



亦商亦住 游刃有余

调研目的和结论

我们近期对公司进行调研，以了解公司经营现状和发展战略。给予公司“买入”评级的主要理由是：1) 看好城市综合体模式的前景，公司在城市综合体建设上优势突出；2) 大股东有能力也有意愿帮助公司扩张；3) 公司融资能力强；4) 现有项目盈利能力强，平均毛利率至少 43.24%；5) 估值具有安全边际。

城市综合体建设上优势突出：我国城市综合体的发展正处于黄金期，经营好的城市综合体可实现开发商收益最大化，使鸡肋变美味。除低成本获取项目和较强融资能力外，公司在城市综合体建设上的优势主要表现为：与银座商城和银座股份（600858）的合作较好的解决了商业部分的运营；鲁商集团旗下酒店业、旅游及文化休闲产业的良好运营对公司城市综合体的建设和运营提供了帮助；城市花园、别墅、城市综合体和建镇四种模式的有机融合，增强了公司抵抗单一模式风险的能力。

大股东背景和强大融资能力助推公司扩张：鲁商集团实力雄厚，其产业布局和资金能力有利于公司的扩张。房地产业是鲁商集团实现“双千亿”目标的主要依靠产业之一，也是利润的主要贡献者，公司是鲁商集团从事房地产开发经营的主要平台，鲁商集团有能力也有意愿帮助公司扩张。而公司强大的融资能力使公司能轻松突破制约多数房地产公司发展的资金瓶颈。

现有项目盈利能力强：公司现有未结算建筑面积约 652.19 万平方米，平均毛利率达 43.24%。公司从未高价拿地，项目土地成本较低，基本以净地为主，避免了拆迁成本的不确定性，在二、三线城市房价一致预期上涨的背景下，项目盈利能力还有提升空间。

盈利预测和投资建议：公司 2010 年—2012 年的每股收益分别为 0.59 元、0.99 元、1.31 元。目前股价动态 PE8.82 倍，相对 RNAV（13.4 元）折价 35%，公司估值较低。给予公司“买入”评级，8 元以下具有较高安全边际，6 个月目标价为 11 元。

鲁商置业 (600223)

首次评级

买入

陈莹

chenying@csc.com.cn

010-85130989

执业证书编号：S1440209070377

当前股价：8.80 元

目标价格 6 个月：11 元

调研日期：2010 年 12 月 23 日

发布日期：2011 年 1 月 12 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
27.35/28.05	7.19/4.17	-18.14/-6.42
12 月最高/最低价 (元)		12.3/6.46
总股本 (万股)		100096.80
流通 A 股 (万股)		33893.55
总市值 (亿元)		88.09
流通市值 (亿元)		29.83
近 3 月日均成交量 (万)		798.31
主要股东		
山东省商业集团有限公司		52.62%

股价表现





	2009A	2010F	2011F	2012F
主营收入（百万）	2,500.15	3,286.80	5,080.44	5,647.47
主营收入增长率	-4.23%	31.46%	54.57%	11.16%
净利润（百万）	439.37	591.10	990.11	1,314.24
净利润增长率		34.54%	67.50%	32.74%
ROE	68.65%	53.11%	51.97%	44.45%
EPS（元）	0.439	0.591	0.989	1.313
P/E	19.87	14.77	8.82	6.64
P/B	13.64	7.84	4.58	2.95
EV/EBITDA	15.92	14.35	10.28	7.51



目录

城市综合体建设上优势突出	1
经营好的城市综合体可使鸡肋变美味	1
公司在城市综合体建设上的优势	2
公司现有城市综合体项目的运营现状	3
大股东背景和强大融资能力助推公司扩张	6
公司未来十年战略清晰	6
大股东背景对公司扩张的帮助	7
公司融资能力分析	8
现有项目盈利能力强	9
公司现有项目平均毛利率达 43.24%	9
公司现有项目简介	9
估值具有安全边际	13
盈利预测和投资建议	13
指标分析	14
报表预测	15

城市综合体建设上优势突出

城市花园、别墅、城市综合体（即公司所称的“商业聚合模式”）和建镇模式是公司四种固化的规划模式。城市花园和别墅是目前房地产上市公司的主要开发产品，随着房地产地域门槛的逐步打破和市场化的逐步深化，两类产品的市场竞争愈发激烈。而在公司定义中，建镇模式主要指建筑面积超过 100 万平方米的项目（300 万平方米以上最佳），一般位于城市的郊区，凭借较低的土地成本以规模取胜。无疑，建镇模式无论从前期的项目获取还是后续交通、教育、医疗等生活配套的完善都需要更多的政府支持。尽管公司具备地方国资委绝对控股的背景等优势，我们也绝对相信公司获得相关项目的能力，同时非常看好公司建镇模式的发展前景，但由于目前公司尚没有类似的产品，因此，相较而言，四种模式中，我们更看好城市综合体。

经营好的城市综合体可使鸡肋变美味

何为城市综合体

所谓城市综合体(HOPSCA)就是由酒店(Hotel)、写字楼(Office)、生态公园(Park)、购物中心(Shoppingmall)、会展中心(Convention)、公寓(Apartment)等组成的复合化地产形态，各部分间有一种相互依存、相互助益的能动关系。城市综合体是当今主流城市繁荣的一大标志，如美国纽约的洛克菲勒中心、日本东京的六本木新城、法国巴黎的拉德芳斯、香港的国际金融中心等等。城市综合体在我国出现的时间尽管不是很长，但随着城市化进程和城市功能升级的加快，城市综合体发展迅速，正逐步成为我国商业地产发展的主流发展模式。一些企业也伴随城市综合体的发展迅速扩张，其中最典型的就是万达集团。

城市综合体的兴起与其优势密不可分

1、 地方政府的支持。经营好的城市综合体不仅可以提高城市形象，而且能招商引资，拉动消费，给地方政府带来长期的税收，并带动就业和周边的发展，从而获得地方政府的支持。杭州、合肥、沈阳和济南等城市更是提出了主要发展城市综合体的战略目标，如杭州在 2008 年首次提出要建设 100 个多功能城市综合体计划，济南在 2009 年提出 2010 年将投资 4000 个亿打造 16 个城市综合体。

2、 由于有了地方政府的支持，城市综合体的建设也增加了开发商（特别是有实力和开发经验的开发商）与政府谈判的能力，不仅减少了开发商进军新区域的阻力，而且可能降低土地市场的竞争，或可在一定程度上争取到税费的优惠。

3、 经营好的城市综合体能带动周边区域的发展，并成为一定区域内的主流商业区或标志性建筑，从而提升了开发商的品牌形象，增加了开发商的品牌价值，为开发商后续项目的拓展创造便利。

4、 就最直接的经济效益而言，城市综合体中功能和配套的齐全能提高公寓的销售和酒店或写字楼的入住/出租率；开发商在通过公寓的销售快速回笼投资实现项目滚动开发的同时，还能获得酒店、商场等持有型物业的长期升值；持有型物业不仅能为开发商带来稳定的现金流，而且能为开发商的日后融资提供保障和便利。

