



买入

25% ↑

目标价格: 人民币 7.45

000069.CH

价格: 人民币 5.96

目标价格基础: 净资产值折让 15%

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	11	10	1	11
相对新华富时A50指数	14	10	6	25

发行股数(百万)	7,271
流通股(%)	43
流通股市值(人民币 百万)	18,561
12年末每股评估净资产值(人民币)	8.77
3个月日均交易额(人民币 百万)	184
12年末净负债比率(%)	89
主要股东(%)	
华侨城集团公司	57

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年11月8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: S1300512080002

*袁蒙为本报告重要贡献者

华侨城

新产品、新模式、新增长

华侨城传统的“旅游+地产”模式在之前的扩张中获得了规模显著成长, 2012年, 欢乐海岸的巨大成功丰富了公司的产品线, 多个新项目签约标志着公司新一轮扩张启动。本轮扩张中, 新明星产品的推广、投资规模的适度可控、城市区域的更大选择空间, 将使得公司在整体周转率得到改善的前提下, 获得新一轮的规模成长。地产行业将长期处于宏观调控之下, 而财富成长使得具备稀缺性的豪宅产品依然拥有广阔的市场空间, 我们赞赏公司“旅游复合产品+地产”开发模式的长期价值, 重申买入评级。

支撑评级的要点

- **产品线日益丰富、游客量持续增长, 上轮扩张效果显著。**从02年开始, 公司创立了4代旅游产品, 先后进入5个区域10个城市; 接待游客数由02年的481万增长至11年的2,430万, 8年复合增速22%, 总接待游客数在全球近三年连续排名第8; 房地产认购销售由08年的36亿元提高至11年的163亿元, 3年复合平均增速达65%。
- **启动新一轮战略扩张, 控制投资规模、偏向二线城市。**新一轮扩张中, 公司投资规模缩减, 主打欢乐谷、东部华侨城和欢乐海岸的精简版, 精选偏二线城市, 近期进入福州和大鹏新区等, 新一轮扩张催生的新一轮规模成长值得期待。
- **深圳欢乐海岸收获巨大成功, 新明星产品将成未来扩张利器。**欢乐海岸的消费体验令人印象深刻, 与一般的商业项目差异性较强。在未来异地复制中优势显著: 符合城市更新和升级需求; 补充城市核心资源; 合理的投资和回报匹配和较短的回收期; 合理分享区域商业环境做热收益和物业长期增值。
- **10月末认购销售已过200亿, 维持全年预测220亿元。**10月末, 估计公司认购销售额已超过200亿元, 已经较去年全年的163亿元增长了23%。维持对全年认购销售额达220亿元的预测不变, 同比增长37%。

评级面临的主要风险

- 经济超预期下滑, 行业调控进一步收紧。

估值

- 2012年, 公司新一轮扩张启动, 以欢乐海岸为代表的新产品和以往产品的改良版将优化本轮扩张的效率、扩大区域扩张选择空间, 我们相信公司新一轮规模成长已在眼前。地产方面, 市场已用热销证明真正的品质豪宅在宏调下仍然潜力巨大。
- 我们看好公司的长期投资价值, 维持公司2012-14年业绩预期分别为0.53元、0.65元和0.80元, 维持7.45元的目标价, 相当于14.2倍2012年市盈率和2012年NAV15%的折让, 重申**买入**评级。

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)	17,318	17,324	21,396	26,753	31,947
变动(%)		0	24	25	19
净利润(人民币 百万)	3,039	3,177	3,823	4,729	5,853
全面摊薄每股收益(人民币)	0.418	0.437	0.526	0.650	0.805
变动(%)		4.5	20.3	23.7	23.8
市盈率(倍)	14.3	13.6	11.3	9.2	7.4
每股现金流量(人民币)	(1.73)	(0.40)	(0.13)	0.09	0.25
价格/每股现金流量(倍)	(3.5)	(14.9)	(45.6)	65.2	23.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.2	9.3	9.3	7.7	6.3
每股股息(人民币)	0.060	0.060	0.032	0.039	0.048
股息率(%)	1.0	1.0	0.5	0.7	0.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

