

公司报告

招商证券(香港)有限公司

雅居乐地产 (3383 HK)

复苏迹象正在浮现

■ 我们看好雅居乐, 因为 i) 公司价值明显低估, 相对资产净值折让61%, 而同业平均折让38%, ii) 2015年基本面持续改善

■ 我们认为市场正在对房地产行业进行重估, 其中大型开发商如中国海外(688 HK) 的股价在过去1个月内上涨32%, 接下来市场可能会转向寻找估值偏低的中型开发商。遵循这个逻辑, 我们推荐雅居乐地产。

合同销售额预计在2015年第二季回升

2015年前3个月, 雅居乐的合同销售额为76亿元人民币, 同比下跌26%, 这主要是市场低迷以及新盘稀推所致。然而, 雅居乐没有采取进一步降价的措施, 并且在2015年一季度暂缓了大多数楼盘的按揭优惠促销活动。据CRIC数据显示, 近期住房新政推出后, 楼市逐步回暖。与此同时, 雅居乐计划将在二季度推出较一季度更多新盘。我们预计2015年第二季度的合同销售额约为100亿元人民币, 环比增加32%。全年而言, 我们预计合同销售额约为440亿元人民币, 与2014年度持平(请参见第3页图7)。我们预计雅居乐2015年度的核心净利润同比增长8%, 预计其净负债比率为80%, 同比下降17%。因此, 我们略微上调2015/16年度的预测核心净利润2%/3%, 高于市场一致预期6%/5%。

公司专注于改善现金流

雅居乐计划清理更多表现欠佳的出租物业和酒店(这部分资产净值约占总资产的13%), 同时为了优化土地储备, 拟出售部分盈利/周转率较低的土地。我们预计公司2015年度的自由现金流为60亿元人民币(2014: -50亿元人民币)。我们留意到雅居乐在2015年第一季已暂停新购土地, 并且在寻求更低成本的融资来偿还部分信托贷款。我们预计雅居乐将在未来1-2个月完成一些境外银团贷款。

估值落后于市场龙头和A股同业

我们预计公司2015年底的每股资产净值为14.8港元(2014: 14.4港元/股), 我们的新目标价为7.1港元(调整前: 5.8港元), 相当于净资产折让52%(基于6年均值, 调整前: 60%)。我们考虑到 1) 行业前景的改善和 2) 更多内地资金流入香港市场将使A/H估值缩小, 我们相信雅居乐的估值折让将会收窄。

盈利预测及估值

RMB mn	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业额	35,436	38,318	39,936	43,393	38,840
同比增长(%)	19%	8%	4%	9%	-10%
核心净利润	3,843	3,929	4,241	4,337	4,403
同比增长(%)	-17%	2%	8%	2%	2%
核心每股盈利(港元)	1.41	1.42	1.35	1.38	1.41
净负债率(%)	98%	97%	80%	68%	57%
市盈率(核心净利润)(X)	4.1x	4.1x	4.3x	4.2x	4.1x
市净率(X)	0.5x	0.5x	0.5x	0.5x	0.4x
股息率(%)	8.2%	6.8%	5.9%	6.0%	6.1%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

苏淳德

+852 3189 6357

johnso@cmschina.com.hk

最新变动

EPS和目标价 上调

买入

前次评级	买入
股价	HK\$5.8
12个月目标价(上涨空间)	HK\$7.1 (+22%)
前次目标价:	HK\$5.8

股价表现



资料来源: Capital IQ

%	1m	6m	12m
3383 HK	22.8	30.1	(12.3)
MSCI中国房地产	23.6	29.1	21.0

行业:

恒生指数	27619
国企指数	14265

重要数据

52周股价区间(港元)	3.3-6.75
港股市值(百万港元)	19,076
日均成交量(百万股)	15.73
每股净资产(港元) 2014 y.e.	10.8

主要股东

Chen Family	63.0%
-------------	-------

流通股

流通股	37.0%
-----	-------

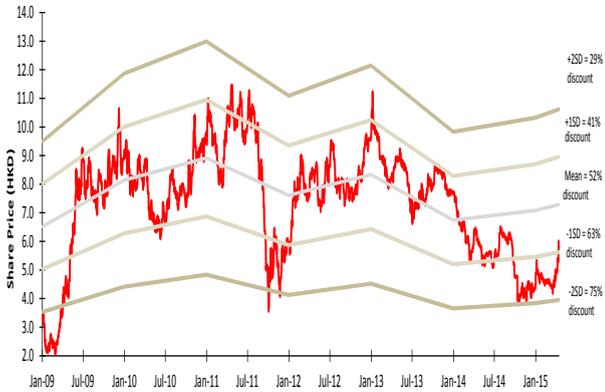
相关报告

中国房地产报告 - 2014年12月11日

雅居乐地产(3383 HK) - 复苏显现 - 2015年3月26日

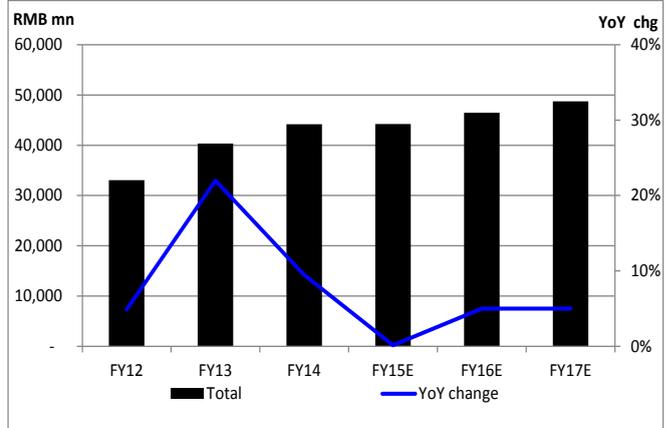
重点图表

图1: 资产净值折让区间



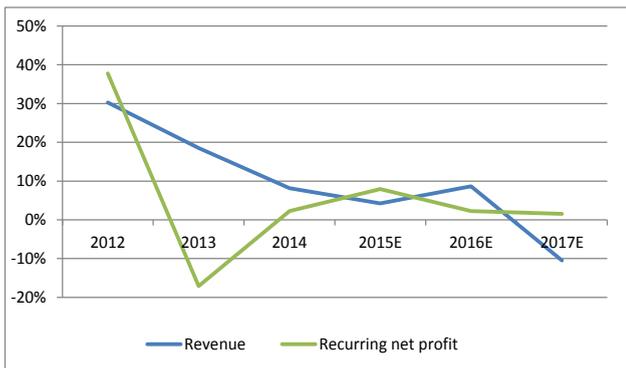
资料来源: 彭博、招商证券(香港)

图2: 合同销售额同比



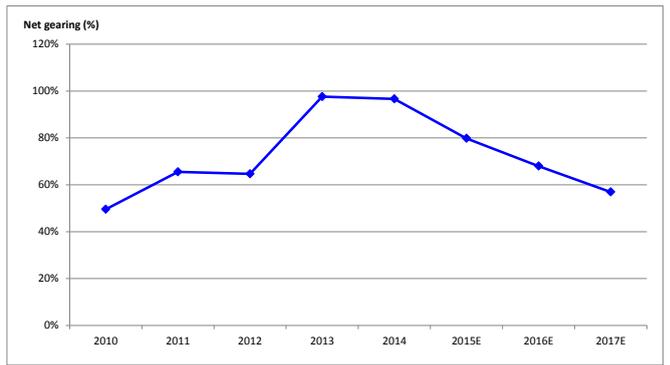
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

图3: 收入和利润增长率



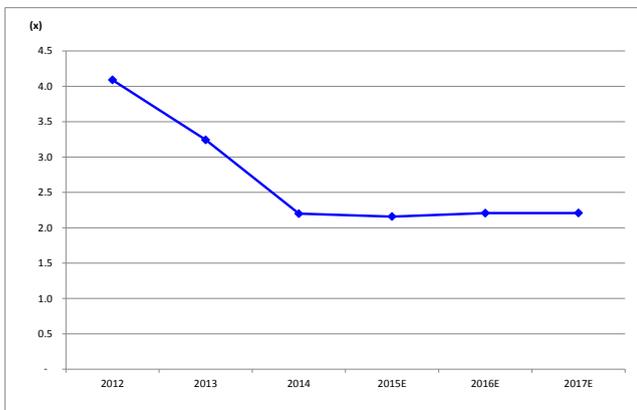
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

