

强于大市

地产天天见 (第14期)

8家地产商被剔除恒指意味着什么?

【每日一问】

今年恒生综合指数与恒生中国企业指数对地产公司做了较多调整。包括世茂集团、佳兆业集团、融创中国、中国恒大、恒大物业、中国奥园、花样年控股、时代邻里共计8家企业被剔除出恒生综合指数。其中恒大物业、融创中国同时被剔除出恒生中国企业指数。

1969年11月24日，恒生指数公司推出了指数产品，成为香港最早的股票市场指数之一，也是反映香港股票市场表现的重要指标。2006年5月，富力地产正式被列入恒生中国企业指数、恒生综合指数系列及恒生流通指数系列成份股，成为首家纳入该等指数的内地房地产企业。

入选恒生指数具备以下条件：1) 符合市值要求：选股范围内的证券以12个月平均市值由大至小排名，累计市值覆盖率排名高于指数市场覆盖率要求界限的证券符合候选资格。2) 通过流动性测试：最近12个月内最少10个月通过换手率测试，最近6个月内最少5个月通过换手率测试。3) 其他额外的条件有：证券及期货事务监察委员会网站公布的股权高度集中公告里所列的公司不符合候选资格；已经停牌3个月以上的证券不符合候选资格。每个季度会定期调整。

恒生综合指数主要从能源业、工业、必需性消费、金融业、地产建筑业等12个一级行业内，根据最近12个月平均市值由大至小排列选股，累计市值覆盖率于95%以内的成分股都会入选。目前，香港主板共有2255家上市公司，进入恒生综合指数的有509家（截至7月29日总市值44.8万亿元），占据了前95%的市值。其中地产建筑业有成分股92只（总市值为3.6万亿元），占比8.0%。

7月有7家地产及物管类企业遭恒生综合指数剔除的主要原因为风险事件频发、年报难产、股票停牌超过三个月。7月被剔除的世茂集团、佳兆业集团、花样年控股、融创中国、中国恒大、恒大物业、中国奥园，前期均出现过暴雷事件，延续至今的流动性危机导致部分企业长期停牌并且无法公布2021年的年报。1) 在市值要求方面，世茂集团、佳兆业集团、花样年控股、融创中国、中国恒大、恒大物业、中国奥园在停牌前的市值分别为168、59、12、250、218、249、35亿港元，均符合指数市值要求，当前入选门槛为6亿市值。2) 按照恒指编算规则，证券连续停牌超过3个月则不符合恒生系列指数候选资格。中国恒大、恒大物业自22年3月21日起停牌，融创中国、花样年控股、世茂集团、佳兆业集团、中国奥园自22年4月1日起停牌，迄今为止停牌时间均已超过3个月，剔除符合恒生指数的规则。3) 此外，上述企业2021年年报仍未发布，年报信息未披露客观上导致投资者无法准确把握这些房企的经营状况，加剧了市场担忧。

恒大物业、融创中国还同时被恒生中国企业指数剔除。恒生中国企业指数对应的是在香港上市的中国内地企业的整体表现，其成份股数目固定维持在50只，按股票市值由高到低排列。截至7月29日，50只股票总市值22.8万亿元。3月剔除恒大物业后纳入了科技股义光能，7月剔除融创中国后纳入了科技股哔哩哔哩，主要是因为前期信用违约事件，加上港股地产板块下挫，恒大物业、融创中国市值下跌严重，分别从21年6月30日的1054、1246亿港元市值跌至22年3月31日的249、250亿港元，被剔除该指数（当前入选门槛：排在第50位的信达生物市值为414亿元）。其中恒生中国企业指数中目前仍在列的5只内房及物业股票：华润置地、龙湖集团、碧桂园、中国海外发展、碧桂园服务，总市值仍有6526亿元（截至7月29日），在50只股票中数量占比10%，市值占比2.86%。

