



房地产

碧桂园 (2007.HK)

评级: 增持

当前价格 (元): 2.94

2015.03.24

三四线城市布局, 深耕都市圈发展

碧桂园首次覆盖报告

	申思聪 (分析师)	李品科 (分析师)	侯丽科 (分析师)
	0755-23976926	010-59312815	0755-23976713
	shensicong@gtjas.com	lipinke@gtjas.com	houlike@gtjas.com
证书编号	S0880515010002	S0880511010037	S0880514030004

交易数据

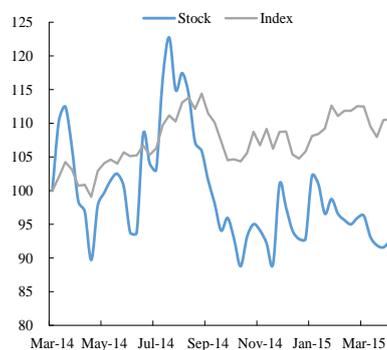
52 周内股价区间 (港元)	2.85-3.97
当前股本 (百万股)	20,352
当前市值 (百万港元)	59,834

本报告导读:

公司作为千亿俱乐部的主力房企, 当前股价大幅低估, 安全边际高。随着资产负债表的持续修复和多元化业务的开展, 上行空间较大。目标价 4.0 元, 较现价近 40% 空间。

摘要:

- **首次覆盖给予增持评级; 目标价 4.0 港元, 较现价近 40% 空间。** 预测公司 2015/16/17 年 EPS 0.53、0.60、0.68 元, 同比 9%、14%、13%。公司作为千亿俱乐部的主力房企, 受益于城镇化的推进和都市圈的发展。公司经过了 2014 年内部管控的提升, 后期将逐步发力, 资产负债表持续修复, 多元化业务将逐步开展。负债率的改善和新业务的增长将超市场预期, 故给予目标价 4.0 元, 相较 NAV 折让 30%, 对应 2015 年 6.0 倍 PE。
- **依托核心城市都市圈发展。** 根据海外发达国家的住宅发展历程, 我们看好中国核心城市都市圈的未来发展。碧桂园开发模式定位都市圈, 产品定位于刚性需求, 分享城镇化红利。公司 98% 的可建地块集中在除一线城市外的省会城市、省辖市与三、四线城市, 可建建筑面积达到 6,954 万平, 73% 可建地块聚集在广东省、长三角、环渤海地区, 在新型城镇化政策的背景下, 公司市场前景广阔。
- **资产负债表持续改善, 内部激励措施到位。** 公司更换财务总监后, 内部财务管理得到了较大程度的改良, 净负债率从 2013 年末的 64% 下降至 54%, 同时管控和销售费用占比从 10.1% 下行至 8.9%。随着财务稳健性的提升, 投资者前期担忧的财务风险将较大程度的缓解, 负债率的回落也将带来估值的回升。公司目前实施同心共享计划, 在区域和项目层面上分级成立跟投制度, 能够有效的带动管理层和员工的积极性, 稳定增长可期。
- **公司 NAV 折让近 50%, 安全边际高, 弹性大。** 由于去年销售增速的放缓以及更换财务总监等影响, 碧桂园股价一直处于低位。当前股价有较大折让, 较 NAV 折让 48%, 安全边际较高。公司后期将依托 35.4 万户业主开展多元化业务, 深度挖掘存量客户的价值, 有望成为下一个增长点。
- **风险提示:** 三四线城市布局占比较大, 海外业务拓展存不确定性



财务摘要 (百万)	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	34748	41891	62725	84549	106132	125996	139305
(+/-)%	34.7%	20.6%	49.7%	34.8%	25.5%	18.7%	10.6%
毛利润	11996	15340	19011	22055	24188	26722	30068
净利润	5802	6797	8000	9240	10725	12278	13925
(+/-)%	36.5%	17.1%	17.7%	15.5%	16.1%	14.5%	13.4%
PE		6.2	5.4	4.8	4.4	3.9	3.4
PB		1.1	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6