图4: 净负债比率



资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

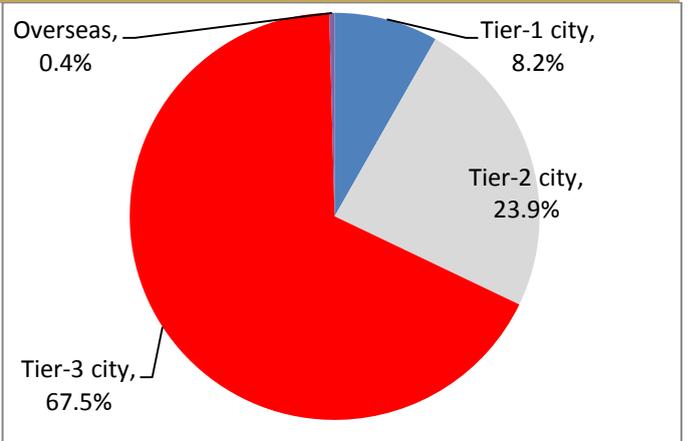
图5: 利息覆盖率



资料来源: 招商证券(香港)

注: 营业利润/总利息(包括资本化部分)

图6: 截至2015年2月21日的土地储备(总楼面面积)



资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

图7: 我们对雅居乐2015年的合同销售预测

项目名称	项目名称	城市	总额 百万人民币	均价 人民币/平方米	新项目
海南清水湾	Hainan Clearwater Bay	海南	7,200	16,000	
雅居乐剑桥郡	Cambridgeshire Guangzhou	广州	3,850	17,500	
中山雅居乐剑桥郡	Agile cambridgeshire Zhongshan	中山	2,100	7,000	
富春山居	Science City	广州	2,000	20,000	
南京雅居乐滨江国际	Nanjing Pukou District Project	南京	1,820	13,000	
惠州雅居乐白鹭湖	Agile Egret Lake Huizhou	惠州	1,600	8,000	
南京藏龙御景	The Magnificence Nanjing	南京	1,500	15,000	
中山雅居乐新城	Metro Agile Zhongshan	中山	1,375	5,500	
從化小院流溪	Conghua Jiekou town project	广州	1,300	13,000	
凯茵又一城	Shenchong project	中山	1,210	5,500	
西安雅居乐铂琅峯	Mont Blanc Xian	西安	1,040	8,000	
雅居乐湖居笔记	Agile Life Diary Xian	西安	1,040	8,000	新项目
河源雅居乐花园	Heyuan Agile City Garden	河源	1,016	5,644	
花都雅居乐匯通廣場	Huadu commercial project	广州	960	12,000	
重慶雅居乐御賓府	Chongqing Dadukou project	重庆	852	7,100	
中山凯茵新城	La Cite Greenville Zhongshan	中山	845	6,500	
海南雅居乐月亮湾	Hainan Wenchang project	海南	800	8,000	
上海雅居乐星徽	Shanghai Songjiang project	上海	800	16,000	
成都雅居乐花园	Agile Garden Chengdu	成都	744	6,200	
南海大瀝鎮項目	Foshan Nanhai Dali Town project	佛山	720	12,000	新项目
雅居乐御龍山	Agile Royal Mount Zhongshan	中山	720	4,800	
南京雅居乐長樂渡	Nanjing Qinhuai project no. 2	南京	700	70,000	
雅居乐英伦首府	British Manor Shunde	佛山	680	8,500	
高淳雅居乐花园	Nanjing Gaochun project	南京	630	6,300	
鄭州雅居乐國際花園	Zhengzhou Zhongmou project	郑州	602	8,600	
雅居乐御濱名門	Agile Gentlefolk Zhongshan	中山	560	7,000	
西安雅居乐御賓府	Xian Qujiang project	西安	550	11,000	
雅居乐万科热橙	Huadu Huashan Town project	广州	516	8,600	
惠州惠陽項目	Huizhou Huiyang project - A	惠州	500	5,000	新项目
雲南雅居乐西雙林語	Yunnan Xishuangbanna	云南	500	5,000	新项目
杭州余杭區項目	Hangzhou Yuhang project	杭州	475	9,500	新项目
吉隆坡Mont Kiara項目	Malaysia Kuala Lumpur project	马来西亚	475	9,500	新项目
雅居乐依云小镇	Changsha Huitang Town project	长沙	450	9,000	新项目
南寧五象新區項目	Nanning Wuxiang project	南宁	420	6,000	新项目
崑山雅居乐悠WO公園	Kunshan Qiandeng town project	昆山	408	6,800	
佛山雅居乐新城湾畔	Foshan new city project	佛山	400	8,000	
常州雅居乐星河灣	Changzhou Longcheng Avenue Project	常州	375	7,500	
無錫雅居乐中心廣場	Taihu New Town project	无锡	360	9,000	
騰冲雅居乐原乡	Yunnan Tengchong project - A	云南	350	7,000	
雅居乐雅湖半島	Sanshui Xinan Street project	佛山	348	5,800	
瑞麗雅居乐國際花園	Yunnan Ruili project	云南	250	5,000	
瀋陽雅居乐花園	Agile Garden Shenyang	沈阳	184	4,600	
其他			1,000		
总額			44,225		

