

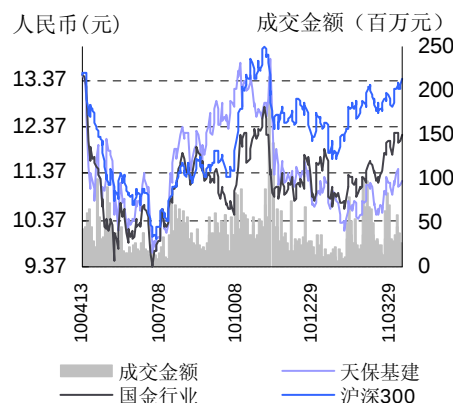
天保基建 (000965.SZ) 房地产开发行业
评级：买入 首次评级
公司研究

市价（人民币）：11.23 元

有潜力成为天津地产领军企业

长期竞争力评级：高于行业均值
市场数据（人民币）

已上市流通 A 股(百万股)	115.50
总市值(百万元)	5,183.30
年内股价最高最低(元)	13.84/9.67
沪深 300 指数	3372.03
深证成指	13102.08


公司基本情况（人民币）

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.342	0.464	0.678	0.933	1.164
每股净资产(元)	4.04	4.51	5.18	6.04	7.20
每股经营性现金流(元)	1.38	0.90	-0.39	2.89	1.26
市盈率(倍)	44.14	23.15	16.56	12.04	9.65
行业优化市盈率(倍)	45.56	45.56	45.56	45.56	45.56
净利润增长率(%)	37.70%	35.64%	46.17%	37.58%	24.70%
净资产收益率(%)	8.46%	10.30%	13.08%	15.46%	16.16%
总股本(百万股)	461.56	461.56	461.56	461.56	461.56

来源：公司年报、国金证券研究所

- **天保基建是天津保税区管委会下属的唯一资本运作平台，大股东对上市公司经营起到实质帮助。**08 年通过定向增发为上市公司置入滨海开元房地产公司，相当于天保基建以 1462 元的楼面地价获得了 133 万平米项目储备，目前该楼盘在售价格每平方米达到 1.3 万元，足够保证盈利水平，而相对于公司 4.61 亿的股本，该项目储备也足够丰富，能保证公司未来持续发展。
- **所在区域大有潜力。**公司业务重心聚焦于天津空港物流区，该区域规划面积 45 平方公里，是滨海新区距离市区最近的经济功能区，连续多年 GDP 和固定资产投资增速分别保持在 30% 和 50% 以上水平，快速增长的经济基本面和引致需求的增长对该区域地产业的拉动最为实质。
- **土地产权清晰 融资进展有望领先同行业公司。**目前受制于行业调控，增加了地产公司再融资的难度，但我们认为相比其他公司，天保基建的再融资会更容易得到批准，因为公司的土地产权非常清晰且储备集中，审批所需工作量较小，如果地产再融资松动，公司的融资进程将会领先其他公司。在掌握了土地资源前提下，如果得到资金的支持，公司的发展也将提速。
- **小城镇建设可能成为公司新的盈利模式。**目前城镇化的最大阻碍是城市生活成本过高，阻碍了农村剩余劳动力的转移，所以加快小城镇建设就成为推进城市化建设的战略选择。但是小城镇的建设仍离不开社会资金的参与，天保基建的国有背景和上市公司窗口会更容易得到地方政府的信任。而天津所下属多个城镇都被列为小城镇建设试点，公司作为天津本地的品牌国有企业，有望在当地通过小城镇的开发建设而开创新的盈利模式。
- **有潜质成为天津地产领军企业。**天津属于二线城市，市场容量较大，但一直未能出现实质意义上的区域龙头企业，但我们认为天保基建具有此种潜质，因为在股东的帮助下，公司拓展土地资源的优势最为明显，而国有企业对费用控制不利的传统并没有体现在公司身上。并且公司有息负债率仅为 6%，借贷发展空间较大。
- **投资建议。**预计公司 11、12 年 EPS 分别为 0.68 和 0.93 元，动态市盈率 16.5 和 12 倍。每股 NAV13.8 元，目前折价 20%，由于公司在资源获取方面独具优势，能够保障 NAV 不断提升，对于此类公司估值更应该参考 NAV 估值，并且由于在重估净资产值计算中，我们对房价采取了比较保守的预测，所以我们认为公司股价不应低于 NAV，目标价格 13.8 元，建议买入。
- **风险提示。**公司主要储备集中于天保金海岸这一大盘项目，其销售情况会对公司业绩会产生较大影响，分散系统性风险能力不强。

