



买入 **25% ↑**
目标价格: 人民币 10.00

原评级: 谨慎买入 原目标价格: 人民币 6.00

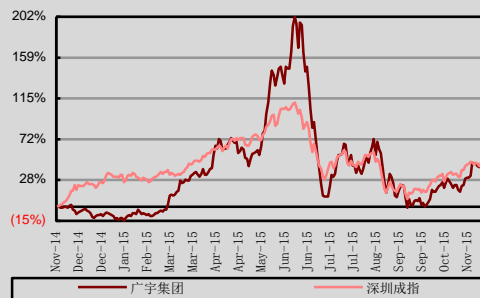
002133.CH

价格: 人民币 8.00

目标价格基础: 重估净资产值溢价 40%

板块评级: 增持

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	61.3	19.9	(6.2)	56.3
相对新华富时 A50 指数	51.0	10.4	(7.2)	1.5

发行股数(百万)	774
流通股(%)	82
流通股市值(人民币 百万)	5,079
3 个月日均交易额(人民币 百万)	205
15 年末净负债率(%)	36
15 年末每股重估净资产值(人民币)	7.00
主要股东(%)	
杭州平海投资有限公司	17.41

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际证券
以 2015 年 11 月 23 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

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

广宇集团

确定大健康转型方向, 影像诊断迈出第一步

广宇集团 14 年开始第二主业探索, 15 年最终确定医疗大健康为转型方向, 未来将致力于“诊断+治疗”两大业务, 其中 6 月公司联手世正医疗布局影像诊断只是该领域转型的第一步, 后续包括“诊断+治疗”两大领域都将有进一步的投资, 从而快速将医疗大健康业务打造成公司第二主业; 而地产主业方面, 公司目前拥有 91 万平米项目储备, 大部分位于杭州, 土地成本低、资源优质, 对应公司 NAV 为 54 亿元, 目前市值 62 亿元较之溢价 15%, 对比其他转型医疗房企溢价仍相对较低; 与此同时, 近年来杭州市场成交量持续走高利好公司销售, 15 年公司预计销售增长超 60%, 由此促进公司业绩增长以及供血转型的资金需求。考虑公司结算节奏影响, 我们分别将 2015-16 年的每股收益预测由 0.42、0.51 元下调至 0.10、0.40 元, 但鉴于公司转型正式启动, 目标价上调为 10.00 元, 相当于 40% 的 2015 年净资产值溢价, 并上调评级至买入。

支撑评级的要点

- 确定医疗大健康转型方向, 未来致力于“诊断+治疗”。公司 2014 年开始第二主业探索, 并 14 年中报中确定了环保和大健康的转型方向, 经过一年多的考察调研和论证分析, 公司在 15 年确定了医疗大健康转型方向, 并致力于“诊断+治疗”两大业务, 其中 6 月联手世正医疗布局影像诊断只是该领域转型的第一步, 后续包括“诊断+治疗”两大领域都将有进一步的投资, 从而快速将医疗大健康业务打造成公司第二主业。
- 布局第三方医学影像诊断, 医疗大健康转型迈出第一步。6 月公司与世正医疗设立杭州德康医学影像诊断中心, 公司持股 20%, 世正医疗持股 80%, 后者在医学影像诊断领域具有丰富经验, 目前全国已经运营 23 家影像诊断和肿瘤放疗中心; 同时, 在今年政府向第三方机构开放医学检验、影像市场的背景下, 该中心作为第三方独立医学影像中心属于国内该领域内的先驱, 将受益于该蓝海市场需求的释放; 此外, 该中心预计将于 16 年开业, 乐观预计一年内就可以实现盈利, 投资回收期较短, 因而该转型项目也比较适合异地快速复制, 做大规模。
- 15 年销售大幅增长, 16 年武林外滩集中结算贡献业绩。近两年杭州市场大幅回暖, 公司前 3 季度销售已经达到约 25 亿元, 提前完成全年 25 亿元的销售计划, 也已较 14 年全年销售 19 亿元有大幅增长, 全年大概率将超过 30 亿元, 同比增长超 60%。而 15 年主要贡献销售的项目为武林外滩项目, 前 3 季度中贡献了超过一半的销售, 根据杭州透明售房网, 目前累计已经销售 241 套(总共 369 套), 占比 2/3, 预计今年 4 季度少量结算, 大部分将于 16 年结算(武林外滩 2016 年中期竣工交付), 该项目权益我们预计明年将贡献超 2 亿元的利润。

