



**CICC**  
中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED

首次关注

2009 年 11 月 10 日

房地产

研究部

白宏伟

分析员

baihw@cicc.com.cn

宁静鞭

联系人

ningjb@cicc.com.cn

中性

大龙地产(600159.CH)

顺义地产龙头，受益于区域发展

#### 主要财务信息

| (百万元)     | 2006A | 2007A | 2008A  | 2009E  | 2010E | 2011E |
|-----------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 主营业务收入    | 465   | 326   | 137    | 1,645  | 1,947 | 2,628 |
| (+/-)     | 67%   | -30%  | -58%   | 1099%  | 18%   | 35%   |
| 营业利润      | 45    | 57    | 3      | 398    | 530   | 728   |
| (+/-)     | 114%  | 27%   | -94%   | 11887% | 33%   | 37%   |
| 净利润       | 30    | 35    | 2      | 298    | 398   | 546   |
| (+/-)     | 162%  | 19%   | -93%   | 12593% | 33%   | 37%   |
| 每股盈利(元)   | 0.07  | 0.09  | 0.01   | 0.72   | 0.96  | 1.32  |
| (+/-)     | 162%  | 19%   | -93%   | 12593% | 33%   | 37%   |
| 市盈率       | 277.6 | 232.4 | 3494.8 | 27.5   | 20.7  | 15.0  |
| 市净率       | 25.7  | 6.7   | 6.7    | 5.4    | 4.3   | 3.3   |
| EV/EBITDA | 297.6 | 162.3 | 3106.9 | 22.9   | 16.8  | 12.0  |
| 净资产收益率    | 9.4%  | 2.9%  | 0.2%   | 19.6%  | 20.7% | 22.1% |
| 现金分红收益率   | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%  | 0.0%  |

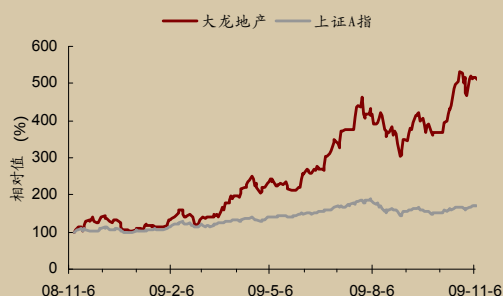
#### 股票信息

| A股          |                           |
|-------------|---------------------------|
| 当前股价        | 人民币19.79                  |
| 股票代码        | 600159.CH                 |
| 日成交量(百万股)   | 9.51                      |
| 52周最高价/最低价  | 人民币21.3/3.72              |
| 发行股数(百万股)   | 415                       |
| 其中:流通股(百万股) | 390                       |
| 总市值(百万元)    | 8,213                     |
| 主要股东(持股比例)  | 北京市顺义大龙城乡建设开发总公司 (35.98%) |

#### 最近估值走势

|                | Last week | 1m     | 3m     | YTD     |
|----------------|-----------|--------|--------|---------|
| [600159.CH]    | -1.05     | +29.09 | +29.86 | +399.75 |
| [market index] | +6.75     | +12.70 | +1.53  | +99.05  |
| [sector index] | +6.87     | +15.57 | +2.80  | +136.13 |

#### 最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

**估值与建议:** 我们首次关注大龙地产给予中性的投资评级: 公司目前股价对应其 10 年 NAV 溢价 30%, 对应的 10 年 P/E 为 21 倍, 我们认为已部分反映其未来资产注入以及新增土地储备的预期, 给予中性的投资评级。

#### 投资亮点:

- 北京市场土地储备丰富:** 公司目前拥有 164 万平方米项目储备, 49%集中在北京, 土地成本较低, 为 2229 元/平米, 占预期售价 18%, 在我们覆盖的 A 股上市公司中相对较低。
- 公司销售表现良好, 京内项目将进入结算期:** 公司是北京市场回暖的主要受益者, 目前在售项目主要为裕龙花园三区及满洲里项目, 预计全年销售额将超 15 亿元, 并将于明年内结算完毕。
- 公司回归顺义的战略定位较明确, 在顺义获取资源可能性较高, 且未来有资源注入预期:** 公司作为顺义区政府下属的老牌房地产开发企业, 在本地人脉资源以及品牌积累较为深厚, 未来将有较大机率参与顺义新城及老城区旧城改造等项目, 而母公司手握哈牧集团的 4700 亩建设用地等资源注入预期也将成为公司股价上行的催化剂。

#### 财务预测:

公司 09 年将主要依赖于裕龙花园三区, 五里仓公寓(仓上家园)及滨河加建(望潮家园)带来的结算收入, 预计净利润将达到 2.98 亿元, 合每股 0.72 元, 同比增长 12593%; 10 年将结算裕龙花园项目、满洲里裕龙园区及六区加建, 预计每股盈利 0.96 元, 同比增长 33%; 11 年预计每股盈利 1.32 元。

**风险提示:** 跨区域扩张面临着管理及土地资源的压力。

## 目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 投资综述                                 | 4  |
| 概要                                   | 4  |
| 投资亮点                                 | 4  |
| 风险                                   | 4  |
| 公司简介：顺义地区龙头，地方国企地产公司                 | 5  |
| 顺义地区地产龙头                             | 5  |
| 投资亮点：回归顺义，深耕本地                       | 6  |
| 顺义市场龙头，未来发展重心将回归本地                   | 6  |
| 项目储备 164 万平米，49%在北京，平均成本约 2229 元/平米  | 7  |
| 集团母公司强力支持是股价助力                       | 7  |
| 依赖单个项目结算、业绩波动大、毛利率偏低的特点将在未来逐步改善      | 8  |
| 但目前公司走出顺义，实现跨区域发展的能力尚显不足             | 9  |
| 财务预测：业绩波动性开始减小                       | 10 |
| 估值与建议                                | 12 |
| 09 年、10 年 NAV 为 13.42 元/股及 15.22 元/股 | 12 |
| 首次关注给予“中性”投资评级                       | 14 |
| 风险                                   | 15 |
| 附录 1：顺义区域市场分析                        | 16 |

## 图表目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图表 1：大龙地产控股结构                    | 5  |
| 图表 2：大龙地产大事记                     | 5  |
| 图表 3：北京项目进入回报期                   | 6  |
| 图表 4：全国土地储备 164 万平米              | 7  |
| 图表 5：49%的土地储备集中在北京               | 7  |
| 图表 6：近年来主要的关联交易一览                | 8  |
| 图表 7：母公司潜在的可注入项目资源               | 8  |
| 图表 8：上市房地产公司 08 年毛利率比较           | 8  |
| 图表 9：大龙地产利润率水平                   | 9  |
| 图表 10：主营业务收入和净利润预测               | 10 |
| 图表 11：房地产结算面积和房地产销售收入预测          | 11 |
| 图表 12：项目收入分解                     | 11 |
| 图表 13：资产值（Gross Asset Value）占比分解 | 12 |
| 图表 14：NAV 敏感性分析                  | 12 |
| 图表 15：NAV 折现率计算                  | 13 |
| 图表 16：NAV 拆分                     | 13 |
| 图表 17：顺义历年 GDP 增速                | 16 |
| 图表 18：顺义新城区位及规划图                 | 16 |
| 图表 19：顺义房地产投资及销售情况               | 17 |
| 图表 20：顺义房地产销售均价                  | 17 |
| 图表 21：顺义房地产销售情况按人群划分             | 18 |
| 图表 22：顺义新城空间规划图及鲁能新城第一区项目区位图     | 18 |
| 图表 23：裕龙花园交通图                    | 19 |
| 图表 24：裕龙花园三期规划图                  | 19 |
| 图表 25：仓上家园交通图                    | 20 |
| 图表 26：仓上家园规划图                    | 20 |
| 图表 27：望潮家园交通图                    | 21 |
| 图表 28：望潮家园规划图                    | 21 |
| 图表 29：西部会馆交通图                    | 22 |
| 图表 30：满洲里裕龙园区规划图                 | 23 |
| 图表 31：中山·大龙园区规划图                 | 23 |

|                        |    |
|------------------------|----|
| 图表 32: 历史和预测的财务指标..... | 24 |
| 图表 33: 可比公司估值.....     | 25 |
| 图表 34: 历史P/E和P/B.....  | 25 |

## 投资综述

### 概要

公司扎根顺义，是区政府下属的顺义国有地产龙头；自 05 年借壳上市以来，集团母公司一直给予上市公司强力支持，母公司旗下依然拥有较多资源，存在潜在注入机会。公司以建筑工程起家，开发以中档住宅产品为主，目前拥有 164 万平米项目资源，近 50% 在北京。公司战略重心将回归顺义，预期未来将有较大希望参与到顺义新城建设，获取更多土地资源。我们预计公司全年销售额将超 15 亿元，并将于明年内结算，业绩波动性将逐渐减小，预期 09-11 年盈利保持年均 30% 以上的增长。

对于公司价值的认识，我们认为，短期看的是公司能否依靠其在顺义地区的资源、品牌优势实现扩张，因此，良好的业绩释放、参与新城建设、获得更多土地资源以及母公司资产注入的支持都是股价上行动力；而往长期看，随着北京未来整体市场向好，龙头地产开始发掘顺义市场或参与新城开发，公司势必面对走出顺义，跨区域发展的问题，能否改变市场对于其为一个小型、本地化公司的定位，是公司价值重估的关键一环。

### 投资亮点

我们首次关注了大龙地产，并给予“中性”的投资评级，主要基于以下方面：

- ▶ **164 万平米项目储备，土地成本较低，为 2229 元/平米，占预期售价 18%：**公司拥有 164 万平米二级土地储备资源，49% 集中在北京，但平均的土地成本大约为 2229 元/平米，占我们预期售价的 18%。
- ▶ **公司销售表现良好，京内项目将进入结算期，业绩波动性将减小：**公司是北京市场回暖的主要受益者，目前在售项目主要为裕龙花园三区及满洲里项目，预计全年销售额将超 15 亿元，并将于明年内结算完毕。往后看，随着公司北京项目进入结算期，公司业绩波动性将减小，业绩有望稳步增长。
- ▶ **公司回归顺义的战略定位较明确，在顺义获取资源可能性较高，且未来有资源注入预期：**我们认为，公司作为顺义区政府下属的老牌房地产开发企业，在本地人脉资源以及品牌积累较为深厚，未来将有较大机率参与顺义新城及老城区旧城改造等项目，从而获得更多土地资源，支撑公司发展。而母公司手握哈牧集团的 4700 亩建设用地等资源注入预期也将成为公司股价上行的催化剂。
- ▶ **但目前来看，公司未来三年走出顺义、实现跨区域快速扩张的能力不强：**我们认为，短期内制约公司发展的瓶颈较少，但从长远的角度来说，公司股价的提升在于改变市场对于其为一个小型、本地化公司的定位，因而走出顺义、实现跨区域发展将是公司在三年后必须要面临的问题，而我们认为，公司的产品开发能力中等，可复制性不足，在顺义外的品牌拓展能力偏弱，缺乏很强的跨区域管控能力都是制约公司跨区域快速扩张的瓶颈。
- ▶ **估值比较饱满，21.0 倍 10P/E，对 10 年 NAV 值溢价 30%：**根据我们的计算，公司 09、10 年 NAV 值分别为 13.42 元/股及 15.22 元/股，10 年 NAV 值较目前股价溢价 30%；我们预计公司 09、10 年将实现每股盈利 0.72 元及 0.96 元，对应市盈率 28.0 倍及 21.0 倍。在我们覆盖的 A 股上市公司中，估值比较饱满。

