

房地产开发 III

李少明

010-66276931

lishaoming@cjis.cn

万丽

010-66276963

Wanli1@cjis.cn

6-12 个月目标价: 8.2 元

当前股价: 5.67 元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2004.95
总股本(百万)	1419
流通股本(百万)	386
流通市值(亿)	22
EPS (TTM)	0.42
每股净资产(元)	1.64
资产负债率	76.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
苏宁环球	-8.10	2.72	-44.15
上证综合指数	0.87	5.76	-29.55



相关报告

《集团地产整体上市, 公司踏上一线蓝筹之旅》2007/8/9

《摘帽提升品牌价值, 异地开发成就全国性开发商》2007/3/29

《目前股价已充分反映了公司的基本状况和估值预期》2007/3/15

《“整体上市”与“跨江战略”长期提升公司价值》2006/1/18

请务必阅读正文之后的免责条款部分

苏宁环球

000718

强烈推荐

等待厚积薄发

近日我们走访了整体上市后的苏宁环球, 公司主要开发南京、吉林、上海、无锡等市场的住宅房地产。一旦市场转暖, 公司业绩持续释放能力强。

投资要点:

- 集团房地产资产 08 年已整体上市, 公司因此拥有大量廉价土地, 权益建筑面积 670 万平米。除部分项目外, 项目土地款已全部缴清, 部分滚动开发项目成本锁定。公司财务稳健, 资金压力不大。扣除预收帐款后的负债率 26.3%, 净负债率仅为-1.8%, 账面尚余 6 个多亿现金, 三费控制能力突出, 仅为 4%。
- 公司产品主要分布在南京和吉林, 均为普通性住宅, 成本低、规模大, 贴近刚性需求, 是政策鼓励的对象, 未来仍将受益于利好政策的支持, 具有较强的抗风险能力。公司楼盘销售面积在南京市前 10 大热销楼盘中占 37.93%, 销售总金额在南京市排名第三, 其市场影响力进一步提升。从降价后成交量迅速放大的情况来看, 南京房市刚性需求较旺盛, 承接能力强, 预计 09 年下半年南京市场将逐步好转, 江北市场也将随之逐步好转。
- 公司拟将开发 7-8 年的项目缩短至 5-6 年, 以快速回笼资金低价拿地, 保持后续持续增长。目前公司尚余未售楼盘不多, 南京同区域其他公司已缩减开工量, 09 年供应量将减少。公司 09 年计划新开工 120 万平米, 我们预计 09 年销售面积可望达到 80 万平米, 销售收入 32 亿元, 较 08 年增长 20-30%。
- 07-08 年销售: 南京天润城、威尼斯水城、吉林天润城以及南京零星项目等。预计 08 年底尚余销售收入约 48.34 亿元, 预计 08 年结算 32 亿, 结余 16 亿元给 09 年的业绩留有余地。预计 08EPS0.56 元、09EPS0.68, 同比增长 22%。据目前项目售价测算, RNAV6.58 元或 93.39 亿元, 目前市值 79.17 亿元, 重估值折价 15.23% 交易。合理估值 6.8-8.2 元, 对应 09 年市盈率为 10-12 倍。给予“强烈推荐”评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	1278	3200	3840	4608
同比(%)	20%	150%	20%	20%
归属母公司净利润(百万元)	213	788	964	1170
同比(%)	175%	270%	22%	21%
毛利率(%)	35.9%	51.7%	50.0%	50.0%
ROE(%)	27.2%	33.8%	29.2%	26.2%
每股收益(元)	0.15	0.56	0.68	0.82
P/E	37.85	10.23	8.36	6.89
P/B	10.31	3.45	2.44	1.80
EV/EBITDA	28	7	6	5

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、估值、盈利预测与投资建议	3
1.1 估值	3
1.2 盈利预测	4
1.3 投资建议	4
二、缴纳土地出让金情况及财务状况	4
2.1 除部分项目外，土地款全部缴清，滚动开发项目成本锁定	4
2.2 公司财务稳健，资金压力不大	4
三、项目开发销售情况	6
3.1 南京房市刚性需求依存，公司楼盘销售份额最大	6
3.2 公司在售楼盘情况	8
3.2.1 天润城	8
3.2.2 威尼斯水城	8
3.2.3 天华硅谷	9
3.2.4 天华绿谷	9
3.2.5 吉林天润城	9
四、08 年结算预计及 09 年开发销售计划	10
4.1 08 年结算预计	10
4.2 09 年开发销售计划	10