曹旭特 分析师 SAC 执业编号：S1130511030006
 (8610)66211658
 caoxt@gjzq.com.cn

内容目录

天津保税区及空港加工区的配套开发商	3
新股东入主对经营起到实质帮助	3
天津保税区唯一资本运作平台	3
空港经济区大有可为	4
位置优越	4
经济发展带来引致需求	4
潜在资源丰富	5
土地产权清晰 再融资进展或超同行业公司	5
小城镇建设可能成为公司新的盈利模式	6
有潜力成为天津地产领军企业	6
估值及投资建议	7
风险提示	8

图表目录

图表 1: 公司实际控制人	3
图表 2: 天津空港经济区位置图	4
图表 3: 空港经济区 GDP 增速 单位: %	4
图表 4: 工业总产值增速 单位: %	4
图表 5: 固定资产投资增速 单位: %	5
图表 6: 基础设施投资增速 单位: %	5
图表 7: 毛利率水平	7
图表 8: 期间费用率	7
图表 9: 各公司偿债压力分析	7
图表 10: 项目盈利预测	7
图表 11: 公司重估净资产值	7
图表 12: 重估每股净资产	7

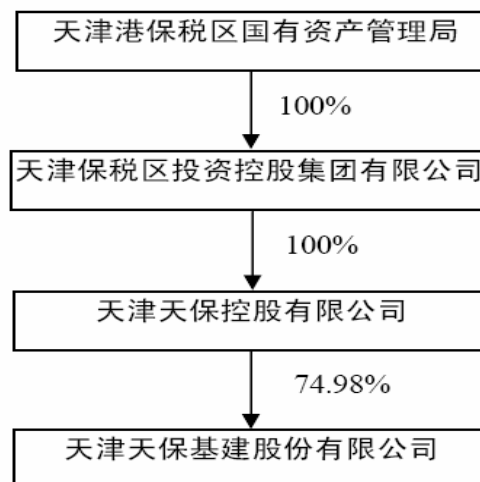
天津保税区及空港加工区的配套开发商

- 天保基建于 06 年结合重大资产重组完成股权分置改革，天保控股成为公司实际控制人，将原有水泥类资产和负债置出后，公司开始集中精力于地产开发。
- 由于实际控制人转变为天津保税区管委会，公司也成由此成为天津保税区和空港物流加工区地产相关业务的区域配套开发商。

新股东入主对经营起到实质帮助

- 天保控股入主上市公司后，对公司发展起到实质帮助。08 年通过定向增发 6900 万股股份，置入其持有的滨海开元房地产公司 49.13% 的股权，同时借款给上市公司收购滨海开元剩余 50.87% 股权。
- 该项交易完成后，公司拥有滨海开元 100% 股权，相当于以 1462 元的楼面地价获得了 133 万平方米项目储备，目前该楼盘在售价格每平方米达到 13000 元，足够保证公司的盈利水平。相对于公司 4.61 亿的股本，该项目储备也足够丰富，能保证公司未来持续发展。

图表1：公司实际控制人



来源：国金证券研究所

天津保税区唯一资本运作平台

- 公司实际控制者为天津保税区管委会。保税区管委会是天津市政府的派出机构，统一负责海港保税区、空港加工区和空港物流区行政管理，负责办理外资审批、企业注册、土地批租、规划建设、运营服务等。
- 天保控股在本次资产置换中，首先将比较成熟的天津港保税区生活区的房地产项目置入上市公司，置入形式为天保房产的股权。在资产置换之前，天保控股本部拥有天津港保税区生活区的土地储备，但本部不进行商业、住宅房地产项目的开发，所有项目均委托天保房产代为开发建设。在天保控股控制的下属公司中，除天保房产之外也没有以商业和住宅房地产为主营业务的公司。
- 资产置换之后，上市公司与天保控股之间可能会存在潜在的同业竞争，为了有效避免同业竞争，天保控股承诺：在天保控股与上市公司进行资产置换之后，天保控股及控股子公司承诺不再从事与天保基建从事相同类型的