5、 相对不断加码的住宅市场调控，商业地产受政策调控影响较小。



经营好的城市综合体可使鸡肋变美味

住宅项目由于市场需求量大、流动性好、回笼资金快成为开发商竞相争取的对象，相对而言，商业项目由于运营和回报周期长等原因对开发商资金实力和经营能力等方面的要求更高，也使众多开发商望而却步，成为开发商眼中的鸡肋。城市综合体的上述优势表明，经营好的城市综合体可使开发商实现收益最大化，使鸡肋变美味。目前纯住宅项目的出让已经越来越少，大多数土地使用权的出让都规划有一定比例的商业配套，核心地段的项目商业配套比例更高，这给在城市综合体建设和运营上有优势的开发商提供了更多获取优质项目的机会。

公司在城市综合体建设上的优势

从公司发展规划上看，公司更注重将大型旗舰店、商业步行街、写字楼、娱乐餐饮、酒店、高端公寓进行整合开发的组合，打造地标式商业综合体，即以商业带动的城市综合体。项目获取、资金实力、开发经验、特别是商业部分的运营是此类城市综合体成功建设和运营的关键点。公司雄厚的股东背景和已有的成功开发经验在获取项目方面能给公司提供帮助，并可在一定程度上降低成本；公司较强融资能力能帮助公司解决城市综合体资金问题；这些优势我们将在本文的第二部分着重介绍。除此之外，公司在城市综合体建设和运营的优势主要体现在以下几方面：

1、与银座商城和银座股份（600858）的合作较好的解决了商业部分的运营。

商业带动的城市综合体一般商业面积占比较高，商业对人气聚集和整个项目的品牌提升非常重要，不仅直接影响公寓等物业的销售，而且关系到酒店等持有物业日后的经营和升值空间，甚至会影响开发商日后同类产品的开发经营，因此，商业部分是否能成功运营是商业城市综合体的关键所在和主要难点。而公司和银座商场（全称：山东银座商场股份有限公司）以及银座股份（全称：银座集团股份有限公司，A 股代码：600858）的合作就较好的解决了商业部分的运营。

公司和银座商城、银座股份同属鲁商集团（全称：山东省商业集团总公司）的下属企业，其中银座商城是山东省商贸流通领域重点骨干企业，省政府重点扶持的大型零售集团，截止目前，银座商城已拥有 84 家大型现代化商场、130 多家便民连锁超市，经营面积 200 多万平方米，从业人员 11 万多人，经营方式涉及现代百货、大型综合超市、家居、便利店、购物中心等多种业态，经营网络分布在山东省、河北省石家庄市、邢台市及河南濮阳等地，银座商城营业收入每年都以 30% 以上的速度递增，2009 年实现销售 200 亿元，企业规模和效益水平一直稳居山东省同行业的龙头地位，连续多年位列全国百货业十强；银座股份主要以销售门店的形式从事日用百货等商品的零售业务，截至 2010 年中期，银座股份所属门店总数达 42 家，托管 1 家，2009 年银座股份营业收入达 52.43 亿元。“银座”已经成为山东乃至全国知名的商业零售品牌。银座商城和银座股份在业内良好的品牌解决了城市综合体中商场部分的招商难的问题，人气的聚集有利于公寓、小商铺等物业的销售。公司目前处于快速扩张的初期，出于加快资金回笼的考虑，公司倾向将商场等物业出售，而从公开资料上看，银座商城和银座股份近两年的自持物业正在逐步上升，这正好加大了和公司的合作空间。

2、鲁商集团旗下酒店业、旅游及文化休闲产业的良好运营对公司城市综合体的建设和运营提供了帮助。

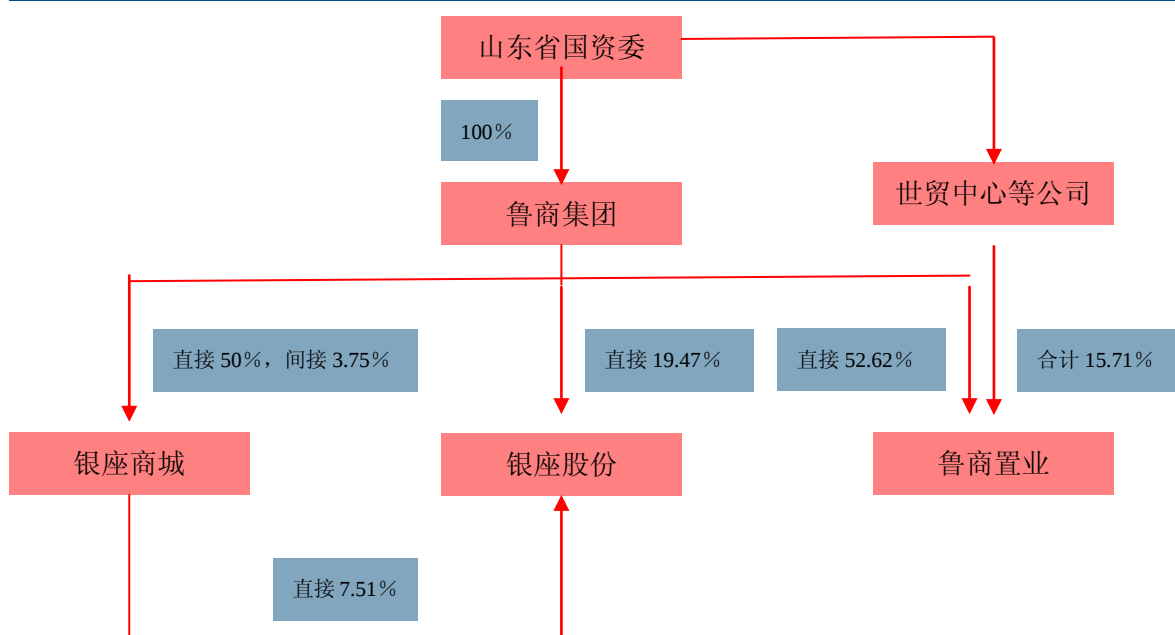
酒店的经营和餐饮娱乐的招商也是城市综合体日后运营的重要部分。鲁商集团的酒店旅游业主要经营高星级酒店、经济型酒店和娱乐业三个板块，在近几年发展迅速，现拥有五星级的索菲特银座大饭店和四星级的银座泉城大酒店，受托管理多家四星级酒店，并与雅高、凯悦等国际酒店管理公司合作，在济南、青岛、临沂等地在建五星级酒店 3 家；经济型酒店已开办二十余家。此外，鲁商集团的文化娱乐业涉及休闲、娱乐、健身、美容、艺术品收藏等多个领域，开办了大型都市休闲娱乐体——银座新天地。2009 年，鲁商集团接手山东

最大的旅游公司，组建了银座旅游集团，打造吃、住、行、游、购、娱全面组合的旅游产业链。根据鲁商集团规划，到 2020 年，酒店旅游业计划发展酒店 180 家，争取能够拥有酒店、文化休闲、旅游等独立上市的产业板块，努力打造一流知名旅游集团品牌。