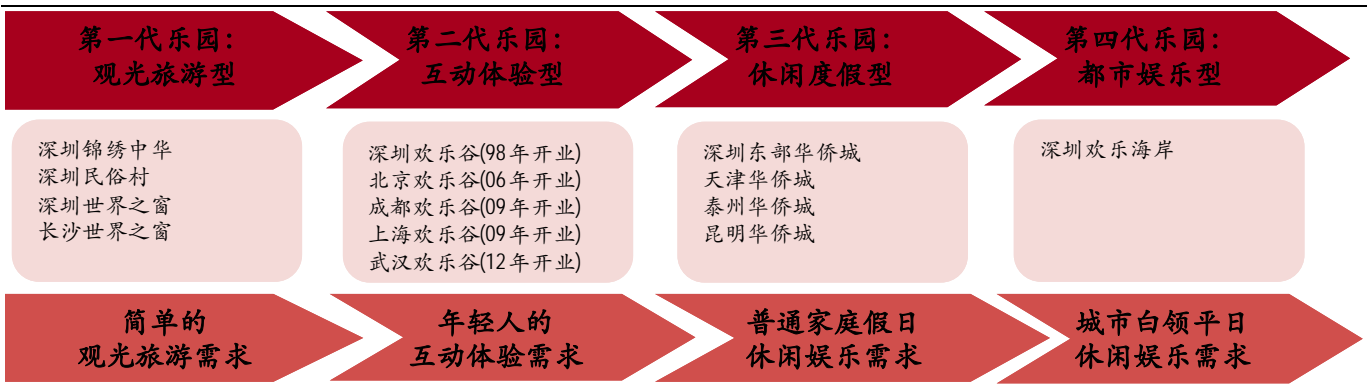
产品线日益丰富、游客量持续增长，上一轮战略扩张效果显著

华侨城从2002年开始以深圳作为策源地，依靠“旅游+地产”的发展模式，启动了上一轮战略扩张。在后续的十年中，华侨城在产品线和区域两方面进行了扩充：

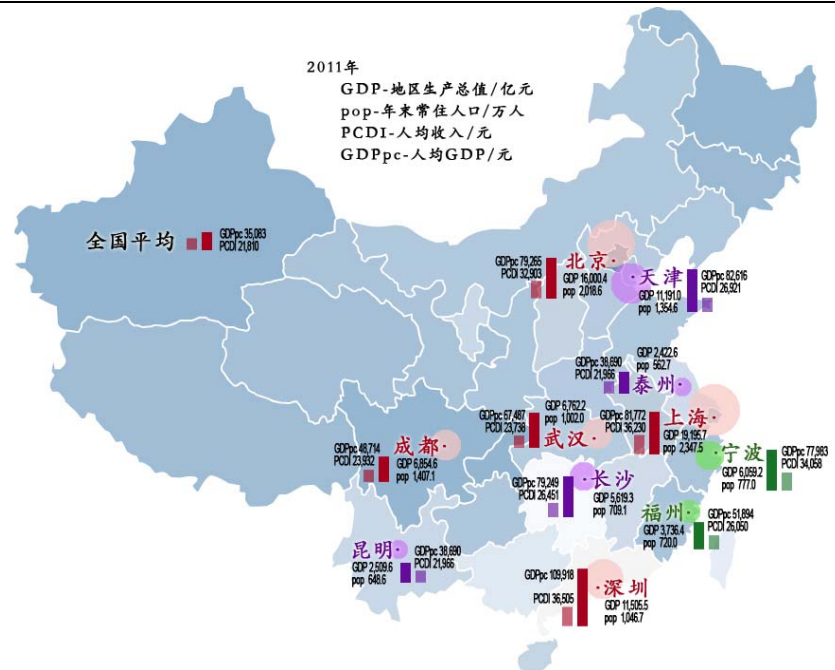
- 1) 在产品线方面，公司先后创立了4代旅游产品，依次为：观光旅游型（世界之窗、锦绣中华等）、互动体验型（欢乐谷）、休闲度假型（东部华侨城等）、都市娱乐型（欢乐海岸）。在产品线升级的同时，目标消费群的档次也相应提升，由第一代产品的普通观光客到第四代产品的城市白领，消费能力也在不断提升。
- 2) 在区域拓展方面，公司已进入5个区域10个城市，包括：东部的上海和泰州，西部的成都、西安和昆明，南部的深圳，北部的北京和天津，以及中部的武汉和长沙。其中，深圳、北京、成都、上海和武汉为上一轮扩张的重点城市，主要推广欢乐谷产品，这些城市游客基础大（常住人口规模上千万）、消费能力强（人均收入排名前列），为旅游业务近10年来的快速扩张打下基础。