### 风险

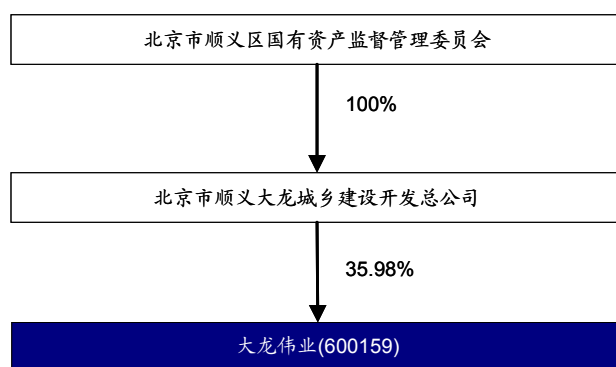
- ▶ **可持续扩张风险：**公司在顺义以外区域获取资源难度较大，且产品品牌可复制性较弱，持续扩张能力尚显不足。
- ▶ **单一市场风险：**公司项目主要集中在北京顺义区这一单一市场，在市场下滑时，面临的风险较大。
- ▶ **向大股东利益输送风险：**公司和大股东关联交易较多，存在向大股东利益输送的可操作性。

## 公司简介：顺义地区龙头，地方国企地产公司

### 顺义地区地产龙头

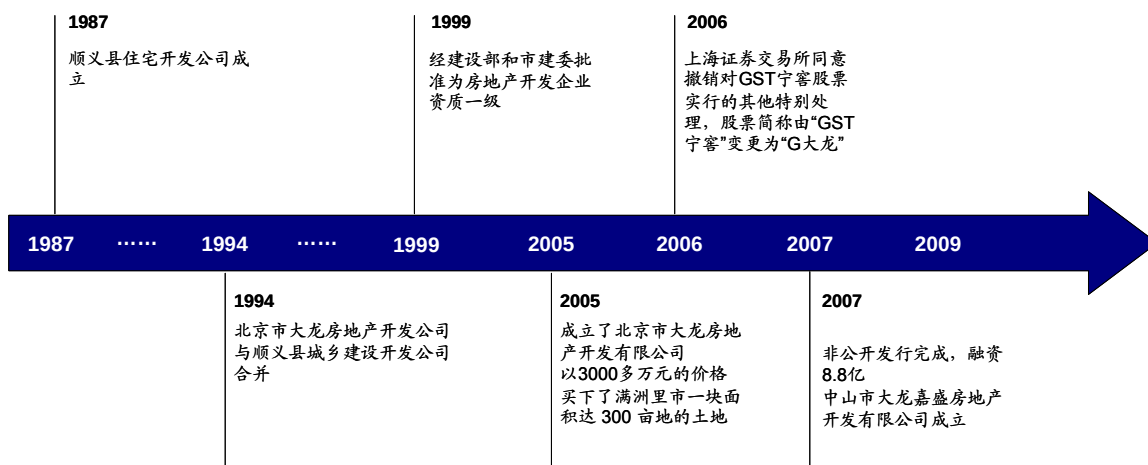
北京市大龙伟业房地产开发股份有限公司（简称大龙地产）于2005年借壳ST宁窖上市，股票代码600159。公司扎根顺义，为顺义龙头地产商之一，目前在顺义的在开发小区包括裕龙花园、望潮家园、仓上小区等，是典型的小型区域性地产公司。母公司北京市顺义大龙城乡建设开发总公司成立于1987年，隶属北京市顺义区人民政府，总资产近百亿元，是一家实力雄厚、经验丰富的房地产一级资质开发企业，截止到母公司地产业务注入前，其开发总建筑面积达到300多万平方米，占到顺义商品房累计建设总量的一半以上，在当地具有明显的品牌优势。2008年11月，母公司被国家统计局评为2007-2008年度中国房地产企业500强。同时，母公司也首次进入北京市百强企业行列。

图表 1：大龙地产控股结构



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：大龙地产大事记



资料来源：公司资料，中金公司研究部

- **公司房地产开发业务、建筑施工是两大主业，产品定位中档：**公司旗下拥有控股99.88%的北京市大龙房地产开发有限公司及控股98.26%的北京大龙顺发建筑工程有限公司，因此房地产开发收入和建筑施工一直占到公司主营业务的绝大比例，08年1.37亿营业收入中，地产业务、建筑施工各占50%，往后看，随着公司结算项目增多，我们预计未来地产业务占比将大幅提升。而产品方面，公司以建筑工程起家，开发的产品以中档住宅为主，在产品塑造上，公司特色并不明显，尚未形成较为特色的品牌模式。



## 投资亮点：回归顺义，深耕本地

### 顺义市场龙头，未来发展重心将回归本地

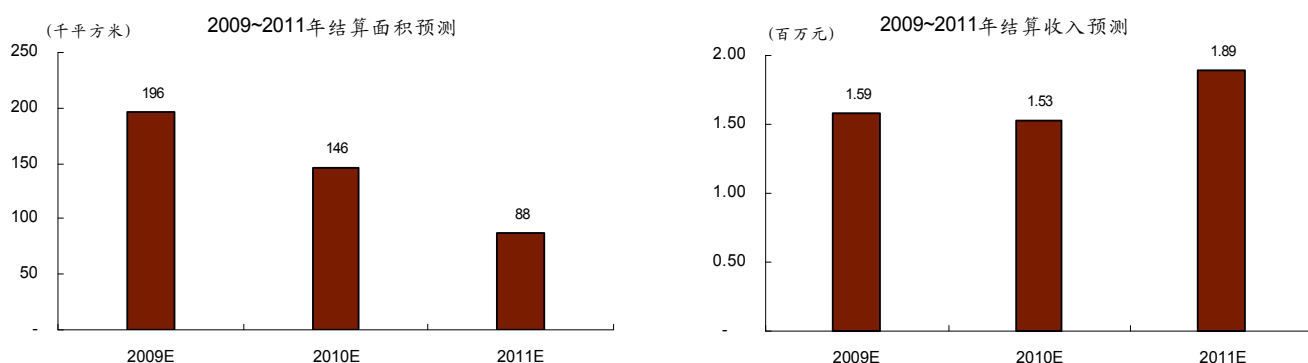
公司扎根顺义，是北京地区市场回暖的主要受益者，对比顺义地区目前的主要竞争对手——鲁能集团及万科而言，公司在对本地市场理解及人脉资源上更具优势，同时作为顺义区政府下属企业，公司未来有较大希望参与到顺义新城建设，获取更多土地资源。

#### 充分受益北京地区市场回暖

**预计全年销售额将超 15 亿元，可结算项目资源丰富：**公司目前在售项目主要为顺义裕龙花园三期，及满洲里裕龙园区项目，自 09 年市场回暖以来，公司销售取得不俗表现。其中，裕龙花园项目自 08 年 6 月开始推出，两次推案面积共计 24.5 万平米，08 年销售 2.55 万平米，均价 7646 元/平米；09 年销售 16.9 万平米，均价 7711 元/平米；目前的销售均价已经在 8700 元/平米左右。而满洲里项目目前售价商业均价每平米 5 千多，住宅每平米 3000 元左右。

我们预计今年的主要结算项目为裕龙花园，五里仓高层（仓上家园）、望潮家园尾房，预计结算面积 19.6 万平米，结算收入 15.9 亿元。而 10 年，将主要依靠裕龙花园三区商业楼项目、六区加建及满洲里裕龙园区，11 年中山、王府井、大龙新都项目将开始进入结算。

图表 3：北京项目进入回报期



资料来源：公司数据，中金公司研究部

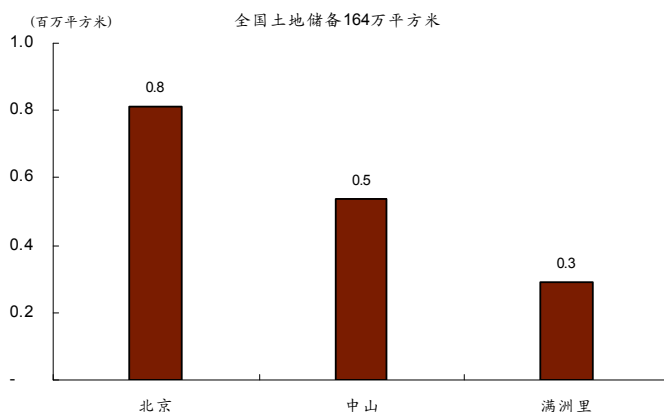
### 战略回归顺义，做大做强本地市场

**公司将深耕顺义，做大做强本地市场列为近阶段战略重点，定位较为明确：**公司旗下拥有三个项目部（城区项目部，M15 号线部和乡镇项目部）负责回归顺义战略的执行工作，其中，城区项目部主要关注顺义老城区市场的发展，M15 号线主要针对 15 号地铁沿线 28 个自然村拆迁工作，乡镇项目部则主要盯住顺义新城开发。顺义本地市场的自身需求将较为有限，往后看，顺义本地市场最大的看点在于顺义新城的建设，该新城建设将新增 90 万人口，带来 20 万套左右的住房需求，目前鲁能集团已经先行进入作为一、二级联动开发商，我们认为，公司作为顺义区政府下属的老牌房地产开发企业，在本地人脉资源以及品牌积累较为深厚，未来将有较大机率参与顺义新城及老城区旧城改造等项目，从而获得更多土地资源，支撑公司发展。

### 项目储备 164 万平米，49% 在北京，平均成本约 2229 元/平米

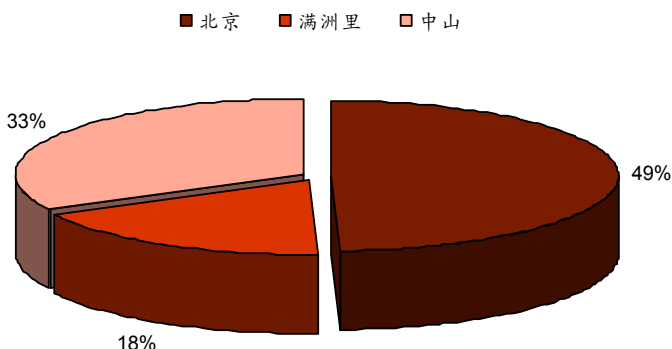
公司现有项目资源 164 万平米，可供 5 年以上开发，成本仅为 2229 元/平米：公司在手资源共计 164 万平米，分布在 9 个项目，其中，裕龙花园、仓苑公寓、西辛北区等三个项目分布在顺义，共计 41.5 万平米，占比 25.3%；西部会馆项目位于北京王府井大街北区，总建面 7.3 万方，为毛地出让项目，土地总价为 4.58 亿元（含拆迁费）；棉花片危改 A6、A7 地块，位于宣武区，总占地 7.66 万方，规划建面 17.26 万方，一期 A6 地块已经完成 60% 拆迁，预计年底开工；满洲里裕龙园区，为 07 年公司购得地块，建筑面积 29.3 万平米，总价 6700 万元，折合楼面地价仅约 280 元/平米；中山大龙园区，由群英华庭南侧地块及 G15-08-9002 地块两地块拼合而成，群英华庭南侧地块土地面积 8 万方，预计建面可能在 30 万方左右，为 2007 年 12 月以 3 亿元收购中山彤泰公司得来，G15-08-9002 地块建面 21.7 万方，为 08 年 1 月以 1.91 亿元拍得。以公司目前开竣工规模来看，土地储备可供公司未来 5 年以上发展。我们估计公司平均的土地成本大约为 2229 元/平米，占我们预期售价的 18%，在我们覆盖的 A 股上市公司中相对较低。

图表 4：全国土地储备 164 万平米



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5：49% 的土地储备集中在北京



资料来源：公司数据，中金公司研究部

### 集团母公司强力支持是股价助力

自借壳上市以来，集团母公司一直给予上市公司强力支持：05 年的资产置换形成了 2.65 亿元的结算差价，而母公司却豁免了其中对上市公司 2.048 亿元债权，直接减轻了上市公司的现金支出负担，更加有利于上市公司的快速发展；而在裕龙花园的建设期，集团母公司也一直通过股东借款的形式给予上市公司资金支持，06 年及 09 年中期分别向上市公司提供股东借款各 3.5 亿元。

