



股票代码	000002.CH	200002.CH
评级	<b>买入</b>	<b>买入</b>
收盘价	人民币 11.32	港币 14.80
目标价	人民币 13.79	港币 19.15
原目标价	人民币 13.16	港币 18.75
上/下浮比例	22%	29%
目标价格基础	NAV 折价 10%	NAV 折价 0%
板块评级	中立	中立

# 万科

## ROE 已创十年新高，工厂化将开启新纪元

万科坚持了一贯主打刚需产品并实行快周转的策略，2012年销售业绩和结算业绩的双丰收也再次验证了该策略的优势。在2013年中，我们预计公司销售额有望达到1,700亿元，同比增长超过20%，预计结算收入1,275亿元，同比增长24%。鉴于市场的温和回暖以及公司销售的靓丽表现，我们将2013-14年业绩预期分别上调至1.43元和1.75元，并小幅上调A、B股的目标价分别至13.79元和19.15港币，重申对公司A、B股的买入评级。

### 支撑评级的要点

- **营收步入千亿关口，净利率大幅增长30%**。2012年，营业收入1031.2亿元，同比增长43.7%；净利润125.5亿元，同比增长30.4%；每股收益1.14元，符合我们的预期；含税毛利率和净利率分别达到26.0%和12.2%，较2011年同期分别下降3.0和1.2个百分点；年度分红预案为每10股派送人民币1.8元现金股息；净资产收益率为19.66%，为近十年来最高水平。
- **预计13年销售同比超20%，上半年同比有望超越同行**。2012年，销售面积1,295.6万平方米，销售金额1,412.3亿元，分别同比增长20.5%和16.2%，销售金额再度刷新行业纪录。预计今年销售金额更有望达到1,700亿元，同比增长超20%。由于2012年上半年的销售基数较低，公司2013年上半年的销售同比情况更有望获得超越同行的表现。
- **13年温和看多市场，新开工和竣工较为积极**。2013年，公司计划新开工1,653万平方米，比2012年实际完成数增加15.3%，显示了公司对于今年大市温和看多的判断；计划竣工1,290万平方米，比2012年实际完成规模增加31.7%，今年公司可结算资源大幅增加，成为优秀业绩的保障。
- **现金充沛，土储丰富**。2012年末，货币资金522.9亿元，远高于短债355.6亿元；剔除预收账款后的资产负债率仅为43.7%；净负债率为23.5%。截至2012年末，公司规划中项目按万科权益计算的建筑面积合计3,947万平方米，基本可满足未来两到三年的开发需求。

### 评级面临的主要风险

- 调控政策收紧幅度超预期。

### 估值

- 2013年，万科在工厂化和国际化方面都将迈出新的步伐，使其在千亿俱乐部大扩容的今天，仍能保持强大的战略领先优势。鉴于市场的温和回暖以及公司销售的靓丽表现，我们将公司2013-14年业绩预期分别由1.40元和1.69元上调至1.43元和1.75元，并将A、B股的目标价分别由13.16元和18.75港币小幅上调至13.79元和19.15港币，目前A、B股的市盈率估值分别7.9倍和8.3倍，接近近年来8倍左右的估值下限，重申对公司A、B股的买入评级。

### 投资摘要—A股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	71,783	103,116	127,545	145,151	167,120
变动(%)		44	24	14	15
净利润(人民币 百万)	9,625	12,551	15,741	19,214	23,306
全面摊薄每股收益(人民币)	0.875	1.142	1.432	1.747	2.120
变动(%)		30.4	25.4	22.1	21.3
先前预测每股收益(人民币)			1.40	1.69	
调整幅度(%)			2.3	3.4	
全面摊薄市盈率(倍)	12.9	9.9	7.9	6.5	5.3
每股现金流量(人民币)	0.31	0.34	3.17	(0.61)	0.02
价格/每股现金流量(倍)	36.7	33.4	3.6	(18.6)	460.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.3	7.2	5.7	5.2	4.4
每股股息(人民币)	0.130	0.000	0.115	0.140	0.170
股息率(%)	1.1	0.0	1.0	1.2	1.5

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

### 股价表现—A股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	#N/A	(3)	34	32
相对新华富时A50指数	#N/A	(3)	12	31

发行股数(百万)	10,995
流通股(%)	88
流通股市值(人民币 百万)	109,374
13年末每股评估净资产值(人民币)	15.32
3个月日均交易额(人民币 百万)	657
13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2013年2月27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

