

## 房地产

2017年04月05日

## 招商蛇口 (001979)

——业绩高增长，坚定看好公司转型城市运营商

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

| 市场数据： 2017年03月31日 |                    |
|-------------------|--------------------|
| 收盘价(元)            | 17.6               |
| 一年内最高/最低(元)       | 20.45/13.5         |
| 市净率               | 2.5                |
| 息率(分红/股价)         | -                  |
| 流通A股市值(百万元)       | 33430              |
| 上证指数/深证成指         | 3222.51 / 10428.72 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

## 所致

| 基础数据： 2016年12月31日 |           |
|-------------------|-----------|
| 每股净资产(元)          | 7.14      |
| 资产负债率%            | 68.96     |
| 总股本/流通A股(百万)      | 7904/1899 |
| 流通B股/H股(百万)       | -/-       |

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《策略思维看房地产行业——再论“驱动力信号验证”策略体系报告之四 (PPT)》  
2017/03/23

《招商蛇口(001979)深度：低估值高增长，资产荒下的优选配置标的》 2016/12/08

## 证券分析师

王胜 A0230511060001  
wangsheng@swsresearch.com

## 联系人

曹一凡  
(8621)23297818×7222  
caoyf@swsresearch.com

感谢龚正欢对本文做出的贡献



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

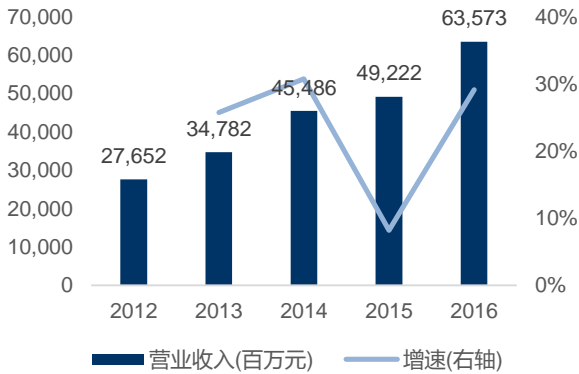
- **公司2016年业绩超出预期，营收净利润均实现高增长。**公司2016年实现营业收入635.7亿元，同比增长29%；归母净利润为95.8亿元，同比增长98%（相较于2015年备考利润，归母净利润增速为39%）。少数股东损益占比降至21.4%，归母净利润率提升至15.1%。
- **去年公司销售额达到739亿元，2017年将冲击1000亿元。**2016年公司实现签约销售面积471万平方米，销售均价1.57万元/平米，预计来年销售增速将超过35%。公司将致力于全国化布局，抓住东北的去库存窗口期、着力强化华中重点销售城市、深化华东均衡布局，同时加速华南粤港澳的建设，围绕城市圈的发展紧盯市场动态决策。
- **项目获取进度加速，合作拿地比例升至50%。**公司于2016年获取土地总地价905亿元，土地购置面积702万平方米，对应权益面积431万平方米。目前公司拥有土地储备约2300万方左右（包括前海土地），其中深圳占比约为35%，一二线城市占比约为88%。未来公司将继续加强合作拿地模式，同时增加收购项目，积极开拓项目获取渠道。
- **加强成本控制保持盈利能力，融资成本领先行业平均水平。**2016年公司整体销售毛利率为35%，盈利能力较强。其中社区开发运营毛利率为22%，园区开发毛利率为45%（主要由深圳贡献）。公司2016年综合资金成本4.5%，同比下降0.4个pc，长短期负债比例为89:11，直接间接融资比例为49:51，资金优势得到进一步扩大。
- **坚定推进“前港-中区-后城”战略转型，配套激励制度紧跟其后。**公司致力于邮轮母港的建设，推动业务转型，目前在深圳、厦门、青岛、上海等地皆有所布局；同时公司通过港口运营带动物流等中区产业的发展，目前已在广州、重庆、青岛、镇江等地复制蛇口模式，推广特色产业园区；港口园区周边的配套住宅销售将受益于人流量提升而增强获利能力，同时起到回笼资金为港口园区的建设不断供血的效果。此外公司实施了股权激励计划，其行权条件要求必须满足相关业绩条件以及股价达到23.34元，为投资者提供了较高的安全保障。具体项目方面去年公司试验了虚拟跟投制度，今年将推出实际跟投制度，以此提高项目收益水平。
- **2016年公司取得多个重大进展，助力长远发展。**1) 前海土地确权取得实质性进展，公司与前海政府组建50:50的合资公司，共同开发2.9平方公里的土地；2) 与华侨城联合竞得深圳国际会展中心项目，再收一“港”；3) 太子湾邮轮中心于年底正式投入运营。
- **维持增持评级，上调盈利预测。**由于公司2016年业绩表现出色，项目获取与销售进度高于预期，同时我们认为公司推动“前港-中区-后城”的战略转型态度十分坚定，看好管理层激励制度的实施，因此给与增持评级，上调盈利预测。我们预计公司2017-19年归母净利润为110.0/124.6/140.8亿元，同比增速15%/13%/13%，对应EPS为1.39/1.58/1.78元。（原预计2017-18年归母净利润为103.2/110.9亿元，同比增速8%/7%，对应EPS1.31/1.40元。）

