



买入 **38% ↑**
目标价格: 人民币 13.50

002285.CH

价格: 人民币 9.79

目标价格基础: 25倍14年市盈率

板块评级: 未有评级

世联行

三大业务落子, 战略转型元年

2014年是世联行的战略转型元年, 公司着手构建三大业务体系 ToC、ToB、和云端业务。公司销售代理业务下半年在需求弱复苏、库存压力较大的情况下, 销售代理额和费率都有望爬升; ToB 业务明确标杆 CBRE, 计划进军企业增值服务和资本市场服务; 同时, 创新转型业务全面推进, 移动互联网产品房联宝即将上线, 家圆云贷等地产金融业务今年大幅放量, 祥云战略积极推进。7月搜房战略入股为公司引入互联网基因, 完成增资扩股收入 11.4 亿募股资金后, 公司也将积蓄力量在行业低点积极并购提升市占率。我们预计 2014-16 的每股收益分别为 0.47、0.65 和 0.78 元, 给予 2014 年目标市盈率 25 倍和目标价 13.50 元, 首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- **代理行业龙头, 受益行业集中度提升。**公司上半年实现代理销售金额 1,304 亿元, 市占率提高至 4.2%, 稳居行业龙头; 下半年受地方政策松绑限购、限贷影响, 销售弱复苏, 预计代理销售额将有所反弹; 同时开发商库存压力巨大, 预计代理费率较上年小幅提高, 同时公司也有望通过低位并购, 实现全年 4,000 亿元销售目标。
- **顾问策划业务将以 CBRE 为标杆转型资产服务商。**公司在咨询业务基础上通过股权收购切入资产服务和投资业务领域, 已进入青岛、北京等重点城市非住宅管理业务, 未来将继续通过收购进入大城市, 整合碎片市场。
- **移动互联产品房联宝即将上线, 合作搜房引入互联网基因。**公司计划 8 月推出房联宝, 打造集合新房销售和二手房业务的线上平台, 目标建设中国版 Zillow, 有效利用 1,000 多个案场的线下资源建立大数据精确选房和估价系统。与搜房的合作有助于为公司注入互联网基因, 加快电商业务的拓展。
- **云服务提高想象力, 地产金融业务放量。**世联行今年提出了充满想象力的云服务理念, 力图打造基于互联网的开放性平台。其中进展较快的是房地产金融产品, 今年上半年业务量激增, 预计全年借贷规模是去年的 8-10 倍。

评级面临的主要风险

- 下半年房地产市场销售低于预期; 转型效果差于预期。

估值

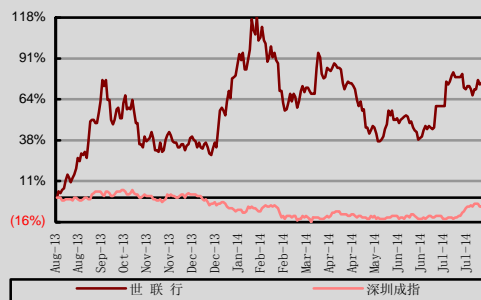
- 我们预计 2014-16 的每股收益分别为 0.54、0.69 和 0.84 元, 按照 2014 年目标市盈率 25 倍, 给予目标价 13.50 元, 首次覆盖给予买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	1,878	2,563	3,653	4,823	5,604
变动 (%)	n.a.	36	43	32	16
净利润(人民币 百万)	213	315	410	527	640
全面摊薄每股收益(人民币)	0.278	0.412	0.537	0.690	0.838
变动 (%)	n.a.	48.1	30.2	28.5	21.4
全面摊薄市盈率(倍)	35.2	23.7	18.2	14.2	11.7
每股现金流量(人民币)	0.69	1.09	1.14	1.48	1.79
价格/每股现金流量(倍)	33.2	16.1	15.4	11.9	9.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.7	12.3	8.7	6.3	4.6
每股股息(人民币)	0.405	0.136	0.172	0.221	0.268
股息率 (%)	4.1	1.4	1.8	2.3	2.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(36.9)	1.0	(30.6)	0.4
相对深证成指	(35.6)	(10.1)	(42.4)	2.1

发行股数(百万)	764
流通股 (%)	100
流通股市值(人民币 百万)	7,477
3个月日均交易额(人民币 百万)	72
净负债比率 (%) (2014E)	净现金
主要股东 (%)	
世联地产顾问(中国)有限公司	48

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2014 年 8 月 11 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

房地产: 房地产开发

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

*卢晓峰为本报告重要贡献者

目录

一、公司概况	3
二、To C 业务：代理销售+经纪业务	6
三、To B 业务：顾问策划+资产服务	12
四、创新业务：移动终端产品+房地产金融+云端构想	17
五、财务分析	23
六、盈利预测及投资建议	25

一、公司概况

1993 年世联地产成立。2009 年公司上市，形成顾问策划、代销和经纪三大业务，是首家 A 股房地产综合服务提供商。2012 年，公司通过收购进军资产管理 and 金融服务两大领域。

2013 年，公司成为国内首家代理销售额突破 3,000 亿元的代理商，市场份额自上市以来始终保持龙头地位；公司成功收购北京安信行进军资产服务业，并确定以世邦魏理仕为标杆。

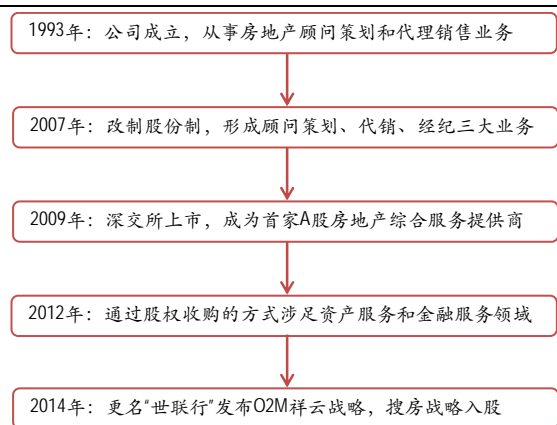
2014 年 1 月，公司更名为“深圳世联行地产顾问股份有限公司”，简称“世联行”，确定以 O2M 商业模式为主导的祥云战略。7 月，搜房网通过全资控股公司华居天下战略入股世联，公司向华居天下定增募集 11.4 亿元资金投入基于大数据的 O2M 平台建设，与搜房形成战略合作关系。

图表 1. 2013-2014 年中国房地产策划代理百强榜单 TOP10

排名	2013	2014
1	世联地产	世联行
2	易居	易居
3	同策房产	同策房产
4	合富辉煌	合富辉煌
5	思源兴业	博思堂地产
6	策源置业	伟业顾问
7	新聚仁物业	新聚仁物业
8	保利代理	保利代理
9	新景祥投资	新景祥
10	金网络投资	金网络联行地产

资料来源：中国房地产协会、中银国际研究

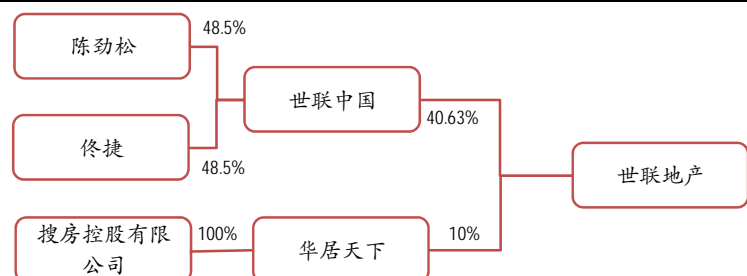
图表 2. 公司主要发展历程



资料来源：公司公告、中银国际研究

公司的实际控制人和创始人为陈劲松和佟捷夫妇。2013 年底，由两人控股的世联中国合计持有上市公司 48.01% 的股权。2014 年 7 月，搜房通过华居天下战略入股，后者持有公司 10% 的股权，世联中国持股比例降至 40.63%。

图表 3. 搜房入股后公司的股权结构

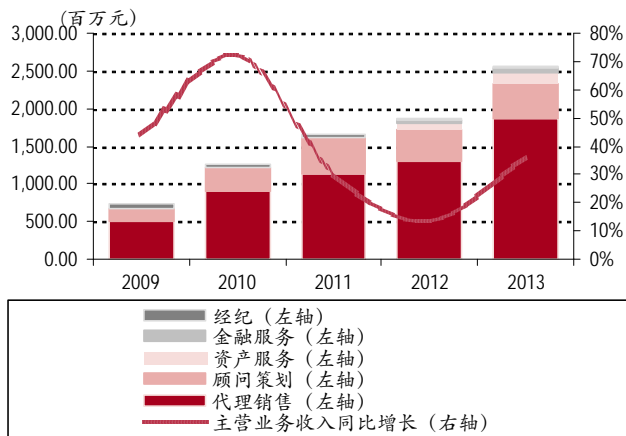


资料来源：公司年报、中银国际研究

2013 年公司实现营收 25.6 亿，同比增长 36%。公司的主营业务以代理销售业务和顾问策划业务为主，2013 年公司代理销售业务收入 18.6 亿元，营收占比 72.7%；顾问策划业务收入 4.7 亿元，营收占比 18.5%。

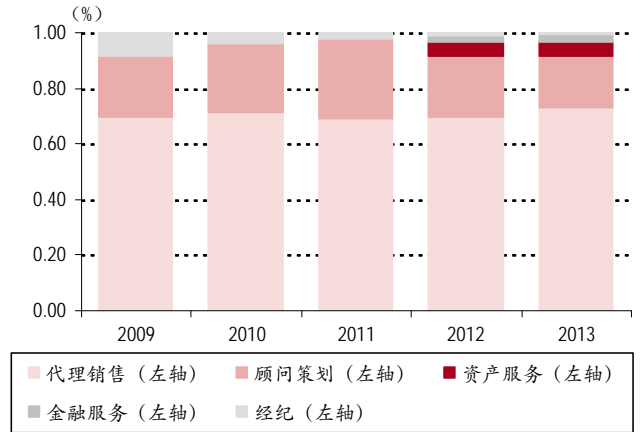
2012年起，公司积极开展资产服务业务和金融服务业务，2013年分别实现收入1.3亿元和0.7亿元，营收占比分别为5.2%和2.7%。同时，公司战略收缩经纪业务，2013年实现收入0.2亿元，营收占比0.7%。

图表 4. 2009-2013 年公司营业收入规模和增长率



资料来源：公司公告、中银国际研究

图表 5. 2009-2013 年公司各项营业收入占比



资料来源：公司公告、中银国际研究

2014 年是公司战略转型的元年：

(1) “世联地产”更名为“世联行”，从传统的房地产销售代理商转型为房地产综合服务商，深化顾问、资产、金融等 B 端业务，并以“五大行”之一的世邦魏理仕 (CBRE) 为标杆。

(2) 公司发布“祥云战略”作为未来 10 年的发展纲领，确定 O2M 的商业模式。O 是 Offline、Organization，代表线下组织能力；M 是 Mobile Internet、Middle office，代表移动互联解决方案，和以数据分析、产品定制构成的中台能力。

