



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

业绩回顾

证券研究报告

2011年3月16日

房地产

研究部

白宏炜

分析师, SAC 执业证书编号
S0080200010016
baihw@cicc.com.cn

推荐

滨江集团(002244.SZ)

业绩高锁定, 异地扩张正加速

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	2,631	2,326	2,834	6,218	5,671	7,436
(+/-)	95%	-12%	22%	119%	-9%	31%
营业利润	699	785	843	1,939	1,910	2,429
(+/-)	142%	12%	7%	130%	-2%	27%
净利润	456	604	644	966	1,382	1,777
(+/-)	124%	33%	7%	50%	43%	29%
每股盈利(元)	0.34	0.45	0.48	0.71	1.02	1.31
(+/-)	124%	33%	7%	50%	43%	29%
市盈率	32.8	24.7	23.2	15.5	10.8	8.4
市净率	3.7	3.1	1.9	1.7	2.5	2.1
EV/EBITDA	21.2	17.6	18.6	9.3	7.9	7.5
净资产收益率	40.9%	20.9%	18.9%	22.5%	25.0%	24.8%
现金分红收益率	0.0%	0.8%	0.5%	0.6%	1.0%	1.0%

股票信息

	A股
当前股价	人民币11.05
股票代码	002244.CH
日成交量(百万股)	7.97
52周最高价/最低价	人民币16.15/7.85
发行股数(百万股)	1,352
其中:流通股(百万股)	293
总市值(百万元)	14,940
主要股东(持股比例)	杭州滨江控股有限公司 (53.31%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
002244.CH	-1.43	-2.64	+6.97	-2.04
CICC Index	+0.11	n.a.	-1.62	+2.88
Real Estate	-0.14	n.a.	+2.30	+4.99

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

10年全年业绩每股 0.71 元, 符合预期:

滨江集团今日公布了 2010 年业绩, 期内实现营业收入 62.2 亿元, 同比大幅增长 119.4%。实现净利润 9.66 亿元, 同比分别增长 50.1%, 合每股收益 0.71 元, 基本符合预期。期末公司宣告每 10 股派 0.7 元 (含税)。

正面:

- 收入大幅增长主要源于阳光海岸、金色蓝庭项目结算: 2010 年, 公司实现房地产结算收入 60.8 亿元, 同比增加 122.1%, 主要来自于 2008 年销售的金色蓝庭 (约 13 亿元)、阳光海岸 (约 25 亿元) 及新城时代广场项目 (约 8 亿元) 结算。
- 2011 年业绩确定性高: 得益于公司 2010 年创历史新高的销售表现, 公司期末预售房款达 124 亿元, 占到我们预测 2011 及 2012 年收入合计的 95%, 处于我们覆盖 A 股上市公司的最高端。

负面:

- 三项费用率有所上升: 三项费用率为 5.4%, 较 2009 年上升 0.8 个百分点, 其中财务费用由于项目完工利息无法继续资本化, 大幅上升 1140%至 1.43 亿元。

发展趋势:

公司 2011 年在杭州地区新推项目主要为城市之星商住项目、万家星城四期及金色黎明首期, 受政策影响小, 定价可以更为灵活, 综合来看风险相对可控。而业绩方面, 由于公司 2011 年、2012 年竣工项目如万家星城、城市之星及绍兴金色家园等均已完成销售, 且毛利率相对较高, 公司业绩确定性在我们覆盖 A 股公司中最为明晰, 预期未来两年将维持 36%的业绩复合增速。

估值与建议:

公司经营状况符合我们预期, 我们维持对于公司 2011 年盈利预测每股 1.02 元不变, 同时引入 2012 年盈利预测为每股 1.31 元。公司股价对应 2011、2012 年市盈率分别为 10.8、8.4 倍, 对 2011 年净资产值有 26%的折让。我们看好公司业绩高确定性以及逆周期销售、拿地的运作能力, 维持“推荐”评级, 股价催化剂在于:

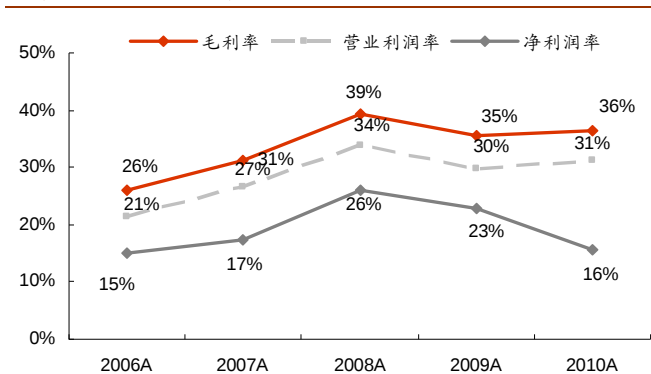
- 1) 杭州项目逆市销售热销;
- 2) 异地扩张效果超预期。

全年业绩每股 0.71 元，基本符合预期

滨江集团今日公布了 2010 年业绩，期内实现营业收入 62.2 亿元，同比大幅增长 119.4%。实现净利润 9.66 亿元，同比分别增长 50.1%，每股收益 0.71 元，基本符合预期。期末公司宣告每 10 股派 0.7 元（含税）。

- **收入大幅增长主要源于阳光海岸、金色蓝庭项目结算：**2010 年，公司实现房地产结算收入 60.8 亿元，同比增加 122.1%，主要来自于 2008 年销售的金色蓝庭（约 13 亿元）、阳光海岸（约 25 亿元）及新城时代广场项目（约 8 亿元）结算。
- **毛利率提升 1.1 个百分点至 36.5%：**公司毛利率提升 1.1 个百分点至 36.5%，主要源于高毛利的高端项目阳光海岸本期大量结算。而主营业务税金率也提升了 1.9 个百分点至 8.3%，主要来自于期内土地增值税计提大幅上升 816%至 1.64 亿元。
- **三项费用率有所上升：**三项费用率为 5.4%，较 2009 年上升 0.8 个百分点，主要受财务费用和管理费用大幅上升影响。期内公司管理费用同比增加 52.9%至 1.41 亿元，主要源于工资、奖金费用增加。而财务费用由于项目完工利息无法继续资本化，大幅上升 1140%至 1.43 亿元。
- **业绩每股 0.71 元，基本符合预期：**公司净利润率为 15.5%，较 2009 年下降 7.2 个百分点，主要因期内主要结算的阳光海岸项目权益 52%，录得 4.66 亿元少数股东损益所致。

图表 1：公司利润率指标趋势



资料来源：公司数据、中金公司研究部

2010 年销售 116 亿元，期末预售房款 124 亿元

2010 年销售金额历史新高：报告期内，公司共实现销售合同金额 116 亿元，创历史新高，公司在杭州主城区销售金额为 85.5 亿元，市场份额占比约 10%。

2011 年业绩确定性高：得益于公司 2010 年创历史新高的销售表现，公司期末预售房款达 124 亿元，其中杭州城市之星项目 42 亿元，杭州万家星城一期 29 亿元，万家星城二期 21 亿元，绍兴镜湖项目 11 亿元。公司已售未结款项占到我们预测 2011 及 2012 年收入合计的 95%，处于我们覆盖 A 股上市公司的最高端。

账面现金 39 亿，净负债率下降至 37.5%

得益于 2010 年公司良好销售表现，期末公司净负债率 37.5%，较 09 年底大幅下降 21.6 个百分点。公司资产负债率基本保持稳定，仅提升 1.9 个百分点至 79.9%。银行贷款占总负债的比重为 25.9%，较 2009 年底下滑 2.0 个百分点。期末公司账面现金 39 亿元，较上年同期大幅增加 135%，我们认为公司负债情况相对合理，在手现金多，财务状况稳健。

土地储备约 500 万平米，异地扩张提速

绍兴项目热卖，异地扩张提速：2010 年，公司第一个外地项目，绍兴金色家园于 8 月开始销售，截止到年底销售达 842 套，推盘去化率约 98%。同时公司也加快异地扩张步伐，新获取的 9 个项目中，6 个在杭州以外，增加杭州外权益土地面积 44.3 万平米，合权益建筑面积 93.6 万平米。

期末土地储备 495 万平米，可供三年以上发展：期内公司新增土地储备建面达 119.1 万平米（土地面积：54.6 万平米），平均地价约 6,026 元/平米。期末公司土地储备达 495 万平米，权益建面 361 万平米，以公司目前年交付 2200 套（约 25 万平米）的开发速度看，目前土地储备可以供公司三年以上发展。

维持“推荐”评级

公司经营状况符合我们预期，我们维持对于公司 2011 年盈利预测每股 1.02 元不变，同时引入 2012 年盈利预测为每股 1.31 元。公司股价对应 2011、2012 年市盈率分别为 10.8、8.4 倍，对 2011 年净资产值有 26%的折让。公司 2011 年的业绩确定性在我们覆盖的 A 股上市公司中处于最高端，且 2011 年杭州地区新推项目主要为城市之星商住项目及金色黎明首期，受政策影响小，定价可以更为灵活，综合来看风险相对可控，因此，我们维持“推荐”评级。