## 财务数据及盈利预测

|           | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E   |
|-----------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入(百万元) | 49,222 | 63,573 | 71,445 | 89,256 | 100,157 |
| 同比增长率(%)  | 8.21   | 29.15  | 12.38  | 24.93  | 12.21   |
| 净利润(百万元)  | 4,850  | 9,581  | 10,996 | 12,464 | 14,080  |
| 同比增长率(%)  | 51.36  | 97.54  | 14.76  | 13.35  | 12.97   |
| 每股收益(元/股) | 0.61   | 1.21   | 1.39   | 1.58   | 1.78    |
| 毛利率(%)    | 37.7   | 34.5   | 35.0   | 34.3   | 38.5    |
| ROE(%)    | 10.4   | 17.0   | 17.3   | 17.0   | 16.8    |
| 市盈率       | 29     | 15     | 13     | 11     | 10      |

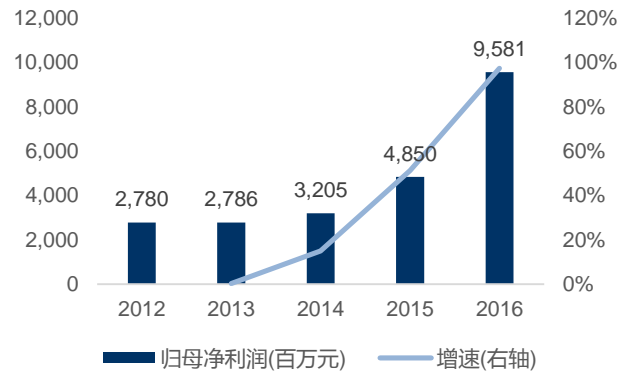
## 附表

图 1: 2016 年公司营业收入 636 亿元, 同比增长 29%



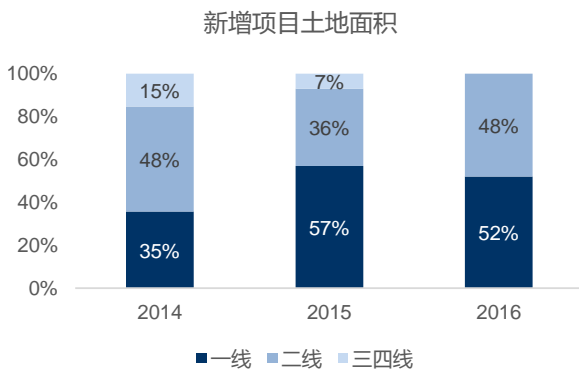
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 2: 2016 年公司归母净利润 95.8 亿元, 同比增长 98%