通过产品线和覆盖区域的同时扩张，公司实现了：（1）旅游业务方面，接待游客数由02年的481万上涨至11年的2,430万，8年复合平均增速22%，总接待游客数在全球近三年连续排名第8，尤其在欢乐谷产品中，深圳和北京欢乐谷在近几年内先后突破300万游客大关，二者的游客数在亚洲近三年连续排前15；（2）房地产业务方面，认购销售由08年的36亿元上涨至11年的163亿元，3年复合增速达65%。总体而言，上一轮战略扩张成功地催生了旅游和地产两项业务规模的大幅成长。

图表 1. 华侨城四代旅游产品

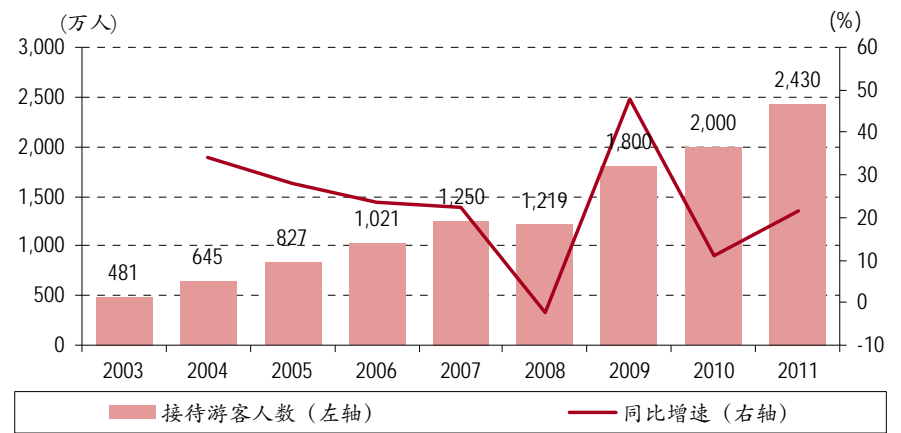


资料来源：公司资料和中银国际研究

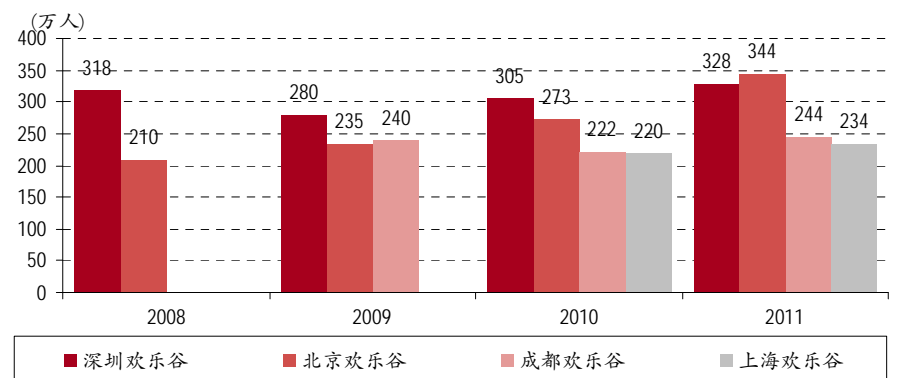
图表 2. 华侨城进入城市情况


资料来源：各地方政府 2011 年统计年鉴和中银国际研究

注：(1) 红色、紫色城市为公司目前已经入城式，绿色城市为新一轮扩张城市；(2) 圆形的大小代表城市常住人口；深色柱状图代表人均 GDP；浅色柱状图代表人均可支配收入。