(3) 搜房入股世联。房地产代理商龙头和房地产电商龙头强强联合，线上线下一体化战略合作，形成优势资源互补。

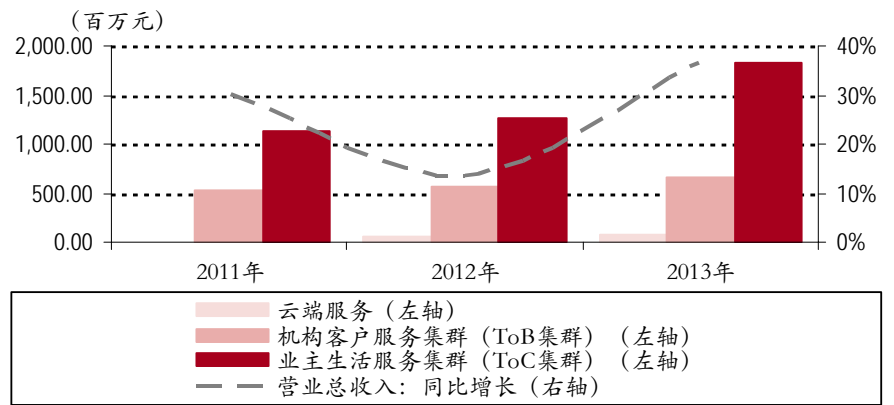
今年世联行对业务板块进行重组，形成三大产业集群：

(1) 成立业主生活服务集群 (ToC 集群)，提供住宅销售代理、经纪业务等业主生活服务；

(2) 成立机构客户服务集群 (ToB 集群)，为房地产开发商、企业、政府等机构客户提供顾问咨询、写字楼、商业租售服务、物业管理及资产服务；

(3) 成立世联云端服务，打造面向终端置业者和机构客户的开放平台，提供包括金融服务在内的各种增值产品及服务。

图表 6. 营业收入按公司战略所规划的服务集群分类



资料来源：公司年报、中银国际研究

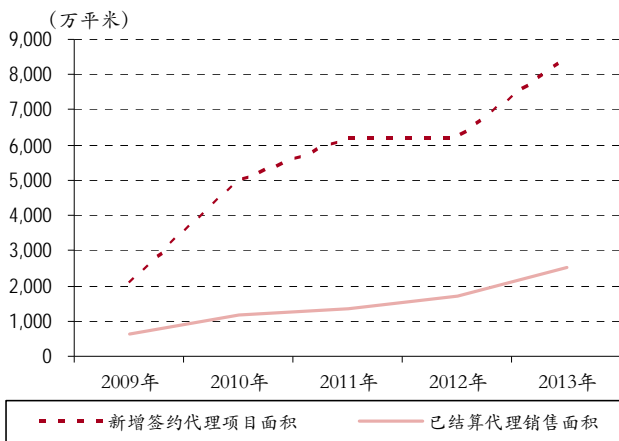
二、To C 业务：代理销售+经纪业务

1. 代理销售业务：市场份额持续提升

2013 年公司代理销售业务占比营收 72.7%。公司自上市以来始终保持行业龙头地位：2013 年市场占有率达到 3.9%，同比增 0.6 个百分点；2014 年 6 月市场占有率 4.2%。

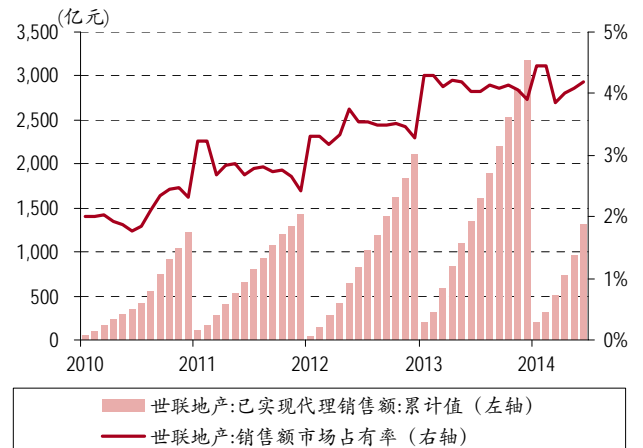
随着楼市调整格局确立，开发商去库存压力上升，预计下半年公司新增签约代理项目面积将继续增加。同时，世联的品牌效应有助于公司获得更多优质房源，在下游需求呈弱复苏态势、上游库存压力仍较大的情况下，公司有望继续受益于市场集中度的提升

图表 7. 2009-2013 年公司新增签约代理项目面积



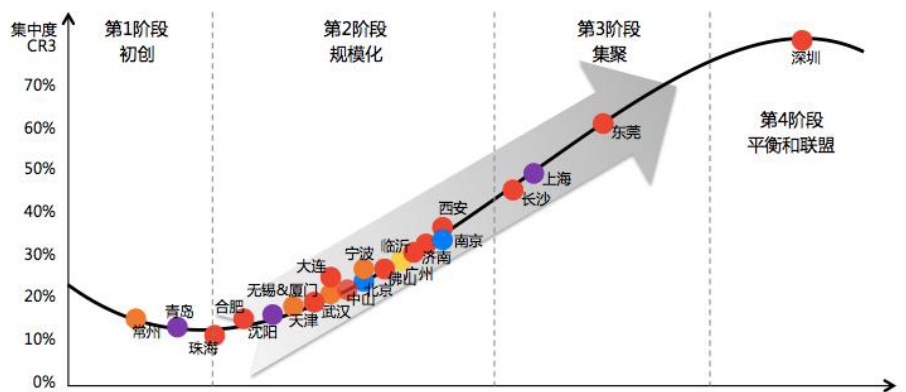
资料来源：公司公告、中银国际研究

图表 8. 2009-2013 年公司代理销售业务的市场占有率不断提升



资料来源：公司公告、中银国际研究

图表 9. 2012 年主要城市房地产代理销售公司前三名的市场份额之和

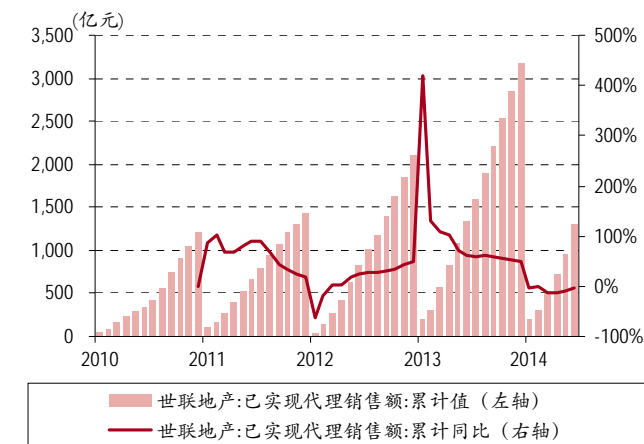


资料来源：公司公告、中银国际研究

公司代理销售业务与全国房地产市场销售情况高度相关，但公司表现始终好于市场平均水平。2013 年公司实现销售 3,175 亿元，同比增长 50%，同期全国商品房销售额增长 26%。今年上半年受楼市调整影响，公司销售额同比下降 3%，而同期全国商品房销售额下降 7%。上半年公司实现销售额 1,304 亿元，全年目标 4,000 亿元，实现存在一定难度。

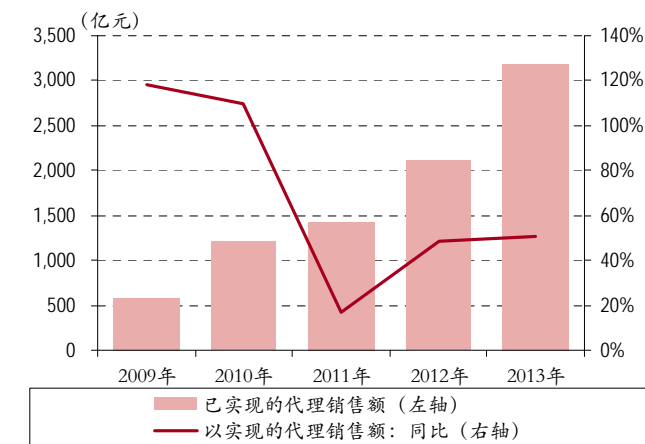
一方面，我们预计下半年在限购松绑和信贷放松等政策托市背景下，地产销售额较上半年获得改善，呈弱复苏态势；另一方面，弱市是并购好时机，公司募投资金到位后，有望通过低位并购实现全年目标。

图表 10. 2009-2014 年 2 季度公司已实现代理销售额月度累计值



资料来源：公司公告、中银国际研究

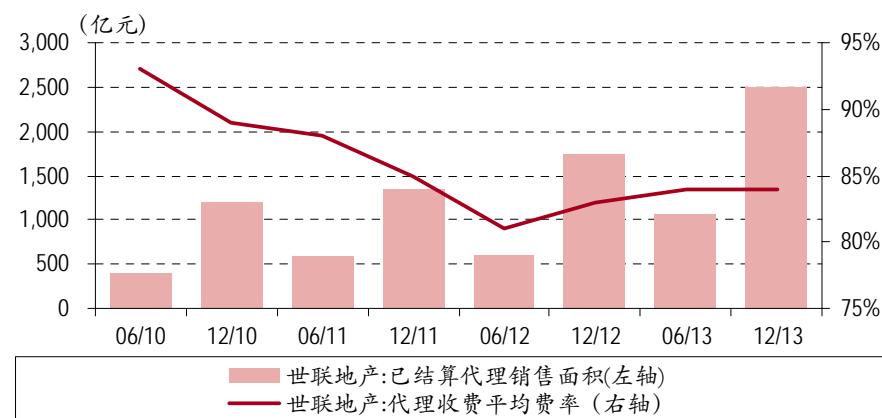
图表 11. 2009-2013 年公司年度代理销售额增长



资料来源：公司公告、中银国际研究

公司 2013 年的代理收费的平均费率为 0.84%，与 2011 年、2012 年基本持平。今年国内楼市出现调整，下半年成交回暖但库存依旧高企，开发商仍面临较为激烈的市场竞争。在下游需求改善的情况下，公司有望受益于对上游议价能力的提升。我们预计全年公司代理业务的平均费率为 0.85%-0.87%。

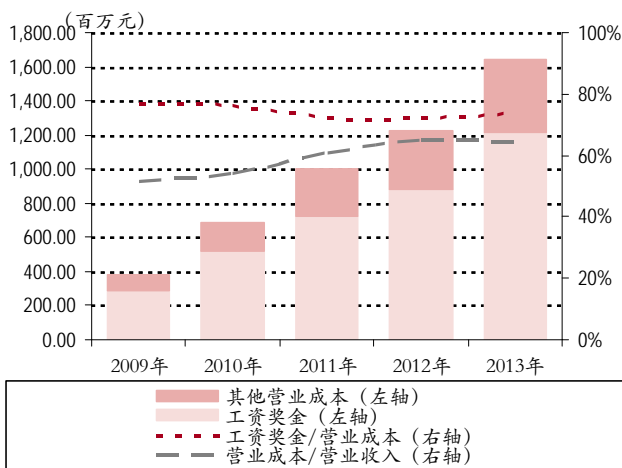
图表 12. 2011 年-2013 年公司代理收费的平均费率基本维持在 0.8%-0.85%



资料来源：公司公告、中银国际研究

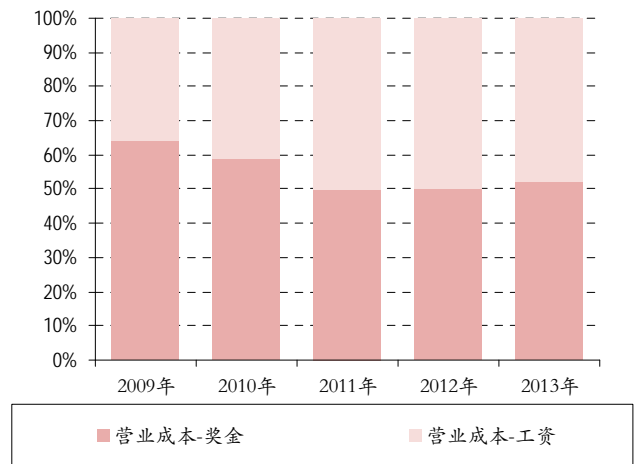
代理业务属于劳动密集型行业，职工薪酬是销售业务的主要成本。2013 年公司的工资奖金占营业成本 73.6%，占当年收入 47.3%。从薪酬结构来看，公司的人力成本主要由固定工资和业务提成两部分组成，各占比一半。