资料来源: 招商证券(香港)

图8: 主要财务数据

(百万人民币)					
销售收入和销售面积	FY13	FY14	FY15E	FY16E	FY17E
已交付总建筑面积 (千平方米) (1)	3,215	3,992	4,064	4,503	3,618
已入帐平均售价 (人民币/每平方米) (2)	10,721	9,278	9,448	9,227	10,123
物业销售收入 (1) x (2)	34,467	37,037	38,398	41,549	36,626
其他	969	1,281	1,537	1,845	2,214
总收益	35,436	38,318	39,936	43,393	38,840
毛利	12,614	12,431	11,819	12,139	12,257
销售、总务和管理支出	(2,808)	(3,534)	(3,543)	(3,779)	(3,699)
财务成本	(412)	(565)	(575)	(568)	(581)
报告净利润	4,827	4,287	4,241	4,337	4,403
核心净利润	3,843	3,929	4,241	4,337	4,403
销售合同总额	40,340	44,160	44,225	46,436	48,758
土地开发成本 (人民币/每平方米)	(6,710)	(6,181)	(6,597)	(6,592)	(6,827)
每项已交付总建筑面积的核心净利润 (人民币/每平方米)	1,195	834	1,044	963	1,217
同比变动 (%)					
已交付总建筑面积	1.2%	24.2%	1.8%	10.8%	-19.7%
销售均价	16.9%	-13.5%	1.8%	-2.3%	9.7%
收益	18.5%	8.1%	4.2%	8.7%	-10.5%
毛利	1.4%	-1.5%	-4.9%	2.7%	1.0%
销售、总务和管理支出	33.7%	25.9%	0.3%	6.6%	-2.1%
财务成本	428.2%	37.1%	1.8%	-1.2%	2.3%
报告净利润	-3.5%	-11.2%	-1.1%	2.3%	1.5%
核心净利润	-17.1%	2.2%	7.9%	2.3%	1.5%
合同销售	22.0%	9.5%	0.1%	5.0%	5.0%
利润率 (%)					
毛利率	35.6%	32.4%	29.6%	28.0%	31.6%
报告净利润率	15.6%	12.4%	12.0%	11.5%	13.2%
核心净利润率	12.8%	11.4%	12.0%	11.5%	13.2%

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

2015/16年度盈利预测调整

我们主要是根据较低的总债务假设，下调2015/16年度的利息开支12%/17%，因雅居乐计划削减总借款40-60亿元人民币，或2014年年底总结余的9-13%。

总体而言，我们将2015/16年的核心净利润略为调高2%/3%。

图9：盈亏预测变化

(百万元人民币)	FY15E			FY16E		
	前值	最新	变动(%)	前值	最新	变动(%)
收入	40,268	39,936	-1%	44,142	43,393	-2%
销货成本	(28,498)	(28,116)	-1%	(31,967)	(31,254)	-2%
毛利	11,770	11,819	0%	12,174	12,139	0%
一般及行政费用	(1,611)	(1,597)	-1%	(1,766)	(1,736)	-2%
销售费用	(1,943)	(1,946)	0%	(2,040)	(2,043)	0%
利息支出	(652)	(575)	-12%	(685)	(568)	-17%
利息收入	120	119	-1%	128	122	-5%
共同控制实体和联营公司项目	74	57	-24%	204	175	-14%
其他	500	500	0%	500	500	0%
税前利润	8,258	8,376	1%	8,516	8,590	1%
所得税和土地增值税	(3,558)	(3,579)	1%	(3,638)	(3,599)	-1%
少数股东权益	(554)	(556)	0%	(682)	(655)	-4%
报告净利润	4,145	4,241	2%	4,196	4,337	3%
经常性净利润	4,145	4,241	2%	4,196	4,337	3%
毛利率(%)	29.2%	29.6%	0.4ppt	27.6%	28.0%	0.4ppt
公布的净利润率(%)	10.3%	10.6%	0.3ppt	9.5%	10.0%	0.5ppt
核心净利润率(%)	10.3%	10.6%	0.3ppt	9.5%	10.0%	0.5ppt

