

## 批租+商业项目开发:

## 资金雄厚抗危机, 业务转型抢先机

### 投资要点:

- 批租业务仍为公司的主要业务, 占公司总营业收入的 80% 以上。未来两年业绩仍依赖土地批租的结转收入, 主要为塘东北块 TD-1(中石化)和世纪大都会地块(和记黄埔)共计 41 亿元的未结转土地款。批租业务保证了公司充沛的现金流入, 是公司在金融风暴影响下仍可以专心发展商业项目的有力保证。
- 主营业务转型初现成效。从 03 年开始, 公司全面推进主营业务从单纯土地开发与项目并重转型。公司现有土地资源集中在陆家嘴金融中心区、竹园商贸区、世纪大道两侧及塘东地区。这些资源一部分公司将拿来土地批租, 用于重大功能性招商项目。一部分则用于建设与区域功能相匹配的高档办公、商业物业和会展物业等。公司采取租售结合的方式, 以持有为主。预计 2008 年以及 2009 年公司分别有 23.1 万平方米和 21.3 万平方米的商业物业竣工, 租金收入将大幅提高。商业项目的收入当前不超过主营的 20%, 但是随着规划中的项目的竣工, 将会大大提高公司未来的收入。
- 陆家嘴财务稳健, 现金资产非常充沛, 在房地产行业面临调整的“现金为王”的时代, 商机无限。在经济低谷期, 陆家嘴不断夯实管理和开发实力, 抓住机会发展优秀的商业项目, 抓住先机, 待经济回暖时创造巨大的商业价值。
- 我们预计, 公司 2008、2009、2010 年的每股收益分别为 0.49 元、0.50 元、0.57 元。综合相对法和绝对法估值, 公司的合理股价为 16.8 元
- 我们给予首次“谨慎推荐”的投资评级。

### 主要财务指标

|              | 2006A  | 2007A  | 2008E | 2009E | 2010E  |
|--------------|--------|--------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元)    | 2868   | 2051   | 1688  | 2390  | 3440   |
| EBITDA(百万元)  | 1352   | 879    | 1298  | 1498  | 2100   |
| 净利润(百万元)     | 604.92 | 754.25 | 915   | 934   | 1073.6 |
| EPS(元)       | 0.3239 | 0.4038 | 0.49  | 0.50  | 0.57   |
| PE(X)        | 47.08  | 37.77  | 31    | 27    | 25     |
| EV/EBITDA(X) | 13.7   | 23.4   | 15    | 13    | 12     |
| PB(X)        | 3.6    | 2.6    | 2.4   | 2.1   | 2.0    |
| ROIC         | 8.9%   | 9.8%   | 10.8% | 11.5% | 12.8%  |

资料来源: 中国银河证券研究所

## 谨慎推荐 首次评级

目标价格: 16.8 元

### 分析师

潘玮

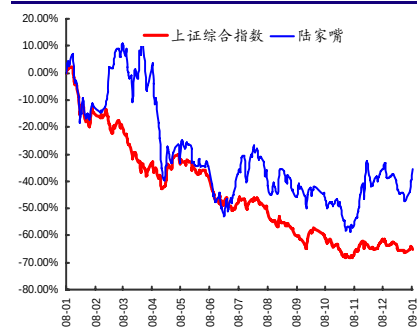
✉: panwei@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8212

### 市场数据 时间 2009.01.07

|               |        |
|---------------|--------|
| A 股收盘价(元)     | 15.2   |
| A 股一年内最高价(元)  | 28.9   |
| A 股一年内最低价(元)  | 10.15  |
| 上证指数          | 1924   |
| 市净率           | 3.6    |
| 总股本(万股)       | 186768 |
| 实际流通 A 股(万股)  | 135808 |
| 限售的流通 A 股(万股) | 0      |
| 流通 A 股市值(亿元)  | 207    |

### 相对中标 300 及 H 股指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究所

### 相关研究

1. 房地产行业深度研究报告 08.9.28

## 投资概要：资源优势和主营业务转型是投资主线

### 驱动因素、关键假设及主要预测：

(1) 公司的批租业务部分，塘东地块 TD-1 于 2009 年结算，大都会地块于 2010 年计算，不考虑未来两年公司有其他批租业务的发生；(2) 对公司土地储备的价值估计采用比较保守的算法，考虑到未来生地动迁的不确定性和困难给予合理估值。(2) 我们预计 2009 年上海商业地产租金保持稳定，公司计划 08, 09 年竣工的商业能够按时竣工并按计划招租。(3) 预测 2008, 2009, 2010 年公司的营业收入分别为 16.8 亿元、23.9 亿元和 34.4 亿元。归属母公司的净利润分别为 9.15 亿元、9.34 亿元和 10.74 亿元。对应的每股收益分别为 0.49 元、0.50 元和 0.57 元。

### 我们与市场不同的观点：

公司属于行业是房地产行业中的园区开发和商业地产开发。由于房地产行业的特殊性，公司的成长性并不如其他高增长的公司明显。但是在经济的调整时期，公司的亮点却非常明显的体现出来。商业地产的开发周期长，需要的资金量巨大，资金回收周期长，开发难度大，需要开发商有极其雄厚的资金储备和抵御风险的能力。陆家嘴历年批租业务带来的充沛的现金流，公司的管理能力，经营能力都处于行业龙头地位，是成功开发商业地产的有力保障。

### 公司估值与投资建议：

运用地产公司绝对估值方法计算公司的重估净资产 (NAV) 值，2008 年末公司的重估净资产为每股 NAV16.3 元。公司在 100 多家地产公司中总市值排在前十名以内，在同类园区开发和商业地产公司中排名第一。但是公司目前市盈率略低于行业平均水平。价值有所低估。考虑到公司充沛的资金和转型后打造的高质量商业物业带来的巨大价值，我们给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

### 股价表现的催化剂：

(1) 公司参与迪斯尼项目合作开发事宜如果能够得到最终确认，将是公司未来业绩进一步提升的有力驱动。

(2) 上海商业地产市场的表现如果能保持稳定，陆家嘴地区能够吸引到更多由于全球金融危机影响而将工作地点换到亚洲等新兴市场的商业租户，将对公司在建商业物业的业绩带来提升。

### 主要风险因素

公司主要面临业务转型风险，转型后能否顺利招商和经营将会极大地影响公司未来租金收入。房地产市场进入调整，全球经济放缓会对公司的业务有一定影响。公司批租业务结算时点的不同带来的业绩不确定性也是投资风险之一。