风险提示：

调控进一步紧缩带来的行业大幅下行风险。

图表2: 10年业绩分析

(百万元)	YoY data			2010中金评论
	2009	2010	YoY%	
主营业务收入	2,834	6,218	119.4%	主要来自于金色蓝庭(约13亿元)、阳光海岸(约25亿元)及新城时代广场项目(约8亿元)
主营业务成本	(1,649)	(3,431)	108.1%	
税金及附加	(181)	(518)		
主营业务利润	1,004	2,269	126.1%	
毛利率	35.4%	36.5%		
资产减值损失	(31)	3		
营业费用	(26)	(49)	86.3%	
管理费用	(92)	(141)	52.9%	
财务费用	(12)	(143)	1140.7%	项目竣工利息无法继续资本化
三项费用率	4.6%	5.4%	0.8%	
营业利润	843	1,939	130.0%	
营业利润率	29.8%	31.2%		
投资收益	0	0		
营业外收入	0	21	21651.6%	
营业外支出	(7)	(18)		
税前利润	836	1,943	132.5%	
税前利润率	29.5%	31.2%		
所得税	(208)	(511)		
有效税率	24.8%	26.3%		
少数股东权益	16	(466)		主要为阳光海岸项目
归属母公司净利润	644	966	50.1%	
净利润率	22.7%	15.5%		
摊薄每股盈利(元)	0.48	0.71	50.1%	业绩基本符合预期

财务指标

(%)	2009	2010	Ppt
资产负债率	77.9%	79.9%	1.9
净负债率	59.1%	37.5%	(21.6)
银行贷款占负债比率	27.9%	25.9%	(2.0)
(%)	2009	2010	Ppt
主营业务利润率	35.4%	36.5%	1.1
净利润率	22.7%	15.5%	(7.2)
(百万元)	2009	2010	YoY%
货币资金	1,658	3,897	135%
预收房款	7,160	12,444	74%
经营活动现金流	(99)	199	-300%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 3: 历史数据和财务预测

截至12月31日	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
损益表 (人民币百万元)								
主营业务收入	943	1,350	2,631	2,326	2,834	6,218	5,671	7,436
主营业务成本	704	894	1,490	1,273	1,649	3,431	2,760	3,899
营业税金及附加	62	106	320	137	181	518	577	671
主营业务利润	177	350	820	916	1,004	2,269	2,335	2,866
营业费用	15	26	25	38	26	49	61	88
管理费用	30	38	50	88	92	141	175	199
财务费用	(2)	(5)	29	22	12	143	188	151
营业利润	137	289	699	785	843	1,939	1,910	2,429
税前利润	145	304	714	810	836	1,943	1,917	2,482
净利润	95	204	456	604	644	966	1,382	1,777
资产负债表 (人民币百万元)								
应收款项	331	1,025	1,580	6,427	5,946	11,236	12,360	13,596
存货	2,506	3,287	5,447	5,865	10,820	13,341	13,503	16,966
货币资金	363	419	421	1,150	1,658	3,897	4,523	3,464
固定资产	97	106	102	93	82	76	96	98
应付款项	1,972	3,526	4,549	7,066	10,670	17,554	17,911	19,835
短期借款	40	0	0	0	0	200	200	200
股东权益	315	462	1,114	2,886	3,403	4,302	5,534	7,163
总资产	3,529	5,126	8,169	13,934	19,011	29,700	31,337	34,976
现金流量表 (人民币百万元)								
经营活动现金流	216	372	(1,065)	(1,803)	(99)	199	706	(800)
投资活动现金流	(218)	(24)	(220)	39	(33)	(889)	267	40
筹资活动现金流	(70)	(238)	1,293	2,484	642	2,929	(347)	(300)
现金及现金等价物净增加额	(72)	110	7	720	510	2,238	626	(1,059)
期初现金及现金等价物余额	380	307	417	424	1,144	1,654	3,892	4,518
期末现金及现金等价物余额	307	417	424	1,144	1,654	3,892	4,518	3,458
财务指标								
毛利率	18.8%	25.9%	31.2%	39.4%	35.4%	36.5%	41.2%	38.5%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	0.5%	0.6%	1.0%	1.0%
资产收益率	2.7%	4.0%	5.6%	4.3%	3.4%	3.3%	4.4%	5.1%
净资产收益率	30.0%	44.0%	40.9%	20.9%	18.9%	22.5%	25.0%	24.8%
净现金/股东权益	255.8%	118.5%	128.6%	65.3%	59.1%	37.5%	22.3%	29.8%
每股净资产	0.24	0.37	0.97	2.56	3.10	4.43	5.38	6.65