图表 13. 2009-2013 年公司工资奖金占比营业成本



资料来源：公司公告、中银国际研究

图表 14. 2009-2013 年公司销售人员工资和奖金比例

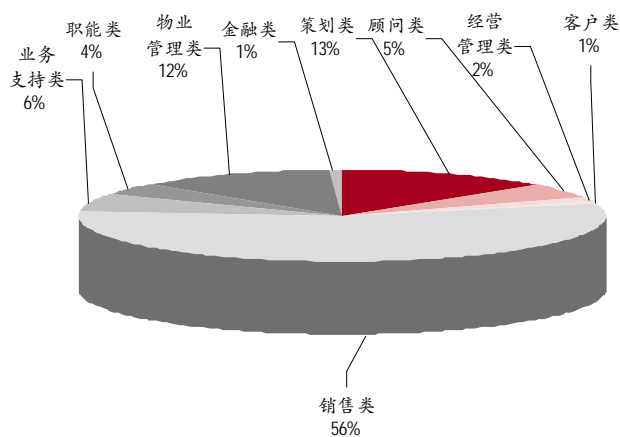


资料来源：公司公告、中银国际研究

2013 年末公司员工总数 19,468 人，其中销售类人员 10,842 人，同比上年增长 49%。代理销售团队固定工资的增长受各地最低工资标准影响较大，会对企业盈利造成一定压力。但由于公司业务提成比例较高，实际的固定成本只占人工成本一半，可对冲部分经营性风险。**经测算，2013 年公司全体员工人均工资奖金约 8.3 万元/人/年**，人均职工薪酬费用（计入社保费用等）约 9.4 万元/人/年。

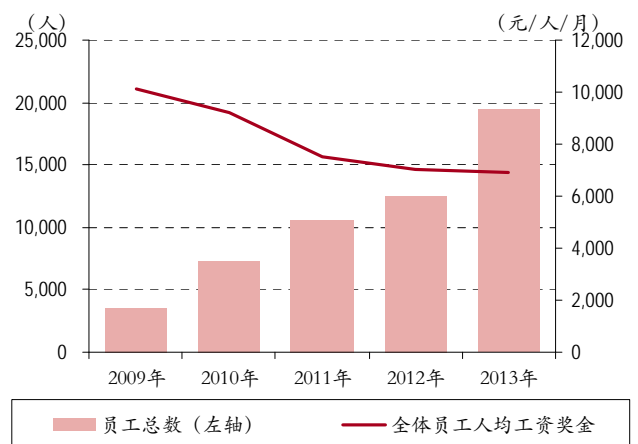
根据 2013 年年报披露，公司销售人员人均销售效率约 230-240 万元/人/月，按 0.84% 的费率计算，人均贡献收入约 23-24 万元/人/年。由于去年销售人员数量增幅较大，预计今年人均销售效率将出现较为明显的下降，全年毛利率水平或出现下滑。

图表 15. 2013 年公司岗位类别构成情况



资料来源：公司公告、中银国际研究

图表 16. 2009-2013 年公司员工总数和人均工资奖金

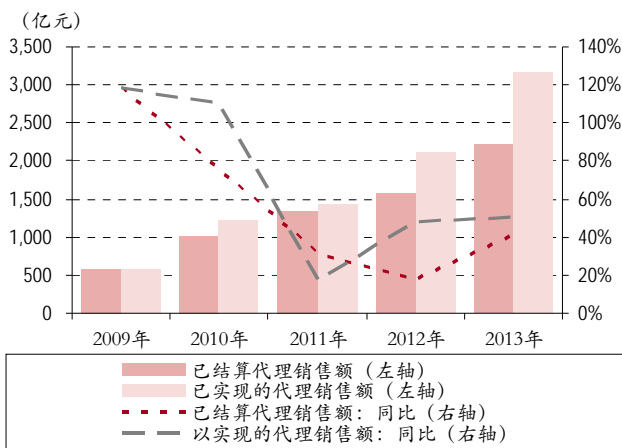


资料来源：公司公告、中银国际研究

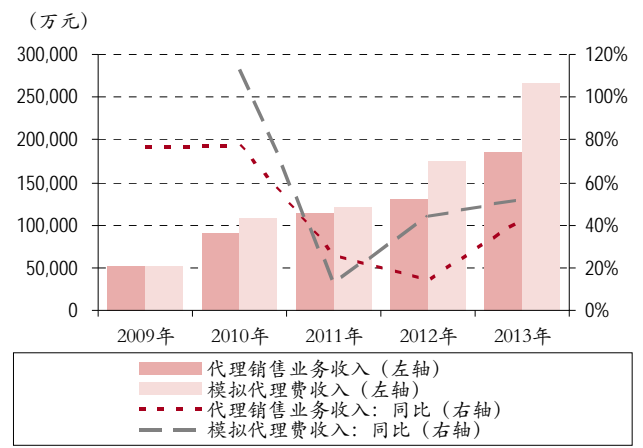
图表 17. 公司 2012-2013 年的人均销售效率变化趋势图


资料来源：公司公告、中银国际研究（图中每个点代表的是该月份连续 12 个月的移动平均人均销售额）

由于代理销售项目从销售实现到开发商确认并最终结算收入的平均周期约为 6 个月，按现行的收入确认制度，公司在某一段时间确认的收入主要来源于数月以前的销售成果。因此，公司已实现的销售额与已结算的销售额在确认上存在一定时滞，2013 年末公司累计有已实现未结算的销售额约 1,700 亿元。

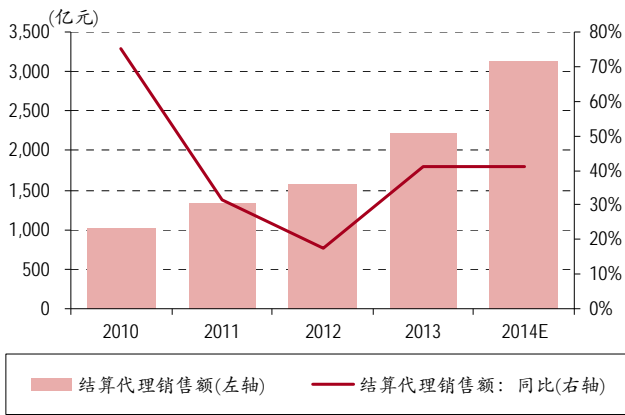
图表 18. 2009-2013 年公司已结算的销售总额和已实现的销售总额


资料来源：公司公告、中银国际研究

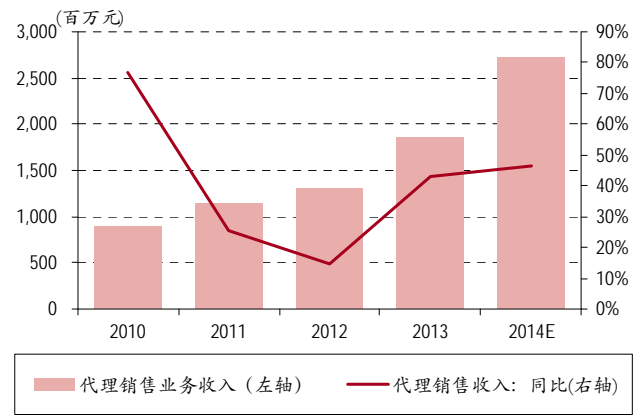
图表 19. 2009-2013 年公司代理销售业务收入和模拟代理费收入


资料来源：公司公告、中银国际研究

根据 2013 年 3 季度、4 季度和 2014 年 1 季度、2 季度的销售总额，我们预计 2014 年全年可结算的代理销售总额约 3,133 亿元，根据近几年的费率计算，可结算收入约 25-26 亿元，同比增长 36%-40%。

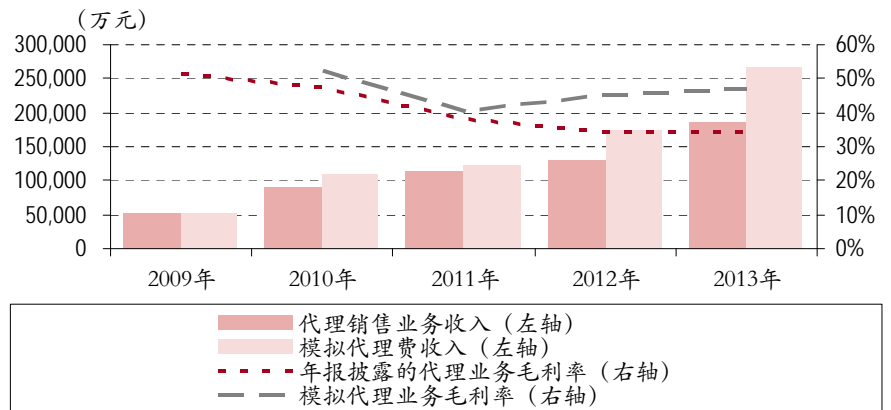
图表 20. 2009-2014 年公司结算代理销售额和预测值


资料来源：公司公告、中银国际研究

图表 21. 2009-2014 年公司代理销售业务收入和预测值


资料来源：公司公告、中银国际研究

由于代理业务收入滞后于成本费用的发生，因此公司使用“按照公司当期代理销售额模拟计算的代理费”替换利润表中的代理收入，重新计算模拟代理业务的毛利率。2013 年，公司实现模拟代理业务毛利率 47%，高于财报披露的代理业务毛利率 34.5%。

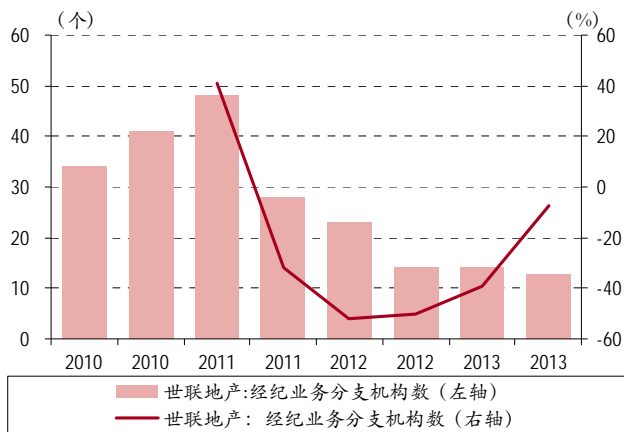
图表 22. 2009 年-2013 年公司代理销售业务收入和毛利率


资料来源：公司公告、中银国际研究

2. 经纪业务：战略收缩向移动转型

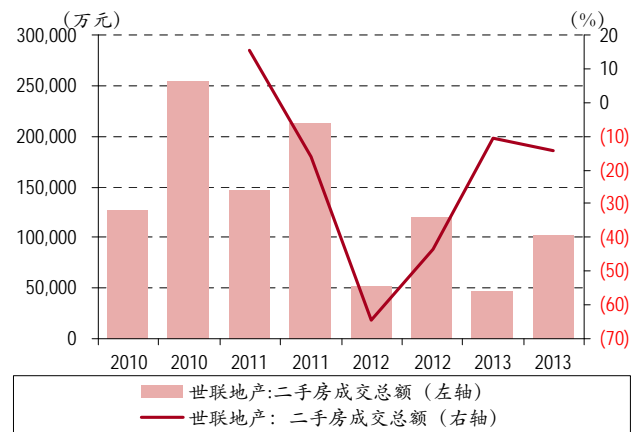
由于实体店的固定成本过高，与公司转型轻资产服务的战略不符，叠加行业竞争加剧，公司计划收缩传统门店模式下的经纪业务。近年公司开设的经纪业务分支机构数量逐年下降。2013 年公司经纪业务占比总收入 0.73%。

