

万科 A (000002.SZ)

完美收官，继续前行

核心观点:

● 千亿规模基础上的稳健增长

2014 年万科实现销售金额 2151.3 亿元，同比+25.9%。自 2010 年销售规模首次破千亿，4 年以来年复合增长率达 19%。年度回款 2000 亿元目标完成，回款率 93%，资金的周转速度和使用效率进一步提高。2014 年审慎拿地的态度体现了万科稳健的经营风格，地价/销售回落至 20%。

● 轻资产运营模式日趋成熟

轻资产重运营模式对万科 ROE 的提升是可持续的。住宅业务已经充分践行小股操盘，万科拿地权益占比已经回落至 10-11 年水平，是主动降低；在商业地产方面也与海外机构合作进行了轻资产运营的尝试。

● B 转 H 成功实施，国际化征程更进一步

2014 年 6 月 25 日，万科 H 股在香港联交所主板上市并挂牌交易。B 转 H 既有利于降低资金成本，又为万科国际化征程奠定基础，打响知名度。

● 丰富并完善激励机制，夯实长期发展基础

万科推出了两个层面的激励机制：集团公司层面推出了事业合伙人（盈安合伙持股），项目公司层面推出了项目跟投制度（激发员工主人翁意识）。

● 预计公司 14、15 年 EPS 分别为 1.58、1.81 元，维持“买入”评级

回顾 2014 年，无论在销售回款规模、土地投资把控、轻资产运营模式，还是在 B 转 H 方面，万科都体现了其强大的战略执行力。我们坚信，万科在我国房地产行业发展下半场仍将是行业引领者，在保持规模增长和财务稳健的同时，结合激励机制完善，将助力万科在白银十年实现更好的发展。

● 风险提示

全国房地产市场负向波动。

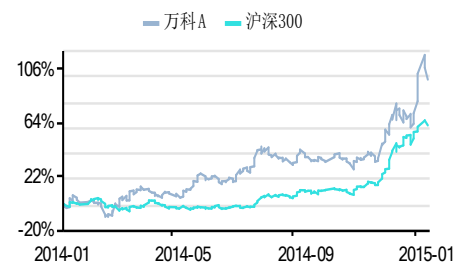
盈利预测:

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	103116	135419	161913	195486	235232
增长率(%)	43.7%	31.3%	19.6%	20.7%	20.3%
EBITDA(百万元)	21096	24362	26363	30501	34465
净利润(百万元)	12551	15119	17351	19889	22870
增长率(%)	30.4%	20.5%	14.8%	14.6%	15.0%
EPS(元/股)	1.14	1.37	1.58	1.81	2.08
市盈率(P/E)	11.80	9.82	8.54	7.45	6.48
市净率(P/B)	2.32	1.93	1.57	1.30	1.08
EV/EBITDA	6.19	4.96	5.66	3.62	2.50

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	13.45 元
前次评级	买入
报告日期	2015-01-12

相对市场表现



分析师: 乐加栋 S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

分析师: 郭镇 S0260514080003



021-6075-0637



guoz@gf.com.cn

相关研究:

“银十”销售靓丽，积极关注土地市场机会	2014-11-05
践行战略，稳步前进	2014-10-27
销售继续领先，国际化征程又进一步	2014-09-04

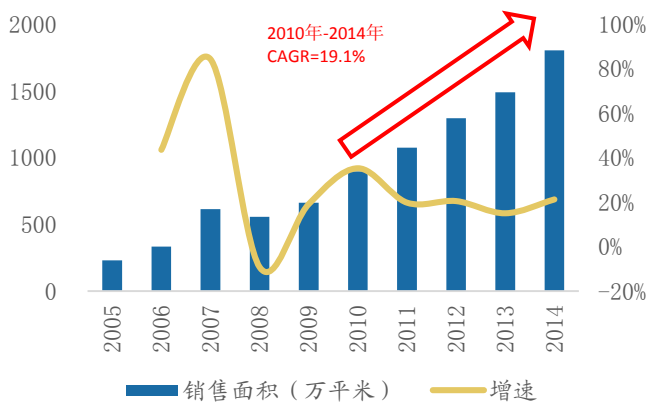
联系人: 金山 021-60750652

jinshan@gf.com.cn

千亿规模基础上的稳健增长

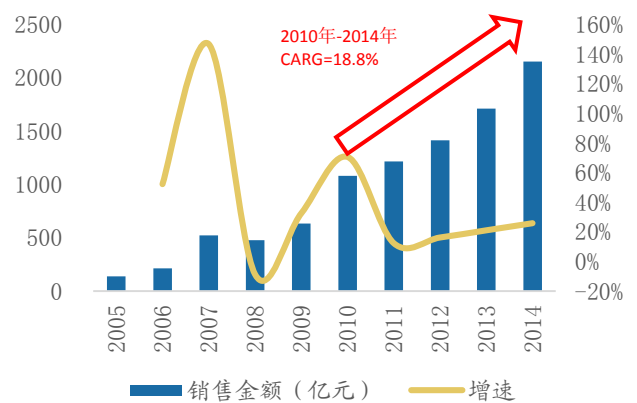
2014年，万科实现签约销售面积1806.4万平米、销售金额2151.3亿元，同比分别增长21.1%、25.9%。2010年，万科销售规模首次突破千亿，到2014年，4年间万科销售规模的年复合增长率达到约19%，实现了千亿规模基础之上的稳健增长，在国内的市场占有率也稳步提升至3%（按销售金额计算）。

图1: 万科年度销售面积及其增速



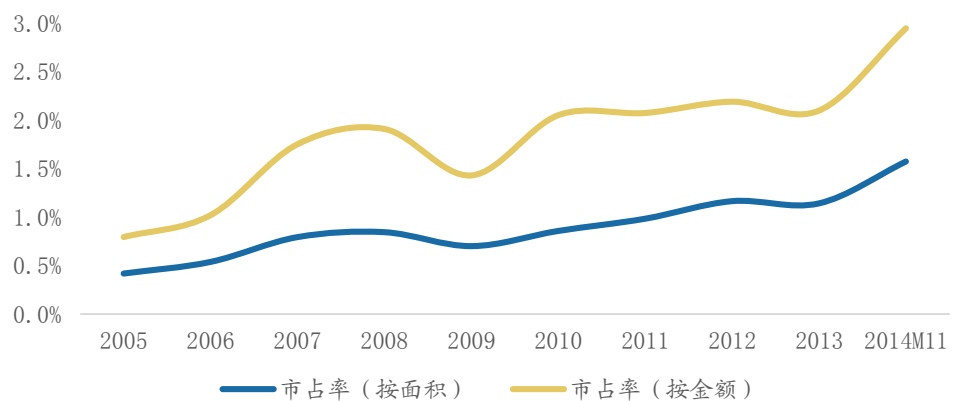
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图2: 万科年度销售金额及其增速



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

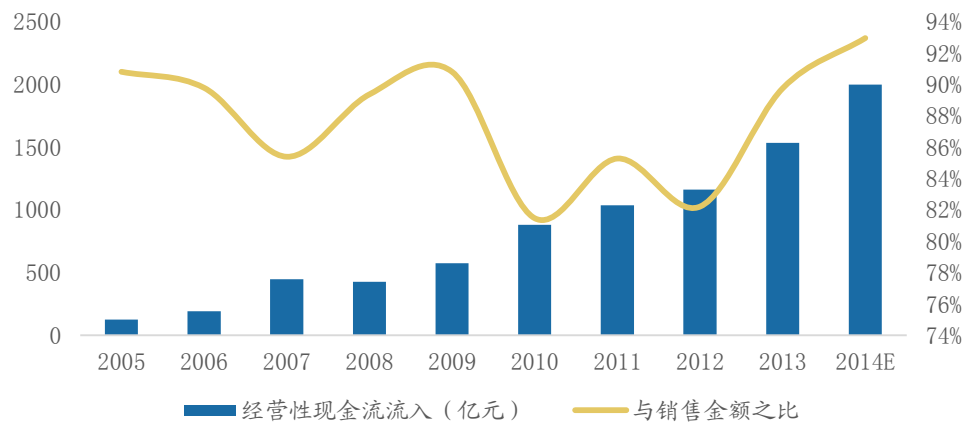
图3: 万科国内市场占有率



数据来源：公司公告，统计局，广发证券发展研究中心

更值得重视的是，根据万科介绍，在2014年年底，万科已经完成了2014年年度回款2000亿元的目标，回款率接近93%，经营性净现金流的状况十分健康，资金的周转速度和使用效率进一步提高，同时也为万科在土地市场以及转型探索方面提供了更多的腾挪空间。