图表 6：近年来主要的关联交易一览

| 时间   | 关联交易方            | 关联关系      | 关联交易类型 | 关联交易内容       | 关联交易金额<br>(百万元) |
|------|------------------|-----------|--------|--------------|-----------------|
| 1H09 | 北京市大龙物资供销公司      | 母公司的全资子公司 | 购买商品   | 向公司提供钢材等工程   | 56              |
|      | 北京市顺义大龙城乡建设开发总公司 | 母公司       | 借款     | 向关联方提供资金     | 352             |
|      | 北京市顺义大龙城乡建设开发总公司 | 母公司       | 借款     | 向公司提供资金      | 178             |
| 2008 | 北京市大龙物资供销公司      | 母公司的全资子公司 | 购买商品   | 公司购买钢材等建筑材料  | 36              |
|      | 北京大龙供热中心         | 母公司的全资子公司 | 借款     | 向公司提供资金      | 29              |
|      | 北京大龙东辰科技有限公司     | 母公司的控股子公司 | 购买商品   | 公司购买门窗等材料    | 24              |
|      | 北京市大龙机械工程有限公司    | 母公司的全资子公司 | 接受劳务   | 为公司提供土方工程等服务 | 15              |
| 2007 | 北京市大龙物资供销公司      | 母公司的全资子公司 | 购买商品   | 采购钢材等建筑材料    | 279             |
|      | 北京市大龙千禧门窗厂       |           | 购买商品   | 采购门窗等        | 25              |
| 2006 | 北京市顺义大龙城乡建设开发总公司 | 母公司       | 借款     | 向关联方提供资金     | 348             |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

**潜在的母公司项目资源注入机会将是股价推动力：**母公司 07 年以承债方式收购了哈牧集团，总对价约 2.8 亿元，其持有的主要资产为哈尔滨农场，拥有 1.05 万亩土地（建设用地：4700 亩，现在周边的住宅价格约 3000 元/平米）；同时母公司还在顺义拥有三块工业用地，占地约 1200 亩，在海南文昌拥有建设用地 390 亩。我们认为，从历史上母公司对上市公司的支持力度来看，未来公司项目资源注入的可能性还是相对较高的，将成为股价上涨的催化剂。

图表 7：母公司潜在的可注入项目资源

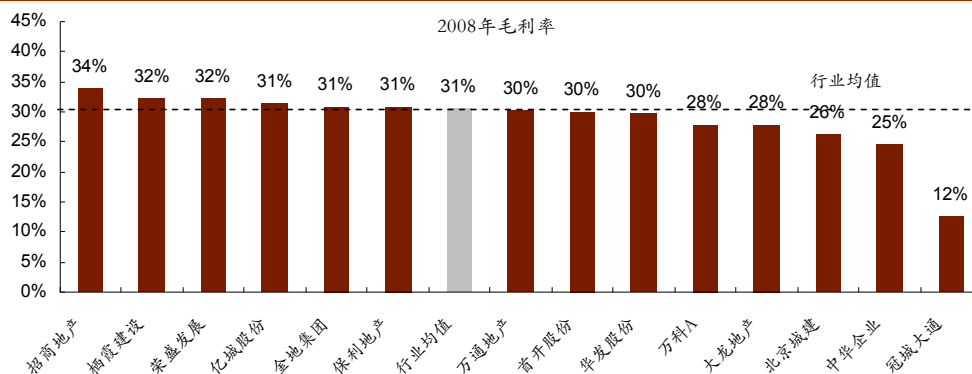
| 项目         | 占地面积（亩） | 建设规划面积（亩） | 总对价      |
|------------|---------|-----------|----------|
| 哈尔滨农场      | 4,700   | 1.05 万亩   | 约 2.8 亿元 |
| 北京顺义三块工业用地 | 1,200   |           |          |
| 海南文昌       | 390     |           |          |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

### 依赖单个项目结算、业绩波动大、毛利率偏低的特点将在未来逐步改善

**依赖单个项目结算、业绩波动大、毛利率偏低是公司前几年的主要特征，但预期未来将逐步改善：**公司 05 年借壳上市收入主要依靠的是裕龙花园五区项目的结算（05 年结算 2.4 个亿，06 年贡献 3.63 个亿），07 年开始，随着裕龙花园五区项目逐步结束，滨河加建（望潮家园）项目开始贡献收入，07 年滨河加建项目贡献 1.14 亿，裕龙花园五区贡献约 5 千万，08 年主要为滨河加建项目，但仅贡献 5800 万左右收入。较为依赖单个项目结算的特点使得公司业绩近年来波动幅度较大，同时，由于公司所处顺义地区人口有限，中档住宅产品的房价上涨基本属于成本推动型使得公司毛利率一直处于同行业较低的水平。

图表 8：上市房地产公司 08 年毛利率比较

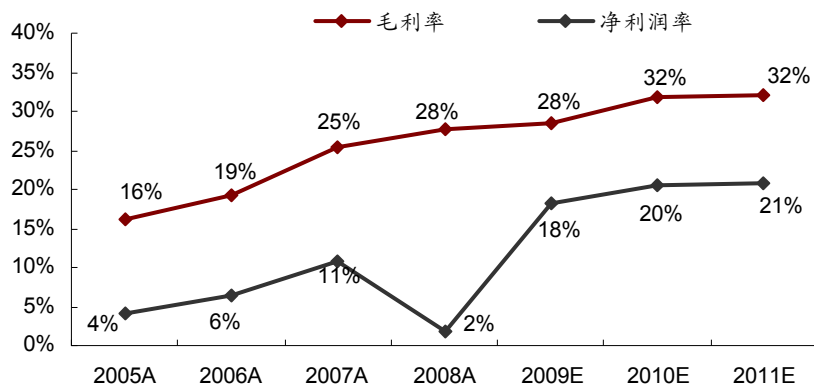


资料来源：公司数据，中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。



图表 9：大龙地产利润率水平



资料来源：公司数据，中金公司研究部

往后看，随着顺义新城的开发、北京近郊房价的上涨以及外埠项目（中山及满洲里项目）及市内项目（大龙新都、王府井会馆）的逐步结算，我们认为公司在顺义核心区域开发的中档住宅产品将具有较强的需求支撑，公司业绩的波动将得到较好的平滑，毛利率有望稳步小幅提升。

#### 但目前公司走出顺义，实现跨区域发展的能力尚显不足

我们认为，小型的本地化发展地产公司来说，制约其快速成长的瓶颈主要有三，一是融资能力，二是开发、管理能力，三是未来资源的可获取能力。对于大龙来说，我们认为短期内制约公司本地成长的障碍较少，首先，融资方面，较低的净负债率水平，大股东的支持以及资本市场的增发（公司增发已通过股东大会，将于近期募集资金不超过80,000万元，发行数量为不超过7,000万股（含7,000万股））都将为公司融资操作带来回旋余地；而公司回归顺义，深耕本地的战略定位也有助于公司最大化利用本地资源，获得更多土地加快发展。

但是，从长远的角度来说，公司股价的提升在于改变市场对于其为一个小型、本地化公司的定位，因而走出顺义、实现跨区域发展将是公司在三年后必须要面临的问题，而我们认为，目前来看，公司跨区域发展能力尚显不足，主要体现在几个方面，1) 公司的产品开发能力中等，公司目前并未形成较为有特色的产品品牌，产品可复制性不足；2) 公司在顺义外的品牌拓展能力偏弱，公司及前身顺义地区深耕20多年，已经树立了较好的品牌形象和认知度，公司实行跨区域拓展后，必然面临的是消费者对于品牌的认知问题，而公司在这一点上与龙头开发商有较大差距；3) 跨区域的管控能力：跨区域扩张难点在于保持高素质的人才队伍以及费用成本的管控，目前公司在这方面的能力尚显不足。

## 财务预测：业绩波动性开始减小

公司自 05 年借壳上市以来，收入主要依靠的是裕龙花园五区及滨河加建两个项目的结算，05-08 年分别实现收入 2.78 亿元、4.65 亿元、3.26 亿元及 1.37 亿元，收入波动较大。

往后看，我们认为随着公司结算项目的增多，收入的平滑增长可能性在加大，我们预计，公司 09 年将主要依赖于裕龙花园三区，五里仓公寓（仓上家园）及滨河加建（望潮家园）带来的结算收入，预计公司 2009 年主营业务收入和净利润将分别达到 16.5 亿元和 2.98 亿元，同比分别增加 1099%和 12593%；而 10 年将结算裕龙花园三区商业项目、满洲里裕龙园区及六区加建，2010 年公司主营业务收入和净利润将分别达到 19.5 亿元和 3.98 亿元，同比分别增加 18.4%和 33.3%；11 年中山、王府井、大龙新都项目将开始进入结算，预计总的收入和净利润分别为 26.3 亿元和 5.46 亿元，同比增加 34.9%和 37.3%。

### 2009 年是转折的一年，预计盈利增速 12593%，全年业绩每股 0.72 元

我们预计公司 2009 年结算面积将达 1.96 万平方米，实现房地产开发业务收入 15.87 亿元，同比增长 2204%。税金后毛利率预计为 28.4%，提升 0.6 个百分点，主要原因在于当期结算的裕龙花园项目较去年结算的望潮家园毛利率更高。费用方面依然保持稳定、小幅增长，占收入为 4.2%。净利润率预计为 18.1%，同比提升 16.4 个百分点。预计 2009 年全年实现净利润 2.98 亿元，合每股收益 0.72 元，同比增加 12593%。

我们预计，公司 09 年参与结算的主要项目将是裕龙花园三区，五里仓公寓及滨河加建（望潮家园）尾房。

### 2010 年盈利稳步增长，同比增速 33.3%至每股 0.96 元

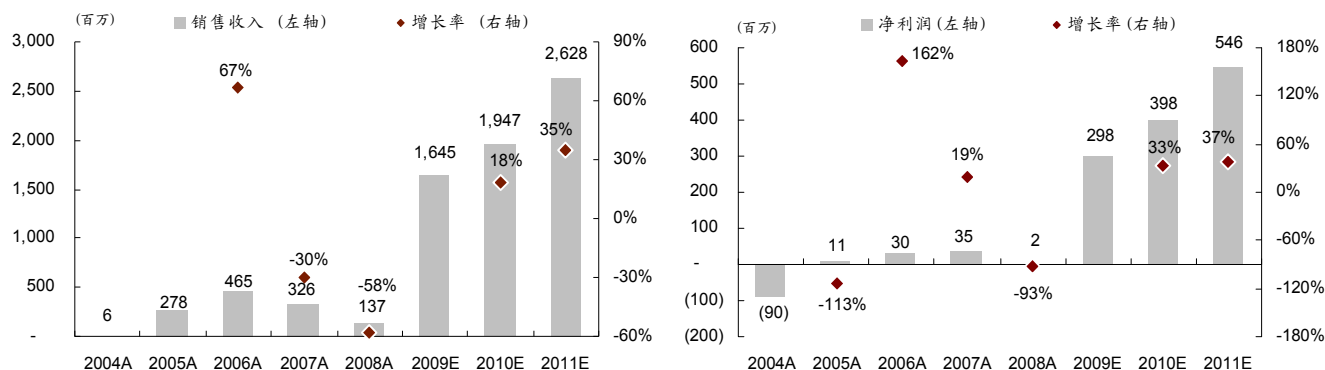
我们预计公司 2010 年结算面积 22.8 万平方米，实现房地产开发销售收入 18.8 亿元；由于 09 年五里仓公寓结算毛利较低（低于 25%），而 10 年结算的裕龙花园三区及六区加建项目毛利率较高，预计税金后毛利率将提升 2.4 个百分点至 31.8%；预计公司将实现净利润 3.98 亿元，合每股收益 0.96 元，同比增加 33.3%。