#### 田世欣\*

(8621) 2032 8519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300206110230

\* 袁豪为本报告重要贡献者

**股价表现—B股**


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	-	(8)	34	45
相对深圳B股	-	(6)	(0)	22

发行股数(百万)	1,315
流通股(%)	12
流通股市值(港币 百万)	19,461
3个月日均交易额(港币 百万)	28
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2013年2月27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)	71,783	103,116	127,545	145,151	167,120
变动(%)	-	44	24	14	15
净利润(人民币 百万)	9,625	12,551	15,741	19,214	23,306
全面摊薄每股收益(人民币)	0.875	1.142	1.432	1.747	2.120
变动(%)	-	30.4	25.4	22.1	21.3
先前预测每股收益(人民币)			1.40	1.69	
调整幅度(%)			2.1	3.3	
全面摊薄市盈率(倍)	13.5	10.4	8.3	6.8	5.6
每股现金流量(人民币)	0.31	0.34	3.17	(0.61)	0.02
价格/每股现金流量(倍)	38.4	34.9	3.7	(19.4)	481.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.3	7.2	5.7	5.2	4.4
每股股息(人民币)	0.130	0.000	0.115	0.140	0.170
股息率(%)	1.10	0.00	0.97	1.18	1.43

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**营收步入千亿关口, 净利率大幅增长 30%**

2012年, 万科实现营业收入1,031.2亿元, 同比增长43.7%, 营业收入历史首次突破千亿; 净利润125.5亿元, 同比增长30.4%; 每股收益1.14元, 符合我们的预期; 含税毛利率和净利率分别达到26.0%和12.2%, 较2011年同期分别下降3.0和1.2个百分点。年度分红预案为每10股派送人民币1.8元现金股息, 派息率进一步上涨至16%。

房地产业务方面, 公司实现结算面积899.3万平方米, 同比增长60.0%; 实现结算收入1,015.8亿元, 同比增长43.8%; 结算均价11,295元/平方米, 同比下降10.1%; 房地产业务毛利率为25.8%, 较2011年同期降低3.0个百分点, 结算净利率13.08%, 较2011年下降1.9个百分点, 这源于2011年公司销售均价同比下降6.2%所致, 而12年的销售均价低于12年结算均价, 13年的毛利率仍有下降压力。

尽管利润率同比下降, 但公司净资产收益率有所上升。报告期内, 公司全面摊薄净资产收益率为19.66%, 较2011年提高1.49个百分点, 为近十年来最高水平。

毛利率和净利率双降的主要原因是: (1)房地产业务结算均价同比下降10.1%所致; (2)高利润率区域(广深地区和上海地区)的结算收入占比下降所致, 2012年结算收入中, 广深地区和上海地区的收入占比分别较2011年下降7.3和7.8个百分点, 而北京和成都区域的收入占比分别较2011年提高8.9和6.2个百分点, 而以往广深地区和上海地区的净利率都要高于北京地区和成都地区; (3)上海区域的净利率较去年同期大幅下滑6.1个百分点至10.6%。