一、估值、盈利预测与投资建议

1.1 估值

在 08 年上半年公司第一大控股股东苏宁环球集团完成对公司的资产整体上市，带来可产生净利约 32.6 亿元建筑面积 266 万平米的南京江北威尼斯水城项目。08 年下半年通过定向增发 1.2 亿股融资 6.84 亿元。公司经过股改、一系列注资已成为集团房地产运作的平台。目前公司拥有权益建筑面积 670 万平米。

根据目前项目的实际成交价格计算，公司在南京、上海、吉林拥有的 5 个开发项目开发后可获取的净利润，以及公司目前的股东权益计算，公司的 RNAV6.58 元。吉林项目与当地政府签订了土地转让协议，采取滚动开发，土地价格已锁定。若考虑吉林未支付地价，公司的 RNAV9.53 元。

目前公司市值 79.17 亿元，重估值 93.39 亿元。折价 15.23% 交易。

表 1：目前项目估值

	天润城	威尼斯水城	吉林天润城	天华硅谷	上海朱家角	吉林目前开发项目
建筑面积（万平米）	290	266	520	37	12	32
销售价格（元/平米）	3900	4600	3500	3900	20000	3500
销售成本（元/平米）	2000	1700	2000	2500	8000	2000
营业税及附加（元/平米）	312	552	228	234	3000	228
营业利润（元/平米）	1588	2348	1273	1166	9000	1273
三费（元/平米）	156	184	140	156	800	140
利润总额（元/平米）	1432	2164	1133	1010	8200	1133
净利润（元/平米）	1074	1623	849	758	6150	849
项目全部净利（亿元）	28.03	32.64	44.29	2.58	5.90	2.44

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2：NAV 估值

	重估值（亿元）
天润城	28.03
威尼斯水城	32.64
吉林扣除目前项目	41.85
吉林目前项目	2.44
天华硅谷	2.58
上海朱家角	5.90
股东权益	21.80
合计（未计算吉林未支付地价土地）	93.39
合计（计算吉林未支付地价土地）	135.24
NAV 未计算吉林未支付地价土地（元/股）	6.58
NAV 计算吉林已签约未支付土地（元/股）	9.53
目前公司市值（2009/01/21）	79.17

资料来源：公司公告、中投证券研究所

1.2 盈利预测

2007-2008 年公司主要销售项目为南京天润城、威尼斯水城，08 年增加了吉林天润城。根据我们的测算，截至到 2009 年 1 月 6 日，天润城和水城已分别结算 80 万平米和 30 万平米，分别尚余 53 万平米和 26 万平米未结算。加上天华硅谷（08 年销售未结算）、天华绿谷（已售未结）以及 08 年四季度推出的吉林天润城成交 4.5 亿元，预计到 08 年底公司尚余未结算的销售收入约 48.34 亿元（07 年底预收帐款 16.3 亿元，08 年销售收入 25.2 亿元）。

我们预计公司 08 年将结算 32 亿销售款（余 6 亿元预收帐款），给公司带来 8.34 亿元净利，08EPS0.56 元。

由于公司目前尚余已开发未售楼盘不多，公司计划 09 年加快开发进度，计划新开工面积 120 万平米，我们预计 09 年销售面积将达到 80 万平米，预计销售收入 32 亿元，较 08 年增长 20-30%。

预计 09 年净利润 10.2 亿元，同比增长 22%，09EPS0.68。

1.3 投资建议

合理估值：RNAV6.58，08EPS0.56，09EPS0.68，合理估值 6.8-8.2 元，对应 09 年的 EPS 为 10X-12X。给予“强烈推荐”评级。