图4: 万科销售回款情况

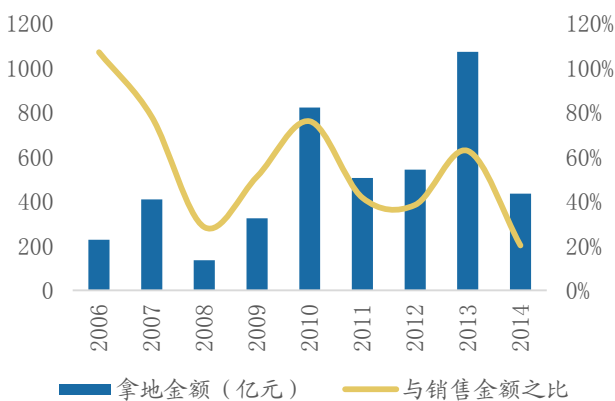


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

注: 经营性现金流入为合并报表口径, 销售金额为全口径, 2014年年度回款2000亿元仅作为2014年年度经营性现金流入的估计值, 实际值以万科2014年年报披露为准

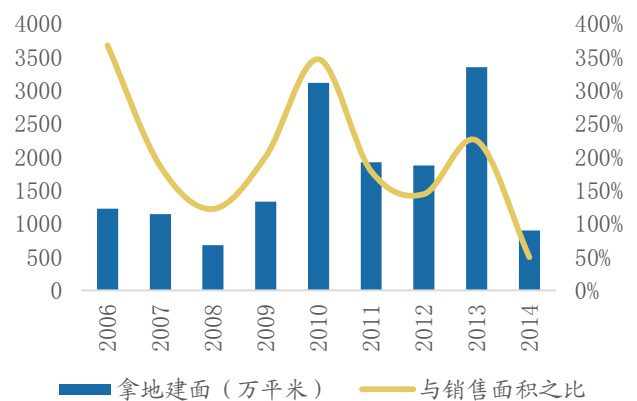
从土地市场的表现上看, 2014年对于万科来说同样是稳健的一年。根据万科的月度经营数据统计, 2014年全年, 万科100%权益拿地金额435亿元, 占销售金额的20%, 远低于2013年的63%, 甚至低于2008年的水平, 创下历史新低。100%权益拿地建面897万平方米, 占销售面积的50%, 同样是历史新低。在核心城市地价居高不下、商品房市场整体景气度较低的2014年, 审慎拿地的态度体现了万科稳健的经营风格。

图5: 万科拿地金额 (100%权益口径)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

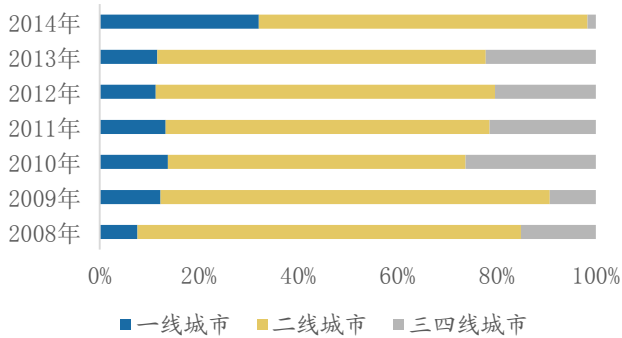
图6: 万科拿地建面 (100%权益口径)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

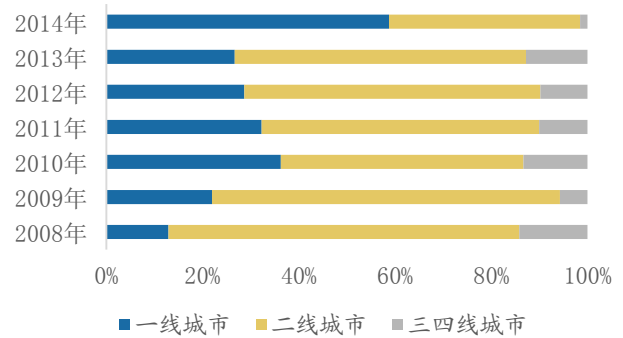
从进入城市的分布看, 整个2014年的39个投资项目中, 仅有2个位于三线城市 (分别是廊坊和珠海), 17个位于二线城市 (其中14个位于省会城市, 非省会城市的3个位于嘉兴和青岛), 15个位于一线城市, 充分体现了万科住宅业务坚持主流定位。2014年全年, 从拿地金额看, 万科一线城市投资占比超过50%, 三四线城市占比则收缩至5%以内。