评级面临的主要风险

- 房地产市场销售成交低于预期; 转型进度低于预期。

估值

- 考虑公司结算节奏影响, 我们将 2015-16 年的每股收益预测由 0.42、0.51 元下调至 0.10、0.40 元, 但鉴于公司转型正式启动, 目标价由 6.00 元上调为 10.00 元, 相当于 40% 的 2015 年净资产值溢价, 并上调评级至买入。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	1,658	1,683	1,915	2,955	3,811
变动(%)	(15.5)	1.6	13.7	54.3	29.0
净利润(人民币 百万)	219	131	77	308	374
全面摊薄每股收益(人民币)	0.283	0.170	0.100	0.398	0.484
变动(%)	(11.7)	(40.2)	(41.2)	298.9	21.5
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.420	0.512	
调整幅度(%)			(76.2)	(22.3)	
市盈率(倍)	28.2	47.2	80.2	20.1	16.5
每股现金流量(人民币)	(1.5)	0.5	0.5	(0.4)	(0.2)
价格/每股现金流量(倍)	(5.3)	14.7	16.8	(20.8)	(36.0)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.3	41.9	59.1	19.9	22.1
每股股息(人民币)	0.1	0.1	0.0	0.2	0.2
股息率(%)	0.8	1.0	0.6	2.3	2.9

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

确定大健康转型方向，未来致力于“诊断+治疗”

公司 2014 年开始第二主业探索，并 14 年中报中确定了环保和大健康的转型方向，经过一年多的考察调研和论证分析，公司在 15 年确定了医疗大健康的转型方向，并致力于“诊断+治疗”两大业务，其中 6 月联手世正医疗布局影像诊断只是该领域转型的第一步，后续包括“诊断+治疗”两大领域都将有进一步的投资，从而快速将医疗大健康业务打造成公司第二主业。

图表 1. 广宇集团转型进程

时间	转型进程
2010 年	成立了广宇创投思考转型
2014 年中报	确定环保和大健康转型方向
2015 年	确定医疗大健康为转型方向
2015 年 6 月	联手世正医疗布局影像诊断
后续	将在医疗大健康领域进一步投资
中远期	将医疗大健康打造为第二主业

资料来源：公司公告，中银国际证券

布局第三方医学影像诊断，大健康转型迈出第一步

2015 年 6 月，公司与世正医疗共同投资设立杭州德康医学影像诊断中心，公司出资 1,000 万元，持有 20% 股权，世正医疗出资 4,000 万元，持有 80% 股权。该中心是一家利用高端医学影像检查，对肿瘤和心脑血管系统疾病早期发现和筛查的第三方独立医学影像中心，将引进 PET-CT 和核磁共振 PET-CT 等医学影像设备，由知名专业影像学诊断医师承担对疑难复杂疾病的影像学诊断，针对的特殊病种的客户群体（主要为肿瘤、心脑血管和乳腺疾病等），而非普通的体检人群。该中心预计将于 2016 年开业，乐观预计当年就可以实现盈利，投资回收期较短，因而该转型项目也比较适合异地快速复制，做大规模。

2015 年 6 月 4 日，李克强总理在国务院工作会议上针对医改提出要探索建立公建民营、民办公助等方式的区域性检验检测中心，对所有医疗机构开放，加上此前政府向第三方机构开放医学检验、影像市场的承诺，民间资本对医学检验市场的正式开放，而中国老龄化程度日趋加剧，肿瘤和心脑血管系统疾病发病率快速增长，专业医学影像诊断服务面临巨大的市场需求。而公司此次设立的医学影像诊断中心作为一家第三方独立医学影像中心属于国内该领域内的先驱（世正医疗在上海 9 月开业的检测中心为全国第一个），将受益于该蓝海市场需求的释放。

此外，上海世正医疗目前投资运营 23 家 PET-CT 影像诊断和肿瘤放疗中心，拥有博导、教授、主任医师、副主任医师等高级职称 59 人，是一家定位于服务境内外高端及特需人群，重点发展连锁医学影像诊断中心的医学控股企业，在医学影像诊断领域先进的经营理念和丰富的实践经验。[根据网路资料：上海世正医疗科技有限公司是依托上海两大国际医学中心之一的上海浦东国际医学中心建立的一家主要从事医疗机构投资管理与运营的专业公司（专注于肿瘤预防、诊断、治疗领域投资运营），注册资金 5,000 万元。]