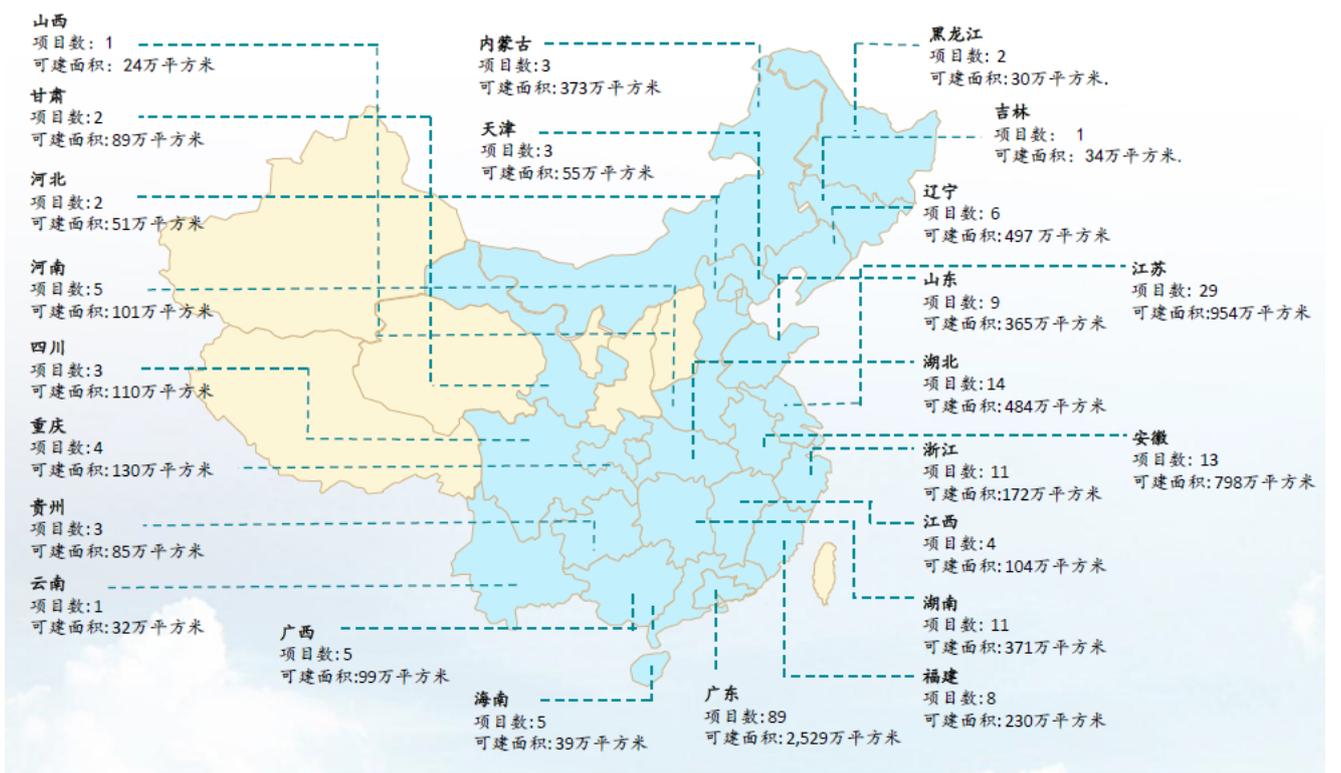
1. 全国布局开发商，深耕广东

1.1. 公司简介

恒指综合成分股。公司成立于1992年，2007年在香港联交所主板上市，以房地产为主营业务，涵盖建筑、装修、物业管理、酒店开发及管理、教育等行业的国内著名综合性企业集团。公司目前为恒生综合指数、恒生中国内地综合指数与恒生中国内地流通指数成分股。

土地储备规模位居行业前列。截至2014年末，公司土地储备面积达7,910万平方米，其中另有892万平方米已成交，国土证正在获取中。其中广东省的土地储备面积占比最大，达32%，其他依次为江苏(12%)、安徽(10%)和辽宁(6%)。2014年由于行业整体景气度的回落，加之公司调整了后期发展策略，拿地面积有所降低，全年拿地1,896万平方米，拿地均价为853元/平方米。

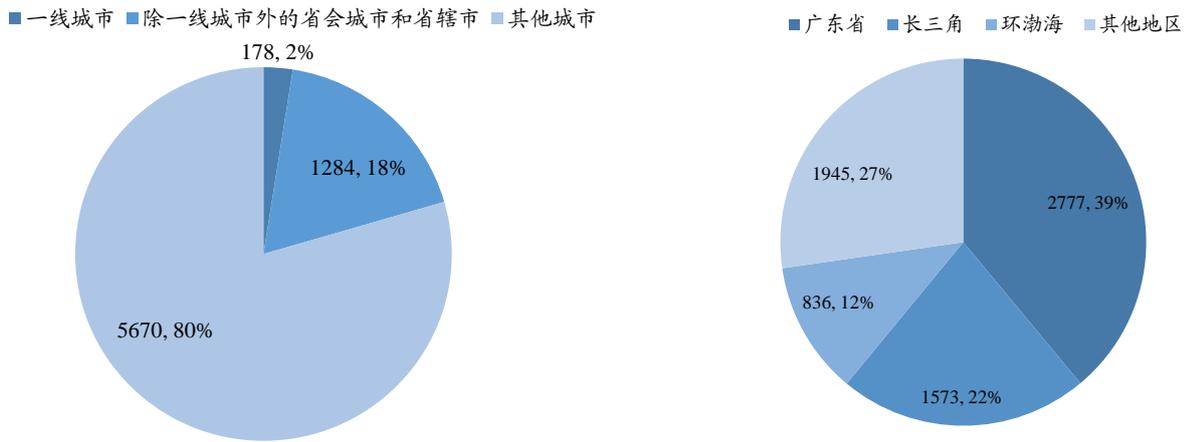
图 1: 公司已实现全国布局



数据来源: 公司网站

深耕广东，布局海外。截至2014年末，公司已获得国有土地使用权的项目总数达238个，其中中国234个(89个位于广东省)，马来西亚3个以及澳大利亚1个。公司全国布局范围广，按地区分布已覆盖24个省/自治区/直辖市的109个城市。

