

600048.SH

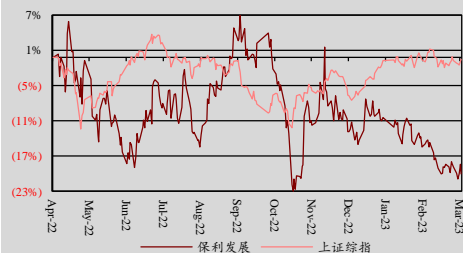
买入

原评级：买入

市场价格：人民币 14.13

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(8.4)	(6.4)	(6.6)	(20.2)
相对上证综指	(13.4)	(6.2)	(12.6)	(20.8)

发行股数 (百万)	11,970.44
流通股 (百万)	11,970.44
总市值 (人民币 百万)	169,142.37
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	1,012.20
主要股东	
保利南方集团有限公司	37.69

资料来源：公司公告，Wind，中银证券

以 2023 年 3 月 31 日收市价为标准

相关研究报告

《保利发展：业绩与利润率短期承压，融资与拿地优势凸显——2022 年三季报点评》

20221030

《保利发展：央企龙头具备穿越周期的战略定力，多重优势奠定未来发展基石》20220208

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：房地产开发

证券分析师：夏亦丰

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

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

保利发展

业绩与利润率短期承压，融资与资金优势显著

摘要：保利发展公布 2022 年年报，公司实现营业总收入 2811.1 亿元，同比下降 1.4%；归母净利润 183.0 亿元，同比下降 33.0%。公司拟每 10 股派发现金股息 4.5 元（含税），分红率为 29.4%。

■ **受毛利率水平、投资收益规模下降、计提减值准备增加的影响，公司 22 年业绩承压；但未来业绩保障程度仍然较高。**2022 年公司总营收同比下降 1.4%，主要是因为合并范围内房地产项目竣工结转规模减少；归母净利润同比下降 33.0%，主要是因为前期低利润项目成为结转主力，导致毛利率水平下降；投资收益规模下降以及计提资产减值准备增加。1) 2022 年公司毛利率、净利率、归母净利润率分别为 22.0%、9.6%、6.5%，同比分别下降 4.8、3.4、3.1 个百分点，ROE 也因利润率下降同比下降了 4.7 个百分点至 9.3%。不过公司盈利水平虽下降但仍高于行业平均。2) 2022 年公司投资收益 42.0 亿元，同比下降 32.4%。3) 因市场变化，公司计提存货等资产减值准备同比增加 12.5 亿元。不过在行业利润率普遍下行的情况下，公司积极落实施工艺标准化、共享中心集约管理等措施，并结合集采优势，压降成本支出。同时，持续加强各项费用管控，管理费用率下降 0.2 个百分点，销售、财务费用率也均位于行业低位，部分降低了利润率下降的影响。公司未来业绩保障程度仍然较高，2022 年末的预收账款/营业收入仍然高达 1.47X，较 2021 年末提升了 0.01X。

■ **公司提升直接融资比重，融资成本持续位于行业低位。**2022 年公司提升直接融资比重，全年发行公司债 113 亿元、中期票据 150 亿元，合计规模同比增长 40.7%。融资成本优势明显，发行利率多次为同期同行最低，直接融资平均融资成本 2.88%。截至 2022 年末，公司有息负债规模为 3813 亿元，同比增长 12.8%；一年内到期的短期有息负债占比 21.3%，较 2021 年提升了 2.2 个百分点；**综合融资成本约 3.92%，较 2021 年末下降 0.54 个百分点。**截至 2022 年末，公司净负债率为 63.6%，剔除预收账款后的资产负债率为 69.5%，同比分别提升了 8.5、0.3 个百分点，现金短债比 2.18X，同比下降 0.48X，虽然净负债率有所提升，但公司仍然稳居“绿档”。此外，公司于 2022 年 12 月底披露非公开发行 A 股股票预案，计划增发不超过 8.19 亿股股份，募资总额不超过 125 亿元，其中 110 亿元拟用于广州保利领秀海等 14 个住宅项目，另有 15 亿元用于补充流动资金，进一步优化公司资本结构，已获得证监会受理。