我们预计，公司 2010 年参与结算的项目主要来自于裕龙花园三区商业项目、满洲里项目及六区加建等。

### 2011 年新增 3 个项目结算，每股盈利 1.32 元

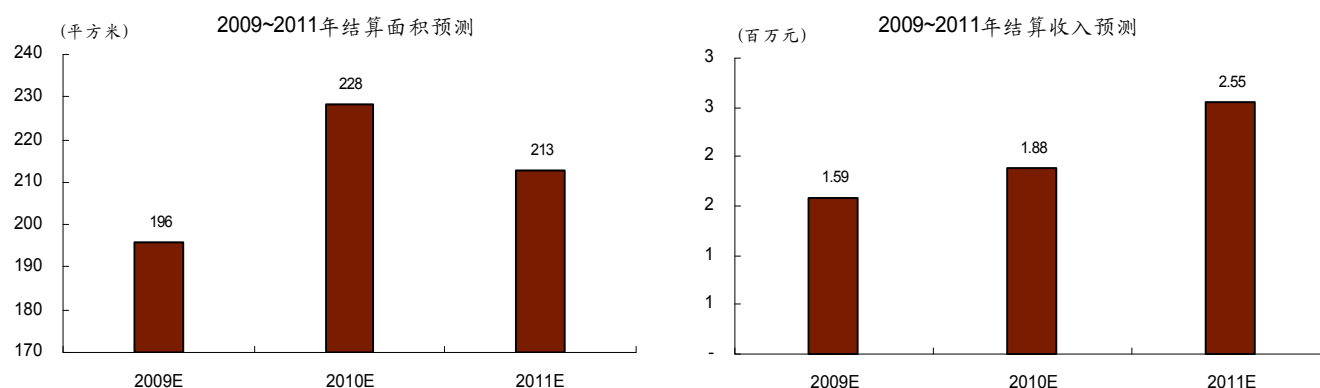
2011 年，我们预计公司将实现主营业务收入 26.3 亿元，其中 25.5 亿元来自房地产业务，11 年将新增中山、王府井、大龙新都等 3 个结算项目，预计将实现净利润 5.46 亿元，合每股收益 1.32 元，同比增加 37.3%。

图表 10：主营业务收入和净利润预测



资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 11: 房地产结算面积和房地产销售收入预测



资料来源: 公司资料、中金公司研究部

图表 12: 项目收入分解

| 城市        | 区域   | 开发类-所有项目        | 权益   | 可结算部分建筑面积 (平方米) | 可结算面积 (平方米) | 平均售价 (元/平方米) | 总收入 (百万元) | 净资产值 (百万元) | 计划竣工时间  | 结算面积(平方米) |         |         | 销售收入(百万元) |       |       |
|-----------|------|-----------------|------|-----------------|-------------|--------------|-----------|------------|---------|-----------|---------|---------|-----------|-------|-------|
|           |      |                 |      |                 |             |              |           |            |         | 2009E     | 2010E   | 2011E   | 2009E     | 2010E | 2011E |
| 北京        | 环渤海  | 裕龙花园三区          | 100% | 367,000         | 264,240     | 7,700        | 2,316     | 1,414      | 2009-06 | 171,756   | 92,484  | -       | 1,455     | 862   | -     |
| 北京        | 环渤海  | 仓苑公寓(五里仓高层)     | 100% | 40,000          | 30,000      | 5,000        | 169       | 117        | 2009-03 | 24,000    | 3,000   | 3,000   | 132       | 18    | 19    |
| 北京        | 环渤海  | 西辛北区高层          | 100% | 8,000           | 6,400       | 12,500       | 107       | 39         | 2011-12 | -         | -       | 1,280   | -         | -     | 20    |
| 北京        | 环渤海  | 西部会馆            | 93%  | 73,000          | 58,400      | 25,000       | 1,989     | 795        | 2011-10 | -         | -       | 11,680  | -         | -     | 371   |
| 北京        | 环渤海  | 裕龙花园续建          | 100% | 150,000         | 127,500     | 9,000        | 1,700     | 640        | 2011-12 | -         | 51,000  | 51,000  | -         | 653   | 686   |
| 北京        | 环渤海  | 大龙新都(原菜市口危改项目)  | 100% | 172,600         | 138,080     | 30,000       | 5,598     | 2,341      | 2011-12 | -         | -       | 20,712  | -         | -     | 789   |
| 满洲里       | 其它区域 | 满洲里裕龙园区一期       | 100% | 292,838         | 234,270     | 3,500        | 1,040     | 196        | 2010-09 | -         | 81,995  | 81,995  | -         | 347   | 365   |
| 中山        | 珠三角  | 中山项目-群英华庭南侧地块   | 95%  | 320,000         | 256,000     | 5,500        | 1,927     | 491        | 2013-06 | -         | -       | 25,600  | -         | -     | 179   |
| 中山        | 珠三角  | 中山G15-08-9002地块 | 95%  | 217,525         | 174,020     | 5,500        | 1,316     | 299        | 2011-06 | -         | -       | 17,402  | -         | -     | 122   |
| 开发类项目合计   |      |                 |      | 1,640,963       | 1,288,910   | 12,539       | 16,161    | 6,330      |         | 195,756   | 228,479 | 212,669 | 1,587     | 1,880 | 2,551 |
| 并表类开发项目合计 |      |                 |      | 1,640,963       | 1,288,910   | 12,539       | 16,161    | 6,330      |         | 195,756   | 228,479 | 212,669 | 1,587     | 1,880 | 2,551 |

资料来源: 公司资料、中金公司研究部

## 估值与建议

## 09 年、10 年 NAV 为 13.42 元/股及 15.22 元/股

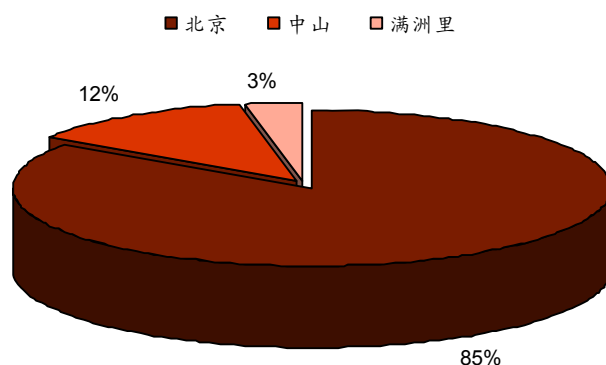
我们的股权净资产值计算主要由以下几方面构成：1、开发物业的净资产值。我们通过对现有开发项目以及土地储备项目的未来开发形成的净现金流折现得到；2、投资物业的净资产值。我们主要通过目前形成的投资物业收入按设定的资本化率资本化计算得到；3、净债务的扣除。我们通过折现和资本化得到企业的净资产值，扣除净债务得到公司的股权净资产值。大龙地产的净资产值的计算主要基于以下重要假设：

折现率：房地产开发物业的折现率取 10%。折现率的计算通过加权资金成本（WACC）得到，其中股权资本回报率的估算采取资本定价模型（CAPM），公式为： $Re = Rf + \beta * (Rm - Rf)$ ，其中  $\beta$  系数用来衡量个股相对市场平均的风险系数，此处根据彭博资讯系统的历史回归统计分析参考同行业其它公司的  $\beta$  系数，我们取。无风险回报率  $Rf$  按中国 10 年期国债收益率 3.68% 计算，市场风险溢价取 10%；

房价上涨幅度：我们的净资产值计算中假设了房价未来 2 年中每年上升 10%，而后面几年年均上涨 5%。

根据我们的测算，在折现率为 10% 和房价上涨 5% 的假设下，大龙地产 2009 年底和 2010 年底的净资产值分别为 13.42 元/股及 15.22 元/股。分区域看，北京占比 85%，中山占 12%。

图表 13：资产值（Gross Asset Value）占比分解



资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 14：NAV 敏感性分析

| 折现率       |        |        |        |        |        |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 折现率变动     | -20.0% | -10.0% | 0.0%   | 10.0%  | 20.0%  |
| 折现率       | 8.0%   | 9.0%   | 10.0%  | 11.0%  | 12.0%  |
| 2010E净资产值 | 16.14  | 15.67  | 15.22  | 15.22  | 15.22  |
| 净资产值变动    | 6.0%   | 3.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
| 项目平均价格    |        |        |        |        |        |
| 价格年变动     | -5%    | 0%     | 5%     | 10%    | 15%    |
| 价格        | 11,285 | 11,912 | 12,539 | 13,166 | 13,793 |
| 2010E净资产值 | 12.21  | 13.66  | 15.22  | 16.90  | 18.70  |
| 净资产值变动    | -19.8% | -10.3% | 0.0%   | 11.0%  | 22.8%  |

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 15: NAV 折现率计算

|            |        |
|------------|--------|
| 加权资本成本即折现率 |        |
| 税前债务成本     | 6.00%  |
| 股权资本成本     | 18.24% |
| 负债率        | 61.30% |
| 加权资本成本即折现率 | 9.82%  |
| 股权资本成本     |        |
| Rf         | 3.68%  |
| $\beta$    | 1.46   |
| 市场风险溢价     | 10.00% |
| 股权资本成本     | 18.24% |

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 16: NAV 拆分

## 1. 在建及土地储备(NAV)

| 城市        | 项目              | 权益   | 可结算部分建筑面积<br>(平方米) | 权益建筑面积<br>(平方米) | 可结算面积<br>(平方米) | 权益可结算面积<br>(平方米) | 比例    | 权益净资产值<br>(百万元) | 比例    |
|-----------|-----------------|------|--------------------|-----------------|----------------|------------------|-------|-----------------|-------|
| 北京        | 裕龙花园三区          | 100% | 367,000            | 366,560         | 264,240        | 263,923          | 20.5% | 1,412           | 21.7% |
| 北京        | 仓苑公寓(五里仓高层)     | 100% | 40,000             | 39,952          | 30,000         | 29,964           | 2.3%  | 116             | 1.8%  |
| 北京        | 西辛北区高层          | 100% | 8,000              | 7,990           | 6,400          | 6,392            | 0.5%  | 39              | 0.6%  |
| 北京        | 西部会馆            | 93%  | 73,000             | 68,219          | 58,400         | 54,575           | 4.5%  | 743             | 11.4% |
| 北京        | 裕龙花园续建          | 100% | 150,000            | 149,820         | 127,500        | 127,347          | 9.9%  | 639             | 9.8%  |
| 北京        | 大龙新都(原菜市口危改项目)  | 100% | 172,600            | 172,393         | 138,080        | 137,914          | 10.7% | 2,338           | 35.9% |
| 满洲里       | 满洲里裕龙园区一期       | 100% | 292,838            | 292,487         | 234,270        | 233,989          | 18.2% | 196             | 3.0%  |
| 中山        | 中山项目-群英华庭南侧地块   | 95%  | 320,000            | 304,000         | 256,000        | 243,200          | 19.9% | 466             | 7.2%  |
| 中山        | 中山G15-08-9002地块 | 95%  | 217,525            | 206,649         | 174,020        | 165,319          | 13.5% | 284             | 4.4%  |
| 总计        |                 |      | 1,640,963          | 1,608,069       | 1,288,910      | 1,262,624        | 100%  | 6,233           | 96%   |
| 2. 建筑公司价值 |                 |      |                    |                 |                |                  |       | 131             | 2.0%  |

## 3. 存货变现价值

| 城市                | 项目 | 权益 | 存货账面值<br>(百万元) | 毛利率 | 权益净资产值<br>(百万元) | 比例    |
|-------------------|----|----|----------------|-----|-----------------|-------|
| 存货合计账面值           |    |    | 102            | 29% | 145             | 2%    |
| 总计                |    |    |                |     |                 | 6,509 |
| 09年底未付土地款(百万元)    |    |    |                |     |                 | 500   |
| 净负债(净现金)(百万元)     |    |    |                |     |                 | 440   |
| 净资产值(百万元)         |    |    |                |     |                 | 5,570 |
| 摊薄股本(百万)          |    |    |                |     |                 | 415   |
| 2009E年每股净资产值(人民币) |    |    |                |     |                 | 13.42 |
| 2010E年每股净资产值(人民币) |    |    |                |     |                 | 15.22 |