图表 3. 华侨城 2003-2011 年全公司接待游客数情况


资料来源：公司公告和中银国际研究

图表 4. 华侨城 2008-2011 年各欢乐谷接待游客数情况


资料来源：AECOM 和中银国际研究

注：成都欢乐谷和上海欢乐谷均于 2009 年开业，因此 2008 年无数据。

启动新一轮战略扩张，重点为加快周转速度、偏向二线城市

在上一轮扩张暂停一年多之后（主要受到房地产调控和苏河湾项目沉淀资本过大的影响），公司于 2012 年中期启动了新一轮扩张，并在近期接连公告了大鹏项目和福州项目，公司也正在筹备其他如宁波、重庆、哈尔滨等区域的项目。不同于前一轮扩张，新一轮扩张的模式将有一定的变化，主要体现在投资规模上更偏小型化，投资区域上更偏向于二线城市：

- 1) 在投资规模方面，新一轮扩张将主打三种产品，包括欢乐谷精选版、欢乐海岸和东部华侨城模式，相较原先深圳的产品投资规模和体量都有一定程度的缩减，一方面这是考虑到二线城市的市场承接规模，另一方面投资规模的缩减也将加快公司的资产周转率、减少资本沉淀、加快扩张速度；
- 2) 在投资区域方面，后续将投资的如福州等城市在二线城市中常住人口（超 700 万）和人均收入（超 2.6 万元/年）等指标都属中上游水平，旅游和房地产两大业务的需求可以得到保证；从大区域上看，上述城市的目标客户覆盖区域也正好形成互补，而不是直接竞争。

市场质疑公司在上一轮扩张中沉淀了过多的资金，导致负债率偏高、资产周转偏慢，这种状况不仅影响了规模成长的速度，也会在宏观调控的大环境下面临一定的资金链风险。而我们看到，本轮扩张中，公司在前一次扩张的经验基础上，改变拓展策略，调整产品、缩减规模、精选城市，缩减旅游项目投入，但维持了对地方政府的强烈吸引力，从而也维持了商业谈判能力和地产项目的盈利能力，由新一轮扩张催生新一轮的规模成长值得期待。

图表 5. 华侨城近期主要拓展项目侧重

旅游产品	城市	地段	产品调整	投资规模 或体量	传统规模或 体量
欢乐谷精选版	1.5-2 线城市	近郊	缩减面积，精选设备	8 亿元	15 亿元
东部华侨城调整版	1.5-2 线城市	远郊	调整酒店、高尔夫、 温泉等项目的组合	控制规模	超过 30 亿元
欢乐海岸精简版	1.5-2 线城市	市区	缩减面积，精选项目	800-1,000 亩	近 1,900 亩

资料来源：公司数据和中银国际研究

图表 6. 华侨城近期公告拓展项目

项目	公告时间	项目位置	区域位置	规划产品	开发时间
大鹏项目	2012-10-11	大鹏半岛南端	远郊，海边	海洋相关旅游 产品	远期项目，等待 高速公路和轻轨 的落实
福州项目	2012-10-19	仓山区乌龙江边	近郊，三环 附近	欢乐谷精选版	近期项目，工期 18-20 个月