**图表 1. 万科 2012 年业绩摘要**

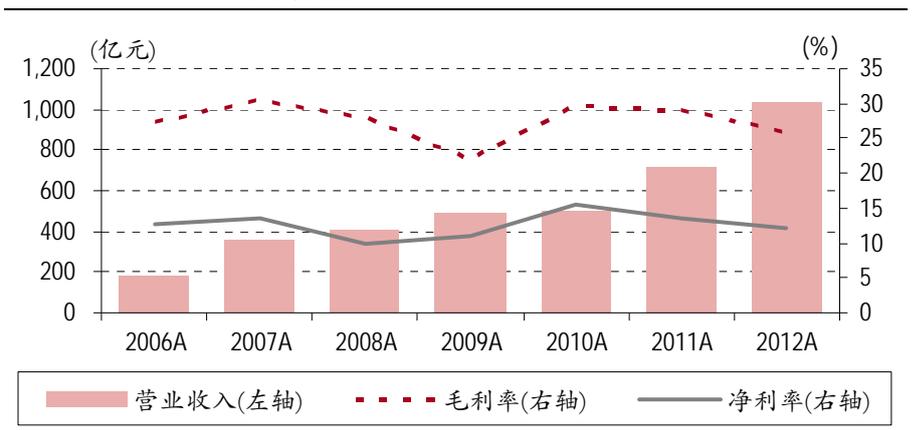
(人民币, 百万)	2011 年年报	2012 年年报	同比变动(%)
营业收入	71,783	103,116	43.7
营业成本	(43,228)	(65,422)	51.3
营业税	(7,779)	(10,916)	40.3
毛利润	20,776	26,778	28.9
其他收入	(65)	(84)	29.7
销售费用	(2,557)	(3,056)	19.5
管理费用	(2,578)	(2,780)	7.8
营业利润	15,576	20,858	33.9
投资收益	697	920	32.0
财务费用	(510)	(765)	50.0
营业外收支	43	57	33.9
税前利润	15,806	21,070	33.3
所得税	(4,206)	(5,408)	28.6
少数股东权益	(1,975)	(3,111)	57.6
归属上市公司股东净利润	9,625	12,551	30.4
主要比率(%)			百分点增减(%)
毛利率	28.9	26.0	(3.0)
经营利润率	21.7	20.2	(1.5)
净利率	13.4	12.2	(1.2)

资料来源: 公司数据

**图表 2. 万科 2012 年分区域业绩情况**

	营业收入 (万元)	占比 (%)	占比增减 (%)	净利润 (万元)	占比 (%)	净利率 (%)	净利率 增减(%)	结算面积 (元/平米)	占比 (%)	结算均价 (元/平米)	同比(%)
广深区域	2,890,350.71	28.5	(7.3)	446,298.23	33.6	15.4	(1.2)	2,398,703.00	26.7	12,049.64	(15.4)
上海区域	2,174,183.03	21.4	(7.8)	229,664.10	17.3	10.6	(6.1)	1,426,061.00	15.9	15,246.07	2.9
北京区域	3,344,944.20	32.9	8.9	418,232.87	31.5	12.5	(0.6)	3,119,394.00	34.7	10,723.06	(1.9)
成都区域	1,748,493.75	17.2	6.2	233,990.32	17.6	13.4	4.0	2,048,799.00	22.8	8,534.24	(0.8)
合计	10,157,971.69	100.0	0.0	1,328,185.52	100.0	13.1	(1.9)	8,992,957.00	100.0	11,295.47	(10.1)

资料来源: 公司数据

**图表 3. 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

### 预计 13 年销售同比超 20%，上半年同比有望超越同行

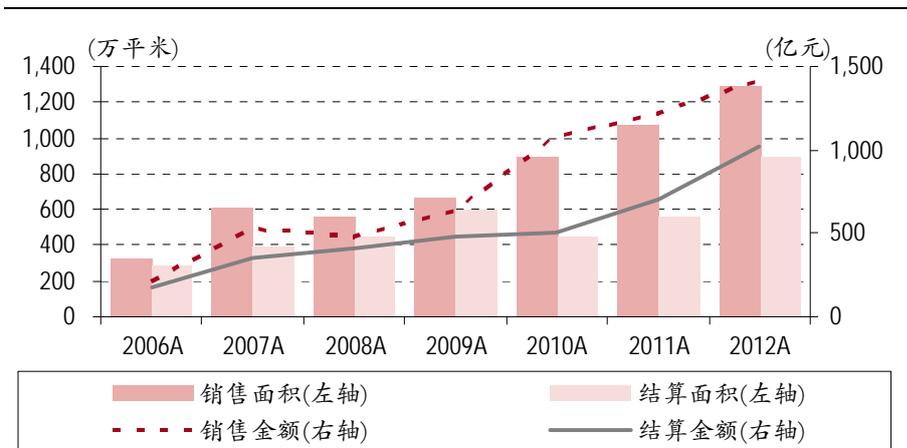
2012 年，公司全年实现销售面积 1,295.6 万平方米，销售金额 1,412.3 亿元，分别同比增长 20.5% 和 16.2%，销售金额再度刷新行业纪录；去化率达到 70% 以上；销售均价 10,901 元/平米，同比下降 3.6%。2012 年公司在全国商品房市场的占有率为 2.19%，较 2011 年提高了 0.14 个百分点，持续受益行业集中度的提高。

