

# 中国金茂 (00817.HK)

多线并进产品力优，风险出清加速拓土

优于大市

## 核心观点

**背靠央企，业绩扭亏。**中国金茂是中国中化控股有限责任公司旗下城市运营领域的平台企业，中国中化持股约38.4%，为公司最大股东。公司业务结构多元稳定，包括城市及物业开发、商务租赁及零售商业运营、酒店经营、物业服务等板块。**2024年公司实现业绩扭亏**，主要原因是：1) 计提存货减值减少；2) 开发业务毛利率回升；3) 三费支出减少；4) 合联营公司贡献利润增多。

**主业聚焦开发，多元航道并行。**1) 城市及物业开发：公司发布“金玉满堂”全新产品系，**产品力突出，市场认可度高**，贡献公司超8成收入；2) 商务租赁及零售商业运营：商务租赁板块成为了助推公司业绩增长的动力之一，公司持有的写字楼绝多位于一二线核心城市的黄金地段，拥有较高出租率；3) 酒店经营：公司致力于在核心城市精选地段运营地标性和精品特色高级酒店项目，拥有成熟完善的高级酒店设计、开发和投资经营能力；4) 物业服务：于2022年分拆上市，目前拥有总合约建筑面积约达1.3亿平方米。

**销售稳定，土储优质。**2024年公司实现销售金额983亿元，排名全行业第12位，稳居行业第一梯队。公司有别于其他开发商，坚持化城市运营模式，不论是在产品革新、资金安全等方面，**都具备较强的抗周期能力，且拥有大部分开发商都不具备的长期开发运营能力。**2023年以来，公司在招拍挂市场拿地强度不断提高，**2024年拿地金额/销售金额为0.33，位于主流房企前列。**截至目前，公司未售货值约2800亿，货值可充分支撑公司未来经营需要，其中87%位于一二线城市，未售货值结构较好。

**盈利预测与估值：**公司土地质量相对较好，财务保持健康，拿地积极，有望在行业震荡后率先脱颖而出。自2020年以来，**公司共累计计提减值174亿元，占现有存货约17%，已完成的减值幅度位列主流房企前三，主流央企第一，风险释放程度相对优于其他主流房企。**预计公司2025至2027年营收分别为560/542/554亿元，归母净利润分别为11.0/11.3/11.6亿元，同比+3%/+3%/+3%。结合绝对估值和相对估值，我们认为公司每股价值较当前股价有20%至26%的空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

**风险提示：**市场下行超预期导致未来销售不及预期；交付不及预期；存货贬值过多；政策力度不足导致市场持续下行；对未来减值过于乐观导致估值及盈利预测过高。

## 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	72,404	59,053	56,041	54,248	55,387
(+/-%)	-12.8%	-18.4%	-5.1%	-3.2%	2.1%
净利润(百万元)	-6,897	1,065	1,096	1,131	1,161
(+/-%)	--	115.4%	3.0%	3.1%	2.6%
每股收益(元)	-0.51	0.08	0.08	0.08	0.09
EBIT Margin	3.0%	5.7%	6.5%	6.5%	6.5%
净资产收益率(ROE)	-15.9%	2.3%	2.0%	2.1%	2.2%
市盈率(PE)	-2.1	13.6	13.2	12.8	12.4
EV/EBITDA	263.9	119.7	12.3	12.5	12.5
市净率(PB)	0.37	0.27	0.27	0.27	0.27

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·海外公司深度报告

### 房地产·房地产开发

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

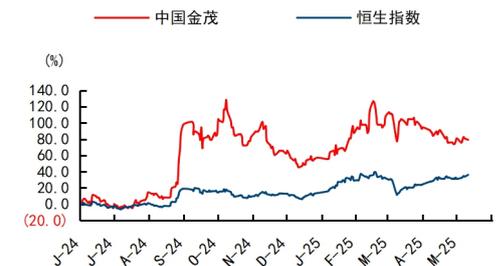
wangyuele@guosen.com.cn

S0980520030001

### 基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	1.18 - 1.24 港元
收盘价	1.06 港元
总市值/流通市值	14316/14316 百万港元
52周最高价/最低价	1.80/0.54 港元
近3个月日均成交额	59.62 百万港元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

## 内容目录

<b>背靠央企，业绩扭亏</b> .....	<b>5</b>
背靠央企，股权结构稳定.....	5
业务结构多元，业绩扭亏为盈.....	6
<b>主业聚焦开发，多元航道并行</b> .....	<b>9</b>
城市及物业开发：全新产品系，产品力突出，市场认可度高.....	9
商务租赁及零售商业运营：租金平稳出租率高，贡献稳定现金流.....	12
酒店经营：轻重并举，存量博弈.....	13
物业服务：分拆上市，业绩规模稳步增长.....	14
<b>销售稳定，土储优质</b> .....	<b>14</b>
销售稳居行业第一梯队.....	14
“城市运营”模式强化拿地竞争力.....	16
土储丰富，未售货值结构较好.....	18
<b>债务压力可控</b> .....	<b>19</b>
债务结构优化，压力可控.....	19
三道红线维持绿档，融资渠道畅通.....	20
<b>盈利预测</b> .....	<b>21</b>
假设前提.....	21
未来 3 年盈利预测及敏感性分析.....	21
<b>估值与投资建议</b> .....	<b>22</b>
绝对估值：每股价值为 1.24 元，较当前股价有 26%的空间.....	22
相对估值：每股价值为 1.18 元，较当前股价有 20%的空间.....	23
投资建议：首次覆盖给予“优于大市”评级.....	23
<b>风险提示</b> .....	<b>24</b>
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	<b>26</b>

## 图表目录

图 1: 截至 2024 年末公司股权结构.....	6
图 2: 公司收入结构.....	6
图 3: 公司营业收入及同比.....	7
图 4: 公司归母净利润及同比.....	7
图 5: 公司历年计提减值.....	7
图 6: 主流房企计提减值幅度对比.....	7
图 7: 公司毛利率水平.....	8
图 8: 公司净利率水平.....	8
图 9: 公司历年三费支出（单位：亿元）.....	8
图 10: 公司历年合联营公司贡献利润.....	9
图 11: 公司城市及物业开发业务收入及同比增速.....	10
图 12: 公司城市及物业开发业务毛利率.....	10
图 13: 上海中环金茂府.....	10
图 14: 上海张江金茂府.....	10
图 15: 西安金茂璞逸曲江.....	11
图 16: 北京璞逸丰宜.....	11
图 17: 佛山滨江金茂悦.....	11
图 18: 太原长风金茂悦.....	11
图 19: 南京东山金茂晓棠.....	12
图 20: 武汉方岛金茂晓棠.....	12
图 21: 上海金茂大厦.....	12
图 22: 杭州金茂览秀城.....	12
图 23: 公司商务租赁及零售商业运营业务收入及同比增速.....	13
图 24: 公司商务租赁及零售商业运营业务毛利率.....	13
图 25: 上海金茂君悦大酒店.....	13
图 26: 金茂深圳 JW 万豪酒店.....	13
图 27: 公司酒店经营业务收入及同比增速.....	14
图 28: 公司酒店经营业务毛利率.....	14
图 29: 公司物业服务业务收入及同比增速.....	14
图 30: 公司物业服务业务毛利率.....	14
图 31: 公司销售金额及同比.....	15
图 32: 公司销售面积及同比.....	15
图 33: 公司销售均价.....	15
图 34: 公司 2024 年销售额按地区分布.....	16
图 35: 公司 2024 年销售额按城市能级分布.....	16
图 36: 常熟金茂智慧科学城.....	17
图 37: 长沙雨花金茂智慧科学城.....	17