## 目 录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 一、稀缺的地域优势和开发商业地产的有利条件..... | 2  |
| （一）拥有金融中心的稀缺地域优势.....      | 2  |
| （二）具备开发商业地产的有利条件.....      | 2  |
| 二、主营业务分析.....              | 4  |
| （一）土地开发业务—奠定雄厚基础.....      | 4  |
| （二）商业物业开发—转型稳步推进.....      | 6  |
| 三、公司现金充沛.....              | 12 |
| 四、公司盈利预测.....              | 13 |
| 五、公司估值分析.....              | 16 |
| （一）绝对估值.....               | 16 |
| （二）相对估值.....               | 17 |
| 六、风险因素分析: .....            | 18 |
| 附录 .....                   | 19 |

## 一、稀缺的地域优势和开发商业地产的有利条件

### （一）拥有金融中心的稀缺地域优势

#### 1、唯一以“金融贸易”命名的国家级开发区

陆家嘴金融贸易区是 1990 年党中央、国务院宣布开发开放浦东后，在上海浦东设立的中国唯一以“金融贸易”命名的国家级开发区，占地 28 平方公里，陆家嘴中心区 1.7 平方公里。

陆家嘴开发区内国内、国际金融投资机构、跨国公司总部及各种服务机构云集。集聚效应带来了巨大的商业价值，也推动了商务配套的发展完善。作为我国金融市场逐步开放的试点地，陆家嘴在先行政策支持下成为中外资本的聚集地，并加快打造跨国公司总部集聚平台。

#### 2、公司拥有独一无二的地域资源

上海陆家嘴(集团)有限公司由上海市人民政府批准组建，主要负责陆家嘴金融贸易区土地成片开发和综合经营。自成立至今，公司累计开发土地 11.07 平方公里，动迁居民 2.8 万多户、单位 750 多家，转让土地面积 247.6 万平方米（规划建筑总面积 759.6 万平方米），吸引中外投资约 82 亿美元。公司从 03 年开始进行业务转型，主营业务从原来的单一以土地开发为主逐步向以土地开发和项目建设并重的战略格局转型，逐步增加公司长期拥有的优质资产比重，成为以城市开发为主业的房地产公司。

公司在陆家嘴中心区尚有大量的土地及项目储备，规划建筑面积 200 万平方米。作为全国租金首屈一指的上海陆家嘴金融区，公司拥有的大量资源是其他公司无法比肩的，这些项目储备及土地储备为公司未来打造高端商业物业奠定了有力基础。

### （二）具备开发商业地产的有利条件

商业地产与其他物业相比具有自身的特殊性，尤其是与住宅开发相比，其开发理念、开发过程、资金回收期和需求性与住宅地产有着巨大差异。陆家嘴在开发商业地产上具有独一无二的优势。

**资金方面**，多年批租业务的资金沉淀使得公司能够投入建设高质量的商业项目。公司 09 年计划打破连续五年无计息负债的局面，举债 50 亿投入到规划的商业项目建设中，在后续一系列有利于地产企业融资的政策条件下，资产证券化也能够纳入未来融资的考虑范围。

**经营管理方面**，公司组织团队进行精心策划，聘请国际一流的设计公司和物业管理公司对项目进行设计和管理，某些项目还和国际知名的商业地产开发商如新鸿基、和记黄埔等合作开发建设，从根本上保障了项目的成功经营和管理。

**投资意识方面**，公司新的管理层锐意开拓进取，力争打造陆家嘴地区优质高端商业物业，到现在为止已经竣工的物业以渣打银行大楼实现满租为代表，已经体现了公司的实力。

**项目定位方面**，公司的项目储备基本都位于陆家嘴中心区，经过多年的精心打造，陆家嘴地区已经成为全国租金首屈一指的金融、商业中心，商业环境配套完善，并在不断的改善中，陆家嘴所打造的商业物业也必将受益于陆家嘴大环境的进一步提升。

**表 1 商业地产和住宅地产开发特点比较表**

|       | 商业地产                                                                                                         | 住宅地产                                    |
|-------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------|
| 开发理念  | 以经营论成败。其核心性质在于其商业性质，品牌策略中各个流程都应围绕提升物业价值来开展。                                                                  | 以销售论回报。                                 |
| 开发过程  | 比较复杂。涉及市场研究—市场定位—市场策划—商业规划—招商策划—租售策略—销售策划—经营管理等诸多阶段。每个阶段的开发过程比住宅地产复杂，关键到整个项目的成败，从开发到成熟是一个漫长的过程，开发的风险也高于住宅地产。 | 开发阶段少，过程较短。                             |
| 资金回收期 | 大型商业项目需要一次投资建成，才能形成商业氛围。                                                                                     | 可以采用滚动开发模式，资金压力里较轻，可以利用一个项目的前期收益进行后期开发。 |
| 需求特点  | 刚性较弱，受国民经济发展情况和周边商业业态、商业环境的不确定因素影响强烈。                                                                        | 住宅是人们生活得基本需求，刚性较强。                      |

资料来源：银河证券研究所整理

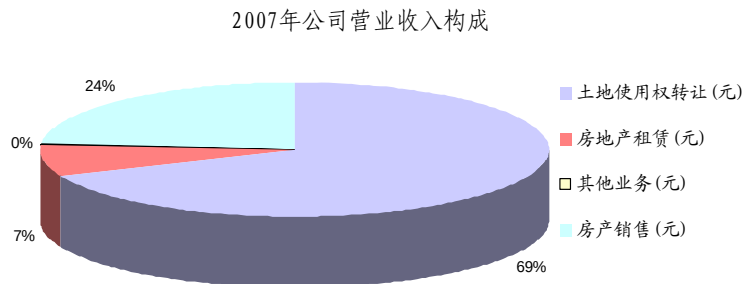
**表 2 开发商业地产需要具备的条件**

|        |                                                         |
|--------|---------------------------------------------------------|
| 长线投资意识 | 开发商要有长线投资意识，通过长期经营的积累来获得稳定收入。                           |
| 专业运作团队 | 形成专业的团队。开发商需要组建专业化的团队和完善的运营体系来确保商业地产的可持续经营。             |
| 充足资金保障 | 积极开拓资金渠道来融资。通过资产证券化、信托基金等金融创新手段，确保在货币紧缩的宏观经济背景下开发能够持续进行 |
| 项目定位清晰 | 项目本身定位清晰，地理位置优越，周边配套设施及商业环境良好                           |

## 二、主营业务分析

公司主营业务分为土地一级开发和商业项目建设并重。具体项目有土地使用权转让、房地产租赁、房地产销售及其他业务。

图 1 2007 年公司营业收入构成



资料来源：公司公告

土地批租（卖地）的收入仍然是公司目前最主要的收入，2008 年预计占总收入的 80%以上。

### （一）土地开发业务—奠定雄厚基础

陆家嘴的土地开发业务收入当前仍然占比较大。即通过转让（土地批租业务即卖地）来获取收入。从事土地一级开发，技术含量不高。批租带来的充裕的现金流可以为项目建设提供资金支持，建设项目或租或售。发展或投资物业对管理经营能力的要求比较高，物业成熟后能够提供长期稳定的现金流。

