



买入

12% ↑

目标价格: 人民币 5.59

600067.SS

原目标价格: 人民币 6.89

价格: 人民币 5.00

目标价格基础: 净资产值折让 15%

板块评级: 中立

冠城大通

资源待突破, 期待海科建

冠城大通今年主要销售区位优势、且有现房优势的北京楼盘; 海科健增持以及深圳前海将为公司后续发展补充动力。由于公司下半年现房销售结算占比较大比例, 出于谨慎考虑我们下调了公司的盈利预测 5.7%至 0.760 元/股, 调低目标价至 5.59 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **现房销售当期结算, 业绩稳定增长。**公司 2012 年上半年实现营业收入 34.23 亿元, 同比下降 20.95%; 实现归属于母公司的净利润 4.25 亿元, 同比上涨 6.07%, 实现每股收益 0.36 元/股。净利增加主要是由于本期房地产业务结算均价和毛利率较去年同期增长。
- **北京项目区位优势难以复制, 现房销售表现卓群。**2012 年上半年公司销售 11.91 亿, 同比增长 17.5%, 其中区位优势、现房销售的北京项目贡献约 8 亿销售额。预收账款 11.94 亿元, 锁定了我们对公司 2012 年开发销售收入预测的 57%, 锁定性不佳, 主要也是由于今年大量现房销售并当期结算所致。
- **海科健增持、前海项目为后续发展带来持续动力。**公司已于 12 年 7 月成功竞得海科健公司 20% 股权, 目前该股权过户手续尚在办理当中, 手续完成后公司将持有海科健 69% 股权。另外, 公司所有的深圳项目位于前海边缘地区, 5 月开始动工, 乐观预计年底可以推盘。
- **负债率低, 但资金显不足。**2012 年中期, 公司资产负债率仅为 60.92%, 净负债率仅为 38.95%, 远低于净负债率行业平均水平; 但是在手现金仅 8.4 亿, 短期有一定偿债压力。

评级面临的主要风险

- 公司预收账款锁定率较低; 漆包线业务短期内呈继续下滑趋势; 公司将于三季报开始并表海科健, 其带来的利润暂时难以预计。以上三方面导致公司未来业绩不确定性较大。

盈利预测和估值

- 公司北京项目支撑了多年的业绩增长, 但目前接近耗竭, 绝对控股海科健后对于公司延续北京区域的发展可能起到重要作用。由于现房结算的不确定性, 我们调低 12-13 年盈利预测 5.7%和 7.1%至 0.760 元/股和 0.925 元/股。将公司目标价由摊薄后 6.89 元调低至 5.59 元, 相当于 7.4 倍 2012 年市盈率和 15% 的 2012 年末 NAV 折价, 维持对冠城大通的 **买入** 评级。

股价表现



| (%) | 今年至今 | 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|---------------|------|------|------|-------|
| 绝对 | 34 | (11) | (9) | (2) |
| 相对新华富时 A50 指数 | 35 | (7) | 0 | 12 |

| | |
|--------------------|-------|
| 发行股数(百万) | 1,177 |
| 流通股(%) | 98.85 |
| 流通股市值(人民币 百万) | 5,816 |
| 3 个月日均交易额(人民币 百万) | |
| 12 年末净负债率(%) | 34.6 |
| 12 年末每股重估净资产值(人民币) | 6.58 |
| 主要股东(%) | |
| 福建丰裕投资有限公司 | 24.84 |

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 8 月 16 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: 开发商