资料来源：公司数据和中银国际研究

深圳欢乐海岸收获成功，新型明星产品将成扩张利器

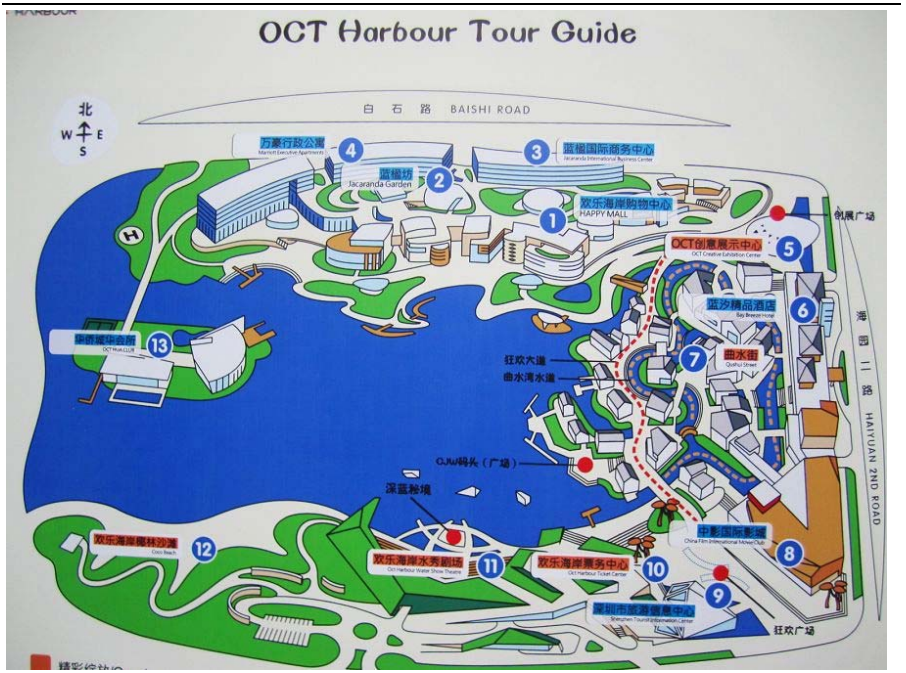
深圳欢乐海岸是华侨城研发的第四代旅游产品，它包括了文化、生态、旅游、娱乐、餐饮、购物、酒店、会所、度假公寓等多种元素，占地 125 万平米，总建筑面积 40 万平米，总投资 28 亿元。目前，酒吧街、曲水街（餐饮）、蓝汐精品酒店（房间数 57 间）、IMAX 电影院和水秀剧场已经正式营业，而购物中心（8 万平米）也将于明年 10 月正式营业，目前招商率已超过 3 成，此外，万豪行政公寓（房间数 155 间）也将于今年 12 月试营业。项目整体营造轻松而精致的消费体验令人印象深刻，与一般的城市商业项目差异性较强。

欢乐海岸西区度假公寓以销售钻石会籍方式出售，会籍数量 92 个，会籍费总价款 33 亿，目前已回款 10.5 亿。其余会籍也已基本实现认购，未来逐步回款，会籍销售款已足以覆盖 28 亿元的总投资。

和以往采用封闭式的、收取门票的旅游产品不同的是，欢乐海岸采用了开放式的娱乐休闲区域设计、依靠住宅销售收入（深圳为度假公寓）实现快速投资回笼、依靠商业租金收入实现长期现金流和资产增值，且处于城市核心区的模式。对于这种产品设计，我们认为其在异地复制中具备之前产品缺乏的拓展优势，将成为以往产品线的强力补充，是公司未来对外扩张的利器。

- 1) **高端都市休闲产品，对外扩张利器。**欢乐海岸是融合了文化、娱乐、旅游、餐饮、购物等多种复合功能的新型商业模式，辅以华侨城所擅长的创意设计，形成都市新型地标，契合了二线城市旧城改造和功能升级的需要，商业餐饮也将提供长期税收收入，这种模式无疑会受到地方政府大力欢迎。我们相信欢乐海岸项目将成为公司未来对外扩张的利器。
- 2) **弥补异地扩张中核心区资源欠缺的问题。**与万达的商业综合体扩张路径相比，公司以往“主题公园+地产”的特征决定这类项目的位置和配套住宅很难处于城市核心地带，以往的欢乐谷和生态华侨城多位于城市近郊或远郊，城市中心区资源缺乏。而欢乐海岸作为产品线的补充将在较大程度上弥补这一欠缺。
- 3) **投资和回报匹配合理，回收期短。**项目实现投资和回报的合理匹配，依靠住宅销售快速收回投资，商业租金收入实现长期现金流，投资回收期也将短于一般商业项目或旅游项目。在未来拓展项目中，住宅占比相比深圳将有所提高的同时项目体量也将缩减为深圳项目的一半（800-1,000 亩），投资回收期将得到进一步保证。
- 4) **“保底+提成”租赁模式分享未来收益。**欢乐海岸中的租赁模式为“保底+提成”，提成比例约在 30%左右，依照目前深圳欢乐海岸的良好经营情况来看，在项目人气逐步提升的同时，租金的“保底+提成”模式也将让公司分享项目商业氛围成熟后收益的增长部分。
- 5) **商业物业升值潜力可观。**欢乐海岸模式中，公司也将持有大部分商业物业，由于地处城市市中心，地段较好，这部分物业价值的升值在商业成熟后也将相当可观。

