

宝龙地产 (1238)

## 开发租赁双驱动，稳定增长可期

### ——宝龙地产首次覆盖

	申思聪 (分析师)	吕聪 (研究助理)	卜文凯 (分析师)
	0755-23976926	0755-23976713	010-59312756
	shensicong@gtjas.com	lvcong@gtjas.com	buwenkai@gtjas.com
证书编号	S0880515010002	S0880117070107	S0880517080005

#### 本报告导读:

公司开发租赁双驱动模式给公司土地获取带来一定优势，土地布局长三角，后续稳定增长可期，首次覆盖给予增持评级。

#### 摘要:

- **首次覆盖给予“增持”评级，目标价 4.51 港元。**我们预测公司 2017-18 年 EPS0.49 元和 0.63 元人民币，同比增长 19.5% 和 28.6%。目前公司 NAV 为 9.03 港元，较现价折让达 61%；公司土地储备充足，土地成本较低，我们预期公司业绩将保持较平稳增速，给予 50%NAV 折让，目标价 4.51 港元，现价空间达 30%。
- **开发租赁双轮驱动的商业模式使得公司获取独特的土地获取优势。**近年土地市场“面粉价格上升”，但公司借助开发租赁的双驱动模式，土地成本占销售比例逐年下降。2017 年地价与销售均价比例为 11.38%（16 年：12.41%，15 年 13.10%）。公司截止 2017 年中期具有土地储备 1120 万平，上半年新增土地总建面 88.91 万平。
- **销售保持高增，自持性物业收入贡献度不断提升。**2017 前 11 个月合约销售约人民币 181.62 亿元，完成全年目标的 90.8%，合约销售面积约 136.3 万平，同增 22.7%，销售均价较去年全年上升 14.3%；营运中物业收入不断提升，较高的自持比例一定程度可降低调控对销售的影响。2017 上半年公司租费收入约人民币 8.51 亿元，同比增长 38.1%，租费收入已经覆盖利息支出的 1.2 倍，预计 2017 全年可达 17.50 亿元。
- **坚持布局长三角，持续受益上海都市圈发展。**公司土地获取战略以支持 3-5 年的用地发展为战略，坚持“以上海为中心，深耕长三角”的发展战略，前 11 月结算有约 74.7% 的土地结算来自于长三角地区，商场部分的面积 46.9% 位于长三角，战略布局清晰，后续将持续受益于上海都市圈和卫星城市的发展。催化剂包括地产存量时代的加速到来和公司低价土地的陆续推出。
- **风险提示：销售整体受到政策调控影响，自持性物业短期内利润贡献占比不达标。**

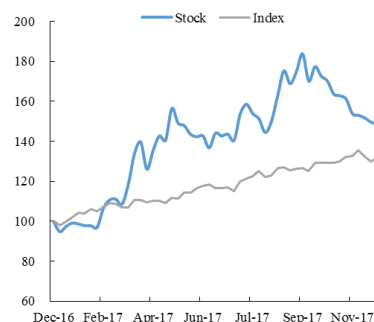
**评级: 增持**

当前价格 (港元): 3.48

2017.12.12

#### 交易数据

52 周内股价区间 (港元)	2.07-3.81
当前股本 (百万股)	3,997
当前市值 (百万港元)	14,081



注: stock 和 index 是指公司股价和恒生指数过去 52 周涨幅的百分比曲线。

财务摘要 (百万港元)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	9663	11907	14296	16038	20997	28219
(+/-)%	33.2%	23.2%	20.1%	12.2%	30.9%	34.4%
毛利润	2783	3922	4778	4769	6219	8101
净利润	1058	1207	1609	1947	2481	3296
(+/-)%	5.6%	14.1%	33.3%	21.0%	27.4%	32.8%
PE	11.0	9.6	7.2	6.0	4.7	3.5
PB	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4