分区域来看，公司在珠三角、长三角、环渤海和中西部分别实现销售面积 412.8、255.7、346.0 和 281.1 万平方米，对应销售金额分别为 468.2、329.7、369.9 和 244.5 亿元，面积占比分别为 32%、20%、27% 和 22%，金额占比分别为 33%、23%、26% 和 17%。

2013 年，公司年初存货 800 亿元，预计全年新推 1,600 亿元，上下半年的推盘比例 4: 6，相对 2012 年的 3: 7 更为平均一点，合计全年可售货值达 2,400 亿元，同比增长约 20%。我们预计今年公司销售额更有望达到 1,700 亿元，同比增长超 20%。并且，由于 2012 年上半年的销售基数较低，公司 2013 年上半年的销售同比情况更有望获得超越同行的表现。

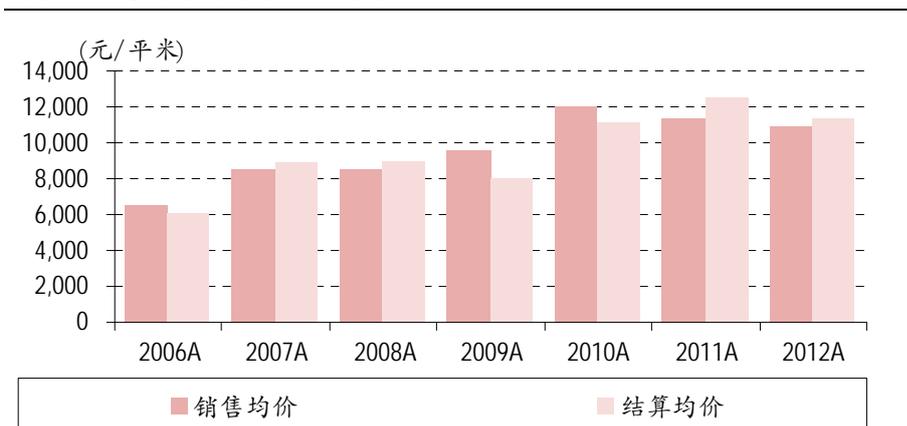
2012 年，公司合并报表范围内尚有 1354.9 万平方米已售资源未竣工结算，合同金额合计约 1,436.5 亿元，较 2011 年分别增长 24.8% 和 17.6%。已售未结算金额锁定了我们对 2013 年房地产业务预测收入的 100% 和 2014 年的 11%，将为 2013 年的增长提供了良好保障。再考虑到 1 月份的销售金额 190.7 亿元，2014 年预测收入的 24% 已被锁定，预售锁定率表现突出。

图表 4. 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 5. 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

### 13 年以积极开工看多市场，竣工规模将提高 32%

2012 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 1,433 万平方米，相比年初计划 1,328 万平方米增长 7.9%；实现竣工面积 979 万平方米，相比年初计划 890 万平方米增长 10.0%。

2013 年，公司计划新开工 1,653 万平方米，比 2012 年实际完成数增加 15.3%，显示了公司对于今年大市温和看多的判断；计划竣工 1,290 万平方米，比 2012 年实际完成规模增加 31.7%，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。

### 现金充沛，土储丰富

2012 年末，公司持有货币资金 522.9 亿元，远高于短期借款和一年内到期长期借款合计 355.6 亿元，公司继续贯彻现金为王的策略，保持良好的资金状况；由于预收账款由 2011 年底的 1,111.0 亿元增长至 1,310.2 亿元，公司的资产负债率相比 2011 年同期的 77.1% 有所上升至 78.3%，增加 1.2 个百分点，但剔除预收账款后的资产负债率仅为 43.7%；净负债率为 23.5%，仍然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。

2012 年，公司新增项目 78 个，新进入南充、平度、徐州、营口、济南等城市。新增权益规划建筑面积约 624 万平方米，对应规划建筑面积约 1,589 万平方米，楼面地价约 2,790 元/平方米，较 2011 年小幅增长 3%。此外，公司还参与 1 个城市更新改造类项目。截至 2012 年末，公司规划中项目按万科权益计算的建筑面积合计 3,947 万平方米，基本可满足未来两到三年的开发需求。2012 年末，公司累计已进入了超过 59 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。

