



股票代码	000002.CH	2202.HK
评级	买入	买入
收盘价	人民币 14.95	港币 18.66
目标价	人民币 18.33	港币 22.91
原目标价	人民币 17.50	港币 22.91
上/下浮比例	23%	22%
目标价格基础	NAV 溢价 10%	NAV 折价 10%
板块评级	增持	增持

万科

回购、举牌证实底线价值，价值重构或将逐步上演

万科上半年营业收入和归母净利润分别增长23%和1%，毛利率下降趋势已有所趋缓，业绩增速落后于营收主要源于合作项目结算较多；年初以来销售持续领先行业，前7月销售额已达1,338亿元，同比增长17%，同期市占率3.25%，较13-14年的2.09%和2.82%均有大幅上涨，凸现行业集中度提升背景下龙头房企的优势；近期物管业务已提出市场化运作，或将为首个分拆上市业务，预计后续如产业地产、物流地产、装修业务、教育地产等等转型升级业务待成熟之后也将逐步分拆，公司价值重构正逐步上演；此外，近期公司推出百亿回购奠定公司13.7元的底线价值，而宝能系通过前海人寿和钜盛华两度举牌也表明长线资金对公司价值的认可。鉴于今年公司合作项目结算较多，我们将公司2015-17年每股收益预期分别下调至1.66元、2.01和2.40元，但考虑到公司或将逐步上演的价值重构，上调A股目标价至18.33元、维持H股目标价为22.91港币，并重申A股、H股买入评级。

支撑评级的要点

- 归母净利润同比增长1%，源于同期合作项目结算较多。上半年营业收入503亿元，同比增长23%，归母净利润48亿元，同比增长1%；每股收益0.44元；毛利率和净利率为30.4%和9.6%，分别下降0.5和2.1个百分点，毛利率下降趋势已有所趋缓；三项费用率由去年的8.2%改善至目前的6.1%。业绩增速落后于营收主要源于少数股东权益大幅增长184%，上半年中结算中合作方权益占比超过35%的项目超过20个。
- 销售持续领先、集中度大幅提升，彰显行业龙头本色。上半年销售金额1,100亿元，同比增长9%，其中2季度销售屡创佳绩，持续领先市场；即使在7月淡季中销售额仍维持30%的高增速，前7月销售金额已达1,338亿元，同比增长17%，同期市场占有率提升至3.25%，较13-14年的2.09%和2.82%均有大幅上涨；报告期末，已售未结金额2,303亿元，同比增长18%，分别锁定我们对2015-16年房地产预测收入的100%和90%。
- 全年开工有望超计划实现，目前拿地仍趋谨慎乐观。上半年新开工面积1,012万平米，同比增长5%，占全年计划60%；竣工面积517万平米，同比增长30%，占全年计划33%，公司预计全年开工将超过年初计划，保证销售和结算的丰富储备。拿地方面，公司目前仍趋谨慎乐观，上半年拿地261亿元，同期拿地额占比当期销售额比值仅24%，而前7月也仅294亿元，上述比值小幅回落至22%。
- 物业管理率先市场化运作，公司价值重构或将逐步上演。上半年公司明确了万科物业的市场化发展方向，鼓励万科物业业务通过并购与合作实现快速增长，公司还将引入事业合伙人机制，未来或将为首个分拆上市业务。此外，预计如产业地产、物流地产、装修业务、教育地产等等转型升级业务待成熟之后也将逐步分拆，公司价值重构或将逐步上演。
- 万科百亿回购奠定底线价值，宝能系连续两度举牌认可价值。7月初公司推出百亿回购计划，回购价不超过13.7元，奠定公司的底线价值。另一方面，自7月初以来，宝能系通过前海人寿和钜盛华两度举牌，目前合计持股比例达10%，增持价格区间为13.28-15.99元/股，估算总耗资达160亿元，宝能系等长线资金近期大额增持表明其对公司价值的认可。