图 2: 位于中国的可建建筑面积按城市类型划分(万平) 图 3: 位于中国的可建建筑面积按区位划分(万平)



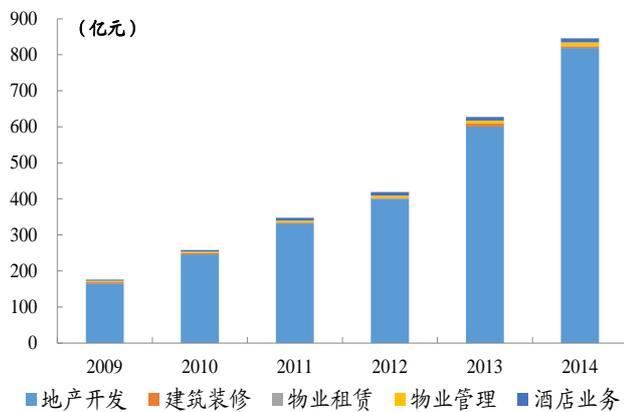
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

1.2. 收入复合增长率达 36.9%

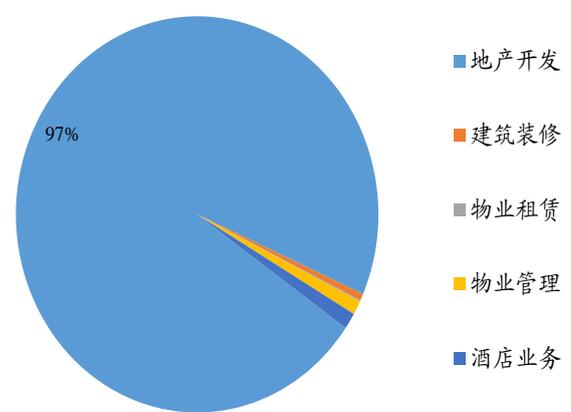
公司近 6 年实现快速增长, 营收年复合增长率达 36.9%。公司业务主要包括物业开发、建筑装饰、物业租赁、物业额管理及酒店业务。其中重要的收入及利润来源为物业开发业务, 占 2014 年营业收入的 96.9%。