资料来源：招商证券(香港)

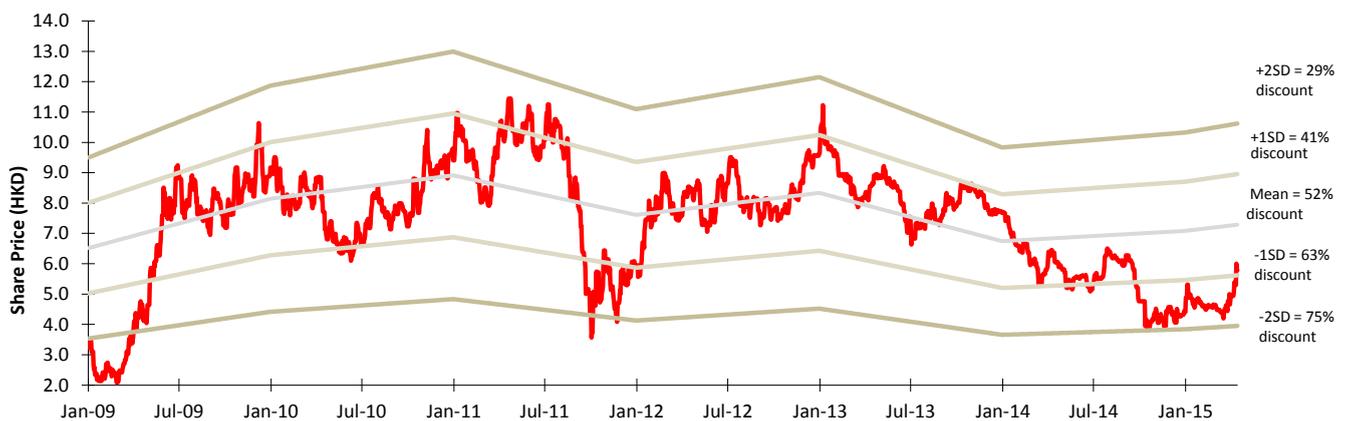
行业估值

图10: 同业对比: 估值 (基于2015年4月15日的市场收盘价)