评级面临的主要风险

- 行业需求下降，成交下滑。

估值

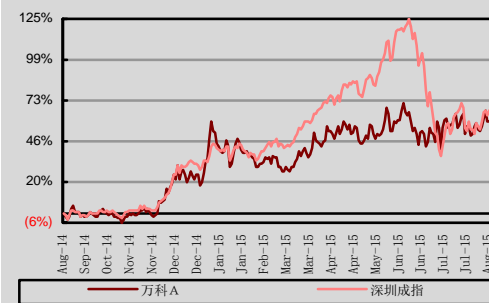
- 鉴于今年公司合作项目结算较多，我们将公司2015-17年每股收益预期分别下调至1.66元、2.01和2.40元，但考虑到公司或将逐步上演的价值重构，A股目标价由17.50元上调至18.33元、维持H股目标价为22.91港币，并重申A股、H股买入评级。

投资摘要—A股

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	135,419	146,388	166,198	186,258	218,094
变动(%)	31	8	14	12	17
净利润(人民币 百万)	15,119	15,745	18,305	22,129	26,490
全面摊薄每股收益(人民币)	1.373	1.427	1.658	2.005	2.400
变动(%)	20	4	16	21	20
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.781	2.154	2.578
调整幅度(%)			(6.9)	(6.9)	(6.9)
全面摊薄市盈率(倍)	10.9	10.5	9.0	7.5	6.2
每股现金流量(人民币)	0.2	3.8	(0.8)	0.9	0.5
价格/每股现金流量(倍)	85.6	4.0	(17.8)	16.7	28.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.3	21.9	19.6	17.7	16.9
每股股息(人民币)	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8
股息率(%)	2.7	3.3	3.9	4.7	5.6

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	0.3	2.7	2.5	59.7
相对深证成指	(16.4)	(2.9)	13.0	(8.2)

发行股数(百万)	11,049
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	164,895
3个月日均交易额(人民币 百万)	4,573
15年末净负债比率(%)	17
15年末每股评估净资产值(人民币)	16.66
主要股东(%)	
华润股份有限公司	14.90

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2015年8月14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

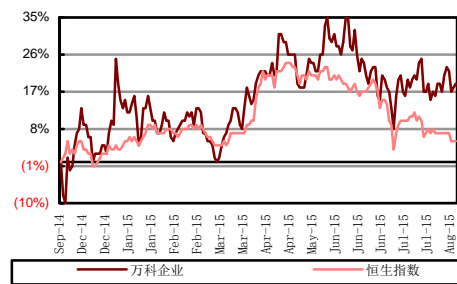
地产

袁豪

(8621) 2032 8529
hao.yuan@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300513090001

田世欣

(8621) 2032 8519
shixin.tian@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

股价表现—H股


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(5.2)	1.1	(4.3)	15.8
相对恒生指数	(6.3)	5.6	8.2	18.9

发行股数(百万)	11,049
流通股(%)	12
流通股市值(港币 百万)	24,874
3个月日均交易额(港币 百万)	214
净负债比率(%) (2015E)	17

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2015年8月14日收市价为标准

投资摘要—H股

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	135,419	146,388	166,198	186,258	218,094
变动(%)	31	8	14	12	17
净利润(人民币 百万)	15,119	15,745	18,305	22,129	26,490
全面摊薄每股收益(人民币)	1.373	1.427	1.658	2.005	2.400
变动(%)	20	4	16	21	20
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.781	2.154	2.578
调整幅度(%)			(6.9)	(6.9)	(6.9)
全面摊薄市盈率(倍)	10.9	10.5	9.0	7.5	6.3
每股现金流量(人民币)	0.2	3.8	(0.8)	0.9	0.5
价格/每股现金流量(倍)	85.9	4.0	(17.9)	16.8	28.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.3	21.9	19.6	17.7	16.9
每股股息(人民币)	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8
股息率(%)	2.7	3.3	3.9	4.7	5.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 万科 2015 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2014 年上半年	2015 年上半年	同比变动(%)
营业收入	40,962	50,267	22.7
营业成本	(28,298)	(34,961)	23.5
营业税	(3,740)	(4,412)	18.0
毛利润	8,923	10,894	22.1
其他收入	(31)	(24)	(21.2)
销售费用	(1,542)	(1,549)	0.4
管理费用	(1,409)	(1,418)	0.6
营业利润	5,941	7,903	33.0
投资收益	1,312	916	(30.2)
财务费用	(397)	(100)	(74.9)
营业外收支	266	58	(78.2)
税前利润	7,122	8,777	23.2
所得税	(1,630)	(1,988)	21.9
少数股东权益	(683)	(1,943)	184.4
归属上市公司股东净利润	4,809	4,846	0.8
主要比率(%)			百分点增减
毛利率	30.9	30.4	(0.5)
毛利率(含税)	21.8	21.7	(0.1)
经营利润率	14.5	15.7	1.2
净利率	11.7	9.6	(2.1)