图 38: 公司 2024 年拿地分布.....	17
图 39: 公司历年拿地强度.....	18
图 40: 主流房企拿地强度对比.....	18
图 41: 公司未售货值按地区分布.....	19
图 42: 公司未售货值按城市能级分布.....	19
图 43: 公司一年内到期债务占比.....	20
图 44: 公司外币债务占比.....	20
表 1: 公司历史沿革.....	5
表 2: 公司一级土地储备分布.....	18
表 3: 公司二级土地储备分布.....	19
表 4: 公司债务结构.....	20
表 5: 公司持有物业抵押贷.....	20
表 6: 公司 2024 年债券融资.....	20
表 7: 公司营收假设.....	21
表 8: 未来三年盈利预测表 (单位: 百万元) .....	21
表 9: 盈利预测情景分析 (乐观、中性、悲观) .....	22
表 10: 资本成本假设.....	22
表 11: 地产开发业务重估权益增值相对房价和 WACC 的敏感性分析 (元/股) .....	23
表 12: 调整现值法对公司价值进行重估.....	23
表 13: 可比公司估值比较.....	23

## 背靠央企，业绩扭亏

### 背靠央企，股权结构稳定

中国金茂控股集团有限公司（简称中国金茂）是中国中化控股有限责任公司旗下城市运营领域的平台企业，于 2007 年在香港联交所主板上市（股票代码：HK. 00817）。

表1：公司历史沿革

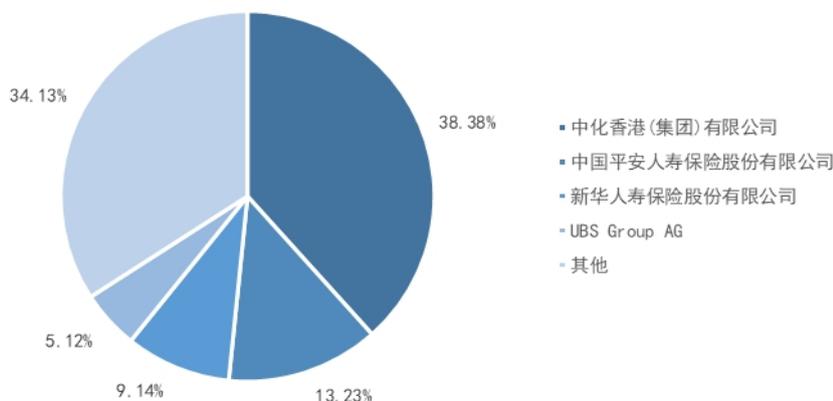
年份	事件
1998	金茂大厦亮相上海黄浦江畔，成为中国经济崛起和改革开放精神的重要标志。
2007	中国金茂（原方兴地产）于 8 月 17 日在香港联合交易所主板上市，股票代码 HK. 00817。
2008	投资开发上海港国际客运中心、上海国际航运服务中心，着力打造城市综合体标杆项目上海金茂北外滩。成功入驻丽江，随即开发了金茂首个文旅特色小镇—丽江金茂古镇。
2009	完成对金茂酒店业务的重组整合，摘得北京广渠路 15 号地块，为公司“双轮驱动”战略奠定坚实基础。
2011	成功获取长沙梅溪湖片区一级开发权，标志着中国金茂首个一二级联动项目正式落地。
2014	完成金茂酒店、写字楼资产包重建，成功实现了金茂投资在香港联合交易所主板上市。
2015	公司正式更名为“中国金茂控股集团有限公司”，简称“中国金茂”。公司的更名为金茂品牌赋予了更加深远的价值内涵，代表着公司战略由“双轮驱动”升级为“双轮两翼”。至此，中国金茂成功实现由传统意义上的地产开发商向城市运营商角色的转变。
2016	正式对外发布中国金茂“两驱动，两升级”城市运营模式，并重点聚焦“大科技、大文化、大健康”三大产业方向，推动城市运营产业升级。
2018	升级发布金茂府 2.0 产品，致力于打造“科学至上”的未来品质人居生活。
2019	中国金茂积极引入中国平安战略投资者。这标志着双方未来将在城市运营拓展、项目开发等方面迎来更加广阔的合作空间。
2022	中国金茂旗下高端物业管理及城市运营服务的平台企业—金茂服务在香港联合交易所主板上市，股票代码 HK. 00816。
2023	明确“一核·三聚焦”的业务战略，构建涵盖高品质开发、精品持有、高端服务、建筑科技的城市运营生态圈。

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

中国中化控股有限责任公司（简称中国中化）是由中国中化集团有限公司与中国化工集团有限公司联合重组而成，为国务院国资委监管的国有重要骨干企业。中国中化业务范围覆盖生命科学、材料科学、石油化工、环境科学、橡胶轮胎、机械装备、城市运营、产业金融等八大领域。

公司于 2015 年起开始引入战略投资者，大股东中国中化的持股比例从超过 60% 逐渐降至不到 40%，2019 年之后，公司股权结构趋于稳定。截至 2024 年末，中国中化持股约 38.4%，为公司最大股东，中国平安、新华人寿等战略投资者持股约 13.2%、9.1%。

图1：截至 2024 年末公司股权结构

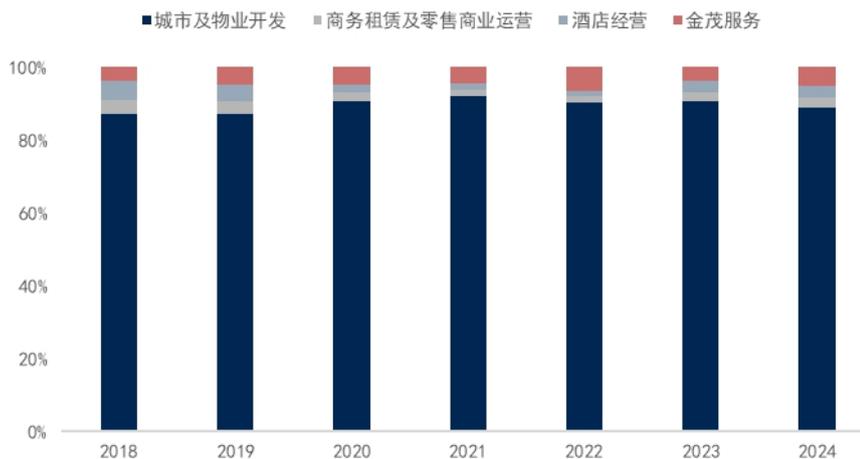


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 业务结构多元，业绩扭亏为盈

公司以“释放城市未来生命力”为己任，始终坚持城市运营商定位，持续推进“一核·三聚焦”业务战略升级，构建形成了以高品质开发为核心，聚焦精品持有和高端服务业务，聚焦建筑科技创新业务的多维业务联动，加速打造第二增长曲线。公司业务结构多元稳定，包括城市及物业开发、商务租赁及零售商业运营、酒店经营、物业服务等板块。公司的业务收入以城市及物业开发为主，2024 年该业务收入占比为 89%，商务租赁及零售商业运营、酒店经营、物业服务的收入占比分别为 3%、3%、5%。

图2：公司收入结构

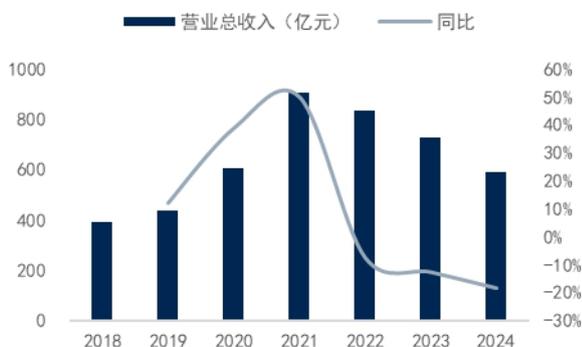


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2024 年公司实现营业收入 591 亿元，同比下降 19%；实现归母净利润 11 亿元，实现扭亏为盈。从营业收入分拆看，公司城市及物业开发业务收入 492 亿元，同比下降 22%；商务租赁及零售商业运营业务收入 16 亿元，同比下降 7%；酒店经营业