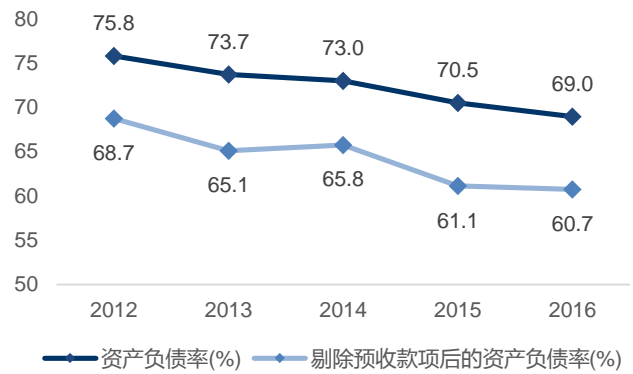
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 3: 公司投资中心逐渐回归一二线



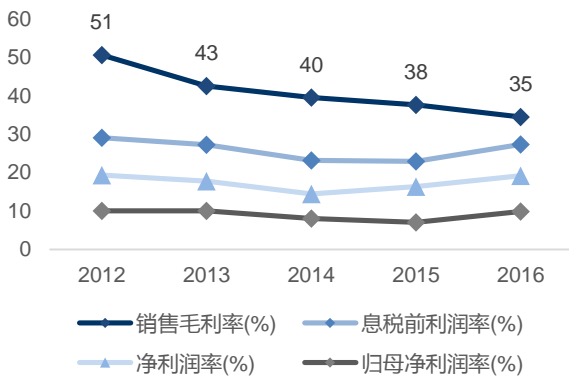
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 4: 2016 年真实资产负债率为 60.7%, 同比降低 0.4 个百分点



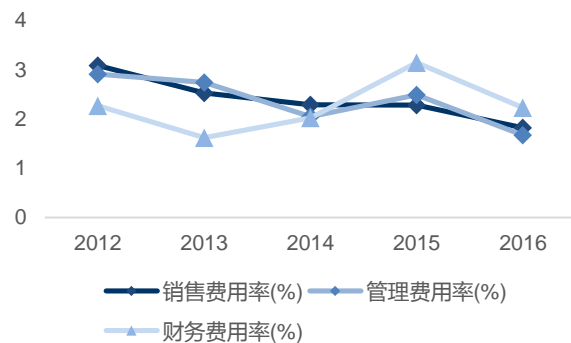
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 5: 2016 年公司销售毛利率为 34.5%, 同比下降 2.2 个百分点



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 6: 2016 年公司财务费用率为 2.2%, 同比下降 0.9 个百分点, 三费率为 5.7%, 同比下降 2.2 个百分点