我们认为剔除的企业本身面临较大压力，但对房地产板块的影响相对有限。1) 短期内，这些企业被剔除恒生指数，市场关注度及欢迎度将降低，在无外部支持的情况下，整体融资通道也会继续受到影响；也一定程度上反映了市场对房地产行业的信心不足。2) 但剔除并非永久性，单个企业数次进出指数榜单是较为常见的事情。例如宝龙地产、佳兆业集团等企业都出现过被剔除后重回指数的情况。7月恒生综合指数剔除7家房企的原因主要为停牌和年报推迟披露，其市值仍是在符合要求的范围内。当未来房地产市场的复苏趋向稳定，被剔除的内房股复牌、年报恢复披露，也有机会再次入选。3) 此次恒生综合指数中流失的内房及物业股，对地产建筑业在恒生综合指数内的权重影响不大。截至7家企业停牌前一个工作日计算，总市值仅合计989亿港元，在整只指数内的权重影响仅0.22%。剩余地产和物业股还有越秀地产、中国海外发展、华润置地、碧桂园、中国金茂、旭辉控股集团、新城发展、万科企业、建发国际集团、美的置业、中海物业、绿城服务、旭辉永升服务、新城悦服务等合计49只，合计市值1.17万亿港元，占整只指数内的权重为2.61%。恒生中国企业指数中剔除的恒大物业和融创中国，停牌前的市值合计不到500亿元，而剩余的5只股票：华润、龙湖、碧桂园、中海、碧桂园服务，总市值合计仍有6526亿元，反映出目前房地产行业“强者恒强”的现状，优秀企业仍具立足之处，不应该因个别企业问题否定整个行业。此外22年来宏观与行业政策持续宽松，下半年基本面有望逐步修复，应理性看待此次剔除事件对整个行业的影响。

【今日收评】

从大盘表现来看，今日（8月5日）申万房地产板块上涨1.40%，相对沪深300收益率为0.05%；恒生地产板块上涨1.53%，相对恒生指数收益率为1.39%。申万房地产板块中，央企、地方国企与民企涨幅均值分别为1.42%、1.41%、1.36%。外围负面影响逐步消散后，市场逐步回归理性，今日板块跟随大盘出现反弹行情。半导体概念股皇庭国际、万业企业涨停，今日半导体概念股上涨6.07%。

从个股表现来看，主流A股房企今日涨跌幅均值为1.33%，排名前三是阳光城、中南建设、金地集团，涨幅分别为3.02%、2.72%、1.86%，其中金地集团公告近期经营与财务情况，公司融资渠道保持畅通，剩余可用银行授信规模超过1700亿元，今年银行新增授信规模超150亿元，体现了金融机构对其可持续发展的信心。主流内房股今日涨跌幅均值为2.16%，排名前三是旭辉控股集团、美的置业、龙湖集团，涨幅分别为6.06%、5.22%、2.62%。

