



| | | |
|--------|-----------|-----------|
| 股票代码 | 000002.SZ | 200002.SZ |
| 评级 | 买入 | 买入 |
| 收盘价 | 人民币 8.35 | 港币 9.51 |
| 目标价 | 10.54 | 12.40 |
| 上/下浮比例 | 26% | 30% |
| 目标价格基础 | NAV 折价 | NAV 折价 |
| 板块评级 | 中立 | 中立 |

万科

业绩稳定增长，受益集中度的提升

万科2011年实现营业收入717.8亿元，同比增长42%，净利润96.2亿元，同比增长32%；每股收益0.88元。万科对大市的清晰判断、稳健的财务政策、良好的战略纵深、在小户型和精装修等产品战略上的先行布局，是符合行业调控大方向的住宅开发商，也是本次调控中的最大受益者。2012年，我们继续看好公司在调整中优于市场的表现，重申买入评级，维持目标价10.54元。

股价表现 — A股



| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|-------------|------|-----|-----|------|
| 绝对 | 14 | 6 | 14 | 0 |
| 相对新华富时A50指数 | 2 | 5 | 8 | 14 |

| | |
|-------------------|--------|
| 发行股数(百万) | 10,995 |
| 流通股(%) | 88 |
| 流通股市值(人民币 百万) | 80,649 |
| 12年末每股评估净资产值(人民币) | 14.21 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 500 |
| 12年末净负债比率(%) | 23 |
| 主要股东(%) | |
| 华润股份有限公司 | 15 |

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2012年3月12日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

地产

周路*

(8621) 2032 8519

lu.zhou@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300511100001

* 袁蒙为本报告重要贡献者

支撑评级的要点

- 2011年，万科实现营业收入717.8亿元，同比增长42%，净利润96.2亿元，同比增长32%；每股收益0.88元。2010年房地产结算净利率15.01%，仍维持较高水平。
- 2011年，公司全年实现销售面积1,075.3万平方米，销售金额1,215.4亿元，分别比2010年增长19.8%和12.4%。公司在全国商品房市场的占有率为2.06%。
- 2011年末，已售未结算金额锁定了我们对2012年销售预测收入的100%和2013年的26%，这是公司历年最高业绩锁定率。考虑到今年前两月已完成190.5亿元销售额后，2013年预测收入的42%已被锁定。
- 2010年，公司的剔除预收账款后的资产负债率为39.6%，相比2010年底的40.2%有所降低；公司的净负债率为23.8%。总体财务状况良好。
- 2011年末，公司权益土地储备为3,547万平方米，可满足未来两到三年的开发需求；公司累计已进入了54个城市市场。广泛的区域布局使得公司拥有了层次丰富的战略纵深，在市场腾挪间获得营销的主动性。

评级面临的主要风险

- 调控政策进一步收紧；房地产市场基本面下行态势较预期更为恶化。

估值

- 万科拥有对大市的清晰判断、稳健的财务政策、良好的战略纵深、在小户型和精装修等产品战略上的先行布局，是符合行业调控大方向的住宅开发商，也是本次调控中的最大受益者，我们重申对公司的**买入**评级，维持A股目标价10.54元人民币，相当于25.8%的2012年NAV折价及9.1倍2012年市盈率，同时维持B股目标价12.40港币。

投资摘要 — A股

| 年结日: 12月31日 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 销售收入(人民币 百万) | 50,714 | 71,783 | 94,441 | 114,334 | 135,623 |
| 变动(%) | 4 | 42 | 32 | 21 | 19 |
| 净利润(人民币 百万) | 7,283 | 9,625 | 12,670 | 15,955 | 20,010 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.662 | 0.875 | 1.152 | 1.451 | 1.820 |
| 变动(%) | 36.7 | 32.2 | 31.6 | 25.9 | 25.4 |
| 先前预测每股收益(人民币) | | | 1.133 | 1.304 | |
| 调整幅度(%) | | | 1.7 | 11.3 | |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 12.6 | 9.5 | 7.2 | 5.8 | 4.6 |
| 每股现金流量(人民币) | 0.16 | 0.96 | 0.26 | 0.14 | 0.51 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 51.9 | 8.7 | 32.3 | 58.6 | 16.5 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 10.0 | 7.8 | 6.2 | 5.2 | 4.2 |
| 每股股息(人民币) | 0.100 | 0.130 | 0.171 | 0.215 | 0.270 |
| 股息率(%) | 1.2 | 1.6 | 2.0 | 2.6 | 3.2 |