田世欣

(8621) 2032 8519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206110230

*张严为本报告重要贡献者

投资摘要

| 年结日: 12 月 31 日 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 销售收入(人民币 百万) | 8,423 | 9,320 | 8,709 | 11,097 | 11,285 |
| 变动(%) | 92 | 11 | (7) | 27 | 2 |
| 净利润(人民币 百万) | 519 | 796 | 894 | 1,088 | 1,397 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.441 | 0.676 | 0.760 | 0.925 | 1.187 |
| 变动(%) | 82.8 | 53.5 | 12.4 | 21.7 | 28.4 |
| 原先预测每股收益(人民币) | | | 0.806 | 0.996 | |
| 调整幅度(%) | | | (5.7) | (7.1) | |
| 市盈率(倍) | 11.3 | 7.4 | 6.6 | 5.4 | 4.2 |
| 每股现金流量(人民币) | (0.09) | 0.38 | (0.83) | 0.67 | 0.20 |
| 价格/每股现金流量(倍) | (56.6) | 13.2 | (6.0) | 7.4 | 25.6 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 12.9 | 8.5 | 9.8 | 8.8 | 6.8 |
| 每股股息(人民币) | 0.031 | 0.081 | 0.091 | 0.111 | 0.143 |
| 股息率(%) | 0.6 | 1.6 | 1.8 | 2.2 | 2.9 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

收入下滑，净利小增

2012年中报显示，公司实现营业总收入34.23亿，同比下降20.95%；归属于上市公司股东的净利润4.25亿，同比上涨6.07%，合每股收益0.36元。其中，房地产业务贡献营业收入17.72亿元，漆包线业务贡献营业收入15.98亿元。本期漆包线业务收入下滑29.56%超预期，漆包线业务净利润亏损836万元，上年同期净利润为1,375万元，预计12年全年将亏损1,600万元。

图表 1.冠城大通 2012 年中报分行业营业收入

| 分行业或分产品 | 营业收入 (百万) | 营业利润率 (%) | 营业收入比上年 同期增减(%) | 营业利润率比上年 同期增减(%) |
|------------|--------------|--------------|--------------------|---------------------|
| 分行业 | | | | |
| 漆包线行业 | 1,597.55 | 3.8 | (29.56) | 减少 0.06 个百分点 |
| 房地产行业 | 1,772.79 | 52.57 | (9.64) | 增加 10.05 个百分点 |

资料来源：公司数据

2012年中期，公司实现综合毛利率23%，同比上涨7个百分点，这主要是由于2012年结算项目主要为毛利较高的北京太阳星城C区和B区。2013年还有部分太阳星城项目待结算，预计房地产业务高毛利将持续至2013年。

图表 2.冠城大通 2012 年中报业绩摘要

| (人民币, 百万) | 2010 年中报 | 2012 年中报 | 同比变动% |
|--------------------|----------|----------|--------|
| 营业收入 | 4,330 | 3,423 | (20.9) |
| 营业成本 | (3,408) | (2,423) | (28.9) |
| 营业税 | (211) | (217) | 2.9 |
| 毛利润 | 710 | 783 | 10.2 |
| 其他收入 | 1 | (8) | NA |
| 销售费用 | (36) | (46) | 28.8 |
| 管理费用 | (79) | (60) | (23.6) |
| 营业利润 | 597 | 668 | 12.0 |
| 投资收益 | 5 | (9) | NA |
| 财务费用 | (42) | (61) | 45.9 |
| 营业外收支 | 1 | 3 | 129.8 |
| 税前利润 | 562 | 601 | 7.0 |
| 所得税 | (146) | (169) | 16.0 |
| 少数股东权益 | (15) | (7) | (53.8) |
| 归属上市公司股东净利润 | 400 | 425 | 6.1 |
| 主要比率(%) | | | |
| 毛利率 | 16 | 23 | |
| 经营利润率 | 14 | 20 | |
| 净利率 | 9 | 12 | |

资料来源：公司数据

2012年上半年房地产业务营业收入17.73亿元，同比下降9.64%，收入主要由太阳星城C区、太阳星城B区贡献。下半年公司可结资源依然丰富：下半年太阳星城还有约28亿货值的住宅以及货值20亿的商业部分可售亦可结算，假设去化率40%并全部结算则可完成20亿营收；苏州项目今年计划结算4万平，货值约2.8亿；另外，太阳星城F区、名敦道等已售未结部分约11亿。我们预计公司12年房地产结算收入在50亿左右，公司为12年制定的目标“结算房地产项目50.78亿”基本可以完成。