资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 1: RNAV 值排名前 20 的项目列表

| 项目名称     | 开工时间 | 竣工时间 | 城市 | 等级 | 物业类型 | 占地面积(万平方米) | 总建筑面积(万平方米) | 持股比例 | 总成本(元) | 预计售价(元) | 预计毛利 | RNAV(亿元) |
|----------|------|------|----|----|------|------------|-------------|------|--------|---------|------|----------|
| 其他土地储备   | -    | -    | -  | -  | -    | -          | 1651        | 71%  | 13,841 | 21,413  | 35%  | 293.6    |
| 前海土地     | -    | -    | 深圳 | 一线 | -    | 228.3      | 525         | 50%  | 20,000 | 51,500  | 61%  | 263.8    |
| 深圳会展中心地  |      |      |    |    |      |            |             |      |        |         |      |          |
| 块        | 2017 | 2024 | 深圳 | 一线 | 商业   | 52.8       | 154         | 50%  | 14,588 | 42,836  | 66%  | 68.2     |
| 太子湾土地    | 2020 | 2020 | 深圳 | 一线 | -    | 45.8       | 105         | 50%  | 20,000 | 51,500  | 61%  | 52.9     |
| 蛇口土地     | 2020 | 2020 | 深圳 | 一线 | -    | 30.4       | 70          | 50%  | 20,000 | 51,500  | 61%  | 35.2     |
| 深圳蛇口双玺花  |      |      |    |    |      |            |             |      |        |         |      |          |
| 园一、二期    | 2013 | 2016 | 深圳 | 一线 | 住宅   | 7.7        | 16          | 100% | 50,000 | 123,600 | 60%  | 31.1     |
| 深圳前海自由贸  |      |      |    |    |      |            |             |      |        |         |      |          |
| 易中心一期    | 2016 | 2018 | 深圳 | 一线 | 综合   | 6.4        | 25          | 92%  | 55,000 | 103,000 | 47%  | 29.6     |
| 深圳蛇口双玺花  |      |      |    |    |      |            |             |      |        |         |      |          |
| 园三期      | 2014 | 2019 | 深圳 | 一线 | 住宅   | 4.3        | 13          | 100% | 50,000 | 123,600 | 60%  | 29.3     |
| 深圳招商开元中  |      |      |    |    |      |            |             |      |        |         |      |          |
| 心        | 2016 | 2020 | 深圳 | 一线 | 商业   | 4.6        | 38          | 70%  | 14,588 | 42,836  | 66%  | 23.6     |
| 厦门邮轮母港   | 2016 | 2121 | 厦门 | 二线 | 综合   | 16.3       | 80          | 60%  | 12,728 | 24,451  | 48%  | 17.5     |
| 深圳招商东岸   | 2016 | 2020 | 深圳 | 一线 | 住宅   | 6.0        | 26          | 70%  | 14,588 | 42,836  | 66%  | 16.2     |
| 深圳坪山花园城  | 2013 | 2017 | 深圳 | 一线 | 住宅   | 16.0       | 38          | 70%  | 50,000 | 123,600 | 60%  | 13.9     |
| 珠海斗门虹桥五  | 规划   | 规划   |    |    |      |            |             |      |        |         |      |          |
| 路地块      | 中    | 中    | 珠海 | 三线 | 综合   | 10.6       | 24          | 100% | 5,667  | 15,625  | 64%  | 7.7      |
| 成都市依云上城  | 2014 | 2017 | 成都 | 二线 | 住宅   | 11.5       | 69          | 100% | 5,500  | 8,886   | 38%  | 7.3      |
| 上海花园城    | 2015 | 2019 | 上海 | 一线 | 住宅   | 9.1        | 23          | 51%  | 20,518 | 38,813  | 47%  | 6.4      |
| 蛇口桃花源 E  |      |      |    |    |      |            |             |      |        |         |      |          |
| 区        | 2012 | 2015 | 深圳 | 一线 | 公寓   | 3.0        | 7           | 100% | 14,588 | 42,836  | 66%  | 6.2      |
| 尾盘       | 2015 | 2016 | -  | 二线 | 0    | 0.0        | 80          | 71%  | 10,077 | 15,252  | 34%  | 5.8      |
| 毕节招商花园城  | 2012 | 2017 | 毕节 | 其他 | 住宅   | 20.5       | 72          | 100% | 2,478  | 6,571   | 62%  | 5.7      |
| 武汉招商公园   |      |      |    |    |      |            |             |      |        |         |      |          |
| 1872     | 2012 | 2019 | 武汉 | 二线 | 住宅   | 52.0       | 109         | 100% | 7,624  | 10,300  | 26%  | 5.3      |
| 上海祝桥 G10 |      | 规划   |    |    |      |            |             |      |        |         |      |          |
| 地块*      | 2017 | 中    | 上海 | 一线 | 综合   | 14.0       | 27          | 33%  | 20,518 | 38,813  | 47%  | 4.9      |
| .....    |      |      |    |    |      |            |             |      |        |         |      |          |
| 合计       |      |      |    |    |      |            |             |      |        |         |      | 934.0    |

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

备注:

1. 其他土地储备指不包括深圳土储在内的土地储备
2. 上表中主要为可售项目货值, 不包括出租性物业的估值。
3. 据我们另外测算, 公司出租性物业的估值大约为 51.7 亿元, 前海土地增值收益 270 亿。公司 RNAV 估值合计为 1771 亿元, 每股重估净资产值为 22.4 元。