相关研究报告

《地产天天见(第13期): 现在的房地产库存有多高?》20220804

《地产天天见(第12期): 土地财政依赖度高的城市都具有什么共性?》20220803

《地产天天见(第11期): Q2公募基金对地产持仓的变化如何?》20220802

《地产天天见(第10期): AMC对房企纾困的作用到底有多大?》20220801

《地产天天见(第9期): 房企近期的偿债压力到底有多大?》20220729

《地产天天见(第8期): 海外房屋预售制度是怎样的? 我国该如何借鉴?》20220728

《地产天天见(第7期): 我国商品房预售制度真的走到尽头了吗?》20220727

《地产天天见(第6期): 今年首批集中土拍的最大赢家是谁?》20220726

《地产天天见(第5期): 房票安置政策真的能实现多方共赢吗?》20220725

《地产天天见(第4期): 房贷利率和首付比例下调之后, 居民房贷负担会减轻吗? 房贷利率降至多少才有效?》20220722

《地产天天见(第3期): 从微观层面来看, 我国居民家庭的房贷“掏兜比例”有多大?》20220721

《地产天天见(第2期): 从宏观层面来看, 居民部门是否还有继续加杠杆的空间?》20220720

《地产天天见(第1期): 当前居民购房意愿低迷到什么程度了?》20220719

《凡益之道, 与时偕行——关于短期博弈与长期格局的思考》20220615

《AMC参与房企化债的范围和力度有望加大, 提供房企纾困新路径》20220523

《从历史复盘探讨本轮地产调控放松的最佳路径与当前房企的生存法则》20220325

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产行业

证券分析师: 夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521070005

证券分析师: 许佳璐

(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521110002

8 家地产商被剔除恒指意味着什么？

今年恒生综合指数与恒生中国企业指数对地产公司做了较多调整。包括世茂集团、佳兆业集团、融创中国、中国恒大、恒大物业、中国奥园、花样年控股、时代邻里共计 8 家企业被剔除出恒生综合指数。其中恒大物业、融创中国同时被剔除出恒生中国企业指数。

1969 年 11 月 24 日，恒生指数公司推出了指数产品，成为香港最早的股票市场指数之一，也是反映香港股票市场表现的重要指标。目前，恒生指数公司拥有的香港股市指数产品 4 个，分别为恒生指数、恒生中国企业指数、恒生科技指数、恒生综合指数。2006 年 5 月，富力地产正式被列入恒生中国企业指数、恒生综合指数系列及恒生流通指数系列成份股，成为首家获纳入该等指数的内地房地产企业。随着内地房企不断赴港上市，内房股逐渐成为恒生指数中的重要力量。

入选恒生指数具备以下条件：1) 符合市值要求：选股范畴内的证券以 12 个月平均市值由大至小排名，计算每只证券的累计市值覆盖率，排名高于指数市场覆盖率要求界限的证券符合候选资格（12 个月平均市值指在每轮检讨截止日前 12 个月每月月底市值之平均值，若上市时间短于 12 个月，则采用自上市起月底市值之平均值）。2) 通过流动性测试：最近 12 个月内最少 10 个月通过换手率测试，最近 6 个月内最少 5 个月通过换手率测试（换手率为 0.05%或以上视为通过该月测试）。3) 其他额外的条件有：证券及期货事务监察委员会网站公布的股权高度集中公告里所列的公司不符合候选资格；已经停牌 3 个月以上的证券不符合候选资格。每个季度会定期调整。

恒生综合指数主要从能源业、工业、非必需性消费、必需性消费、金融业、地产建筑业、资讯科技业等 12 个一级行业内，根据最近 12 个月月均市值由大至小排列选股范畴内的证券，并计算每只证券的累计市值覆盖率，累计市值覆盖率于前 95% 以内的成份股都会入选。目前，香港主板共有 2255 家上市公司，进入恒生综合指数的有 509 家（截至 2022 年 7 月 29 日总市值为 44.8 万亿元），香港主板是长尾市场，按照入选恒生综合指数的要求，509 家公司占据了前 95% 的市值，剩下的 1746 家公司，只占据 5% 的市值。其中地产建筑业有成份股 92 只（总市值为 3.6 万亿元），占比 8.0%。

7 月有 7 家地产及物管类企业遭恒生综合指数剔除的主要原因为风险事件频发、年报难产、股票停牌超三个月。7 月被剔除的世茂集团、佳兆业集团、花样年控股、融创中国、恒大系（中国恒大、恒大物业）、中国奥园，前期均出现过暴雷事件，延续至今的流动性危机导致部分企业长期停牌并且无法公布 2021 年的年报。1) 在市值要求方面，世茂集团、佳兆业集团、花样年控股、融创中国、中国恒大、恒大物业、中国奥园在停牌前的市值分别为 168、59、12、250、218、249、35 亿港元，均符合指数的市值要求，当前入选门槛为 6 亿市值。2) 按照恒指编算规则，证券连续停牌超过 3 个月则不符合恒生系列指数候选资格。中国恒大、恒大物业自 2022 年 3 月 21 日起停牌，融创中国、花样年控股、世茂集团、佳兆业集团、中国奥园自 2022 年 4 月 1 日起停牌，迄今为止停牌时间均已超过 3 个月，剔除符合恒生指数的规则。3) 此外，上述企业 2021 年年报仍未发布，除可能与经营不及预期需反复核算外，还可能与审计机构变更、疫情影响搜集进度等因素有关，年报信息未披露客观上导致了投资者无法准确掌握这些房企的经营状况，加剧了市场担忧。