二、缴纳土地出让金情况及财务状况

2.1 除部分项目外，土地款全部缴清，滚动开发项目成本锁定

威尼斯水城项目在集团注资进来前就已缴清土地款。天华硅谷、浦东大厦、吉林天润城 1 期、上海科学城、无锡地块、长春地块、以及天润城大部分地块等均已缴清土地款或通过收购项目获取。

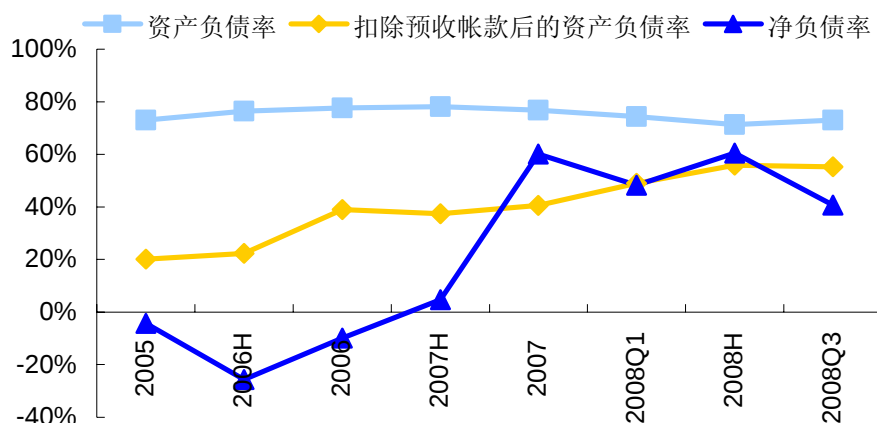
目前南京天润城、吉林天润城采取滚动开发，土地出让金随开发进度缴纳，即真开发时缴纳所开发地块的出让金。公司与当地政府已有协议，上述土地均以净地出让，通过招拍挂获取，土地价格已锁定，不会增加额外的土地款，开发速度主要受政府拆迁速度的影响。南京天润城 4300 亩的土地，已累计缴纳 3000 亩土地款，还有 1000 多亩没有缴纳，南京天润城土地出让价格锁定在 40 万/亩。吉林天润城净地楼面地价出让价格也锁定在 415 元/平米，已拿 650 亩，尚余近 5000 亩。

2.2 公司财务稳健，资金压力不大

公司 08 年 3 季度资产负债率 76.8%，扣除预收帐款后的负债率 26.3%，净负债率仅为-1.8%。三费控制能力突出，仅为 4%。

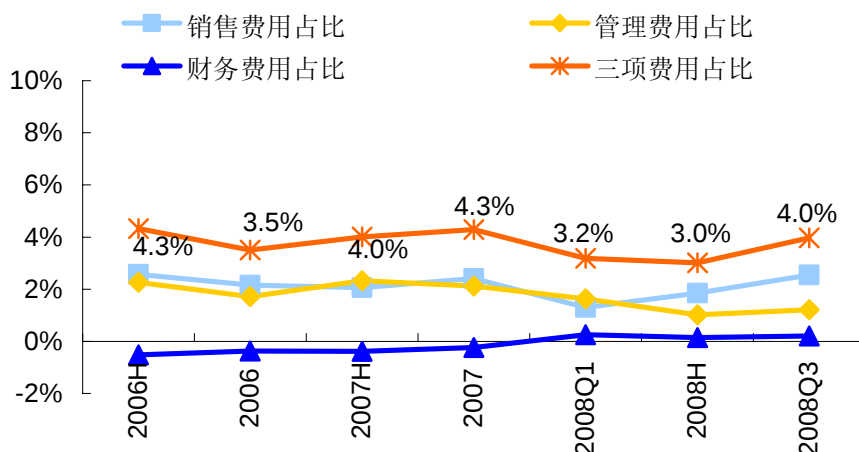
公司绝大多数项目土地款已付清，部分项目采取滚动开发，不存在大量土地款需支付的问题。加上账面尚余 6 个多亿现金，可能公司滚动开发所需，资金压力不大。短期负债占比偏高，有结构调整的需要。短期内公司没有融资计划。集团的资金面也不紧张，拥有的商场、宾馆、批发市场等位于市中心，拥有稳定的租金收入，08 年底银行还主动贷款给集团 5 个亿贷款。