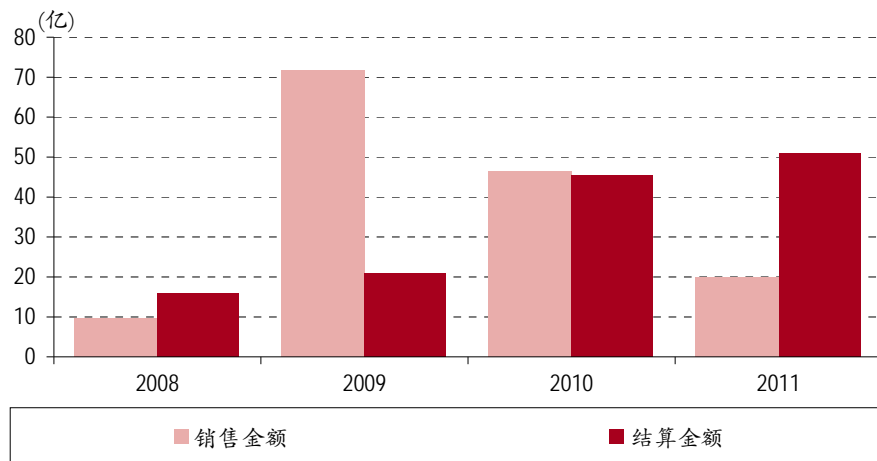
图表 3.冠城大通截至 2012 年半年报完工及在建项目

| 项目名称 | 总可售面积 | 截至 11 年年 底已确认收 入面积 | 截至 12 年中 期已确认收 入面积 | 12 年上半年 确认收入面 积 | 剩余可结面 积 |
|-----------|---------------|--------------------------|--------------------------|-----------------------|---------------|
| 太阳星城 F 区 | 35.94 | 33.61 | 33.68 | 0.07 | 2.26 |
| 太阳星城 B 区 | 41.7 | 34.78 | 35.92 | 1.14 | 5.78 |
| 太阳星城 C 区 | 28.19 | 13.9 | 18.47 | 4.57 | 9.72 |
| 太阳星城 E 区 | 15.25 | 14.82 | 14.82 | 0 | 0.43 |
| 冠城名敦道 | 28.78 | 25.32 | 26.27 | 0.95 | 2.51 |
| 桂林青秀花园 | 2.87 | 2.85 | 2.86 | 0.01 | 0.01 |
| 桂林青秀庭院 | 4.26 | 3.73 | 3.73 | 0 | 0.53 |
| 冠城鼓楼庭院 | 10.56 | 10.55 | 10.55 | 0 | 0.01 |
| 冠城水岸风景 | 10.2 | 8.93 | 8.93 | 0 | 1.27 |
| 冠城新地家园 | 83.42 | 0 | 0 | 0 | 83.42 |
| 冠城观湖湾 | 19.14 | 0 | 0 | 0 | 19.14 |
| 冠城三牧苑 | 2.68 | 0 | 0 | 0 | 2.68 |
| 深圳月亮湾地块 | 20.57 | 0 | 0 | 0 | 20.57 |
| 总计 | 303.56 | 148.49 | 155.23 | 6.74 | 148.33 |

资料来源：公司数据

预售表现有望大增，业绩锁定较低

2012 年上半年，公司累计合同销售金额 11.91 亿，同比上涨 17.5%。上半年的销售金额主要包含太阳星城 B 区 7 亿、太阳星城 C 区 3 亿、南京项目及苏州项目各 1 亿。预收账款锁定了我们预测的 2012 年收入的 57%，和之前年度相比，公司锁定率下滑明显，12 年业绩还有赖于 12 年下半年现房销售情况，这也给公司业绩实现带来一定不确定性。