恒大物业、融创中国还同时被恒生中国企业指数剔除。恒生中国企业指数对应的是在香港上市的中国内地企业的整体表现，其成份股数目固定维持在 50 只，按股票市值由高到低排列。截至 2022 年 7 月 29 日，50 只股票总市值为 22.8 万亿元。3 月剔除恒大物业后纳入了科技股信义光能，7 月剔除融创中国后纳入了科技股哔哩哔哩，主要是因为前期信用违约事件，加上港股地产板块下挫，恒大物业、融创中国市值下跌严重，分别从 2021 年 6 月 30 日的 1054、1246 亿港元市值跌至 2022 年 3 月 31 日的 249、250 亿港元，被剔除该指数（当前入选门槛：排在第 50 位的信达生物市值为 414 亿元）。其中恒生中国企业指数中目前仍在列的 5 只内房及物业股票：华润置地、龙湖集团、碧桂园、中国海外发展、碧桂园服务，市值分别为 2008、1370、603、2038 和 506 亿元，总市值仍有 6526 亿元（截至 2022 年 7 月 29 日），在 50 只股票中数量占比 10%，市值占比 2.86%。

我们认为剔除的企业本身面临较大压力，但对房地产板块的影响相对有限。1) 短期内，这些企业被剔除恒生指数，市场关注度及欢迎度将有所降低，在无外部支持的情况下，整体融资通道也会继续受到影响；也一定程度上反映了市场对房地产行业的信心不足。2) 但剔除并非是永久性的，单个企业数次进出指数榜单是较为常见的事情。例如宝龙地产、佳兆业集团、佳源国际等企业都出现过被剔除后重回指数的情况。7月恒生综合指数剔除7家房企的原因主要为停牌和年报推迟披露，其市值仍是在符合要求的范围内。当未来房地产市场的复苏趋向稳定，被剔除的内房股复牌、年报恢复披露，也有机会再次入选。3) 此次恒生综合指数中流失的内房及物业股，对地产建筑业在恒生综合指数内的权重影响不大。截至7家企业停牌前一个工作日计算，总市值仅合计989亿港元，在整只指数内的权重影响仅0.22%。剩余地产和物业股还有越秀地产、中国海外发展、华润置地、富力地产、雅居乐集团、碧桂园、中国金茂、合景泰富集团、宝龙地产、旭辉控股集团、新城发展、龙光集团、万科企业、融信中国、正荣地产、建发国际集团、美的置业、中海物业、绿城服务、雅生活服务、保利物业、旭辉永升服务、世茂服务、融创服务、新城悦服务等合计49只，合计市值为1.17万亿港元，占整只指数内的权重为2.61%。恒生中国企业指数中剔除的恒大物业和融创中国，停牌前的市值合计不到500亿元，而剩余的5只股票：华润置地、龙湖集团、碧桂园、中国海外发展、碧桂园服务，总市值合计仍有6526亿元，反映出行业内部两极分化严重，目前房地产行业“强者恒强”的现状，优秀的企业仍具立足之处，不应该因个别企业问题否定整个行业。此外，2022年以来宏观与行业政策持续宽松，下半年基本面有望逐步修复，应理性看待此次剔除事件对整个房地产行业的影响。