公司在陆家嘴的中心区域有大量的土地及项目储备，规划面积超过 200 万平方米。随着浦东陆家嘴金融贸易区开发的逐步完成，公司大量的土地储备也随之升值，成为商业资本的追逐的焦点。

#### 1、公司毛地动迁成本无大幅变动

公司的毛地块位于陆家嘴的中心腹地，世纪大道两侧，是十一五规划中的上海三大服务业聚集带之一。公司毛地块以 5-6 层楼的成套住宅为主。根据“上海市城市房屋拆迁管理实施细则”的规定，目前对成套住宅的拆迁补偿主要有两种方式：1）货币补偿：（被拆除房屋的房地产市场单价+价格补贴）×被拆除房屋的建筑面积。陆家嘴地区价格补贴为 20%。2）房屋安置：与货币补偿金额同等价值产权房屋。

根据上海市基准地价表，一类商业、金融、保险用地的楼面参考地价为 1.22 万元，这是招拍挂中底价制定的参考。公司土地储备绝大多数属于一类用地。

03 年之后，公司不能进行强制动迁，给批租业务带来了很大的不确定性；但是毛地并不占用公司成本，而现在住宅行业又进入长期调整期，一旦公司可以进行动迁，成本并不会大幅提高，还会由于住宅行业的调整而有所降低。



表 3 上海市基准地价表（基准日 2003 年 6 月 30 日）

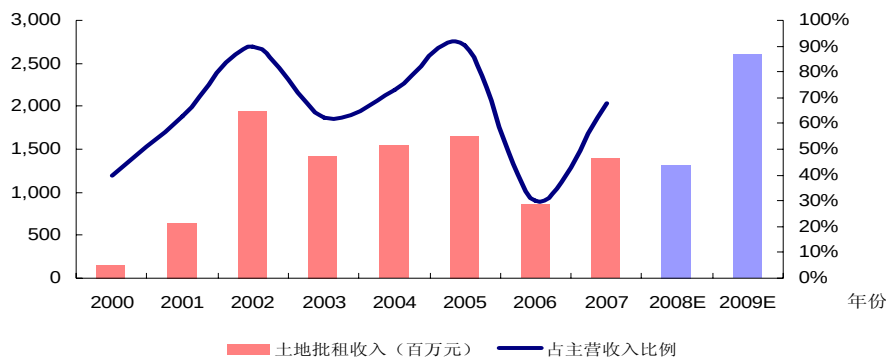
| 用途 | 商业    |       | 办公   |       | 住宅   |       | 工业   |       |
|----|-------|-------|------|-------|------|-------|------|-------|
| 级别 | (元)   | 设定容积率 | (元)  | 设定容积率 | (元)  | 设定容积率 | (元)  | 设定容积率 |
| 1  | 12260 | 3.5   | 8200 | 3.5   | 6200 | 2.5   | 4200 | 2.0   |
| 2  | 9920  |       | 6200 |       |      |       |      |       |
| 3  | 7500  | 3.0   | 4550 | 3.0   | 4550 | 2.0   | 2100 | 1.5   |
| 4  | 5280  |       | 3300 |       | 3300 |       | 1100 |       |
| 5  | 3960  | 2.3   | 2400 | 2.3   | 2400 | 1.8   | 530  | 1.0   |
| 6  | 2175  |       | 1500 |       | 1500 |       | 295  |       |
| 7  | 1269  | 1.2   | 940  | 1.2   | 940  | 1.0   | 250  | 0.8   |
| 8  | 910   |       | 700  |       | 700  |       | 195  |       |
| 9  | 600   | 1.0   | 510  | 1.0   | 510  | 0.8   | 150  |       |
| 10 | 370   |       | 370  |       | 370  |       |      |       |

资料来源 银河证券研究所

对公司的生地的动迁成本进行测算，15 万平方米的生地，待拆迁房屋面积估算约 30 万平方米，拆迁的总成本补偿价在 40 亿元左右。

## 2、土地批租业务带来稳定收入

图 2 陆家嘴历年土地批租收入（百万元）及其占主营业务比例



资料来源：公司公开公告

公司的土地批租收入从 2000 以来一直呈现稳步上升的态势，占主营收入的比例也都在 60% 至 80%，多年的批租业务为公司沉淀了大量现金资产，是公司在经济周期下行期间进行扩张的有力保障。在房地产行业进入调整的今天，仍然无任何资金链方面的担忧。

公司于 07 年 4 月和中石化签订土地转让合同，转让总价为 15 亿元的塘东北块 TD-1，由于中石化方面的原因，9.5 亿远的剩余土地款至今未支付公司，该地块的结算时间应在 09 年，总价 26 亿元的世纪大都会项目，和黄仍拖欠 7.8 亿的地价款，该项目预计在 10 年结算。即，09，10 年的业绩的主要部分仍然依赖批租业务的结转收入，即塘东北块 TD-1(中石化)和世纪大都会（和记黄埔）共计 41 亿元的未结转土地款。

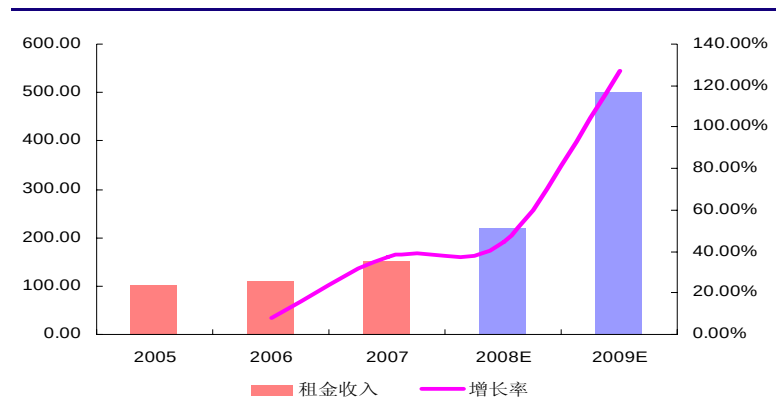
## （二）商业物业开发—转型稳步推进

陆家嘴在成立之初,是典型的土地批租公司,享有毛地开发成熟后的巨额的土地增值收益。但是国家政策在 2003 年出现了非常大的转变。毛地的产权不再由土地开发公司所有,而转为国家所有。根据物权法的规定,不能够强制动迁土地,因此公司在手里的存量土地批租完毕后,依靠土地批租盈利的经营模式难以为继,面临转型需求,并且这种批租业务模式处在价值链的下游,向价值链的高端发展才是长远之计。