3、 四种模式的有机融合，增强了公司抵抗单一模式风险的能力。

除城市综合体模式外，公司还开发城市花园和别墅等其他项目，并致力于开拓建镇模式项目。后三项产品的开发不仅能给加快资金回笼，加速资金周转，为公司城市综合体项目的开发提供资金，而且能保证公司业绩的快速增长和规模的快速扩张。

图 1：公司与银座商城、银座股份的股权关系



资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

公司现有城市综合体项目的运营现状

公司目前的城市综合体中已建成运营的有济南银座数码广场、济南银座晶都国际、济南鲁商广场、泰安银座广场，在建的项目有济南国奥城、东营银座城市广场，拟建的项目有青岛鲁商广场（部分）和哈尔滨学府路项目（部分）。如前所述，为加快资金回流，公司对上述项目基本是以售为主。已运营项目的商业部分中，银座均作为商业的主力店入驻，并带动了其他商铺的销售，运营情况良好。

1、 济南银座数码广场（100%权益）

银座数码广场位于济南市山大路与解放路交叉口的东北角，处于济南 CID 的核心位置，是集科技、商贸于一体的商业物业。项目用地面积 1.16 万平方米，总建筑面积 7.34 万平方米，总投资 3.6 亿元。项目由主楼和裙楼两部分组成，其中主楼地上 23 层，地下两层，主体及裙楼 1—6 层为 IT、数码产品卖场，主楼 7—23 层为高档写字间。银座数码广场于 2001 年 12 月份动工，2003 年底竣工开业，项目全部用于出售，现入住率已达 90%

以上。目前，该建筑已成为济南市山大路的地标性建筑。

图 2：济南银座数码广场效果图



资料来源：焦点房产网 中信建投证券研发部

图 3：济南银座数码广场位置图



2、济南银座晶都国际（100%权益）

银座晶都国际位于济南市市中区顺河街东侧（杆石桥北），金龙大厦北侧，北倚交通银行大厦，东距泉城广场仅 1 公里，占地面积 2.94 万平方米，总建筑面积 15.10 万平方米。项目由三栋高层建筑组成，融合了高级公寓、小户型公寓、商务办公、国际街区、地下停车场等多种物业形态，其中银座晶都商业街采用济南首创退台式设计，铺铺临街。项目规划有餐饮美食区和时尚精品区，2.34 万平方米的商业街物业目前由项目公司统一运营管理，目前已引进多家国内外强势品牌，是济南首家集休闲娱乐、美食餐饮、美容健身等于一体的体验式商务休闲街区。项目于 2005 年 12 月开工建设，2008 年 7 月全部完工并交付使用。

图 4：济南银座晶都国际效果图



资料来源：焦点房产网 中信建投证券研发部

图 5：济南银座晶都国际位置图



3、济南鲁商广场（100%权益）

济南鲁商广场是济南第十一届全运会的重要配套工程，地段优越，北面是济南交通要道经十路，西面是玉函路，南面为泉城公园，东面为南苑宾馆。项目占地面积 5.92 万平方米，规划建筑面积 20 万平方米，由 3.4 万

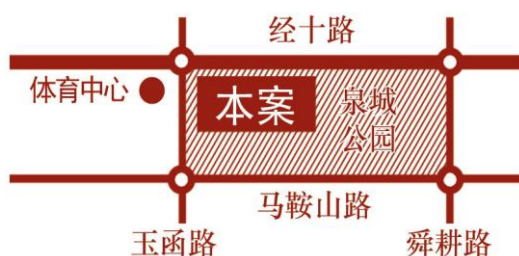
平方米市区最大全运配套、8 万平方米银座旗舰店、2 万平方米银座旁钻石铺王、3 万平方米泉城公园生态写字楼四大部分组成，是集购物、办公、运动、休闲于一体的地标式建筑综合体。项目四栋连体楼中，东面两栋楼是全运会的配套政府楼，西面两栋楼用于销售。项目商业部分中 8 万平方米的银座是目前最大规模银座单店，2 万平方米银座旁钻石铺王定位于“餐饮+娱乐+休闲”业态组合。项目 2008 年 8 月开工，2010 年 10 月竣工，目前写字楼已售完，均价 1.4 万元/平方米，商铺还有少量出售，价格 2.8-5 万元/平方米不等，地下一层的银座商场出售给银座商城经营，现已开业。项目投资总额约 12 亿元，项目毛利率在 40% 以上，项目盈利能力较强。

图 5：济南鲁商广场效果图



资料来源：焦点房产网 中信建投证券研发部

图 7：济南鲁商广场位置图



焦点房产网
www.focus.cn

4、泰安银座城市广场（87%权益）

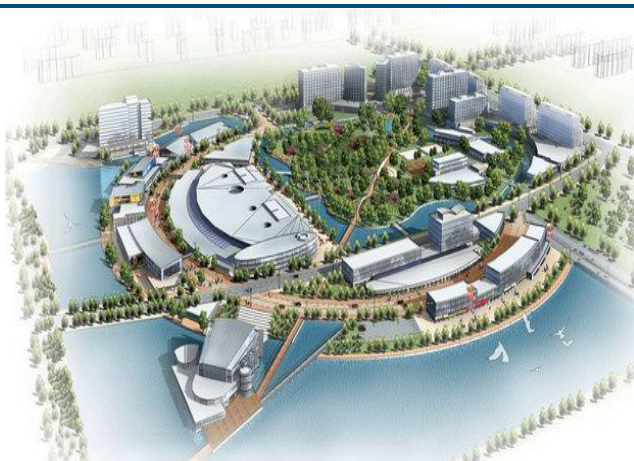
泰安银座城市广场位于泰安市东岳大街与龙潭路交汇处，原泰安银座商城东侧，南临商城巷，东临信用大厦，处于泰安市商业核心区位，交通便利。项目占地面积 2.62 万平方米，规划建筑面积 8.06 万平方米，为集高层住宅、商铺、商场、超市为一体的综合性项目。项目东部为住宅，商业集室外商业步行街和大型购物中心于一体，其中银座商场与现在的银座商城融会贯通，部分相连，扩建面积为 2.4 万平方米（其中商城 2.0 万平方米，地下超市 0.4 万平方米），步行商业街建筑面积 2.26 万平方米的。项目于 2006 年 7 月开工，2008 年 10 月完工并交付使用。目前银座商场的商业部分由公司持有并出租给银座股份经营，计划在时机成熟时出售给银座股份。

图 8：泰安银座城市广场效果图



资料来源：泰安房产网 中信建投证券研发部

图 9：东营银座城市广场效果图



5、济南鲁商国奥城（100%权益）

鲁商国奥城正对济南市政务中心和奥体中心，背依济南市高新技术产业开发区，南临经十东路，东至贤文路，北至解放东路，西临山东省高级人民法院，地理位置非常优越，被列为济南市东部新城重点项目。项目占地面积 5.06 万平方米，总建筑面积 29.31 万平方米，由四幢高层甲级写字楼、一栋 SOHO 公寓、一幢高层星级酒店及商业物业组成，是一座集办公、住宿、购物、休闲、娱乐于一体的多功能综合建筑体，建成后将成为济南东部标志性城市建筑组群。目前，四幢高层写字楼之一的国电楼已经交付使用，SOHO 公寓和 2 号写字楼均以封顶，项目预计 2011 年可全部竣工。项目的地下一层为项目的商业部分，银座将进驻其中，作为项目及周边区域的重要商业配套。项目预计总投资 14.5 亿元，目前公寓和写字楼销售均价为 1.35 万元/平方米左右，毛利率较高，项目盈利能力较强。