业务，也不以其他方式直接或间接参与任何与天水股份及其控股子公司构成竞争的业务或活动，天保基建成为保税区下属的唯一资本运作平台。

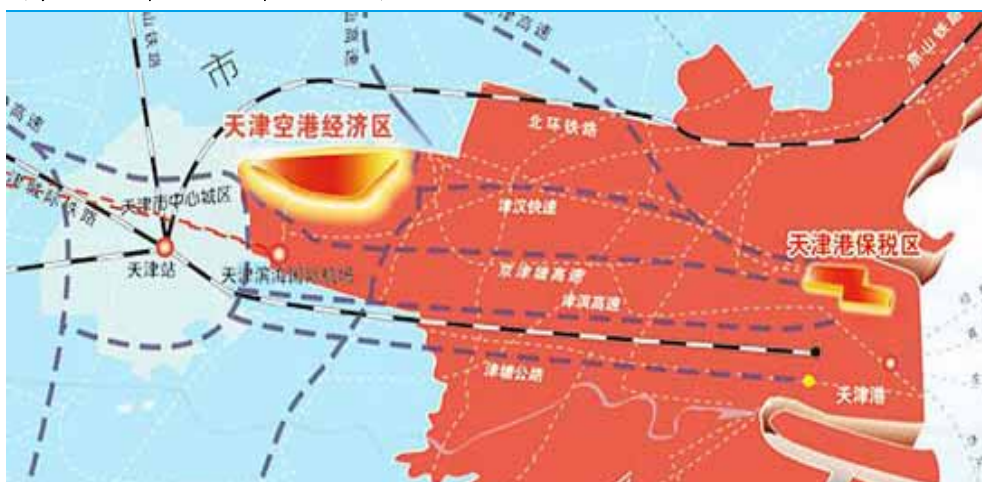
空港经济区大有可为

- 公司未来业务的发展重点在天津空港经济区，因为公司的实际控制人天津保税区同时负责保税区和空港经济区的统一管理，保税区虽没有可供开发的商住用地，但天保基建在空港经济区将大有可为。

位置优越

- 天津空港经济区于 02 年设立，规划面积 45 平方公里。位于天津滨海国际机场东北侧，距市区 3 公里，距港口 30 公里，距北京 110 公里，与干线铁路相连。地理位置和交通设施优越，是滨海新区距离市区最近的经济功能区。