图表 1. 恒生综合行业指数-地产建筑业内房企

年份	成分股数目	新增	剔除
2008年	39	中国铁建	/
2009年	40	人和商业、中渝置地	/
2010年	64	保利香港、宝龙地产、禹洲地产、佳兆业集团、华南城、花样年控股、金隅股份、恒大地产、众安房产、恒盛地产、明发集团、龙湖地产、中骏置业、五矿建设	/
2011年	66	融创中国	宝龙地产
2012年	66	宝龙地产、中国海外宏洋	高州地产、中骏置业
2013年	69	旭辉集团、卓尔发展、新城发展控股、禹洲地产、五洲国际建业地产、金地商置、龙光地产、绿地香港、中骏置业、时代地产、力高地产、万达商业发展、万科企业、亿达中国、招商局置地	五矿建设
2014年	86	万达商业、国瑞置业、大悦城地产、红星美凯龙	恒盛地产
2015年	95	中渝置地、首创置业、中国奥园、恒盛地产、红星美凯龙、佳源国际、融信中国	中渝置地、亿达中国、佳兆业集团、明发集团
2016年	84	绿景中国、恒盛地产、金地商置、绿城服务、中海物业、彩生活、佳兆业集团、力高地产	红星美凯龙、恒盛地产、中渝置地、时代地产、五洲国际、力高地产、大悦城地产、万达商业、金地商置、合景创展集团
2017年	94	合生创展集团、珠光控股、正荣地产、碧桂园服务、天誉置业、时代中国控股	人和商业
2018年	91	国瑞置业、弘阳地产、美的置业、德信中国、建发国际、中梁控股	国瑞置业、恒盛地产
2019年	94	永升生活服务、宝龙商业、时代邻里、汇景控股、建业新生活、新力控股、雅生活服务、保利物业	首创置业
2020年	103	金辉控股、金科服务、金茂服务、卓越商企服务、恒大物业、合景悠活、祥生控股、新城悦服务、融创服务、华润万象生活	/
2021年	97	佳源国际	建发物业、红星美凯龙、金隅集团、招商局置地、佳源国际、国瑞置业、彩生活、新力控股
2022年	92	花祥年控股、时代邻里、佳兆业集团、融创中国、中国恒大、中国奥园、恒大物业、世茂集团	花祥年控股、时代邻里、佳兆业集团、融创中国、中国恒大、中国奥园、恒大物业、世茂集团

资料来源：万得，中银证券

图表 2. 恒生中国企业指数-内房股

年份	内房成分股	新增	剔除
2008 年	中国铁建、富力地产、中国海外发展	中国铁建	/
2009 年	中国铁建、富力地产、中国海外发展	/	/
2010 年	中国铁建、富力地产、中国海外发展	/	/
2011 年	中国铁建	/	富力地产、中国海外发展
2012 年	/	/	中国铁建
2013 年	/	/	/
2014 年	万科企业	万科企业	/
2015 年	万科企业、万达商业	万达商业	/
2016 年	万科企业、中国铁建	中国铁建	万达商业
2017 年	万科企业、中国铁建	/	/
2018 年	万科企业、华润置地	华润置地	中国铁建
2019 年	万科企业、华润置地、龙湖集团、碧桂园、融创中国	龙湖集团、碧桂园、融创中国	/
2020 年	华润置地、龙湖集团、碧桂园、融创中国、世茂集团、中国海外发展、中国恒大	世茂集团、中国海外发展、中国恒大	万科企业
2021 年	华润置地、龙湖集团、碧桂园、融创中国、中国海外发展、碧桂园服务、恒大物业	碧桂园服务、恒大物业	世茂集团、中国恒大
2022 年 7 月	华润置地、龙湖集团、碧桂园、中国海外发展、碧桂园服务	/	恒大物业、融创中国