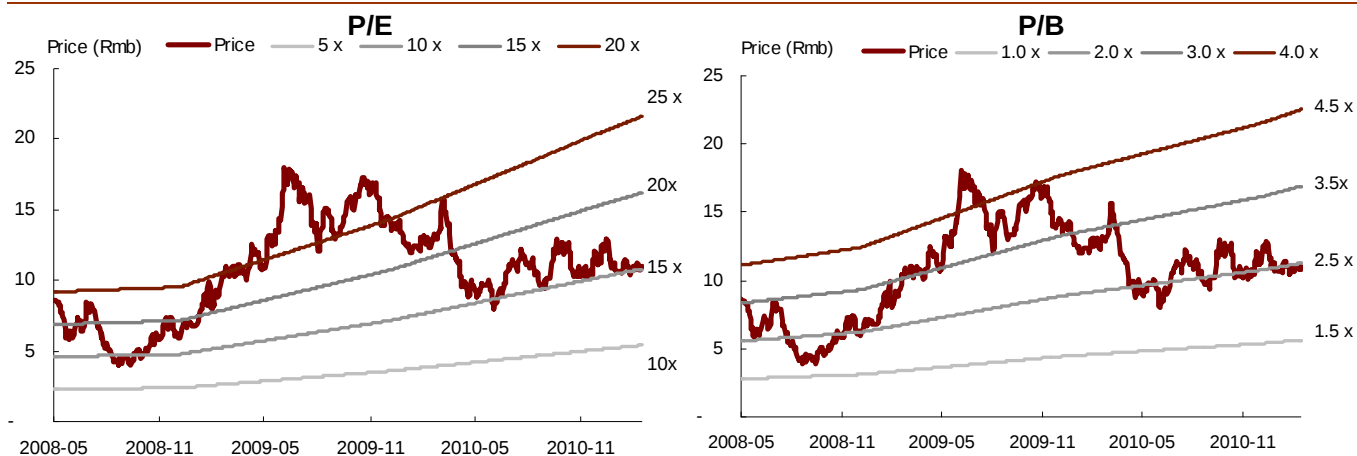
资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 4: 估值比较表