图7: 万科土地投资城市分布 (按100%权益建面)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图8: 万科土地投资城市分布 (按100%权益地价)

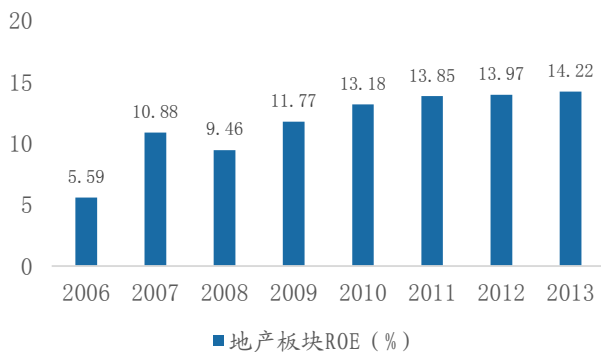


数据来源: 广发证券发展研究中心

轻资产运营模式日趋成熟

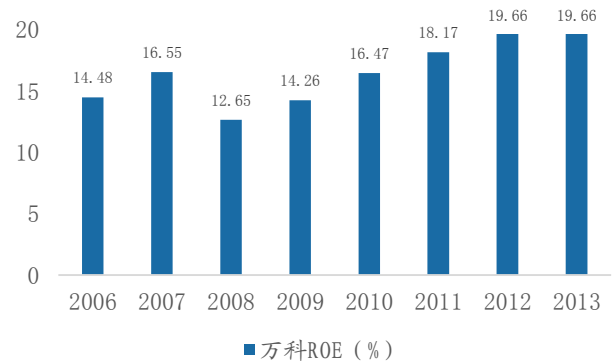
万科在2014年初正式提出“小股操盘”的战略，我们在2014年3月发出深度报告《万科的下一个十年：小的也是美好的——借鉴铁狮门与凯德置地谈小股操盘》，深入阐释了小股操盘模式对万科ROE的提升是可持续的，其表现上是优秀的开发商对轻资产运营的一种尝试，其内在实质是通过输出管理、盘活无形资产，利用别人资源发挥自己优势，减少现金的占用和支出，利用管理杠杆提高资金的使用效率，进而提升资金的投资回报率（即ROE）。

图9: 地产板块ROE水平 (摊薄)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

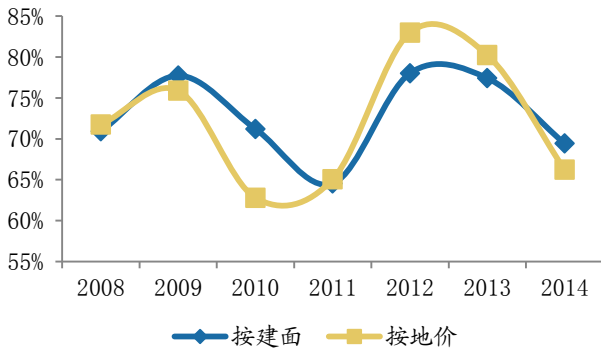
图10: 万科ROE水平 (摊薄)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

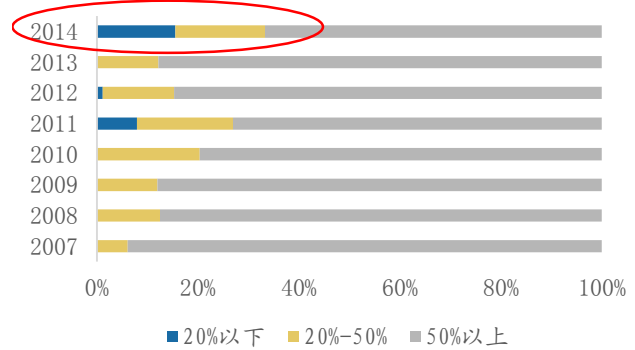
2014年是万科全面践行小股操盘战略的元年。从土地投资的权益占比来看，2014年，万科权益拿地金额288亿元、权益拿地建面623万平米，权益占比分别为69%、66%，接近2010-2011年的最低水平。我们认为，与2010-2011年不同的是，此次万科是在现金流十分充沛、销售规模稳健增长的情况下，主动降低权益比例，引入资金或土地合作方，并且有许多项目的权益比例低至30%以下。