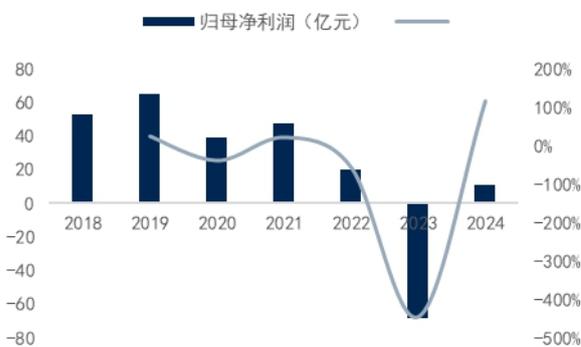
务收入 17 亿元，同比下降 18%；物业服务收入 30 亿元，同比增长 10%。公司实现扭亏为盈的主要原因是：1) 计提存货减值减少；2) 开发业务毛利率回升；3) 三费支出减少；4) 合联营公司贡献利润增多。

图3: 公司营业收入及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

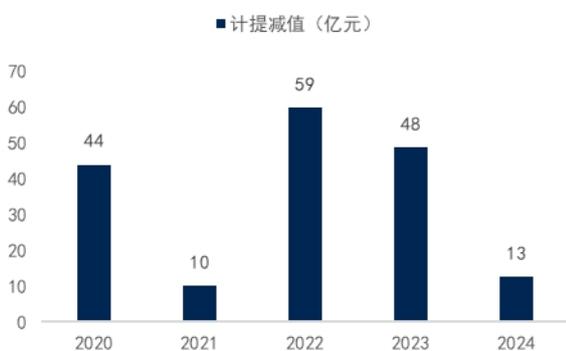
图4: 公司归母净利润及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**计提存货减值减少：**公司自 2020 年起开始逐渐计提减值，2022、2023 年分别减值 59 亿元、48 亿元，由于高地价低利润地块逐渐结算完毕，公司 2024 年计提减值为 13 亿元，同比下降 74%。自 2020 年以来，公司共累计计提减值 174 亿元，占现有存货约 17%，已完成的减值幅度位列主流房企前三，主流央企第一。

图5: 公司历年计提减值



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6: 主流房企计提减值幅度对比



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

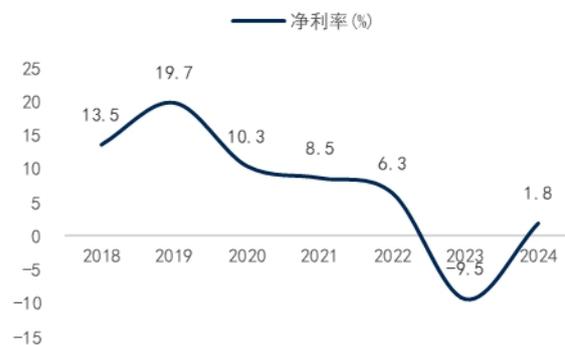
**毛利率提升：**随着房地产行业整体下行，公司的毛利率也随之下降，随着高价地块逐渐结算完毕，2024 年公司的开发业务毛利率上升 2pct 至 11%，帮助公司整体毛利率上升 2.5pct 至 15%。

图7: 公司毛利率水平



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司净利率水平



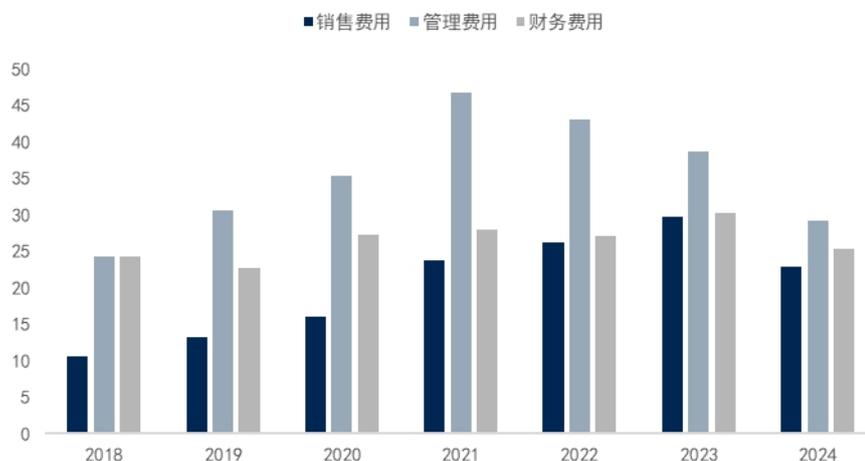
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**三费支出减少:** 2024 年至今, 公司进一步推动组织优化、人效持续提升, 强化总部运营管控及管理穿透, 其中开发单位在管理主体个数持续压降的基础上, 将三级架构调整为二级架构, 助推重点城市做大做优。

公司强化精益管理, 持续推进降本增效, 管理费用、销售费用、财务费用较去年同期均下降, 成本管控成效显著, 集采使用率提升至 93.5%。

2024 年公司销售费用、管理费用、财务费用分别为 23 亿元、29 亿元、25 亿元, 同比分别下降 23%、25%、16%, 三费支出合计下降 21%, 自 2022 年以来稳步下降。

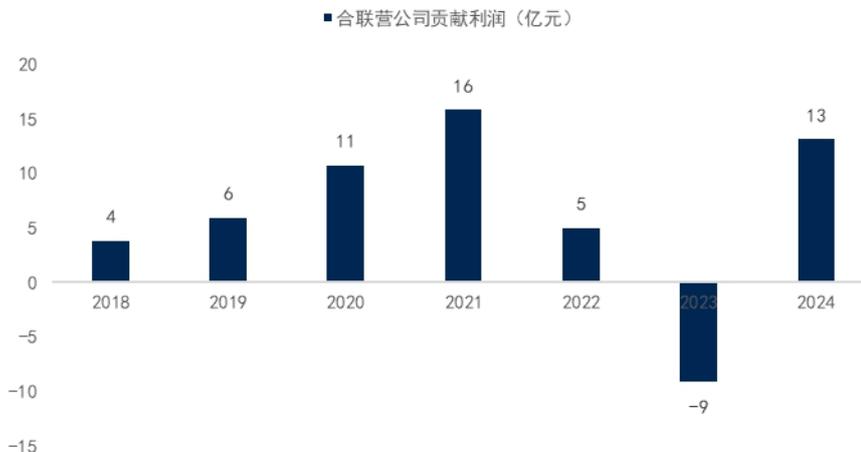
图9: 公司历年三费支出 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**合联营公司贡献利润:** 2024 年金茂合联营公司贡献利润 13 亿元, 较上年扭亏。除 2023 年外, 金茂历年来合联营公司均能贡献可观利润。

图10: 公司历年合联营公司贡献利润



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 主业聚焦开发, 多元航道并行

基于对城市潜能的远见, 中国金茂整合国际领先的优质资源, 引进合理互生的城市规划理念, 实现区域功能和城市活力的全面提升。此外, 公司充分发挥板块间协同效应和联动优势, 打造了以“金茂”品牌为核心的高端系列产品。“智慧科技、绿色健康”已成为“金茂”系列产品独有的优质基因及品牌内涵, 并在行业中不断重新定义高端与品质。

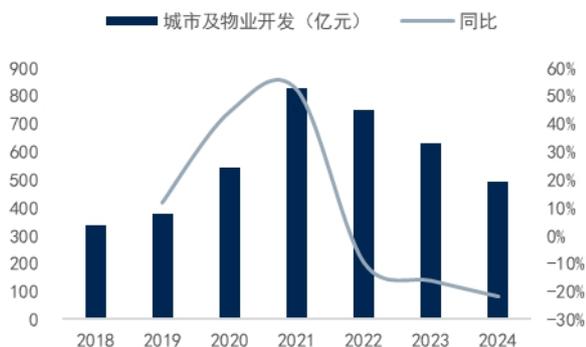
目前, 中国金茂已成功进驻京津冀、长三角和珠三角等中国高速发展区域, 公司在北京、天津、上海、广州等核心城市持有项目。