2004 年,公司开始主业转型之路,即主营业务从“单纯土地开发”向“土地开发与项目建设并重”的战略转型。

目前正在开发三种类型的产品。其一是写字楼,主要是在小陆家嘴区域及周边建设一些功能性的写字楼宇,用以满足跨国公司研发机构、金融机构在陆家嘴金融贸易区发展的需要;其二是出租式公寓。公司会开发一些出租楼宇,作为面向在陆家嘴区域工作的高端人群的服务式公寓。其三就是面对零售业的商业中心项目。

图 3 公司出租业务的历年收入(百万元)及增长率



资料来源：公司公告

公司转型后,租金收入一直呈现告诉上涨的态势,站主营收入比例也在稳步提升,预计到 09, 10 年,在建物业竣工后,租金收入将会是 08 年的两倍到三倍,并在未来逐步扩大。

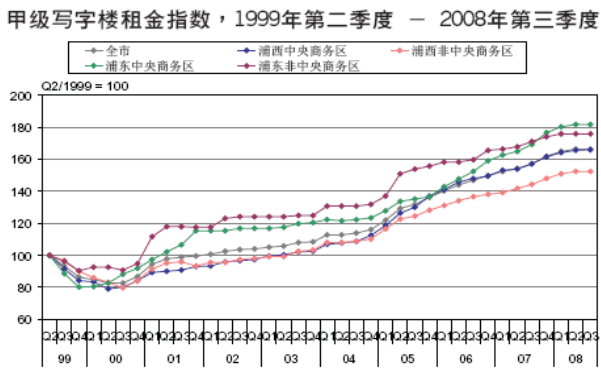
公司目前在建建筑面积超过 50 万平方米,另有 150 万平方米的前期策划面积。预计 08, 09 年的资金总支出在 80 亿元左右,依靠土地批租、投资物业租金收入等经营性现金流和银行存款结余,能够满足两年以内的项目建设的资金需求。



## 1、写字楼业务—建造优质国际企业总部

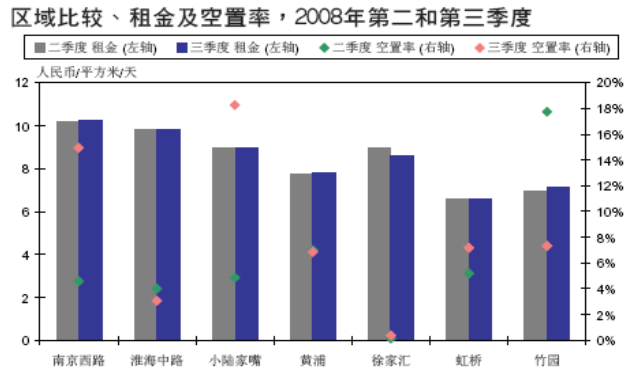
### (1) 上海写字楼租金稳定，供应增多

图 4 上海甲级写字楼租金指数呈现稳步上升态势



来源：第一太平戴维斯

图 5 上海地区租金、空置率的区域比较



2008 年第三季度，上海甲级写字楼租金指数上涨 0.1%，由于大量新项目的面世，全市甲级写字楼空置率升至 11.2%。现有甲级写字楼保持较高的入驻率。第三季度末，上海甲级写字楼平均租金为每平方米每天人民币 9.6 元（每平方米每月 42.9 美元）。

2008 年初以来上海甲级写字楼累计新增供应 687,000 平方米，形成了供应高峰。虽然市场吸纳量远低于供应量，但由于供应充足、租赁选择增多，需求有所释放，吸纳量还是很客观的达到 405,000 平方米。

### (2) 09 年上海写字楼需求有望充分释放

#### 看好上海写字楼市场需求

随着全球经济放缓，虽然大部分企业会面临资金压力，但是并不意味着企业发展会完全停滞。许多国家经济不容乐观，跨国公司需要在国门之外寻求更多的机会。中国作为全球经济增长最快的国家之一仍然被普遍看好，对写字楼市场来说，这将带来长期和稳定的市场需求。

上海甲级写字楼租金普遍低于亚洲其他主要城市。香港、东京、新加坡的租金基本是上海的 2 至 3.5 倍。许多企业在过去十年努力削减开支，将公司迁往租金相对便宜的上海成为不错的选择，有力推动了上海写字楼市场需求的增长。

#### 08 年之后，需求能够有效释放

一直以来上海的写字楼市场呈现供不应求的局面，这种卖方市场导致租赁者选择受限，需求也受到抑制。在 2008 到 2010 年期间，上海将新添约 270 万平方米的甲级写字楼。2008 到 2010 年间的巨大的供应量可以及时填补写字楼市场的供应缺口。企业租赁写字楼时可以有更多选择，长期积累起来的被抑制的需求会得到充分释放。

### (3) 写字楼项目介绍

表 4 陆家嘴竣工及在建的写字楼项目介绍

| 项目名称      | 性质    | 状态 |
|-----------|-------|----|
| 软件园 7 号楼  | 研发办公楼 | 竣工 |
| 软件园 8 号楼  | 研发办公楼 |    |
| 渣打银行大厦    | 甲级办公楼 |    |
| 金桥创科园     | 研发办公楼 |    |
| 软件园 9 号楼  | 研发办公楼 |    |
| 中国钻石交易中心  | 甲级办公楼 | 在建 |
| 陆家嘴金融投资大厦 | 甲级办公楼 |    |
| 软件园 10 号楼 | 研发办公楼 |    |
| 陆家嘴信息服务中心 | 办公楼   |    |

资料来源：公司公告

#### 1) 渣打银行大楼一开山力作：已实现满租

渣打银行大厦是陆家嘴股份公司在小陆家嘴地区自主开发的第一栋高标准智能化金融大厦，建筑总面积约 4 万平方米，建筑高度 120 米，地上 26 层，地下 3 层。项目于 2005 年 6 月 25 日复工，2006 年 12 月 27 日提前实现结构封顶，2007 年 12 月底竣工。渣打银行中国地区总部共使用大厦 14 个楼面，其中租用 10 个楼面，自购 4 个楼面，使用总面积超过 2.7 万平方米，并将根据其业务的发展逐步增加大厦使用面积。目前，渣打银行大厦已基本实现满租。

#### 2) 陆家嘴软件园一市级软件产业基地：租金将逐步提升

陆家嘴软件园是“国家软件产业出口基地”——浦东软件园的分园。陆家嘴软件园处于浦东新区的黄金地段，近世纪大道和世纪公园，区域总占地面积 43 万平方米，规划建设规模 45 万平方米，计划建成集研发-生活-休闲一体化的软件园区。2007 年 11 月，陆家嘴软件园晋升为市级软件基地，是继浦东软件园后的浦东新区诞生的又一个市级软件产业基地，也是目前浦东新区软件园中唯一一家成为市级软件产业基地的园区。“十一五”期间，陆家嘴公司将进一步加大对园区投资、建设的力度，使园区规模扩展到现在规模的 3 倍，研发楼宇面积超过 20 万平方米，园区软件销售收入突破 100 亿元，税收贡献达到 6 亿元。