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现—B股


| (%) | 今年 | 1 | 3 | 12 |
|------------|-----|-----|-----|------|
| | 至今 | 个月 | 个月 | 个月 |
| 绝对 | 10 | 0 | (0) | (37) |
| 相对恒生中国企业指数 | (6) | (2) | (9) | 13 |

| | |
|------------------|--------|
| 发行股数(百万) | 10,995 |
| 流通股(%) | 12 |
| 流通股市值(港币 百万) | 10,167 |
| 3个月日均交易额(港币 百万) | 150 |
| 净负债比率(%) (2012E) | 23 |

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2012年3月12日收市价为标准

投资摘要—B股

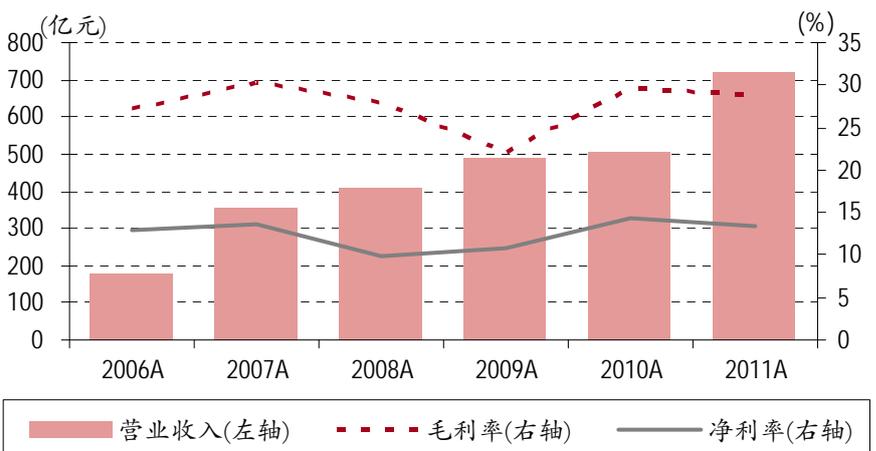
| 年结日: 12月31日 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 销售收入(人民币 百万) | 50,714 | 71,783 | 94,441 | 114,334 | 135,623 |
| 变动(%) | 4 | 42 | 32 | 21 | 19 |
| 净利润(人民币 百万) | 7,283 | 9,625 | 12,670 | 15,955 | 20,010 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.662 | 0.875 | 1.152 | 1.451 | 1.820 |
| 变动(%) | 36.7 | 32.2 | 31.6 | 25.9 | 25.4 |
| 先前预测每股收益(人民币) | | | 1.133 | 1.304 | |
| 调整幅度(%) | | | 1.7 | 11.3 | |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 11.7 | 8.9 | 6.7 | 5.3 | 4.3 |
| 每股现金流量(人民币) | 0.16 | 0.96 | 0.26 | 0.14 | 0.51 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 48.2 | 8.1 | 30.0 | 54.4 | 15.3 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 10.0 | 7.8 | 6.2 | 5.2 | 4.2 |
| 每股股息(人民币) | 0.100 | 0.130 | 0.173 | 0.232 | 0.282 |
| 股息率(%) | 1.3 | 1.7 | 2.2 | 2.8 | 3.5 |

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

业绩大幅增长，利润率仍维持较高水平

2011年，万科实现营业收入717.8亿元，同比增长42%，净利润96.2亿元，同比增长32%；每股收益0.88元。2010年房地产结算毛利率和净利率分别达到28.79%和15.01%，比去年全年分别下降0.96和0.51个百分点。年度分红预案为每10股派送人民币1.3元现金股息，继续保持了15%左右的派息率。