公司名称	代码	当前评级	当前股价 (元)	目标价 (元)	上涨 空间	总市值 (十亿元)	每股收益 (Rmb)			P/E(x)			P/B (x)			每股NAV (元)		溢/折价	资产负债率 (%)	总储备 (百万平米)	
			11-3-15			11-3-15	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	10E	11E	10E	11E	09A	
A股																					
侧重开发:																					
万科A	000002	推荐	8.2	n.a.	n.a.	89.6	0.48	0.66	0.89	16.9	12.3	9.2	2.4	2.0	1.7	10.3	11.5	-20%	-29%	67%	57.6
金地集团	600383	推荐	6.4	n.a.	n.a.	28.8	0.40	0.61	0.75	16.2	10.5	8.6	1.9	1.7	1.4	9.1	9.4	-29%	-32%	70%	15.9
招商地产	000024	推荐	16.5	n.a.	n.a.	26.8	0.96	1.17	1.34	17.2	14.0	12.3	1.7	1.5	1.4	25.3	26.2	-35%	-37%	62%	10.4
金融街	000402	推荐	6.5	n.a.	n.a.	19.6	0.45	0.52	0.61	14.4	12.6	10.7	1.3	1.2	1.0	12.4	13.4	-48%	-52%	62%	9.3
首开股份	600376	推荐	15.4	n.a.	n.a.	17.7	0.81	1.11	1.28	19.0	13.8	12.0	1.8	1.6	1.4	23.1	24.0	-34%	-36%	71%	9.4
滨江集团	002244	推荐	11.1	n.a.	n.a.	14.9	0.48	0.71	1.02	23.2	15.5	10.8	3.6	2.5	2.1	14.04	14.99	-21%	-26%	78%	3.7
保利地产	600048	推荐	12.6	n.a.	n.a.	57.7	0.77	1.08	1.45	16.4	11.7	8.7	2.3	1.9	1.6	17.7	18.0	-29%	-30%	70%	44.0
华侨城A	000069	推荐	14.7	n.a.	n.a.	45.6	0.55	0.98	1.18	26.7	15.0	12.4	4.4	3.5	2.7	24.4	25.4	-40%	-42%	63%	10.0
中南建设	000961	推荐	11.7	n.a.	n.a.	13.7	0.48	0.67	0.96	24.4	17.5	12.2	3.4	2.0	1.8	14.8	17.8	-21%	-34%	77%	10.2
冠城大通	600067	审慎推荐	9.1	n.a.	n.a.	6.7	0.39	0.70	0.98	23.7	13.0	9.4	3.3	2.7	2.0	14.8	15.4	-38%	-41%	81%	0.0
华发股份	600325	审慎推荐	11.8	n.a.	n.a.	9.6	0.83	0.95	1.02	14.1	12.3	11.5	1.9	1.7	1.5	18.7	20.0	-37%	-41%	68%	7.1
北京城建	600266	审慎推荐	12.6	n.a.	n.a.	11.2	0.96	1.12	1.00	13.2	11.2	12.6	2.3	1.9	1.5	18.8	19.8	-33%	-36%	67%	3.8
荣盛发展	002146	审慎推荐	12.0	n.a.	n.a.	17.2	0.43	0.65	0.87	28.3	18.6	13.9	4.5	3.6	2.9	7.3	9.3	64%	29%	72%	15.7
栖霞建设	600533	审慎推荐	5.2	n.a.	n.a.	5.4	0.21	0.32	0.39	24.2	16.0	13.2	2.0	1.8	1.6	6.2	6.7	-17%	-23%	65%	2.4
广宇集团	002133	审慎推荐	6.5	n.a.	n.a.	3.2	0.33	0.39	0.60	19.5	16.8	10.8	1.8	1.7	1.4	8.4	9.3	-23%	-30%	73%	1.5
中华企业	600675	中性	7.6	n.a.	n.a.	10.8	0.45	0.38	0.45	16.9	20.0	17.1	2.9	2.4	2.1	9.5	10.4	-20%	-27%	70%	2.3
阳光股份	000608	中性	7.3	n.a.	n.a.	5.4	0.36	0.71	0.66	20.4	10.2	10.9	3.6	2.6	2.2	9.5	10.5	-23%	-31%	70%	2.4
亿城股份	000616	中性	4.7	n.a.	n.a.	4.7	0.42	0.46	0.51	11.1	10.2	9.3	1.6	1.4	1.2	5.1	5.7	-7%	-17%	61%	2.2
大龙地产	600159	中性	5.0	n.a.	n.a.	4.2	0.41	0.20	0.30	12.3	25.6	16.5	2.7	2.4	2.1	5.2	5.4	-4%	-7%	48%	1.4
平均值							18.8 14.6 11.7						2.6 2.1 1.8					-22%	-29%	68%	
中间值							17.2 13.8 11.5						2.3 1.9 1.6					-23%	-31%	70%	
开发和持有:																					
浦东金桥	600639	推荐	10.1	n.a.	n.a.	7.4	0.43	0.47	0.53	23.7	21.6	19.1	2.5	2.3	2.0	13.5	15.0	-25%	-33%	50%	1.7
陆家嘴	600663	中性	18.0	n.a.	n.a.	29.6	0.63	0.64	0.70	28.5	28.1	25.7	3.3	3.3	2.9	18.7	19.4	-4%	-8%	41%	3.6
中国国贸	600007	中性	10.3	n.a.	n.a.	10.4	0.29	0.17	0.37	35.9	61.9	27.6	2.4	2.3	2.1	11.5	12.2	-10%	-15%	51%	0.5
平均值							29.4 37.2 24.1						2.7 2.6 2.3					-13%	-18%	48%	
中间值							28.5 28.1 25.7						2.5 2.3 2.1					-10%	-15%	50%	
B股																					
			(HK\$)	(HK\$)		(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)							(HK\$)	(HK\$)				
万科B	200002	推荐	9.3	14.0	52%	104.2	0.55	0.77	1.09	16.8	12.0	8.5	2.4	2.0	1.6	11.9	14.0	-22%	-34%	67%	57.6
