



买入

45% ↑

目标价格: 人民币 10.00

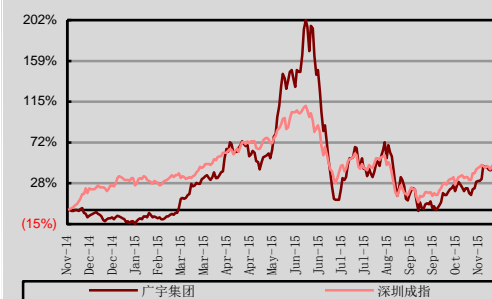
002133.CH

价格: 人民币 6.88

目标价格基础: 重估净资产值溢价 45%

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
相对深圳成指	51.0	10.4	(7.2)	1.5

发行股数(百万)	774
流通股(%)	78
流通股市值(人民币 百万)	4,138
3 个月日均交易额(人民币 百万)	191
15 年末净负债率(%)	20
15 年末每股重估净资产值(人民币)	6.90
主要股东(%)	
杭州平海投资有限公司	17.41

资料来源: 公司数据, 彭博及中银证券
以 2016 年 4 月 22 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

广宇集团

计划打造大健康生态圈, 武林外滩推高 16 年业绩

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, 其中公司联手世正医疗布局影像诊断只是该领域转型第一步, 公司后续计划围绕医疗大健康方向继续积极拓展新项目, 打造大健康生态圈, 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, 15 年武林外滩项目大幅推高销售至 35 亿元, 同比增长 86%, 并该项目将于 16 年集中结算, 大幅推高 16 年业绩; 公司目前半数土储位于杭州, 土地成本低、资源优质, 对应公司 NAV 为 53 亿元, 并且受益于目前政策对于二线城市的利好影响, 后续销售值得期待, 同时公司 NAV 也将具有一定的向上弹性。我们继续看好公司的医疗大健康转型方向, 并维持 2015-16 年每股收益预测 0.40 元和 0.49 元, 同时在地产转型医疗房企的横向对比中, 目前公司市值 53 亿元持平 NAV、并且市净率仅为 1.9 倍, NAV 溢价和市净率估值对比转型医疗房企均明显偏低, 维持目标价 10.00 元, 重申买入评级。

支撑评级的要点

■ 15 年业绩首度亏损, 16 年武林外滩集中结算业绩望大幅改善。15 年, 营业收入 17.2 亿元, 同比增长 2%, 净利润亏损 6,440 万元, 同比下降 149% 和 90%; 每股收益 -0.08 元; 毛利率和净利率为 11.2% 和 3.7%, 分别下降 16.7 和 11.5 个百分点; 三项费用率稳定在 7.7% 左右; 此外, 每 10 股派 0.8 元; 业绩首度亏损主要源于本年结算项目毛利率较低, 同时高毛利的武林外滩因为精装修进度影响未能提前交付, 但 16 年 5 月武林外滩进入集中结算将大幅改善 16 年的毛利率和业绩。

■ 武林外滩推高 15 年销售至 35 亿, 估算 16 年可贡献 2.8 亿利润。2015 年销售金额 35 亿元, 同比增长 86%, 完成计划的 140%, 并创历史新高, 其中大部分为杭州武林外滩和舟山锦澜公寓贡献。根据杭州透明售房网, 15 年末武林外滩累计销售 250 套 (总共 369 套), 占比 2/3, 估算累计销售近 30 亿元 (均未结算), 占 15 年末 32 亿元预收款的绝大部分, 再加上今年销售部分, 该项目今年理论结算额在 30 亿元上下, 并按照预计净利率约 18.5% 以及权益 50% 估算, 今年预计武林外滩可贡献净利润在 2.8 亿元左右。(具体推导过程见后文)

■ 布局影响中心确定大医疗转型, 后续计划打造大健康生态圈。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 15 年 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。根据 16 年年报中提到, “在第二主业方面, 公司将继续推进医学影像诊断中心建设, 并积极拓展新项目, 打造大健康生态圈”, 从而快速将医疗大健康业务打造成公司第二主业。