公司在不断深化城市运营模式的同时, 持续提升开发及持有核心业务的经营效益, 以高品质地产开发为核心, 聚焦精品持有、高端服务、建筑科技三类业务助力公司发展, 打造行业核心竞争能力。

### 城市及物业开发: 全新产品系, 产品力突出, 市场认可度高

公司发布“金玉满堂”全新产品系, 践行“一核五美两配套两服务”产品升级及“全维实景示范区”体验升级。2024年公司9府3璞2满3棠精彩呈现, 多个项目首开售罄, 得到市场验证, 公司城市及物业开发收入492亿元, 同比下降22%; 毛利率为11%, 同比增长2pct。

图11: 公司城市及物业开发业务收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司城市及物业开发业务毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**金“府”系:** 十余年至臻打磨, 从金茂府 1.0 “会呼吸的房子”, 到金茂府 2.0 “会思考的房子”, 金茂府用 12 大科技系统创造了绿色健康、智慧科技的高品质居住解决方案, 不断收获客户美誉度和品牌知名度。当前, 金茂府进阶 3.0, 用“一核、五美、两配套、两服务”, 全新升级“自然生长的社区”。

图13: 上海中环金茂府



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图14: 上海张江金茂府



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**玉“璞”系:** 履迹世界, 返璞归心。东方文化以其底蕴, 愈来愈影响世界审美的走向; 东方的美是简洁的, 既有自我独特的本性、又有收放自如的松弛, 是一种来自精神世界的自足, 外延到生活之外的知行合一。金茂“璞”系, 以容纳百川的精神文化为底蕴, 将国际审美结合在一起, 让生活变得更加灵动而富有韵味。

图15: 西安金茂璞逸曲江



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图16: 北京璞逸丰宜



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**满“M”系:**悦己是新世代保持生活激情的新鲜剂, 亦不失为保持初心的生活态度。自由奔放的灵魂注定不会被有限的空间束缚, 给它插上想象力的翅膀, 构建属于自我的轮廓; 金茂“M”系, 向外延续, 打破界限, 寻找无限的情绪价值。

图17: 佛山滨江金茂悦



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图18: 太原长风金茂悦



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

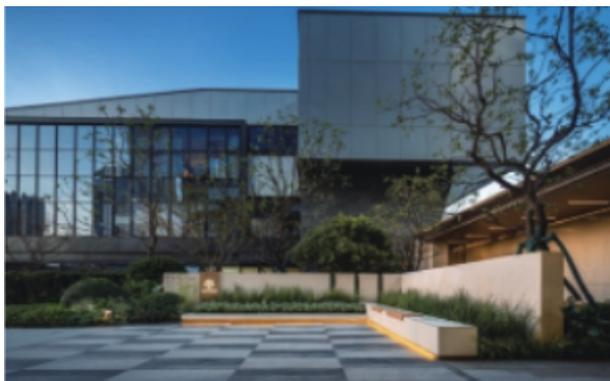
**堂“棠”系:**一棵树, 枝繁, 叶茂, 花似锦。金茂“棠”系, 从全龄友好型社区出发, 围绕儿童成长环境, 重构社区场景, 打造全龄化、功能型家庭社区, 让爱与陪伴充斥每时每刻, 让“一棵海棠”幸福成长。

图19: 南京东山金茂晓棠



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图20: 武汉方岛金茂晓棠



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 商务租赁及零售商业运营：租金平稳出租率高，贡献稳定现金流

在城市运营业务中，金茂的商务租赁板块成为了助推公司业绩增长的动力之一，金茂持有的写字楼绝多位于一二线核心城市的黄金地段，拥有较高出租率。

中国金茂零售商业板块已成功进入上海、丽江、南京、长沙、青岛、重庆、张家港、武汉、天津、杭州、宁波等核心城市，在营及筹开项目共 14 座。拥有以“览秀城”、“金茂汇”、“J·LIFE”三个品牌为代表的购物中心，分别匹配着城市级商业、区域品质商业、精致配套服务等不同规模和功能业态所需的商业综合体。而其中“览秀城”坚守“与城市共生”的品牌理念，作为城市级商业标杆的定位，更是肩负着中国金茂城市运营能力最生动的实践使命。

图21: 上海金茂大厦



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

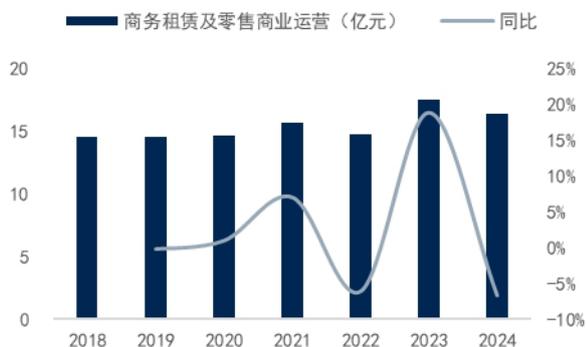
图22: 杭州金茂览秀城



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

近年来，公司的商务租赁及零售商业运营业务贡献业绩的体量总体保持平稳，公司主要投资物业面积约 79 万平方米，旗下投资物业租金和出租率均位居同行业前列。2024 年公司各写字楼项目租赁情况良好，出租率总体保持高位，租金水平较为平稳，贡献收入 16 亿元，同比下降 7%，毛利率为 81%。

图23: 公司商务租赁及零售商业运营业务收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图24: 公司商务租赁及零售商业运营业务毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 酒店经营：轻重并举，存量博弈

中国金茂致力于在核心城市精选地段运营地标性和精品特色高级酒店项目，拥有成熟完善的高级酒店设计、开发和投资经营能力，并与万豪、凯悦、希尔顿等国际顶级酒店管理集团建立了良好的合作关系。

图25: 上海金茂君悦大酒店



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

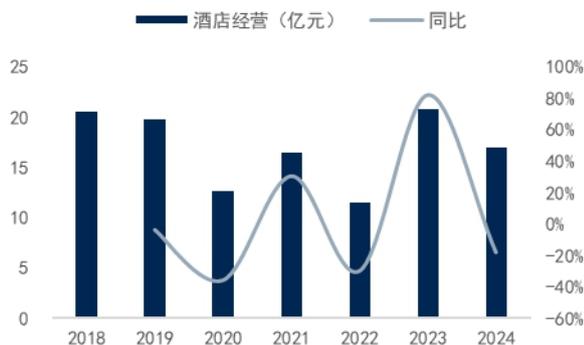
图26: 金茂深圳 JW 万豪酒店



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

中国金茂酒店运营板块以“轻重并举，以轻为主”战略为导向，重点打造金茂璞修、金茂嘉悦和金茂隐逸三大产品线，围绕“反客为主”服务理念，在产品、特色上开创旅居生态的新时代，让客人在金茂酒店“遇见另一种可能”。截至目前，公司共拥有 13 所豪华酒店，2024 年酒店市场承压明显，存量市场博弈日益激烈，公司酒店经营业务贡献收入 17 亿元，同比下降 18%，毛利率为 36%。

图27: 公司酒店经营业务收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图28: 公司酒店经营业务毛利率