图 1: 资产负债情况



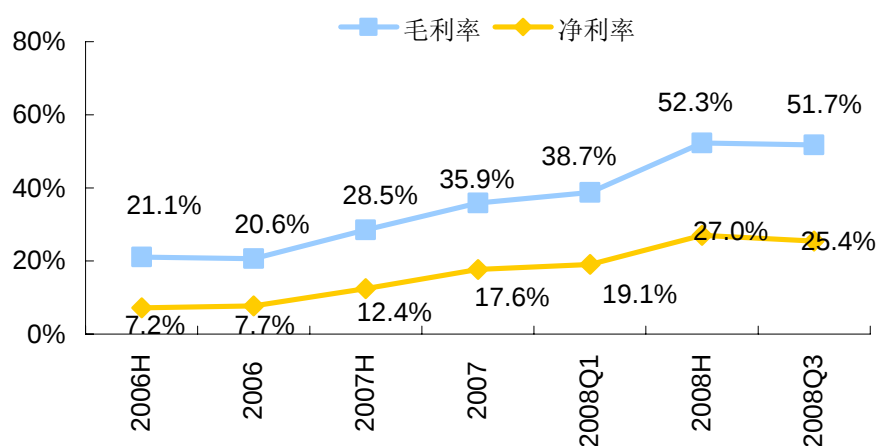
数据来源: wind, 中投证券研究所

图 2: 三项费率情况



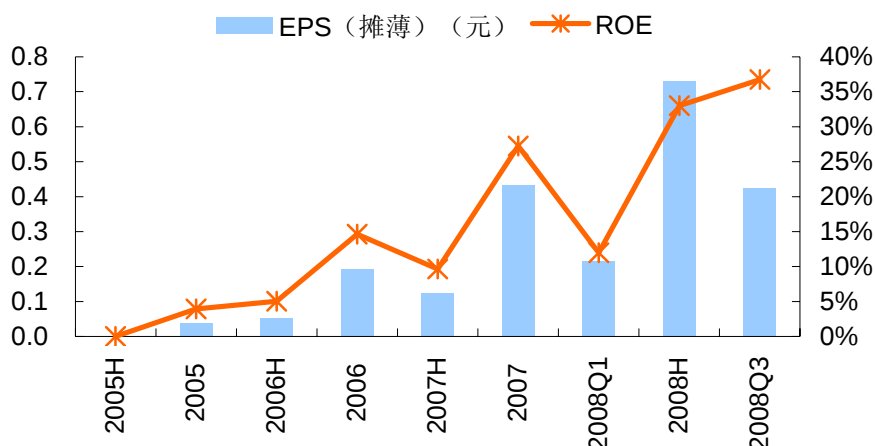
数据来源: wind, 中投证券研究所

图 3: 盈利能力情况



数据来源: wind, 中投证券研究所

图 4: EPS 和 ROE 情况



数据来源: wind, 中投证券研究所

三、项目开发销售情况

3.1 南京房市刚性需求依存，公司楼盘销售份额最大

威尼斯水城项目在集团注资进来前就已缴清土地款。天华硅谷、浦东大厦、吉林天润城 1 期、上海科学城、无锡地块、长春地块、以及天润城大部分地块等均已缴清土地款或通过收购项目获取。

