



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18日

房地产

研究部

白宏伟¹

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

审慎推荐

荣盛发展(002146.SZ)

受益三四线高成长, 2011 年业绩高锁定

主要财务信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	1,366	1,744	2,029	3,289	6,527	7,761	9,742
(+/-)	14%	28%	16%	62%	98%	19%	26%
营业利润	264	434	498	796	1,365	1,819	2,368
(+/-)	34%	65%	15%	60%	72%	33%	30%
净利润	173	284	371	609	1,021	1,362	1,773
(+/-)	33%	64%	30%	64%	68%	33%	30%
每股盈利(元)	0.12	0.20	0.26	0.43	0.71	0.95	1.24
(+/-)	33%	64%	30%	64%	68%	33%	30%
市盈率	102.5	62.4	47.9	29.1	17.4	13.0	10.0
市净率	29.9	10.1	8.5	4.6	3.3	2.7	2.2
EV/EBITDA	68.3	42.0	37.7	23.3	16.4	9.4	7.6
净资产收益率	29.1%	16.2%	17.8%	16.1%	21.5%	22.8%	23.3%
现金分红收益率	0.0%	1.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%

股票信息

	A股
当前股价	人民币12.38
股票代码	002146.CH
日成交量(百万股)	9.88
52周最高价/最低价	人民币15.69/7.787
发行股数(百万股)	1,434
其中: 流通股(百万股)	1,249
总市值(百万元)	17,748
主要股东(持股比例)	荣盛控股股份有限公司 (38.46%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
002146.CH	-2.29	+1.31	+4.12	-8.90
CICC Index	+0.11	+1.71	+0.54	+4.23
Real Estate	-0.14	+2.12	+2.68	+5.63

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

2010 年全年业绩每股 0.71 元, 超出预期:

荣盛发展今日公布了 2010 年业绩, 期内实现营业收入 65.3 亿元, 同比大增 98.5%, 实现净利润 10.4 亿元, 同比增长 74.5%, 合每股收益 0.71 元, 较我们的预期超出 9%。

正面:

- 结算大幅增长:** 期内结算面积 139 万平方米, 结算收入 64.5 亿元, 同比分别增长 80.3%和 99.0%; 结算均价 4636 元/平方米, 上涨 10.4%。业绩来自河北省内廊坊、沧州、石家庄、邯郸, 以及省外的聊城、南京、蚌埠、徐州、长沙, 分布比较均衡。
- 销售情况良好:** 期内合同销售面积 195 万平方米(增 36.5%), 销售金额 102.8 亿元(增 69.5%); 期末已售未结房款 71 亿元, 同比大增 80.9%。
- 周转加快, 费用控制良好:** 公司的一大特点是高周转、低成本。2010 年存货周转率 0.39 次, 应收账款周转率 189 次, 较 2009 年有进一步提升。期内三项费用率略增 1.76 个百分点至 5.91%, 但仍然低于行业平均水平。

负面:

- 财务压力有所加大:** 由于期内借款增加, 净负债率上升 36 个百分点至 75%; 期末在手现金 20.3 亿元, 未付资本项目支出 64.4 亿元, 财务压力增加。

发展趋势:

公司期内新增 704 万平方米土地储备, 平均楼面地价 1093 元/平方米, 总储备已逾 1700 万平方米, 足够支持三年以上开发。目前账面已售未结房款 71 亿元, 公司计划 2011 年竣工 187 万平方米(增 54%), 可结算资源丰富, 2011 年业绩高锁定。

估值与建议:

鉴于公司良好的销售表现, 我们上调 2011 年盈利预测至每股 0.95 元, 并引入 2012 年盈利预测每股 1.24 元; 因期内新购土地储备较多, 我们相应上调了公司净资产值。目前公司股价对应 2011、2012 年市盈率分别为 13.1、10.0 倍, 对 2011 年净资产值有 6% 的溢价。我们看好公司在三线城市“小步快跑”、“高周转”、“低成本”的经营理念, 维持“审慎推荐”评级。