## 1. 开发租赁双轮驱动，业绩维持高增速

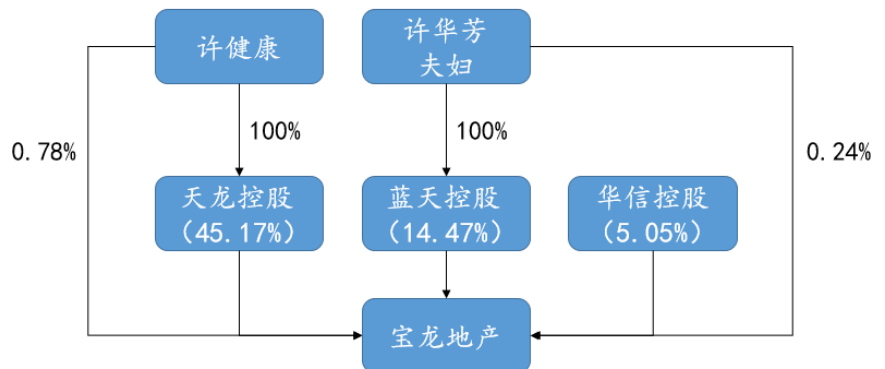
### 1.1. 股权结构稳定，各项业务稳步发展

宝龙地产控股有限公司是一家商业物业开发商，专注于开发经营高质量、大规模、多业态的综合性商业地产项目，主营业务包括物业开发、物业投资、物业管理服务及其他物业开发相关服务（包括酒店业务）。2016年，公司合约销售额位列中国房地产销售排名第92名。

公司目前业务以上海为核心，深耕苏州、杭州、厦门、福州、南京等城市，总土地储备可供集团三至五年的项目开发。截至2017年中期，公司全国项目布局达72个，年销售额达10亿元以上的项目已达5个，其中上海商业物业合约销售面积排名连续两年位列榜首（克而瑞统计数据）。

公司实际控制人许健康合计持股比例为45.95%，前三大股东持股比例合计65.71%，股权结构非常稳定，有利公司长期稳定持续发展，是保证业绩稳定高速增长的有效前提。

图 1: 截止 2017 中期公司股权架构



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

公司的主要股东为天龙控股有限公司，持股比例为 45.17%，为公司实控人许健康全资所有；公司第二大股东为蓝天控股有限公司，持股比例为 14.47%，为许华芳全资所有，而许华芳为实控人许健康之子；第三大股东为华信控股有限公司，持股比例为 5.05%。

公司的主营业务主要有物业开发、物业投资、物业管理服务和其他物业开发相关服务，包括酒店业务等，其中，物业开发仍为公司的主要收益来源。

表 1: 公司各项业务分部收入

(人民币亿元)	2017H1			2016		
	营收	占比	同比	营收	占比	同比
物业开发	65.44	85.75%	20.01%	125.30	87.65%	19.56%
物业投资	4.13	5.42%	30.61%	6.00	4.19%	8.61%
物业管理服务	4.37	5.73%	46.27%	7.91	5.53%	44.10%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

其他	2.37	3.10%	51.26%	3.75	2.62%	15.10%
总计	76.31	100%	22.59%	142.96	100%	20.06%

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

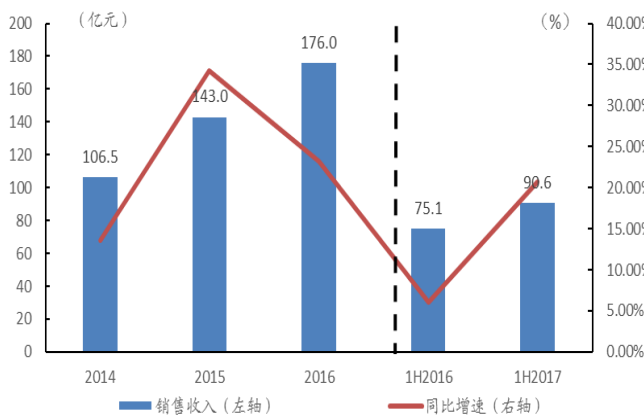
### 1.2. 销售保持高增速，核心净利润率维持较高水平

公司销售今年保持较高增速，2017 前 11 个月合约销售约人民币 181.62 亿元，完成全年目标的 90.8%，合约销售面积约 136.3 万平方米合约销售金额同比增长约 22.7%，销售均价较去年全年上升 14.3%。

公司近期营销团队的组织架构进一步得到完善，初步形成覆盖全产品、打通全链条的营销团队，增设大客户部等针对性部门；此外，进一步加强创新型商办销售平台的建设，在上海区域还尝试运用大数据做精准推广。第三，营销工作全面介入拿地评估、产品设计、产品施工、交房前预检等开发过程，提出专业意见从而使产品更加能符合消费者的需求。