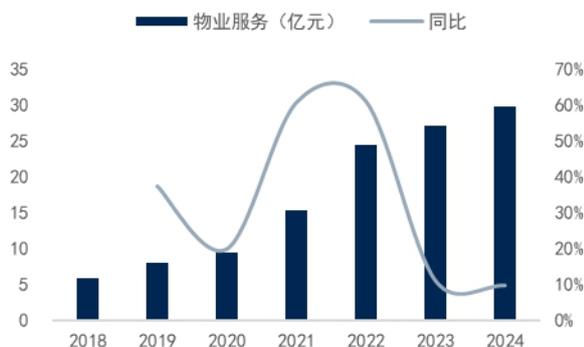


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 物业服务: 分拆上市, 业绩规模稳步增长

金茂服务是中国金茂旗下物业管理及城市运营服务的平台企业, 于2022年在香港联交所主板上市(00816.HK)。公司依托领先的声誉、资源优势、服务经验以及全面的技术能力, 持续为不同类型的客户提供品质如一、价值致远的物业管理服务、非业主增值服务以及社区增值服务。金茂服务目前拥有总合约建筑面积约达1.3亿平方米, 共遍及中国25个省、直辖市及自治区的71个城市, 涉及管理595个物业项目; 总在管建筑面积约达1.0亿平方米, 包括406个住宅社区及189个非住宅物业。2024年公司物业服务贡献收入30亿元, 同比增加10%, 毛利率为24%。

图29: 公司物业服务业务收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图30: 公司物业服务业务毛利率



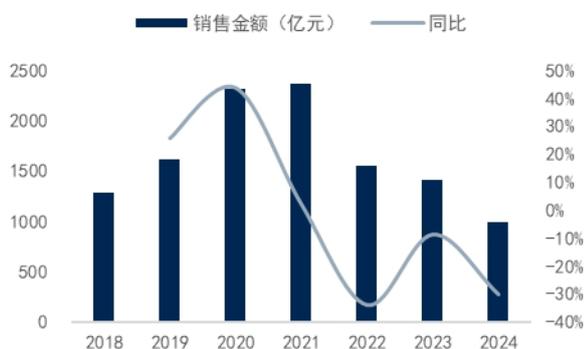
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 销售稳定, 土储优质

### 销售稳居行业第一梯队

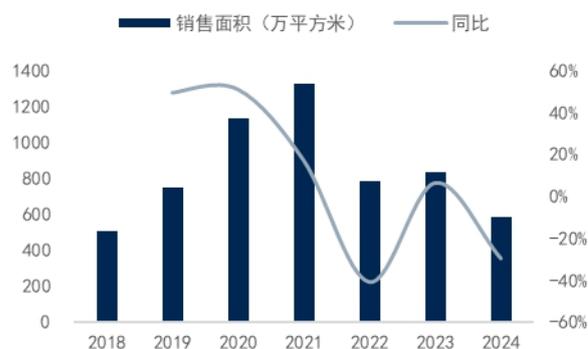
2024年公司实现销售金额983亿元, 排名全行业第12位, 稳居行业第一梯队; 实现销售面积582万平方米, 折合销售均价16887元/平方米。

图31: 公司销售金额及同比



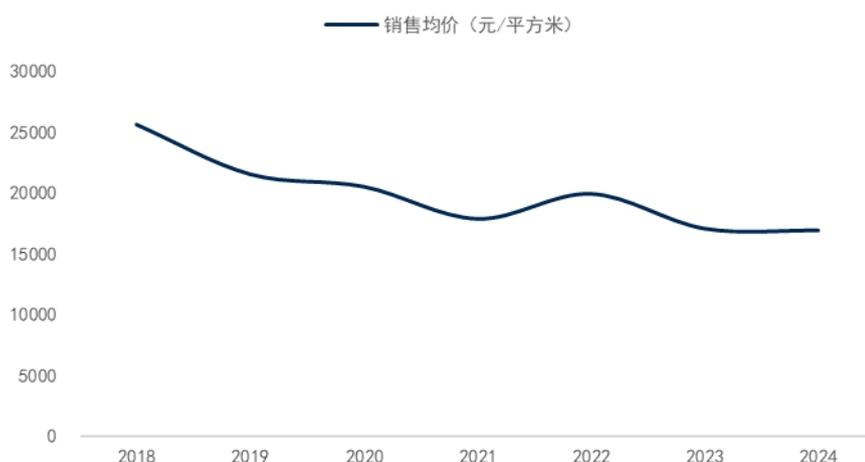
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图32: 公司销售面积及同比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图33: 公司销售均价



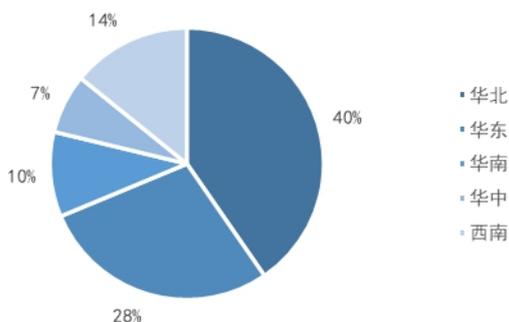
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

按区域看, 2024 年公司在华东、华北、西南、华南、华中分别销售 394 亿、275 亿、140 亿、103 亿、69 亿元, 分别占比 40%、28%、14%、10%、7%。

按城市能级看, 90%的销售额由一二线贡献, 一线、核心二线、其他二线、强三线的销售额占比分别为 19%、54%、17%、10%。

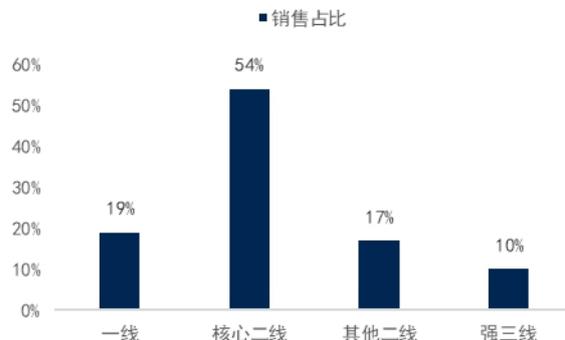
按城市看, 61%的销售额由 TOP10 城市贡献, 分别为上海、青岛、西安、南京、天津、苏州、北京、太原、成都、宁波。

图34: 公司 2024 年销售额按地区分布



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图35: 公司 2024 年销售额按城市能级分布



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### “城市运营”模式强化拿地竞争力

公司有别于其他开发商, 坚持化城市运营模式, 从空间(成片区综合开发)、时间(城市规划、持有运营、开发建设、物业销售)、内涵(产业齐备、配套齐全)三个维度, 定义了城市核心综合体、城市新城、特色小镇三类城市运营项目。

城市运营的逻辑, 在当前的房地产市场大背景下, 比零散的拿地开发更具有可持续性。中国进入高质量发展阶段, 新型城镇化仍有很大的提升空间, 中国金茂构建了“以城为主”的城市运营观念, 依托高质量的城市建设实现以城聚人、以城促产。

城市运营的发展模式, 是聚焦“两驱动、两升级”的城市运营模式, 以规划驱动为牵引, 推动城市升级; 以资本驱动为基石, 带动产业升级, 为城市发展注入持久动力。

我们认为, 公司城市运营的核心竞争力有以下几点:

- 作为背靠央企的老牌开发商, 公司不论是在产品革新、资金安全等方面, 都具有强大的穿越周期的能力, 而城市运营项目并非“短跑”, 而是需要经历规划、开发、销售、运营的“马拉松”, 所以公司具有大部分开发商都不具备的长期开发运营能力。
- 不管是土地一级开发还是二级开发, 开发商必须具备极强的前期规划能力和土地整理能力, 以及后期的综合运营能力。金茂背靠中国中化, 拥有极强的产业链支持, 同时经过数十年的沉淀, 公司在住宅、写字楼、商业、酒店等多业态上均有强劲的开发和运营能力。

同时, 城市运营模式也有一定的优势:

- 若是一级土地开发, 虽然前期开发商要付出一定资金成本, 但后期地价分成利润较为可观, 且通过一二级联动获得的土地由于前期地价较低, 项目利润率较高; 若是二级土地开发, 城市运营模式获得的土地规模远大于普通招拍挂土地, 对开发商的运营能力要求较高, 地价也比普通招拍挂土地更低, 项目利润率更高。
- 在后期运营中, 开发商能更加灵活的对地块进行规划、开工、定价、开盘去化, 同时开发商能更好的利用持有型物业产生可观的现金流, 有效抵消项目债务压力。