资料来源: 公司公告, 中银国际研究

图表 2. 万科 2015 年上半年分业务情况

	营业收入(亿元)	同比变化(%)	毛利率(%)	百分点增减
房地产	484.2	21.2	29.9	(2.1)
物业管理	11.1	31.8	18.4	(2.1)
其他业务	7.4	317.6	81.3	24.4
合计	502.7	22.7	30.4	(1.5)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

损益表 - A股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	135,419	146,388	166,198	186,258	218,094
销售成本	(104,343)	(115,724)	(130,035)	(143,933)	(168,526)
经营费用	(6,868)	(8,425)	(8,790)	(9,851)	(11,535)
息税折旧前利润	24,388	22,616	27,622	32,721	38,279
折旧及摊销	(179)	(376)	(250)	(247)	(246)
经营利润(息税前利润)	24,209	22,240	27,373	32,474	38,032
净利息收入/(费用)	(756)	(618)	(699)	(711)	(747)
其他收益/(损失)	838	3,631	5,440	7,061	9,189
税前利润	24,291	25,252	32,114	38,823	46,474
所得税	(5,993)	(5,965)	(8,028)	(9,706)	(11,619)
少数股东权益	(3,179)	(3,542)	(5,780)	(6,988)	(8,365)
净利润	15,119	15,745	18,305	22,129	26,490
核心净利润	15,119	15,745	18,305	22,129	26,490
每股收益(人民币)	1.373	1.427	1.658	2.005	2.400
核心每股收益(人民币)	1.373	1.427	1.658	2.005	2.400
每股股息(人民币)	0.410	0.500	0.581	0.703	0.841
收入增长(%)	31	8	14	12	17
息税前利润增长(%)	16	(8)	23	19	17
息税折旧前利润增长(%)	15	(7)	22	18	17
每股收益增长(%)	20	4	16	21	20
核心每股收益增长(%)	20	4	16	21	20

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 - A股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	44,365	62,715	53,878	59,492	65,428
应收帐款	37,894	50,819	41,550	46,565	54,523
库存	331,133	317,726	382,256	428,394	501,615
其他流动资产	28,654	33,546	34,295	38,442	45,026
流动资产总计	442,047	464,806	511,979	572,893	666,593
固定资产	3,043	4,144	3,936	3,730	5,359
无形资产	632	1,079	1,035	994	954
其他长期资产	33,484	38,380	43,582	45,203	48,004
长期资产总计	37,159	43,603	48,553	49,928	54,318
总资产	479,205	508,409	560,532	622,820	720,911
应付帐款	135,898	135,612	165,759	185,803	217,627
短期债务	32,624	22,832	30,286	31,122	39,056
其他流动负债	160,399	187,210	186,142	208,609	244,265
流动负债总计	328,922	345,654	382,187	425,535	500,948
长期借款	44,082	46,149	46,149	46,149	46,149
其他长期负债	763	712	705	718	740
股本	11,015	11,038	11,038	11,038	11,038
储备	65,881	77,127	88,971	103,358	120,580
股东权益	76,896	88,165	100,008	114,396	131,618
少数股东权益	28,543	27,729	31,483	36,022	41,456
总负债及权益	479,205	508,409	560,532	622,820	720,911
每股帐面价值(人民币)	6.98	7.99	9.06	10.36	11.92
每股有形资产(人民币)	0.28	0.38	0.36	0.34	0.49
每股净负债/(现金)(人民币)	2.94	0.57	2.04	1.61	1.79