图表 4.冠城大通近年销售额和结算金额变动


资料来源：公司公告

2012 年下半年还有九十多亿货值可售，以 30% 的整体去化率来计算，2012 年全年合同销售有望在 2011 年全年 20 亿基础上翻倍至 40 亿左右。

图表 5.冠城大通 2012 年销售预计

| 项目 | 类型 | 下半年可售货值 (亿元) |
|------|-----------------|--------------|
| 太阳星城 | 住宅 | 28 |
| | 写字楼 | 20 |
| | 商业 | 20 |
| 福州项目 | 住宅 (12 年 9 月推盘) | 12 |
| 苏州项目 | 住宅 | 9 |
| 南京项目 | 住宅 | 4 |
| 桂林项目 | 住宅 | 1 |
| | 小计 | 94 |
| | 预计去化率 | 30% |
| | 预计下半年销售 | 28.2 |
| | 上半年完成销售 | 11.91 |
| | 预计全年销售 | 40.11 |

资料来源: 公司数据

负债率低, 但存短期偿债压力

2012 年上半年, 公司资产负债率仅为 60.97%, 净负债率仅为 38.95%, 远低于行业净负债率平均水平。但是公司负债结构不佳: 长期贷款为 11 亿; 短期借款和一年内到期的非流动负债总计 11.6 亿, 公司手持现金 8.4 亿, 短期内有一定偿债压力。

开发贷方面, 公司目前房地产业务贷款利率为基准利率上浮 15%。仅有一笔 3 亿元的信托, 成本 12%, 信托成本摊在太阳星城 D 区一级开发成本里, 没有实质性还款压力。公司今年强调现金流, 接下去没有拿地计划。新开工方面与 11 年全年持平, 计划开工 100 万平米, 集中在深圳、南京、苏州。

增持海科健以及前海项目带来持久增长动力

公司未来发展有两大亮点:

1) 增持海科健

今年上半年公司仅于桂林拿地一块。公司计划的全年主要投资项目为海科健股权的第三次增持。北京海科健是公司持有 49% 股权的子公司, 目前旗下有 40 多万方土地储备, 因其海淀区国资委背景从而主要替政府进行房地产开发, 并参与大量保障房建设。7 月, 公司完成了另外 20% 股权的增持, 目前共计持有 69% 股权。随着太阳星城 B 区、C 区进入现房销售阶段, 太阳星城 D 区年底挂牌能否摘牌还有待观察, 公司在北京地区的土地储备在近两年将消耗完毕。公司取得海科健控股地位前, 就已经派驻多名董事参与海科健的经营。取得绝对控股地位后, 北京地区的土地储备短期内将得到补充; 更重要的是, 长期来看, 海科健凭借自身背景将有助于冠城大通未来在北京土地市场上的运作。

2) 深圳前海项目

位于前海边缘的深圳月亮湾项目建筑面积 21 万方, 其中住宅 10 万方、酒店 4 万方、写字楼 6 万方左右。月亮湾项目已于今年 5 月开始动工, 公司预计最早今年 12 月推盘。随着前海政策进一步落实, 该项目在明年的销售将有望成为公司新的亮点。

图表 6.冠城大通 2012 年截至今日拿地情况

| 公告日期 | 地块 | 占地面积 (平方米) | 容积率 | 建筑面积 (平方米) | 土地用途 | 成交总价 (万元) | 楼面价 (元/平方米) | 权益 |
|----------|---------------------------|---------------|-----|---------------|------|--------------|----------------|------|
| 4 月 18 日 | 桂林市国土资源局以挂牌方式出让的 P061 号地块 | 53,057 | 1.6 | 84,891 | 商业用途 | 16,200 | 1,908 | 100% |

