改革的意见》，年底设立京国瑞国企改革基金解决国企改革中历史负担重、资金筹措渠道窄等问题；15年市政府工作报告中将“出台市属国资国企改革实施和规划配套政策”列为重点工作。

《意见》描述了京国资国企改革的基本路线，其主要亮点在于：1) 明确将市属国有企业分为三类：城市公共服务类、特殊功能类（承担城市专项任务和重大项目）、竞争类（效益最大化为目标），到2020年，80%以上的国有资本集中到公共服务领域，竞争类企业以战略支撑企业为主，有序退出低效资产；2) 统筹国企的资金、技术、土地等资源优势，在服务和服务和促进京津冀区域经济、社会和城市群协同发展中发挥作用；3) 在现有一级企业基础上，改组改造几家在全国具有影响力的国有投资运营公司；4) 一级企业产权改革有突破，力争在一级企业发展混合所有制上实现突破。

城建集团是北京市国资委100%控股的强企，北京城建作为集团自主培育的房地产品牌，北京市房地产前三甲，我们认为，其将成为改革的受益者，而可能的受益方式主要有：1) 国企改革定位首都“四个中心”，协调京津冀一体化发展，对于京津冀房地产市场发展起到积极作用，集团在这些区域有着大量的优质项目储备成为直接受益者；2) 京要加强公共服务领域投资，基建、棚改等是其中的重点，而这些业务正是企业和上市公司的重要业务组成；3) 改革要求提高国资集中度。有序退出低效资产，可以使资源利用更加集中；而在存量上改革的思路是按照资产同质、经营同类、产业关联的原则，推动国资向优势产业、企业集中，形成具有核心竞争力的大企业集团和优势产业集群。这意味着，京中小房地产开发企业可能会通过收购兼并等形势进行整合，北京城建作为北京本土房地产优势企业，可能因此得以迅速扩大完成规模快速扩张。

四、盈利预测、估值与投资建议

预测公司 15-17 年 EPS1.01/1.21/1.43 元, 对应当前股价 PE 为 24/20/17 倍。根据我们前文分析和对公司各项业务综合考虑, 公司当前资产的合理估值为:
房地产 16.29+证券 8.55+银行 0.31+中科招商创投 0.63+参控股公司 1.55=27.3。

对于公司资产的价值评估, 应全面考虑其“地产+投资”的业务价值。具体如下:

1) 地产部分

我们预期, 15 年房地产主业营收额可达 120 亿(+29%), 16 年 150 亿元(+25%), 17 年或增长更多。这样的理由是: 从行业来看, 房地产行业整体已经处于回暖状态, 而北京至今未解除限购, 需求旺盛, 房价有反弹的可能; 从公司自身来看, 货量充足, 项目储备优质而丰富, 同时公司控制成本、采取多种手段保证销售, 管理层也希望房地产能够跨台阶发展, 未来 2-3 年将是其业务的爆发期。

假设公司现有的土地一级开发项目能够在 19 年前完成, 目前重估值仅计其一级开发利润, 而未来可能由之转为二级开发的收益暂不考虑。二级项目的重估值, 以现有尚未结算房屋产品为基础, 参考已售房屋情况及周边房价, 对政策性住房(公司项目中所含的回迁房、公租房、限价房和自住型商品房)和普通商品房分别进行估值。

公司房地产业务合理估值(按已售及目前周边可比项目售价测算)

一级项目折现值(亿元)	二级项目折现值(亿元)	总股本(亿股)	每股净资产(元)	RNAV(元)
5.14	93.41	15.67	10	16.29

2) 参控股公司估值

除了江苏航科, 北京城建参股的其他公司主要有北京科技园建设(集团)股份有限公司(简称北科建)、国奥投资, 也对公司估值上移起到推动作用。前者以科技地产为特色, 住宅地产、商业地产协同发展, 截至 2014 年底, 北科建总资产 205 亿元, 净资产 47.7 亿。其正在开发或运营的 7 个产业园区包括中关村核心商务区、生命科技园、医药产业园等, 分布在北京、青岛和无锡, 合计用地约 835 万方, 规划建面不低于 400 万方, 具有极大的开发价值和增值潜力; 其开发的住宅建面累计达到 200 万方。而北京城建持股 20%的国奥投资, 是国家体育馆及奥运村项目的项目法人。而今, 申请 2022 年冬奥会的城市仅余北京与阿萨克斯坦阿拉木图, 北京多方面占优, 国奥投资再迎机遇。