图表 7. 华侨城欢乐海岸平面图



资料来源：中银国际研究

10 月末认购销售已过 200 亿，维持全年 220 亿元预测

10 月末，估计公司认购销售额已超过 200 亿元，较去年全年的 163 亿元认购金额增长了 23%。4 季度中，西安和深圳为主要推盘区域，合计有 15 万平方米左右，推盘量不小，因此，4 季度销售 30 亿元难度不大。我们维持对公司全年认购销售额达 220 亿元的预测不变，同比增长 37%。

看好旅游+地产模式，维持买入评级

华侨城传统的“旅游+地产”模式在之前的扩张中获得了规模显著成长，2012 年，欢乐海岸的巨大成功丰富了公司的产品线，多个新项目签约标志着公司新一轮扩张启动。在本轮扩张中，新明星产品的推广、投资规模的适度可控、城市区域的更大选择空间，将使得公司在整体周转率得到改善的前提下，获得新一轮的规模成长。

地产行业将长期处于宏观调控之下，然而经济增长和财富增长，以及高基尼系数的现状表明中国富裕阶层在高端房地产资产配置方面具有持续增长的需求，未来地产调控也终将向着分层次的、结构化、精细化调控的方向转变，具备稀缺性的豪宅产品依然拥有广阔的市场空间，公司今年武汉项目和深圳项目的热销便证明了这一点。

公司的“旅游+地产”模式未来可能需要改称为更有吸引力的“旅游复合产品+地产”模式，我们看好公司的长期投资价值，维持公司 2012-14 年业绩预期分别为 0.53 元、0.65 元和 0.80 元，维持 7.45 元的目标价，相当于 14.2 倍 2012 年市盈率和 2012 年 NAV15%的折让，维持**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	17,318	17,324	21,396	26,753	31,947
销售成本	(10,898)	(10,598)	(12,696)	(16,070)	(18,874)
经营费用	(566)	(1,034)	(1,981)	(2,561)	(3,349)
息税折旧前利润	5,854	5,692	6,719	8,123	9,724
折旧及摊销	(1,431)	(1,354)	(1,228)	(1,452)	(1,443)
经营利润(息税前利润)	4,423	4,338	5,491	6,670	8,281
净利息收入/(费用)	(269)	(313)	(492)	(522)	(546)
其他收益/(损失)	191	298	441	441	441
税前利润	4,346	4,323	5,440	6,589	8,177
所得税	(1,017)	(1,037)	(1,306)	(1,581)	(1,962)
少数股东权益	(289)	(109)	(312)	(279)	(361)
净利润	3,039	3,177	3,823	4,729	5,853
核心净利润	3,039	3,177	3,823	4,729	5,853
每股收益(人民币)	0.418	0.437	0.526	0.650	0.805
核心每股收益(人民币)	0.418	0.437	0.526	0.650	0.805
每股股息(人民币)	0.060	0.060	0.032	0.039	0.048
收入增长(%)	n.a.	0	24	25	19
息税前利润增长(%)	n.a.	(2)	27	21	24
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(3)	18	21	20
每股收益增长(%)	n.a.	5	20	24	24
核心每股收益增长(%)	n.a.	5	20	24	24