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 - A股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	24,291	25,252	32,114	38,823	46,474
折旧与摊销	179	376	250	247	246
净利息费用	756	618	699	711	747
运营资本变动	(16,008)	25,487	(28,906)	(13,190)	(20,922)
税金	(5,993)	(5,965)	(8,028)	(9,706)	(11,619)
其他经营现金流	(1,301)	(4,044)	(5,390)	(7,011)	(9,139)
经营活动产生的现金流	1,924	41,725	(9,262)	9,875	5,788
购买固定资产净值	(2,438)	(1,830)	0	0	(1)
投资减少/增加	(5,073)	(2,237)	269	297	327
其他投资现金流	(444)	(1,020)	90	1,180	586
投资活动产生的现金流	(7,954)	(5,087)	360	1,478	912
净增权益	3,184	2,422	0	0	0
净增债务	3,514	(7,843)	7,453	836	7,934
支付股息	(8,755)	(10,997)	(6,416)	(7,756)	(9,285)
其他融资现金流	0	(1,600)	90	1,180	586
融资活动产生的现金流	(2,058)	(18,018)	1,128	(5,740)	(765)
现金变动	(8,088)	18,620	(7,775)	5,613	5,935
期初现金	51,120	43,004	61,653	53,878	59,492
公司自由现金流	(6,031)	36,638	(8,903)	11,353	6,700
权益自由现金流	(2,516)	28,795	(1,449)	12,189	14,634

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	18.0	15.4	16.6	17.6	17.6
息税前利润率(%)	17.9	15.2	16.5	17.4	17.4
税前利润率(%)	17.9	17.3	19.3	20.8	21.3
净利率(%)	11.2	10.8	11.0	11.9	12.1
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
利息覆盖率(倍)	32.0	36.0	39.1	45.7	50.9
净权益负债率(%)	30.7	5.4	17.2	11.8	11.4
速动比率(倍)	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
估值					
市盈率(倍)	10.9	10.5	9.0	7.5	6.2
核心业务市盈率(倍)	10.9	10.5	9.0	7.5	6.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	13.4	12.8	11.1	9.1	7.6
市净率(倍)	2.1	1.9	1.6	1.4	1.3
价格/现金流(倍)	85.6	4.0	(17.8)	16.7	28.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.3	21.9	19.6	17.7	16.9
周转率					
存货周转天数	1,025.5	1,023.3	982.4	1,027.9	1,007.1
应收帐款周转天数	80.6	110.6	101.4	86.3	84.6
应付帐款周转天数	301.8	338.5	330.9	344.5	337.6
回报率					
股息支付率(%)	14.9	15.8	29.9	35.0	35.0
净资产收益率(%)	18.2	19.7	19.7	17.9	18.3
资产收益率(%)	4.3	3.4	3.8	4.1	4.2
已运用资本收益率(%)	14.9	12.6	14.1	15.0	15.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表 - H股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	135,419	146,388	166,198	186,258	218,094
销售成本	(104,343)	(115,724)	(130,035)	(143,933)	(168,526)
经营费用	(6,868)	(8,425)	(8,790)	(9,851)	(11,535)
息税折旧前利润	24,388	22,616	27,622	32,721	38,279
折旧及摊销	(179)	(376)	(250)	(247)	(246)
经营利润(息税前利润)	24,209	22,240	27,373	32,474	38,032
净利息收入(费用)	(756)	(618)	(699)	(711)	(747)
其他收益/(损失)	838	3,631	5,440	7,061	9,189
税前利润	24,291	25,252	32,114	38,823	46,474
所得税	(5,993)	(5,965)	(8,028)	(9,706)	(11,619)
少数股东权益	(3,179)	(3,542)	(5,780)	(6,988)	(8,365)
净利润	15,119	15,745	18,305	22,129	26,490
核心净利润	15,119	15,745	18,305	22,129	26,490
每股收益(人民币)	1.373	1.427	1.658	2.005	2.400
核心每股收益(人民币)	1.373	1.427	1.658	2.005	2.400
每股股息(人民币)	0.410	0.500	0.581	0.703	0.841
收入增长(%)	31	8	14	12	17
息税前利润增长(%)	16	(8)	23	19	17
息税折旧前利润增长(%)	15	(7)	22	18	17
每股收益增长(%)	20	4	16	21	20
核心每股收益增长(%)	20	4	16	21	20