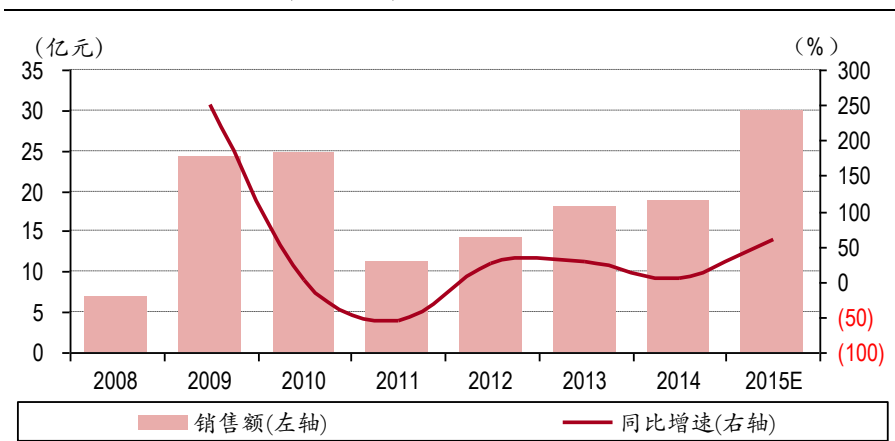
15 年销售大幅增长，16 年武林外滩集中结算贡献业绩

2015 年杭州市场销售大幅增长，前 10 月一手房和二手房销售面积分别同比增长 45% 和 105%，分别大幅好于同期行业平均水平 21%（45 个城市）和 71%（18 个城市）。与此同时，公司今年销售表现优异，前 3 季度公司销售已经达到约 25 亿元，提前完成全年 25 亿元的销售计划，也已较 14 年全年销售 19 亿元有大幅增长，全年大概率将超过 30 亿元，同比增长超 60%。

而今年主要贡献销售的项目为武林外滩项目，前 3 季度中贡献了超过一半的销售，根据杭州透明售房网，目前累计已经销售 241 套（总共 369 套），占比 2/3，今年 4 季度少量结算，大部分明年结算（武林外滩 2016 年中期竣工交付），该项目权益我们预计明年将贡献超 2 亿元的利润。

此外，目前土地储备 91 万平米，保持稳定的土地储备水平。公司目前权益土地储备面积 91 万平米（权益未结算面积，其中一半位于杭州），可保证未来 2-3 的滚动开发和结转。公司根据自身情况，保持稳定的土地储备水平，近期在杭州新拿桃源项目 10 万平米（7 亿元土地价，楼面价 6,829 元/平米），主要出于考虑滚动开发，在第二主业成熟之外，稳定目前地产业务的销售规模。

图表 2. 广宇集团 2008 年-2015 年销售情况



资料来源：公司公告，中银国际证券

14 年定增近期解禁上市，但预计目前对股价影响应已不大

2013 年 9 月，公司发布了非公开发行方案，拟融资 10 亿元，而后于 14 年 7 月召开了临时股东大会取消补充流动资金 2 亿元，融资降为 8 亿元，14 年 11 月本次非公开发行方案顺利发行，公发行 1.76 亿股，其中实际控制人一直行动人澜华投资认购 3,297 万股，其余 7 家机构合计认购 1.43 亿股。

2015 年 11 月 9 日，本次非公开发行中 7 家机构合计认购的 1.43 亿股将解禁上市，占公司股份总数的 18.5%，市场认为近期这将对公司股价造成不利影响。但我们发行，公司 11 月 12 日和 11 月 13 日两日分别换手率高达 8.2% 和 10.3%，高于年初至今平均换手率 3.6%，并且两日合计成交量达到 1.18 亿股，相当于近期定增解禁 1.43 亿股的 82%。

因而从逻辑判断来看，近期定增解禁已有相当一部分资金已经减持（**估算已减持股份占比为 $8.2\% + 10.3\% - 3.6\% \times 2 = 11.3\%$ ，对应股份 0.87 亿股，大约占比近期定增解禁 1.43 亿股约 58%**），预计后续解禁对于股价影响应已不大。

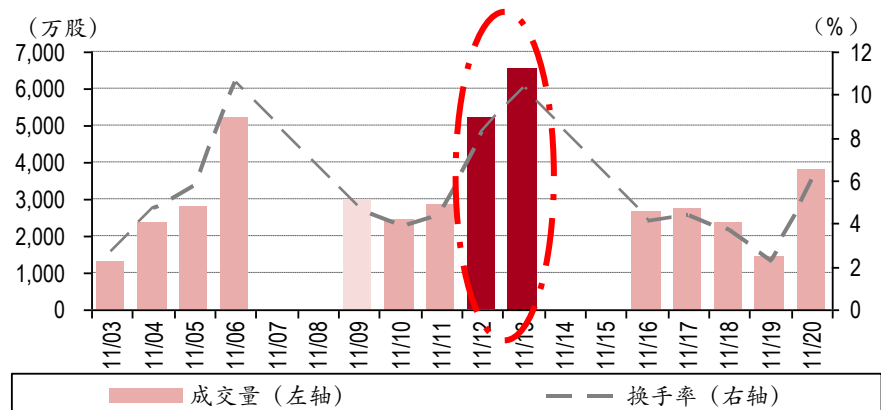
图表 3. 2014 年定增机构认购情况（其中 1.4 亿股机构认购部分于 11 月 9 日上市流通）