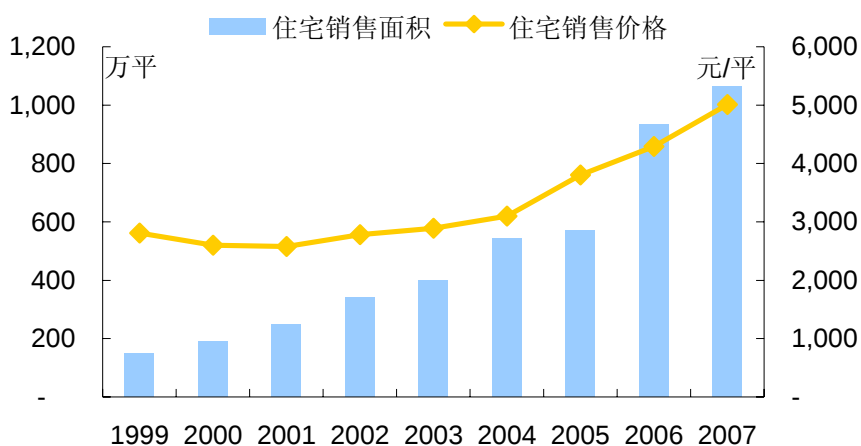
南京房地产市场发展迅速，2003-2007 年住宅销售面积的年均复合增长率为 21.6%，2007 年住宅销售面积更是突破 1000 万平米，达到 1065 万平米。进入 2008 年，南京房地产市场上半年仍保持较为活跃的交易状态，但从 7 月份开始市场开始大幅度调整，成交量下滑态势明显，11 月份房地产新政生效后，南京市场迅速回暖。根据南京网上房地产的交易数据，2008 年南京商品住宅成交 42401 套，成交面积约为 447 万平米，比 2007 年下降 50% 左右。

尽管南京市场发生了较大幅度的调整，但在公司楼盘集中的浦口区，住宅成交仍然较为活跃。2008 年南京市场按住宅成交套数排名的楼盘前十名有六个在浦口区。苏宁环球开发的天润城和威尼斯水城排名分列第一、二位，销售面积在前 10 名中占 37.93%。

按南京市 08 年的销售总金额排名，前三名分别是栖霞建设，雅居乐和苏宁环球（公司在 08 年 12 月销售量占南京 40% 强）。

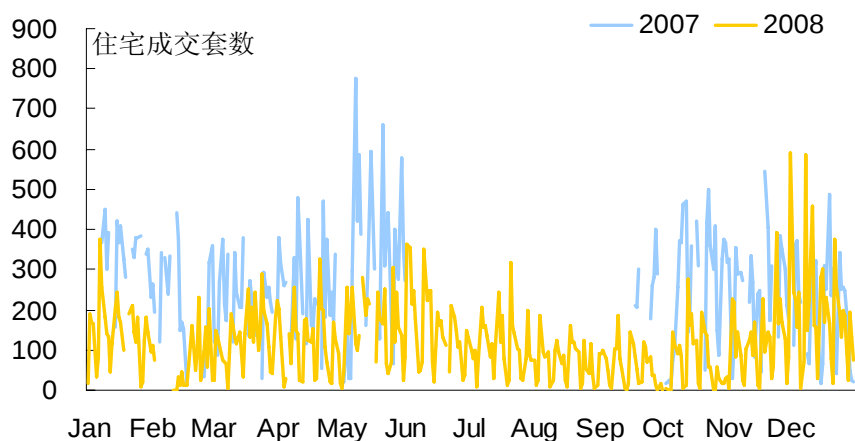
由于公司开发的产品贴近刚性需求，具有较高的性价比，因而受宏观经济形势调整的影响相对较小。未来公司的楼盘仍将受益于政府的利好政策支持。

图 5: 南京住宅销售情况 (1999-2007)



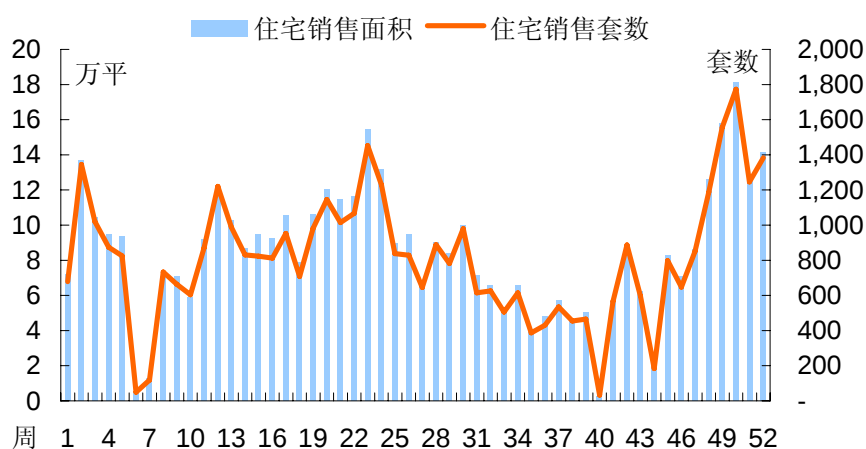
数据来源: soufun, 中投证券研究所

图 6: 南京住宅销售同比情况 (1999-2007)