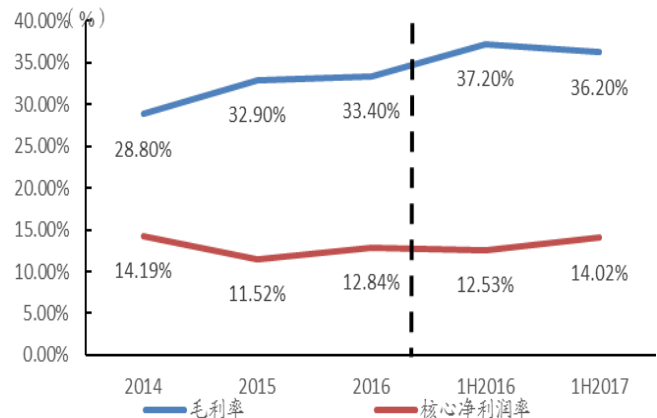
此外，公司核心净利润率稳中有升，2017 年中期达到 14.02%，受益于公司开发租赁双轮驱动的商业模式使得公司获取独特的土地获取优势。在地价逐年上升的情况下，土地成本占销售比例逐年下降。2017 年地价/销售均价比例为 11.38%（16 年：12%，15 年：13.10%）。

图 2：销售保持较高增速



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 3 核心净利润稳中有升



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

### 1.3. 土地储备充足，可维持开发型和租赁型物业高速增长

公司坚定推进“以上海为中心，深耕长三角”的核心发展战略，审慎拿地，精心布局，确保储备足以支持公司未来三至五年的用地发展。

截至 2017 年中期，公司拥有优质土地储备的总建筑面积约为 1120 万平方米，其中，正在开发建设中的物业约为 570 万平方米，持作未来发展物业约为 550 万平方米。公司近年来拿地积极，土地储备水平维持高位。开发中的土地储备将用于发展大型商住物业，附设大型超市、百货公司、电影院、美食广场及其他休闲设施、优质住宅物业、酒店式公寓、办公

楼及酒店。

表 2: 公司 2017 上半年年拿地情况

位置/项目	用地性质	权益	占地面积 (万平)	建筑面积 (万平)
福建晋江	商业/住宅	100%	4.21	12.64
杭州临安	商业/住宅	82%	9.50	24.84
杨浦外滩	商业	100%	3.65	10.95
宁波高新	商业	90%	7.21	25.24
宁波宝龙天地	商业	82%	2.47	4.94
宁波三江观邸	住宅	41%	5.16	10.32
合计			32.20	88.91

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究; 总建面不包括地下及停车位, 数据经四舍五入

表 3: 公司 2017 上半年合约销售业态分布

业态	销售面积 (万平)	销售金额 (亿)	均价 (元/平)	金额占比
商业	21.94	41.96	19124	46.31%
住宅	43.90	48.65	11082	53.69%
合计	65.84	90.61	13761	100%

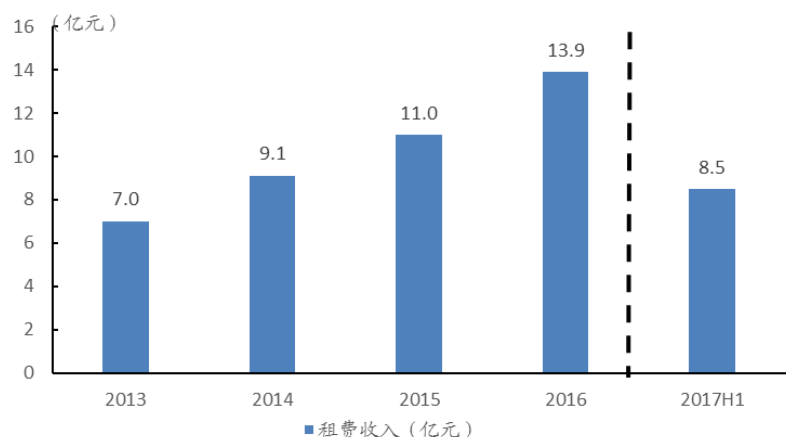
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

#### 1.4. 租赁型物业利润贡献逐年提升

2017 年中期, 公司持有投资物业总建筑面积约 393.4 万平, (2016 年: 386.6 万平) 的投资物业, 2 个轻资产项目 2017 年底即将开业; 酒店业务目前以国际品牌酒店及自创品牌连锁酒店为核心业务的模式, 2017 年中期, 宝龙酒店集团新开业 3 家国际品牌酒店, 总计拥有 9 家国际品牌酒店及 4 家自创品牌连锁酒店, 多元化战略初见成效。