序号	申购对象名称	认购价格（元/股）	获配数量（万股）	认购金额（万元）
1	澜华投资	4.55	3,297	15,000
2	上银基金管理有限公司	4.55	2,686	12,220
3	国联安基金管理有限公司	4.55	2,154	9,798
4	上海东源添东投资中心	4.55	2,198	10,000
5	财通基金管理有限公司	4.55	3,011	13,699
6	长安基金管理有限公司	4.55	2,206	10,039
7	兴业全球基金管理有限公司	4.55	1,978	9,000
8	太平洋资产管理有限公司	4.55	54	244
合计			17,582	80,000
除澜华投资（实际控制人一直行动人）外，机构合计			14,286	65,000

资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 4. 广宇集团近期成交量和换手率情况（12 日和 13 日成交量较高）

11 月 12 日和 11 月 13 日两日分别换手率高达 8.2% 和 10.3%，高于年初至今平均换手率 3.6%，并且两日合计成交量达到 1.18 亿股，相当于近期定增解禁 1.43 亿股的 82%，因而从逻辑判断来看，近期定增解禁已有相当一部分资金已经减持，预计后续解禁对于股价影响应已不大。



资料来源：公司公告，万得资讯，中银国际证券

医疗大健康转型正式起步，上调至买入评级

广宇集团作为杭州当地的老牌房企，早在 10 年就开始思考转型，14 年开始第二主业探索，并初步确定环保和大健康转型方向，经过一年多的调研和分析，公司在 15 年中最终确定了医疗大健康为转型方向，并将致力于“诊断+治疗”两大业务，其中 6 月公司联手世正医疗布局影像诊断只是该领域转型的第一步，后续包括“诊断+治疗”两大领域都将有进一步的投资，从而快速将医疗大健康业务打造成公司第二主业；而地产主业方面，公司目前拥有 91 万平米项目储备，大部分位于杭州，土地成本低、资源优质，对应公司 NAV 为 54 亿元，目前市值 62 亿元较之溢价 15%，对比转型医疗房企溢价仍相对较低，与此同时，近年来杭州市场成交量持续走高利好公司销售，15 年公司预计销售增长超 60%，由此促进公司业绩增长以及供血转型的资金需求。考虑公司结算节奏的影响，我们分别将 2015-16 年的每股收益预测由 0.42 元和 0.51 元下调至 0.10 元和 0.40 元，但鉴于公司转型正式启动，目标价上调为 10.00 元，相当于 40% 的 2015 年净资产溢价，并上调评级至买入。

图表 5. 广宇集团与其他转型医疗房企估值对比

	净资产 (亿元)	市值 (亿元)	市净率 (倍)
华业资本	44.0	205.0	4.7
宜华健康	16.4	163.5	10.0
万方发展	3.3	77.7(定增后 174.7)	23.5(定增后 52.8)
湖北金环	16.8	65.5	3.9
广宇集团	32.2	61.9	1.9
绿景控股	2.2	54.1(定增后 324.4)	25.0(定增后 149.7)
运盛医疗	4.0	46.4(定增后 54.5)	11.6(定增后 13.6)

资料来源：公司公告，万得资讯，中银国际证券

图表 6. 广宇集团 NAV

NAV 计算	2014E	2015E
净利润折现 (万元)	221,678	203,549
净资产 (万元)	334,062	338,657
NAV (万元)	555,740	542,206
总股本 (万元)	77,414	77,414
每股 NAV (元/股)	7.18	7.00

资料来源：中银国际证券

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	1,658	1,683	1,915	2,955	3,811
销售成本	(1,196)	(1,343)	(1,638)	(2,194)	(2,988)
经营费用	(102)	(103)	(113)	(174)	(225)
息税折旧前利润	369	245	170	593	606
折旧及摊销	(9)	(8)	(6)	(6)	(7)
经营利润(息税前利润)	360	237	164	586	598
净利息收入/(费用)	(24)	(25)	(32)	(20)	(23)
其他收益/(损失)	3	(5)	(18)	(19)	(21)
税前利润	339	207	114	548	555
所得税	(96)	(57)	(29)	(137)	(139)
少数股东权益	(24)	(19)	(9)	(103)	(42)
净利润	219	131	77	308	374
核心净利润	219	131	77	308	374
每股收益(人民币)	0.283	0.170	0.100	0.398	0.484
核心每股收益(人民币)	0.283	0.170	0.100	0.398	0.484
每股股息(人民币)	0.062	0.080	0.047	0.188	0.228
收入增长(%)	(16)	2	14	54	29
息税前利润增长(%)	(14)	(34)	(31)	258	2
息税折旧前利润增长(%)	(13)	(34)	(30)	248	2
每股收益增长(%)	(12)	(40)	(41)	299	21
核心每股收益增长(%)	(12)	(40)	(41)	299	21