资料来源：公司资料、中金公司研究部



### 首次关注给予“中性”投资评级

基于我们的盈利预测，我们预计公司 09、10 年将分别录得每股盈利 0.72 元和 0.96 元。目前公司股价对应的 09、10 年市盈率分别为 28.0 倍和 21.0 倍，对 10 年底的 NAV 值估计溢价约 30%。

我们首次关注了大龙地产，并给予“中性”的投资评级，主要基于以下方面：

- ▶ **164 万平米项目储备，土地成本较低，为 2229 元/平米，占预期售价 18%：**公司拥有 164 万平米二级土地储备资源，49%集中在北京，但平均的土地成本大约为 2229 元/平米，占我们预期售价的 18%。
- ▶ **公司销售表现良好，京内项目将进入结算期，业绩波动性将减小：**公司是北京市场回暖的主要受益者，目前在售项目主要为裕龙花园三区及满洲里项目，预计全年销售额将超 15 亿元，并将于明年内结算完毕。往后看，随着公司北京项目进入结算期，公司业绩波动性将减小，业绩有望稳步增长。
- ▶ **公司回归顺义的战略定位较明确，在顺义获取资源可能性较高，且未来有资源注入预期：**我们认为，公司作为顺义区政府下属的老牌房地产开发企业，在本地人脉资源以及品牌积累较为深厚，未来将有较大机率参与顺义新城及老城区旧城改造等项目，从而获得更多土地资源，支撑公司发展。而母公司手握哈牧集团的 4700 亩建设用地等资源注入预期也将成为公司股价上行的催化剂。
- ▶ **但目前来看，公司未来三年走出顺义、实现跨区域快速扩张的能力不强：**我们认为，短期内制约公司发展的瓶颈较少，但从长远的角度来说，公司股价的提升在于改变市场对于其为一个小型、本地化公司的定位，因而走出顺义、实现跨区域发展将是公司在三年后必须要面临的问题，而我们认为，公司的产品开发能力中等，可复制性不足，在顺义外的品牌拓展能力偏弱，缺乏很强的跨区域管控能力都是制约公司跨区域快速扩张的瓶颈。
- ▶ **估值比较饱满，21.0 倍 10P/E，对 10 年 NAV 值溢价 30%：**根据我们的计算，公司 09、10 年 NAV 值分别为 13.42 元/股及 15.22 元/股，10 年 NAV 值较目前股价溢价 30%；我们预计公司 09、10 年将实现每股盈利 0.72 元及 0.96 元，对应市盈率 28.0 倍及 21.0 倍。在我们覆盖的 A 股上市公司中，估值比较饱满。

## 风险

### 持续扩张能力面临考验

对于小型区域发展公司来说，业绩波动性、持续扩张能力不强是主要特点，公司未来三年虽无业绩大幅波动的担心，但由于在顺义以外区域项目资源获取难度较大，且产品品牌可复制性较弱，能否持续扩张将是未来主要不确定性。

### 单一市场风险

公司项目主要集中在北京顺义区这一单一市场，本地需求相对有限，在市场下滑时，面临的风险较大。

### 向大股东利益输送风险

公司和大股东关联交易较多，其建筑原材料采购有部分来自于大股东旗下的大龙供销公司，存在向大股东利益输送的可操作性。

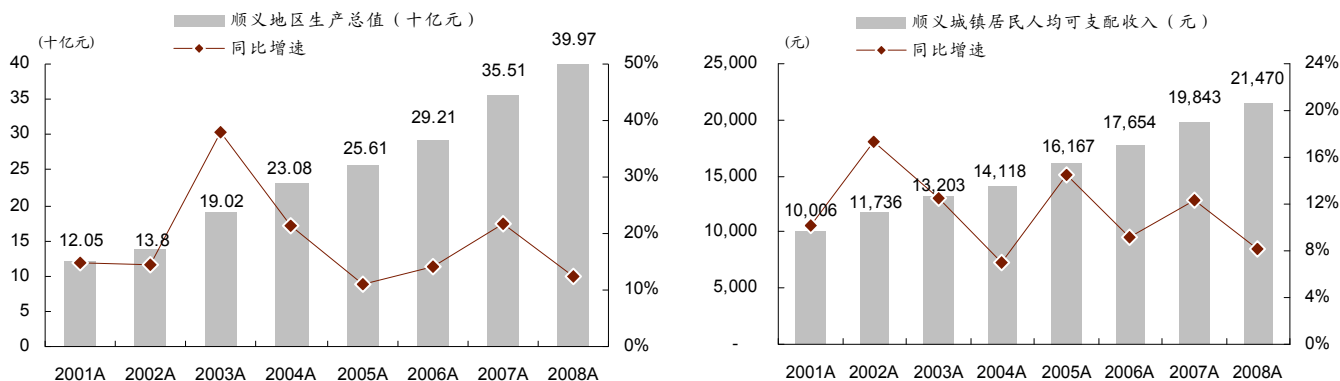
## 附录 1：顺义区域市场分析

## 顺义概况：造新城，一港·两河·三区·四镇布局

**北京远郊区经济总量排名第一，“制造业+临空经济”是支柱：**顺义位于北京市东北部，城区距市中心 30 公里，总面积 1021 平方公里，户籍人口 56.4 万，常住人口 70.3 万。2008 年完成地区生产总值 399.7 亿元，同比增长 12.6%，总量在 10 个远郊区县继续排名第 1，在 18 个区县中排名第 6，增幅排名第 4。城镇居民人均可支配收入达到 21470 元，农民人均纯收入达到 10402 元，同比分别增长 8.2% 和 12.3%。2008 年，全区规模以上工业完成总产值 1160 亿元、销售收入 1152 亿元，总产值占到全市工业的 1/8、10 个远郊县区的 1/4。下属工业，如北京现代 2008 年生产轿车 30 万辆，同比增长 29.5%；实现产值 270 亿元，同比增长 13.3%。北京汽车制造厂共生产汽车 45296 辆，实现产值 26 亿元，全区汽车产业产值占到全市汽车产业总产值的 51%。

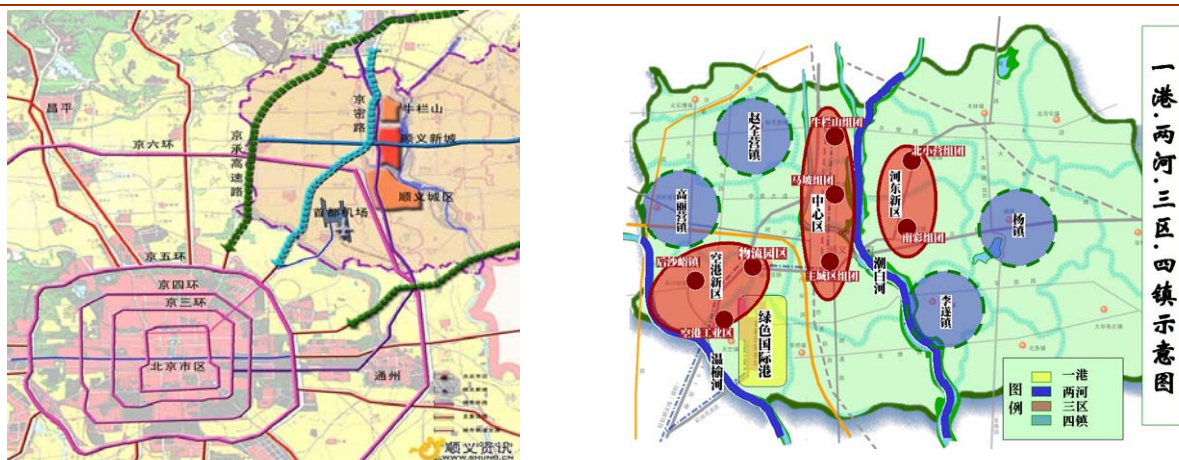
**新城规划是顺义未来发展最大看点：**依据《北京城市总体规划（2004 年—2020 年）》，顺义是“东部发展带的重要节点，北京重点发展的 3 个新城之一”，主要承担引导发展现代制造业以及空港物流、会展、国际交往、体育休闲等功能。到 2020 年，顺义新城人口控制规模 90 万人，规划用地控制规模 162 平方公里，“一港、两河、三区、四镇”将成为顺义乃至北京市东北部地区的发展核心，具体来说，一港：首都国际机场及临空经济核心区，是新城发展的枢纽核心；两河：潮白河风景区和温榆河绿色生态走廊，是新城发展的生态屏障；三区：中心区、空港区、河东新区三城区，是新城发展的城市载体；四镇：杨镇、高丽营、李遂、赵全营四个重点发展城镇，是新城发展的统筹桥梁。

图表 17：顺义历年 GDP 增速



资料来源：顺义统计局，中金公司研究部

图表 18：顺义新城区位及规划图

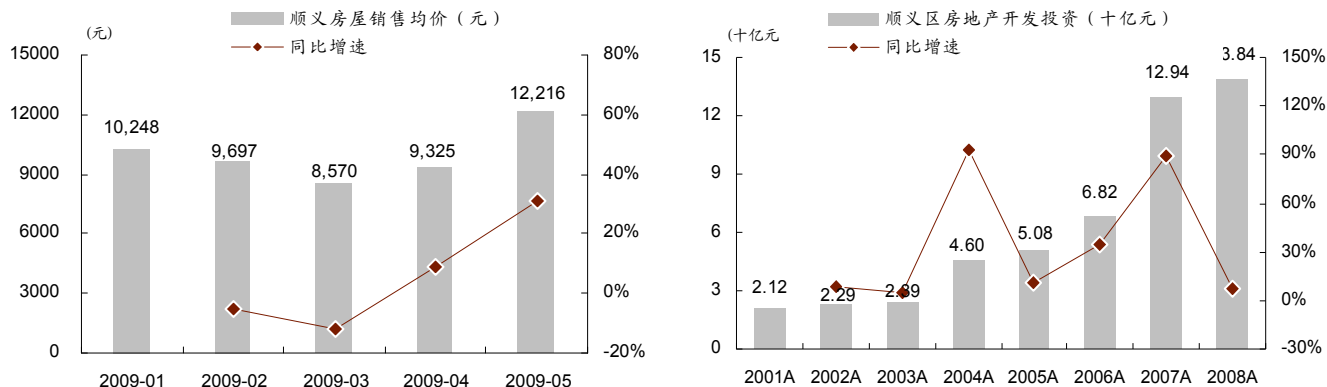


资料来源：顺义资讯网，公司数据，中金公司研究部

### 顺义房地产市场：一级开发推动投资高增长，新城建设看马坡

**前三季度一级开发投资推动房地产投资高增长，住宅销售呈“价升量缩”：**1-9 月份，顺义区完成房地产开发投资 170 亿元（9 月 23.6 亿元），同比增长 92.7%，但其中全区土地储备中心和房地产开发企业完成土地一级开发投资达 98.7 亿元，占全部房地产开发投资的 58.0%，如果扣除土地一级开发投资影响，前三季度完成开发投资下降了 19.1%。而住宅销售市场在经历上半年“量、价”快速齐增后，9 月开始出现下降趋势，当月销售量达今年最低点。1-9 月，顺义区商品房销售面积为 104.6 万平方米，比上年同期增长 130.4%。住宅销售面积 100.7 万平方米，同比增长 126.3%。9 月当月住宅销售面积为 10.1 万平方米，比 8 月份下降 47.8%，比 7 月份下降 23.7%。