### 工厂化战略将获得突破性发展，国际化处于进行时

2012 年，万科交付的房屋，装修房占比超过 80%；售出的房屋中，144 平方米以下的中小套型占比则达到了 90%，较 2011 年再提高 2 个百分点。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在同行业中占据了先发优势，从而取得超越同行的销售业绩。

万科 13 年来在住宅产业化上投入了大量精力，在装修房、工厂化和绿色建筑方面都走在行业前端。目前装修房战略已经基本完成，工厂化将成为未来几年的战略重点、工厂化项目规模将大幅提升。目前，公司 2012 年工厂化新开工面积为 272 万方，占比总新开工面积已经达到 19%。

在千亿俱乐部快速扩容的今天，行业龙头企业开发规模巨大，管理难度不断增加；而唯有万科多年来力推的工厂化战略可以在超大规模开发下保证房屋的基本品质、加快周转速度、同时兼顾环保，使其不但可以傲视同侪，也具备了一些国际领先的能力。未来几年，我们看好万科工厂化的先发优势将是真正转化为生产力和核心竞争力的阶段。

2013 年也将是公司迈向国际化的重要年份。目前，公司 B 转 H 正处于两条线同时推进的阶段，一方面公司在等待证监会和联交所的审批，另一方面公司正在进行 150 个地产项目的评估，后者的评估时间可能较长，并且联交所的审批是以项目评估报告为前提的，预计 B 转 H 的最早完成时间大约在 4 月下旬或 5 月。选择香港挂牌，以及加大海外市场投资，万科在国际化上的努力有目共睹，作为全球最大的房地产开发商，万科的领先能力不止体现在开发规模上，也体现在各个方面的战略理念上。

### 上调盈利预测，重申买入评级

万科快周转、主打精装修及刚需产品的战略适合其当前的规模发展要求，符合消费者自住需求的变迁，同时也适应了行业调控大方向的要求。2012 年公司取得了销售业绩和结算业绩的双丰收，在 2013 年中，我们预计公司销售额有望达到 1,700 亿元，同比增长超过 20%，结算收入 1,275 亿，同比增长 24%。2013 年，万科在工厂化和国际化方面都将迈出新的步伐，使其在房地产企业千亿俱乐部大扩容的今天，仍能保持强大的战略领先优势，并将持续于行业景气度回升和集中度提高的大趋势。

鉴于市场的温和回暖以及公司销售的靓丽表现，我们将公司 2013-14 年业绩预期分别由 1.40 元和 1.69 元上调至 1.43 元和 1.75 元，并小幅上调 A、B 股的目标价分别至 13.79 元和 19.15 港币，目前 A、B 股的市盈率估值分别 7.9 倍和 8.3 倍，接近近年来 8 倍左右的估值下限，重申对公司 A、B 股的**买入**评级。

**损益表 - A股及B股 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	71,783	103,116	127,545	145,151	167,120
销售成本	(51,007)	(76,338)	(93,182)	(104,737)	(118,064)
经营费用	(4,998)	(5,654)	(6,085)	(6,514)	(7,525)
息税折旧前利润	15,778	21,124	28,278	33,900	41,530
折旧及摊销	(137)	(183)	(165)	(163)	(162)
经营利润(息税前利润)	15,641	20,942	28,113	33,736	41,368
净利息收入/(费用)	(510)	(765)	(797)	(1,014)	(1,046)
其他收益/(损失)	675	893	814	700	669
税前利润	15,806	21,070	28,130	33,422	40,991
所得税	(4,206)	(5,408)	(7,032)	(8,355)	(10,247)
少数股东权益	(1,975)	(3,111)	(5,357)	(5,854)	(7,438)
净利润	9,625	12,551	15,741	19,214	23,306
核心净利润	9,625	12,551	15,741	19,214	23,306
每股收益(人民币)	0.875	1.142	1.432	1.747	2.120
核心每股收益(人民币)	0.875	1.142	1.432	1.747	2.120
每股股息(人民币)	0.130	0.000	0.115	0.140	0.170
收入增长(%)	n.a.	44	24	14	15
息税前利润增长(%)	n.a.	34	34	20	23
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	34	34	20	23
每股收益增长(%)	n.a.	30	25	22	21
核心每股收益增长(%)	n.a.	30	25	22	21