资料来源：公司公告

调整目标价格

公司资产优异，北京项目区位难以复制、去化率佳，得益于现房销售业绩弹性很大；深圳前海项目将成为明年销售亮点，而海科健的增持则为公司长远发展提供支撑。但由于公司业绩锁定率较低，且漆包线业务下滑超预期，我们小幅调低对公司 2012-2013 年的业绩预测 5.7%和 7.1%至 0.760 元和 0.925 元，将公司目标价从 6.89 元下调至 5.59 元，相当于 7.4 倍 2012 年市盈率和 2012 年 NAV15%的折让，维持对冠城大通的**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销售收入 | 8,423 | 9,320 | 8,709 | 11,097 | 11,285 |
| 销售成本 | (7,340) | (7,829) | (7,190) | (9,322) | (9,088) |
| 经营费用 | (143) | (194) | (184) | (241) | (245) |
| 息税折旧前利润 | 940 | 1,297 | 1,335 | 1,534 | 1,952 |
| 折旧及摊销 | (33) | (38) | (33) | (34) | (36) |
| 经营利润(息税前利润) | 907 | 1,259 | 1,302 | 1,499 | 1,917 |
| 净利息收入/(费用) | (67) | (83) | (39) | (47) | (49) |
| 其他收益/(损失) | (58) | (30) | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 782 | 1,146 | 1,263 | 1,452 | 1,868 |
| 所得税 | (209) | (322) | (316) | (363) | (467) |
| 少数股东权益 | (54) | (29) | (53) | (1) | (4) |
| 净利润 | 519 | 796 | 894 | 1,088 | 1,397 |
| 核心净利润 | 519 | 796 | 894 | 1,088 | 1,397 |
| 每股收益(人民币) | 0.441 | 0.676 | 0.760 | 0.925 | 1.187 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.441 | 0.676 | 0.760 | 0.925 | 1.187 |
| 每股股息(人民币) | 0.031 | 0.081 | 0.091 | 0.111 | 0.143 |
| 收入增长(%) | 92 | 11 | (7) | 27 | 2 |
| 息税前利润增长(%) | 89 | 39 | 3 | 15 | 28 |
| 息税折旧前利润增长(%) | 84 | 38 | 3 | 15 | 27 |
| 每股收益增长(%) | 83 | 53 | 12 | 22 | 28 |
| 核心每股收益增长(%) | 83 | 53 | 12 | 22 | 28 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|---------|-------|---------|-------|---------|
| 税前利润 | 782 | 1,146 | 1,263 | 1,452 | 1,868 |
| 折旧与摊销 | 33 | 38 | 33 | 34 | 36 |
| 净利息费用 | 67 | 83 | 39 | 47 | 49 |
| 运营资本变动 | (821) | (593) | (2,094) | (515) | (1,427) |
| 税金 | (213) | (322) | (316) | (363) | (467) |
| 其他经营现金流 | 48 | 94 | 95 | 135 | 172 |
| 经营活动产生的现金流 | (104) | 445 | (980) | 790 | 230 |
| 购买固定资产净值 | (53) | (48) | (18) | (19) | (21) |
| 投资减少/增加 | (28) | (346) | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 0 | 20 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动产生的现金流 | (81) | (373) | (18) | (19) | (21) |
| 净增权益 | 60 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 净增债务 | (1,058) | (42) | 605 | 868 | 328 |
| 支付股息 | (31) | (37) | (96) | (107) | (131) |
| 其他融资现金流 | (97) | (271) | (135) | (182) | (220) |
| 融资活动产生的现金流 | (1,126) | (340) | 374 | 579 | (23) |
| 现金变动 | (1,311) | (267) | (623) | 1,349 | 185 |
| 期初现金 | 2,159 | 922 | 654 | 31 | 1,380 |
| 公司自由现金流 | (185) | 72 | (997) | 771 | 208 |
| 权益自由现金流 | (1,340) | (158) | (527) | 1,457 | 316 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (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 | 922 | 654 | 31 | 1,380 | 1,565 |
| 应收帐款 | 631 | 515 | 412 | 432 | 454 |
| 库存 | 5,920 | 5,768 | 9,036 | 10,403 | 11,352 |
| 其他流动资产 | 1,377 | 1,154 | 884 | 937 | 993 |
| 流动资产总计 | 8,849 | 8,090 | 10,363 | 13,153 | 14,364 |
| 固定资产 | 413 | 397 | 382 | 368 | 354 |
| 无形资产 | 204 | 177 | 177 | 177 | 177 |
| 其他长期资产 | 199 | 700 | 700 | 699 | 698 |
| 长期资产总计 | 816 | 1,274 | 1,259 | 1,244 | 1,230 |
| 总资产 | 9,665 | 9,365 | 11,622 | 14,397 | 15,594 |
| 应付帐款 | 576 | 1,105 | 1,105 | 1,105 | 995 |
| 短期债务 | 1,718 | 936 | 1,454 | 2,036 | 2,239 |
| 其他流动负债 | 4,700 | 2,903 | 3,705 | 4,630 | 4,339 |
| 流动负债总计 | 6,994 | 4,945 | 6,264 | 7,771 | 7,573 |
| 长期借款 | 128 | 868 | 955 | 1,241 | 1,365 |
| 其他长期负债 | 17 | 17 | 17 | 17 | 17 |
| 股本 | 736 | 736 | 1,177 | 1,177 | 1,177 |
| 储备 | 1,441 | 2,446 | 2,803 | 3,784 | 5,051 |
| 股东权益 | 2,176 | 3,182 | 3,980 | 4,961 | 6,227 |
| 少数股东权益 | 350 | 354 | 407 | 407 | 411 |
| 总负债及权益 | 9,665 | 9,365 | 11,622 | 14,397 | 15,594 |
| 每股帐面价值(人民币) | 1.85 | 2.70 | 3.38 | 4.22 | 5.29 |
| 每股有形资产(人民币) | 1.68 | 2.55 | 3.23 | 4.07 | 5.14 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | 0.71 | 0.82 | 1.86 | 1.43 | 1.54 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