建成初期的陆家嘴软件园租金收入不高，约在 2.5 元/平方米日。随着新建项目的投入使用，其租赁收入将会逐步提高到一般市场水平，预计成熟后的租金水平保守估计，在 5 元/平方米日。

### 2、出租式公寓—瞄准金融人才特殊需要

要满足金融服务的需求，首先是对人才的需求。根据估计纽约华尔街的金融从业人数大概在 40 万左右，伦敦也在 25 万到 30 万左右，而上海到 07 年末只有十几万人。”陆家嘴金融贸易区一直以来大力鼓励吸引金融人才的各项措施。陆家嘴在这方面也走在前列。

#### (1) . “银行家公寓”

针对陆家嘴地区金融从业人员的特点，考虑到金融外籍人士的生活习惯，规划并兴建了东和

公寓以及东银公寓，09 年之后均可以实现投入使用。

表 5 陆家嘴公寓项目简介

| 项目   | 介绍                                                                                                                                                                                                      |
|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 东和公寓 | 东和花苑坐落在陆家嘴（塘东 TD-2 地块）景色秀丽的张家浜南岸，与上海科技馆隔岸相望，交通便捷，环境优美。规划建设总面积约 8.35 万平方米的五幢 24 层公寓住宅，户型、功能、面积、室内风格等完全按照外籍人士生活习惯设计。项目将于 2008 年 5 月全面建成。届时，将为浦东乃至整个上海的外籍人士提供 413 套高端服务式公寓。                                |
| 东银公寓 | 陆家嘴东银公寓是陆家嘴公司为贯彻市、区领导提出的“金融聚焦”发展要求，以及新区领导积极倡导的“金梧桐树工程”，为加快金融人才集聚，改善金融生态环境而实施的重要工程之一，旨在将陆家嘴东银公寓打造成为陆家嘴金融贸易区内一流的、有特色的“银行家公寓”，为在陆家嘴金融城工作的银行家和外资金融机构高端人士提供环境优美、生活舒适、设施齐全、功能完善的金融社区环境，吸引更多的外资银行在陆家嘴设立中国法人总部。 |

资料来源：银河证券研究所

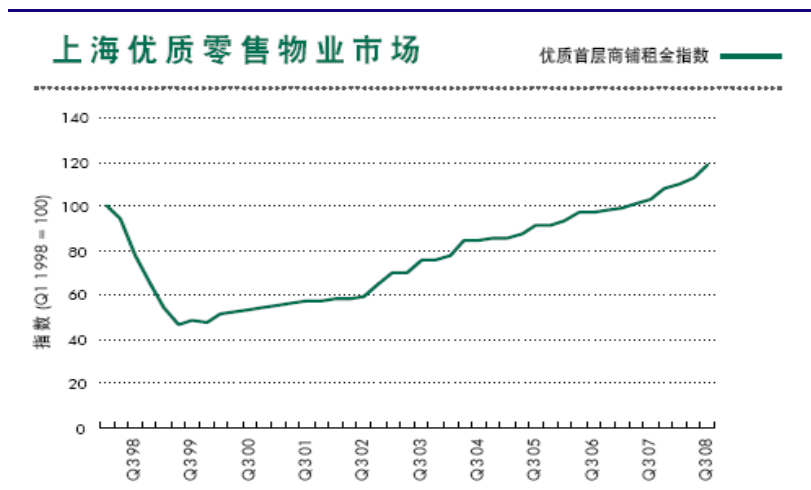
## （2）人才公寓

另外，针对一些全国各地到陆家嘴金融机构就职、具有一定工作经历和小家庭的中青年金融人才，公司又规划兴建人才公寓。小户型，高质量，配套服务齐全的价格适中的公寓在浦东地区比较匮乏，公司正是看准了这一需要，一方面自己规划兴建，陆家嘴集团计划在浦东兴建近 1 万套人才公寓，总建筑面积约 39 万平方米，以帮助解决金融机构在陆家嘴发展的后顾之忧；另一方面从外部整体购买楼盘。08 年住宅地产行业持续低迷，陆家嘴利用这个时机在上海浦东地区收购了一些楼盘，计划经过装修改造后，作为人才公寓投入使用。

## 3、零售物业的商业项目—打造金融中心服务基地

2008 年第三季度，上海优质零售物业市场保持活跃。首层租金环比上涨 5.7%至每天每平方米 47.7 元，二层租金环比上涨 6.9%，达每天每平方米 30.9 元。一些国际品牌继续在上海进行扩张，空置率下降 0.4 个百分点至 5.5%。

图 6 上海优质首层商铺租金指数



资料来源：CBRE

表 6 公司在建及竣工的商业中心项目

| 项目            | 介绍                                                                                                                                                                                                                                         | 状态 |
|---------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 陆家嘴 96 广场     | 商业：<br>96 广场是陆家嘴商圈内唯一一个开放式的商业休闲广场。项目建成后，不仅将为周边商务区的企业、楼宇白领和社区居民提供一流的休闲购物场所，将进一步丰富“新上海商业城”商圈的业态模式，形成功能互补，共同构建浦东商业的繁华景象。                                                                                                                      | 竣工 |
| 陆家嘴 1885 文化中心 | 商业：<br>“陆家嘴 1885”项目建筑风格时尚、海派，丰富的文化内涵、优越的地理位置，正式投入运营后将与业已形成的新上海商业城为邻，为世纪大道沿线集聚人气、商气、文气，同时营造出一个优雅、浪漫的时尚休闲空间，将成为世纪大道中段一道美丽的风景线。“陆家嘴 1885”项目经营业态以精品餐饮为主要的时尚文化休闲中心。                                                                             | 竣工 |
| 世纪大都会项目       | 综合：<br>2005 年 12 月 19 日，和记黄埔地产有限公司与上海陆家嘴金融贸易区联合发展有限公司签订合作协议，两巨头携手开发陆家嘴金融贸易区大型商业、办公综合性项目“世纪大都会”（2-3、2-4 地块）。优越的地理位置、高效的交通枢纽，使得“世纪大都会”项目成为未来上海市内环线以内最具“人气”的稀有旺地，建成后必将成为未来上海市中心最具竞争力的、集商业、文化、娱乐、办公酒店功能于一体的城市现代服务业集聚中心，对提升浦东现代服务业功能，有着举足轻重的作用。 | 在建 |

资料来源：银河证券研究所

值得一提的是，公司与和记黄埔合作开发世纪大都会项目。“世纪大都会”项目位于陆家嘴金融贸易区核心地区的世纪大道中侧，占地约 9 万平方米。项目南侧地块将由和记黄埔负责开发，北侧由陆家嘴公司与百联集团联合开发。