图表 23. 2009-2013 年公司经纪业务分支机构数逐年下降



资料来源: 公司公告、中银国际研究

图表 24. 2009-2013 年公司经纪业务二手房成交总额变化



资料来源: 公司公告、中银国际研究

未来公司计划将经纪业务逐渐从线下往线上发展。公司通过将一手房地产市场掌握的大量业主信息转化为二手房的资源优势，与搜房网战略合作后，未来可以首先采取借助搜房网平台实现经纪业务轻资产模式网上运营的尝试。

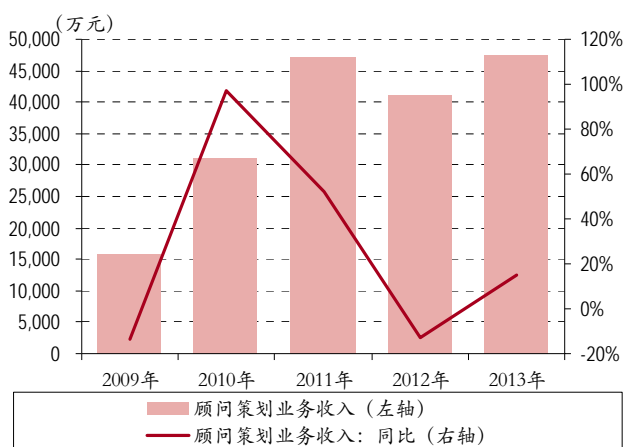
三、To B 业务：顾问策划+资产服务

1、顾问策划业务：转型房地产服务的基石

公司是国内最早从事房地产咨询业务的公司，2013 年顾问策划业务营收占比 18.5%，年度执行合约数量 1,042 个，其中开发商策划项目数 1,009 个，同比大幅增长 45%，其余项目的客户为地方政府和土地运营机构。

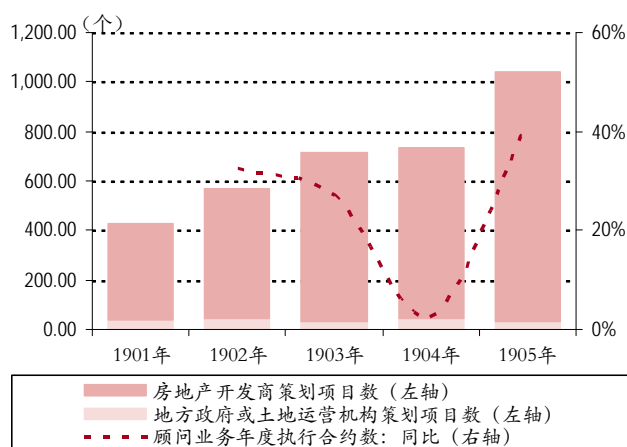
针对开发商的策划项目主要包括市场进入、土地竞拍、物业项目开发等策略；针对地方政府和土地运营机构的策划项目主要包括土地政策、土地规划、土地出让等建议。

图表 25.2009-2013 年公司顾问策划业务收入



资料来源：公司公告、中银国际研究

图表 26. 2009-2013 年公司顾问业务年度执行合约数

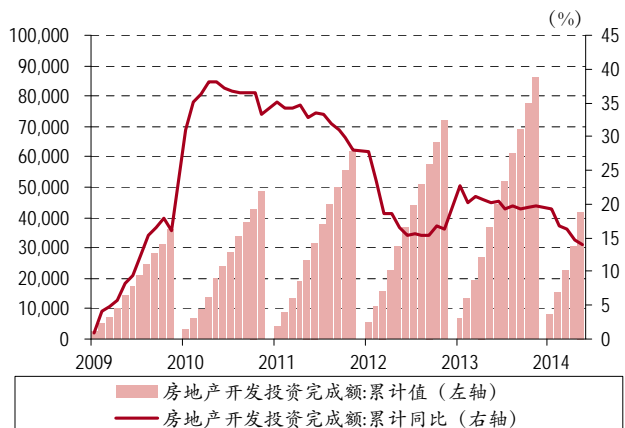


资料来源：公司公告、中银国际研究

公司顾问策划服务的客户对象主要是开发商，市场需求受到开发商投资意愿的影响较大。2013 年房地产投资和土地市场回暖，公司顾问业务收入增速同比 2012 年出现较为明显的反弹。

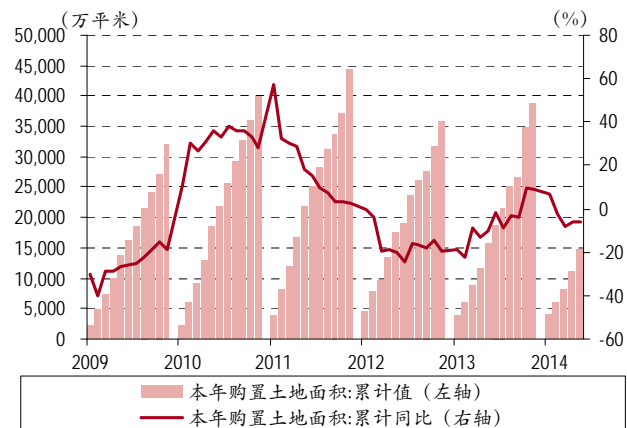
2014 上半年受下游需求疲弱传导，房地产投资增速和土地成交面积均出现大幅下降，而下半年房企去库存的压力仍较大，我们预计全年公司顾问策划业务收入增速将出现下滑。

图表 27.2010-2013 年全国房地产开发投资增速



资料来源：公司公告、中银国际研究

图表 28. 2010-2013 年房企土地购置面积增速

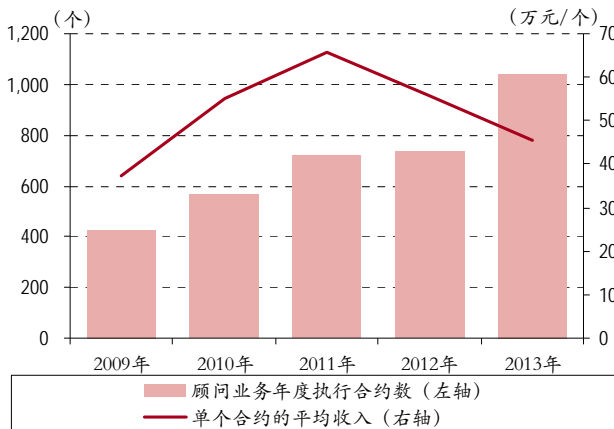


资料来源：公司公告、中银国际研究

2013 年公司实施顾问业务落地子公司的策略，即顾问业务团队对服务内容进行分类，方便客户根据实际需求选择更有针对性的服务项目，这种服务方式虽然使单个合约金额有所降低，但拓展效率提高：去年公司执行合约数量大幅增加，业务毛利率也有所回升。

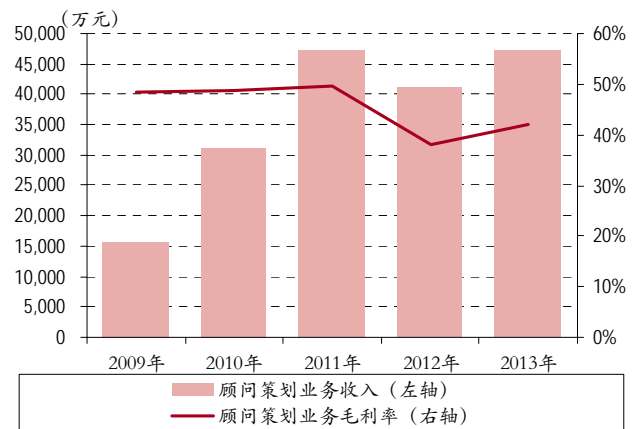
今年在房地产投资增速下滑的不利背景下，公司业务效率的提升将有助于公司抢占市场份额，为全面转型成房地产服务企业打下基础。

图表 29.2009-2013 年公司单个顾问合约的平均收入



资料来源：公司公告、中银国际研究

图表 30.2009-2013 年公司顾问策划业务的毛利率



资料来源：公司公告、中银国际研究

2、资产服务业务：股权收购积极探索

近年来，公司通过战略收购探索进军资产服务行业：2011年8月公司2,100万元收购青岛雅园60%股权，2013年11月公司7,800万元收购北京安信行60%股权。而60%的收购比例也体现出公司进入新业务较为谨慎的一面。

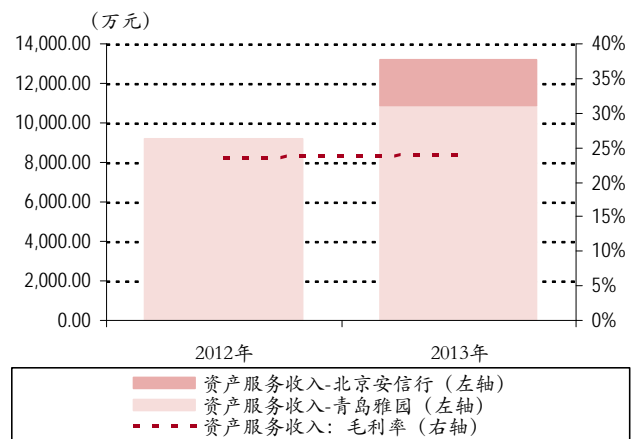
股权收购的方式使公司在短时间内迅速扩大收入规模，2013年公司资产服务业务收入1.3亿元，营收占比5.2%；年末实际在管的全委托项目58个，收费面积208万平方米。

图表 31.2012-2013 年公司资产服务业务相关数据

项目	2012年	2013年
新增签约的全委托物业管理项目个数 (个)	2	8
实际在管的全委托项目个数 (个)	10	58
在管的全委托项目实际收费面积 (万平方米)	62.44	208.30
资产服务业务收入 (万元)	9,207.10	13,197.60
营收占比 (%)	4.90	5.15
毛利率 (%)	23.49	23.90

资料来源：中国房地产协会、中银国际研究

图表 32.2012-2013 年公司资产服务业务收入增长



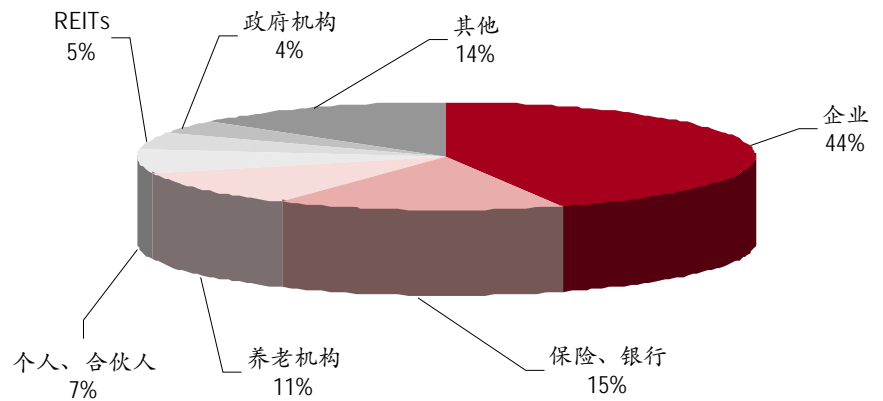
资料来源：公司公告、中银国际研究

公司战略定位于高端资产服务领域，将以承接写字楼、商业综合体、产业园区等非住宅类资管项目为主。资产服务业务主要特点是收入相对稳定，但毛利率水平较低。因此，公司希望在做基础物业管理的同时，提供更多个性化的增值服务，实现 O2M 中 Middle office 的中台定制理念。目前公司对资产服务业务的发展策略仍在探索和研究中，短期内难以实现较多的业绩贡献。