图11: 万科土地投资权益占比情况



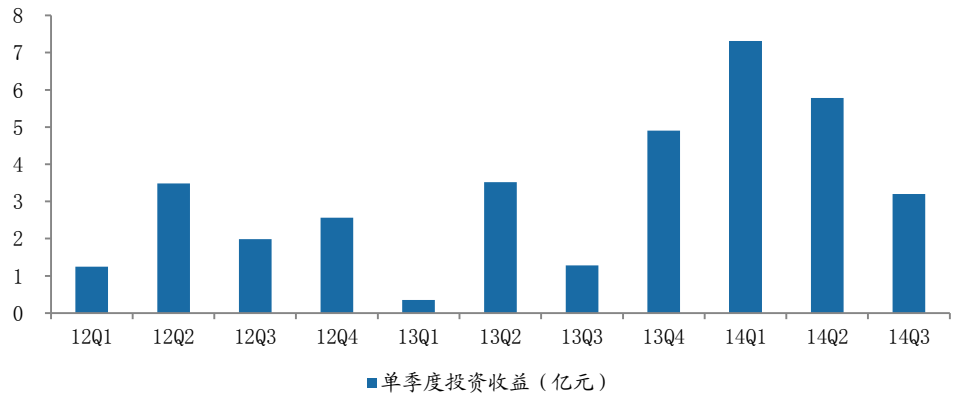
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图12: 万科土地投资项目按照权益占比分类



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图13: 万科单季度投资收益



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

除了住宅业务引入小股操盘运营战略之外, 万科在商业地产方面也进行了轻资产运营的尝试。

2014年8月, 万科公告, 与凯雷签署商业地产战略合作平台意向书, 拟成立资产平台公司, 万科和凯雷分别持有资产平台公司20%和80%的股权, 该资产平台公司拟以收购股权或资产的方式收购万科所拥有的9个商业物业。同时, 双方将设立一家商业运营管理公司, 负责资产平台公司持有的各境内商业物业的招租和运营管理。万科借此等价于将旗下商业地产资产证券化, 与凯雷成立商业运营管理公司也可以充分施展公司的商业管理运营能力, 实现商业地产的“轻资产、重运营”。

2014年9月, 万科拟以16.51亿元出售万狮置业90%股权, 出售完成后, 万科和买方(投资方, RECO NANSHAN PRIVATE LIMITED)将分别持有10%和90%万狮置业股权。同时, 万科与买方就万狮置业的未来经营及管理订立合营公司协议, 也是“轻资产、重运营”战略在商业地产上的执行。

B 转 H 成功实施，国际化征程更进一步

2014年6月25日，万科H股在香港联交所主板上市并挂牌交易，历时一年多的B转H事宜终于圆满。B转H的成功实施，有利于海外投资者进一步认识万科，而万科在国际资本市场上知名度将进一步上升，主体信用评级也会相应提升（目前万科的主体信用评级在国际三大评级机构的评级体系中离A类仅一步之遥），评级的提升也将有助于公司融得成本更加低的海外资金（2013年全年，万科海外融资年化成本最高的仅为4.5%，在2013年3月的国际资金低息窗口期，甚至只有2.625%，而万科在国内的综合融资成本大约在7-8%）。

表 1: 万科主体信用评级（2013 年 3 月 14 日）

评级机构	主体信用评级	所处等级排名/等级总数	含义	评级展望
标准普尔	BBB+	8 / 21	信誉一般，基本具备支付能力，稍有风险 企业信用程度一般，企业资产和财务状况一般，各项经济指标处于中等水平，可能受到不确定因素影响，有一定风险	稳定
穆迪	Baa2	9 / 21		稳定
惠誉国际	BBB+	8 / 21		稳定