**表 2: 公司 2016 年销售面积 471 万方, 同比增长 36%; 销售金额 739 亿元, 同比增长 28%; 销售均价 1.57 万元/平米, 同比增长-5%**

|             | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 销售面积(万平方米)  | 274   | 364   | 347   | 471   |
| YoY         |       | 33%   | -5%   | 36%   |
| 销售金额(亿元)    | 432   | 510   | 576   | 739   |
| YoY         |       | 18%   | 13%   | 28%   |
| 销售均价(元/平方米) | 15766 | 14014 | 16572 | 15690 |
| YoY         |       | -11%  | 18%   | -5%   |
| 结算面积(万平方米)  | 206   | 282   | 308   | 429   |
| YoY         |       | 37%   | 9%    | 39%   |
| 结算金额(亿元)    | 302   | 406   | 442   | 634   |
| YoY         |       | 34%   | 9%    | 43%   |
| 结算均价(元/平方米) | 14679 | 14403 | 14376 | 14779 |
| YoY         |       | -2%   | 0%    | 3%    |

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

## 利润表

| 百万元, 百万股          | 2014A  | 2015A  | 2016A  | 2017E  | 2018E  | 2019E   |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入              | 45,486 | 49,222 | 63,573 | 71,445 | 89,256 | 100,157 |
| 营业收入同比增长率 (yoy)   | 31%    | 8%     | 29%    | 12%    | 25%    | 12%     |
| 减: 营业成本           | 27,492 | 30,677 | 41,617 | 46,404 | 58,624 | 61,634  |
| 毛利率(%)            | 40%    | 38%    | 35%    | 35%    | 34%    | 38%     |
| 减: 营业税金及附加        | 921    | 1,549  | 1,418  | 1,744  | 1,827  | 1,826   |
| 主营业务利润            | 17,073 | 16,997 | 20,538 | 23,297 | 28,805 | 36,697  |
| 主营业务利润率(%)        | 38%    | 35%    | 32%    | 33%    | 32%    | 37%     |
| 减: 销售费用           | 1,043  | 1,124  | 1,160  | 1,524  | 1,857  | 2,016   |
| 减: 管理费用           | 932    | 1,227  | 1,066  | 1,481  | 1,857  | 1,947   |
| 减: 财务费用           | 921    | 1,549  | 1,418  | 1,744  | 1,827  | 1,826   |
| 经营性利润             | 14,177 | 13,097 | 16,894 | 18,547 | 23,263 | 30,908  |
| 经营性利润率(%)         | 31%    | 27%    | 27%    | 26%    | 26%    | 31%     |
| 减: 资产减值损失         | 572    | 7      | -51    | -701   | 4      | 3       |
| 加: 公允价值变动收益       | 0      | 7      | -57    | -17    | -22    | -32     |
| 加: 投资收益           | 834    | 585    | 4,203  | 3,651  | 3,902  | 2,647   |
| 营业利润              | 9,650  | 10,027 | 16,338 | 16,809 | 19,677 | 24,977  |
| 加: 营业外净收入         | 45     | 383    | 142    | 190    | 238    | 190     |
| 利润总额              | 9,695  | 10,410 | 16,480 | 16,999 | 19,915 | 25,167  |
| 减: 所得税            | 3,110  | 2,364  | 4,293  | 4,187  | 4,825  | 7,242   |
| 净利润               | 6,586  | 8,047  | 12,187 | 12,811 | 15,090 | 17,925  |
| 少数股东损益            | 3,381  | 3,196  | 2,605  | 1,815  | 2,626  | 3,845   |
| 归属于母公司所有者的净利润     | 3,205  | 4,850  | 9,581  | 10,996 | 12,464 | 14,080  |
| 每股收益 (元)          | 0.41   | 0.61   | 1.21   | 1.39   | 1.58   | 1.78    |
| 归属于母公司所有者的净利润率(%) | 7%     | 10%    | 15%    | 15%    | 14%    | 14%     |