此外, 租赁型物业利润贡献逐年提升, 租费每年稳定提升, 2017 上半年公司租费收入约人民币 8.51 亿元, 同比增长 38.1%, 租费收入已经覆盖利息支出的 1.2 倍, 预计 2017 全年约 17.50 亿元。较高的自持性物业比例对公司抵抗政策调控起到一定作用。

图 4: 租费收入逐年提升, 预计 2017 年达到 17.5 亿



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

### 1.4.1 商场拓展进度稳健

**商场拓展运营持续推进。**2017年1月，公司运营的扬州宝龙广场成功开业，其成功地首次以“超级家”理念营运项目，重点放在以家庭为单位的休闲消费体验，是小区商业重要产品线。截至2017年中期，公司经营及管理的商业广场已达到32家，持有用于投资的物业（包括已竣工物业及在建物业）建筑面积合计约393.94万平（2016年12月31日：约386.60万平），较2016年12月31日增加约1.9%。开发项目及开业面积均位居行业前列。

**公司多家项目成为当地标杆项目。**杭州滨江宝龙城开业当天客流突破20万人，创公司商业开业单日客流新高；山东蓬莱宝龙广场自开业日起，即成为当地最核心的客流旺场。

图 5：杭州滨江宝龙城



数据来源：公司网站

**公司商业项目拓展力度不减，助力公司丰富收入来源。**2017年公司继续拓展投资性物业，预计开业5个商业广场，到2020年，后续规划50个购物商场开业，进一步强化公司网络布局的优势。截至2017年中期，公司投资物业租金收入为4.14亿元（2016年中期：3.17亿元），同比增长30.6%；物业管理服务费净收入4.37亿元（2016年中期：2.99亿元），同比增长46.2%。物业管理服务收入主要来自提供物业管理服务及租赁协助服务。未来随着投资性物业的加速拓展，公司租金收入将会有较大幅度的提升。

### 1.4.2 酒店业务收入增长高达50%

**2017年，公司继续发展酒店业务，作为长期经常性收入来源。**截止2017年中期，公司旗下拥有九家国际品牌酒店，其中上海三家（上海闵行宝龙艾美酒店、上海宝龙丽笙酒店、上海国展宝龙丽筠酒店），山东省三家（泰安宝龙福朋喜来登酒店、青岛城阳宝龙福朋喜来登酒店、海阳雅乐轩酒店），江苏省两家（太仓宝龙福朋喜来登酒店、盐城雅乐轩酒店）及重庆市一家（宝龙戴斯大酒店），总计客房数2662套；同时拥有四家自创品牌连锁酒店（蓬莱宝龙客栈、青岛宝龙艺筑酒店、安溪宝龙艺筑酒店

店和江苏淮安艺悦酒店)。2017 年中期公司其他物业开发相关服务收入 (主要包括酒店运营) 总收入为 2.37 亿元 (2016 年中期: 1.56 亿元), 同比增长约 51.9%。

表 5: 公司酒店经营项目

项目名称	城市分级	开幕日期	客房数 (套)
太仓宝龙福朋酒店	三线	2010 年 6 月	446
泰安宝龙福朋酒店	三线	2010 年 12 月	300
青岛城阳宝龙福朋酒店	二线	2011 年 2 月	303
海阳雅乐轩酒店	三线	2011 年 6 月	145
青岛宝龙艺筑酒店	二线	2011 年 12 月	170
盐城雅乐轩酒店	三线	2013 年 12 月	299
蓬莱宝龙客栈	三线	2015 年 5 月	240
安溪宝龙艺筑酒店	三线	2015 年 9 月	98
重庆宝龙戴斯大酒店	二线	2015 年 12 月	253
上海宝龙丽笙酒店	一线	2016 年 1 月	196
上海国展宝龙丽筠酒店	一线	2016 年 5 月	226
上海闵行宝龙艾美酒店	一线	2016 年 10 月	241
江苏淮安艺悦酒店	三线	2017 年 8 月	92