数据来源：公司公告，维基百科，广发证券发展研究中心

表 2: 万科 2013 年海外融资情况（不完全统计）

日期	类型	金额	期限	年利率	备注
13 年 11 月	定期债券	10 亿人民币	5 年	4.500%	点心债，发行人为全资子公司 Bestgain Real Estate Limited
13 年 11 月	定期债券	1.4 亿新加坡元	4 年	3.275%	基于 20 亿美元中期票据计划，发行人为全资子公司 Bestgain Real Estate Limited
13 年 9 月	银行贷款	3.75 亿美元	---	---	全资子公司邦才有限公司拟在境外申请的银行贷款
13 年 3 月	定期债券	8 亿美元	5 年	2.625%	折合年收益率 2.755%，发行人为全资子公司 Bestgain Real Estate Limited

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

B转H后，万科国际知名度的提升也有助于海外优秀同行的合作学习，拓展大陆地区以外的业务。公司已经在美国市场拥有两个合作项目，2014年4月获取香港港岛湾仔核心地段的一项房地产重建项目，我们相信，公司未来将拥有更多国际化的地产投资机会。

表 3: 万科美国合作项目介绍

项目名称	旧金山 201Folsom 项目	纽约曼哈顿列克星敦大道 610 号项目
项目地点	美国旧金山富升街 201 号 (旧金山市东北部的湾区，紧临城市 CBD 及海湾大桥)	美国纽约曼哈顿列克星敦大道 610 号 (纽约老牌商业和高尚住宅核心地带曼哈顿中城区)
合作方	美国铁狮门房地产公司	美国知名地产商 RFR 和 Hines
投资规模	6.2 亿美元 (其中万科将投资 1.75 亿美元，铁狮门提供 7500 万美元，其余部分将通过债务融资覆盖。万科将持合资公司 70% 的股权，铁狮门持股 30%。)	未知

总面积	7.5 万平方米	3 万平方米
项目简介	<p>由两栋分别为 107 米、122 米高的塔楼和两栋多层建筑组成，共 655 套公寓，套均面积 1200 平方英尺（约合 111.5 平方米）；目前该地段周边市场价格约为 800-1400 美元/平方尺（约合 5 万-9.4 万人民币/平方米）。</p> <p>与铁狮门开发的另一处双栋高层公寓无限阁（The Infinity）隔街相望。无限阁以每套单位 60 万至 600 万美元的价格售出，是美国 2009 年最快售罄的房地产项目。</p>	<p>楼高 200 余米，共 61 层，包括 3 万平方米的高级公寓和首层商铺。该项目将于 2015 年秋季启动预售，2017 年开始交付，主要面向纽约及国际高端客户，预计将成为曼哈顿房地产市场最有竞争力的产品之一。</p> <p>项目建成后将与密斯·凡德罗(Mies van der Rohe)、菲力普·约翰逊（Philip Johnson）等大师的建筑杰作作为邻，成为曼哈顿天际线的另一新地标。</p>
合作方简介	<p>作为世界一流的房地产业开发商、运营商及基金管理公司，铁狮门旗下物业总值 542 亿美元，全球管理 325 个项目，业务覆盖美洲、欧洲、大洋洲、亚洲，是全美最大的商业地产公司，擅长商业综合物业的购买与开发、设计和建造、营销和租赁、物业及基金管理。</p>	<p>RFR 由 Aby Rosen 和 Michael Fuchs 在 90 年代共同创立，总部设于纽约，专注于美国、德国和以色列主要城市的高档住宅和酒店、商办的开发、投资和管理。其业务涵盖地产业各环节，包括收购、开发、设计和建造、销售和租赁、资产和物业管理等。</p>

数据来源：公司公告，互联网，广发证券发展研究中心

丰富并完善激励机制，夯实长期发展基础

2014年，万科在对外业务方面可谓志存高远、砥砺前行：销售规模稳健增长、轻资产运营模式蒸蒸日上，B转H成功实施打开国际化通道。而在对内的激励方面，万科推出了两个层面的激励机制：在集团公司层面，推出了事业合伙人，而在项目公司层面，则推出了项目跟投制度。

2014年4月23日，万科召开了事业合伙人创始大会，共有1320位员工自愿成为公司首批事业合伙人，其中包括在公司任职的全部8名董事、监事、高级管理人员。这与公司在第十七届董事会第一次会议中审议通过关于进一步完善公司奖励方案的议案相一致。这一举措表明公司的事业合伙人对公司的发展极具信心，同时也有助于强化经营管理团队与股东之间的利益协同。