■ **在手现金保持正增长，持续强化经营现金流管理。**截至 2022 年末，公司持有现金 1765 亿元，同比增长 3.0%。一方面，公司加强资金回笼管控，2022 年实现回笼金额 4271 亿元，回笼率为 93.4%，连续 4 年保持在 93% 以上的较高水平。另一方面，公司以资金平衡为导向，在灵活调整投资节奏的同时，坚持“以销定产”，购买商品、提供劳务支付的现金同比下降 13.4% 至 2531 亿元。通过做好开源节流，公司已连续 5 年实现经营性现金流净额为正，2022 年实现经营性现金流净额 74 亿元，5 年累计超 842 亿元，但经营性现金流净额同比仍有 29.7% 的下降，主要是由于销售下降后回款规模下降，销售商品、提供劳务收到的现金为 2972 亿元，同比下降 21.6%。由于合作方投入减少，赎回永续债增加，2022 年公司筹资性现金流净流出 30 亿元（2021 年净流入 345 亿元），2022 年公司吸收少数股东投资收到的现金仅 27 亿元，同比大幅减少 87.5%。2022 年公司赎回 2017 年度第一期、第二期中票（永续中票）共计 50 亿元，赎回信托计划永续债 47 亿元。

■ **2022 年销售市占率首破 3%，2023 年 1-3 月销售跻身行业第一。**2022 年公司实现销售金额 4573 亿元，销售面积 2748 万平，同比分别减少 14.5% 和 17.6%，销售均价 1.66 万元/平，同比增长 3.7%。公司市占率（占全国商品房销售金额的比重）提升至 3.4%，较 2021 年提升了 0.5 个百分点，连续 7 年提升，排名第二，销售同比降幅也是 TOP3 公司中最小的，在头部房企普遍放缓规模增长步伐的阶段，公司仍能逆势突破，我们认为这主要是因为公司在区域布局方面始终以中心城市为核心，坚持城市群深耕战略，使得公司在下行周期中能够保持稳定，拥有穿越周期的定力，在本轮下行周期中，公司的核心城市深耕战略仍然在不断地验证，核心城市市占率逆势提升。2022 年公司重点布局的 38 城销售贡献为 86%，同比提升 8 个百分点；珠三角、长三角销售贡献为 56%，同比提升 3 个百分点。公司在 26 个城市销售排名第一，51 个城市排名前三，分别较去年增加 8、9 个。我们认为 2023 年市场将延续分化，公司城市深耕的效果有望转化为可观的销售和市占率的提升。2023 年 1-3 月，公司实现销售金额 1139 亿元，销售面积 691 万平，同比分别增长 25.6% 和 24.8%，销售均价 1.65 万元/平，同比增长 0.6%，销售排名跃升至第一。

■ **公司积极在高能级城市扩储，在手土地储备优质且充裕。**2022 年公司新增项目 91 个，拿地建面 1054 万平，拿地金额 1613 亿元，同比分别下降 61% 和 13%，在 2022 年大多数房企保持低量拿地之时，公司凭借央企优势积极扩储，拿地金额同比降幅相对较小，拿地强度（拿地金额/销售金额）为 35.3%，较去年同期提升了 0.6 个百分点；坚持聚焦“核心城市+城市群”，38 城拓展金额占比 98%。由于公司聚焦一二线扩储，有利于未来发展，也因此 2022 年公司楼面均价达到 1.46 万元/平，同比大幅提升了 114%。2023 年 1-2 月公司拿地金额 116 亿元，拿地建面 46 万平，同比分别下降 61% 和 76%，拿地强度降至 18.2%。2022 年公司新开工面积 2375 万平，同比下降 54%，竣工面积 3975 万平，同比下降 5%。截至 2022 年末，公司在建面积 14739 万平，待开发面积 6271 万平，同比分别下降 10.0% 和 14.4%，仍能满足 2 年的开发需求。**2023 年公司计划完成房地产及相关产业直接投资 3510 亿元（与 2022 年土地支出+开发建设及其他成本合计 2191 亿元相比，明显增加）；计划新开工面积 2000 万平，同比预计下降 16%，计划竣工面积 4450 万平，同比预计增长 12%。**