公司	股号	股价	3个月		NAV (港元)	NAV折让 (%)	FY14市盈率 (x)	FY15市盈率 (x)	FY14股息率 (%)	FY15股息率 (%)	FY14市净率 (x)	FY15市净率 (x)	净负债FY14 (%)	净负债FY15 (%)
			市值(百万美元)	平均成交 (百万美元)										
大型同业平均水平														
			18.5	10.4	7.7	4.5	3.5	1.4	1.2	72.8	75.2			
中国海外	688 HK	28.65	30,215	89.1	29.5	2.9	9.8	8.1	1.9	2.5	1.8	1.5	31.7	29.3
华润置地	1109 HK	24.05	20,265	38.6	33.0	27.1	11.9	10.3	2.1	1.9	1.6	1.3	42.7	43.9
碧桂园	2007 HK	3.77	9,899	19.8	4.7	20.1	6.2	6.2	4.9	4.8	1.1	1.0	62.2	62.3
恒大地产	3333 HK	4.67	8,877	25.2	5.3	11.9	20.0	8.6	11.5	2.9	1.1	1.1	251.0	288.2
龙湖地产	960 HK	11.78	8,832	5.8	14.6	19.3	7.8	6.1	3.0	3.1	1.1	1.0	57.1	59.4
世茂房地产	813 HK	17.74	7,948	24.4	27.3	35.0	6.7	5.6	5.1	5.4	1.0	0.9	58.6	43.7
万科-H	2202 HK	19.04	25,011	27.7	22.0	13.5	10.7	8.7	3.2	3.9	1.9	1.7	6.3	0.0
中小型同业平均水平														
			45.9	9.6	10.3	3.9	4.2	0.7	0.6	76.2	72.2			
雅居乐地产	3383 HK	5.80	2,931	9.0	14.8	60.8	4.1	4.3	6.8	5.9	0.5	0.5	96.6	79.8
招商局置地	978 HK	1.87	1,183	2.4	3.3	43.3	19.2	11.8	0.5	0.8	1.6	1.4	49.4	58.0
中海宏洋	81 HK	4.59	1,352	2.3	8.0	42.6	8.4	9.3	1.1	1.1	0.9	0.8	77.0	68.1
旭辉控股	884 HK	2.00	1,555	0.7	3.9	48.7	5.0	3.7	3.5	5.7	0.9	0.7	58.4	67.7
方兴地产	817 HK	2.93	3,428	3.4	4.5	34.9	7.4	7.3	3.2	4.0	0.8	0.7	60.9	59.9
绿城中国	3900 HK	8.75	2,440	6.0	16.2	46.0	7.0	5.0	0.0	3.9	0.6	0.6	93.4	76.6
合生创展	754 HK	8.16	2,362	1.6	25.0	67.4	9.5	19.4	0.0	0.0	0.3	0.3	75.7	NA
合景泰富	1813 HK	6.74	2,562	6.7	15.7	57.1	6.1	4.8	6.1	6.3	0.8	0.7	66.8	64.0
保利置地	119 HK	4.62	2,183	10.1	8.1	43.0	12.0	11.3	4.8	2.3	0.6	0.5	110.7	105.5
深圳控股	604 HK	3.65	3,153	6.8	6.0	39.2	6.8	9.4	4.1	4.7	0.8	0.6	77.8	NA
瑞安房地产	272 HK	2.21	2,282	3.1	n.a.	n.a.	31.6	32.8	2.8	2.5	0.4	0.3	92.1	82.0
远洋地产	3377 HK	5.79	5,607	5.6	8.0	27.6	9.6	8.8	4.1	4.7	0.8	0.8	71.0	56.7
SOHO中国	410 HK	5.73	3,844	3.8	8.6	33.4	13.5	26.7	5.5	5.2	0.6	0.6	20.3	29.6
融创中国	1918 HK	8.44	3,686	18.4	12.4	31.9	6.0	3.8	2.8	5.3	1.4	1.0	44.5	67.4
越秀地产	123 HK	1.81	2,896	7.1	3.5	48.3	9.8	9.9	4.4	4.5	0.6	0.6	47.0	67.6
平均					37.5	9.8	9.5	4.1	4.0	0.9	0.8	75.2	73.2	

资料来源: 招商证券(香港)、彭博

图11: 雅居乐资产净值折让区间



资料来源: 招商证券(香港)、彭博

图12: 雅居乐2015年年底的资产净值预测

详细信息	合计百万港元	港元/股	占总额%
土地储备及发展中物业	86,643	22.1	149%
酒店物业及其他固定资产	6,283	1.6	11%
投资性房地产	4,930	1.3	8%
2015年年底的净债务	(39,830)	(10.2)	-69%
合计	58,024	14.8	100%

资料来源: 招商证券(香港)

财务预测表

资产负债表

单位：百万人民币	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	81,985	94,183	98,085	105,252	120,485
现金	6,784	6,068	6,579	8,875	11,544
受限制现金	6,250	5,362	5,362	5,362	5,362
流动应收账款	12,425	11,675	11,675	11,675	11,675
完工待售物业	13,084	16,138	11,981	13,018	11,652
发展中物业及预付土地	43,391	54,219	61,768	65,601	79,532
其他流动资产	51	721	721	721	721
非流动资产	32,549	29,465	30,297	31,209	32,116
固定资产	12,270	13,542	14,317	15,054	15,755
土地和发展中物业	18,700	11,951	11,951	11,951	11,951
其他非流动资产	1,579	3,972	4,029	4,204	4,410
总资产	114,534	123,648	128,382	136,462	152,601
流动负债	48,816	55,386	59,799	64,311	76,703
银行及其他贷款	12,354	16,471	16,471	16,471	16,471
预售的预收款项	6,428	9,216	15,818	21,519	34,505
应付账款及其他应付款项	19,525	17,333	17,333	17,333	17,333
其他流动负债	10,509	12,366	10,177	8,988	8,394
非流动负债	33,637	31,650	28,650	28,650	28,650
银行及其他贷款	31,988	30,334	27,334	27,334	27,334
其他	1,649	1,316	1,316	1,316	1,316
总负债	82,453	87,036	88,449	92,961	105,353
股东权益	29,366	33,651	36,695	39,935	43,311
少数股东权益	2,715	2,961	3,239	3,566	3,938
总权益及负债	114,534	123,648	128,382	136,462	152,602