图表 19：顺义房地产投资及销售情况



资料来源：顺义统计局，中金公司研究部

**市场中别墅项目占比大（约 50%）、城外项目占比多（约 70%），整体在售规模约 100 万方，与廊坊此类城市市区的市场规模相当：**截止到 08 年中，顺义区有较大在建项目 39 个，其中城区内 9 个，开复工面积 132 万平米，城区外 30 个，开复工面积 341.4 万平米；普通住宅项目 18 个，开复工面积 280.7 万平米，别墅项目 21 个，开复工面积 192.7 万平米。在项目分布上，城区内占 28%，城区外占 72%，城区外项目主要分布在天竺、后沙峪及新城等地区。普通商品房项目占在建项目的 59.3%，别墅项目占 40.7%。而 08 年底顺义区较大在售商品房项目达到 25 个，可售面积合计为 94.1 万平米，市场供应规模近似于廊坊市区市场。

**住宅均价站上 1 万元/平米，高档豪宅是推动力；市场需求以北京本地为主：**1-5 月顺义区新建房屋销售均价为 10557 元/平米，其中普通住宅交易均价为 7034 元/平米、高档住宅交易均价为 17304 元/平米，办公楼和商业营业用房等非住宅交易均价为 10054 元/平米；二手房销售均价为 6335 元/平米。北京市户籍人员购买面积占顺义区总体交易面积的 75%左右，外地人员购买面积占顺义区总体交易面积的约 20%，北京市户籍人员主要购买方向以普通住宅为主；北京市户籍以外的人员主要的购买方向趋向于高档住宅。

图表 20：顺义房地产销售均价

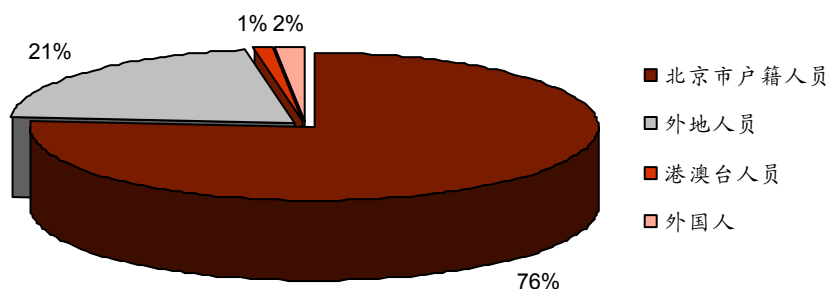
| 2009年1-5月房屋销售价格情况表 |                 |
|--------------------|-----------------|
| 房屋类别               | 交易均价<br>(元/平方米) |
| 一、新建房              | 10557           |
| 1、住宅               | 10575           |
| (1) 普通住宅           | 7034            |
| (2) 高档住宅           | 17304           |
| 2、非住宅              | 10054           |
| 二、二手房              | 6335            |

资料来源：顺义统计局，顺义区建委，中金公司研究部



图表 21：顺义房地产销售情况按人群划分

2009年1-5月新建房屋销售情况按人群划分分布图



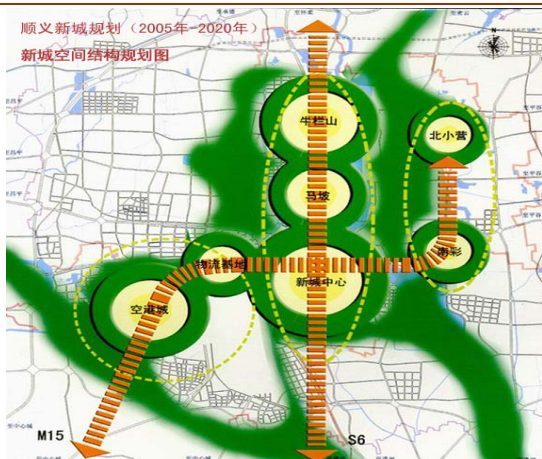
资料来源：顺义统计局，顺义区建委，中金公司研究部

**马坡组团是新城建设近期看点：**顺义新城中多数区域的土地需要进行一级开发，从土地开发进度来看，目前顺义新城的主要出让土地集中在马坡组团，牛栏山和仁和两镇只有零星土地出让，而开发、出让土地相对较慢的则是河东新区。顺义新城建设将新增 90 万人口，带来 20 万套左右的住房需求，其中住宅的供应较多的集中在马坡组团，且该地区目前开发进展较快，因此在三年内，马坡组团将是新城建设的主要看点。

附马坡组团介绍：

马坡组团，位于顺义老城区以北，东至仁安路，南至顺泽大街，西至和安路，北至顺丰大街，2010 年远景规划总人口 8.5 万，规划总用地 9.77 平方公里（14674 亩），其中可开发用地面积 10495 亩，可出让净建设用地面积 4800 亩，总建筑面积 396 万平米，其中居住用地面积 3280 亩，总建筑面积 239 万平米，是目前顺义一级开发体量最大的片区，已顺利完成小孙各庄、东丰乐村、向阳村村庄拆迁工作，占马坡组团拆迁总量的 65%，并开始进入了商品房销售阶段。该组团的主要一级开发商为，鲁能集团及财富集团组建的北京顺义新城建设开发有限公司，其开发的鲁能·新城第一区已于 2008 年开始预售，项目占地 6.5 万平米，总建面 10 万平米，容积率 1.48，整个社区由 9 栋 11 层板楼以及 1 万平米沿街商业构成，均价约 7000 元/平米。

图表 22：顺义新城空间规划图及鲁能新城第一区项目区位图



资料来源：顺义新城网，中金公司研究部

## 附录 2：大龙地产主要项目一览

### 裕龙花园项目

裕龙花园总规划面积 150 万平方米，剩余裕龙花园三区在售，三区建筑面积 35 万平方米，其中 17 栋住宅楼 2526 户（住宅建筑面积 25 万平方米），地下车库面积 59000 平方米，三栋商业楼面积 8800 平方米，配套公建 3800 平方米。

项目 08 年 6 月开始推出，两次推案面积共计 24.5 万平米，08 年销售 2.55 万平米，均价 7646 元/平米；09 年销售 16.9 万平米，均价 7711 元/平米；目前的销售均价已经在 8700 元/平米左右。我们预计住宅部分将于 09 年结算 17.2 万平米及 9.3 万平米，分别贡献结算收入 14.5 亿元及 8.6 亿元。

图表 23：裕龙花园交通图



资料来源：soufun.com，公司资料，中金公司研究部

图表 24：裕龙花园三期规划图



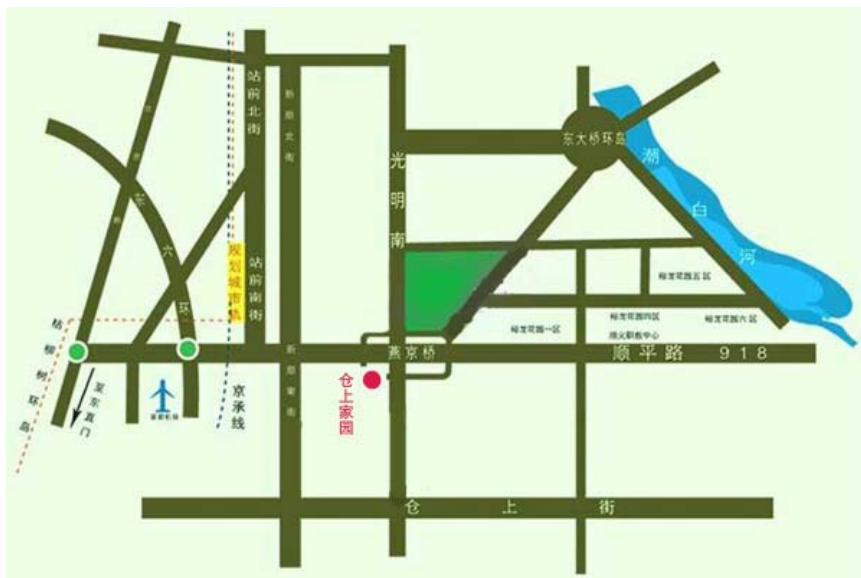
资料来源：公司资料，中金公司研究部



### 五里仓高层（仓上家园项目）

仓上家园位于顺义城区燕京桥西南侧，毗邻京平快速路，临近顺义区最大的人民公园，总建面约 4 万平米，由 2 栋板楼组成，户型面积 82 平方米至 155 平方米之间。目前该项目已经基本售罄，于 09 年一季度结算，我们预计 09 年全年结算收入 1.3 亿元。

图表 25：仓上家园交通图



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 26：仓上家园规划图



资料来源：公司资料，中金公司研究部

### 滨河加建（望潮家园）项目

滨河加建（望潮家园）项目位于北京市顺义区潮白河南岸，滨河小区东侧，与顺平路相邻，07、08 年已经相继进入结算，07 年滨河加建项目贡献 1.14 亿，08 年贡献 5800 万左右收入。目前尚剩余账面值约 9300 万元左右的存货未结算。我们预计将于 09 年基本结清。

图表 27：望潮家园交通图



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 28：望潮家园规划图



资料来源：公司资料，中金公司研究部

### 大龙新都项目

大龙新都项目位于北京市宣武区虎坊桥西北侧。项目用地范围北至规划西草厂街，南至骡马市大街，东至南新华街，西至东椿树街。总用地面积为 6.1 公顷。其中建设用地 4.34 公顷，代征地 1.76 公顷。规划总建筑面积 162920 平方米，其中地上 134020 平方米，地下 28900 平方米，使用性质包括住宅、商业和办公。我们预计项目将于 11 年开始初步结算，预计结算面积 2.1 万平米，实现收入 7.9 亿元。

### 王府井西部会馆项目

王府井项目位于北京市王府井大街北区，东临王府井大街，南临世纪大厦。项目定位为城市商业综合体，由一栋主题酒店楼和两栋公寓式酒店楼组成，其中，公寓式酒店楼底部 3 层为综合商业，主题酒店底部 2 层为精品店及餐饮。项目规划建设用地总面积为 9100 平方米，总建筑面积 7.3 万平方米，其中地上建筑 4.5 万平方米，地下建筑面积 2.8 万平方米。项目建筑高度为 35 米，地上 9 层，地下 4 层地上建筑面积中，主题酒店建筑面积 14,500 平方米，公寓式酒店 15,000 平方米，商业 15,500 平方米（主要用于品牌专卖店经营）。主题酒店客房 156 套，公寓式酒店客房 192 套，机动车地下车库停车位 380 个。地下建筑面积中，地下商业设施 2,500 平方米（主要用于健身体育），地下车库 18,000 平方米，设备用房 7,500 平方米。

项目土地成本及拆迁费用预计为 4.5 亿元，拆迁工作已经完成，将于 2009 年下半年开工，预计于 2011 年 12 月全部竣工。我们预计项目将于 11 年开始初步结算，预计结算面积 1.2 万平米，实现收入 3.7 亿元。

图表 29：西部会馆交通图



资料来源：公司资料，中金公司研究部

### 满洲里裕龙园区项目

满洲里裕龙园区是满洲里市的重点工程建设项目之一，也是公司战略转移的第一个大型项目。该项目占地 300 亩，总建筑面积 38 万平方米，包括一幢五星级酒店及住宅、商业项目。目前满洲里裕龙园区一期工程在建预计于 10 年 9

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。



月竣工，销售的均价约为 3000 元/平米左右。我们预计项目 10、11 年将分别结算 8.2 万平米和 8.2 万平米，实现收入 3.47 亿元和收入 3.65 亿元。