图 10：济南鲁商国奥城效果图



图 11：济南鲁商国奥城位置图



资料来源：焦点房产网 中信建投证券研发部

6、东营银座城市广场（85%权益）

东营银座城市广场位于东三路以东、黄河路以北、胶州路以西、淮河路（原十二号路）以南，是东营市东城核心地带。项目占地面积 25 万平方米，规划建筑面积 20 万平方米，共包含商业服务、城市公益和运动健身三大功能，其中商业服务部分将建设全省著名连锁品牌银座商城旗舰店以及精品步行街、大型超市、餐饮娱乐中心、星级酒店、公寓式写字楼、穹幕影院等，公益部分包括青少年活动中心、老年活动中心及环行水系，运动健身部分包括建设在岛上公园中的网球场、篮球场等。项目是东营地区规模最大、设施最全的集商业服务、文化娱乐、体育运动于一体的综合服务区，是东营市政府“双十工程”项目之首。项目于 2004 年 10 月开工，部分已交付业主使用，预计 2012 年 10 月项目全部竣工。其中银座商场占地 6.5 万平方米，于 2008 年 9 月开业，项目以售为主，目前销售均价 0.62 万元/平方米，总投资约 7 亿元，毛利率超过 40%，项目盈利能力强。

大股东背景和强大融资能力助推公司扩张

公司未来十年战略清晰

立足山东，以济南、青岛为开发主战场，不断增加在两大核心城市的开发规模和战略储备，积极拓展地级城市，辐射三线城市，有选择的进入沿海或经济发达地区中心城市——公司在 2008 年借壳上市时就提出了清晰的战略计划：

2008-2010 年：建立起省内区域市场的优势地位。在土地资源的获得上，公司要把握济南、青岛、烟台、潍坊、威海等省内重点城市的城市发展趋势，善于从战略上把握机会获得珍贵的土地资源，着力发展几个 5000 亩以上的大项目，同时通过收购、兼并一些拥有土地资源的中小型房地产公司、与土地所有者合作开发、以及开发等方式获得成本相对较低的土地。

2011-2014 年：巩固在省内重点城市的优势地位，并形成覆盖省内二、三线城市的开发格局；抓住机遇，有选择地进入全国一线、二线城市。

2015-2019 年：在巩固省内市场领先地位的基础上，积极拓展国内一、二线城市，并在重点区域（如环渤海地区）取得较大的突破。“鲁商置业”品牌在国内市场具有较高的知名度，成为国内一流房地产开发商。

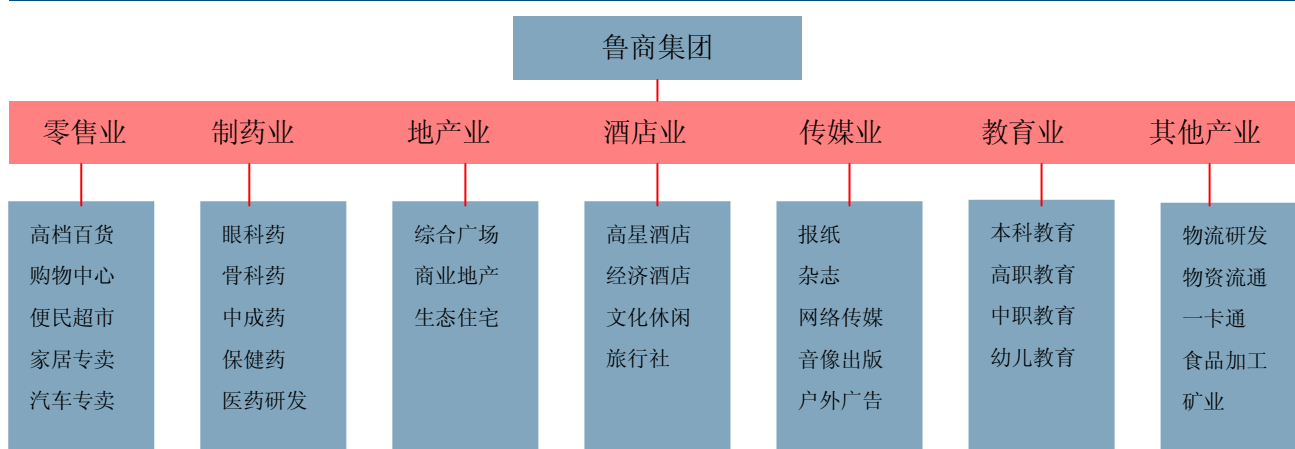
大股东背景对公司扩张的帮助

大股东有能力帮助公司扩张

鲁商集团是 1992 年底由山东省商业厅整建制转体组建的大型国有企业。经过十七年发展，现已成长为以现代零售为主业，以制药和房地产为重点产业，涉足酒店、传媒、教育、矿业、投资等多元化发展的大型企业集团，拥有“鲁商”、“银座”、“福瑞达”等知名品牌，从业员工 12 万多人。2009 年集团实现营业收入 256 亿元，实现利税 23.5 亿元，两项主要经济指标连续七年增幅在 30% 以上。银座零售业是鲁商集团主业，山东零售龙头企业，位列全国零售 10 强。目前，在山东、河北、河南三省拥有大型门店 80 多家，涵盖高档百货、购物广场、shopping mall、便民超市、现代家居、汽车专营、物流中心、专业公司等多种业态。制药业是鲁商集团重点产业，拥有四家省级科研院所、三个省级实验室，科研成果两次荣获国家科技进步二等奖。眼科主导产品“润洁”、“润舒”滴眼液已占国内市场份额的 20%，是全国最大的眼科用药生产基地；骨科主导产品“施沛特”已占国内同类药市场份额的 80%。鲁商集团雄厚的实力完全有能力帮助公司扩张，而且，鲁商集团在零售、酒店、文化娱乐等板块的市场地位有利于公司房地产项目特别是城市综合体的开发。

鲁商集团根据宏观经济走向和企业实际情况，2009 年研究确定了 2010—2020 年的“双千亿”战略目标：以 2009 年销售收入 256 亿元为基数，到 2015 年，集团销售收入超过 1000 亿元；到 2020 年，集团销售超过 2000 亿元。据了解，在实施“双千亿”战略目标的头一年—2010 年鲁商集团的营业收入达 370 亿元，比 2009 年增长 40%，从完成情况看，“双千亿”目标可期。