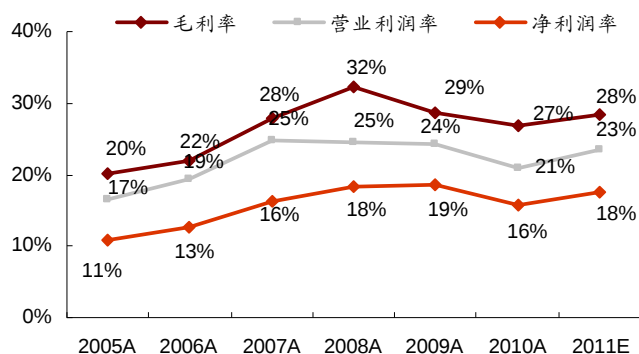
¹ 报告贡献人: 张宇 (zhangyu3@cicc.com.cn)

全年业绩每股 0.71 元，超出预期

荣盛发展今日公布了 2010 年业绩，期内实现营业收入 65.3 亿元，同比大增 98.5%，实现净利润 10.4 亿元，同比增长 74.5%，合每股收益 0.71 元，较我们的预期超出 9%。

- **结算大幅增长：**期内结算面积 139 万平方米，结算收入 64.5 亿元，同比分别增长 80.3%和 99.0%；结算均价 4636 元/平方米，上涨 10.4%。
- **结算项目地区分布较为均衡：**廊坊 17.3 万平方米（江南水郡）；沧州 15.1 万平方米（沧州阿尔卡迪亚和文景苑）；石家庄 11.0 万平方米（石家庄阿尔卡迪亚）；南京 20.7 万平方米（南京阿尔卡迪亚、盛棠苑和华欧）；蚌埠 12.6 万平方米（蚌埠阿尔卡迪亚）；徐州 20.2 万平方米（邳州文景苑和徐州阿尔卡迪亚）；长沙 7.8 万平方米（长沙财智广场）；聊城 18.2 万平方米（聊城阿尔卡迪亚和西湖馨苑）；邯郸 16.2 万平方米（锦绣花苑）。
- **周转加快，费用控制良好：**公司的一大特点是高周转、低成本。2010 年存货周转率 0.39 次，应收账款周转率 189 次，较 2009 年有进一步提升。期内三项费用率略增 1.76 个百分点至 5.91%，但仍然低于行业平均水平。
- **财务压力有所加大：**由于期内借款增加，净负债率上升 36 个百分点至 75%；期末在手现金 20.3 亿元，未付资本项目支出 64.4 亿元，财务压力增加。

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 103 亿元，期末预收房款 71 亿元

2010 年公司共实现开工面积达 355 万平方米（超计划 29%），同比增 81.9%；竣工 121 万平方米，增 80.6%。期内合同销售面积 195 万平方米（增 36.5%），销售金额 102.8 亿元（增 69.5%）；期末已售未结房款 71.8 亿元，同比大增 80.9%，占我们 2011 年预测收入的 91%。

期末土地储备 1700 万平方米

期内公司新购土地 704 万平米，平均楼面地价 1093 元/平方米。期末土地储备逾 1700 万平方米，可满足三年以上发展。

维持“审慎推荐”评级

鉴于公司良好的销售表现，我们上调 2011 年盈利预测至每股 0.95 元，并引入 2012 年盈利预测每股 1.24 元；因期内新购土地储备较多，我们相应上调了公司净资产值。目前公司股价对应 2011、2012 年市盈率分别为 13.1、10.0 倍，对 2011 年净资产值有 6%的溢价。我们看好公司在三线城市“小步快跑”、“高周转”、“低成本”的经营理念，维持“审慎推荐”评级。