表 4：万科关于进一步完善公司奖励方案的议案

修订类别	修订内容
奖金的分配	取消当期发放的个人奖金，每年提取的经济利润奖金全部作为集体奖金，需封闭运行三年，期间不得进行分配，所有的奖励对象三年以后才可申请支取
奖金的提取	取消奖金池概念，之后每年提取的经济利润奖金就是上一年度实现的经济利润的 10%，当年提取成为集体奖金
奖金的调节	本次修订生效后提取的集体奖金，包括本次根据新规则从原来奖金池中一次性提取的集体奖金，将在三年内承担正负双向调节机制的或有返还义务
奖金的投资	对集体奖金的投资范围进行细化

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2014年5月28日，代表公司1320名事业合伙人的深圳盈安财务顾问企业（有限合伙）通过证券公司的集合资产管理计划，开始购入万科A股股份。截至2014年9月

23日，盈安合伙认购的证券公司集合资产管理计划共持有公司A股股份3.59亿股，占公司总股本的3.26%，并在2014年三季度末成为公司的第三大股东。

表5：盈安合伙购入万科A股股份情况（截至2014年9月23日）

日期	购入股份 (万股)	占公司总股本	买入均价 (元/股)	使用资金 (亿元)
9月16日-9月23日	4436	0.40%	9.24	4.10
8月28日-9月15日	5701	0.52%	9.36	5.33
6月20日-8月27日	4630	0.42%	8.83	4.09
6月4日-6月12日	4005	0.36%	8.30	3.33
6月13日-6月19日	2397	0.22%	8.40	2.01
6月3日	6184	0.56%	8.42	5.21
5月30日	2648	0.24%	8.55	2.26
5月29日	2319	0.21%	8.52	1.98
5月28日	3584	0.33%	8.38	3.00
小计	35904	3.26%	8.72	31.31

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

项目跟投制度则是为项目公司员工设立的激励机制。对于万科所有新的项目，除旧改及部分特殊项目外，原则上要求项目所在一线公司管理层和该项目管理人员必须跟随公司一起投资。跟投制度极大地避免了委托代理中的逆向选择问题，极大地激发了项目公司员工的主人翁意识。跟投制度在项目公司层面完善了公司的激励机制。

盈利预测与投资评级

回顾整个2014年，无论是在销售回款规模、土地投资把控、轻资产运营模式，还是在B转H方面，万科都体现了其强大的战略执行力。我们坚信，万科在我国房地产行业发展的下半场仍将是行业引领者，在保持规模增长和财务稳健的同时，结合激励机制的完善，将助力万科在白银十年实现更好的发展。我们预计，公司14、15年EPS分别为1.58、1.81元，维持“买入”评级。

风险提示

全国房地产市场负向波动。

资产负债表		单位: 百万元				
至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
流动资产	362,774	442,047	473,719	504,221	548,335	
货币资金	52,292	44,365	50,000	60,000	70,978	
应收及预付	55,318	66,548	63,463	72,073	77,963	
存货	255,164	331,133	360,255	372,147	399,394	
其他流动资产	0	0	0	0	0	
非流动资产	16,028	37,159	50,759	66,623	85,454	
长期股权投资	7,040	10,637	13,297	16,621	20,776	
固定资产	1,612	2,130	2,236	2,370	2,513	
在建工程	1,051	914	1,270	1,617	1,958	
无形资产	671	695	695	695	695	
其他长期资产	5,653	22,783	33,261	45,319	59,512	
资产总计	378,802	479,205	524,477	570,843	633,789	
流动负债	259,834	328,922	374,134	408,578	447,810	
短期借款	9,932	5,103	1,877	0	0	
应付及预收	224,250	296,286	350,235	395,257	442,474	
其他流动负债	25,651	27,533	22,022	13,321	5,336	
非流动负债	36,830	44,844	23,795	11,463	7,287	
长期借款	36,036	36,683	22,183	8,873	3,549	
应付债券	0	7,398	0	0	0	
其他非流动负债	794	763	1,613	2,590	3,738	
负债合计	296,663	373,766	397,929	420,041	455,097	
股本	10,996	11,015	11,015	11,015	11,015	
资本公积	8,684	8,532	8,532	8,532	8,532	
留存收益	43,705	56,842	74,193	94,082	116,952	
归属母公司股东权	63,826	76,896	94,247	114,136	137,006	
少数股东权益	18,313	28,543	32,301	36,667	41,687	
负债和股东权益	378,802	479,205	524,477	570,843	633,789	