图 12：鲁商集团的产业链



资料来源：鲁商集团网站

大股东有意愿帮助公司扩张

房地产业是鲁商集团的重要产业，公司目前是鲁商集团从事房地产开发经营的主要平台，资源整合完成后，公司将成为唯一平台。2008 年公司在鲁商集团的支持下借壳 ST 万杰上市成功，目前鲁商集团直接持有公司 52.62% 的股份，占绝对控股地位。房地产业是鲁商集团实现“双千亿”目标的主要依靠产业之一，也是鲁商集团利润的主要贡献者之一。无论从鲁商集团的承诺还是上市后对公司在获取项目和资金方面的支持，都表明鲁商集团有意愿帮助公司扩张。公司上市时，鲁商集团承诺：若相关房地产项目公司自身无法取得银行贷款替换鲁商集团及其关联方为相关房地产项目公司提供的资金支持，则鲁商集团将继续向相关房地产项目公司提供必要的资金支持，并以不超过同期银行贷款利率水平的利率向相关房地产项目公司收取利息费。截至 2010 年中报，公司从鲁商集团获得的尚未偿还的借款本金近 15 亿元，最长的期限达 8 年，利率均等于或低于银行同期贷款利率。鲁商集团对公司资金的支持力度可见一斑。

公司融资能力分析

公司短期并无偿债压力

截至 2010 年 9 月 30 日，公司总资产 96.54 亿元，其中总负债 88.68 亿元，资产负债率为 91.85%，扣除了 32.96 亿元的预收款项后，公司有息资产负债率为 57.71%。尽管从数据上看，公司资产负债率较高，但主要原因是公司在 2009 年才完成借壳上市，受壳公司以往业绩不佳的影响，公司未分配利润高达负 6.83 亿元，拉低了公司的净资产。从负债结构上看，88.68 亿元的总负债中，预收款项占 37.17%，银行长期借款占 12.63%，短期和一年内到期的银行借款占 10.37%，其他主要是对大股东和关联单位的借款，还款灵活，期限较长。公司帐上有现金 13.13 亿元，短期并无偿债压力。

公司项目盈利能力较好，2009 年公司毛利率为 36.14%，营业利润率为 23.53%，净利润率为 17.57%，由于净资产较低，公司净资产收益率高达 59.60%。公司项目地价成本相对较低，主要布局二、三线城市，盈利能力还有提升空间。随着可供销售的项目数量的增加，公司通过项目销售回笼资金的能力和数额将大大增加，公司财务状况特别是资产负债率和现金流将有较大程度的改善。

公司融资途径多元化

公司强大的融资能力为公司的快速发展提供了资金支持，使公司能轻松突破制约多数房地产公司发展的资金瓶颈，公司的融资途径主要包括：

- 1、 股东借款：鲁商集团零售业为主的经营特点和快速发展带给鲁商集团丰富的现金流，也使得鲁商集团有足够的资金实力支持公司。
- 2、 银行借款：公司的股东实力和优质的项目使公司能较为容易的从银行获得借款。
- 3、 政策性贷款：公司参与旧城改造和政府重点支持的城市综合体等重大工程的建设为公司获得政策性的贷款提供便利。
- 4、 资本市场融资：从资本市场获得股权和债权融资来推动公司发展是公司借壳上市的重要目的之一。公司目前已经上报了股权融资的方案并等待证监会的审批。一旦房企 A 股市场股权融资放行，公司将会受益。
- 5、 其他融资途径，如信托融资等。

现有项目盈利能力强

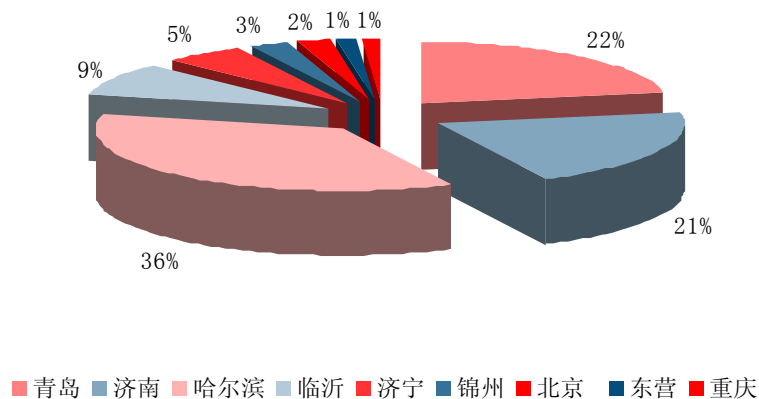
公司现有项目平均毛利率达 43.24%

公司现有在建拟建项目 16 个（不包括不合并报表的临沂沂龙湾项目），总建筑面积约 829.97 万平方米（预估数），其中地上建筑面积约 707.19 万平方米（权益内 639.91 万平方米）。由于公司部分项目的地下部分规划为商场可供出售，项目可售率有所提高，因此我们以项目全部的地上建筑面积作为可出售面积统计，公司现有未结算建筑面积约 652.19 万平方米（权益内 588.59 万平方米），可供公司未来三年的开发。

公司在建拟建项目的土地成本约 178.17 亿元（预估数），按可售面积口径计算，每平方米土地价格为 0.25 万元；项目的全部投资总额约 443.11 亿元（预估数），即每平方米投资成本为 0.63 万元；保守预测，公司在建拟建项目的现售均价已达到 1.11 万元/平方米，即公司现有项目的毛利率有 43.24%。

公司从未高价拿地，项目的土地成本较低，而且基本以净地为主，避免了拆迁成本的不确定性。公司项目主要分布在青岛、济南、哈尔滨、临沂、济宁等二、三线城市，得益于城市化进程的加速和相对宽松的调控政策，二、三线城市的房价一致预期上涨。由于公司现有项目的成本可控，因此公司现有项目盈利能力还有一定提升空间。

图 13：公司在建拟建项目地域分布图（未结算面积）



资料来源：公司公告 中信建投证券研发部

公司现有项目简介

1、北京蓝岸丽舍项目（100%权益）

蓝岸丽舍项目位于北京市顺义区南彩镇九王庄村，距首都机场 8 公里，西面紧靠潮白河和箭杆河，南面是共青团林，自然生态环境优越。项目用地面积 32.36 万平方米，总建筑面积 18.7 万平方米，其中地上建筑面积 12.89 万平方米。项目包括别墅和花园洋房，分三期开发，其中前两期为别墅，总建筑面积 11.65 万平方米，第三期为花园洋房，总建筑面积 7.05 万平方米。项目一期、二期已于 2008 年 10 月开工，计划 2011 年底全部竣工，2010 年起可陆续交房，目前销售均价 1.7 万元/平方米。



2、 青岛动感世代项目（100%权益）

动感世代项目是即墨首家以健康运动为主题的大型高档文化生态社区，位于泰山一路与辽河二路的交汇处，是即墨东部新城区的核心地段。项目用地面积 12 万平方米，总建筑面积 20.14 万平方米，其中地上建筑面积 18.12 万平方米。项目包括 34 栋楼，有 16 栋多层和 18 栋小高层，在小区西北角有 6000 平方米的大型社区商业广场，另外还有商业街、邮政局、储蓄所、卫生站等生活配套。项目分两期开发，于 2006 年 12 月 31 日开工，计划 2011 年 12 月全部竣工，自 2008 年 6 月起陆续竣工交付，目前销售均价为 0.49 万元/平方米。