招商局B	200024	推荐	14.0	22.4	59%	31.1	1.09	1.36	1.63	12.9	10.3	8.6	1.3	1.1	1.0	29.5	32.0	-52%	-56%	62%	10.4
金桥B	900911	推荐	6.8	12.8	87%	8.6	0.48	0.54	0.64	14.1	12.6	10.6	1.5	1.3	1.1	15.7	18.3	-56%	-63%	50%	1.7
陆家B	900932	推荐	12.0	19.0	58%	34.4	0.72	0.74	0.85	16.7	16.1	14.0	1.9	1.9	1.6	21.7	23.7	-45%	-49%	41%	3.6
平均值							15.1 12.8 10.4						1.8 1.6 1.3					-44%	-51%	55%	
中间值							15.4 12.3 9.6						1.7 1.6 1.3					-49%	-53%	56%	
H股																					
			(HK\$)	(HK\$)		(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)							(HK\$)	(HK\$)				
中国海外	688	推荐	13.0	18.5	43%	105.9	0.79	1.01	1.19	16.4	12.9	10.9	2.5	2.2	1.8	17.0	18.5	-24%	-30%	63%	33.9
华润置地	1109	推荐	12.2	18.7	53%	65.8	0.50	0.73	0.93	24.6	16.8	13.1	1.6	1.4	1.3	18.4	20.7	-34%	-41%	60%	24.0
首创置业	2868	推荐	2.3	4.1	76%	4.7	0.30	0.42	0.60	7.6	5.5	3.8	0.9	0.8	0.7	6.0	6.2	-61%	-63%	70%	9.3
雅居乐	3383	推荐	9.7	14.0	44%	33.8	0.61	0.93	1.12	15.9	10.4	8.7	2.1	1.7	1.4	18.5	20.0	-47%	-51%	66%	32.1
龙湖地产	960	推荐	10.8	13.6	26%	55.6	0.33	0.53	0.75	32.2	20.5	14.4	4.0	3.3	2.6	10.6	11.8	2%	-9%	69%	25.5
宝龙地产	1238	推荐	2.3	3.3	42%	9.4	0.34	0.30	0.36	6.8	7.7	6.4	1.0	0.8	0.7	3.8	4.7	-40%	-51%	43%	7.0
远洋地产	3377	推荐	4.5	6.2	38%	25.3	0.21	0.38	0.52	21.2	11.7	8.6	1.0	0.9	0.8	9.4	9.5	-52%	-53%	62%	21.5
绿城中国	3900	审慎推荐	7.3	10.2	40%	12.0	0.54	0.74	1.23	13.4	9.8	5.9	1.1	1.0	0.9	19.8	20.5	-63%	-64%	84%	31.6
深控股	604	审慎推荐	2.4	3.4	44%	8.4	0.22	0.25	0.26	10.6	9.4	9.0	0.7	0.7	0.6	5.8	6.2	-59%	-62%	57%	22.5
恒盛地产	845	审慎推荐	2.0	3.8	96%	15.3	0.21	0.27	0.36	9.3	7.4	5.5	1.2	1.0	0.8	5.0	5.9	-61%	-67%	55%	16.3
碧桂园	2007	审慎推荐	3.0	3.7	24%	49.8	0.14	0.19	0.24	21.1	15.6	12.6	2.1	1.9	1.6	4.2	4.6	-29%	-36%	66%	40.1
方兴地产	817	中性	2.1	2.8	31%	19.4	0.11	0.14	0.11	18.5	15.1	19.0	1.2	1.1	1.1	3.6	3.7	-42%	-43%	55%	2.5
SOHO中国	410	中性	5.8	6.6	14%	30.2	0.37	0.78	0.51	15.9	7.5	11.4	1.5	1.4	1.2	6.9	7.4	-16%	-21%	54%	1.9
富力地产	2777	中性	9.9	12.3	24%	31.8	0.79	1.09	1.25	12.6	9.0	7.9	1.7	1.4	1.2	17.5	18.9	-44%	-48%	74%	32.4
世茂地产	813	中性	10.1	13.7	36%	35.7	0.77	0.95	1.09	13.0	10.6	9.2	1.3	1.2	1.0	19.4	21.1	-48%	-52%	62%	36.3
瑞安地产	272	中性	3.5	4.7	34%	18.2	0.50	0.27	0.29	7.0	12.9	12.2	0.7	0.7	0.6	7.7	8.5	-55%	-59%	47%	14.4
平均值							15.4 11.4 9.9						1.5 1.3 1.1					-42%	-47%	62%	
中间值							14.6 10.5 9.1						1.3 1.2 1.0					-45%	-51%	62%	

资料来源: 彭博, 中金公司研究部

图表 5: 历史 PE 和 PB



资料来源：彭博，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、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
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

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: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

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: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

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: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

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: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



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