权益 34%的合资公司北京城建万科天运置业 14 年竞得延庆地块, 用地面积 16.61 万方, 总建面 23.26 万方, 成交价 7 亿, 折合楼面价 4333 元/平, 配建 1.94 万方经适房和 12.14 万方限价房, 按周边项目均价测算该项目销售额在 27 亿左右。

对这几家企业采取权益法计入投资收益, 保守估计对应每股 RNAV1.55 元。

3) 金融股权投资估值

对于公司持有的国信证券、锦州银行和中科招商创投, 应当以其市值来进行估算。从当前行情来看, 改革大牛市下券商、基金、银行等的表现可能远超预期。测算中, 我

们仍以保守值进行估算，合计增厚北京城建估值 9.5 元/股。

表 9：北京城建各业务板块估值测算汇总

业务	市值估算 (亿)	北京城建权益值 (亿)	每股增厚估值 (股本=15.67 亿)
地产业务	1*RNAV	255	16.29
国信证券	3198	3198*4.18%=134	8.55
锦州银行	170	170*2.95%=5.0	0.32
中科招商创投	33	33*30%=9.9	0.63
其他参控股公司	--	24.3	1.55
合计			27.3

数据来源：中国中投证券研究总部

投资建议

即使按照我们相对保守的估值，目前股价表现仍然未能充分反应公司价值所在，特别是对公司的发展潜力之大、成长性之高有所忽视。公司现有地产项目多位于北京和人口净流入的超特大城市，升值可能性大；投资的新材料、券商、银行等业务要以发展的眼光来看待，短长期业绩均有保障，应当给予一定弹性；国企改革之下集团可能将新的业务或资本注入支撑企业扩张。

我们保守预测公司 15 年营收 131.1 亿 (+31%)，15-17 年 EPS1.01/1.21/1.43 元，对应当前股价 PE 为 23/19/16 倍。实际上，近 2 年公司业绩超预期的可能非常大：第一，地产行业政策红利持续释放，央行降息降准，信贷、税收等优惠不断，公司现有项目去化速度可能加快；第二，公司投资收益迎接利好，国信证券、锦州银行牛市行情中业绩向好，账面资产增加，亦不排除公司减持股权取得现金收益；第三，公司多渠道融资、集团支持，京内外拓展可能加速；第四，其他多重因素催化，如受益国企改革，金融及新材料等投资价值持续显化等。公司下有估值保障，上有爆发空间，我们认为未来 6-12 月合理目标价 30 元，调高至“强烈推荐”评级。

风险提示

房地产市场回暖低于预期，公司通过并购等新增房地产开发项目存在不确定性；股权投资获取收益可能需要较长时间。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	42187	45310	51360	55986
现金	6600	6557	8197	10082
应收账款	72	94	118	145
其它应收款	643	843	1053	1296
预付账款	1659	1965	2596	3118
存货	32225	35448	38992	40942
其他	988	403	404	404
非流动资产	8165	4976	4943	4910
长期投资	1397	2054	2054	2054
固定资产	171	156	140	125
无形资产	0	0	0	0
其他	6597	2766	2749	2732
资产总计	50352	50286	56303	60897
流动负债	20222	20379	24085	26459
短期借款	0	2	1987	739
应付账款	6436	6436	6436	6436
其他	13786	13940	15662	19283
非流动负债	13443	11915	12383	12383
长期借款	11478	10255	10723	10723
其他	1965	1660	1660	1660
负债合计	33665	32293	36468	38842
少数股东权益	1021	1166	1349	1565
股本	1567	1567	1567	1567
资本公积	3797	3797	3797	3797
留存收益	7052	11462	13122	15125
归属母公司股东权益	15666	16826	18486	20490
负债和股东权益	50352	50286	56303	60897