数据来源: soufun, 中投证券研究所

图 7: 2008 年南京市场住宅成交周数据



数据来源: soufun, 中投证券研究所

表 3: 南京 2008 年住宅销售套数排名前 10

排名	项目名称	区域	成交套数	成交面积 (万平)	成交套数	成交金额 (亿)	均价 (元/平)
1	天润城	浦口	3,129	29.62	3,129	11.50	3,882
2	威尼斯水城	浦口	1,501	14.13	1,501	6.56	4,645
3	旭日上城	浦口	1,193	12.26	1,193	5.46	4,452
4	明发滨江新城	浦口	1,154	14.29	1,154	5.74	4,014
5	东郊小镇	江宁	974	6.78	974	4.00	5,901
6	万科金域缇香	建邺	802	7.03	802	6.34	9,009
7	荣盛水景城	六合	763	8.07	763	2.92	3,619
8	雅居乐花园	秦淮	729	10.16	729	11.59	11,415
9	大华锦绣华城	浦口	715	7.37	715	2.93	3,979
10	旭日爱上城	浦口	712	5.63	712	2.00	3,556

数据来源: 南京网上房地产, 新浪网, 中投证券研究所

3.2 公司在售楼盘情况

08 年公司主推天润城, 威尼斯水城, 在市场销售低迷期作了一定的价格让步。尤其是在 08 年 11-12 月, 公司加大了促销力度, 在江北共出售了 2000 多套住宅, 均价 4000 元/平, 销售收入 8 个亿左右。08 年公司在江北楼盘的开发量与 07 年相比没有增长, 08 年天润城的销量基本没有下降, 水城下降了一些, 加上江北其他零星楼盘的销售 08 年合计销售收入约 21.3 亿元。

公司开发的项目绝大部分为普通住宅, 受政策扶持, 刚性需求潜力大。市场的逐步复苏以及江北交通的逐步改善对公司的产品销售有利。因公司在江北的开发规模最大、地价最低 (07 年江北土地出让楼面地价已超出 2000 元/平米), 拥有绝对的定价权,

过江隧道 09 年开通, 届时将在一定程度上缓解长江大桥的拥堵情况, 对提升公司在江北楼盘 (威尼斯水城、天润城、天华硅谷) 的售价有帮助。江北的地铁建设 09 年开工, 通车最晚在 2015 年, 上述三个楼盘都在地铁线站点附近。目前江对面楼盘售价在 8000 元/平左右, 隧道、地铁开通均有利于江北楼盘售价的提升。

3.2.1 天润城

天润城项目建筑面积 370 万平米, 截至到 07 年底已结算 80 万平米。该项目与周边项目相比, 具有体量最大, 成本最低的优势, 拿地成本净地价 40 万元/亩, 楼面地价 440 元/平米。08 年 10 月与周边由润发集团、太阳城开发的项目进行了价格战, 推出小户型特价房, 售价 3600 元/平, 日均销售 200-300 套。全年均价在 3800-4000 元/平, 目前基本没有可售楼盘, 价格又回到 4600 元/平。

3.2.2 威尼斯水城

威尼斯水城项目已结算 30 万平米, 剩余 302 万平米未开发或结算。1-8 街区均预售, 1-5 街区已交付, 目前在售 6-8 街区。6、7 街区小高层, 8 街区花园洋房, 小高层售价 4150-4580 元/平, 均价 4300 元/平左右, 最高时曾卖

到 5000-5400，均价 5100 元/平左右。花园洋房售价在 5280-6400 元/平。小高层销售较好，80-90 平米的 2 房销售情况最好。

预计威尼斯水城项目余下开发进度可能放缓，等待交通环境的改善，09 年地铁开工带来地铁沿线项目的升值。

3.2.3 天华硅谷

项目建筑面积 37 万平米，08 年下半年开始推盘，目前销售面积不到 4 万平米，销售均价 3500-3600 元/平。

3.2.4 天华绿谷

天华绿谷项目是公司最近收购 100% 股权的绿尔得天公司的项目，建面 7.9 万平米，两个地块，B 地块为住宅用地，4 万多平米已开发销售完毕，均价 4600 元/平，销售款约 1.9 亿元，08 年结算。A 地块建筑面积 3 万多平米已由商业用地变更为居住用地。