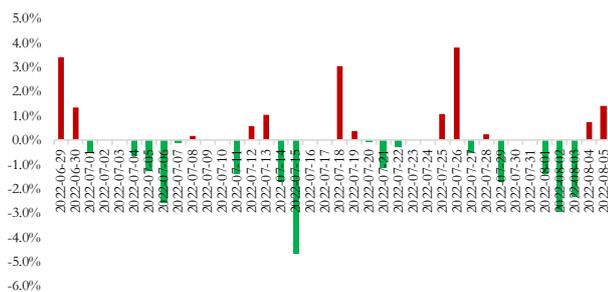
资料来源：万得，中银证券

附录：

【今日收评】

图表 3. 2022 年 8 月 5 日申万房地产板块上涨 1.40%

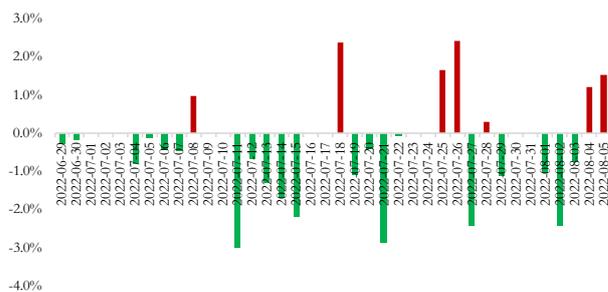
申万房地产板块当日涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 2022 年 8 月 5 日恒生地产指数上涨 1.53%

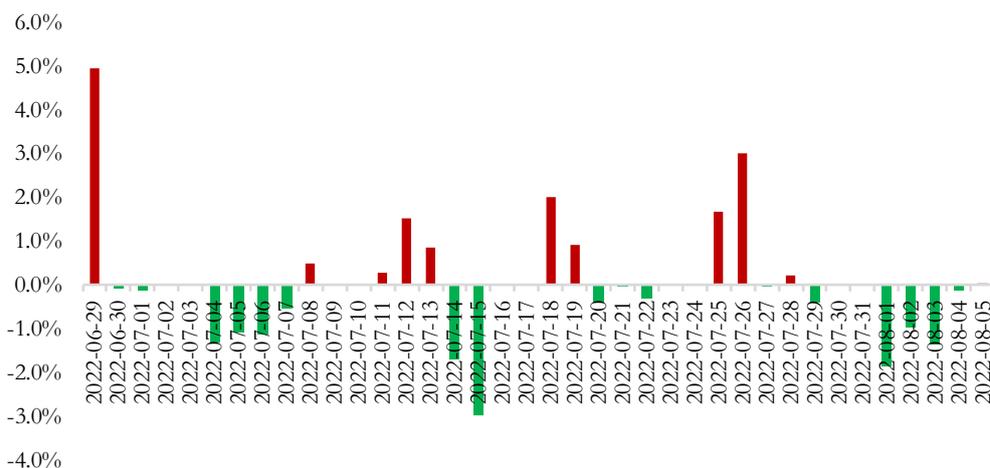
恒生地产指数当日涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 2022 年 8 月 5 日申万房地产板块 A 股相对沪深 300 收益率为 0.05%

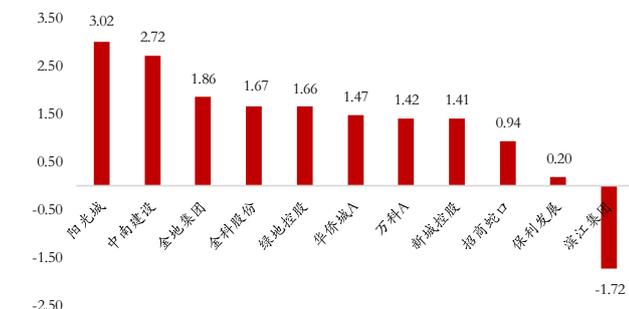
申万房地产板块相对沪深300收益率



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 2022 年 8 月 5 日主流 A 股房企中涨跌幅排名前三为阳光城、中南建设、金地集团