图表2：天津空港经济区位置图

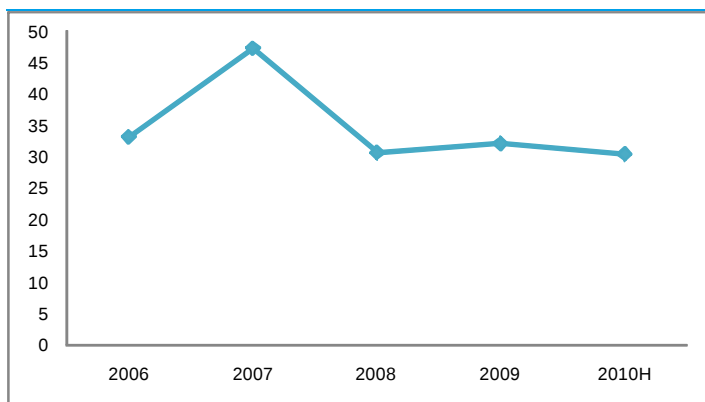


来源：国金证券研究所

经济发展带来引致需求

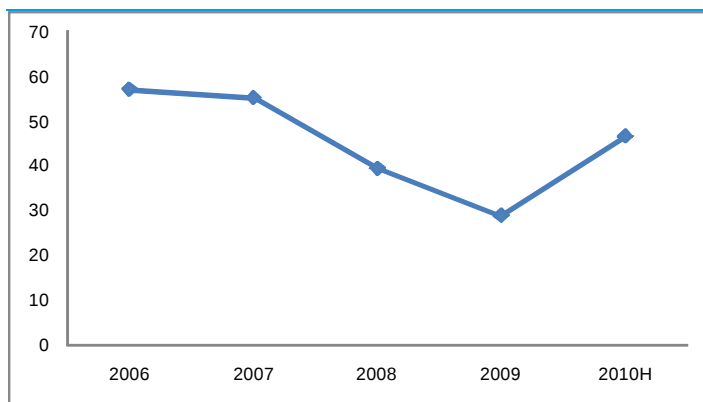
- 空港经济区凭借其政策优势和功能优势，吸了大量产业入驻，经济增速远超全国平均水平，连续多年 GDP 增速保持在 30% 之上；工业总产值增速也实现快速增长，即使在经济下滑的 09 年完成了 29% 的增速。

图表3：空港经济区 GDP 增速 单位：%



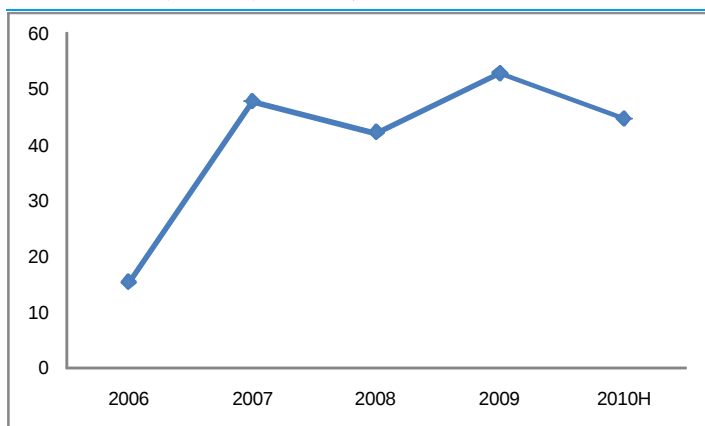
来源：国金证券研究所《天津保税区（空港经济区）经济社会发展统计公报》

图表4：工业总产值增速 单位：%



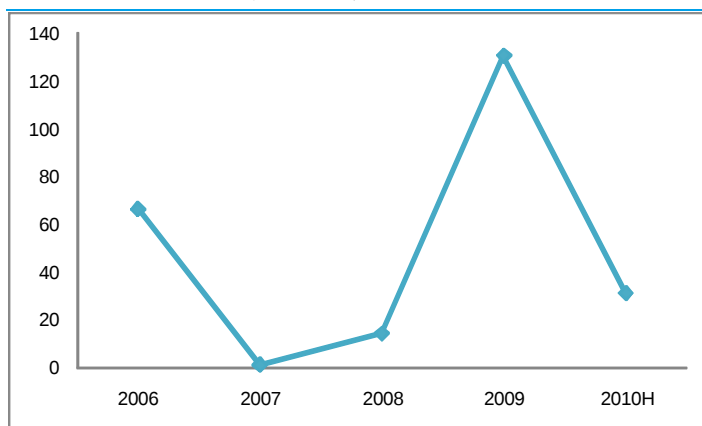
- 园区内固定资产投资也保持在 50% 的平均增速，09 年之前基础设施投资相对不足，但在 09 年增长了 131%，10 年上半年也保持了 31% 的增长，基础设施改善对地产需求的拉动最为实质。

图表5: 固定资产投资增速 单位: %



来源: 国金证券研究所《天津保税区(空港经济区)经济社会发展统计公报》

图表6: 基础设施投资增速 单位: %



潜在资源丰富

- 空港经济区的商业用地目前已经规划了三大组团。
 - 商务组团。规划面积 3.7 平方公里, 建筑面积 300 万平方米。主要功能为总部、商务办公、酒店等。目前已完工项目 65 万平米, 在建项目 90 万平方米。
 - 商业组团。规划面积 2.3 平方公里, 建筑面积 200 万平方米, 主要功能为滨湖文化产业区、目的型消费中心, 已完工项目 40 万平米, 在建面积 20 万。
 - 生活配套组团。规划面积 6 平方公里, 建筑面积 700 万平方米。主要功能为保障性商品住宅、公寓、国际社区、生活配套设施等。目前建成 15 万平米, 在建 15 万平米, 尚余 670 万平米。
- 由于空港经济区的总面积有 45 平方公里, 除上述已落实规划的 12 平方公里之外, 未来还有大量可开发资源。