由于房地产行业的结算相对于销售存在一定的滞后性，也由于公司优秀的成本控制和费用管理能力，公司2011年的结算利润率仍维持较高水平。但2011年下半年后，随着市场景气度的下滑，企业打折促销行为增加，住宅销售的毛利率亦不可避免的受到影响。随着市场调整的进行，销售的困难程度增加，2011年公司营销费用和管理费用占销售金额的比重均为2.4%，分别较比2010年上涨0.7和0.4个百分点。预计未来一段时期，公司的结算毛利率和净利率相对于2011年将有所下降。

图表 2. 营业收入和利润率走势


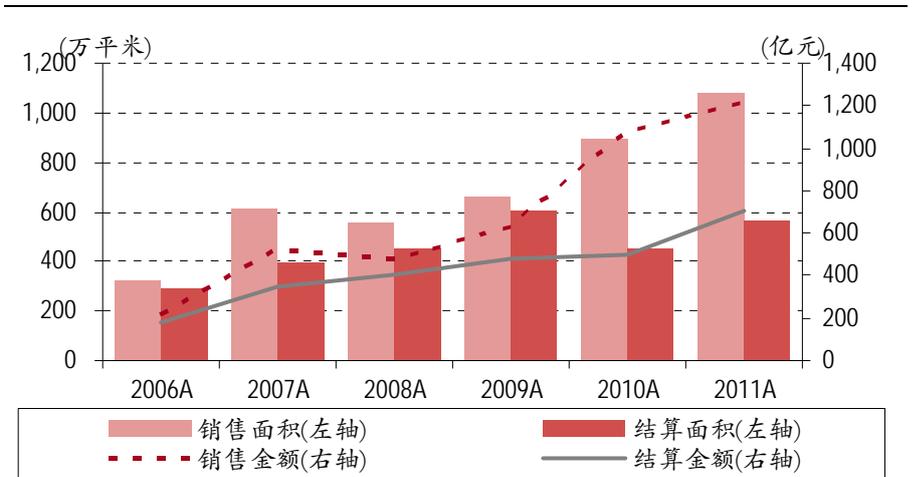
资料来源：公司数据和中银国际研究

销售表现强劲，预售锁定表现好

2011年，公司全年实现销售面积1,075.3万平方米，销售金额1,215.4亿元，分别比2010年增长19.8%和12.4%。2011年公司在全国商品房市场的占有率为2.06%，与2010年持平。深圳、东莞、佛山、天津、沈阳、长春、鞍山、青岛、镇江、无锡、武汉等11个城市排名第一，上海、成都、苏州、烟台、唐山等城市排名第二，行业领先地位毋庸置疑。并且，在房地产行业深度调控的当前，万科作为行业龙头也必将受益行业集中度的提升，进一步扩大销售版图。

2011年公司结算面积562.4万平方米，结算收入706.5亿元，分别比2010年上涨24.4%和增长41.2%。近年来由于公司装修房比例上升，导致建设周期延长，使得结算增速低于销售增速。