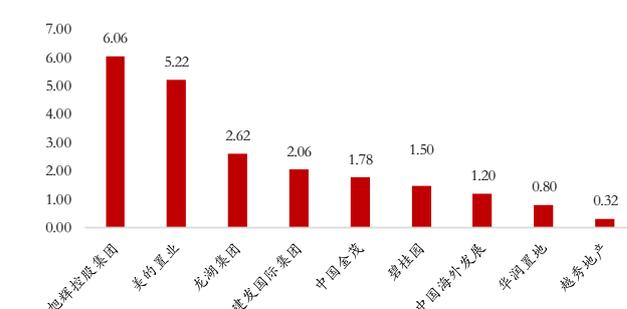
当日涨跌幅 (%)



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 2022 年 8 月 5 日主流内房股涨跌幅排名前三为旭辉控股集团、美的置业、龙湖集团

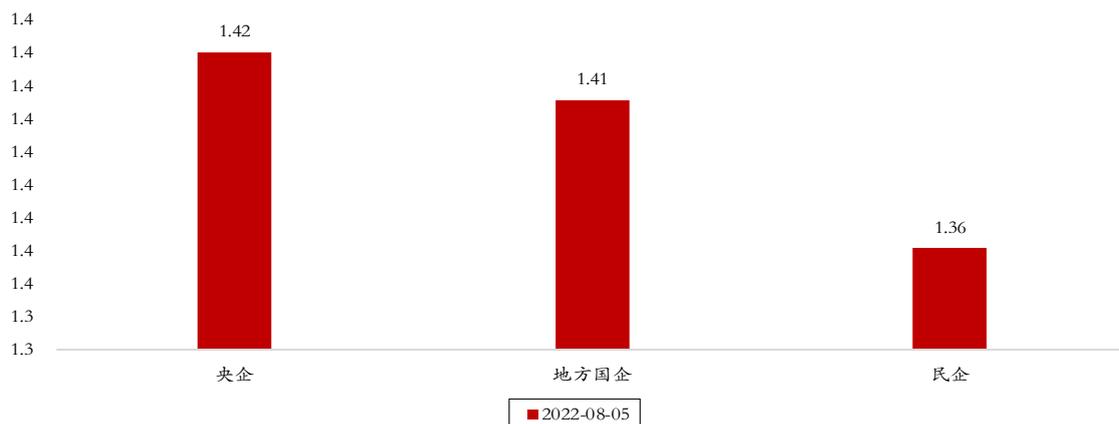
当日涨跌幅 (%)



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 2022 年 8 月 5 日申万房地产板块中，央企、地方国企、民企涨跌幅均值分别为 1.42%、1.41%、1.36%

当日涨跌幅均值 (%)



资料来源：万得，中银证券

【行业重点大事件】

图表 9. 2022 年 8 月 5 日行业新闻梳理

层级	政策类型	内容
地方	限贷	北京：北京住建委公布今年第二次集中供地中三个项目试点“全龄友好项目”，支持 60 岁及以上老年家庭最低 35% 首付购房，子女可作为共同借款人。
	集中土拍	深圳：深圳市第二批集中供地，14 宗成交 2 宗流拍。
	预售	河南：河南省自然资源厅、省发展改革委等 13 个部门近日联合印发《关于全面推行新建商品房“交房即交证”的实施意见》，要求自 2023 年 1 月 1 日起，全省所有城镇规划范围内新取得国有建设用地使用权的预售商品房项目全面实施“交房即交证”。
	购房补贴	天津：天津市发展和改革委员会发布《天津市关于促进消费恢复提振的若干措施》，为稳定住房消费，引导房地产开发企业开展卖房加赠家装、家具、家电等活动，释放消费潜力。

资料来源：各地政府官网，财联社，观点地产网，万得，中银证券

备注：截至到 2022 年 8 月 5 日 17:00 的当日新闻。

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。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他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，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限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股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限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。

中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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股份有限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。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
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