图 4: 公司营业收入复合增长率达 36.9%



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 5: 公司 2014 年营业收入结构

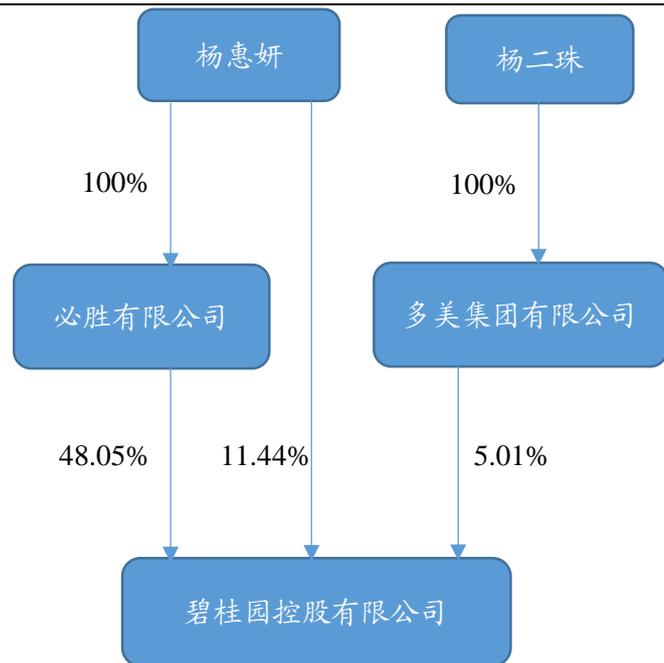


数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

1.3. 股权结构

公司为民企背景, 海外架构。大股东为必胜有限公司, 维京群岛注册。实际控制人为杨惠妍, 合计持有公司 59.49% 的股权。

图 6: 公司股权结构



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

2. 开发模式: 唯快不破, 积极出海

2.1. 高周转模式实现快速增长

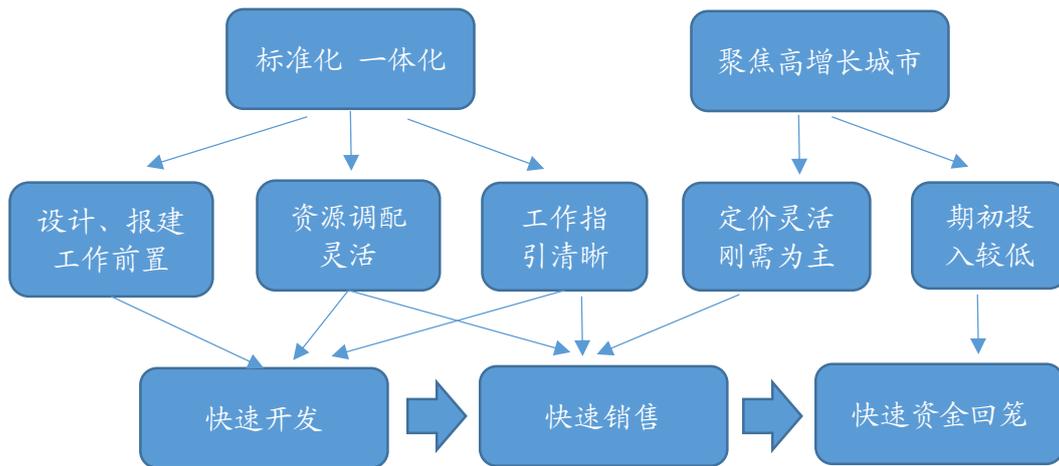
碧桂园采取高周转模式, 拿地到开盘仅需 5 个月, 部分项目 7 个月即可收回投资。公司高周转模式主要得益于: 1) 城市周边大盘模式, 二三线城市的预售条件相对宽松; 2) 产业链整合, 在产业链标准化、一体化的依托下, 公司开发效率很高; 3) 依托城镇化, 聚焦新城镇化下高速增长城市, 一半项目依托核心城市的客源需求。2013 年新项目从土地获取到开盘平均 6.8 个月, 新项目开盘首 2 日平均认购去化率超过 70%, 并且约 90% 的新项目土地获取一年之内实现净现金流入。

表 1: 公司开发速度处于行业领先地位

	开发进度		去化比例
拿地到开盘	5 个月	推盘比例	80%
拿地到资金回流	6 个月	开盘第一周	70%
拿地到资金回笼	7 个月	开盘第一个月	90%

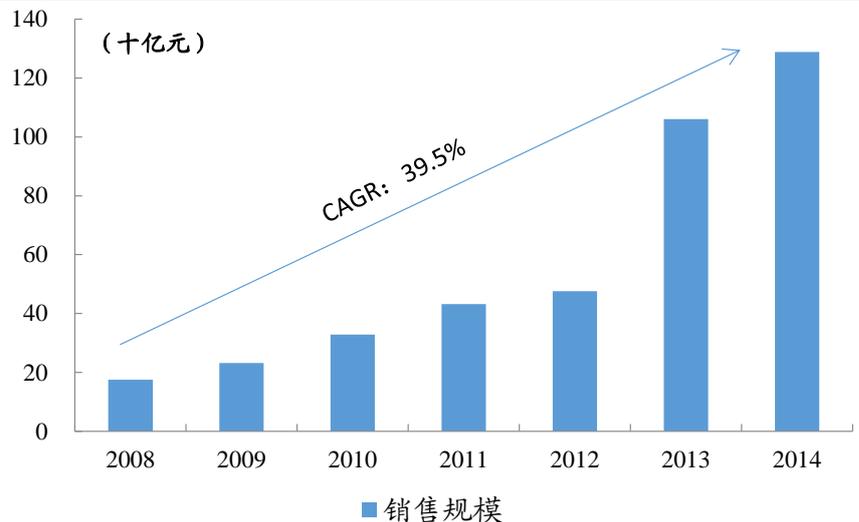
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 7: 公司高周转模式



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 8: 销售规模增长达 39.5%, 得益于高周转模式



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

2.2. 大盘模式, 分享都市圈发展红利

都市圈发展利好区域住宅市场发展。从中国一二三四线城市的房地产市场来看, 我们最看好中国核心都市圈的未来发展。中国的都市圈发展, 尚处于起步阶段, 尤其是可能有政府大力支持的沿海经济圈和京津冀都市圈, 将可能是中国房地产市场的朝阳区域。不可否认, 中国目前已有不少的区域至少中短期已不再适合房地产开发, 而未来的市场潜力, 我们认为, 则主要集中在一线城市所形成的都市圈和部分二线核心城市。

公司大盘模式定位都市圈, 分享城镇化红利。公司客户以刚需为主, 市场较平稳, 专注于国内一线城市的近郊及经济发展潜力高二、三线城市, 几乎与其他大型开发商没有正面竞争。98%的可建地块集中在除一线城市外的省会城市、省辖市与二、三线城市, 可建建筑面积达到 6954 万平, 73%可建地块聚集在广东省、长三角、环渤海地区, 在新型城镇化政策的背景下占有先机, 市场前景广阔。

十里银滩项目为典型碧桂园式开发模式。以明星项目十里银滩为例，公司项目选址深圳东部，行政区域上划分为惠州，距离深圳市中心 40 分钟车程，依靠亚婆湾的区域风景优势。由于精准的定位和独特的区位，项目开盘后即热销，其中超一半的客户来自于深圳。根据公司统计，按目标市场客户群体来定义，公司 50% 的销售收入来源于瞄准一二线城市客户群的项目，其他 50% 来自于三四线城市。整体三四线城市的项目布局占比比市场预期要低。从近年来快速增长的销量来看，公司土地储备的布局能够抵御行业的合理波动。