注：总现金包括现金及限定用途现金

现金流量表

单位：百万人民币	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	3,082	4,891	9,067	9,798	10,119
税前利润	10,370	9,771	8,376	8,590	8,830
流动资金变动	(96)	1,987	9,469	9,050	8,716
已付税款	(4,343)	(3,697)	(5,768)	(4,787)	(4,279)
已付利息	(2,520)	(4,009)	(3,834)	(3,788)	(3,876)
其他经营活动现金流	(329)	839	825	734	728
投资活动现金流	(16,464)	(10,738)	(4,081)	(6,078)	(6,053)
新增固定资产	(1,445)	(1,862)	(1,200)	(1,200)	(1,200)
土地购置资本支出	(13,000)	(6,600)	(3,000)	(5,000)	(5,000)
收购/出售附属公司	0	0	0	0	0
投资增加(减少)	(1,919)	(2,276)	0	0	0
其他投资活动现金流	(100)	0	119	122	147
筹资活动现金流	14,511	5,131	(4,475)	(1,424)	(1,398)
已付股息	(1,154)	(1,298)	(1,197)	(1,097)	(1,026)
股份回购	0	0	0	0	0
可换股债券发行	0	0	0	0	0
股份发行	0	1,313	0	0	0
贷款增加/减少	15,314	5,319	(3,000)	0	0
其他筹资活动现金流	351	(203)	(278)	(327)	(371)
年度现金流	1,129	(716)	511	2,296	2,669
年初现金	5,749	6,784	6,068	6,579	8,875
汇兑差额	(94)	0	0	0	0
年终现金	6,784	6,068	6,579	8,875	11,544

注：我们将土地资本支出从经营性现金流重新分类到投资现金流，与公司的财务报表不同

资料来源：公司数据、招商证券(香港)

利润表

单位：百万人民币	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	35,436	38,318	39,936	43,393	38,840
产品销售成本	(22,822)	(25,887)	(28,116)	(31,254)	(26,583)
毛利	12,614	12,431	11,819	12,139	12,257
销售开支	(1,285)	(1,750)	(1,597)	(1,736)	(1,554)
行政开支	(1,523)	(1,784)	(1,946)	(2,043)	(2,145)
融资成本	(412)	(565)	(575)	(568)	(581)
共同控制实体及联营公司	(53)	(73)	57	175	206
其他	1,029	1,512	619	622	647
税前利润	10,370	9,771	8,376	8,590	8,830
所得税	(4,850)	(5,035)	(3,579)	(3,599)	(3,684)
少数股东权益	(693)	(449)	(556)	(655)	(743)
报告净利润	4,827	4,287	4,241	4,337	4,403
核心盈利	3,843	3,929	4,241	4,337	4,403
核心每股盈利(人民币)	1.114	1.120	1.083	1.107	1.124
每股股息(人民币)	0.377	0.316	0.271	0.277	0.281

注：我们扣除物业重估及其他特殊项目以得出经常性净利润

主要财务比率

%	2013	2014	2015E	2016E	2017E
年成长率 (%)					
营业收入	19%	8%	4%	9%	-10%
毛利润	1%	-1%	-5%	3%	1%
经常性净利润	-17%	2%	8%	2%	2%
发展中物业及存货增长	21%	9%	4%	6%	14%
合同销售增长	22%	9%	0%	5%	5%
获利能力 (%)					
毛利率	36%	32%	30%	28%	32%
实际税率	47%	52%	43%	42%	42%
经常性净利率	13%	11%	12%	12%	13%
ROE	14%	12%	12%	11%	11%
ROA	4%	3%	3%	3%	3%
流动资金					
自由现金流(百万人民币)	(13,382)	(5,847)	4,986	3,721	4,066
总负债-总权益比率	138%	128%	110%	101%	93%
净负债-总权益比率	98%	97%	80%	68%	57%
利息保障比率(x)	3.2	2.2	2.2	2.2	2.2

投资评级定义

投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升或下跌 10% 或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月较市场指数下跌 10% 以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期48楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828