“世纪大都会”旨在为周边办公楼和即将入驻的国内外企业提供商业、酒店、文化、娱乐、办公等多功能、高品位的现代服务配套，从而进一步完善陆家嘴金融贸易区的金融生态环境、提升陆家嘴“金融城”的综合服务功能，为浦东的现代服务业发展和城市中心功能的提升做出更多贡献。

“世纪大都会”项目也是陆家嘴公司实现主营业务从单一土地经营向土地开发与项目建设并重转型的重要项目之一。其建成将为实现企业长期稳健发展、确立在行业发展中的竞争优势、从而逐步增持公司长期优质资源的比重起到重要作用。同时，与世界知名的商业地产开发商和记黄埔合作开发将会大力提高公司的开发能力和策划经验，向优质同行学习，为未来的商业项目开发奠定更加坚实的基础和提升品牌的影响力。

可以预期，陆家嘴的商业项目是对陆家嘴地区大型商业项目缺乏的有力补充。

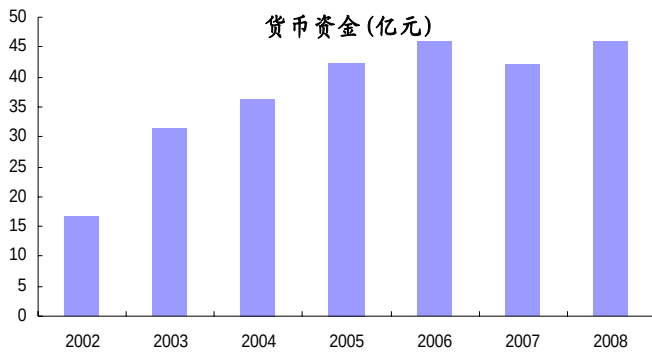
表 7 陆家嘴的投资物业汇总（至 2009 年）

| 陆家嘴投资物业项目一览   |       |                 |      |                  |
|---------------|-------|-----------------|------|------------------|
| 项目            | 性质    | 总建筑面积<br>(万平方米) | 权益   | 权益建筑面积<br>(万平方米) |
| 2007 年竣工物业    |       |                 |      |                  |
| 软件园 7 号楼      | 研发办公楼 | 1.8             | 55%  | 0.99             |
| 软件园 8 号楼      | 研发办公楼 | 3.2             | 100% | 3.20             |
| 渣打银行大厦        | 甲级办公楼 | 5.4             | 90%  | 4.86             |
| 小计            |       | 10.4            |      |                  |
| 2008 年计划竣工物业  |       |                 |      |                  |
| 金桥创科技园        | 研发办公楼 | 4.1             | 100% | 4.10             |
| 软件园 9 号楼      | 研发办公楼 | 4.3             | 100% | 4.30             |
| 陆家嘴 96 广场     | 商业    | 6.6             | 55%  | 3.63             |
| 陆家嘴 1885 文化中心 | 商业    | 1.5             | 100% | 1.50             |
| 东和公寓          | 公寓    | 9.9             | 100% | 9.90             |
| 东银公寓          | 公寓    | 4.9             | 100% | 4.90             |
| 中国钻石交易中心      | 甲级办公楼 | 4.9             | 55%  | 2.70             |
| 小计            |       | 36.2            |      |                  |
| 2009 年计划竣工物业  |       |                 |      |                  |
| 陆家嘴金融投资大厦     | 甲级办公楼 | 6.9             | 100% | 6.90             |
| 软件园 10 号楼     | 研发办公楼 | 2.9             | 100% | 2.90             |
| 陆家嘴信息服务中心     | 办公楼   | 1               | 100% | 1.00             |
| 小计            |       | 10.8            |      |                  |
| 合计            |       | 57.4            |      | 50.88            |

资料来源：根据公司公告整理

### 三、公司现金充沛

图 7 公司 02-08 年的货币资金（亿元）



资料来源：公司公告

公司的最大的财务特点为现金充沛，自 2004 年以来连续 5 年无计息负债。08 年三季度，公司的账面现金资产为 30.5 亿元，无计息负债。经营活动现金流出现负值为公司支付天津小伙巷地块地价款所致。这一方面说明了公司财务的稳健性和经营的保守性，另一方面也反映出公司没有充分利用财务杠杆获取规模扩张和更多利润。

公司将在 09 年改变过去 5 年没有计息负债的状态，计划通过银行贷款或者发行债券的形式负债不超过 50 亿以改善财务结构。同时，利用充沛的现金扩大公司在商业地产或者商品房上的开发规模，进一步改善公司目前主营收入仍然大部分依赖土地批租的经营方式。

负债经营短期内不会对公司业绩造成较大影响，中长期有利于公司持续稳健发展。



## 四、公司盈利预测

关键假设:

- 1) 公司的批租业务部分，塘东地块 TD-1 于 2009 年结算，大都会地块于 2010 年计算，不考虑未来两年公司有其他批租业务的发生；
- 2) 预计到 10 年之前能够贡献租金收入的投资物业的租金收入和出租率假设如下表:

表 8 公司出租物业的租金收入假设

|                   |       | 出租率  |      |      | 可租面积(万平米) |      |      | 租金(元/平米/天) |     |     | 租金收入(百万元/年) |       |       |
|-------------------|-------|------|------|------|-----------|------|------|------------|-----|-----|-------------|-------|-------|
| 项目                | 性质    | 08 年 | 09 年 | 10 年 | 08        | 09   | 10   | 08         | 09  | 10  | 08          | 09    | 10    |
| 2007 年之前竣工物业      |       | 100% | 100% | 100% |           |      |      |            |     |     | 90.0        | 140.0 | 150.0 |
| 2007 年竣工物业        |       |      |      |      |           |      |      |            |     |     |             |       |       |
| 软件园 7 号楼          | 研发办公楼 | 100% | 100% | 100% | 0.99      | 0.99 | 0.99 | 5.0        | 5.3 | 5.5 | 18.1        | 19.2  | 19.9  |
| 软件园 8 号楼          | 研发办公楼 | 100% | 100% | 100% | 3.20      | 3.20 | 3.20 | 5.0        | 5.3 | 5.5 | 58.4        | 61.9  | 64.2  |
| 渣打银行大厦            | 甲级办公楼 | 100% | 100% | 100% | 3.96      | 3.96 | 3.96 | 8.0        | 8.5 | 8.5 | 115.6       | 122.9 | 122.9 |
| 小计                |       |      |      |      |           |      |      |            |     |     |             |       |       |
| 2008 年计划竣工物业      |       |      |      |      |           |      |      |            |     |     |             |       |       |
| 金桥创科技园            | 研发办公楼 | 0%   | 50%  | 70%  | 4.1       | 4.1  | 4.1  |            | 4.0 | 4.0 | 0.0         | 29.9  | 41.9  |
| 软件园 9 号楼          | 研发办公楼 | 0%   | 80%  | 85%  | 4.3       | 4.3  | 4.3  | 5.0        | 5.3 | 5.5 | 0.0         | 66.5  | 73.4  |
| 陆家嘴 96 广场         | 商业    | 0%   | 50%  | 70%  | 2.9       | 2.9  | 2.9  | 6.5        | 6.7 | 7.0 | 0.0         | 35.5  | 51.9  |
| 陆家嘴 1885 文化中心     | 商业    | 0%   | 70%  | 85%  | 1.5       | 1.5  | 1.5  | 6.5        | 6.7 | 7.0 | 0.0         | 25.7  | 32.6  |
| 中国钻石交易中心          | 甲级办公楼 |      | 60%  | 65%  |           | 2.7  | 2.7  |            | 8.0 | 8.3 | 0.0         | 47.3  | 53.2  |
| 小计                |       |      |      |      |           |      |      |            |     |     |             |       |       |
| 2009 年计划竣工物业      |       |      |      |      |           |      |      |            |     |     |             |       |       |
| 东和公寓              | 公寓    |      | 60%  | 80%  |           | 9.9  | 10%  |            | 4.5 | 4.5 | 0.0         | 97.6  | 1.3   |
| 东银公寓              | 公寓    |      | 60%  | 85%  |           | 4.9  | 5%   |            | 4.6 | 4.6 | 0.0         | 49.4  | 0.7   |
| 陆家嘴金融投资大厦         | 甲级办公楼 |      |      | 85%  |           | 6.9  | 6.9  |            | 8.5 | 8.5 | 0.0         | 0.0   | 182.0 |
| 软件园 10 号楼         | 研发办公楼 |      |      | 80%  |           | 2.9  | 2.9  |            | 5.0 | 5.5 | 0.0         | 0.0   | 46.6  |
| 陆家嘴信息服务中心         | 办公楼   |      |      | 80%  |           | 1    |      |            | 5.0 | 5.5 | 0.0         | 0.0   | 0.0   |
| 小计                |       |      |      |      |           |      |      |            |     |     |             |       |       |
| 2010 年底计划竣工物<br>业 |       |      |      |      |           |      |      |            |     |     |             |       |       |
| 陆家嘴基金大厦           | 甲级办公楼 |      |      | 0%   |           |      |      |            | 8.0 | 8.5 |             |       |       |
| 合计                |       |      |      |      |           |      |      |            |     |     | 282.1       | 695.8 | 840.4 |

基于以上假设，公司的盈利预测如下：

表 9 公司 08、09、10 的盈利预测表

| 利润表（百万元） | 2006  | 2007  | 2008E   | 2009E  | 2010E   |
|----------|-------|-------|---------|--------|---------|
| 营业收入     | 2,868 | 2051  | 1688    | 2390   | 3440    |
| 营业总成本    |       |       | 613     | 1297   | 1598    |
| 营业成本     | 1694  | 852   | 589.96  | 971.7  | 1252.16 |
| 营业税金及附加  | 1,159 | 213   | 151.36s | 195.3  | 189.28  |
| 销售费用     | 27    | 18    | 24.94   | 92.4   | 51.87   |
| 管理费用     | 116   | 107   | 75.68   | 110.2  | 154.7   |
| 财务费用     | -56   | -99   | -86     | -72    | -54.6   |
| 资产减值损失   | 162   | -2    | 0       | 0      | 0       |
| 公允价值变动收益 |       |       |         |        |         |
| 投资收益     | 177   | 1     |         |        |         |
| 汇兑收益     |       |       |         |        |         |
| 营业利润     | 1,351 | 864   | 1075    | 1093.5 | 1842.75 |
| 营业外收支净额  | 0     | 15    | 196     | 20     | 0       |
| 税前利润     | 1,352 | 879   | 1271    | 1      | 1842.75 |
| 减：所得税    | 218   | 17    | 313     | 273.6  | 460.46  |
| 净利润      | 1134  | 862   | 958     | 961    | 1382.29 |
| 母公司净利润   | 605   | 754   | 915     | 934    | 1073.6  |
| 少数股东损益   | 529   | 108   | 43      | 27     | 308.69  |
| 基本每股收益   | 0.324 | 0.404 | 0.49    | 0.50   | 0.57    |
| 稀释每股收益   |       |       |         |        |         |
| 股本       | 1868  | 1868  | 1868    | 1868   | 1868    |

根据对公司业务的盈利预测，2008，2009，2010 年公司的营业收入分别为 16.8 亿元、23.9 亿元和 34.4 亿元。归属母公司的净利润分别为 9.15 亿元、9.34 亿元和 10.74 亿元。对应的每股收益分别为 0.49 元、0.5 元和 0.57 元。

## 五、公司估值分析

### （一）绝对估值：

#### 1、土地储备的价值

公司现有土地储备占地面积约 30 万平方米。已经动迁的熟地占一半以上，根据公司向中国石油化工集团公司协议转让塘东北块 TD-1 地块土地使用权，转让金额 15 亿元，土地建筑面积约 15.75 万平方米，规划为商务办公用地。土地占地面积为 6.3 万平方米，成交价为 2.4 亿元/万平方米；另一块地，世纪大都会 2-4 地块，转让给和记黄埔，转让价 26 亿。按照两块地加总的平均价格，是 3.5 亿元/万平方米。我们采用这个价格来对熟地进行估值。对于未动迁的毛地，由于面临后续政策的不确定性，不能强制动迁，以及动迁成本升高等的因素，这部分的估值也值得进一步探讨，在这里，假定按照熟地价值的 30%来进行估值。按照上述方法测算，土地储备的价值约为 68 亿元。

#### 2、投资物业的价值

投资物业的价值取 8%的资本回报率，折现期 45 年，进行现金流折现。

表 10 出租物业 NAV 估值

| NAV          | 估 值 (亿元) |
|--------------|----------|
| 出租物业（已出租及在建） | 101      |
| 出租物业（策划）     | 103      |
| 合计           | 204      |

表 11 公司 NAV 估值：

| NAV          | 估 值 (亿元) | 占比   |
|--------------|----------|------|
| 土地储备         | 68       | 22%  |
| 出租物业（已出租及在建） | 101      | 33%  |
| 出租物业（策划）     | 103      | 34%  |
| 现金           | 32       | 11%  |
| 2008 年每股 NAV | 16.3 元   | 100% |

根据计算结果，2008 年末公司的重估净资产为每股 NAV16.3 元。

## (二) 相对估值

根据对公司业务的盈利预测, 2008, 2009, 2010 年公司的营业收入分别为 16.8 亿元、23.9 亿元和 34.4 亿元。归属母公司的净利润分别为 9.15 亿元、9.34 亿元和 10.74 亿元。对应的每股收益分别为 0.49 元、0.5 元和 0.57 元。