土地产权清晰 再融资进展或超同行业公司

- 公司于 09 年公布了再融资方案, 募集资金不超过 25 亿元, 用于向天保控股支付滨海开元剩余的 50.87% 股权收购款 10.6 亿元, 其余资金投入滨海开元正在建设的金海岸项目。由于在 10 年没有完成该项融资, 2010 年 5 月公司召开股东会延长定向增发方案至 2011 年 5 月 22 日, 增发价格不低于每股 10.18 元, 增发股数不超过 2.46 亿股。
- 目前受制于地产行业调控, 增加了地产上市公司再融资的难度, 但我们认为相比其他公司, 天保基建的再融资会更容易得到批准, 因为公司的土地产权非常清晰。公司目前主要项目即为资产重组时注入的天保金海岸项目, 由于该重组已经通过, 所以土地不存在违规情况, 并且公司土地储备比较集中, 审批所需的工作量也较小, 如果地产再融资松动, 公司的融资进程将会领先其他公司。
- 在掌握了土地资源前提下, 如果得到资金的支持, 公司的发展也将提速。

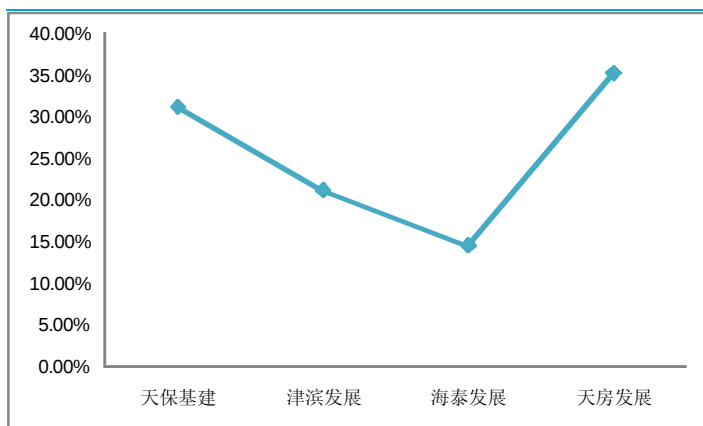
小城镇建设可能成为公司新的盈利模式

- 十二五规划中提出要“积极稳妥推进城镇化”，而目前城镇化的最大阻碍是城市生活成本过高，阻碍了农村剩余劳动力的转移，所以加快小城镇建设就成为推进城市化建设的战略选择，因为小城镇的进入门槛较低，发展小城镇有利于乡镇企业的聚集和吸纳农村劳动力，实现人口从农村到小城镇，再到大城市的阶梯式转移。
- 但是小城镇的建设仍离不开社会资金的参与，因为目前我国乡镇企业仍难支撑地方财政快速增长，地方政府会选择有品牌的开发商来对该区域进行整体规划和投资，这为相关公司拓展土地资源提供了新的渠道，而国企背景的开发商更容易得到地方政府的信任，天保基建即满足上述条件。
- 我们认为大城市管辖或周边的小城镇建设将更有意义，因为就是大城市的高昂安居和经营成本妨碍了人口流动和企业入驻，所以大城市周边小城镇的加速建设会实质分担大城市的承载压力，并能加速周边地区的城市化进程和优化产业结构，我们认为天保基建主要资源所在地天津的小城镇建设即比较有意义，而公司作为天津本地的品牌国有企业，有望在当地通过小城镇的开发建设而开创新的盈利模式。
- 天津的大港区中塘镇、西青区张家窝镇、东丽区华明镇、津南区小站镇、津南区葛沽镇、西青区中北镇、北辰区双街镇、武清区大良镇，都被列为全国发展改革试点小城镇名单，我们预计公司未来有机会在上述地区获得小城镇的整体规划建设项目。