图36: 常熟金茂智慧科学城



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

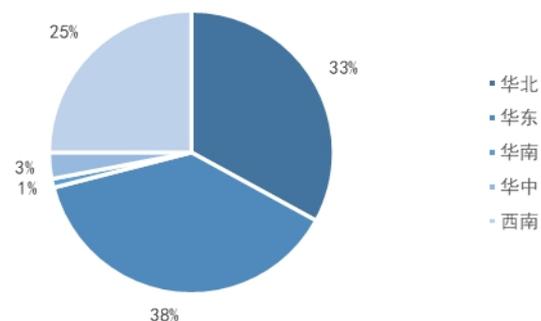
图37: 长沙雨花金茂智慧科学城



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司坚持双聚焦策略, 确保“投一成一”, 2024 年精准获取 22 个优质项目, 项目总土地款 333 亿, 项目权益土地款 202 亿, 新增土储计容总面积 202 万平方米, 其中一线、二线城市货值占比 99%, 华东、华北区域投资占比达 71%, 府系/璞系项目货值占比 65%。

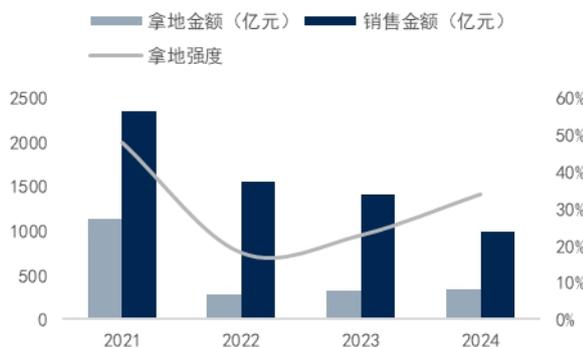
图38: 公司 2024 年拿地分布



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

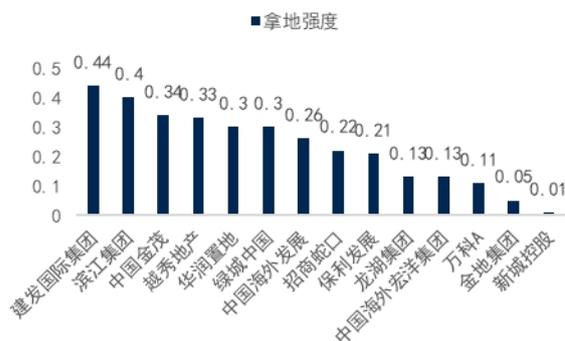
2023 年以来, 公司在招拍挂市场拿地强度不断提高, 拿地金额/销售金额不断上升, 2024 年拿地强度位为 0.33 于主流房企前列。同时公司不断加深城市运营储备, 实现“公开市场+城市运营”的多元化拿地策略。

图39: 公司历年拿地强度



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图40: 主流房企拿地强度对比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 土储丰富，未售货值结构较好

截至 2024 年末，公司拥有一级土地储备 4414 万平方米，其中权益面积 3611 万平方米；已确权的二级土地储备 3382 万平方米，其中权益面积 2284 万平方米。

在一级土地储备中，华北、华中、华东、西南区域面积占比分别为 51.8%、24.6%、17.2%、6.3%。在二级土地储备中，华东、华北、华中、华南、西南区域面积占比分别为 34.2%、24.9%、17.1%、12.0%、11.8%。

表2: 公司一级土地储备分布

区域	城市	一级土地储备面积 (万平方米)	占比
华东	湖州	64.4	1.5%
	嘉兴	129.5	2.9%
	金华	142.2	3.3%
	南京	148.2	3.4%
	宁波	269.9	6.1%
华中	赣江	849.1	19.2%
	长沙	10.4	0.2%
	郑州	230.1	5.2%
华北	廊坊	2291.2	51.8%
西南	贵阳	278.8	6.3%
合计		4413.9	100%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

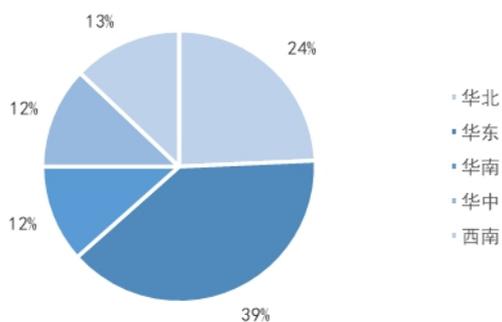
表3: 公司二级土地储备分布

区域	二级土地储备面积 (万平方米)	占比	权益面积 (万平方米)	占比
华东	1157.0	34.2%	701.6	30.7%
华南	404.8	12.0%	292.3	12.8%
华北	842.9	24.9%	596.4	26.1%
华中	577.7	17.1%	407.4	17.8%
西南	399.4	11.8%	285.9	12.5%
合计	3381.7	100.0%	2283.6	100.0%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

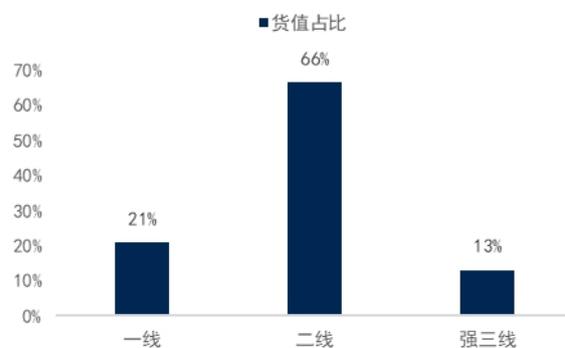
公司未售货值约 2800 亿, 货值可充分支撑公司未来经营需要; 63%集中在华北及华东等经济发达区域, 87%位于一二线城市, 未售货值结构较好。

图41: 公司未售货值按地区分布



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图42: 公司未售货值按城市能级分布

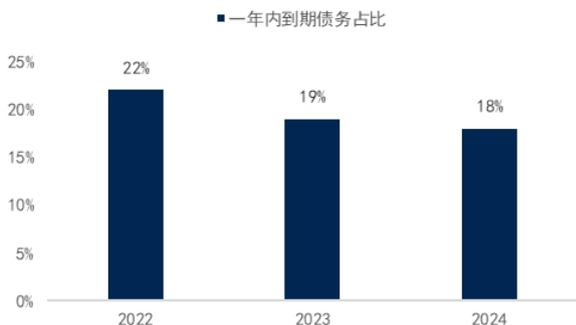


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

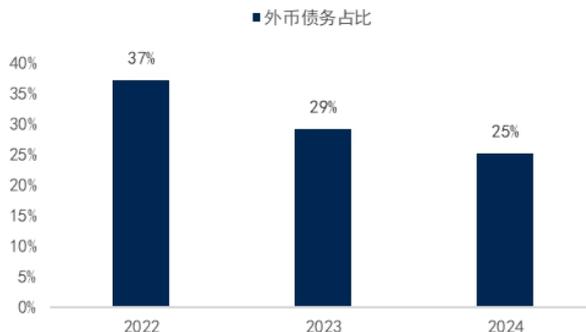
## 债务压力可控

### 债务结构优化, 压力可控

2024 年, 公司持续优化境内外债务结构, 平均融资成本、债务总额同比下降, 境内新增融资平均成本 2.87%, 维持较低水平; 债务到期结构合理, 一年内到期占比下降至 18%, 外币债务占比降低至 25%。

**图43: 公司一年内到期债务占比**


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**图44: 公司外币债务占比**


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**表4: 公司债务结构**

	总额 (亿元)	占比
一年内到期	216	18%
第二年	384	31%
第三至五年	428	35%
五年以上	200	16%
<b>总计</b>	<b>1228</b>	<b>100%</b>