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 - H股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	44,365	62,715	53,878	59,492	65,428
应收帐款	37,894	50,819	41,550	46,565	54,523
库存	331,133	317,726	382,256	428,394	501,615
其他流动资产	28,654	33,546	34,295	38,442	45,026
流动资产总计	442,047	464,806	511,979	572,893	666,593
固定资产	3,043	4,144	3,936	3,730	5,359
无形资产	632	1,079	1,035	994	954
其他长期资产	33,484	38,380	43,582	45,203	48,004
长期资产总计	37,159	43,603	48,553	49,928	54,318
总资产	479,205	508,409	560,532	622,820	720,911
应付帐款	135,898	135,612	165,759	185,803	217,627
短期债务	32,624	22,832	30,286	31,122	39,056
其他流动负债	160,399	187,210	186,142	208,609	244,265
流动负债总计	328,922	345,654	382,187	425,535	500,948
长期借款	44,082	46,149	46,149	46,149	46,149
其他长期负债	763	712	705	718	740
股本	11,015	11,038	11,038	11,038	11,038
储备	65,881	77,127	88,971	103,358	120,580
股东权益	76,896	88,165	100,008	114,396	131,618
少数股东权益	28,543	27,729	31,483	36,022	41,456
总负债及权益	479,205	508,409	560,532	622,820	720,911
每股帐面价值(人民币)	6.98	7.99	9.06	10.36	11.92
每股有形资产(人民币)	0.28	0.38	0.36	0.34	0.49
每股净负债/(现金)(人民币)	2.94	0.57	2.04	1.61	1.79

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 - H股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	24,291	25,252	32,114	38,823	46,474
折旧与摊销	179	376	250	247	246
净利息费用	756	618	699	711	747
运营资本变动	(16,008)	25,487	(28,906)	(13,190)	(20,922)
税金	(5,993)	(5,965)	(8,028)	(9,706)	(11,619)
其他经营现金流	(1,301)	(4,044)	(5,390)	(7,011)	(9,139)
经营活动产生的现金流	1,924	41,725	(9,262)	9,875	5,788
购买固定资产净值	(2,438)	(1,830)	0	0	(1)
投资减少/增加	(5,073)	(2,237)	269	297	327
其他投资现金流	(444)	(1,020)	90	1,180	586
投资活动产生的现金流	(7,954)	(5,087)	360	1,478	912
净增权益	3,184	2,422	0	0	0
净增债务	3,514	(7,843)	7,453	836	7,934
支付股息	(8,755)	(10,997)	(6,416)	(7,756)	(9,285)
其他融资现金流	0	(1,600)	90	1,180	586
融资活动产生的现金流	(2,058)	(18,018)	1,128	(5,740)	(765)
现金变动	(8,088)	18,620	(7,775)	5,613	5,935
期初现金	51,120	43,004	61,653	53,878	59,492
公司自由现金流	(6,031)	36,638	(8,903)	11,353	6,700
权益自由现金流	(2,516)	28,795	(1,449)	12,189	14,634

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 - H股

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	18.0	15.4	16.6	17.6	17.6
息税前利润率(%)	17.9	15.2	16.5	17.4	17.4
税前利润率(%)	17.9	17.3	19.3	20.8	21.3
净利率(%)	11.2	10.8	11.0	11.9	12.1
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
利息覆盖率(倍)	32.0	36.0	39.1	45.7	50.9
净权益负债率(%)	30.7	5.4	17.2	11.8	11.4
速动比率(倍)	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
估值					
市盈率(倍)	10.9	10.5	9.0	7.5	6.3
核心业务市盈率(倍)	10.9	10.5	9.0	7.5	6.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	13.4	12.8	11.1	9.1	7.6
市净率(倍)	2.1	1.9	1.7	1.4	1.3
价格/现金流(倍)	85.9	4.0	(17.9)	16.8	28.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.3	21.9	19.6	17.7	16.9
周转率					
存货周转天数	1,025.5	1,023.3	982.4	1,027.9	1,007.1
应收帐款周转天数	80.6	110.6	101.4	86.3	84.6
应付帐款周转天数	301.8	338.5	330.9	344.5	337.6
回报率					
股息支付率(%)	14.9	15.8	29.9	35.0	35.0
净资产收益率(%)	18.2	19.7	19.7	17.9	18.3
资产收益率(%)	4.3	3.4	3.8	4.1	4.2
已运用资本收益率(%)	14.9	12.6	14.1	15.0	15.8

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，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，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
西单北大街 110 号 7 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