有潜力成为天津地产领军企业

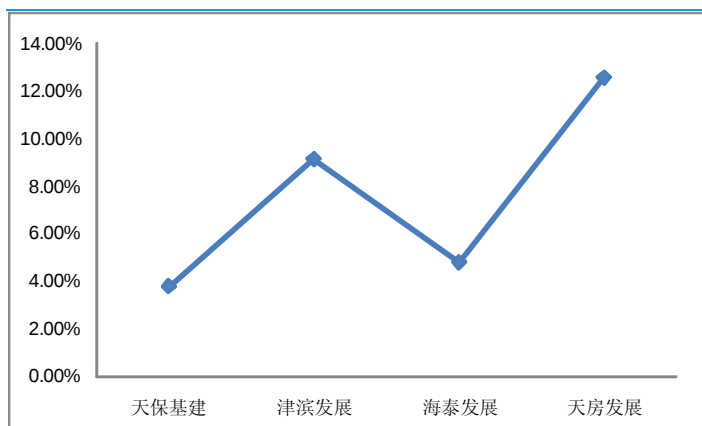
- 天津属于二线城市，市场容量较大，但一直未能出现实质意义上的区域龙头企业，但我们认为天保基建具有此种潜质，因为在股东的帮助下，公司拓展土地资源的优势最为明显，而国有企业对费用控制不利的传统并没有体现在公司身上。10年公司期间费率只有 3.7%，是天津本地企业中最低的，相比民营企业，这一比例也处于较低水平。
- 公司的资产负债率仅有 55%，剔除预收款的影响仅为 37%，也在同类公司中处于较低水平，举债经营空间较大。此外，公司负债结构也更为合理，有息负债率仅为 6%，并且没有短期借款和一年内到期的流动负债，短期资金压力不大。
- 公司毛利率水平位列可比公司中第二名，但绝对水平只达到 31%，似乎与公司的低价土地储备不相匹配，主要是两点原因造成，一是 10 年结算项目的大部分为 09 年所销售的未提价产品；二是 10 年结算项目多为塔楼，一般塔楼部分所需结算的公摊成本也较高，所以 10 年毛利率水平较低。但该项目的销售价格已经由 09 年的每平方米 1 万元上升至目前的 1.3 万元，未来盈利水平将明显得到提升。

图表7：毛利率水平



来源：国金证券研究所

图表8：期间费用率



图表9：各公司偿债压力分析

	资产负债率	除预收款负债率	有息负债率	短期偿债压力
天保基建	55%	37%	6%	0%
津滨发展	68%	65%	58%	200%
海泰发展	43%	42%	24%	67%
天房发展	65%	27%	22%	54%

来源：国金证券研究所 公司年报

估值及投资建议

- 预计公司 11、12 年每股收益分别为 0.68 和 0.93 元，动态市盈率 16.5 和 12 倍。每股 NAV13.8 元，目前折价 20%，由于公司在土地资源获取方面独具优势，能够保障公司 NAV 的不断提升，对于此类公司估值更应该参考 NAV 估值，并且由于在重估净资产值计算中，我们对房价采取了比较保守的预测，所以我们认为公司股价不应低于 NAV，目标价格 13.8 元，建议买入。

图表 10：项目盈利预测

开发类		结算面积		结算均价	土地成本	建安成本		毛利率	公司权益		收入
项目	2011	2012	2011	2012			2011	2012		2011	2012
天津天保金海岸	12.00	8.00	11000	13000	1462	4200	49%	56%	100%	1320	1040
天津空港限价房		6.00	5600	5600	400	2800		43%	100%		336
天津空港汇津		4.00	12000	12000	200	4200		63%	100%		480
天津空港汇津公寓			7000	7000	200	2900			100%		
秦皇岛海景龙苑			6500	6500	1000	3000			80%		
呼市龙滨园			6000	6000	600	3300			72%		
总计	12.00	18.00	11000	10311			46%	53%		1320	1856
物业出租							53%	53%		66	66
合计										1386	1922