3、 青岛一山一墅项目（100%权益）

一山一墅项目位于即墨盟旺山西麓，紧临烟青一级路，为大型低密度别墅住宅社区。项目用地面积 18.08 万平方米，总建筑面积 9.7 万平方米，其中地上建筑面积 7.93 万平方米。项目分三期开发，开发周期较长。一期于 2008 年 9 月开工，目前一期已经售完，二期尚未开盘，销售均价约 0.9 万元/平方米。

4、 青岛鲁商广场项目（75%权益）

青岛鲁商广场项目位于青岛市市南区优质地段，澄海一路以西、珠海路以北、燕儿岛路以东、香港中路以南，为旧城改造项目，将打造成集高端商业、星级酒店、甲级写字间、高尚住宅、精品休闲街为一体的国际化大型综合性建筑群。项目于 2009 年获得，用地面积约 12.22 万平米，地上建筑面积约 74.53 万平方米，总地价 50.85 亿元，其中住宅楼面地价 0.62 万元/平方米，商服楼面地价 0.75 万元/平方米。由于该项目为旧城改造项目，地块的出让采取一次性挂牌，分期供地的形式，公司可通过分期拿地，分期开发的形式，滚动使用资金以解决竞买土地资金的问题，一期土地收购成本约 6.5 亿元。项目将分期开发，其中一期占地面积约 4 万平方米，建筑面积约 19.8 万平方米，包括回迁住宅 5 万平方米。项目一期于 2010 年 1 月开工，计划 2012 年 12 月竣工交付，销售均价为 2.7 万元/平方米。

5、 青岛鲁商西海岸项目（100%权益）

鲁商西海岸项目位于青岛经济技术开发区长江西路王家港，地处长江西路北侧、江山南路西侧，与中国石油大学隔路相望。项目土地较为平坦，西南侧为山地，距海岸线 1 公里左右，交通便利，配套齐全，属于开发区核心商务区辐射带内。项目用地面积 5.22 万平方米，总建筑面积 26.68 万平方米，其中地上建筑面积 20.5 万平方米。项目由 8 栋 33 层的高层住宅组成，分两期开发，一期建设面积 11.11 万平方米，于 2007 年 9 月开工，预计 2011 年 12 月项目全部竣工，目前销售均价 0.87 万元/平方米。

6、 青岛市崂山区午山村庄改造项目（项目权益未定，暂以 50%预估）

2011 年 1 月 11 日，公司全资子公司山东省鲁商置业有限公司及福建金帝集团有限公司通过挂牌方式合作竞得青岛市崂山区午山村庄改造项目。项目位于青岛市崂山区滨海大道以东、规划环午山路以西、青岛二中以北、规划翠岭路以南，占地面积 47.91 万平方米，项目用途为商住，地上建筑面积约 71.24 万平方米。项目总成交价 50 亿元，楼面成本约 0.7 万元/平方米，预计销售均价能达到 2 万元/平方米。

7、 济南常春藤项目（100%权益）

常春藤项目位于济南市长清区大学园区，总用地面积为 55.1 万平方米，总建筑面积为 114 万平方米，其中地上建筑面积约 92 万平方米。尽管项目位置离主城区需 30 分钟车程，但所在的济南市长清区大学园区目前已拥有 9 所大学，为具备生态、旅游、高科、可研功能的新城区，有较好发展潜力。项目一期于 2006 年末开工，



2008 年陆续竣工，预计 2013 年 10 月项目全部竣工，目前销售均价 0.49 万元/平方米。

8、济南鲁商御龙湾项目（100%权益）

鲁商御龙湾位于济南市长清区大学科技园核心区，毗邻数千亩景观湖及国家级园博会，占地 28.55 万平方米，总建筑面积 16 万平方米，其中地上建筑面积 14.4 万平方米。项目为高档低密度住宅区，包括独栋、双拼、联排、四合院等高端别墅产品，小区北部沿长清大道为商业步行街，其西端始于银座主力店，东端止于会所，北侧为三~四层商业，南部为两层住宅底商。项目于 2008 年 6 月开工，计划 2012 年 12 月竣工，目前销售价格为 220 万—700 万元/套。

9、济南鲁商广场（略）

10、济南国奥城项目（略）

11、临沂鲁商凤凰城（100%权益）

临沂鲁商凤凰城是公司于 2009 年 12 月以 18.29 亿元从大股东手中获得。项目地处小涑河、沭河、沂河三河交汇处，与临沂市地标性建筑——凤凰广场隔路相望。项目占地面积约 25 万平方米，规划建筑面积约 60 万平方米。项目包括五星级大酒店、高档住宅区、银座购物广场商业区，其中住宅区包括叠拼、联排别墅，花园洋房，高层住宅等多种产品。项目分两期开发，于 2008 年 5 月开工，计划 2012 年 12 月全部竣工，目前高层销售均价为 0.49 万元/平方米，别墅销售均价为 1.1 万元/平方米。

12、济宁市中区王母阁片区城中村改造南池公馆地块（100%权益）

项目是公司于 2010 年 10 月通过拍卖方式以 4.24 亿元竞得。项目为净地出让，位于济宁市王母阁片区范围内，南池公园西路以西、铁北路以北，占地面积 14.11 万平方米，容积率为 2.19，目前正在规划。

13、东营银座城市广场项目（略）

14、重庆鲁商云山原筑项目（50%权益）

鲁商云山原筑项目位于重庆市北碚区城南郊，在城南商业步行街、缙云广场、北碚区政府的中轴线位置，北依缙云山风景区，距离北碚区行政商业中心较近。项目用地面积 20.87 万平方米，规划建筑面积 12.11 万平方米。项目分两期开发，2008 年 7 月开工，预计 2011 年竣工，目前销售均价约 0.89 万元/平方米。

15、锦州项目（80%权益）

项目由公司于 2010 年 12 月以 1.12 亿元获得，项目位于锦州市滨海路以北、海安街以西、富海街以南、海平街以东，占地面积 9.92 万平方米，目前正在规划。

16、哈尔滨市南岗区学府路 368 号（100%权益）

项目由公司于 2010 年 11 月以 45.67 亿元获得。项目为商住用途，位于哈尔滨市南岗区学府路 368 号，占地面积 84.6 万平方米，住宅楼面地价为 0.19 万元/平方米，商服楼面地价为 0.28 万元/平方米，目前正在规划。

17、临沂沂龙湾项目（40%权益）

沂龙湾项目地处临沂市北城新区核心位置，北城新区建成后将成为临沂的市级市政服务中心、文化中心、

体育中心、商业副中心、高教科研区、滨水休闲度假区所在地。项目由公司和烟台振华百货共同投资兴建，占地 60.92 万平方米，总建筑面积 120 多万平米，预计总投资近 30 亿元，建成后能容纳 7000 多户约 3.5 万人居住。项目分六期开发，建设周期约 6-8 年，一期于 2006 年开工并已入住，目前销售均价约 0.41 万元/平方米。