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-6106	1246	-543	3570
净利润	1500	1729	2078	2455
折旧摊销	19	24	24	24
财务费用	136	116	212	435
投资损失	-99	-143	-186	-242
营运资金变动	-7660	298	-2693	875
其它	-1	-777	22	23
投资活动现金流	-343	3807	177	232
资本支出	124	0	0	0
长期投资	-512	-3088	0	0
其他	-731	719	177	232
筹资活动现金流	7694	-5096	2006	-1917
短期借款	0	2	1985	-1247
长期借款	2930	-1223	468	0
普通股增加	678	0	0	0
资本公积增加	2503	0	0	0
其他	1584	-3875	-447	-670
现金净增加额	1246	-43	1639	1885

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	10011	13114	16393	20164
营业成本	6541	8555	10744	13229
营业税金及附加	790	1311	1639	2016
营业费用	284	393	492	585
管理费用	485	590	721	867
财务费用	136	116	212	435
资产减值损失	27	0	0	0
公允价值变动收益	57	0	0	0
投资净收益	99	143	186	242
营业利润	1903	2292	2770	3273
营业外收入	23	16	0	0
营业外支出	5	4	0	0
利润总额	1921	2305	2770	3273
所得税	422	576	693	818
净利润	1500	1729	2078	2455
少数股东损益	127	145	183	216
归属母公司净利润	1373	1583	1895	2239
EBITDA	2058	2432	3007	3732
EPS (元)	0.88	1.01	1.21	1.43

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	-3.2%	31.0%	25.0%	23.0%
营业利润	-0.9%	20.4%	20.9%	18.1%
归属于母公司净利润	3.9%	15.3%	19.7%	18.1%
获利能力				
毛利率	34.7%	34.8%	34.5%	34.4%
净利率	13.7%	12.1%	11.6%	11.1%
ROE	8.8%	9.4%	10.3%	10.9%
ROIC	8.4%	9.7%	10.5%	13.6%
偿债能力				
资产负债率	66.9%	64.2%	64.8%	63.8%
净负债比率	45.71	31.76	34.85	29.51
流动比率	2.09	2.22	2.13	2.12
速动比率	0.49	0.48	0.51	0.57
营运能力				
总资产周转率	0.22	0.26	0.31	0.34
应收账款周转率	109	121	118	117
应付账款周转率	1.09	1.33	1.67	2.06
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.88	1.01	1.21	1.43
每股经营现金流(最新摊薄)	-3.90	0.80	-0.35	2.28
每股净资产(最新摊薄)	10.00	10.74	11.80	13.08
估值比率				
P/E	27.30	23.67	19.78	16.74
P/B	2.39	2.23	2.03	1.83
EV/EBITDA	20	17	14	11

相关报告

报告日期	报告标题
2014-03-23	《北京城建-增发有望尽快获批，盈利保持高增长》
2013-12-04	《北京城建-积极扩张高增长可期，增发符政策方向有望率先获批》
2013-08-09	《北京城建-经营稳健增长，再融资有利于增强竞争力》
2013-04-28	《北京城建 600266-销售靓丽财务安全，价值明显低估》
2013-03-31	《北京城建-“现金牛”拓展无忧，业绩增长可期》
2012-12-25	《销售增长领跑行业》
2012-10-27	《北京城建 - 资源丰富，经营安全，业绩增长可期》
2012-08-20	《北京城建 - 销售超预期，业绩保增长》
2012-07-23	《北京城建 - 可售丰富，销售高增长可期》
2012-07-09	《北京城建 - 销售超预期，国信上市积极推进中》
2012-06-10	《北京城建 - 资源为疆，现金为王，地产护航 X 点亮》
2011-04-28	《北京城建-收入大幅增加，业绩高增长可期》
2011-04-01	《北京城建-房地产增长有保障，亮点纷呈，更多惊喜随后》
2011-03-21	《北京城建-亮点纷呈，诸多主题投资尚待挖掘》
2011-01-28	《北京城建-低成本扩张，做大做强动力足》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李少明,中国中投证券房地产行业首席分析师,工商管理硕士,19 年证券研究从业经验。

主要覆盖公司:万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、泛海建设、金融街、北京城建、首开股份、世茂股份、世联地产、中航地产、荣盛发展、中南建设、中国国贸、信达地产、广宇发展、中华企业、苏宁环球、华业地产、滨江集团、阳光城、金科股份、亿城股份、华发股份、冠城大通等。

张 岩,中国中投证券房地产行业分析师,毕业于北京大学经济学院金融学专业,经济学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434