表 12 公司的盈利预测

| 利润表(百万元) | 2006  | 2007  | 2008E | 2009E | 2010E  |
|----------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入     | 2,868 | 2051  | 1688  | 2390  | 3440   |
| 母公司净利润   | 605   | 754   | 915   | 934   | 1073.6 |
| 基本每股收益   | 0.324 | 0.404 | 0.49  | 0.50  | 0.57   |

表 13 园区开发类企业市盈率表

| 证券代码      | 证券简称 | 市值<br>(元)   | 流通市值<br>(元) | 市盈率(PE, TTM)<br>(X) |
|-----------|------|-------------|-------------|---------------------|
| 000402.SZ | 金融街  | 19130151914 | 14152151147 | 29                  |
| 600895.SH | 张江高科 | 16044423738 | 16044423738 | 30                  |
| 601588.SH | 北辰实业 | 9798028200  | 4365000000  | 39                  |
| 600007.SH | 中国国贸 | 7484109228  | 1486000000  | 22                  |
| 600639.SH | 浦东金桥 | 6763535064  | 1817817139  | 26                  |
| 000897.SZ | 津滨发展 | 5142925704  | 5142811962  | 69                  |
| 600823.SH | 世茂股份 | 3295868279  | 2473433328  | 69                  |
| 000511.SZ | 银基发展 | 3106498110  | 2773550658  | 24                  |
| 600736.SH | 苏州高新 | 2829833280  | 1677336053  | 16                  |
| 600162.SH | 香江控股 | 2710378545  | 1276791398  | 12                  |
| 000931.SZ | 中关村  | 2213497963  | 1426217636  | 13                  |
| 000608.SZ | 阳光股份 | 1906922416  | 1337897189  | 15                  |
| 600133.SH | 东湖高新 | 1008667452  | 566536560.  | 35                  |
| 平均        |      |             |             | 31                  |
| 600663.SH | 陆家嘴  | 26315667560 | 19135403560 | 26                  |

公司目前市盈率低于行业平均水平。价值有所低估。结合公司的盈率预测, 给予 35 倍的市盈率, 公司 09 年目标价格可达 17 元。

## 六、风险因素分析：

**业务转型风险。**公司正在进行业务转型，公司的土地储备中，由于 03 年之后动迁政策的变化给公司进行毛地开发带来了很大的不确定因素，公司以批租为主的业务不具有可持续性，毛地不能够强行动迁的情况下，拆迁成本又有很大的提高，公司原先的优势业务受到限制。转型后规划的商业项目能否按时竣工，妥善经营，顺利招商等对公司来说也是一个新的挑战。

**房地产市场风险。**房地产市场的表现对公司业绩和未来发展会产生直接的影响。房地产市场与国际国内宏观经济形势，国家的政策等联系紧密。如果房地产市场一直持续低迷，商业地产不可避免会受到影响。这对公司未来商业项目的盈利性会构成直接影响。

**业绩的不确定性风险。**公司批租业务的结算时点经常具有不确定性，作为占公司总收入 80%左右的主要业务，结算时点的变化将会导致公司每年业绩的波动比较大。



## 附录

### 公司战略分析

附表 1

| 公司战略分析 | SWOT 评价                                                                                         | 总分值 3.6 |
|--------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|---------|
| 优势     | 独一无二的资源优势，土地开发行业的龙头，土地储备位于寸土寸金的中国金融中心陆家嘴，受政府重点扶持的大型企业，负责陆家嘴地区的土地开发业务；公司进行战略转型发展自持物业已初现成效，后续潜力大。 | 分值：4.5  |
| 劣势     | 公司刚刚进行转型，优质商业物业的开发经营经验仍需进一步学习。                                                                  | 分值：3.0  |
| 机会     | 房地产行业面临调整，公司现金充沛，可以趁调整时机进行低成本扩张，发展新的出租型物业。                                                      | 分值：4.5  |
| 威胁     | 物权法的颁布使得动迁土地时不能够强制动迁，公司的一些毛地动迁面临不确定性和成本提高。公司未来业务将逐渐以优质物业出租为主，面临招商风险、经营风险以及宏观经济形势的影响。            | 分值：2.5  |

注：分值 1-5，越高越好

### 公司竞争力分析

附表 2

| 公司竞争力分析 | 波特“五力”评价                     | 总分值 4.0 |
|---------|------------------------------|---------|
| 供应商力量   | 供应商力量较小。                     | 分值：4.5  |
| 新进入壁垒   | 进入壁垒较高。                      | 分值：4.5  |
| 客户力量    | 卖方市场。陆家嘴地区资源稀缺，是国内国际资本追逐的重点。 | 分值：4.5  |
| 替代产品    | 基本无替代产品。                     | 分值：4.0  |
| 竞争对手    | 基本无竞争对手。                     | 分值：4.0  |

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

## 插图目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图 1 2007 年公司营业收入构成 .....            | 4  |
| 图 2 陆家嘴历年土地批租收入（百万元）及其占主营业务比例 ..... | 5  |
| 图 3 公司出租业务的历年收入及增长率 .....           | 6  |
| 图 4 上海甲级写字楼租金指数呈现稳步上升态势 .....       | 7  |
| 图 5 上海地区租金、空置率的区域比较 .....           | 7  |
| 图 6 上海优质首层商铺租金指数 .....              | 9  |
| 图 7 公司 02-08 年的货币资金 .....           | 12 |

## 表格目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 表 1 商业地产和住宅地产开发特点比较表 .....              | 3  |
| 表 2 开发商业地产需要具备的条件 .....                 | 3  |
| 表 3 上海市基准地价表（基准日 2003 年 6 月 30 日） ..... | 5  |
| 表 4 陆家嘴竣工及在建的写字楼项目介绍 .....              | 8  |
| 表 5 陆家嘴公寓项目简介 .....                     | 9  |
| 表 6 公司在建及竣工的商业中心项目 .....                | 10 |
| 表 7 陆家嘴的投资物业汇总（至 2009 年） .....          | 11 |
| 表 8 公司出租物业的租金收入假设 .....                 | 14 |
| 表 9 公司 08、09、10 的盈利预测表 .....            | 15 |
| 表 11 公司 NAV 估值: .....                   | 16 |
| 表 12 公司的盈利预测 .....                      | 17 |
| 表 13 园区开发类企业市盈率表 .....                  | 17 |
| 附表 1 .....                              | 19 |
| 附表 2 .....                              | 19 |

## 分析师简介

潘玮，清华大学金融学学士，管理学硕士，2008 年加入银河证券，从事房地产行业（园区开发，商业地产）研究。

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908