3.2.5 吉林天润城

吉林天润城位于松花江边，项目附近有吉林市最好的吉林市一中。吉林天润城已拿到土地证土地有 600 多亩，建筑面积 37 万平米。一期 08 年 4 季度已预售，以中高层和洋房为主，销售均价 3800 元/平米，销售额 4-5 亿。09 年公司计划将再拿进建筑面积 100 多万平米。楼面地价已锁定在 415 元/平米。该项目是公司后续利润贡献较大的项目之一。

表 4：公司项目情况

公司开发项目	位置	权益%	性质	开发进程	占地 (万平或 亩)	建面 (万平)	楼面地价 (元/平)	09 年 1 月售价 (元/平)	已结算 (万平)
1 天润城	南京浦口区	100%	住宅	正开发	4294 亩	370	440	4000	80
2 天华硅谷	南京浦口区	100%	住宅	正开发	493 亩	37.86	978	3600	
3 威尼斯水城	南京浦口区		住宅	正开发					30
一期									
住宅		84%		已结算		13.20	155		
住宅		84%		已结算		18.00	155		
二期									
小高层 14 栋		84%		正开发		12.00	155	4600	
小高层 17 栋		84%		正开发		14.00	155		
合计已开发						36.17			
三期 (剩余)		84%		正开发		266.10	155	4600	
4 浦东大厦项目	南京浦口区	84%	商住		0.7889	7.87	620		

5	吉林天润城*一期	吉林吉林市	100%	住宅	正开发	31.97	415	3800
	A 地块		100%			2.59233 1	5.18	415
	B 地块		100%			13.3573 47	26.71	415
6	上海科学公园	上海青浦区	100%	别墅		47.96	11.99	5421
7	无锡地块		95%	住宅		7.9 万平米		2.11 亿元 地款
8	长春		100%	住宅		100 亩	28.00	
9	天华绿谷庄园	南京浦口区	100%	住宅			7.90	4600
	剩余未开发						713.59	

资料来源：公司公告、中投证券研究所。注：吉林天润城项目已与吉林市政府签订 5000 多亩的土地出让协议，锁定土地成本，滚动开发。

四、08 年结算预计及 09 年开发销售计划

4.1 08 年结算预计

据我们的测算，08 年公司已销售南京天润城、威尼斯水城、天华绿谷、天华硅谷、吉林天润城约 25.77 亿元，加上 07 年天润城已售未结的销售收入 12.66 亿元以及 08 年注入的威尼斯水城近 10 亿的预收帐款。预计到 08 年底公司有 48.34 亿元销售收入。

08Q3 已结算 24 亿销售款，我们预计为完成注资承诺业绩净利润 8 个多亿，08 年公司将结算 32 亿销售款，约有 16.3 亿元剩余销售款作预收帐款。

表 5：08 年结算预计

公司开发项目	08 年销售	07 年底预收	08 年销售+07 年底预收	08E 结算	08E 预收
天润城	11.50	12.66	24.16		
天华硅谷	1.36		1.36		
威尼斯水城	6.56	9.91	16.48		
吉林天润城一期	4.50		4.50		
天华绿谷庄园	1.85		1.85		
合计	25.77	22.57	48.34	32.00	16.34

资料来源：中投证券研究所、公司公告、相关销售网站，注：08Q3 预收 10.34 亿元，08Q3 结算 24.09 亿元

4.2 09 年开发销售计划

目前公司在南京江北的几个项目在售楼盘可售量已有限，天润城基本没有房子卖了。09 年公司计划加大开发力度，计划新开工 120 万平米，09 年的销售计划也将根据开工计划和市场情况来定。