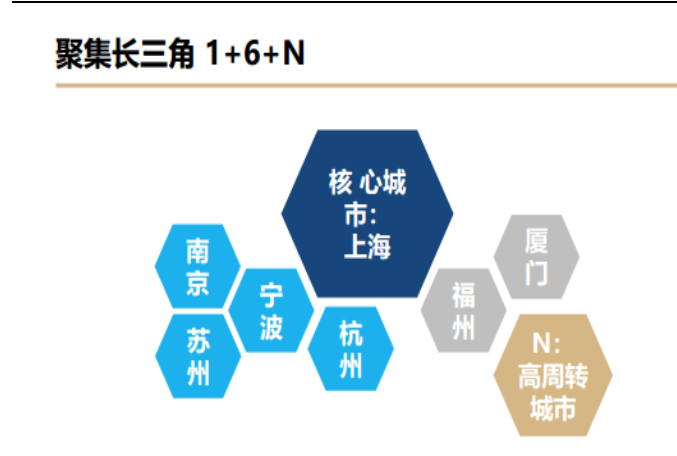
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

## 2. 深度布局长三角, 长期受益于都市圈发展

公司的土地获取战略以支持 3-5 年的用地发展为战略, 坚持“以上海为中心, 深耕长三角”的发展战略, 实施“1+6+N”的布局, 坚持价值投资, 试图多种渠道获取项目, 公司土地储备约超过一半分布于长三角地区。

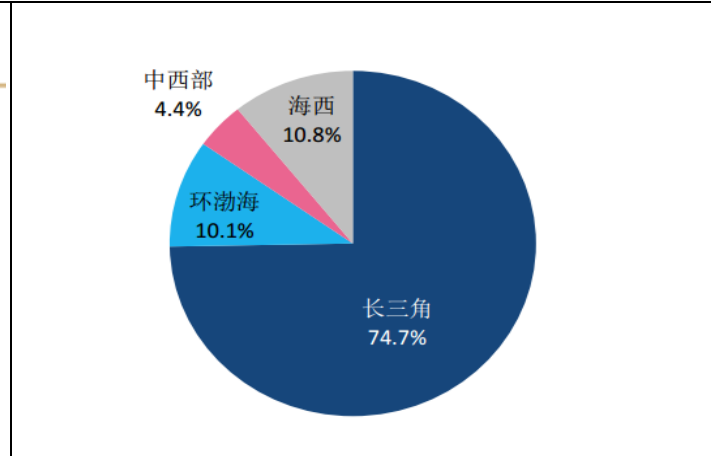
截止 2016 年底, 公司土地储备按价值有 36.9% 位于上海等一线城市, 35.7% 位于杭州、苏州、宁波等二线城市, 城市布局深耕长三角。受益于长三角等我国重要城市群的长期快速发展, 公司优质土地储备价值将得到提升, 支撑公司未来业绩稳健增长。

图 6: 公司业务聚焦上海核心都市圈



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 7 公司前 11 月按结算金额看, 长三角比例占 74.7%



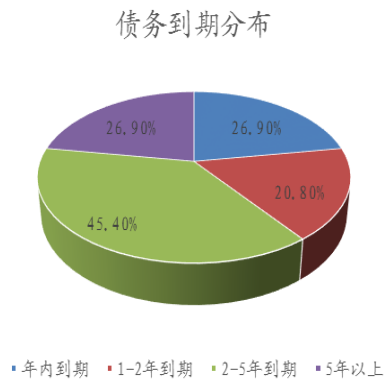
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

### 3. 财务及估值

#### 3.1. 借贷利率不断优化，盈利能力持续提升

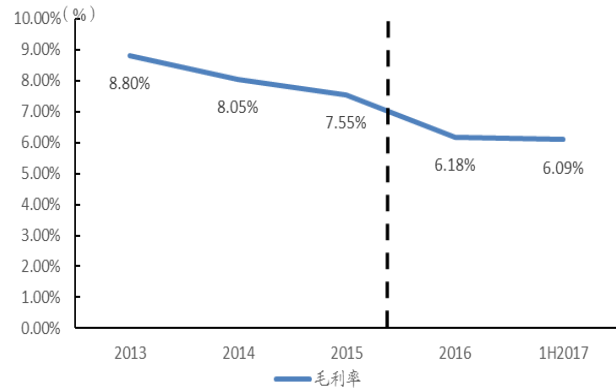
借贷利率不断优化，债务结构较为健康。公司平均借贷利率近年来不断下降，2017 年上半年已降至 6.09%，较 2013 年的 8.80% 有较大幅度下降。同时，公司负债结构不断优化，债务到期期限多为 3-5 年，到期期限在五年以上的债务占比为 26.90%，债务结构较为健康。