■ **多元业务规模持续扩大，实现协同。**1) **保利物业：**截至 2022 年年末，在管面积达 5.76 亿平，合同面积 7.72 亿平，合同管理项目 2721 个，规模再上台阶，其中外拓项目合同面积占比同比提升 1.9 个百分点至 59.4%。2022 年保利物业实现营业收入 136.9 亿元，归母净利润 11.3 亿元，同比分别增长 26.9% 和 30.1%。公司在行业内处于领先地位，对外拓展和大物业体系有较好的增长空间。年内新拓展广交会展馆四期、上海浦东机场 S1 航站楼、西安地铁 1-6、14、16 号线等多个项目。2022 年新签约外拓项目中，一、二线城市的单年合同金额占比达 67.3%，同比提升 10.6 个百分点，业务布局加速向核心城市集中；新签约外拓项目中非住宅项目单年合同金额占比达 88.3%，其中城镇景区、高校及科研院所、轨道交通及大物业三大优势业态的新签约合同金额占项目总比例达 61.3%；同时，公司还加大了优质客户拓展，提升核心资源集中度，新签约外拓项目中，单年合同金额千万级的项目数量达到 35 个，占比约 50%。2) **保利商旅：**保利商旅整合购物中心、品牌酒店、旅游景区等业务板块，持续加强专业化能力建设，发挥资源共享优势，提升资产经营质量。同时，公司积极推动资产证券化道路，2022 年与中国建设银行合作落地租赁住房基金，实现“投、融、建、管、退”的管理闭环，并以资产证券化助推公司加快提升资产经营能力。2022 年，保利物业、保利商旅与地产平台协同，中标广州海珠国家湿地公园、大连高级经理学院等标杆项目。

投资建议与盈利预测：

■ **我们认为，凭借强大的资源护城河、央企的融资优势、激励机制升级带来的效益提升等因素，各类资金、土地资源均向公司聚集，公司规模增长将进一步提速，巩固行业领先地位。短期来看，有望受益于行业基本面兑现带来的经营修复；中长期来看，在供给侧出清的逻辑下优势较大，公司作为融资渠道畅通、综合能力突出的优质龙头央企将享有更高的确定性溢价。**我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 3063/3452/3994 亿元，同比增速分别为 9%/13%/16%；归母净利润分别为 208/252/316 亿元，同比增速分别为 14%/21%/25%；对应 EPS 分别为 1.74/2.10/2.64 元。当前股价对应的 PE 分别为 8.1X/6.7X/5.4X。维持“买入”评级。

评级面临的主要风险：销售与结算不及预期；房地产调控超预期收紧；融资收紧；多元业务发展不及预期。

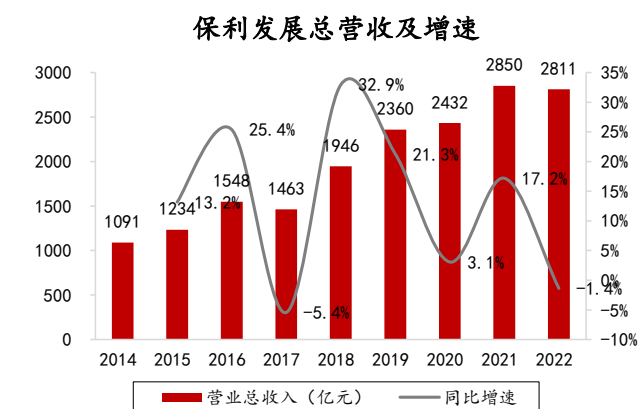
投资摘要

年结日：12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	284,933	281,017	306,275	345,212	399,360
增长率(%)	17.2	(1.4)	9.0	12.7	15.7
EBITDA(人民币 百万)	49,481	37,044	45,196	53,510	65,971
归母净利润(人民币 百万)	27,388	18,347	20,832	25,185	31,568
增长率(%)	(5.4)	(33.0)	13.5	20.9	25.3
最新股本摊薄每股收益(人民币)	2.29	1.53	1.74	2.10	2.64
原先预测摊薄每股收益(人民币)			2.42	2.59	-
调整幅度(%)			-28.1	-18.9	-
市盈率(倍)	6.2	9.2	8.1	6.7	5.4
市净率(倍)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(倍)	11.5	17.2	13.6	11.7	9.7
每股股息(人民币)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.7
股息率(%)	3.7	3.0	3.1	3.8	4.7

资料来源：公司公告，中银证券预测

附录：

图表 1. 2022 年保利发展实现营业总收入 2811 亿元，同比下降 1.4%



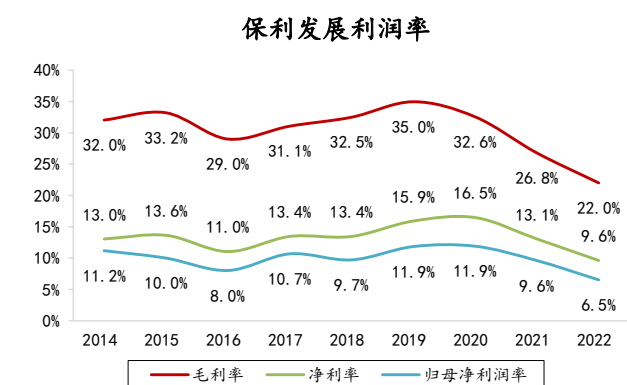
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 2022 年保利发展实现归母净利润 183 亿元，同比下降 33.0%