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 三道红线维持绿档, 融资渠道畅通

公司“三道红线”维持全绿, 融资渠道多元畅通, 成功发行多笔低利率债券, 综合融资成本持续降低, 项目融资维持极低水平, 财务状况整体稳健。

**表5: 公司持有物业抵押贷**

资产	金额 (亿元)	年期	利率
凯晨世贸中心	87	15	2.85%
深圳 JW 万豪酒店	10	15	2.90%
天津海河金茂广场	10	15	3.20%
张家港览秀城	9	15	3.00%
金茂万丽酒店	9	15	2.76%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**表6: 公司 2024 年债券融资**

类别	金额 (亿元)	年期
金茂大厦 CMBS	35	15
中期票据	50	3
公司债	17	4

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1、2022 至 2024 年，公司的销售金额分别为 1550/1412/983 亿元，同比-34%/-9%/-30%。在公司未来两年销售保持平稳的情况下，综合考虑公司合同负债余额和结算进度，预计公司 2025、2026、2027 年总营业收入分别为 560/542/554 亿元，同比-5%/-3%/+2%。

2、预计公司未来三年营业成本/营业收入分别为 85%/85%/85%，与 2024 年基本持平，考虑到公司高地价低毛利项目陆续结算完毕，且 2022 至 2024 年减值计提较为充分，预计公司毛利率将保持稳定。

3、预计公司未来三年管理费用/营业收入为 5.0%，与 2024 年基本持平。

4、预计公司未来三年销售费用/营业收入为 3.5%，与 2024 年基本持平。

表7：公司营收假设

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	59053	56041	54248	55387
YOY	-18.4%	-5.1%	-3.2%	2.1%
营业成本/营业收入	85.4%	85.0%	85.0%	85.0%
管理费用/营业收入	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%
销售费用/营业收入	3.9%	3.5%	3.5%	3.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

### 未来 3 年盈利预测及敏感性分析

按上述假设条件，我们得到公司 2025、2026、2027 年的营收分别为 560/542/554 亿元，归母净利润分别为 11.0/11.3/11.6 亿元，同比+3%/+3%/+3%，每股收益分别为 0.08/0.08/0.09 元。

表8：未来三年盈利预测表（单位：百万元）

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	59053	56041	54248	55387
营业成本	50456	47635	46111	47079
销售费用	2288	1961	1899	1939
管理费用	2917	2802	2712	2769
营业利润	4438	2218	2288	2348
归母净利润	1065	1096	1131	1161
每股收益	0.08	0.08	0.08	0.09
ROE	2%	2%	2%	2%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

**盈利预测的敏感性分析：**公司以房地产开发为主业，未来的销售增速、结算节奏、成本费率将决定公司未来净利润的增长速度。我们将盈利预测分为乐观、中性和悲观预测：1）在乐观情况下，公司营收及毛利率水平均不同程度好于预期，且无减值计提；2）在悲观情况下，公司营收及毛利率均不同程度不及预期，且有大量减值计提；3）在中性预测条件下，公司 2025、2026、2027 年 EPS 分别为

0.08/0.08/0.09 元。

表9: 盈利预测情景分析（乐观、中性、悲观）

乐观预测	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	72404	59053	58462	59047	61409
(+/-%)	-12.8%	-18.4%	-1.0%	1.0%	4.0%
净利润(百万元)	-6897	1065	1460	1599	1646
(+/-%)	—	115.4%	37.1%	9.6%	2.9%
每股收益(元)	-0.51	0.08	0.11	0.12	0.12
中性预测	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	72404	59053	56041	54248	55387
(+/-%)	-12.8%	-18.4%	-5.1%	-3.2%	2.1%
净利润(百万元)	-6897	1065	1096	1131	1161
(+/-%)	—	115.4%	3.0%	3.1%	2.6%
每股收益(元)	-0.51	0.08	0.08	0.08	0.09
悲观预测	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	72404	59053	54152	50794	48559
(+/-%)	-12.8%	-18.4%	-8.3%	-6.2%	-4.4%
净利润(百万元)	-6897	1065	771	754	712
(+/-%)	—	115.4%	-27.6%	-2.2%	-5.6%
每股收益(元)	-0.51	0.08	0.06	0.06	0.05

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

**绝对估值：每股价值为 1.24 元，较当前股价有 26%的空间**

**调整现值法估算地产开发业务：**我们采用假设开发法评估其项目价值。假设未来三年（2025-2027）房地产销售的签约均价接近但不高于 2024 年的签约均价，WACC 取 12.5%，基于审慎原则估算公司地产开发业务权益增值。

表10: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1
无风险利率	1.80%
股票风险溢价	6.50%
公司股价	9.46
发行在外股数（百万股）	9061
股票市值(E)	85716
债务总额(D)	227179
Kd	4.20%
T	25.00%
Ka	8.95%
有杠杆 Beta	5.54
Ke	37.81%
E/(D+E)	27.39%
D/(D+E)	72.61%
WACC	12.50%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所测算

**地产开发业务绝对估值的敏感性分析：**假设 WACC 取 12.5%，在保守假设下，估算出地产开发业务重估权益增值为 155 亿元，经调整账面净资产后，估算出 RNAVPS 为 1.24 元。当销售均价和未来五年的折现率同时变化的情况下，假设 WACC 上升

至 20%且未来五年销售均价下跌 30%，则 RNAVPS 与现在股价相当。

表11: 地产开发业务重估权益增值相对房价和 WACC 的敏感性分析 (元/股)

		WACC			
		12.5%	15.0%	17.5%	20.0%
房价波动	0%	1.24	1.20	1.16	1.12
	-10%	1.18	1.14	1.11	1.08
	-20%	1.12	1.09	1.06	1.03
	-30%	1.06	1.03	1.01	0.98

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所测算

根据公司公告, 当前公司约有 2800 亿元可售货值, 我们综上, 根据调整现值法对公司进行绝对估值, 假设未来三年 (2025-2027) 房地产销售的签约均价接近但不高于 2024 年的签约均价, 且在充分考虑未来出售减值的风险后, 得出 RNAVPS 为 1.24 元, 较当前股价有 26%的空间。

表12: 调整现值法对公司价值进行重估

地产开发业务重估权益增值 (亿元)	85.2
账面净资产 (亿元)	178.6
重估净资产 (亿元)	155.2
股本 (亿股)	135.1
RNAVPS (元)	1.15
<b>较当前股价空间</b>	<b>15%</b>

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所测算

## 相对估值: 每股价值为 1.18 元, 较当前股价有 20%的空间

我们选取 A 股和港股以房地产开发为主业的龙头国央企, 和城市运营经验丰富的房企保利发展、华润置地、建发国际集团、越秀地产、招商蛇口、中国海外发展作为参考。根据市场一致预期, 同时手动消除港股一定的流动性折价后, 可比公司 2025 年平均动态 PE 为 11.9 倍, 而中国金茂 2025 年动态 PE 为 10.0 倍, 较可比公司有 20%的空间。考虑到公司土地质量较优, 融资背景强大, 且计提减值较为充分, 同时考虑到公司拥有大量隐含估值极高的高质量土地, 我们认为公司估值仍有一定修复空间。

表13: 可比公司估值比较

房企	股价 (元)	2025E EPS (元/股)	2025 年动态 PE
保利发展	8.16	0.46	17.9
华润置地	24.37	3.68	6.6
建发国际集团	13.71	2.21	6.2
越秀地产	4.36	0.28	15.6
招商蛇口	8.66	0.51	16.9
中国海外发展	12.29	1.52	8.1
平均			<b>11.9</b>
中国金茂	0.98	0.10	<b>10.0</b>