资料来源: 申万宏源研究

## 资产负债表

| 百万元       | 2015A   | 2016A   | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 流动资产      | 186,573 | 210,952 | 237,099 | 287,822 | 318,235 |
| 现金及等价物    | 40,644  | 45,603  | 72,052  | 83,883  | 106,024 |
| 应收款项      | 18,600  | 45,263  | 31,014  | 35,435  | 35,442  |
| 存货净额      | 121,380 | 114,187 | 128,900 | 162,844 | 171,205 |
| 其他流动资产    | 5,948   | 5,900   | 5,133   | 5,660   | 5,564   |
| 长期投资      | 2,192   | 3,050   | 3,483   | 2,908   | 3,147   |
| 固定资产      | 3,070   | 2,996   | 3,500   | 4,200   | 5,135   |
| 无形资产及其他资产 | 19,064  | 33,733  | 35,070  | 36,790  | 38,743  |
| 资产总计      | 210,899 | 250,732 | 279,152 | 331,721 | 365,260 |
| 流动负债      | 102,894 | 120,788 | 135,466 | 162,804 | 171,241 |
| 短期借款      | 8,082   | 13,528  | 15,316  | 15,831  | 22,047  |
| 应付款项      | 72,851  | 76,279  | 96,158  | 121,328 | 122,321 |
| 其它流动负债    | 4,486   | 5,224   | 4,526   | 4,745   | 4,832   |
| 非流动负债     | 45,842  | 52,118  | 56,770  | 69,902  | 80,562  |
| 负债合计      | 148,736 | 172,906 | 192,235 | 232,706 | 251,803 |
| 股本        | 7,904   | 7,904   | 7,904   | 7,904   | 7,904   |
| 资本公积      | 17,671  | 19,754  | 19,986  | 20,293  | 20,550  |
| 盈余公积      | 1,695   | 2,333   | 2,678   | 3,200   | 3,856   |
| 未分配利润     | 18,574  | 25,463  | 32,162  | 40,805  | 50,490  |
| 少数股东权益    | 15,535  | 21,395  | 23,210  | 25,836  | 29,681  |
| 股东权益      | 62,163  | 77,826  | 86,917  | 99,015  | 113,458 |
| 负债和股东权益合计 | 210,899 | 250,732 | 279,153 | 331,721 | 365,261 |

资料来源：申万宏源研究

## 合并现金流量表

| 百万元      | 2015A   | 2016A    | 2017E   | 2018E    | 2019E   |
|----------|---------|----------|---------|----------|---------|
| 净利润      | 8,047   | 12,187   | 12,811  | 15,090   | 17,925  |
| 加：折旧摊销减值 | 700     | 748      | 1,107   | 1,785    | 1,878   |
| 财务费用     | 1,255   | 1,740    | 1,744   | 1,827    | 1,826   |
| 非经营损失    | (615)   | (4,274)  | (3,542) | (3,899)  | (2,633) |
| 营运资本变动   | (7,282) | (23,109) | 19,916  | (13,120) | (7,361) |
| 其它       | 0       | 0        | (5,946) | 1,412    | 1,579   |
| 经营活动现金流  | 2,084   | (12,715) | 26,092  | 3,095    | 13,214  |
| 资本开支     | 1,483   | 1,304    | 3,641   | 4,170    | 4,788   |
| 其它投资现金流  | 1,266   | (821)    | 3,130   | 4,512    | 2,362   |
| 投资活动现金流  | (2,043) | 5,483    | (511)   | 342      | (2,426) |
| 吸收投资     | 12,465  | 5,918    | 0       | 0        | 0       |
| 负债净变化    | (1,465) | 11,993   | 3,290   | 584      | 992     |
| 支付股利、利息  | 4,904   | 5,773    | 5,622   | 5,190    | 5,548   |
| 其它融资现金流  | 3,437   | (382)    | 3,200   | 13,000   | 15,910  |
| 融资活动现金流  | 14,273  | 11,756   | 869     | 8,394    | 11,354  |
| 净现金流     | 14,514  | 4,952    | 26,449  | 11,830   | 22,142  |

资料来源：申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|    |     |              |             |                                                                      |
|----|-----|--------------|-------------|----------------------------------------------------------------------|
| 上海 | 陈陶  | 021-23297221 | 18930809221 | <a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a> |
| 北京 | 李丹  | 010-66500610 | 18930809610 | <a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>     |
| 深圳 | 胡洁云 | 021-23297247 | 13916685683 | <a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>       |
| 海外 | 张思然 | 021-23297213 | 13636343555 | <a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a> |
| 综合 | 朱芳  | 021-23297233 | 18930809233 | <a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a> |

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                        |
|-------------------|------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现 20% 以上；      |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现 5%~20%；      |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。       |

#### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。