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

■ 我们继续看好公司的医疗大健康转型方向, 并且维持 2015-16 年每股收益预测 0.40 元和 0.49 元, 同时在地产转型医疗房企的横向对比中, 目前公司市值 53 亿元持平 NAV、并且市净率仅为 1.9 倍, NAV 溢价和市净率估值对比转型医疗房企均明显偏低, 维持目标价 10.00 元, 重申买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	1,683	1,720	2,803	3,675	4,243
变动(%)	1.6	2.1	63.0	31.1	15.4
净利润(人民币 百万)	131	(64)	309	378	385
全面摊薄每股收益(人民币)	0.170	(0.083)	0.399	0.488	0.497
变动(%)	(40.2)	(149.1)	NA	22.1	2.0
市盈率(倍)	40.6	(82.7)	17.2	14.1	13.8
每股现金流量(人民币)	0.5	2.0	(0.5)	(0.8)	(0.3)
价格/每股现金流量(倍)	12.6	3.5	(13.4)	(8.5)	(24.7)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	38.3	1197.2	14.0	17.3	18.0
每股股息(人民币)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
股息率(%)	1.2	1.2	0.9	1.1	1.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

15 年业绩首度亏损，16 年武林外滩集中业绩望大幅改善

2015 年，营业收入 17.2 亿元，同比增长 2%，净利润亏损 6,440 万元，同比下降 149% 和 90%；每股收益 -0.08 元；毛利率和净利率为 11.2% 和 3.7%，分别下降 16.7 和 11.5 个百分点；三项费用率稳定在 7.7% 左右；此外，每 10 股派 0.8 元。

业绩首度亏损主要源于本年结算项目毛利率较低，同时高毛利的武林外滩项目因为精装修进度影响未能提前交付。而随着高毛利的武林外滩项目将在 2016 年 5 月 31 日交付，该项目将在今年进入集中结算，大幅提升该年度地产业务结算毛利率的同时，也大幅推高今年的业绩。

图表 1. 广宇集团 2015 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2014 年	2015 年	同比变动(%)
营业收入	1,683	1,720	2.1
营业成本	(1,214)	(1,527)	25.8
营业税	(129)	(81)	(37.2)
毛利润	340	111	(67.3)
其他收入	(4)	(14)	239.0
销售费用	(37)	(37)	1.2
管理费用	(66)	(73)	10.6
营业利润	233	(13)	(105.7)
投资收益	(15)	(13)	(14.6)
财务费用	(25)	(22)	(14.5)
营业外收支	15	8	(45.4)
税前利润	207	(40)	(119.1)
所得税	(57)	(18)	(67.9)
少数股东权益	(19)	(6)	(66.1)
归属上市公司股东净利润	131	(64)	(149.1)
主要比率(%)			百分点增减
毛利率	27.9	11.2	(16.7)
含税毛利率	20.2	6.5	(13.7)
经营利润率	13.8	(0.8)	(14.6)
净利率	7.8	(3.7)	(11.5)

资料来源：公司数据，中银证券

图表 2. 广宇集团 2015 年营业收入分业务情况

分业务	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入同比 (%)	毛利率增减(百分 点)
房地产	14.4	10.3	4.7	(21.0)
物业管理	0.3	16.5	16.3	(5.9)
物业出租	0.4	79.2	2.7	(3.9)
其他	2.1	3.5	(13.3)	2.7