图 9: 项目依托一线城市客户群



数据来源: 公司网站

图 10: 产品以旅游为核心，度假型产品为主



数据来源: 公司网站

2.3. 海外扩张取得良好进展

海外扩张打开住宅业务新增长点。随着国内住宅市场进入后周期时代，我们看好房企走出国门，主要基于以下几点：1) 国内投资需求的转移，随着国内政策压抑了部分投资性需求和房价上涨预期的消退，国外地产项目的吸引力逐步提升，国内房企所开发的项目具备更好的国内客户基础，去化率一直保持高位；2) 国内房企开发能力已具备竞争力，由于国内开发流程的复杂性和审批手续的多样性，加之频繁的政策周期变更，优秀的国内房企的综合素质得到了极大程度的提升，在全球范围来看，我们认为国内房企已具备竞争实力。

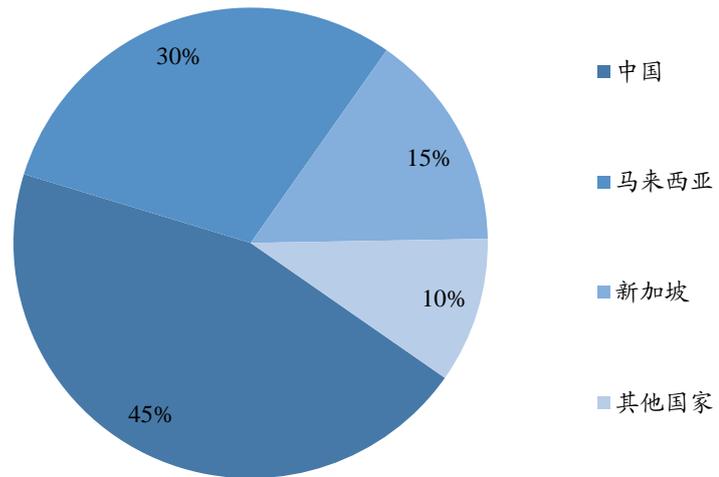
公司海外业务进展顺利。作为首批出海的开发商，碧桂园一直将海外业务作为后期发展的重点。2014 年海外项目（包括马来西亚和澳大利亚项目）一共销售 52 亿元，占总销售额的 4% 左右。后期还将扩张到其他国家和地区，海外总投资额控制在公司总资产的 10% 以下。

表 2: 海外项目布局(截止 2014 年 6 月末)

项目 (平米)	城市	总建面	权益	在建建面	开工时间	已预售
双文丹项目	雪兰	245,962	55%			
碧桂园钻石城	雪兰	311,661	55%	139,606	7/4/2013	49,347
碧桂园金海湾	柔佛州	1,804,264	100%	1,804,264	7/4/2013	406,630
碧桂园悉尼莱德花园	悉尼	66,984	100%	66,984	6/28/2014	17,968

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 11: 公司海外项目的客户来源



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

3. 内外兼修, 多元起航

3.1. 内控加强, 资产负债表持续改善

杠杆下降是常态, 财务成本是核心。行业需求中枢的下滑导致了利润率回落, 就行业长期趋势而言, 未来毛利率将很难维持在 30% 以上, 房企利润率更多来源于品牌和产品力, 而非过去的地价上涨。作为资金密集型的行业, 利润率和去化率的下滑意味着财务风险的上升, 我们认为企业未来将主动降杠杆, 这也是万科等企业近年推广管理层持股和小股操盘的根本原因。降低财务成本成为后期维持利润率的核心要素。

以评级为核心的财务管理模式。公司去年财务总监更换为吴建斌 (前中海首席财务总监), 对公司的内部财务管理进行了改良, 更加注重塑造财务稳健性, 并把财务管理为中心的管理要求贯穿在业务管理中。公司采取以下措施: 1) 不同币种债务比例合理; 2) 负债水平控制在一定范畴内; 3) 有效融资渠道多样化; 4) 提升信用评级, 力争达到投资级评级。