来源：国金证券研究所

图表 11：公司重估净资产值

	未结 算面 积	均价	毛利 率	总投 资	账面 价值	尚需 投资	主营 税金	期间 费率	期间 费用	增值 税	所得 税	净现 值	增值 额	公司 权益	权益 增值 额	竣工 期
天津天保金海岸	121				25.2									100%		
天津天保金海岸 1	12	11000	49%	6.79	2.50	4.29	0.726	8%	1.06	1.21	0.85	4.98	2.48	100%	2.48	2011
天津天保金海岸 2	8	13000	56%	4.53	1.67	2.86	0.572	8%	0.83	1.41	0.76	3.98	2.32	100%	2.32	2012
天津天保金海岸 3	8	15000	62%	4.53	1.67	2.86	0.660	8%	0.96	2.05	0.95	4.63	2.96	100%	2.96	2013
天津天保金海岸 4	12	15000	62%	6.79	2.50	4.29	0.990	8%	1.44	3.07	1.43	6.49	3.99	100%	3.99	2014
天津天保金海岸 5	27	16000	62%	15.29	5.62	9.66	2.228	8%	3.24	6.91	3.21	13.64	8.02	100%	8.02	2015
天津天保金海岸 6	27	17000	63%	15.29	5.62	9.66	2.294	8%	3.34	7.44	3.34	13.09	7.47	100%	7.47	2016
天津天保金海岸 7	27	18000	64%	15.29	5.62	9.66	2.363	8%	3.44	8.07	3.45	12.53	6.91	100%	6.91	2017
天津空港限价房	15				3.57									100%		
天津空港限价房 1	6	5600	43%	1.92	1.48	0.44	0.185	8%	0.27	0.23	0.19	1.97	0.49	100%	0.49	2012
天津空港限价房 2	9	5600	43%	2.72	2.09	0.63	0.262	8%	0.38	0.33	0.27	2.75	0.66	100%	0.66	2013
天津空港汇津写字楼	7				0.96									100%		
天津空港汇津写字楼 1	4	12000	63%	1.76	0.53	1.23	0.264	8%	0.38	0.86	0.38	1.72	1.18	100%	1.18	2012
天津空港汇津写字楼 2	3	12000	63%	1.41	0.43	0.98	0.211	8%	0.31	0.68	0.31	1.40	0.97	100%	0.97	2013
天津空港汇津公寓	5				0.67									100%		
天津空港汇津公寓 1	5	7000	56%	1.55	0.67	0.88	0.193	8%	0.28	0.46	0.25	1.44	0.77	100%	0.77	2013
秦皇岛海景龙苑产权式酒店	3													100%		
秦皇岛海景龙苑产权式酒店	3	6500	38%	1.20	0.30	0.90	0.107	8%	0.16	0.10	0.10	0.62	0.32	100%	0.32	2013
	148											68.62	38.22		38.22	