图表 3. 历年销售面积和结算面积



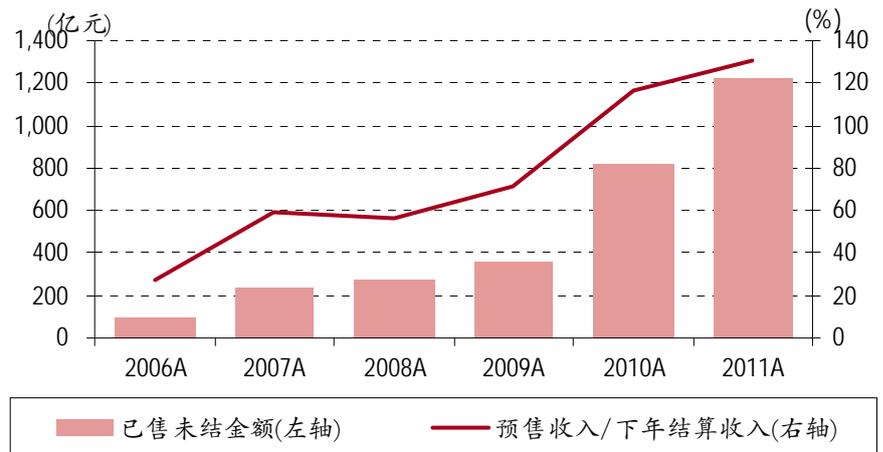
资料来源：公司数据和中银国际研究

图表 4. 历年销售均价和结算均价



资料来源：公司数据和中银国际研究

2011年末，公司合并报表范围内已售未结面积1,085万平方米，已售未结算金额1,222亿元，其所对应的预收款项为1,111亿元，在途比例为9%，回款比较稳定。已售未结算金额锁定了我们对2012年销售预测收入的100%和2013年的26%，这是公司历年最高业绩锁定率，将为2012年的增长提供了良好保障。考虑到今年前2个月已完成190.5亿元销售额后，2013年预测收入的42%已被锁定。

图表 5. 历年已售未结和预售锁定情况


资料来源：公司数据和中银国际研究

12 年可结资源充裕，产品定位适销对路

2011 年，万科继续秉持快速开发、快速销售的经营策略，项目经营效率进一步提高，公司全年实现新开工面积 1,448 万平方米，相比年初计划的 1,329 万平方米增长 9%；因为装修房比例提高、用工紧张、施工受扰等因素，公司部分项目的竣工受到影响，全年公司实际实现竣工面积 659 万平方米，比年初计划的 729 万平方米减少 9.6%。

2012 年，公司计划新开工 1,328 万平米，与 11 年持平，显示今年对于大市的研判依旧较为谨慎；计划竣工 890 万平米，较 11 年增长 35%，由于竣工项目可进入结算，今年公司可结算资源大幅增加，成为优秀业绩的保障。

此外，万科的产品结构依然延续了以中小户型普通商品房为主的特征，所销售的住宅中，144 平方米以下户型占比达到 88%。公司坚持产品主流定位、面向自住购房者、合理定价、全面精装修的策略使得公司将受益于目前政府一再强调的支持首套刚需的政策，从而取得超越同行业的销售业绩。

财务状况良好，土地储备丰富

2011 年末，公司持有货币资金 342.4 亿元，远高于短期借款和一年内到期长期借款合计 235.7 亿元，鉴于未来一段时期行业的资金环境依然不容乐观，公司表示将坚持“现金为王”的策略，确保经营的安全性和稳健性；由于预收账款的大幅增长，公司的资产负债率相比 2010 年同期的 74.7% 有所上升至 77.1%，但剔除预收账款后的资产负债率仅为 39.6%，相比 2010 年底的 40.2% 有所降低；有息负债占全部负债的比例仅为 22.1%，且有息负债中长期有息负债的比例为 53.2%，债务结构较为健康；净负债率为 23.8%，继续保持在行业较低的水平。总体而言，公司坚持稳健经营，财务状况良好。

2011年，公司新增加项目52个，新进入芜湖、秦皇岛、太原、晋中等城市。新增权益规划建筑面积约416万平方米，须支付地价113亿元，楼面地价约2,707元/平方米。此外，公司还参与城市更新改造类项目6个，根据当前规划条件，相关项目按万科权益计算的占地面积约69万平方米，预计平均楼面综合改造成本和地价约2,010元/平方米，总投资约14亿元。截至2011年末，公司规划中项目按万科权益计算的建筑面积合计3,547万平方米，基本可满足未来两到三年的开发需求。2011年末，公司累计已进入了54个城市市场。广泛的区域布局，使得公司拥有了层次丰富的战略纵深，在市场腾挪间获得营销的主动性。

重申买入评级

鉴于公司的良好销售表现，我们略微上调了公司2012-13年的盈利预测1.7%、11.3%至1.15和1.45元，公司在2011-13年仍有约29%左右的复合增长率。另外，公司2012年末每股NAV为14.21元。

万科拥有对大市的清晰判断、稳健的财务政策、良好的战略纵深、在小户型和精装修等产品战略上的先行布局，是符合行业调控大方向的住宅开发商，也是本次调控中的最大受益者，我们重申对公司的**买入**评级，维持A股目标价10.54元，相当于25.8%的2012年NAV折价及9.1倍2012年市盈率，同时维持B股目标价12.40港元。