资料来源：公司公告，中银证券

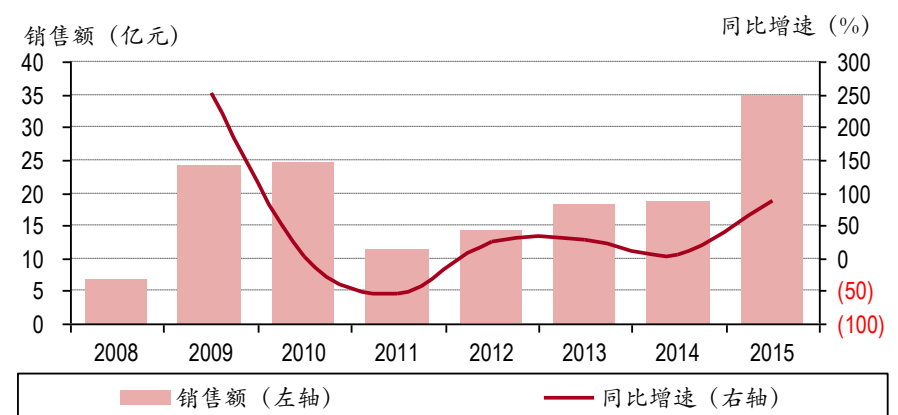
15 年销售大幅增长，武林外滩项目贡献大半

2015 年杭州楼市迎来一波成交的大牛市。根据杭州透明售房网数据，2015 年杭州新建商品住宅成交面积 1,382 万平米，同比增长 34%；价格方面，年度的签约均价同比增长 3.4%；库存方面，2015 年末去化周期缩短至 9.5 个月，去库存效果明显。此外，随着二胎政策的全面放开，2016 年 G20 峰会、2022 年亚运会陆续落地杭州，杭州楼市可持续发展可期。

与此同时，公司 2015 年也获得优异的销售表现，全年实现销售金额 35 亿元，同比增长 86%，完成年度计划的 140%，为公司上市以来实现年度签约金额最多的一年。杭州武林外滩、舟山锦澜公寓均大幅超额完成年度销售计划。2016 年，公司计划实现商品房销售合同签约金额 30 亿元，目前杭州楼市基本面健康并且预计将持续受益于行业支持政策，预计公司将有望超预期完成计划。

此外，公司目前权益土地储备面积约 90 万平米（权益未结算面积，其中杭州占比 50%以上），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 3. 广宇集团 2008 年-2015 年销售情况



资料来源：公司公告，中银证券

16 年武林外滩进入集中结算，估算可贡献 2.8 亿利润

根据杭州透明售房网数据，截至 2015 年年底，杭州武林外滩累计已经销售 250 套（总共 369 套），占比约 2/3，按照均价 5 万元/平米，合计建面 9 万平米对应货值 45 亿元，估算截至 15 年年底累计销售近 30 亿元（考虑前期销售均价较低），并且该项目均未结算，因而武林外滩项目的预收款项也应在近 30 亿元。

截至 2015 年末，公司预收款项为 32 亿元，同比 2014 年末的 15 亿元大幅增长 115%，由于武林外滩项目截止目前均未结算（该项目的计划交房时间为 2016 年 5 月 31 日）并且估算累计销售额近 30 亿元，因而估计目前预收款项中 32 亿元大部分为武林外滩项目，再加上今年武林外滩的销售额也同时达到结算标准，总体该项目今年的理论结算额在 30 亿元上下，并且按照我们预计该项目的净利率约为 18.5%以及 50%的权益估算，今年预计可贡献净利润在 2.8 亿元左右。

图表 4. 广宇集团 2015 年预收款项情况

项目	2014 年末 (亿元)	2015 年末 (亿元)	同比增长 (%)
1 年以内 (含 1 年)	9.48	25.24	166.2
1-2 年 (含 2 年)	5.29	5.89	11.4
2-3 年 (含 3 年)	0.10	0.99	846.1
3 年以上	0.09	0.08	(7.2)
合计	14.96	32.19	115.2

资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 武林外滩项目毛利率和净利率的估算

项目	估算
销售均价(元/平米)	50,000
楼面成本(元/平米)	19,038
建安成本(元/平米)	8,000
合计单方成本(元/平米)	27,038
毛利率(%)	45.9
营业税率及附加(%)	5.5
土增税率(%)	8.0
三项费用率(%)	7.7
税前利润率(%)	24.7
净利率(%)	18.5

资料来源：公司公告，中银证券

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。

确定大健康转型方向，后续计划打造大健康生态圈

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15年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。

根据公司2016年年报中关于2016年计划中提到“在第二主业方面，公司将继续推进医学影像诊断中心建设，并积极拓展新项目，打造大健康生态圈”，可见公司后续将围绕“诊断+治疗”两大方向继续积极拓展新项目，打造大健康生态圈，从而快速将医疗大健康业务打造成公司第二主业。