风险提示：

三线城市需求增长慢于公司开发速度，项目去化速度减缓。

图表2：10年业绩分析

(百万元)	Yearly data			2010 中金评论
	2009	2010	YoY%	
主营业务收入	3,289	6,527	98.5%	期内结算收入及均价均大幅上涨
主营业务成本	(2,120)	(4,249)	100.4%	
税金及附加	(227)	(518)		
主营业务利润	941	1,760	87.0%	毛利率维持低位
毛利率	28.6%	27.0%		
资产减值损失	(9)	(9)		
营业费用	(47)	(100)	113.0%	三项费用率低于行业平均水平
管理费用	(85)	(226)	164.9%	
财务费用	(4)	(60)		
三项费用率	4.2%	5.9%		
营业利润	796	1,366	71.6%	
营业利润率	24.2%	20.9%		
投资收益	0	(2)		
营业外收入	17	38	122.4%	
营业外支出	(2)	(59)	2503.0%	
税前利润	811	1,343	65.7%	
税前利润率	24.7%	20.6%		
所得税	(201)	(321)	59.4%	
有效税率	24.8%	23.9%		
少数股东权益	(0)	1		
归属母公司净利润	610	1,024	68.0%	
净利润率	18.5%	15.7%		
摊薄每股盈利(元)	0.43	0.71	68.0%	

财务指标				财务压力有所增大
(%)	2009	2010	Ppt	
资产负债率	71.7%	75.0%	3.3	
净负债率	39.2%	75.1%	35.9	
银行贷款占负债比率	35.1%	37.8%	2.7	
(%)	2009	2010	Ppt	
主营业务利润率	28.6%	27.0%	-1.7	
净利润率	18.5%	15.7%	-2.8	
(百万元)	2009	2010	YoY%	
货币资金	1,922	2,030	6%	
预收房款	3,903	7,060	81%	
经营活动现金流	258	(1,934)	-850%	

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	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
损益表 (人民币百万元)									
主营业务收入	735	1,195	1,366	1,744	2,029	3,289	6,527	7,761	9,742
主营业务成本	494	875	977	1,149	1,239	2,120	4,249	4,907	6,120
营业税金及附加	41	81	91	110	135	227	518	657	803
主营业务利润	200	239	298	485	655	941	1,760	2,197	2,819
营业费用	12	14	11	12	36	47	100	114	137
管理费用	13	25	22	45	64	85	226	219	264
财务费用	(0)	(1)	(2)	(4)	(2)	4	60	45	50
营业利润	177	197	264	434	498	796	1,365	1,819	2,368
税前利润	177	197	264	433	496	811	1,343	1,817	2,366
净利润	122	131	173	284	371	609	1,021	1,362	1,773
资产负债表 (人民币百万元)									
应收款项	104	87	129	82	903	2,137	4,025	3,453	3,798
存货	802	1,098	1,894	4,040	4,514	8,493	13,258	13,632	16,385
货币资金	52	184	160	512	690	1,922	2,030	6,456	5,180
固定资产	20	79	94	101	163	467	754	451	443
应付款项	384	513	921	1,691	2,207	5,869	9,420	12,492	13,048
短期借款	25	0	0	55	84	237	400	400	400
股东权益	317	434	594	1,757	2,087	3,784	4,760	5,978	7,608
总资产	991	1,467	2,324	4,840	6,530	13,652	21,254	25,176	26,996
现金流量表 (人民币百万元)									
经营活动现金流	18	(35)	(258)	(1,013)	(221)	258	(1,934)	4,728	(666)
投资活动现金流	(13)	(9)	(2)	(15)	(204)	(1,035)	(618)	286	(17)
筹资活动现金流	0	177	236	1,381	602	2,009	2,661	(588)	(592)
现金及现金等价物净增加额	6	133	(24)	353	178	1,232	108	4,426	(1,276)
期初现金及现金等价物余额	46	52	184	160	512	690	1,922	2,030	6,456
期末现金及现金等价物余额	52	184	160	512	690	1,922	2,030	6,456	5,180
财务指标									
毛利率	27.2%	20.0%	21.8%	27.8%	32.3%	28.6%	27.0%	28.3%	28.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.0%
资产收益率	12.3%	8.9%	7.5%	5.9%	5.7%	4.5%	4.8%	5.4%	6.6%
净资产收益率	38.7%	30.1%	29.1%	16.2%	17.8%	16.1%	21.5%	22.8%	0.0%
净现金/股东权益	75.2%	76.6%	109.2%	49.9%	73.5%	39.2%	75.1%	-12.7%	0.5%
每股净资产	0.22	0.30	0.41	1.23	1.46	2.70	3.71	4.56	5.70