3、标杆 CBRE 显大行风范

2014 年起，公司 ToB 业务将以五大行之一的世邦魏理仕 (CBRE) 为标杆。CBRE 是全球规模最大的综合性商业地产服务和投资公司，也是标普 500 成分股和财富 500 强企业。公司为各类客户提供与房地产相关的服务。

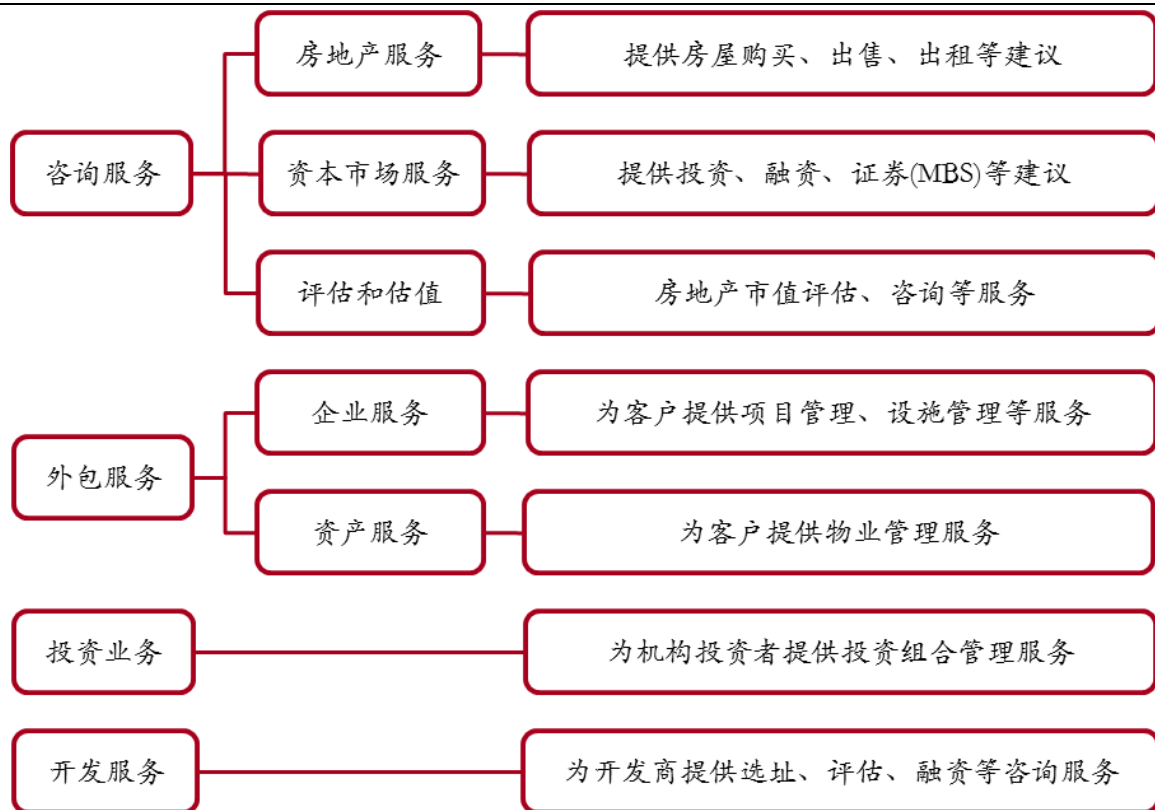
图表 33. 2013 年 CBRE 各类型客户的收入贡献占比



资料来源：彭博数据、中银国际研究

作为国际性的服务企业，CBRE 的业务非常多元化。具体服务包括物业租售的战略顾问及实施、企业服务、物业设施及项目管理、按揭融资、评估与估值、开发服务、投资管理、研究与策略顾问等。

图表 34. 2013 年 CBRE 提供的服务类型



资料来源：彭博数据、中银国际研究

今年世联地产正式更名为世联行，同时宣布 ToB 业务将以 CBRE 为标杆，彰显其全面转型综合性房地产服务商的决心。而早在两年前公司就已经开始积极布局战略转型：

2011 年前，世联 ToB 业务仅包含**开发服务和房地产服务**。

2012 年，世联收购雅园和安信行，**涉足资产服务**；收购盛泽担保、小额贷款和世联投资，**涉足投资业务**。

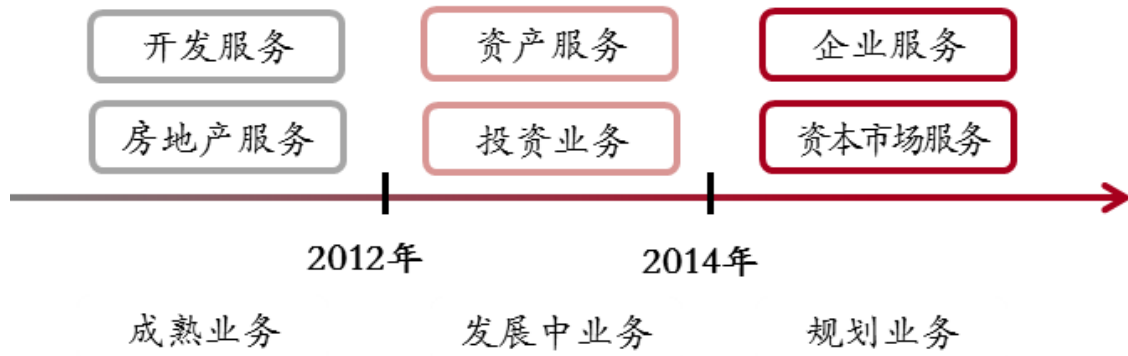
2014 年，世联正式宣布以 CBRE 为标杆，计划全面复制其业务模式：

(1) 在基础物业服务的基础上进入**企业服务领域**，为租户和户主提供运营上的增值服务（例如入离职登记、前台服务、会议室租用等）；

(2) 在原有咨询业务领域，拓展金融机构客户，利用与开发商合作的经验，提供**资本市场服务**（例如向银行提供开发贷风险的建议等）；

(3) 因地制宜深化政府合作，提供更多有关土地政策和土地出让的咨询服务。

图表 35. 公司 To B 业务全面复制 CBRE 模式



资料来源：中银国际研究

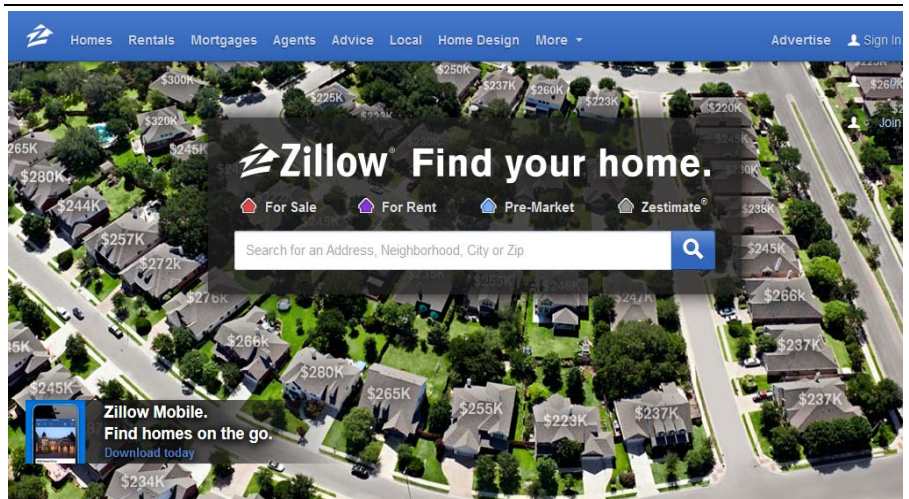
四、创新业务：移动终端产品+房地产金融+云端构想

1. 房联宝：打造中国版 Zillow

世联将于8月正式推出房联宝，借助线下资源优势打造集合新房销售和二手房经纪业务的线上平台，并同步推出手机版的移动平台 App。公司计划将二手中介、老业主和兼职人员等社会资源整合到线上平台对接开发商的楼盘销售，方便线下各类渠道变现，而公司作为开发平台的建设者将从中获取佣金分成。

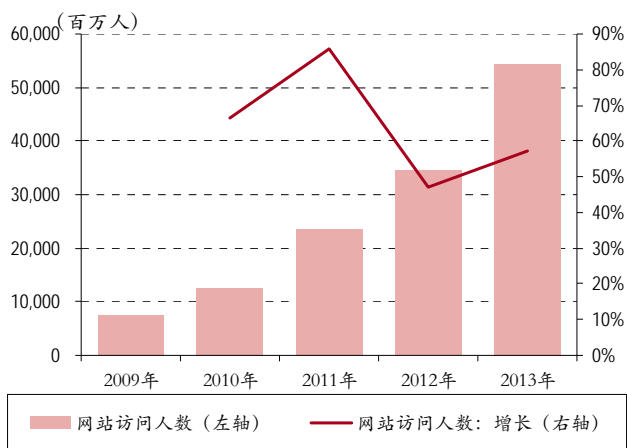
公司同时希望将房联宝打造为中国版的 ZILLOW。ZILLOW 是目前美国最大的房地产电商，利用自己开发的 Zestimates 系统为所有挂牌和非挂牌的房屋进行估价，用户可以免费了解任何一处住宅的价格。另外，用户也可通过向网站提供匿名数据免费获得挂牌金融机构的贷款报价。

图表 36. 美国房地产电商 Zillow 网站

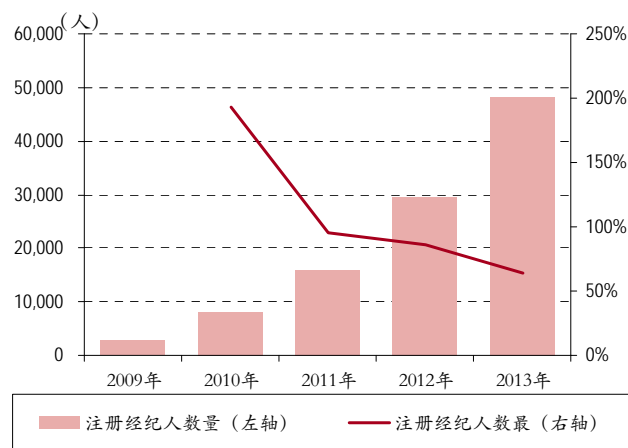


资料来源：公司网站、中银国际研究

这种免费向 C 端提供房屋估价和贷款报价服务的形式不仅面对有购/租房意愿的访问者，也吸引了大量希望了解自己住宅价格情况的普通网民，为网站带来大量流量和潜在需求。过去 5 年公司网站访问量的 CAGR 达到 63%。而同期公司注册经纪人的 CAGR 高达 104%，体现了“挟 C 端以令 B 端”的互联网思维。

图表 37. 2009-2013 年 Zillow 网站访问人数


资料来源: 公司公告、中银国际研究

图表 38. 2009-2013 年 Zillow 网站注册经纪人数量


资料来源: 公司公告、中银国际研究

公司希望借鉴美国房地产电商发展的模式来打造房联宝。ZILLOW 是目前美国第三代房地产电商, 而此前历代房地产电商都基于当地的 MLS 系统:

MLS (Multiple Listing System) 系统是由美国各地房地产经纪人协会 (National Association of Realtors) 联合建立的房源信息共享数据库。每一位经纪人会员均采用独家销售的方式和客户签订委托合同, 并将信息输入系统, 由参加系统的买方和卖方经纪人共同推销, 再按一定比例分享佣金。目前, 近 90% 的房地产经纪商已加入 MLS, 通过 MLS 进行的销售占据美国房产销售业务 95% 以上。