表 1：公司在建拟建项目表

							万平方米		万元/平方米				
编号	项目名称	区域	权益	用途	开工	竣工	地上 建面	权益内 建面	容积率	权益内 未结算	楼面 地价	现售均 价	单位 成本
1	北京蓝岸丽舍	顺义区	100%	别墅	2008.8	2011.12	12.89	12.89	0.40	12.89	0.32	1.70	1.14
2	青岛动感世代	即墨区	100%	住宅	2007.9	2011.12	18.12	18.12	1.51	15.73	0.06	0.49	0.28
3	青岛一山一墅	即墨区	100%	别墅	2008.9	2011.10	7.93	7.93	0.44	7.93	0.19	0.90	0.44
4	青岛鲁商广场	市南区	75%	商住	2009.12	12.10 起	74.53	55.90	6.10	49.35	0.68	2.70	1.51
5	青岛鲁商西海岸 青岛市崂山区午	开发区	100%	住宅	2007.9	2011.12	20.50	20.50	3.93	20.50	0.13	0.87	0.49
6	山村庄改造	崂山区	50%	商住			71.24	35.62	1.49	35.62	0.70	2.00	1.30
7	济南常春藤	长清区	100%	商住	2007.3	2012.12	92.00	92.00	1.67	78.00	0.05	0.49	0.28
8	济南鲁商御龙湾	长清区	100%	别墅	2008.6	2012.12 2010.10	14.41	14.41	0.50	14.41	0.12	1.15	0.68
9	济南鲁商广场	经十路	100%	商办	2008.8	y	20.00	20.00	2.72	13.00	0.18	1.90	0.92
10	济南国奥城	奥体	100%	商办	2008.07	2011.8	21.20	21.20	4.19	17.92	0.13	1.35	0.68
11	临沂鲁商凤凰城 济宁中区王母阁	兰山区	100%	住宅	2008.5	12.12	60.00	60.00	2.40	50.40	0.05	0.49	0.30
12	片区城中村改造	市中区	100%	住宅			30.91	30.91	2.19	30.91	0.14	0.70	0.40
13	东营银座广场	东三路	85%	商业	2004.11	2012.12	20.00	17.00	0.75	8.50	0.04	0.62	0.35
14	鲁商云山原筑	北碚区	50%	住宅	2008.06	2010.6	12.11	6.05	0.58	6.05	0.05	0.89	0.59
15	锦州项目	滨海路	80%	商业			19.85	15.88	2.00	15.88	0.06	0.45	0.28
16	哈尔滨市南岗区	南岗区	100%	商住			211.5	211.50	2.50	211.50	0.22	0.80	0.50
	合计						707.19	639.91		588.59	0.25	1.1	0.63
		北城											
17	临沂沂龙湾	新区	40%	住宅	2006.2		104.83	41.93	1.72	34.73	0.06	0.42	0.29

资料来源：公司公告 中信建投证券研发部



估值具有安全边际

在鲁商集团的支持下，公司自借壳上市以来发展迅速，不仅在山东省内相继拿下青岛、济宁等几个优质项目，而且成功开拓了沈阳、锦州等东北二、三线城市市场。考虑到公司较强的股东背景、多渠道的融资能力、在城市综合体建设中的优势、低成本的拿地能力，公司持续经营能力不容置疑，可以给予公司一定的估值溢价。公司战略清晰，现正处于快速扩张的初期，随着现有项目陆续进入竣工结算，公司业绩将步入高速增长。

在本文假设的结算进度下，公司 2010 年—2012 年的每股收益分别为 0.59 元、0.99 元、1.31 元，对应 PE 分别为 14.77 倍、8.82 倍、6.64 倍。公司 RNAV 为 13.4 元，目前股价相对 RNAV 折价约 35%。无论是绝对估值还是相对估值，公司都在同行业可比公司中处于较低水平。公司估值具有较高安全边际。

盈利预测和投资建议

商品房预售制度导致项目销售和结算之间存在较长的时间差，给房地产公司合理操作业绩提供了便利。因此，房地产公司特别是房地产上市公司往往会结合融资等自身需要来确定是否释放业绩。而且，房地产行业正处于调整阶段，2007 年以来房地产销售市场的几次大起大落更增加了预测房地产上市公司远期业绩的难度。我们主要是根据公司公告中对各项目的开竣工计划，并结合去公司实地调研的情况，预测各项目的结算进度，从而对公司未来三年的业绩进行预测。在表 2 假设的结算进度下，我们预测公司 2010 年—2012 年的每股收益分别为 0.59 元、0.99 元、1.31 元。

公司自 2010 年来跌幅较大，除房地产板块的系统性风险外，公司借壳上市完成、预期兑现、商业地产项目占比大、2010 年前三季度业绩平淡等也是造成公司下跌的主要原因。我们认为，借壳上市不是公司发展的终点，而是新的起点；公司在以商业带动的城市综合体项目上的优势和现有项目的成功运营表明，城市综合体的项目不是鸡肋；公司战略清晰，2010 年增加的青岛、沈阳几个大体量项目以及运作初期的锦州项目表明公司的战略目标并非空谈；而出于快速回笼资金考虑公司对现有项目采取销售为主的经营策略可以保证公司业绩的快速增长和支持公司的快速扩张。公司总股本仅 10 亿，总市值约 90 亿，其中山东国资委间接控股达 68.33%，这部分股本锁定性好，山东国资委的高控股使得公司通过二级市场的股权融资势在必行。综合以上因素，我们给予公司“买入”评级，认为 8 元以下具有较高安全边际，6 个月目标价为 11 元。

表 2：公司结算进度预测

编号	项目名称	开工	竣工	万平方米			万元/平方米		
				结算面积			结算均价		
				2010	2011	2012	2010	2011	2012
1	北京蓝岸丽舍	2008.8	2011.12	6	5	5.83	1.80	1.90	1.50
2	青岛动感世代	2007.9	2011.12	5	5	4.82	0.42	0.45	0.50
3	青岛一山一墅	2008.9	2011.10y	1.5	2	2	0.77	0.86	0.95
4	青岛鲁商广场	2009.12	12.10 起			10	2.43	2.70	2.75
5	青岛鲁商西海岸	2007.9	2011.12	8	8	4.5	0.75	0.80	0.87
6	青岛市崂山区午山村改造						2.00	2.00	2.00



7	济南常春藤	2007.3	2012.12	10	15	20	0.42	0.47	0.49
8	济南鲁商御龙湾	2008.6	2012.12	2	3	5	0.95	1.09	1.15
9	济南鲁商广场	2008.8	2010.10y	4	8	2	1.50	1.20	3.00
10	济南国奥城	2008.07	2011.8		6	6	1.22	1.28	1.42
11	临沂鲁商凤凰城 济宁中区王母阁	2008.5	12.12	6	10	12	0.44	0.49	0.51
12	片区城中村改造					5	0.63	0.70	0.74
13	东营银座广场	2004.11	2012.12	2	3	4	0.56	0.62	0.65
14	鲁商云山原筑	2008.06	2010.6	2	4	4.5	0.80	0.89	0.93
15	锦州项目	2011.6	2013.6				0.41	0.45	0.47
16	哈尔滨市南岗区						0.72	0.80	0.84
	总计			46.50	69.00	85.65			
17	临沂沂龙湾	2006.2		7	8	10	0.38	0.42	0.44