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	4,346	4,323	5,440	6,589	8,177
折旧与摊销	1,431	1,354	1,228	1,452	1,443
净利息费用	269	313	492	522	546
运营资本变动	(9,987)	(6,311)	(6,243)	(5,876)	(5,914)
税金	(1,017)	(1,037)	(1,306)	(1,581)	(1,962)
其他经营现金流	(403)	(383)	(451)	(441)	(441)
经营活动产生的现金流	(5,362)	(1,741)	(840)	665	1,848
购买固定资产净值	(3,431)	(3,651)	22	28	38
投资减少/增加	259	383	0	0	0
其他投资现金流	32	9	0	0	0
投资活动产生的现金流	(3,140)	(3,259)	22	28	38
净增权益	263	295	2	3	4
净增债务	11,641	6,593	2,662	2,375	1,959
支付股息	0	(186)	(336)	(229)	(284)
其他融资现金流	(949)	(1,015)	991	(146)	214
融资活动产生的现金流	10,956	5,687	3,320	2,002	1,894
现金变动	2,454	686	2,501	2,696	3,779
期初现金	2,999	5,453	6,140	8,641	11,337
公司自由现金流	(8,502)	(5,000)	(818)	693	1,886
权益自由现金流	2,250	599	1,844	3,068	3,845

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	5,453	6,140	8,641	11,337	15,116
应收帐款	588	775	2,140	5,351	6,389
库存	19,575	31,738	46,002	42,805	51,115
其他流动资产	3,220	1,511	2,987	3,781	4,436
流动资产总计	28,836	40,164	59,770	63,273	77,056
固定资产	12,733	14,586	13,550	12,281	11,012
无形资产	3,608	4,546	4,354	4,170	3,996
其他长期资产	3,362	3,466	2,971	3,531	3,657
长期资产总计	19,703	22,598	20,875	19,983	18,665
总资产	48,538	62,762	80,645	83,256	95,721
应付帐款	10,628	14,175	24,912	19,037	22,346
短期债务	4,616	6,614	9,276	11,651	13,610
其他流动负债	4,681	3,956	5,563	6,956	8,306
流动负债总计	19,925	24,745	39,751	37,644	44,262
长期借款	13,825	19,891	18,894	18,894	18,894
其他长期负债	79	31	30	38	44
股本	3,107	5,593	7,271	7,271	7,271
储备	10,108	10,696	12,601	17,049	22,551
股东权益	13,216	16,290	19,872	24,320	29,822
少数股东权益	1,494	1,805	2,098	2,360	2,699
总负债及权益	48,538	62,762	80,645	83,256	95,721
每股帐面价值(人民币)	4.25	2.91	2.73	3.34	4.10
每股有形资产(人民币)	3.09	2.10	2.13	2.77	3.55
每股净负债/(现金)(人民币)	4.18	3.64	2.69	2.64	2.39

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(%)	33.8	32.9	31.4	30.4	30.4
息税前利润率(%)	25.5	25.0	25.7	24.9	25.9
税前利润率(%)	25.1	25.0	25.4	24.6	25.6
净利率(%)	17.6	18.3	17.9	17.7	18.3
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.6	1.5	1.7	1.7
利息覆盖率(倍)	13.6	11.1	10.7	12.1	14.2
净权益负债率(%)	88.3	112.6	88.9	72.0	53.5
速动比率(倍)	0.5	0.3	0.3	0.5	0.6
估值					
市盈率(倍)	14.3	13.6	11.3	9.2	7.4
核心业务市盈率(倍)	14.3	13.6	11.3	9.2	7.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	17.8	17.1	14.2	11.5	9.3
市净率(倍)	1.4	2.0	2.2	1.8	1.5
价格/现金流(倍)	(3.5)	(14.9)	(45.6)	65.2	23.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.2	9.3	9.3	7.7	6.3
周转率					
存货周转天数	655.6	883.6	1,117.5	1,008.6	908.2
应收帐款周转天数	12.4	14.4	24.9	51.1	67.1
应付帐款周转天数	224.0	261.3	333.4	299.8	236.4
回报率					
股息支付率(%)	6.1	10.6	6.0	6.0	6.0
净资产收益率(%)	23.0	21.5	21.1	21.4	21.6
资产收益率(%)	7.0	5.9	5.8	6.2	7.0
已运用资本收益率(%)	13.5	11.4	11.6	12.5	13.6

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。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

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