表 3: 多样化融资渠道, 后期还将涉及国内中票票据

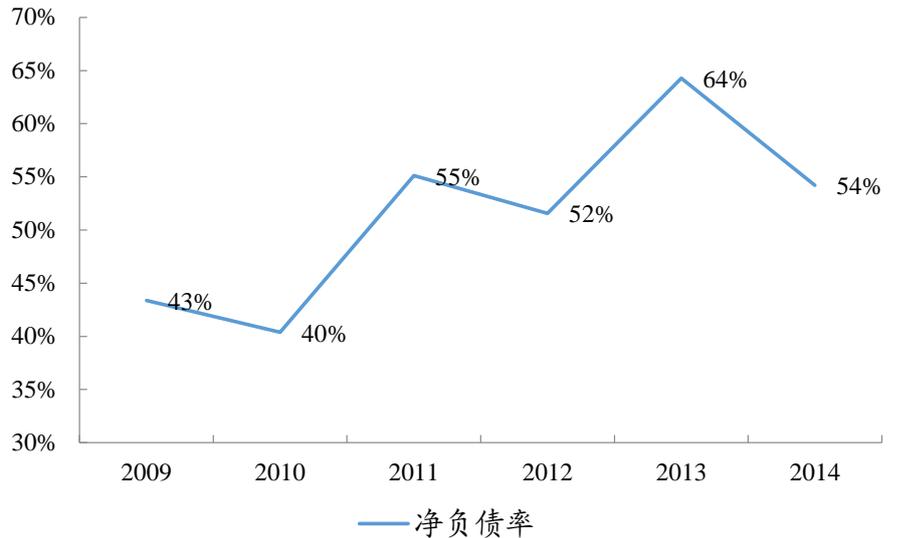
融资工具	代码	公司	时间	利息/成本	金额 (百万)	到期时间
优先票据	2007	碧桂园	2010 年 4 月	11.25%	US\$550	2017 到期
优先票据	2007	碧桂园	2010 年 8 月	10.50%	US\$400	2015 到期
优先票据	2007	碧桂园	2011 年 2 月	11.13%	US\$900	2018 年到期
优先票据	2007	碧桂园	2013 年 1 月	7.50%	US\$750	2023 年到期
优先票据	2007	碧桂园	2013 年 9 月	7.25%	US\$750	2021 年到期
优先票据	2007	碧桂园	2014 年 5 月	7.50%	US\$250	2019 年到期
优先票据	2007	碧桂园	2014 年 5 月	7.88%	US\$500	2019 年到期
俱乐部贷款	2007	碧桂园	2014 年 12 月	HIBOR/LIBOR + 3.7%	HK\$4500	2018 年到期
优先票据	2007	碧桂园	2015 年 2 月	7.50%	US\$900	2020 年到期

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

请务必阅读正文之后的免责条款部分

负债率稳定回落将带来估值修复。目前公司三大评级公司的主体评级及展望为：标普: BB+ (稳定); 惠誉: BB+ (正面); 穆迪: Ba2 (正面)。距离部分机构的投资级评级仅一步之遥。我们认为随着财务稳健性的提升，投资者前期担忧的财务风险将较大程度的缓解，负债率的回落也将带来估值上回升。

图 12: 净负债率开始回落



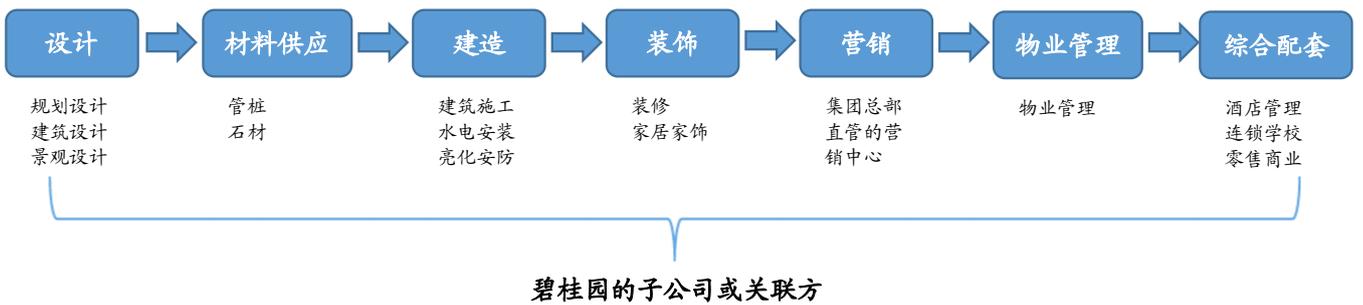
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

公司一直在内部员工激励方面走在了行业前列。2013 年销售规模大爆发的主要原因之一就是激励措施的到位，导致当年的销售规模同比增长 122.7%，进入千亿俱乐部。之前实施的成就共享计划，主要分为股权激励和现金部分。公司去年开始实施合伙人制（同心共享计划），在区域和项目层面上分级成立跟投制度。其中要求总部和区域公司跟投金额不超过 15%，项目老总 and 团队参与必须参与其中（例如：单个项目区域总必须投 80 万、项目总投 50 万）。我们认为内部员工动力将随着激励措施的实施而提升，公司后期稳定增长态势将持续。

3.2. 纵深产业链整合，多元化业务起航

公司在房地产领域开创出独具特色与核心竞争力的碧桂园开发模式，凭借该模式，公司立足广东，快速复制到全国 80 个城市。公司实行设计、建筑、物业等一体化开发模式，通过子公司或关联方，采用垂直整合与标准化结合的方式，布局产业链上中下游，覆盖设计、材料供应、建造、装饰、营销、物业管理、综合配套七个方面。在项目开发过程中，各环节提前参与投资分析与决策，土地获取前完成规划方案和户型设计，全产业链协同配合，并且全面跟踪客户体验。标准化、一体化的产业链整合模式降低了土地开发成本，公司拿地平均土地成本约占平均售价的 10% 到 15%，初期投入低，定价灵活。