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	339	207	114	548	555
折旧与摊销	9	8	6	6	7
净利息费用	24	25	32	20	23
运营资本变动	(1,200)	211	228	(753)	(636)
税金	(96)	(57)	(29)	(137)	(139)
其他经营现金流	15	29	17	18	18
经营活动产生的现金流	(909)	423	369	(298)	(172)
购买固定资产净值	(2)	(3)	0	0	0
投资减少/增加	4	(186)	24	22	23
其他投资现金流	331	57	85	(46)	(38)
投资活动产生的现金流	333	(132)	109	(24)	(15)
净增权益	0	785	0	0	0
净增债务	1,105	(419)	717	337	513
支付股息	(320)	(343)	(36)	(145)	(177)
其他融资现金流	(278)	(138)	85	(46)	(38)
融资活动产生的现金流	507	(116)	766	146	299
现金变动	(69)	175	1,244	(175)	112
期初现金	1,049	980	1,154	2,399	2,223
公司自由现金流	(577)	290	478	(321)	(187)
权益自由现金流	528	(129)	1,195	16	327

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表 (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	995	1,158	2,399	2,223	2,336
应收帐款	92	54	115	177	229
库存	6,341	6,571	6,510	8,273	9,909
其他流动资产	108	310	150	198	272
流动资产总计	7,537	8,094	9,174	10,872	12,746
固定资产	21	23	15	8	3
无形资产	11	11	11	11	11
其他长期资产	445	434	448	529	597
长期资产总计	478	468	473	549	611
总资产	8,014	8,562	9,647	11,421	13,357
应付帐款	664	566	900	1,189	1,629
短期债务	1,221	765	1,482	1,819	2,332
其他流动负债	1,550	1,734	1,720	2,650	3,412
流动负债总计	3,435	3,065	4,103	5,658	7,373
长期借款	2,094	2,131	2,131	2,131	2,131
其他长期负债	19	25	27	27	28
股本	598	774	774	774	774
储备	1,386	2,078	2,119	2,283	2,481
股东权益	1,984	2,852	2,893	3,057	3,255
少数股东权益	483	489	493	548	570
总负债及权益	8,014	8,562	9,647	11,421	13,357
每股帐面价值(人民币)	3.32	3.68	3.74	3.95	4.20
每股有形资产(人民币)	0.04	0.03	0.02	0.01	0.00
每股净负债/(现金)(人民币)	3.88	2.24	1.57	2.23	2.75

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	22.2	14.5	8.9	20.1	15.9
息税前利润率(%)	21.7	14.1	8.6	19.8	15.7
税前利润率(%)	20.5	12.3	6.0	18.5	14.6
净利率(%)	13.2	7.8	4.0	10.4	9.8
流动性					
流动比率(倍)	2.2	2.6	2.2	1.9	1.7
利息覆盖率(倍)	15.1	9.7	5.2	29.6	26.1
净权益负债率(%)	94.0	52.0	35.9	47.9	55.6
速动比率(倍)	0.3	0.5	0.6	0.5	0.4
估值					
市盈率(倍)	28.2	47.2	80.2	20.1	16.5
核心业务市盈率(倍)	28.2	47.2	80.2	20.1	16.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	35.3	59.0	100.2	25.1	20.7
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.4	2.2	2.1	2.0	1.9
价格/现金流(倍)	(5.3)	14.7	16.8	(20.8)	(36.0)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.3	41.9	59.1	19.9	22.1
周转率					
存货周转天数	1,748.8	1,754.3	1,457.6	1,229.8	1,110.5
应收帐款周转天数	57.5	15.9	16.1	18.0	19.4
应付帐款周转天数	185.2	133.3	139.8	129.1	135.0
回报率					
股息支付率(%)	21.8	47.2	47.2	47.2	47.2
净资产收益率(%)	11.1	4.6	2.7	10.1	11.5
资产收益率(%)	3.4	2.1	1.4	4.2	3.6
已运用资本收益率(%)	7.3	4.1	2.8	8.4	7.8

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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