| 年结日: 12月31日 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 息税折旧前利润率(%) | 11.2 | 13.9 | 15.3 | 13.8 | 17.3 |
| 息税前利润率(%) | 10.8 | 13.5 | 15.0 | 13.5 | 17.0 |
| 税前利润率(%) | 9.3 | 12.3 | 14.5 | 13.1 | 16.6 |
| 净利率(%) | 6.2 | 8.5 | 10.3 | 9.8 | 12.4 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 1.3 | 1.6 | 1.7 | 1.7 | 1.9 |
| 利息覆盖率(倍) | 11.5 | 13.9 | 30.3 | 27.8 | 30.3 |
| 净权益负债率(%) | 32.8 | 27.1 | 49.9 | 31.4 | 27.2 |
| 速动比率(倍) | 0.4 | 0.5 | 0.2 | 0.4 | 0.4 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 11.3 | 7.4 | 6.6 | 5.4 | 4.2 |
| 核心业务市盈率(倍) | 11.3 | 7.4 | 6.6 | 5.4 | 4.2 |
| 目标价对应核心业务市盈率(倍) | 12.7 | 8.3 | 7.4 | 6.0 | 4.7 |
| 盈率(倍) | | | | | |
| 市净率(倍) | 2.7 | 1.8 | 1.5 | 1.2 | 0.9 |
| 价格/现金流(倍) | (56.6) | 13.2 | (6.0) | 7.4 | 25.6 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 12.9 | 8.5 | 9.8 | 8.8 | 6.8 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 300.2 | 272.4 | 375.8 | 380.6 | 436.9 |
| 应收帐款周转天数 | 23.8 | 22.4 | 19.4 | 13.9 | 14.3 |
| 应付帐款周转天数 | 31.1 | 32.9 | 46.3 | 36.4 | 34.0 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 7.1 | 12.0 | 12.0 | 12.0 | 12.0 |
| 净资产收益率(%) | 26.8 | 29.7 | 25.0 | 24.3 | 25.0 |
| 资产收益率(%) | 6.5 | 9.5 | 9.3 | 8.6 | 9.6 |
| 已运用资本收益率(%) | 19.7 | 26.1 | 21.5 | 19.5 | 20.5 |

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刊载或转发的，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

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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