图表 6. 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
2016 年	公司将继续推进医学影像诊断中心建设，并积极拓展新项目，打造大健康生态圈
中远期	将医疗大健康打造为第二主业

资料来源：公司公告，中银证券

公司财务稳健，充裕现金和低负债率有力支撑大健康转型

报告期末，公司资产负债率为 63.4%，净负债率为 14.4%，处于行业低端水平；手持货币资金约 10 亿元，而短债合计 7 亿元，账面现金完全覆盖一年内到期的短期债务，短期无偿债压力，并且充裕的在手现金以及较低的负债率水平（较大的加杠杆空间）也将有力支撑公司的医疗大健康转型。

计划打造大健康生态圈，武林外滩推高 16 年业绩，重申买入评级

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，其中公司联手世正医疗布局影像诊断只是该领域转型第一步，公司后续计划围绕医疗大健康方向继续积极拓展新项目，打造大健康生态圈，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，15 年武林外滩项目大幅推高销售至 35 亿元，同比增长 86%，并该项目将于 16 年集中结算，大幅推高 16 年业绩；公司目前半数土储位于杭州，土地成本低、资源优质，对应公司 NAV 为 53 亿元，并且受益于目前政策对于二线城市的利好影响，后续销售值得期待，同时公司 NAV 也将具有一定的向上弹性。我们继续看好公司的医疗大健康转型方向，并且维持 2015-16 年每股收益预测为 0.40 元和 0.49 元，同时在地产转型医疗房企的横向对比中，目前公司市值 53 亿元持平 NAV、并且市净率仅为 1.9 倍，NAV 溢价和市净率估值对比转型医疗房企均明显偏低，维持目标价 10.00 元，重申买入评级。

图表 7. 广宇集团与其他转型医疗房企估值对比

公司	净资产*(亿归母净资产* 元)	市值 (亿 元)	市净率 (倍)	扩股后市值 (亿元)	扩股后市净 率 (倍)	
华业资本	44.0	44.0	150.5	3.4	150.5	3.4
宜华健康	16.4	16.4	130.0	7.9	130.0	7.9
万方发展	3.3	2.2	85.1	37.8	191.4	85.1
湖北金环	16.8	16.1	65.2	4.0	65.2	4.0
广宇集团	32.2	27.5	53.3	1.9	53.3	1.9
绿景控股	2.2	1.9	45.2	23.2	270.9	139.1
运盛医疗	4.0	3.4	47.6	14.2	51.2	15.2

资料来源：公司公告，中银证券

注：*上表中的净资产和归母净资产数据统一采用 2015 年 3 季报数据。

图表 8. 广宇集团 NAV

NAV 计算	2014E	2015E
净利润折现 (万元)	204,839	174,013
净资产 (万元)	319,506	360,067
NAV (万元)	524,344	534,080
总股本 (万元)	77,414	77,414
每股 NAV (元/股)	6.77	6.90