图 13: 住宅产业链整合提升利润率



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

公司住宅业务的快速发展, 累计了大量的存量用户, 目前已达 35.4 万户业主。后期深度挖掘存量客户的价值将成为公司新的增长点, 可涉及领域包括教育、物业开发运营、社区服务、投资理财和健康养老等。

图 14: 社区为中心, 打造全生命产业链的资源整合平台



数据来源: 公司网站

4. 估值与建议: 目标价 4.0 港元, 较现价有 36% 空间

碧桂园 NAV 折让近 50%, 安全边际高, 弹性大。由于去年销售增速的放缓以及更换财务总监等影响, 碧桂园股价一直处于低位。当前股价有较大折让, 较 NAV 折让 48%, 安全边际较高。

碧桂园 2015E PE 4.4 倍、当前 PB 0.7 倍, 估值处于低位。1) 碧桂园 2015E PE 4.4 倍, 在 300 亿市值以上的内房股中处于低位; 2) PB 方面, 碧桂园 PB 0.7 倍, 处于中大型开发商底部。

表 4: 公司估值处于低位 (以 2015 年 3 月 20 日股价为基准)

公司	代码	市值 (HKD\$ mn)	股价 (HK\$)	PE			PB			股息率		
				2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
1000 亿市值以上												
万达商业	3699.hk	212,559	46.95	n/a	8.7	7.0	1.3	1.0	0.9	0.0%	2.2%	2.8%
中海外	0688.hk	181,462	22.20	9.6	6.9	5.9	1.6	1.2	1.0	2.1%	2.8%	3.2%
万科企业	2202.hk	184,751	17.82	10.5	7.8	6.7	2.1	1.5	1.3	2.8%	3.8%	4.3%
华润置地	1109.hk	132,902	20.35	13.6	9.1	7.6	1.4	1.1	1.0	2.1%	2.8%	3.3%
Average		177,919		11.0	8.1	6.8	1.6	1.2	1.1	1.7%	2.9%	3.4%
300 亿至 1000 亿市值												
龙湖地产	0960.hk	58,906	10.14	7.2	5.7	5.2	1.2	0.9	0.8	2.8%	3.3%	3.9%
世茂房地产	0813.hk	55,075	15.86	6.1	4.6	4.0	1.1	0.8	0.7	4.9%	6.7%	7.5%
恒大地产	3333.hk	53,252	3.64	4.6	4.9	4.5	1.0	0.6	0.5	14.6%	7.3%	7.9%
远洋地产	3377.hk	35,766	4.77	6.5	7.0	6.2	0.7	0.6	0.6	4.8%	5.3%	6.0%
Average		50,750		6.1	5.4	4.9	1.0	0.7	0.7	6.8%	5.6%	6.3%
碧桂园	2007.hk	59,834	2.94	5.4	4.8	4.4	1.0	0.8	0.7	7.3%	8.4%	9.5%

数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

预测公司 2015/16/17 年核心 EPS 0.53、0.60、0.68 元，同比 9%、14%、13%，首次覆盖给予增持评级。我们根据公司房地产项目开发结算进度对公司的盈利进行预测，推断 2015/16/17 年 EPS 0.53、0.60、0.68 元，同比 9%、14%、13%。其中由于 2014 年公司主要在内部管控上进行了调整和改善，为后期销售的持续增长打下了基础，2015 年净利润增长幅度相对较为平缓，2016 年之后增长将保持稳定。

估值方面，公司房地产项目 NAV 5.7 港元，安全边际较高。公司当前储备近 7910 万方，扣除净负债之后的 NAV 为 5.7 港元。当前股价 2.94 港元，折让 48%，安全边际较高。

表 5: 公司房地产开发项目 NAV 值 5.7 港元

总资产估值 (百万港元)	2015
住宅	134,586
零售	0
办公楼	0
开发物业总计	134,586
酒店	15,740
出租零售	0
出租办公楼	0
投资物业总计	15,740
总资产估值	150,326
净负债	34,274
净资产	116,052
每股净资产 (港元)	5.7

数据来源: 国泰君安证券研究

目标价给予 4.0 港元，相对 NAV 折让 30%，对应 2015 年 6.0 倍 PE；目标价距现价有 36% 空间。公司作为千亿俱乐部的主力房企，受益于城镇化的推进和都市圈的发展。公司经过了 2014 年内部管控的提升，后期

将逐步发力，资产负债表持续修复，多元化业务将逐步开展。负债率的改善和新业务的增长将超市场预期，故给予目标价 4.0 元，相较 NAV 折让 30%，对应 2015 年 6.0 倍 PE。

5. 风险提示

三四线城市布局占比较大。公司的大盘模式定位于核心城市的都市圈发展，但依旧有部分需求受限于当地的收入水平。同时公司还有 50% 的项目定位于三四线城市，后续市场存在一定的不确定性。

海外业务拓展存不确定性。公司海外项目布局较广，尽管去化率较高，但由于海外法规和制度存在一定差异，政治风险有不确定性。回款的流程相比国内较为严格，资金回流速度低于国内项目。