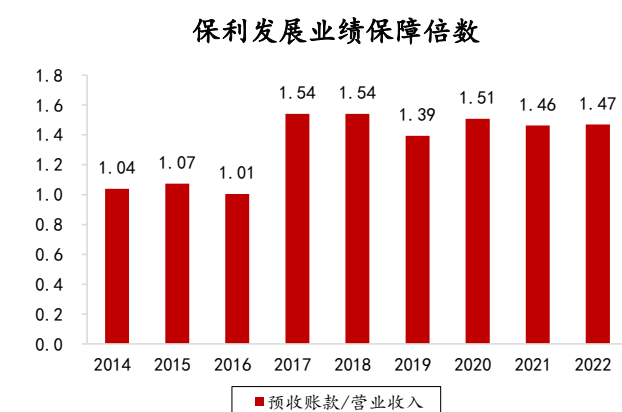
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 2022 年保利发展毛利率、净利率、归母净利润率分别为 22.0%、9.6%、6.5%



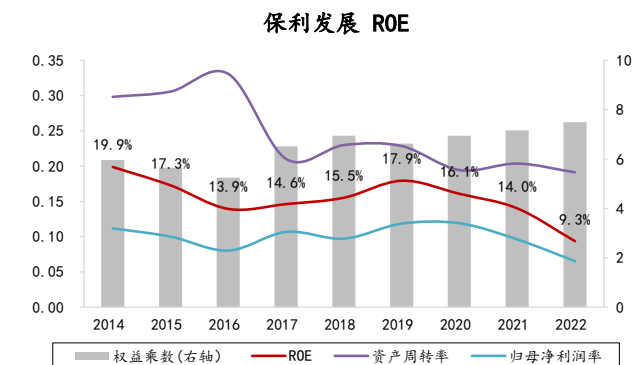
资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 2022 年保利发展业绩保障倍数为 1.47X



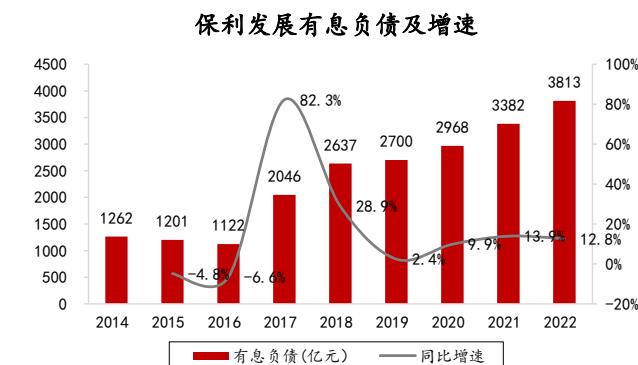
资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 2022 年保利发展 ROE 为 9.3%



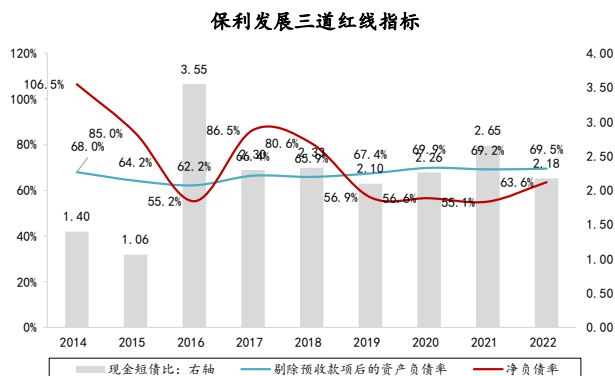
资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 2022 年保利发展有息负债规模 3813 亿元，同比增长 12.8%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 2022 年保利发展剔除预收账款后的资产负债率、净负债率、现金短债比分别为 69.5%、63.6%和 2.18X



资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 截至 2022 年末，保利发展货币资金 1765 亿元，同比增长 3.0%