资料来源：中信建投证券研发部

指标分析

	2008A	2009 A	2010F	2011F	2012F
业绩表现					
收入增长率	101.25%	-4.23%	31.46%	54.57%	11.16%
净利润增长率	-1407.01%	-247.74%	34.54%	67.50%	32.74%
EBITDA 增长率	224.55%	93.42%	37.03%	66.39%	32.15%
EBIT 增长率	-139.45%	863.41%	36.82%	67.00%	32.32%
毛利率	14.91%	36.14%	36.92%	39.27%	47.32%
EBITDA Margin (%)	16.17%	-259.51%	27.95%	30.11%	76.74%
ROE	-46.46%	59.60%	53.11%	51.97%	44.45%
ROIC	5.18%	29.94%	14.83%	14.19%	17.40%
价值评估					
P / E	(29.35)	19.87	14.77	8.82	6.64
EV / 收入	3.78	3.78	3.55	2.74	2.38
EV / EBITDA	32.18	15.92	14.35	10.28	7.51
EV / EBIT	161.53	16.05	14.48	10.34	7.54
EV / NOPLAT	105.31	21.37	19.31	13.79	10.06
EV / IC	5.46	6.40	2.86	1.96	1.75
P / B	13.64	11.84	7.84	4.58	2.95
Dividend Yield (%)	-0.78%	0.00%	1.35%	2.27%	3.01%



每股指标

基本 EPS	(0.30)	0.44	0.59	0.99	1.31
每股红利	(0.17)	0.23	0.20	0.20	0.20
每股经营现金流	(0.51)	0.05	(1.67)	(2.04)	0.75
每股净现金流	(0.58)	0.91	(0.10)	0.39	0.43
	0.64	0.74	1.11	1.90	2.95

流动性

净负债率	97.77%	0.88%	185.44%	212.17%	100.95%
资产负债率	90.42%	91.85%	88.34%	86.44%	82.53%
流动比率	1.44	1.29	1.54	1.65	1.72
速动比率	0.44	0.26	0.23	0.25	0.27

报表预测

	2009A	2010F	增长率	2011F	增长率	2012F	增长率
利润表（百万元）							
营业收入	2,500.15	3,286.80	31.46%	5,080.44	54.57%	5,647.47	11.16%
营业成本	1,596.49	2,073.19	29.86%	3,085.17	48.81%	2,975.05	-3.57%
营业费用	56.56	61.71	9.11%	95.39	54.57%	106.03	11.16%
管理费用	37.59	64.45	71.45%	99.62	54.57%	110.74	11.16%
财务费用	0.89	16.43	1755.94%	25.40	54.57%	28.24	11.16%
投资收益	11.63	16.15	38.85%	20.50	26.98%	26.91	31.25%
营业利润	588.16	789.50	34.23%	1,320.54	67.26%	1,752.77	32.73%
利润总额	585.79	788.19	34.55%	1,320.54	67.54%	1,752.77	32.73%
所得税	145.77	197.05	35.17%	330.13	67.54%	438.19	32.73%
净利润	440.01	591.14	34.35%	990.40	67.54%	1,314.58	32.73%
归属母公司所有者的净利润			34.54%		67.50%		32.74%
润	439.37	591.10		990.11		1,314.24	

资产负债表（百万元）

货币资金	1,313.50	728.60	-44.53%	1,116.95	53.30%	1,547.66	38.56%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	30.25	341.51	1028.96%	527.88	54.57%	586.79	11.16%
预付款项	539.90	328.68	-39.12%	406.44	23.66%	451.80	11.16%
存货	7,658.54	8,460.47	10.47%	12,227.23	44.52%	14,472.17	18.36%
流动资产合计	9,569.36	9,918.86	3.65%	14,370.63	44.88%	17,160.84	19.42%
非流动资产	85.32	77.21	-9.51%	73.69	-4.56%	70.53	-4.28%
资产总计	9,654.68	9,996.07	3.54%	14,444.32	44.50%	17,231.37	19.30%
短期借款	200.00	703.98	251.99%	1,711.36	143.10%	568.97	-66.75%
应付帐款	587.11	207.32	-64.69%	308.52	48.81%	297.51	-3.57%
预收款项	3,295.73	1,714.05	-47.99%	2,486.64	45.07%	4,130.06	66.09%



上市公司调研深度报告

流动负债合计	7,444.23	6,437.93	-13.52%	8,734.31	35.67%	9,953.41	13.96%
非流动负债	1,423.50	2,392.27	68.06%	3,751.76	56.83%	4,267.97	13.76%
少数股东权益	49.82	52.95	6.28%	53.24	0.56%	53.58	0.63%
母公司股东权益	737.13	1,112.93	50.98%	1,905.01	71.17%	2,956.41	55.19%
净营运资本	2,125.13	3,480.94	63.80%	5,636.32	61.92%	7,207.42	27.87%
投入资本 IC	1,478.04	4,076.10	175.78%	7,111.83	74.48%	7,677.69	7.96%

现金流量表（百万元）

净利润	440.01	591.14	34.35%	990.40	67.54%	1,314.58	32.73%
折旧摊销	4.66	0.00	N/A	7.73	N/A	7.83	1.24%
净营运资金增加	(47.83)	1,355.81	N/A	2,155.38	58.97%	1,571.10	-27.11%
经营活动产生现金流	48.39	(1,671.48)	N/A	(2,037.43)	N/A	753.04	N/A
投资活动产生现金流	(60.67)	10.09	N/A	14.14	40.14%	20.22	42.93%
融资活动产生现金流	924.66	1,558.57	68.56%	2,411.63	54.73%	(342.56)	N/A
现金净增（减）	912.37	(102.82)	N/A	388.35	N/A	430.70	10.91%



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

- 1、 $EV = \text{股权价值} + \text{债权价值} - \text{现金}$
- 2、 $EBIT = \text{营业利润} + \text{财务费用}$
- 3、 $EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销}$
- 4、 $NOPLAT = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) = EBIT - \text{所得税}$ （只考虑核心业务，扣除非经常性损益）
- 5、 $IC (\text{invested capital}) = \text{股东权益} + \text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券} + \text{少数股东权益} - \text{现金} - \text{短期投资} - \text{长期投资}$
- 6、 $ROIC = NOPLAT / IC \times 100\%$
- 7、 $OPFCF = EBITDA - \text{税收} - \text{净资本性支出} - \text{营运资本的增加}$
- 8、 $WACC = [(K_e \times V_e) + (K_d \times V_d)] / (V_e + V_d)$
- 9、 $K_d = \text{债务成本} = \text{债务利率} \times (1 - \text{税率})$
- 10、 $V_e = \text{股本价值} = \text{股价} \times \text{总股本}$ $V_d = \text{债务价值}$
- 11、 $K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$
- 12、 $\text{营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$

分析师介绍

基金研究服务

陈莹：房地产行业研究员，经济法学硕士，中国政法大学毕业，2007年5月加入中信建投研究发展部，从事房地产行业研究至今。

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

深圳地区销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街188号4楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道201号渣打银行大厦601室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。