图 8: 公司债务结构健康，大多为 3-5 年债务



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 9 加权平均资金成本降至 6.09%



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

公司近年来盈利能力不断提升。2013 年，公司毛利率出现下降，此后不断提升，截止 2017 年中期已提升至 36.21%；ROE 在 2014 年触底后快速回升，2016 年底已升至 11.45%，体现出公司盈利能力上的持续提升。

#### 3.2. NAV 9.03 港元，目标价 4.51 港元，现价空间 30%

估值方面，从 NAV 的角度来看，公司的 NAV 为 9.03 港元，其中开发物业合计 317.9 亿港元，投资性物业合计 317.5 亿港元，NAV 为 356.9 亿港元，对应目前股价折让 61%。公司土地储备充足，地价较低，我们预期公司业绩将保持较平稳增速，我们用 NAV 估值法给予 50% 折让，对应价格为 4.51 港元。

表 6: 宝龙地产 NAV 9.03 港元

总资产估值 (百万港元)	2017
住宅	29,878
零售	1,912
办公楼	0
开发物业总计	31,790
酒店	3,180
出租零售	24,026
出租办公楼	4,542
投资物业总计	31,748
总资产估值	63,539
净负债	27,846
净资产	35,693

每股净资产 (港元)

9.0

数据来源: 国泰君安证券研究

从 PE 估值方法来看, 公司 2017-18 年 EPS 分别为 0.49 元和 0.63 元人民币, 同比增长 19.5% 和 28.6%, 目前对应 2017 年 PE 6.0 倍。我们挑选行业可比公司 (市值相似的企业) 可见, 行业平均 2017 年 PE 在 9.2 倍左右, 因此按照 PE 估值法给予公司 7.8xPE, 对应价格为 4.51 港元。

**表 7 宝龙地产估值 7 倍**

代码	公司	股价 (港元)	市值 (亿元)	EPS		PE	
				2017	2018	2017	2018
0119.HK	保利置业集团	4.3700	160	0.29	0.72	13.0	5.2
0016.HK	新鸿基地产	121.50	3,520	9.36	9.54	11.0	10.8
1972.HK	太古地产	25.65	1,501	2.46	1.77	8.9	12.3
0207.HK	大悦城地产	1.18	168	0.12	0.15	8.6	6.7
3383.HK	雅居乐集团	11.48	450	1.18	1.39	8.2	7.0
0817.HK	中国金茂	3.39	362	0.36	0.45	7.9	6.4
1030.HK	新城发展控股	4.37	247	0.49	0.64	7.6	5.8
0683.HK	嘉里建设	33.15	479	3.74	3.05	7.5	9.2
0004.HK	九龙仓集团	26.50	805	3.27	3.61	6.9	6.2
3377.HK	远洋集团	5.07	383	0.65	0.79	6.6	5.4
1813.HK	合景泰富	8.16	257	1.16	1.40	6.0	4.9
0017.HK	新世界发展	11.06	1,088	1.84	0.92	5.1	10.2
2777.HK	富力地产	16.58	534	3.13	3.03	4.5	4.6
<b>中位数</b>						<b>7.6</b>	<b>5.8</b>
<b>平均</b>						<b>7.8</b>	<b>7.3</b>

数据来源: Wind 一致预期 (股价提取日为 2017 年 12 月 10 日), 国泰君安证券研究

#### 4. 风险提示

房地产行业受到行业政策及区域市场情况影响较大, 公司房地产销售情况可能不及预期, 特别是环渤海三四线城市。另外, 公司商业广场推进及运营可能慢于计划, 对未来业绩形成压力。