同区域的其他大部分房地产开发公司正在缩减开工量，预计 09 年市场供应量将减少，公司将加大 09 年的供应量。公司拟将原计划开发 7-8 年的项目

储备将缩短至 5-6 年，加快开发销售尽快回笼的资金逢低吸纳新的低价土地，保持后续持续增长能力。

由于公司江北项目成本低、规模大，产品面对刚性需求，是政策鼓励产品，具有较强的抗风险能力。尽管公司对 09 年上半年中国经济持不乐观态度，但公司开发的产品面对刚性需求，受经济下行影响较小。公司曾在 08 年 11-12 月将天润城楼价下降至 3500 元/平米时，日成交 200-300 套，从降价后成交量迅速放大的情况来看，南京江北市场的刚性需求较为旺盛，承接能力强，基本可判断该区域的底部价格已探明。预计 09 年下半年南京市场将逐步好转，江北市场也将随之逐步好转。

我们预计公司 09 年的销售面积可能为 80 万平米，销售额可能超过 32 亿元，将比 08 年有 20-30%增长。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008	2009	2010
流动资产	3163	7280	9386	11841	营业收入	1278	3200	3840	4608
现金	163	2562	3597	4894	营业成本	820	1545	1920	2304
应收账款	71	178	214	256	营业税金及附加	90	418	461	553
其它应收款	632	1582	1898	2278	营业费用	31	81	97	117
预付账款	339	638	793	952	管理费用	27	39	46	55
存货	1958	2317	2880	3456	财务费用	-3	5	-45	-72
其他	1	4	4	5	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	333	327	320	314	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-15	0	0	0
固定资产	76	70	63	57	营业利润	298	1112	1361	1651
无形资产	16	16	16	16	营业外收入	4	0	0	0
其他	241	241	241	241	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	3496	7607	9706	12155	利润总额	300	1112	1361	1651
流动负债	2416	4659	5467	6407	所得税	75	278	340	413
短期借款	30	30	30	30	净利润	225	834	1021	1238
应付账款	362	683	849	1018	少数股东损益	12	46	56	68
其他	2024	3946	4589	5359	归属母公司净利润	213	788	964	1170
非流动负债	270	540	810	1080	EBITDA	305	1124	1322	1585
长期借款	270	540	810	1080	EPS (元)	0.43	0.56	0.68	0.82
其他	0	0	0	0					
负债合计	2686	5199	6277	7487	主要财务比率				
少数股东权益	28	74	131	199	会计年度	2007	2008	2009	2010
股本	491	1419	1419	1419	成长能力				
资本公积	0	520	520	520	营业收入	1278	3200	3840	4608
留存收益	291	395	1359	2529	营业利润	820	1545	1920	2304
归属母公司股东权益	782	2334	3298	4468	归属于母公司净利润	90	418	461	553
负债和股东权益	3496	7607	9706	12155	获利能力	31	81	97	117
					毛利率	27	39	46	55
					净利率	-3	5	-45	-72
					ROE	0	0	0	0
					ROIC	0	0	0	0
					偿债能力	-15	0	0	0
					资产负债率	298	1112	1361	1651
					净负债比率	4	0	0	0
					流动比率	3	0	0	0
					速动比率	300	1112	1361	1651
					营运能力	75	278	340	413
					总资产周转率	225	834	1021	1238
					应收账款周转率	12	46	56	68
					应付账款周转率	213	788	964	1170
					每股指标 (元)	305	1124	1322	1585
					每股收益(最新摊薄)	0.43	0.56	0.68	0.82
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.23	0.97	0.51	0.68
					每股净资产(最新摊薄)	0.55	1.64	2.33	3.15
					估值比率				
					P/E	37.85	10.23	8.35	6.88
					P/B	10.31	3.45	2.44	1.80
					EV/EBITDA	28	7	6	5

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 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市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李少明: 中投证券房地产行业首席分析师, 工商管理硕士, 12 年证券研究从业经验。

万 丽: 中投证券房地产行业研究员, 中国人民银行研究生部金融学硕士, 2008 年 4 月加入公司。

主要覆盖公司: 万科、保利地产、招商地产、泛海建设、金融街、华发股份、苏宁环球、世茂股份、中华企业、冠城大通、香江控股、广宇发展、沙河地产

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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, 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和信息, 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。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
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	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	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