美国的四代房地产电商, 代表了四种不同的商业模式:

(1) **MOVE:** 公司是美国最早的大型房地产电商。公司与全国 800 个 MLS 建立合作关系, 独家运营 MLS 官网: realtor.com。网站即时发布所有通过 MLS 挂牌的房源信息, 每隔 15 分钟更新一次。公司的竞争优势在于房源的真实性、全面性和及时性, 公司主要依靠提供挂牌服务向经纪人和广告商收取费用, 同时为经纪人提供 SaaS 服务。但公司只是作为一个信息展示和搜索的平台, 本身并不为购/租房者提供附加服务。

(2) **TRULIA:** 公司是美国第二代房地产电商。公司向 MLS 购买房源数据库, 不仅提供房源信息, 也提供房源配套设施和周边环境的信息, 例如历史房价走势、周边学校、犯罪率、商业、交通信息, 以及用户 Q&A 等。网站对 MLS 的房源信息进行优化和扩充, 起到提升用户体验的作用, 为网站带来流量。公司主要依靠提供经纪人广告服务, 向经纪人收取平台费。

(3) **ZILLOW:** 公司是美国第三代房地产电商。公司向 MLS 购买房源数据库, 利用自己开发的 Zestimates 系统为所有挂牌和非挂牌的房屋进行估价, 用户可以免费了解任何一处住宅的价格。另外, 用户也可通过向网站提供匿名数据免费获得挂牌金融机构的贷款报价。这种估价为网站带来更多的流量和潜在的需求。公司同样依靠提供经纪人和贷款机构广告服务收取平台费, 目前正在计划并购 TRULIA 成为全美最大的房地产电商。

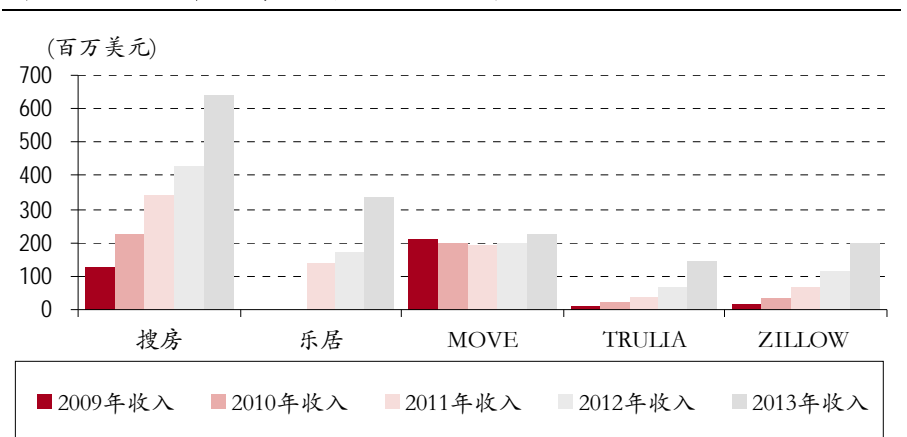
(4) **REDFIN:** 公司是美国第四代房地产电商。公司拥有自己的经纪人, 向购/租房者提供线上经纪服务。大部分的传统线下业务都将通过标准化的流程在线上完成, 以降低运营成本。公司是真正意义上的房地产经纪公司, 目前正在计划上市。

图表 39. 美国四代房地产电商代理模式对比

公司	MOVE	TRULIA	ZILLOW	REDFIN
核心产品	即时发布认证房源	房屋配套和环境查询	房屋估价和贷款定价查询	线上中介服务
竞争优势	信息全面即时	信息扩充优化	信息再处理	自有经纪人
用户定位	经纪人	有交易需求的购/租房者	需求不明确的购/租房者	有交易需求的购/租房者
客户定位	经纪人	经纪人	经纪人	购/租房者
市场占有率(%)	7.3	8.7	16.5	约3
收入(百万美元)	227	144	198	NA
近5年CAGR	2	93	83	NA
毛利率(%)	80	84	90	NA
净利率(%)	0.2	(12)	(6)	NA
市值(亿美元)	5.8	21.4	56.3	NA
2014年市盈率	57.3	325.2	372.3	NA

资料来源：以2014年08月08日收市价和2013年报为标准，彭博数据，中银国际研究

目前国内搜房和乐居等房地产电商模式与美国一、二代的商业模式类似。但由于国内独特的ToC电商业务（例如搜房卡和E金券等）和更大的市场规模，近年业绩表现比美国本土房地产电商更亮眼。

图表 40. 美国上市房地产电商的收入增长情况


资料来源：彭博数据，中银国际研究

世联希望借鉴 ZILLOW 模式，计划利用近千案场的线下资源和此次募投项目建立大数据估价系统，通过免费信息引入 C 端流量和潜在需求，再通过有偿信息为 B 端服务，并最终实现 O2M 的战略目标。而公司对 B 端的定位则不局限于中介，也包括开发商、业主等。这种模式有助于世联与现有地产电商形成差异化竞争，进而利用线下资源实现弯道超车。

由于房地产是非标准品，传统电商模式很难直接复制到房地产市场，线上平台的交易需要大量线下资源和服务进行支持。而世联在线下与开发商多年合作积累了大量 B 端客户资源和服务策划经验，线上平台房联宝的运行将为公司转型贡献新的盈利增长点。目前房联宝网仍在测试阶段，推出的服务包括精品房源、新房团购和地图找房等。

图表 41. 与房联宝展开线上合作的品牌开发商



资料来源：房联宝网站、中银国际研究

图表 42. 2013 年公司线下客户排行 TOP 5

客户名称	主营业务收入 (万元)	占公司全部营业 收入的比例(%)
万科企业股份有限公司	11,842.76	4.62
恒大地产集团有限公司	10,010.34	3.91
保利房地产股份有限公司	5,650.01	2.20
中信房地产股份有限公司	4,689.00	1.83
华侨城集团公司	3,680.70	1.44
合计	35,872.81	14.00

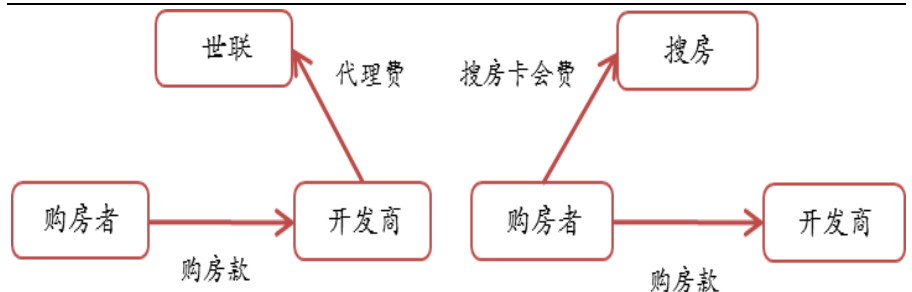
资料来源：公司公告、中银国际研究

2. 搜房入股引入互联网基因，加速电商业务拓展

2014 年 7 月，搜房通过华居天下战略入股世联，或为世联线下代理业务带来新的突破。不同于世联的传统线下代理模式，搜房以线上销售搜房卡的电商业务为主。搜房向潜在购房者出售 5,000 元-20,000 元不等的搜房卡，使其购房时享受比搜房卡价格更高的折扣。**搜房卡的商业模式从传统的 To B（开发商）服务转变为互联网思维下的 To C（购房者）服务。**

电商模式相比传统模式的优势在于：在财务方面，代理费直接向 C 端购房者收取，开发商不必确认相应的销售费用；在营销方面，购房者可以获得折扣优惠，从消费心理上获得满足。

图表 43. 世联的代理模式和搜房的电商模式



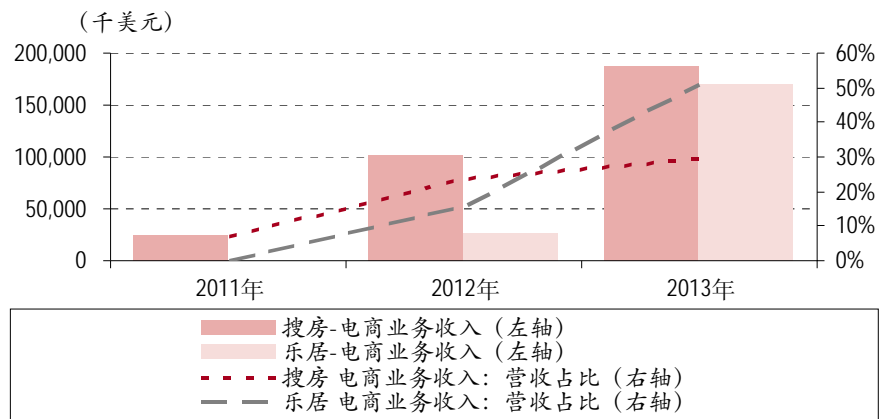
资料来源：中银国际研究

图表 44. 传统代理模式和电商代理模式对比

	传统代理模式	电商代理模式
代理商	向开发商收费	向购房者收费
开发商	确认销售款和销售费用	只确认净销售款
购房者	无优惠	折扣优惠

资料来源：中银国际研究

房地产电商模式推出后迅速获得市场认可，国内最大的两家房地产在线平台——搜房和乐居分别通过销售“搜房卡”和“E 金券”实现收入的快速增长。

图表 45. 搜房和乐居的电商业务收入增速


资料来源: 公司年报, 中银国际研究

搜房入股世联后, 两家公司将在战略上展开合作, 积极整合线上与线下的资源:

(1) 搜房的线上流量将帮助世联拓展线下实体市场, 通过丰富 C 端渠道提高代理市场份额。

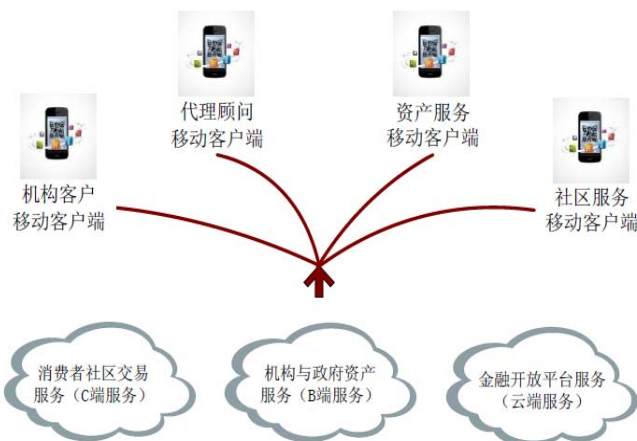
(2) 华居天下将帮助世联完成后台 IT 基础的建设, 是公司实施 O2M 战略的技术保障。

(3) 募投项目 11.4 亿中有 7.4 亿为直接补充流动资金, 为公司未来战略扩张提供资金支持。

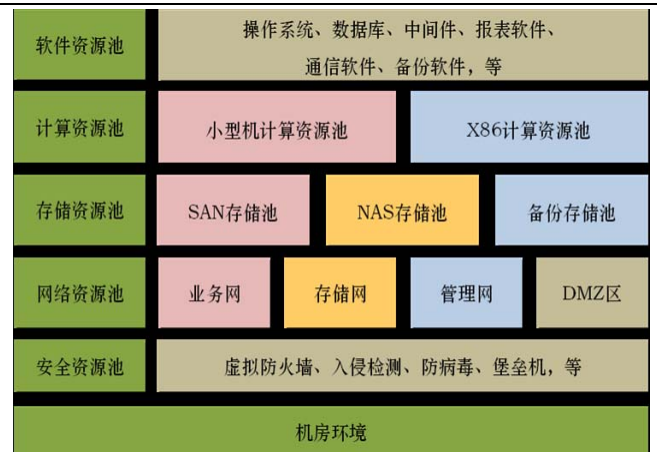
图表 46. 2014 年 7 月公司非公开发行股票拟募集资金用途

序号	募集资金投资项目名称	项目投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
1	基于大数据的 O2M 平台建设项目	40,121	40,000
2	补充流动资金	-	74,287.52
合计		-	114,287.52