损益表 - A股及B股 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 销售收入 | 50,714 | 71,783 | 94,441 | 114,334 | 135,623 |
| 销售成本 | (35,698) | (51,007) | (67,256) | (80,248) | (93,029) |
| 经营费用 | (3,809) | (4,998) | (6,586) | (7,964) | (9,381) |
| 息税折旧前利润 | 11,208 | 15,778 | 20,598 | 26,122 | 33,214 |
| 折旧及摊销 | (117) | (137) | (169) | (215) | (321) |
| 经营利润(息税前利润) | 11,091 | 15,641 | 20,429 | 25,907 | 32,893 |
| 净利息收入/(费用) | (504) | (510) | (264) | (337) | (423) |
| 其他收益/(损失) | 1,354 | 675 | 100 | 100 | 100 |
| 税前利润 | 11,941 | 15,806 | 20,265 | 25,671 | 32,569 |
| 所得税 | (3,101) | (4,206) | (5,066) | (6,418) | (8,142) |
| 少数股东权益 | (1,556) | (1,975) | (2,529) | (3,298) | (4,417) |
| 净利润 | 7,283 | 9,625 | 12,670 | 15,955 | 20,010 |
| 核心净利润 | 7,283 | 9,625 | 12,670 | 15,955 | 20,010 |
| 每股收益(人民币) | 0.662 | 0.875 | 1.152 | 1.451 | 1.820 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.662 | 0.875 | 1.152 | 1.451 | 1.820 |
| 每股股息(人民币) | 0.100 | 0.130 | 0.171 | 0.215 | 0.270 |
| 收入增长(%) | 4 | 42 | 32 | 21 | 19 |
| 息税前利润增长(%) | 42 | 41 | 31 | 27 | 27 |
| 息税折旧前利润增长(%) | 42 | 41 | 31 | 27 | 27 |
| 每股收益增长(%) | 37 | 32 | 32 | 26 | 25 |
| 核心每股收益增长(%) | 37 | 32 | 32 | 26 | 25 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 - A股及B股 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 税前利润 | 11,941 | 15,806 | 20,265 | 25,671 | 32,569 |
| 折旧与摊销 | 117 | 137 | 169 | 215 | 321 |
| 净利息费用 | 504 | 510 | 264 | 337 | 423 |
| 运营资本变动 | (5,981) | (416) | (15,426) | (20,944) | (22,113) |
| 税金 | (3,504) | (4,846) | (5,531) | (6,976) | (8,812) |
| 其他经营现金流 | (1,308) | (635) | 3,099 | 3,266 | 3,179 |
| 经营活动产生的现金流 | 1,769 | 10,556 | 2,840 | 1,568 | 5,568 |
| 购买固定资产净值 | (262) | (262) | (1,595) | (1,701) | (1,816) |
| 投资减少/增加 | (3,248) | (5,062) | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 1,318 | (329) | 100 | 100 | 100 |
| 投资活动产生的现金流 | (2,192) | (5,653) | (1,495) | (1,601) | (1,716) |
| 净增权益 | 1,979 | 3,905 | 0 | 0 | 0 |
| 净增债务 | 15,470 | 2,997 | 7,458 | 0 | 0 |
| 支付股息 | (770) | (1,100) | (1,429) | (1,882) | (2,369) |
| 其他融资现金流 | (3,270) | (5,599) | (3,464) | (3,702) | (3,702) |
| 融资活动产生的现金流 | 13,410 | 204 | 2,565 | (5,584) | (6,072) |
| 现金变动 | 12,987 | 5,107 | 3,910 | (5,617) | (2,220) |
| 期初现金 | 24,806 | 29,159 | 35,344 | 40,470 | 36,190 |
| 公司自由现金流 | (423) | 4,903 | 1,345 | (33) | 3,852 |
| 权益自由现金流 | 11,777 | 2,302 | 5,339 | (3,736) | 149 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 - A股及B股 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 现金及现金等价物 | 37,817 | 34,240 | 39,254 | 34,853 | 33,970 |
| 应收帐款 | 1,594 | 1,515 | 1,591 | 1,670 | 1,754 |
| 库存 | 133,333 | 208,335 | 213,512 | 178,676 | 114,847 |
| 其他流动资产 | 32,776 | 38,557 | 50,124 | 100,248 | 200,496 |
| 流动资产总计 | 205,521 | 282,647 | 304,481 | 315,446 | 351,066 |
| 固定资产 | 2,113 | 3,428 | 4,868 | 6,369 | 7,878 |
| 无形资产 | 374 | 435 | 424 | 413 | 402 |
| 其他长期资产 | 7,630 | 9,699 | 10,160 | 10,715 | 11,381 |
| 长期资产总计 | 10,117 | 13,562 | 15,452 | 17,497 | 19,662 |
| 总资产 | 215,638 | 296,208 | 319,934 | 332,943 | 370,727 |
| 应付帐款 | 16,924 | 29,777 | 30,075 | 30,376 | 30,679 |
| 短期债务 | 16,784 | 23,570 | 27,000 | 27,000 | 27,000 |
| 其他流动负债 | 95,943 | 147,377 | 149,577 | 144,915 | 160,338 |
| 流动负债总计 | 129,651 | 200,724 | 206,652 | 202,290 | 218,017 |
| 长期借款 | 30,612 | 26,822 | 30,850 | 30,850 | 30,850 |
| 其他长期负债 | 789 | 829 | 829 | 829 | 829 |
| 股本 | 10,995 | 10,995 | 10,995 | 10,995 | 10,995 |
| 储备 | 33,237 | 41,973 | 53,213 | 67,286 | 84,927 |
| 股东权益 | 44,233 | 52,968 | 64,208 | 78,281 | 95,922 |
| 少数股东权益 | 10,354 | 14,865 | 17,394 | 20,692 | 25,109 |
| 总负债及权益 | 215,638 | 296,208 | 319,934 | 332,943 | 370,727 |
| 每股帐面价值(人民币) | 4.02 | 4.82 | 5.84 | 7.12 | 8.72 |
| 每股有形资产(人民币) | 3.99 | 4.78 | 5.80 | 7.08 | 8.69 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | 0.87 | 1.47 | 1.69 | 2.09 | 2.17 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 - A股及B股