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	15,806	21,070	28,130	33,422	40,991
折旧与摊销	137	183	165	163	162
净利息费用	510	765	797	1,014	1,046
运营资本变动	(7,688)	(11,324)	13,511	(32,290)	(31,063)
税金	(4,206)	(5,408)	(7,032)	(8,355)	(10,247)
其他经营现金流	(1,169)	(1,560)	(764)	(650)	(619)
经营活动产生的现金流	3,389	3,726	34,807	(6,696)	270
购买固定资产净值	(1,248)	(638)	319	290	334
投资减少/增加	19	167	0	0	0
其他投资现金流	(4,424)	(1,983)	(25,174)	(98)	(674)
投资活动产生的现金流	(5,653)	(2,453)	(24,855)	192	(340)
净增权益	3,905	2,992	2	3	4
净增债务	3,600	20,613	15,375	2,377	11,058
支付股息	(6,698)	(7,319)	(1,259)	(1,537)	(1,864)
其他融资现金流	0	0	(12,587)	(49)	(337)
融资活动产生的现金流	807	16,287	1,531	794	8,861
现金变动	(1,456)	17,559	11,483	(5,709)	8,792
期初现金	37,817	34,240	52,292	63,773	58,060
公司自由现金流	(2,263)	1,273	9,952	(6,504)	(69)
权益自由现金流	1,337	21,885	25,327	(4,126)	10,989

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	34,240	52,292	63,773	58,060	66,848
应收帐款	19,955	21,944	12,755	14,515	16,712
库存	208,335	255,164	325,240	333,846	275,748
其他流动资产	20,116	33,374	35,984	31,370	34,775
流动资产总计	282,647	362,774	437,751	437,791	394,082
固定资产	2,301	2,663	2,520	2,377	2,234
无形资产	435	629	607	587	568
其他长期资产	10,825	12,736	11,068	10,474	10,559
长期资产总计	13,562	16,028	14,195	13,437	13,361
总资产	296,208	378,802	451,946	451,229	407,443
应付帐款	61,684	52,016	55,975	44,814	49,678
短期债务	23,587	35,583	50,958	53,336	64,394
其他流动负债	115,453	172,235	206,623	191,599	103,614
流动负债总计	200,724	259,834	313,556	289,748	217,686
长期借款	26,822	36,036	36,036	36,036	36,036
其他长期负债	829	794	814	823	833
股本	10,995	10,996	10,995	10,995	10,995
储备	41,973	52,830	67,304	84,999	106,423
股东权益	52,968	63,826	78,299	95,995	117,418
少数股东权益	14,865	18,313	23,241	28,626	35,469
总负债及权益	296,208	378,802	451,946	451,229	407,443
每股帐面价值(人民币)	4.82	5.80	7.12	8.73	10.68
每股有形资产(人民币)	4.78	5.75	7.07	8.68	10.63
每股净负债/(现金)(人民币)	1.47	1.76	2.11	2.85	3.05

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率 - A股**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	22.0	20.5	22.2	23.4	24.9
息税前利润率(%)	21.8	20.3	22.0	23.2	24.8
税前利润率(%)	22.0	20.4	22.1	23.0	24.5
净利率(%)	13.4	12.2	12.3	13.2	13.9
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.4	1.4	1.4	1.5	1.8
利息覆盖率(倍)	0.5	12.0	25.2	25.9	30.0
净权益负债率(%)	23.8	23.5	22.9	25.1	22.0
速动比率(倍)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	12.9	9.9	7.9	6.5	5.3
核心业务市盈率(倍)	12.9	9.9	7.9	6.5	5.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	15.8	12.1	9.6	7.9	6.5
市净率(倍)	2.3	2.0	1.6	1.3	1.1
价格/现金流(倍)	36.7	33.4	3.6	(18.6)	460.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.3	7.2	5.7	5.2	4.4
<b>周转率</b>					
存货周转天数	1,490.8	1,108.1	1,136.7	1,148.4	942.3
应收帐款周转天数	101.5	74.2	49.6	34.3	34.1
应付帐款周转天数	313.7	201.2	154.5	126.7	103.2
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	14.9	0.0	8.0	8.0	8.0
净资产收益率(%)	18.2	21.5	22.2	22.0	21.8
资产收益率(%)	3.9	4.6	5.1	5.6	7.2
已运用资本收益率(%)	42.2	16.1	16.6	16.9	17.8

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。

## 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 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
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

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