资料来源: 公司公告, 中银国际研究

图表 47. 世联 O2M 大数据平台的系统框架


资料来源: 公司公告, 中银国际研究

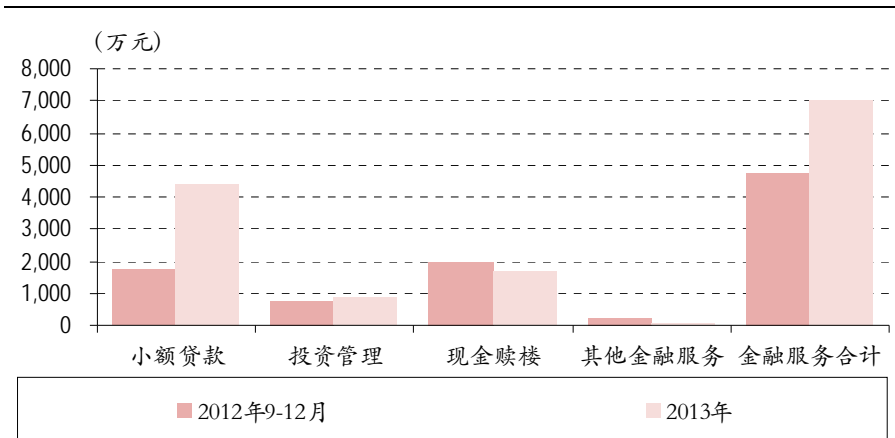
图表 48. 世联将建设以云计算为基础的资源池化系统


资料来源: 公司公告, 中银国际研究

3. 家園云貸：房地產鏈金融服務急劇放量

公司的金融服務業務圍繞房地產產業鏈開展。2012年，公司收購了從事房地產金融服務的三家關聯公司：盛澤擔保、小額貸款和世聯投資。2013年下半年公司推出小額貸款產品——家園云貸，3個月貢獻收入860萬元；全年金融服務業務收入約7千萬，營收占比2.7%。

圖表 49. 公司金融服務業務營業收入



資料來源：彭博數據、中銀國際研究

家園云貸是世聯針對購房者購房推出的小額借貸產品，期限從6個月至3年不等，平均利率達15%-20%。目前家園云貸業務開展順利，上半年實現貸款額近5億元，我們預計全年可實現貸款額8-12億元。

由於貸款對象是已經鎖定購房意願的普通購房者，信用風險可控程度較高，信貸資產優質。但受到監管政策限制，公司多數使用自有資金開展金融業務，槓桿率較低。而隨著市場對房地產證券化的政策預期加強，未來公司有望實現信貸風險轉移，真正形成房地產金融平台模式。另外，公司也在積極研發和推出新的金融產品，預計未來金融服務業務的收入貢獻占比將逐漸提升。

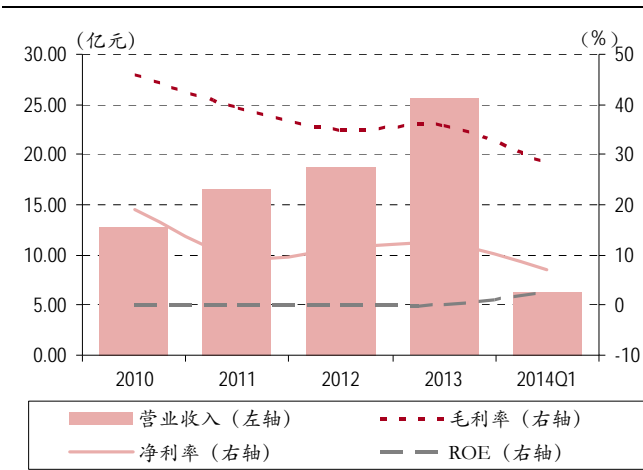
世聯行今年提出了充滿想象力的**云服務理念**，**力圖打造基於互聯網的開放性平台**，**引入豐富多元化的團隊一起合作**，將各類富有創意的合作項目整合在世聯的平台上，為用戶提供各種各樣的與房地產有關的服務。對云服務的相关業務開拓，我們拭目以待。

五、财务分析

公司的营业成本中近70%为人工成本，人工成本占收入比重近50%。由于收入结算与费用发生间存在时滞性，在工资水平上涨的情况下，近年的毛利率呈现一定下滑趋势，2013年毛利率为35.7%。

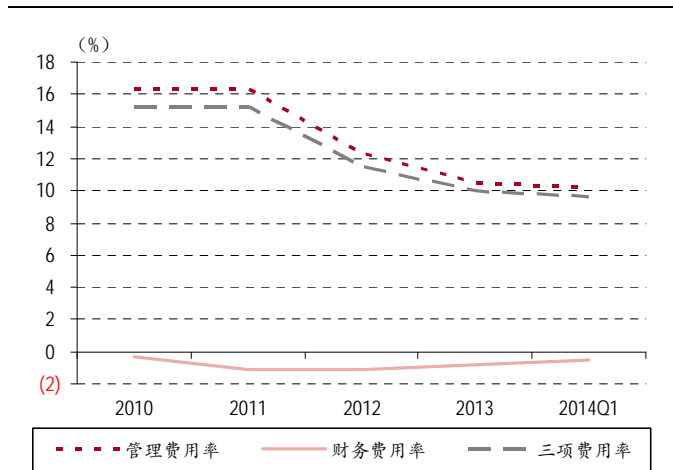
公司的营业费用主要为管理费用，工资奖金占比40%；近年管理费用率呈一定下降趋势，2013年费用率为10.5%。长期来看，由于线上平台建设的投入和咨询顾问、资产服务等业务的扩张，未来管理费用率或出现上升。由于销售业务为公司主业，与销售相关的支出均确认为主营业务成本，公司基本不确认销售费用。公司的营业总成本中，与收入直接相关的变动成本费用占收入平均比重约为30%，边际收益率为70%。2013年末，公司净利率为12.4%。

图表 50. 2010-2014 年 1 季度公司营业收入和利润率



资料来源：公司公告、中银国际研究

图表 51. 2010-2014 年 1 季度公司三项费用率

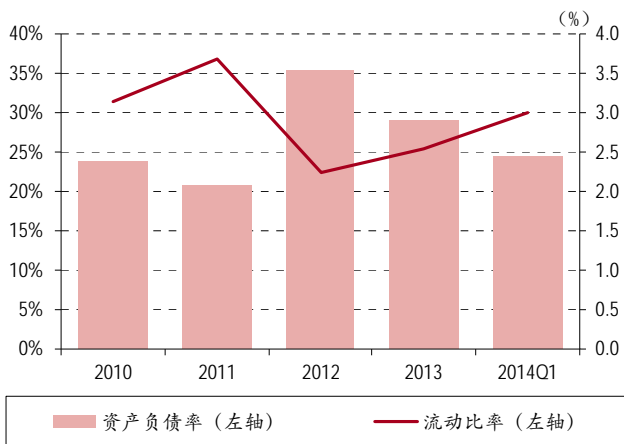


资料来源：负值表示净收益，公司公告、中银国际研究

在资本结构和财务费用方面，公司负债水平较低，2014年3月末资产负债率为24%；公司净负债率自上市以来始终为负，基本没有金融负债。由于代理业务模式不需要前期较大的资本投入，公司的资本结构安全，财务风险较低。

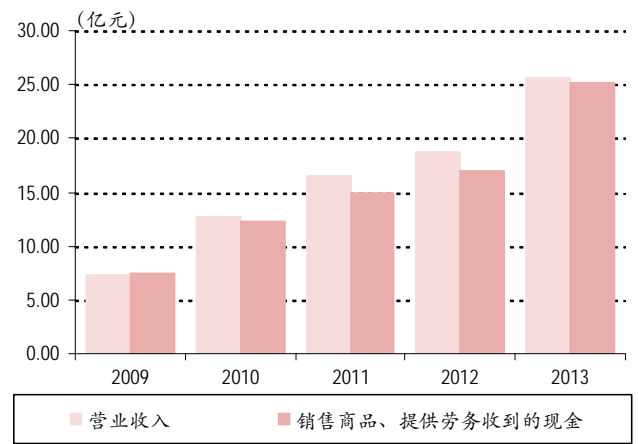
在流动性和现金流方面，代理模式下公司不承担任何存货风险，短期流动性较高，2014年3月末公司流动比率为3。另外，公司的现金资产充裕，现金流与收入增长同步，为公司未来实施外延扩张提供良好的财务基础。

图表 52. 2010-2014Q1 公司资产负债率和流动比率



资料来源：公司公告、中银国际研究

图表 53. 2009-2013 公司的营业收入和提供劳务收到的现金



资料来源：公司公告、中银国际研究

六、盈利预测及投资建议

1、盈利预测

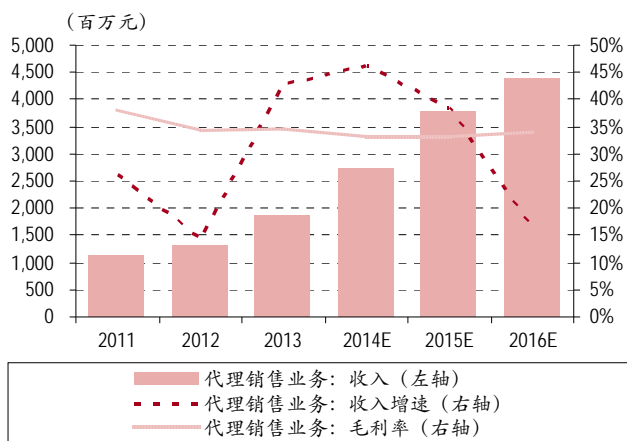
(1) To C 业务

代理业务收入方面：公司代理销售业务与全国房地产市场销售情况高度相关，但公司表现始终好于市场平均水平。上半年公司销售额受楼市调整影响较大，我们预计未来在限购松绑和信贷放松等政策托市的背景下，销售额会有明显的恢复，同时公司作为行业龙头将受益于市场集中度的提升，我们分别给予 2014-16 年代理销售额增速 25%、25%和 25%的假设。在代理费率方面，公司在下游需求改善、上游库存压力仍较大的情况下，有望受益于对上游议价能力的提升，我们预计公司代理业务的费率将升至 0.87%左右。由于代理销售项目从销售实现到开发商确认并最终结算收入的平均周期约为 6 个月，因此公司年末实际确认的收入来源于去年 7-12 月实现的销售额和当年 1-6 月实现的销售额。经测算，我们预测 2014-16 年公司代理业务收入增速为 36%、48%和 22%。

代理业务毛利率方面：短期来看，今年各地楼市出现大幅调整，代理人员的销售效率将有明显下降，受代理销售业务的拖累，公司综合毛利率或进一步下滑。长期来看，随着公司平台业务的发展，线上流量导入有助于缓解线下销售成本的上涨，毛利率将有较大的回升空间。我们预测 2014-16 年公司代理业务毛利率为 33%、33%和 34%。