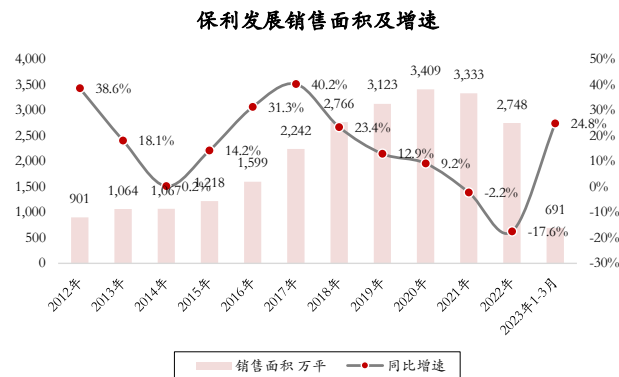
资料来源：公司公告，中银证券

图表 9. 2022 年保利发展现金流净额为 74 亿元



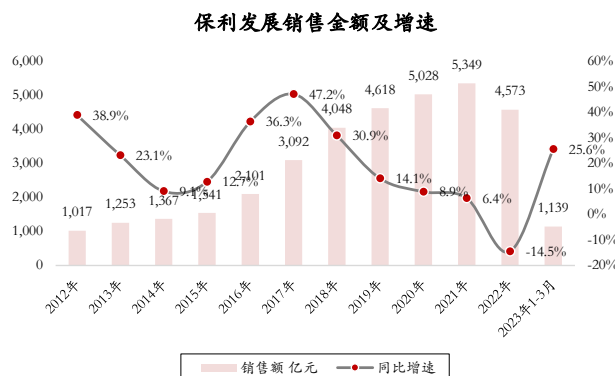
资料来源：公司公告，中银证券

图表 10. 2022 年保利发展实现销售面积 2748 万平，同比下降 17.6%



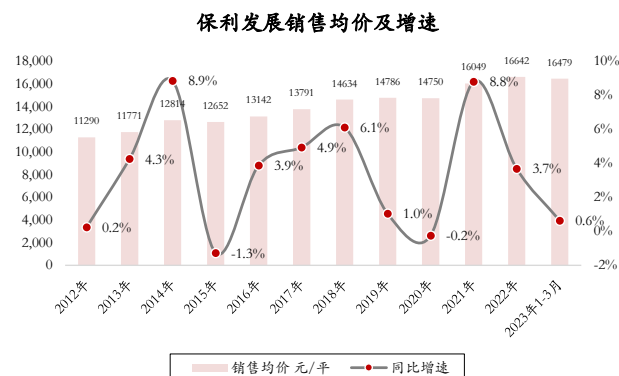
资料来源：公司公告，中银证券

图表 11. 2022 年保利发展实现销售金额 4573 亿元，同比下降 14.5%



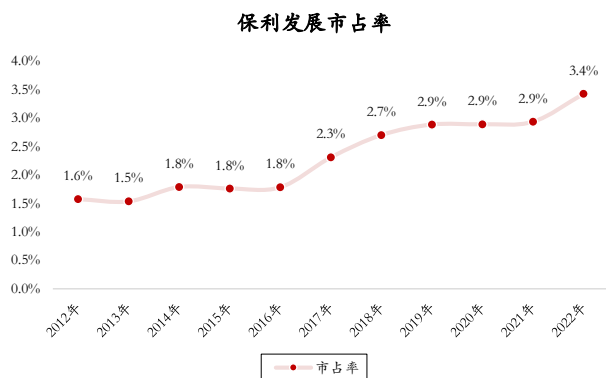
资料来源：公司公告，中银证券

图表 12. 2022 年保利发展销售均价为 1.66 万元/平，同比增长 3.7%



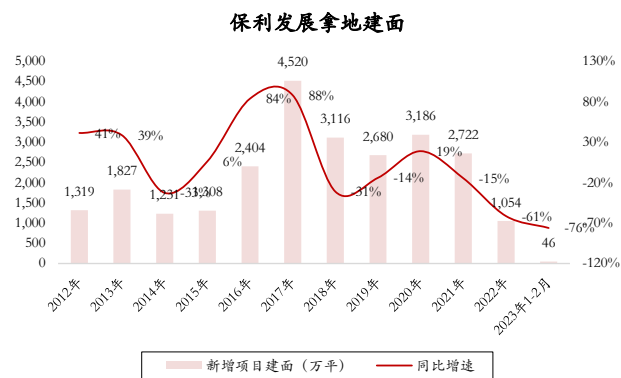
资料来源：公司公告，中银证券