损益表							现金流量表						
人民币百万	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	人民币百万	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,663	11,907	14,296	16,038	20,997	28,219	税前利润	1,371	2,071	2,465	1,947	2,481	3,296
营业成本	-6,880	-7,985	-9,517	-11,270	-14,779	-20,117	营运资本变动	-974	-368	-267	-6,622	1,339	-5,376
毛利	2,783	3,922	4,778	4,769	6,219	8,101	其他	-1,879	-1,471	-873	-2,102	-882	230
							经营性现金流合计	-1,482	233	1,324	-6,777	2,938	-1,850
销售及行政开支	-1,072	-1,221	-1,238	-1,389	-1,818	-2,443	投资物业	-2,285	-768	-2,389	-80	-82	-84
EBIT	1,591	2,551	3,553	3,380	4,401	5,658	其他	-1,221	-1,189	-2,577	4,080	228	670
利息成本	-31	-364	-679	-475	-523	-575	投资性现金流合计	-3,505	-1,958	-4,965	4,000	146	586
利息收入	0	0	0	0	0	0	自由现金流	-4,988	-1,725	-3,641	-2,777	3,084	-1,264
联营公司利润	0	0	0	0	0	0	每股自由现金流	-1.26	-0.44	-0.92	-0.70	0.78	-0.32
其他收入	599	1,661	1,834	0	0	0	权益融资	1,216	-150	279	0	0	0
税前利润	2,159	3,848	4,708	2,905	3,878	5,083	债权融资	2,112	3,320	6,647	3,003	3,303	3,633
所得税	-651	-1,513	-1,959	-918	-1,172	-1,575	其他	1,571	-151	48	-811	-472	-705
少数股东权益	-137	-264	-285	-39	-225	-212	融资性现金流合计	4,899	3,019	6,975	2,192	2,831	2,928
净利润	1,371	2,071	2,465	1,947	2,481	3,296	现金变动合计	-89	1,294	3,334	-585	5,915	1,665
核心净利润	1,058	1,207	1,609	1,947	2,481	3,296	期初现金	4,434	4,346	5,640	8,974	8,389	14,304
股权数	3,966	3,952	3,955	3,955	3,955	3,955	期末现金	4,346	5,640	8,974	8,389	14,304	15,968
核心EPS	0.27	0.31	0.41	0.49	0.63	0.83							
每股分红	0.06	0.08	0.14	0.18	0.22	0.30							

资产负债表							财务分析 (%)						
人民币百万	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
投资物业	24,382	28,370	34,353	34,434	34,516	34,600	毛利润率	29%	33%	33%	30%	30%	29%
其他固定资产	3,828	4,999	6,901	2,924	2,811	2,292	经营利润率	16%	21%	25%	21%	21%	20%
发展中物业	797	1,034	1,051	1,051	1,051	1,051	净利润率	11%	10%	11%	12%	12%	12%
非流动资产合计	29,006	34,403	42,305	38,409	38,378	37,943	营收增长率	33%	23%	20%	12%	31%	34%
短期发展中物业	14,521	13,682	10,358	13,592	11,208	4,040	EBIT增长率	22%	60%	39%	-5%	30%	29%
竣工待售物业	6,162	9,086	11,303	9,685	9,152	10,371	净利润增长率	6%	14%	33%	21%	27%	33%
应收账款	2,197	2,393	4,568	8,722	16,653	31,796	EPS增长率	7%	14%	33%	21%	27%	33%
现金	4,949	6,726	10,148	9,563	15,478	17,143	每股净资产	4.69	5.17	5.72	6.07	6.52	7.13
其他流动资产	318	373	445	445	445	445	利息覆盖倍数	1.96	2.17	2.41	2.00	3.00	6.80
总资产	57,154	66,662	79,128	80,416	91,314	101,738	净负债资本率	36%	37%	38%	42%	34%	34%
							净负债率(扣除限制现金)	66%	70%	77%	87%	71%	71%
流动负债合计	18,854	23,412	26,656	24,129	29,891	34,320	总资产周转率	18%	19%	20%	20%	24%	29%
长期负债	14,294	16,636	22,490	24,739	27,213	29,934	资产权益比	307%	326%	350%	335%	354%	361%
其他长期负债	81	171	0	0	0	0	ROA	2%	2%	2%	2%	3%	3%
递延所得税	3,315	3,685	4,042	4,432	4,861	5,330	ROE	6%	6%	7%	8%	10%	12%
长期负债	17,690	20,492	26,532	29,171	32,074	35,265	ROCE	3%	3%	3%	4%	4%	5%
少数股东权益	2,000	2,314	3,322	3,122	3,568	3,957							
股东权益	18,610	20,445	22,618	23,993	25,782	28,196							
总负债和权益合计	57,154	66,662	79,128	80,416	91,314	101,738							

## 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作为作出投资决策的唯一参考因素，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，需在允许的范围内使用，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
<b>1.投资建议的比较标准</b> 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
<b>2.投资建议的比较标准</b> 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

## 国泰君安证券研究所

	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:	gtjaresearch@gtjas.com		