图表 30：满洲里裕龙园区规划图

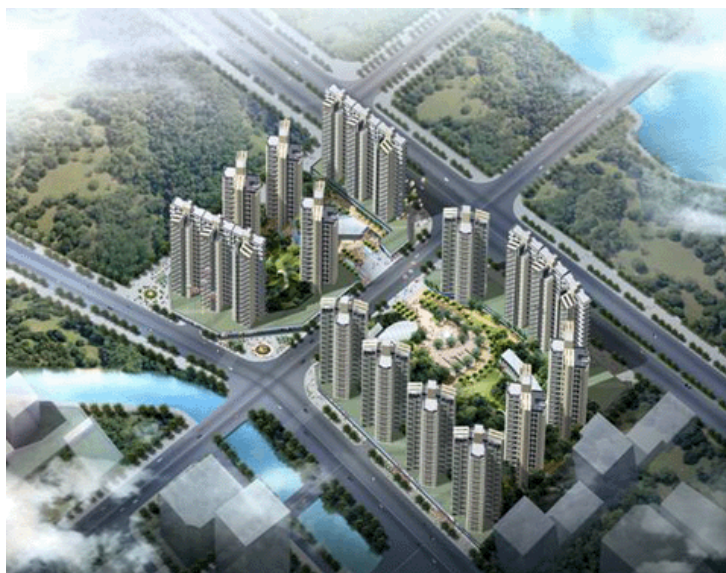


资料来源：公司资料，中金公司研究部

### 中山·大龙园区项目

中山·大龙园区是公司走出北京，进军南方的第一步。项目位于广东省中山市火炬区新城中心，由群英华庭南侧地块及 G15-08-9002 地块两地块拼合而成，群英华庭南侧地块建面 8 万方，为 2007 年 12 月以 3 亿元收购中山彤泰公司得来，G15-08-9002 地块建面 21.7 万方，为 08 年 1 月以 1.91 亿元拍得。我们预计项目将于 11 年开始初步结算，预计结算面积 2.6 万平米，实现收入 1.8 亿元。

图表 31：中山·大龙园区规划图



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 32：历史和预测的财务指标

| 截至12月31日              | 2004A   | 2005A | 2006A | 2007A  | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E |
|-----------------------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>损益表 (人民币百万元)</b>   |         |       |       |        |       |       |       |       |
| 主营业务收入                | 6       | 278   | 465   | 326    | 137   | 1,645 | 1,947 | 2,628 |
| 主营业务成本                | 7       | 218   | 350   | 224    | 92    | 1,082 | 1,206 | 1,577 |
| 营业税金及附加               | 3       | 15    | 24    | 18     | 7     | 95    | 123   | 210   |
| 主营业务利润                | -4      | 45    | 90    | 83     | 38    | 467   | 619   | 841   |
| 营业费用                  | 2       | 4     | 13    | 4      | 8     | 16    | 19    | 26    |
| 管理费用                  | 31      | 10    | 17    | 14     | 24    | 33    | 45    | 58    |
| 财务费用                  | 20      | 10    | 18    | 5      | 3     | 20    | 24    | 29    |
| 营业利润                  | -57     | 21    | 45    | 57     | 3     | 398   | 530   | 728   |
| 税前利润                  | -90     | 23    | 45    | 57     | 3     | 398   | 530   | 728   |
| 净利润                   | -90     | 11    | 30    | 35     | 2     | 298   | 398   | 546   |
| <b>资产负债表 (人民币百万元)</b> |         |       |       |        |       |       |       |       |
| 应收款项                  | 96      | 180   | 286   | 900    | 665   | 632   | 695   | 765   |
| 存货                    | 22      | 844   | 651   | 1,187  | 2,251 | 2,138 | 2,352 | 2,705 |
| 货币资金                  | 0       | 104   | 132   | 879    | 81    | 125   | 269   | 418   |
| 固定资产                  | 67      | 17    | 15    | 29     | 84    | 91    | 97    | 102   |
| 应付款项                  | 35      | 575   | 655   | 570    | 882   | 988   | 1,018 | 1,048 |
| 短期借款                  | 45      | 155   | 183   | 241    | 145   | 95    | 95    | 95    |
| 股东权益                  | 68      | 284   | 315   | 1,222  | 1,223 | 1,522 | 1,919 | 2,465 |
| 总资产                   | 215     | 1,218 | 1,159 | 3,075  | 3,176 | 3,080 | 3,508 | 4,084 |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |         |       |       |        |       |       |       |       |
| 经营活动现金流               | -38     | 16    | 18    | -1,116 | -679  | 570   | 174   | 183   |
| 投资活动现金流               | 0       | -0    | 0     | -16    | -15   | -6    | -6    | -6    |
| 筹资活动现金流               | -1      | 88    | 10    | 1,879  | -104  | -520  | -24   | -29   |
| 现金及现金等价物净增加额          | -38     | 104   | 29    | 746    | -798  | 44    | 144   | 149   |
| 期初现金及现金等价物余额          | 0       | 0     | 104   | 132    | 879   | 81    | 125   | 269   |
| 期末现金及现金等价物余额          | 0       | 104   | 132   | 879    | 81    | 125   | 269   | 418   |
| <b>财务指标</b>           |         |       |       |        |       |       |       |       |
| 毛利率                   | -62.9%  | 16.2% | 19.3% | 25.5%  | 27.8% | 28.4% | 31.8% | 32.0% |
| 股息收益率                 | 0.0%    | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%   | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 资产收益率                 | -41.7%  | 0.9%  | 2.6%  | 1.1%   | 0.1%  | 9.7%  | 11.3% | 13.4% |
| 净资产收益率                | -132.6% | 4.0%  | 9.4%  | 2.9%   | 0.2%  | 19.6% | 20.7% | 0.0%  |
| 净现金/股东权益              | 142.4%  | 80.7% | 16.0% | 32.4%  | 80.0% | 28.8% | 15.3% | 5.9%  |
| 每股净资产                 | 0.16    | 0.70  | 0.77  | 2.96   | 2.96  | 3.68  | 4.64  | 5.95  |

资料来源：公司数据、中金公司研究部

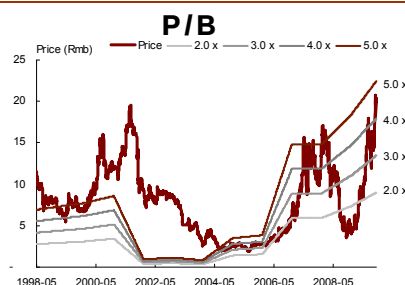
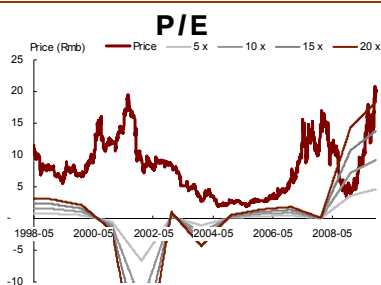