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 4: 盈利预测调整

		2011E	2012E
主营业务收入 (百万元)	调整前	7,356	n.a
	调整后	7,761	9,742
	(+/-)	5.5%	n.a
净利润 (百万元)	调整前	1,241	n.a
	调整后	1,362	1,773
	(+/-)	9.7%	n.a
摊薄每股盈利 (元)	调整前	0.87	n.a
	调整后	0.95	1.24
	(+/-)	9.7%	n.a

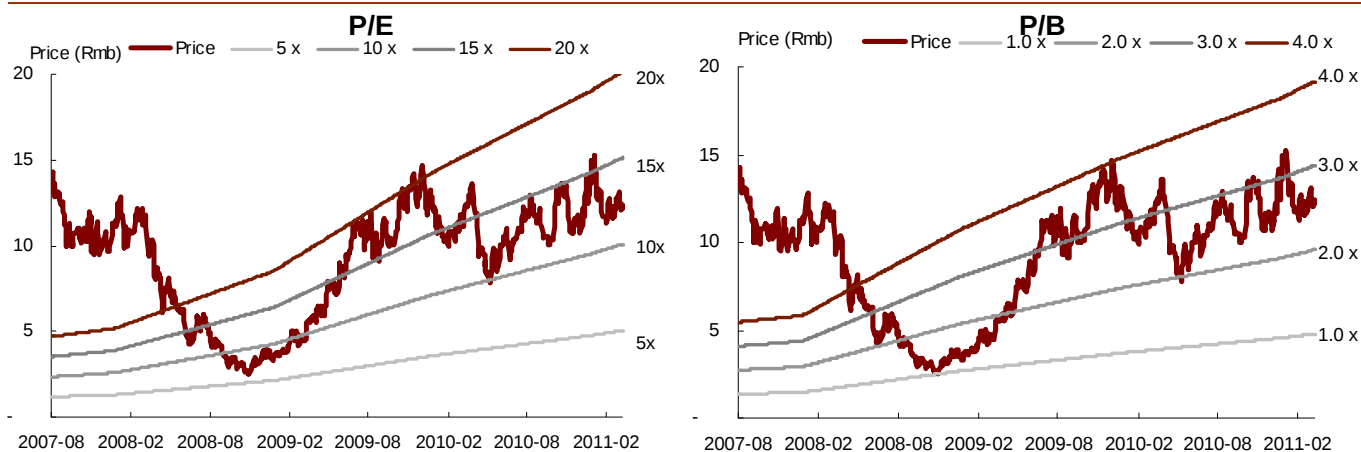
资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 5: 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)
			11-3-17			11-3-17	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.	90.4	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	0.60	0.75	16.2	10.7	8.6	1.9	1.6	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	14.1	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.	19.7	0.45	0.52	0.61	14.4	12.6	10.7	1.3	1.2	1.0	12.4	13.4	-47%	-52%	62%	9.3
首开股份	600376	推荐	15.5	n.a.	n.a.	17.8	0.81	1.17	1.54	19.1	13.3	10.1	1.8	1.7	1.4	23.1	24.0	-33%	-35%	71%	10.7
滨江集团	002244	推荐	11.1	n.a.	n.a.	15.0	0.48	0.71	1.02	23.3	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	12.4	n.a.	n.a.	56.8	0.77	1.08	1.45	16.1	11.5	8.6	2.3	1.9	1.6	17.7	18.0	-30%	-31%	70%	44.0
华侨城A	000069	推荐	14.5	n.a.	n.a.	45.1	0.55	0.98	1.18	26.4	14.8	12.2	4.3	3.4	2.7	24.4	25.4	-41%	-43%	63%	10.0
中南建设	000961	推荐	12.0	n.a.	n.a.	14.0	0.48	0.67	0.96	25.0	17.9	12.5	3.5	2.1	1.8	14.8	17.8	-19%	-33%	77%	10.2
冠城大通	600067	审慎推荐	8.8	n.a.	n.a.	6.5	0.39	0.70	0.98	22.8	12.5	9.0	3.2	2.6	2.0	14.8	15.4	-41%	-43%	81%	0.0
华发股份	600325	审慎推荐	11.3	n.a.	n.a.	9.3	0.83	0.95	1.02	13.6	11.9	11.1	1.8	1.6	1.4	18.7	20.0	-39%	-43%	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	12.4	n.a.	n.a.	17.7	0.43	0.71	0.95	29.1	17.4	13.0	4.6	3.3	2.7	8.6	11.7	44%	6%	72%	19.1
栖霞建设	600533	审慎推荐	5.2	n.a.	n.a.	5.4	0.21	0.32	0.39	24.3	16.1	13.2	2.0	1.8	1.6	6.2	6.7	-16%	-23%	65%	2.4