损益表						
人民币百万	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	41,891	62,725	84,549	106,132	125,996	139,305
营业成本	-26,551	-43,713	-62,494	-81,944	-99,274	-109,237
毛利润	15,340	19,011	22,055	24,188	26,722	30,068
销售及行政开支	-3,754	-6,337	-7,516	-7,312	-8,681	-9,598
EBIT	11,688	12,696	14,725	17,062	18,227	20,656
利息成本	-259	0	-450	-492	-541	-596
利息收入	132	803	255	451	670	931
联营公司利润	-94	-26	-40	1	0	0
其他收入	74	0	1,880	0	0	0
税前利润	11,542	13,473	16,369	17,021	18,356	20,992
所得税	-4,657	-4,625	-5,757	-5,784	-5,479	-6,417
少数股东权益	-32	-334	-383	-512	-599	-650
净利润	6,853	8,514	10,229	10,725	12,278	13,925
核心净利润	6,797	8,000	9,240	10,725	12,278	13,925
股权数	18,007	18,523	19,139	20,352	20,352	20,352
核心EPS	0.38	0.43	0.48	0.53	0.60	0.68
每股分红	0.14	0.17	0.16	0.17	0.20	0.22

资产负债表						
人民币百万	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
投资物业	118	112	7,036	7,036	7,036	7,036
其他固定资产	13,402	17,968	21,706	24,582	30,442	42,382
发展中物业	27,091	41,945	46,673	46,673	46,673	46,673
非流动资产合计	40,611	60,026	75,415	78,291	84,150	96,091
短期发展中物业	39,155	67,474	105,994	117,685	100,486	30,044
竣工待售物业	18,497	18,920	23,203	19,795	20,831	21,727
应收账款	17,124	26,378	25,371	24,402	23,470	22,573
现金	16,860	26,680	27,214	23,631	35,967	49,492
其他流动资产	4,275	6,762	10,835	21,874	38,257	55,109
总资产	136,522	206,239	268,032	285,677	303,162	275,036
流动负债合计	68,707	114,904	156,623	158,536	156,516	101,910
长期负债	27,817	43,815	46,139	50,753	55,829	61,411
其他长期负债	190	240	240	240	240	240
递延所得税	924	1,270	2,588	5,274	10,748	21,904
长期负债	28,930	45,324	48,967	56,267	66,816	83,555
少数股东权益	1,307	2,058	5,756	6,465	6,627	6,431
股东权益	37,577	43,954	56,686	64,409	73,203	83,139
总负债和权益合计	136,522	206,239	268,032	285,677	303,162	275,036

现金流量表						
人民币百万	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	6,853	8,514	10,229	10,725	12,278	13,925
营运资本变动	-8,122	-10,480	-6,494	-4,146	-130	-2,133
其他	-1,081	-3,553	-4,149	-5,011	-2,607	-823
经营性现金流合计	-2,351	-5,519	-413	1,569	9,541	10,969
投资物业	0	-2	-6,923	0	0	0
其他	-4,101	-5,282	-2,768	-1	0	0
投资性现金流合计	-4,101	-5,284	-9,691	-1	0	0
自由现金流	-6,452	-10,803	-10,105	1,568	9,541	10,969
每股自由现金流	-0.36	-0.58	-0.53	0.08	0.47	0.54
权益融资	1,735	0	5,505	0	0	0
债权融资	7,878	19,463	4,820	6,107	6,718	7,389
其他	904	-1,560	-370	-2,805	-3,922	-4,834
融资性现金流合计	10,517	17,903	9,956	3,302	2,795	2,555
现金变动合计	4,065	7,101	-149	4,870	12,337	13,524
期初现金	7,744	11,809	18,910	18,761	23,631	35,967
期末现金	11,809	18,910	18,761	23,631	35,967	49,492

财务分析 (%)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
毛利润率	37%	30%	26%	23%	21%	22%
经营利润率	28%	20%	17%	16%	14%	15%
净利润率	16%	13%	11%	10%	10%	10%
营收增长率	21%	50%	35%	26%	19%	11%
EBIT增长率	22%	9%	16%	16%	7%	13%
净利润增长率	17%	18%	16%	16%	14%	13%
EPS增长率	14%	14%	12%	9%	14%	13%
每股净资产	2.09	2.37	2.96	3.16	3.60	4.09
利息覆盖倍数	4.72	4.08	3.68	3.84	6.26	16.63
净负债率	30%	32%	30%	28%	20%	13%
净负债率 (扣除限制现金)	52%	64%	54%	50%	37%	26%
总资产周转率	34%	37%	36%	38%	43%	48%
资产权益比	363%	469%	473%	444%	414%	331%
ROA	6%	4%	4%	4%	4%	5%
ROE	20%	20%	18%	18%	18%	18%
ROCE	11%	10%	9%	9%	9%	9%

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数涨跌幅为基准。	增持	相对香港恒生指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对香港恒生指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对香港恒生指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对香港恒生指数下跌 5%以上
2. 投资建议的比较标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数的涨跌幅。	增持	明显强于香港恒生指数
	中性	基本与香港恒生指数持平
	减持	明显弱于香港恒生指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt_jaresearch@gt.jas.com		