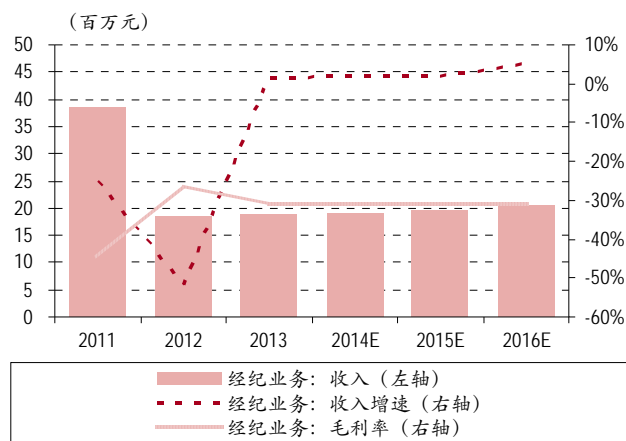
经纪业务方面：今年公司战略收缩实体经纪业务，积极开发平台转型线上模式。我们预计短期内线上经纪业务难以贡献业绩，而线下业务的规模仍在收缩中，我们预测 2014-16 年公司经纪业务收入增速为 2%、2%和 5%。

图表 54. 2014-2016 公司代理销售业务收入和毛利预测



资料来源：公司公告、中银国际研究

图表 55. 2014-2016 公司经纪业务收入和毛利预测



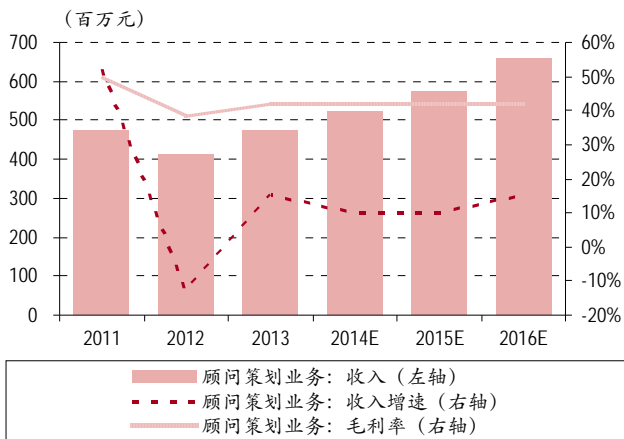
资料来源：公司公告、中银国际研究

(2) To B 业务

顾问策划业务方面：公司顾问策划服务的客户对象主要是开发商，市场需求受到开发商投资意愿的影响较大。2014 上半年受下游需求疲弱传导，房地产投资增速和土地成交面积均出现大幅下降，而下半年房企去库存压力仍较大，我们预计全年公司顾问策划业务收入增速将出现下滑。未来随着供求关系趋向平衡，投资增速回升，顾问业务增速将逐渐恢复。我们预测 2014-16 年公司顾问业务收入增速为 10%、10%和 15%。

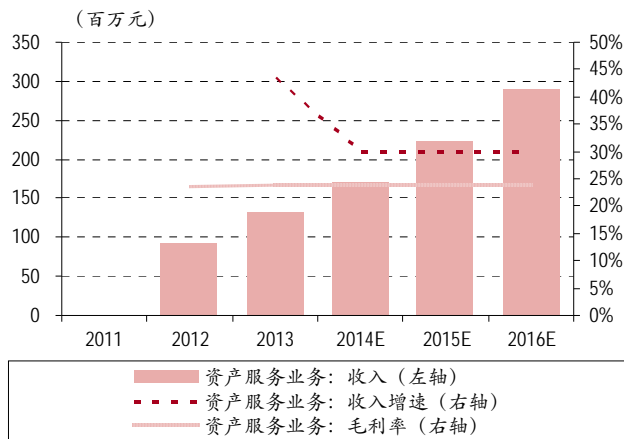
资产服务业务方面：近年公司通过战略收购探索进军资产服务行业，资产服务业务主要特点是收入相对稳定，但毛利率水平较低。目前公司对资产服务业务的发展策略仍在探索和研究中，短期内难以实现较多的业绩贡献。我们预测 2014-16 年公司资管业务收入增速为 30%、30%和 30%。

图表 56. 2014-2016 公司顾问策划业务收入和毛利预测



资料来源：公司公告、中银国际研究

图表 57. 2014-2016 公司资产服务业务收入和毛利预测

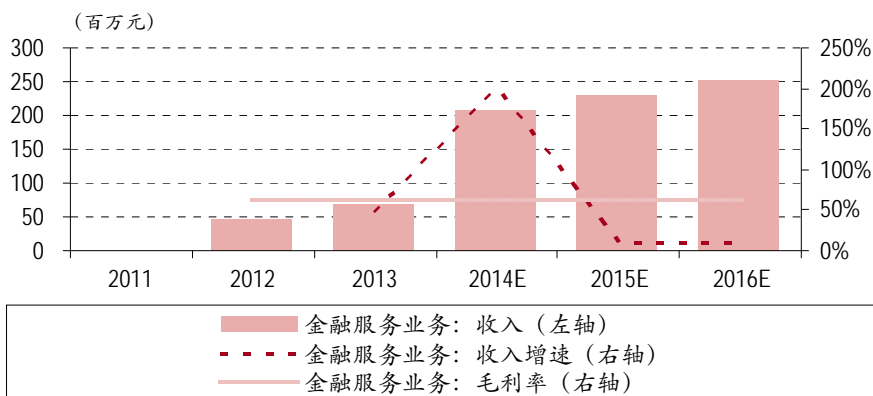


资料来源：公司公告、中银国际研究

(3) 创新及云端业务

金融服务业务方面：公司去年底成功推出家圆云贷，锁定优质信贷资产，今年有望放量贡献业绩：去年实现贷款额 1 亿元，今年上半年实现贷款额近 5 亿元，我们预计全年可实现贷款额 8-12 亿元，叠加基数因素较去年实现大幅增长。我们预测 2014-16 年公司金融业务收入增速为 200%、10%和 10%。

图表 58. 2014-2016 公司金融服务业务收入和毛利预测



资料来源：公司公告、中银国际研究

2、投资建议

2014 是公司转型的元年，以 O2M 模式为主打的祥云战略正积极推进中，其传统代理业务有机会通过低位并购实现市占率的快速提升，ToB 业务则以 CBRE 为标杆，开拓资产服务和投资管理新空间，而引入搜房网作为战略投资者后，公司互联网化进程有望加速，地产电商有望获得突破，二大行业龙头线上线下资源整合值得期待。

图表 59.业务类型可比公司 P/E 估值

业务	可比公司	2014 年 P/E
销售代理业务	易居	13.81
	Zillow	398.69
互联网平台	Trulia	325..20
	搜房	16.63
	CBRE	18.18
服务业务	JLL	17.37

资料来源：以 2014 年 08 月 08 日收市价为标准，万得数据、彭博数据、中银国际研究

我们预测公司 2014-2016 每股收益 0.54 元、0.69 元和 0.84 元，公司三年平均复合增长率 26%，我们按 2014 年 25 倍目标市盈率，给予公司目标价 13.50 元，首次覆盖给予**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	1,878	2,563	3,653	4,823	5,604
销售成本	(1,330)	(1,791)	(2,565)	(3,408)	(3,922)
经营费用	(202)	(240)	(414)	(555)	(648)
息税折旧前利润	346	531	674	861	1,034
折旧及摊销	(30)	(29)	(24)	(24)	(24)
经营利润(息税前利润)	317	502	650	837	1,009
净利息收入/(费用)	35	27	45	60	77
其他收益/(损失)	(28)	(42)	(70)	(93)	(108)
税前利润	306	474	603	774	940
所得税	(80)	(127)	(151)	(194)	(235)
少数股东权益	(14)	(32)	(42)	(53)	(65)
净利润	213	315	410	527	640
核心净利润	213	315	410	527	640
每股收益(人民币)	0.278	0.412	0.537	0.690	0.838
核心每股收益(人民币)	0.278	0.412	0.537	0.690	0.838
每股股息(人民币)	0.405	0.136	0.172	0.221	0.268
收入增长(%)	n.a.	36	43	32	16
息税前利润增长(%)	n.a.	59	29	29	21
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	54	27	28	20
每股收益增长(%)	n.a.	48	30	28	21
核心每股收益增长(%)	n.a.	48	30	28	21

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	306	474	603	774	940
折旧与摊销	30	29	24	24	24
净利息费用	(17)	(14)	(23)	(30)	(39)
运营资本变动	(19)	60	(39)	(38)	(40)
税金	(80)	(127)	(151)	(194)	(235)
其他经营现金流	6	40	70	93	108
经营活动产生的现金流	225	463	485	629	759
购买固定资产净值	(37)	(33)	0	0	0
投资减少/增加	(26)	(92)	23	30	39
其他投资现金流	(1)	(38)	89	(40)	(52)
投资活动产生的现金流	(64)	(162)	112	(10)	(13)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	51	(242)	0	0	0
支付股息	(96)	(114)	(55)	(70)	(85)
其他融资现金流	(0)	(0)	89	(40)	(52)
融资活动产生的现金流	(45)	(356)	35	(110)	(137)
现金变动	116	(55)	632	509	609
期初现金	895	1,019	958	1,587	2,096
公司自由现金流	161	301	597	619	746
权益自由现金流	212	59	597	619	746

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1,019	958	1,587	2,096	2,706
应收帐款	659	628	895	1,182	1,373
库存	0	0	0	0	0
其他流动资产	181	251	25	34	39
流动资产总计	1,859	1,837	2,508	3,312	4,118
固定资产	224	241	265	289	313
无形资产	101	170	170	170	170
其他长期资产	53	107	258	272	264
长期资产总计	479	660	694	731	748
总资产	2,338	2,498	3,201	4,043	4,866
应付帐款	627	511	732	973	1,119
短期债务	26	1	1	2	2
其他流动负债	175	213	303	400	465
流动负债总计	827	725	1,037	1,375	1,587
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	326	424	424	424	424
储备	1,160	1,285	1,640	2,097	2,652
股东权益	1,487	1,709	2,064	2,521	3,076
少数股东权益	24	64	100	147	203
总负债及权益	2,338	2,498	3,201	4,043	4,866
每股帐面价值(人民币)	4.55	4.03	4.87	5.94	7.25
每股有形资产(人民币)	4.25	3.63	4.46	5.54	6.85
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.04)	(2.26)	(3.74)	(4.94)	(6.37)

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	18.4	20.7	18.4	17.9	18.4
息税前利润率(%)	16.9	19.6	17.8	17.4	18.0
税前利润率(%)	16.3	18.5	16.5	16.0	16.8
净利率(%)	11.3	12.3	11.2	10.9	11.4
流动性					
流动比率(倍)	2.2	2.5	2.4	2.4	2.6
利息覆盖率(倍)	399.6	24,394.6	10,679.0	10,024.4	9,853.9
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.2	2.5	2.4	2.4	2.6
估值					
市盈率(倍)	35.2	23.7	18.2	14.2	11.7
核心业务市盈率(倍)	35.2	23.7	18.2	14.2	11.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	48.5	32.7	25.1	19.6	16.1
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.1	2.4	2.0	1.6	1.4
价格/现金流(倍)	33.2	16.1	15.4	11.9	9.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.7	12.3	8.7	6.3	4.6
周转率					
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收帐款周转天数	128.1	91.7	76.1	78.6	83.2
应付帐款周转天数	121.8	81.0	62.1	64.5	68.1
回报率					
股息支付率(%)	62.2	18.4	17.8	17.8	17.8
净资产收益率(%)	14.3	19.7	21.7	23.0	22.9
资产收益率(%)	10.0	15.2	17.1	17.3	17.0
已运用资本收益率(%)	21.8	31.2	34.1	35.9	35.2

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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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