资料来源: Wind 一致预期, 国信证券经济研究所整理预测; 注: 所选可比公司仅作列示, 不涉及主观意见

## 投资建议: 首次覆盖给予“优于大市”评级

公司土地质量相对较好, 财务保持健康, 拿地积极, 有望在行业震荡后率先脱颖而出。自 2020 年以来, 公司共累计计提减值 174 亿元, 占现有存货约 17%, 已完

成的减值幅度位列主流房企前三，主流国央企第一，已较为充分释放了风险。预计公司 2025 至 2027 年营收分别为 560/542/554 亿元，归母净利润分别为 11.0/11.3/11.6 亿元，同比+3%/+3%/+3%。结合绝对估值和相对估值，我们认为公司每股价值较当前股价有 20%至 26%的空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值的方法计算出公司的合理估值，其中加权资本成本（WACC）、公司可售项目销售均价、销售进度、相对估值的比较等都存在一定的主观判断：

- 1、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 1.80%、风险溢价 6.50%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 2、我们对于公司可售项目销售均价的假设是基于公司楼盘 2024 的平均售价，在房地产市场下行周期中，存在假设均价高于未来实际销售价格从而导致公司估值高估的风险；
- 3、根据公司现有的土储资源，我们将公司当前土储计容建面分摊至四年内售完，不排除公司销售进度不达预期导致结算收入不及预期，从而导致公司估值下降的风险；
- 4、我们在进行相对估值时选取了 A 股和港股以房地产开发为主业的龙头国央企，和城市运营经验丰富的房企的估值水平作为参考，存在选取可比公司不严谨，以及房地产板块整体估值下行导致公司估值下降的风险。

### 盈利预测的风险

- 1、我们对公司的盈利预测建立在较多假设前提的基础上，包括对营业收入增长率、营业成本、管理费用、销售费用、营业税及附加、所得税税率等因素的假设。
- 2、我们根据对公司的综合分析，给出了相对合理的假设，但无法排除部分数据估算不准的可能。
- 3、存在对公司未来计提减值估计不够充分导致盈利预测偏高的风险。
- 4、存在对公司未来合联营公司贡献利润预计过于乐观导致盈利预测偏高的风险。

### 政策风险

- 1、不排除部分城市土地市场转热导致房地产销售端政策进一步收紧的风险；
- 2、不排除行业信用风险陡升导致融资政策进一步收紧的风险；
- 3、不排除出现部分创新型限制政策导致公司盈利能力和资产质量下降的风险。

### 经营风险

- 1、不排除公司未来扩张速度、销售速度、销售均价不达预期的风险；
- 2、不排除公司毛利率、净利率低于过去水平的风险；
- 3、不排除公司竣工进度、结算节奏低于预期的风险；

4、不排除因销售失速导致公司存货贬值的风险。

#### **财务风险**

- 1、不排除行业融资环境恶化导致公司财务成本上升的风险；
- 2、不排除政府对预售资金的监管趋严导致公司可动用资金不及预期的风险；
- 3、不排除因为财务管理不当导致公司存在流动性问题的风险；
- 4、不排除因行业整体下行导致公司进行大规模资产减值的风险；
- 5、不排除因为汇率波动导致公司汇兑亏损的风险。

#### **市场风险**

不排除在行业衰退时政策放松效果不及预期，导致行业基本面持续向下的风险。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	30920	30805	36910	49676	68756	营业收入	72404	59053	56041	54248	55387
应收款项	50390	73274	54226	59901	57376	营业成本	63382	50456	47635	46111	47079
存货净额	81620	83585	44846	45056	44987	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	7339	5392	5399	5090	5266	销售费用	2963	2288	1961	1899	1939
<b>流动资产合计</b>	<b>187151</b>	<b>193056</b>	<b>141381</b>	<b>159723</b>	<b>176385</b>	管理费用	3869	2917	2802	2712	2769
固定资产	93821	82225	65733	49113	32296	财务费用	1116	1465	2258	2088	1802
无形资产及其他	1011	1189	1019	849	679	投资收益	(919)	1307	1520	1471	1260
投资性房地产	7112	10931	10931	10931	10931	资产减值及公允价值变动	(4844)	(1256)	(686)	(621)	(710)
长期股权投资	48888	53723	56258	59943	63053	其他收入	(46)	2460	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>337983</b>	<b>341124</b>	<b>275322</b>	<b>280559</b>	<b>283344</b>	营业利润	(4736)	4438	2218	2288	2348
短期借款及交易性金融负债	25368	21607	21607	21607	21607	营业外净收支	1923	0	0	0	0
应付款项	35237	27292	16705	15686	16193	<b>利润总额</b>	<b>(2813)</b>	<b>4438</b>	<b>2218</b>	<b>2288</b>	<b>2348</b>
其他流动负债	115485	124430	68303	69714	69113	所得税费用	2046	2238	555	572	587
<b>流动负债合计</b>	<b>176090</b>	<b>173329</b>	<b>106616</b>	<b>107007</b>	<b>106914</b>	少数股东损益	2038	1135	567	585	601
长期借款及应付债券	103517	101194	101194	101194	101194	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(6897)</b>	<b>1065</b>	<b>1096</b>	<b>1131</b>	<b>1161</b>
其他长期负债	17675	26455	27366	32212	35090	公允价值变动损失	4844	1256	686	621	710
<b>长期负债合计</b>	<b>121192</b>	<b>127649</b>	<b>128560</b>	<b>133406</b>	<b>136284</b>	财务费用	1116	1465	2258	2088	1802
<b>负债合计</b>	<b>297282</b>	<b>300978</b>	<b>235176</b>	<b>240413</b>	<b>243198</b>	营运资本变动	(23004)	(16941)	(8023)	(338)	5202
少数股东权益	70546	54703	54703	54703	54703	其它	2038	1135	0	0	0
股东权益	39291	53575	53575	53575	53575	<b>经营活动现金流</b>	<b>(24027)</b>	<b>(14241)</b>	<b>10463</b>	<b>18286</b>	<b>24069</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>407119</b>	<b>409256</b>	<b>343455</b>	<b>348692</b>	<b>351477</b>	资本开支	10579	13609	(727)	(704)	(718)
						其它投资现金流	6001	16882	0	(0)	(0)
						<b>投资活动现金流</b>	<b>16346</b>	<b>25656</b>	<b>(3262)</b>	<b>(4389)</b>	<b>(3828)</b>
						权益性融资	0	0	0	0	0
						负债净变化	7399	(2323)	0	0	0
						支付股利、利息	0	(1097)	(1096)	(1131)	(1161)
						其它融资现金流	(13286)	(4690)	0	0	0
						<b>融资活动现金流</b>	<b>1512</b>	<b>(11530)</b>	<b>(1096)</b>	<b>(1131)</b>	<b>(1161)</b>
						<b>现金净变动</b>	<b>(6169)</b>	<b>(115)</b>	<b>6105</b>	<b>12766</b>	<b>19080</b>
						货币资金的期初余额	37089	30920	30805	36910	49676
						货币资金的期末余额	30920	30805	36910	49676	68756
						企业自由现金流	(9651)	(2407)	10685	18475	24180
						权益自由现金流	(17463)	(10146)	8992	16908	22828

关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股收益	(0.51)	0.08	0.08	0.08	0.09
每股红利	0.00	0.08	0.08	0.08	0.09
每股净资产	2.91	3.97	3.97	3.97	3.97
ROIC	4%	2%	3%	3%	4%
ROE	-16%	2%	2%	2%	2%
毛利率	12%	15%	15%	15%	15%
EBIT Margin	3%	6%	7%	6%	6%
EBITDA Margin	2%	4%	36%	38%	37%
收入增长	-13%	-18%	-5%	-3%	2%
净利润增长率	--	115%	3%	3%	3%
资产负债率	90%	87%	84%	85%	85%
息率	0.0%	7.6%	7.6%	7.8%	8.0%
P/E	(2.1)	13.6	13.2	12.8	12.4
P/B	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	263.9	119.7	12.3	12.5	12.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032