图表 33: 可比公司估值

| 公司名称   | 代码     | 当前评级 | 当前股价        |             | 目标价<br>(元) | 上涨<br>空间        | 总市值<br>(十亿元) | 每股收益<br>(元) |             |       |         | CAGR  | 市盈率  |      |     | 市净率 |      |      | 每股NAV<br>(元) |      |      |     | 溢价/折价 | 资产负债率<br>(%) |     | 净负债率<br>(%) | 总储备     |         | 权益储备 |  |
|--------|--------|------|-------------|-------------|------------|-----------------|--------------|-------------|-------------|-------|---------|-------|------|------|-----|-----|------|------|--------------|------|------|-----|-------|--------------|-----|-------------|---------|---------|------|--|
|        |        |      | 09-11-9     |             |            |                 |              | 08A         | 09E         | 10E   | 08-10E  |       | 08A  | 09E  | 10E | 08A | 09E  | 10E  | 09A          | 10E  | 09A  | 10E |       | 08A          | 08A |             | 2008-12 | 2008-12 |      |  |
| A股     |        |      |             |             |            |                 |              |             |             |       |         |       |      |      |     |     |      |      |              |      |      |     |       |              |     |             |         |         |      |  |
| 侧重开发:  |        |      |             |             |            |                 |              |             |             |       |         |       |      |      |     |     |      |      |              |      |      |     |       |              |     |             |         |         |      |  |
| 万科A    | 000002 | 推荐   | 12.0        | n.a.        | n.a.       | 128.4           | 0.37         | 0.50        | 0.65        | 33%   |         | 32.8  | 23.9 | 18.7 | 4.2 | 3.6 | 3.0  | 9.3  | 10.1         | 29%  | 19%  |     | 67%   | 33%          |     | 33.1        | 26.3    |         |      |  |
| 金地集团   | 600383 | 推荐   | 16.0        | n.a.        | n.a.       | 39.7            | 0.34         | 0.55        | 0.75        | 48%   |         | 47.3  | 29.1 | 21.5 | 4.3 | 3.5 | 3.1  | 13.8 | 15.2         | 16%  | 5%   |     | 70%   | 81%          |     | 11.4        | 10.1    |         |      |  |
| 招商地产   | 000024 | 推荐   | 29.8        | n.a.        | n.a.       | 30.5            | 0.71         | 0.92        | 1.20        | 30%   |         | 41.7  | 32.2 | 24.8 | 3.4 | 3.1 | 2.8  | 27.3 | 30.7         | 9%   | -3%  |     | 57%   | 30%          |     | 10.9        | 8.5     |         |      |  |
| 金融街    | 000402 | 推荐   | 13.4        | n.a.        | n.a.       | 33.3            | 0.42         | 0.54        | 0.62        | 22%   |         | 32.1  | 24.9 | 21.5 | 2.3 | 2.1 | 1.9  | 14.7 | 15.4         | -8%  | -12% |     | 46%   | 10%          |     | 6.3         | 5.5     |         |      |  |
| 首开股份   | 600376 | 推荐   | 22.6        | n.a.        | n.a.       | 26.0            | 0.50         | 0.70        | 1.00        | 42%   |         | 45.5  | 32.0 | 22.5 | 6.5 | 2.7 | 2.4  | 23.6 | 26.8         | -4%  | -16% |     | 82%   | 180%         |     | 9.4         | 7.5     |         |      |  |
| 保利地产   | 600048 | 审慎推荐 | 26.3        | n.a.        | n.a.       | 92.4            | 0.64         | 1.00        | 1.25        | 40%   |         | 41.3  | 26.4 | 21.0 | 6.6 | 5.0 | 4.0  | 19.5 | 22.0         | 35%  | 20%  |     | 71%   | 109%         |     | 21.4        | 16.0    |         |      |  |
| 华发股份   | 600325 | 审慎推荐 | 20.0        | n.a.        | n.a.       | 16.3            | 0.80         | 0.96        | 0.99        | 12%   |         | 25.1  | 20.8 | 20.2 | 3.6 | 3.2 | 2.8  | 19.0 | 21.0         | 5%   | -5%  |     | 64%   | 56%          |     | 5.3         | 4.5     |         |      |  |
| 北京城建   | 600266 | 审慎推荐 | 19.4        | n.a.        | n.a.       | 14.4            | 0.43         | 0.62        | 0.81        | 38%   |         | 45.5  | 31.5 | 24.1 | 4.0 | 3.5 | 3.0  | 18.9 | 20.2         | 3%   | -4%  |     | 66%   | 66%          |     | 3.4         | 2.9     |         |      |  |
| 荣盛发展   | 002146 | 审慎推荐 | 21.3        | n.a.        | n.a.       | 19.1            | 0.41         | 0.65        | 0.99        | 54%   |         | 51.4  | 32.5 | 21.6 | 9.1 | 5.1 | 4.3  | 12.4 | 16.0         | 72%  | 33%  |     | 68%   | 74%          |     | 9.3         | 9.2     |         |      |  |
| 栖霞建设   | 600533 | 中性   | 7.1         | n.a.        | n.a.       | 7.5             | 0.18         | 0.21        | 0.28        | 25%   |         | 39.8  | 34.5 | 25.6 | 2.9 | 2.7 | 2.4  | 5.8  | 6.4          | 22%  | 11%  |     | 58%   | 78%          |     | 2.7         | 2.2     |         |      |  |
| 中华企业   | 600675 | 中性   | 17.7        | n.a.        | n.a.       | 19.2            | 0.43         | 0.59        | 0.63        | 22%   |         | 41.5  | 30.1 | 28.1 | 5.9 | 5.0 | 4.2  | 11.1 | 12.1         | 59%  | 46%  |     | 64%   | 79%          |     | 2.3         | 2.0     |         |      |  |
| 阳光股份   | 000608 | 中性   | 11.4        | n.a.        | n.a.       | 6.1             | 0.05         | 0.47        | 0.45        | 192%  |         | 215.6 | 24.1 | 25.2 | 3.5 | 3.0 | 2.7  | 8.4  | 9.0          | 36%  | 27%  |     | 63%   | 47%          |     | 2.4         | 2.0     |         |      |  |
| 亿城股份   | 000616 | 中性   | 7.6         | n.a.        | n.a.       | 6.9             | 0.30         | 0.32        | 0.35        | 8%    |         | 25.4  | 23.5 | 21.8 | 2.8 | 2.5 | 2.2  | 5.3  | 5.6          | 45%  | 36%  |     | 50%   | 24%          |     | 1.1         | 0.9     |         |      |  |
| 大龙地产   | 600159 | 中性   | 19.8        | n.a.        | n.a.       | 8.2             | 0.01         | 0.72        | 0.96        | 1201% | 3,494.8 | 27.5  | 20.7 | 6.7  | 5.4 | 4.3 | 13.4 | 15.2 | 47%          | 30%  |      | 61% | 80%   |              | 9.4 | 1.6         |         |         |      |  |
| 冠城大通   | 600067 | 中性   | 15.7        | n.a.        | n.a.       | 9.6             | 0.28         | 0.40        | 0.83        | 71%   |         | 55.5  | 39.4 | 18.9 | 5.6 | 4.9 | 4.0  | 15.0 | 15.7         | 5%   | 0%   |     | 77%   | 210%         |     | 2.4         | 2.1     |         |      |  |
| 平均值    |        |      |             |             |            |                 |              |             |             | 34%   |         | 40.4  | 28.8 | 22.4 | 4.8 | 3.7 | 3.1  |      |              | 25%  | 12%  |     | 64%   | 77%          |     |             |         |         |      |  |
| 中间值    |        |      |             |             |            |                 |              |             |             | 33%   |         | 41.5  | 29.1 | 21.6 | 4.2 | 3.5 | 3.0  |      |              | 22%  | 11%  |     | 64%   | 74%          |     |             |         |         |      |  |
| 开发和持有: |        |      |             |             |            |                 |              |             |             |       |         |       |      |      |     |     |      |      |              |      |      |     |       |              |     |             |         |         |      |  |
| 浦东金桥   | 600639 | 审慎推荐 | 15.0        | n.a.        | n.a.       | 10.5            | 0.33         | 0.30        | 0.45        | 18%   |         | 45.6  | 50.7 | 32.9 | 4.1 | 3.8 | 3.4  | 14.4 | 15.9         | 4%   | -6%  |     | 43%   | 43%          |     | 2.2         | 2.1     |         |      |  |
| 陆家嘴    | 600663 | 中性   | 28.9        | n.a.        | n.a.       | 45.9            | 0.47         | 0.55        | 0.56        | 9%    |         | 61.3  | 52.3 | 51.7 | 6.4 | 5.7 | 5.2  | 17.8 | 18.2         | 62%  | 59%  |     | 47%   | -26%         |     | 3.6         | 3.1     |         |      |  |
| 中国国贸   | 600007 | 中性   | 11.6        | n.a.        | n.a.       | 11.7            | 0.35         | 0.28        | 0.33        | -2%   |         | 33.0  | 41.3 | 34.8 | 2.8 | 2.6 | 2.4  | 10.8 | 10.8         | 8%   | 8%   |     | 48%   | 74%          |     | 0.5         | 0.5     |         |      |  |
| 平均值    |        |      |             |             |            |                 |              |             |             | 8%    |         | 46.7  | 48.1 | 39.8 | 4.4 | 4.0 | 3.7  |      |              | 25%  | 20%  |     | 46%   | 30%          |     |             |         |         |      |  |
| 中间值    |        |      |             |             |            |                 |              |             |             | 9%    |         | 45.6  | 50.7 | 34.8 | 4.1 | 3.8 | 3.4  |      |              | 8%   | 8%   |     | 47%   | 43%          |     |             |         |         |      |  |
| B股     |        |      |             |             |            |                 |              |             |             |       |         |       |      |      |     |     |      |      |              |      |      |     |       |              |     |             |         |         |      |  |
| 万科B    | 200002 | 推荐   | (HK\$) 10.2 | (HK\$) 14.1 | 38%        | (HK\$ bn) 145.9 | (HK\$) 0.43  | (HK\$) 0.57 | (HK\$) 0.75 | 10%   |         | 23.9  | 17.8 | 13.6 | 3.0 | 2.7 | 2.4  | 10.6 | 11.8         | -4%  | -13% |     | 67%   | 33%          |     | 33.1        | 26.3    |         |      |  |
| 招商局B   | 200024 | 推荐   | 19.0        | 25.0        | 32%        | 34.7            | 0.83         | 1.05        | 1.40        | 21%   |         | 22.8  | 18.1 | 13.6 | 1.9 | 1.7 | 1.6  | 31.0 | 35.7         | -39% | -47% |     | 57%   | 30%          |     | 10.9        | 8.5     |         |      |  |
| 金桥B    | 900911 | 推荐   | 7.2         | 13.0        | 80%        | 11.9            | 0.38         | 0.34        | 0.53        | 13%   |         | 18.9  | 21.5 | 13.7 | 1.7 | 1.6 | 1.5  | 16.3 | 18.5         | -56% | -61% |     | 43%   | 43%          |     | 2.2         | 2.1     |         |      |  |
| 陆家B    | 900932 | 推荐   | 14.8        | 16.9        | 14%        | 52.2            | 0.55         | 0.63        | 0.65        | 21%   |         | 27.1  | 23.6 | 22.8 | 2.8 | 2.6 | 2.4  | 20.2 | 21.2         | -27% | -30% |     | 47%   | -26%         |     | 3.6         | 3.1     |         |      |  |
| 平均值    |        |      |             |             |            |                 |              |             |             | 16%   |         | 23.2  | 20.3 | 15.9 | 2.4 | 2.2 | 2.0  |      |              | -31% | -38% |     | 53%   | 20%          |     |             |         |         |      |  |
| 中间值    |        |      |             |             |            |                 |              |             |             | 17%   |         | 23.4  | 19.8 | 13.6 | 2.4 | 2.2 | 2.0  |      |              | -33% | -38% |     | 52%   | 31%          |     |             |         |         |      |  |
| H股     |        |      |             |             |            |                 |              |             |             |       |         |       |      |      |     |     |      |      |              |      |      |     |       |              |     |             |         |         |      |  |
| 中国海外   | 688    | 推荐   | 17.4        | 22.8        | 32%        | 141.8           | 0.49         | 0.75        | 0.95        | 39%   |         | 35.6  | 23.0 | 18.3 | 4.3 | 3.4 | 3.1  | 13.0 | 16.3         | 34%  | 6%   |     | 62%   | 47%          |     | 24.2        | 21.6    |         |      |  |
| 华润置地   | 1109   | 推荐   | 18.9        | 20.1        | 6%         | 95.0            | 0.35         | 0.57        | 0.72        | 43%   |         | 54.0  | 33.1 | 26.3 | 2.8 | 2.6 | 2.4  | 17.0 | 18.2         | 11%  | 4%   |     | 49%   | 43%          |     | 24.8        | 23.5    |         |      |  |
| 首创置业   | 2868   | 推荐   | 3.4         | 4.8         | 44%        | 6.8             | 0.22         | 0.23        | 0.30        | 16%   |         | 15.3  | 14.3 | 11.4 | 1.4 | 1.3 | 1.3  | 5.9  | 6.5          | -43% | -48% |     | 68%   | 71%          |     | 8.7         | 4.9     |         |      |  |
| 绿城中国   | 3900   | 推荐   | 11.5        | 14.9        | 29%        | 17.7            | 0.55         | 0.66        | 0.90        | 28%   |         | 20.9  | 17.4 | 12.8 | 1.9 | 1.8 | 1.7  | 16.9 | 18.6         | -32% | -38% |     | 76%   | 140%         |     | 25.0        | 15.4    |         |      |  |
| 远洋地产   | 3377   | 推荐   | 8.1         | 11.0        | 37%        | 37.9            | 0.32         | 0.38        | 0.53        | 29%   |         | 25.2  | 21.4 | 15.1 | 2.0 | 1.8 | 1.7  | 10.5 | 12.3         | -23% | -34% |     | 59%   | 33%          |     | 12.6        | 12.0    |         |      |  |
| 方兴地产   | 817    | 推荐   | 2.3         | 3.6         | 60%        | 19.7            | 0.09         | 0.14        | 0.16        | 31%   |         | 23.9  | 15.7 | 13.9 | 1.8 | 1.4 | 1.3  | 4.4  | 4.5          | -48% | -50% |     | 60%   | 40%          |     | 1.8         | 1.5     |         |      |  |
| 深控股    | 604    | 推荐   | 3.4         | 4.5         | 31%        | 12.1            | 0.20         | 0.25        | 0.30        | 24%   |         | 17.3  | 13.8 | 11.3 | 1.0 | 1.0 | 0.9  | 6.0  | 6.4          | -43% | -47% |     | 58%   | 66%          |     | 22.5        | 13.6    |         |      |  |
| 雅居乐    | 3383   | 审慎推荐 | 10.8        | 12.2        | 13%        | 39.1            | 0.41         | 0.69        | 0.87        | 45%   |         | 26.2  | 15.7 | 12.4 | 2.6 | 2.4 | 2.2  | 13.0 | 14.4         | -17% | -25% |     | 61%   | 35%          |     | 28.7        | 26.8    |         |      |  |
| 富力地产   | 2777   | 中性   | 15.0        | 16.6        | 11%        | 48.4            | 0.73         | 0.86        | 1.02        | 18%   |         | 20.5  | 17.4 | 14.7 | 2.8 | 2.6 | 2.3  | 16.3 | 18.5         | -8%  | -19% |     | 73%   | 123%         |     | 26.2        | 25.8    |         |      |  |
| 世茂地产   | 813    | 中性   | 14.8        | 14.9        | 0%         | 52.4            | 0.36         | 0.84        | 0.95        | 62%   |         | 41.0  | 17.6 | 15.6 | 2.4 | 2.2 | 2.1  | 15.1 | 16.5         | -2%  | -10% |     | 59%   | 66%          |     | 25.8        | 24.2    |         |      |  |
| 碧桂园    | 2007   | 中性   | 3.1         | 3.8         | 23%        | 50.6            | 0.10         | 0.16        | 0.20        | 42%   |         | 31.6  | 19.1 | 15.6 | 2.3 | 2.2 | 2.1  | 4.0  | 4.7          | -23% | -35% |     | 61%   | 32%          |     | 46.1        | 45.9    |         |      |  |
| 瑞安地产   | 272    | 中性   | 5.0         | 5.0         | 1%         | 25.1            | 0.51         | 0.27        | 0.34        | -18%  |         | 9.8   | 18.2 | 14.6 | 1.2 | 1.1 | 1.1  | 5.7  | 6.3          | -13% | -21% |     | 45%   | 36%          |     | 13.8        | 10.6    |         |      |  |
| 平均值    |        |      |             |             |            |                 |              |             |             | 30%   |         | 26.8  | 18.9 | 15.2 | 2.2 | 2.0 | 1.8  |      |              | -17% | -26% |     | 61%   | 61%          |     |             |         |         |      |  |
| 中间值    |        |      |             |             |            |                 |              |             |             | 30%   |         | 24.6  | 17.5 | 14.7 | 2.1 | 2.0 | 1.9  |      |              | -20% | -29% |     | 60%   | 45%          |     |             |         |         |      |  |

资料来源: 彭博咨询、中金公司研究部

图表 34: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博咨询、中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 北京

### 中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

## 上海

### 中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

## 香港

### 中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

## 香港

### 中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

## 新加坡

### 中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

## 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

## 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

## 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

## 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

## 南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

## 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。