| 年结日: 12月31日 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|---------|---------|---------|-------|-------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 息税折旧前利润率(%) | 22.1 | 22.0 | 21.8 | 22.8 | 24.5 |
| 息税前利润率(%) | 21.9 | 21.8 | 21.6 | 22.7 | 24.3 |
| 税前利润率(%) | 23.5 | 22.0 | 21.5 | 22.5 | 24.0 |
| 净利率(%) | 14.4 | 13.4 | 13.4 | 14.0 | 14.8 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 1.6 | 1.4 | 1.5 | 1.6 | 1.6 |
| 利息覆盖率(倍) | 9.7 | 4.3 | 26.6 | 31.5 | 39.6 |
| 净权益负债率(%) | 17.5 | 23.8 | 22.8 | 23.2 | 19.7 |
| 速动比率(倍) | 0.6 | 0.4 | 0.4 | 0.7 | 1.1 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 12.6 | 9.5 | 7.2 | 5.8 | 4.6 |
| 核心业务市盈率(倍) | 12.6 | 9.5 | 7.2 | 5.8 | 4.6 |
| 目标价对应核心业务市盈率(倍) | 15.9 | 12.0 | 9.1 | 7.3 | 5.8 |
| 市净率(倍) | 2.1 | 1.7 | 1.4 | 1.2 | 1.0 |
| 价格/现金流(倍) | 51.9 | 8.7 | 32.3 | 58.6 | 16.5 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 10.0 | 7.8 | 6.2 | 5.2 | 4.2 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 1,142.2 | 1,222.5 | 1,144.7 | 891.9 | 575.8 |
| 应收帐款周转天数 | 8.3 | 7.9 | 6.0 | 5.2 | 4.6 |
| 应付帐款周转天数 | 119.7 | 118.7 | 115.7 | 96.5 | 82.2 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 15.1 | 14.9 | 14.9 | 14.9 | 14.9 |
| 净资产收益率(%) | 17.8 | 19.8 | 21.6 | 22.4 | 23.0 |
| 资产收益率(%) | 4.6 | 4.5 | 5.0 | 6.0 | 7.0 |
| 已运用资本收益率(%) | 13.1 | 17.1 | 16.2 | 17.8 | 19.8 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371