资料来源: 中银证券

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	1,683	1,720	2,803	3,675	4,243
销售成本	(1,343)	(1,608)	(1,948)	(2,780)	(3,278)
经营费用	(103)	(111)	(174)	(228)	(263)
息税折旧前利润	245	8	687	674	710
折旧及摊销	(8)	(8)	(6)	(7)	(8)
经营利润(息税前利润)	237	0	681	667	702
净利息收入/(费用)	(25)	(21)	(32)	(57)	(79)
其他收益/(损失)	(5)	(19)	(16)	(17)	(19)
税前利润	207	(40)	634	592	604
所得税	(57)	(18)	(159)	(148)	(151)
少数股东权益	(19)	(6)	(166)	(67)	(68)
净利润	131	(64)	309	378	385
核心净利润	131	(64)	309	378	385
每股收益(人民币)	0.170	(0.083)	0.399	0.488	0.497
核心每股收益(人民币)	0.170	(0.083)	0.399	0.488	0.497
每股股息(人民币)	0.080	0.080	0.060	0.073	0.075
收入增长(%)	2	2	63	31	15
息税前利润增长(%)	(34)	(100)	187,106	(2)	5
息税折旧前利润增长(%)	(34)	(97)	8,265	(2)	5
每股收益增长(%)	(40)	(149)	NA	22	2
核心每股收益增长(%)	(40)	(149)	NA	22	2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	207	(40)	634	592	604
折旧与摊销	8	8	6	7	8
净利息费用	25	21	32	57	79
运营资本变动	211	1,540	(927)	(1,148)	(770)
税金	(57)	(18)	(159)	(148)	(151)
其他经营现金流	29	7	16	15	15
经营活动产生的现金流	423	1,517	(398)	(625)	(215)
购买固定资产净值	(3)	(4)	0	0	0
投资减少/增加	(186)	182	17	22	25
其他投资现金流	57	(26)	92	(46)	(63)
投资活动产生的现金流	(132)	152	109	(24)	(37)
净增权益	785	0	0	0	0
净增债务	(419)	(1,404)	896	1,273	712
支付股息	(343)	(235)	(46)	(57)	(58)
其他融资现金流	(138)	(153)	92	(46)	(63)
融资活动产生的现金流	(116)	(1,793)	942	1,170	591
现金变动	175	(125)	652	522	339
期初现金	980	1,154	1,030	1,682	2,205
公司自由现金流	290	1,668	(290)	(648)	(253)
权益自由现金流	(129)	264	606	624	459

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	1,158	1,031	1,682	2,205	2,546
应收帐款	54	298	168	220	255
库存	6,571	6,257	7,008	9,187	10,606
其他流动资产	310	556	175	252	298
流动资产总计	8,094	8,142	9,033	11,865	13,705
固定资产	23	24	14	9	4
无形资产	11	11	11	11	11
其他长期资产	434	559	538	607	653
长期资产总计	468	593	562	627	668
总资产	8,562	8,735	9,596	12,492	14,372
应付帐款	566	571	1,052	1,515	1,790
短期债务	765	675	1,571	2,844	3,556
其他流动负债	1,734	3,416	2,494	3,274	3,781
流动负债总计	3,065	4,662	5,117	7,633	9,127
长期借款	2,131	816	816	816	816
其他长期负债	25	62	62	63	63
股本	774	774	774	774	774
储备	2,078	1,952	2,216	2,538	2,867
股东权益	2,852	2,726	2,990	3,312	3,641
少数股东权益	489	469	611	668	725
总负债及权益	8,562	8,735	9,596	12,492	14,372
每股帐面价值(人民币)	3.68	3.52	3.86	4.28	4.70
每股有形资产(人民币)	0.03	0.03	0.02	0.01	0.01
每股净负债/(现金)(人民币)	2.24	0.59	0.91	1.88	2.36

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.5	0.5	24.5	18.3	16.7
息税前利润率(%)	14.1	0.0	24.3	18.1	16.5
税前利润率(%)	12.3	(2.3)	22.6	16.1	14.2
净利率(%)	7.8	(3.7)	11.0	10.3	9.1
流动性					
流动比率(倍)	2.6	1.7	1.8	1.6	1.5
利息覆盖率(倍)	9.7	0.0	21.6	11.6	8.9
净权益负债率(%)	52.0	14.4	19.6	36.6	41.8
速动比率(倍)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
估值					
市盈率(倍)	40.6	(82.7)	17.2	14.1	13.8
核心业务市盈率(倍)	40.6	(82.7)	17.2	14.1	13.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	59.0	(120.2)	25.0	20.5	20.1
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.9	2.0	1.8	1.6	1.5
价格/现金流(倍)	12.6	3.5	(13.4)	(8.5)	(24.7)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	38.3	1197.2	14.0	17.3	18.0
周转率					
存货周转天数	1754.3	1455.5	1242.6	1063.1	1102.0
应收帐款周转天数	15.9	37.4	30.3	19.3	20.4
应付帐款周转天数	133.3	120.7	105.7	127.5	142.2
回报率					
股息支付率(%)	47.2	(96.2)	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	4.6	(2.4)	10.3	11.4	10.6
资产收益率(%)	2.1	0.0	5.6	4.5	3.9
已运用资本收益率(%)	4.1	0.2	13.1	10.1	8.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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，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8层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371