利润表		单位: 百万元				
至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
营业收入	103,116	135,419	161,913	195,486	235,232	
营业成本	65,422	92,798	112,909	139,232	170,523	
营业税金及附加	10,916	11,545	14,773	16,697	19,549	
销售费用	3,056	3,865	4,528	5,216	6,132	
管理费用	2,780	3,003	3,518	4,053	4,764	
财务费用	765	892	597	218	-61	
资产减值损失	84	60	-403	0	0	
公允价值变动收益	-9	-1	0	0	0	
投资净收益	929	1,005	2,127	2,659	3,324	
营业利润	21,013	24,261	28,117	32,730	37,650	
营业外收入	145	119	360	0	0	
营业外支出	88	89	0	0	0	
利润总额	21,070	24,291	28,477	32,730	37,650	
所得税	5,408	5,993	7,369	8,475	9,760	
净利润	15,663	18,298	21,108	24,255	27,890	
少数股东损益	3,111	3,179	3,757	4,366	5,020	
归属母公司净利润	12,551	15,119	17,351	19,889	22,870	
EBITDA	21,096	24,362	26,363	30,501	34,465	
EPS (元)	1.14	1.37	1.58	1.81	2.08	

现金流量表		单位: 百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
经营活动现金流	3,726	1,924	35,042	38,245	27,563	
净利润	15,663	18,298	21,108	24,255	27,890	
折旧摊销	155	153	179	213	201	
营运资金变动	-14,961	-15,164	27,912	24,519	14,081	
其它	2,870	-1,364	-14,157	-10,742	-14,610	
投资活动现金流	-2,453	-7,954	-2,118	-2,024	-2,346	
资本支出	-151	-2,439	-1,076	-718	-709	
投资变动	667	-5,023	-1,041	-1,306	-1,637	
其他	-2,970	-492	0	0	0	
筹资活动现金流	16,286	-2,058	-27,290	-26,221	-14,238	
银行借款	47,477	44,468	9,387	0	0	
债券融资	-26,864	-40,953	-32,624	-23,887	-13,310	
股权融资	2,991	3,184	0	0	0	
其他	-7,319	-8,755	-4,052	-2,333	-929	
现金净增加额	17,506	-8,116	5,635	10,000	10,978	
期初现金余额	33,614	51,120	43,004	48,639	58,639	
期末现金余额	51,120	43,004	48,639	58,639	69,617	

主要财务比率

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力(%)					
营业收入增长	43.7%	31.3%	19.6%	20.7%	20.3%
营业利润增长	33.3%	15.5%	15.9%	16.4%	15.0%
归属母公司净利润增长	30.4%	20.5%	14.8%	14.6%	15.0%
获利能力(%)					
毛利率	36.6%	31.5%	30.3%	28.8%	27.5%
净利率	15.2%	13.5%	13.0%	12.4%	11.9%
ROE	19.7%	19.7%	18.4%	17.4%	16.7%
ROIC	16.4%	14.3%	17.5%	22.7%	25.5%
偿债能力					
资产负债率(%)	78.3%	78.0%	75.9%	73.6%	71.8%
净负债比率	23.5%	30.7%	-3.1%	-25.1%	-34.8%
流动比率	1.40	1.34	1.27	1.23	1.22
速动比率	0.29	0.25	0.24	0.25	0.26
营运能力					
总资产周转率	0.31	0.32	0.32	0.36	0.39
应收账款周转率	60.63	54.54	38.92	32.33	30.17
存货周转率	0.28	0.32	0.33	0.38	0.44
每股指标(元)					
每股收益	1.14	1.37	1.58	1.81	2.08
每股经营现金流	0.34	0.17	3.18	3.47	2.50
每股净资产	5.80	6.98	8.56	10.36	12.44
估值比率					
P/E	11.8	9.8	8.5	7.4	6.5
P/B	2.3	1.9	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA	6.2	5.0	5.7	3.6	2.5

广发房地产行业研究小组

- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，五年房地产研究经验，2013 年进入广发证券发展研究中心。
- 郭 镇：分析师，清华大学工学硕士，两年房地产研究经验，2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 金 山：研究助理，复旦大学经济学硕士，2013 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03- 04	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。