广宇集团	002133	审慎推荐	6.5	n.a.	n.a.	3.3	0.33	0.39	0.60	19.6	16.9	10.9	1.8	1.7	1.4	8.4	9.3	-23%	-30%	73%	1.5
中华企业	600675	中性	7.4	n.a.	n.a.	10.4	0.45	0.38	0.45	16.4	19.3	16.6	2.8	2.3	2.0	9.5	10.4	-23%	-29%	70%	2.3
阳光股份	000608	中性	7.2	n.a.	n.a.	5.4	0.36	0.71	0.66	20.1	10.0	10.8	3.5	2.6	2.2	9.5	10.5	-24%	-32%	70%	2.4
亿城股份	000616	中性	4.7	n.a.	n.a.	4.7	0.42	0.46	0.51	11.2	10.3	9.4	1.6	1.4	1.2	5.1	5.7	-7%	-16%	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	25.5	16.5	2.7	2.4	2.1	5.2	5.4	-4%	-7%	48%	1.4
平均值										18.8	14.4	11.5	2.6	2.1	1.7			-23%	-30%	68%	
中间值										17.2	13.3	10.9	2.3	1.9	1.6			-24%	-32%	70%	
开发和持有:																					
浦东金桥	600639	推荐	10.0	n.a.	n.a.	7.3	0.43	0.47	0.53	23.4	21.4	18.9	2.5	2.2	2.0	13.5	15.0	-26%	-33%	50%	1.7
陆家嘴	600663	中性	17.7	n.a.	n.a.	29.2	0.63	0.64	0.70	28.1	27.7	25.3	3.2	3.2	2.9	18.7	19.4	-5%	-9%	41%	3.6
中国国贸	600007	中性	10.3	n.a.	n.a.	10.4	0.29	0.17	0.37	35.8	61.6	27.4	2.4	2.3	2.1	11.5	12.2	-10%	-16%	51%	0.5
平均值										29.1	36.9	23.9	2.7	2.6	2.3			-14%	-19%	48%	
中间值										28.1	27.7	25.3	2.5	2.3	2.1			-10%	-16%	50%	
B股																					
			(HK\$)	(HK\$)		(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)							(HK\$)	(HK\$)				
万科B	200002	推荐	9.9	14.0	42%	105.1	0.55	0.77	1.09	18.0	12.9	9.1	2.6	2.1	1.7	11.9	14.0	-17%	-29%	67%	57.6
招商局B	200024	推荐	14.0	22.4	60%	31.2	1.09	1.36	1.63	12.8	10.2	8.6	1.3	1.1	1.0	29.5	32.0	-53%	-56%	62%	10.4
金桥B	900911	推荐	6.8	12.8	89%	8.5	0.48	0.54	0.64	14.0	12.5	10.5	1.5	1.3	1.1	15.7	18.3	-57%	-63%	50%	1.7
陆家B	900932	推荐	11.8	19.0	60%	34.0	0.72	0.74	0.85	16.5	16.0	13.9	1.9	1.8	1.6	21.7	23.7	-45%	-50%	41%	3.6
平均值										15.3	12.9	10.5	1.8	1.6	1.3			-43%	-50%	55%	
中间值										15.3	12.7	9.8	1.7	1.6	1.3			-49%	-53%	56%	