来源：国金证券研究所

图表 12：重估每股净资产

	每股增值	总股本	帐面净资产	重估净资产	股价	折价率
	9.28	4.62	4.51	13.79	10.91	-21%

来源：国金证券研究所

风险提示

- 公司主要储备集中于天保金海岸这一大盘项目，其销售情况会对公司业绩会产生较大影响，分散系统性风险能力不强。

附表：公司财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	303	635	1,208	1,386	1,922	2,336	货币资金	97	536	1,106	1,246	2,787	3,608
增长率		109.4%	90.2%	14.7%	38.7%	21.5%	应收款项	2	8	2	3	4	4
主营业务成本	-160	-397	-832	-746	-900	-1,033	存货	2,803	2,843	2,979	3,270	2,960	3,395
%销售收入	52.9%	62.4%	68.9%	53.8%	46.8%	44.2%	其他流动资产	0	0	1	2	2	2
毛利	143	238	376	640	1,022	1,303	流动资产	2,902	3,387	4,088	4,521	5,752	7,009
%销售收入	47.1%	37.6%	31.1%	46.2%	53.2%	55.8%	%总资产	87.7%	86.7%	86.6%	89.2%	91.3%	92.8%
营业税金及附加	-25	-53	-103	-203	-364	-481	长期投资	289	280	515	516	515	515
%销售收入	8.2%	8.3%	8.6%	14.7%	18.9%	20.6%	固定资产	64	170	22	21	20	18
营业费用	-9	-10	-11	-21	-29	-35	%总资产	1.9%	4.3%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%
%销售收入	2.9%	1.6%	0.9%	1.5%	1.5%	1.5%	无形资产	49	48	48	9	9	9
管理费用	-22	-29	-37	-49	-67	-82	非流动资产	408	520	632	548	546	544
%销售收入	7.3%	4.5%	3.0%	3.5%	3.5%	3.5%	%总资产	12.3%	13.3%	13.4%	10.8%	8.7%	7.2%
息税前利润 (EBIT)	87	147	225	368	562	706	资产总计	3,310	3,907	4,721	5,069	6,298	7,554
%销售收入	28.8%	23.1%	18.7%	26.5%	29.2%	30.2%	短期借款	13	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	2	-5	-7	-10	应付款项	1,414	1,929	2,301	2,100	2,700	3,185
%销售收入	0.0%	0.0%	-0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动负债	24	31	12	15	21	25
资产减值损失	0	-1	0	0	0	0	流动负债	1,452	1,961	2,314	2,115	2,721	3,210
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	120	50	295	525	755	985
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	1,572	2,011	2,609	2,640	3,476	4,195
营业利润	88	146	228	363	554	696	普通股股东权益	1,708	1,866	2,080	2,393	2,786	3,323
营业利润率	28.9%	23.0%	18.9%	26.2%	28.8%	29.8%	少数股东权益	30	30	32	36	36	36
营业外收支	44	44	39	60	20	20	负债股东权益合计	3,310	3,907	4,721	5,069	6,298	7,554
税前利润	131	190	267	423	574	716							
利润率	43.3%	30.0%	22.1%	30.5%	29.9%	30.7%	比率分析						
所得税	-17	-33	-50	-106	-144	-179		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税率	12.8%	17.4%	18.7%	25.0%	25.0%	25.0%	每股指标						
净利润	115	157	217	317	431	537	每股收益	0.373	0.342	0.464	0.678	0.933	1.164
少数股东损益	0	-1	3	4	0	0	每股净资产	5.552	4.043	4.507	5.185	6.036	7.199
归属于母公司的净利润	115	158	214	313	431	537	每股经营现金净流	-0.347	1.377	0.902	-0.389	2.895	1.263
净利率	37.8%	24.9%	17.7%	22.6%	22.4%	23.0%	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	6.71%	8.46%	10.30%	13.08%	15.46%	16.16%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	3.46%	4.04%	4.54%	6.18%	6.84%	7.11%
净利润	115	157	217	317	431	537	投入资本收益率	4.07%	6.23%	7.61%	9.33%	11.78%	12.19%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	8	11	16	1	1	1	主营业务收入增长率	-29.36%	109.40%	90.25%	14.73%	38.67%	21.54%
非经营收益	-2	-14	-22	-8	-11	-8	EBIT 增长率	48.39%	68.14%	53.39%	63.11%	52.77%	25.67%
营运资金变动	-228	482	205	-490	915	52	净利润增长率	8.58%	37.70%	35.64%	46.17%	37.58%	24.70%
经营活动现金净流	-107	636	416	-180	1,336	583	总资产增长率	229.78%	18.01%	20.83%	7.39%	24.23%	19.95%
资本开支	-33	-105	-78	97	21	20	资产管理能力						
投资	0	0	-1	-1	0	0	应收账款周转天数	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.0	0.0	0.0
其他	-1	0	0	0	0	0	存货周转天数	3,789.2	2,598.7	1,277.4	1,600.0	1,200.0	1,200.0
投资活动现金净流	-33	-105	-78	96	21	20	应付账款周转天数	189.9	117.8	88.5	102.0	102.0	102.0
股权募资	35	0	0	0	-38	0	固定资产周转天数	26.0	12.1	6.3	5.1	3.4	2.6
债权募资	103	-83	245	230	230	230	偿债能力						
其他	-2	-8	-13	-6	-9	-12	净负债/股东权益	2.07%	-25.64%	-38.41%	-29.70%	-72.00%	-78.08%
筹资活动现金净流	136	-91	232	224	183	218	EBIT 利息保障倍数	2,229.0	-486.5	-103.2	75.7	75.3	71.9
现金净流量	-4	439	570	140	1,540	821	资产负债率	47.48%	51.47%	55.26%	52.08%	55.20%	55.54%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	1	1	3
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室