H股																					
中国海外	688	推荐	13.2	18.5	40%	108.2	0.79	1.20	1.54	16.7	11.0	8.6	2.6	2.0	1.7	17.0	18.5	-22%	-29%	63%	33.9
华润置地	1109	推荐	12.1	18.7	54%	65.1	0.50	0.73	0.93	24.3	16.6	12.9	1.6	1.4	1.2	18.4	20.7	-34%	-42%	60%	24.0
首创置业	2868	推荐	2.3	4.1	79%	4.6	0.30	0.42	0.60	7.5	5.4	3.8	0.9	0.8	0.7	6.0	6.2	-62%	-64%	70%	9.3
雅居乐	3383	推荐	10.1	14.0	39%	35.0	0.61	1.20	1.41	16.5	8.4	7.2	2.2	1.6	1.3	18.5	20.0	-46%	-50%	66%	32.1
龙湖地产	960	推荐	11.1	13.6	22%	57.4	0.33	0.53	0.75	33.3	21.2	14.9	4.2	3.4	2.7	10.6	11.8	5%	-6%	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	4.3	6.2	44%	24.4	0.21	0.38	0.52	20.4	11.2	8.3	0.9	0.8	0.7	9.4	9.5	-54%	-55%	62%	21.5
绿城中国	3900	审慎推荐	7.0	10.2	46%	11.5	0.54	0.74	1.23	12.9	9.4	5.7	1.1	1.0	0.8	19.8	20.5	-65%	-66%	84%	31.6
深控股	604	审慎推荐	2.4	3.4	45%	8.3	0.22	0.25	0.26	10.5	9.4	8.9	0.7	0.7	0.6	5.8	6.2	-60%	-62%	57%	22.5
恒盛地产	845	审慎推荐	1.9	3.8	99%	15.0	0.21	0.27	0.36	9.1	7.2	5.4	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	22%	50.8	0.14	0.19	0.24	21.5	15.9	12.9	2.1	1.9	1.7	4.2	4.6	-28%	-34%	66%	40.1
方兴地产	817	中性	2.0	2.6	30%	18.6	0.11	0.12	0.11	17.8	17.4	18.0	1.1	0.8	0.8	4.1	4.3	-50%	-53%	55%	2.4
SOHO中国	410	中性	5.7	6.6	16%	29.6	0.37	0.78	0.51	15.5	7.3	11.1	1.5	1.3	1.2	6.9	7.4	-17%	-23%	54%	1.9
富力地产	2777	中性	9.8	12.3	26%	31.5	0.79	1.09	1.25	12.4	8.9	7.8	1.6	1.4	1.1	17.5	18.9	-44%	-48%	74%	32.4
世茂地产	813	中性	9.8	13.7	39%	34.8	0.77	0.95	1.09	12.7	10.3	9.0	1.3	1.2	1.0	19.4	21.1	-49%	-53%	62%	36.3
瑞安地产	272	中性	3.4	4.5	32%	17.8	0.50	0.17	0.23	6.9	20.2	15.1	0.7	0.6	0.5	9.0	9.6	-62%	-64%	47%	14.1
平均值										15.3	11.7	9.7	1.5	1.3	1.1			-43%	-48%	62%	
中间值										14.2	9.9	8.8	1.2	1.1	0.9			-47%	-52%	62%	

资料来源：彭博、中金公司研究部

图表 6: 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