图表 13. 2022 年保利发展市占率为 3.4%



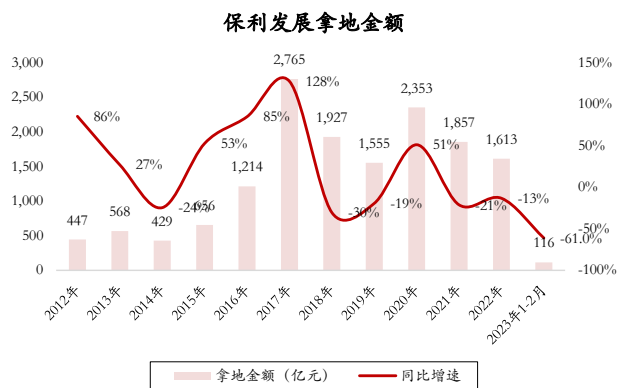
资料来源：公司公告，中银证券

图表 14. 2022 年保利发展拿地建面 1054 万平，同比下降 61%



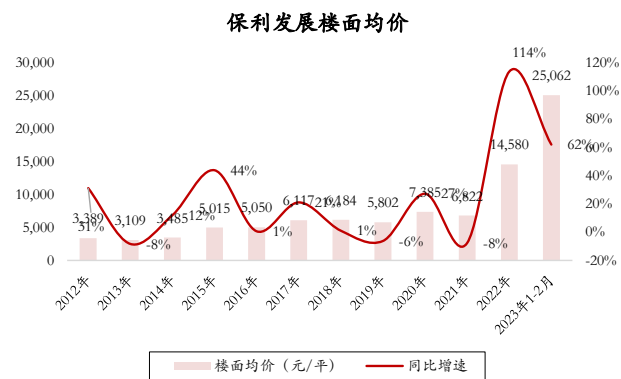
资料来源：公司公告，中银证券

图表 15. 2022 年保利发展拿地金额 1613 亿元，同比下降 13%



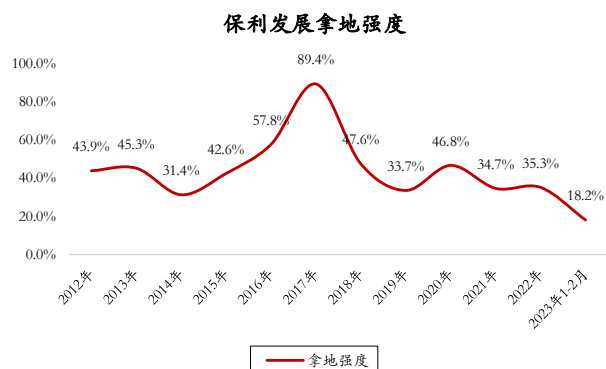
资料来源：公司公告，中银证券

图表 16. 2022 年保利发展楼面均价高达 1.46 万元/平，同比增长 114%



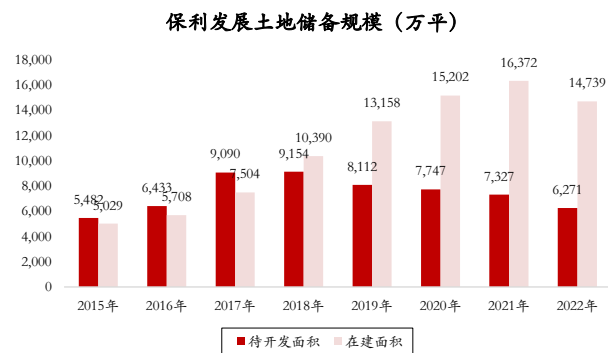
资料来源：公司公告，中银证券

图表 17. 2022 年保利发展拿地金额/销售金额为 35.3%



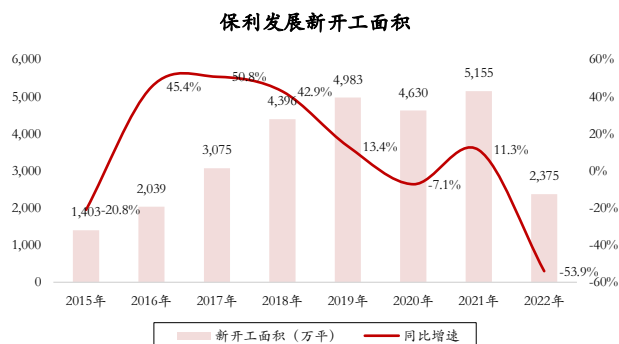
资料来源：公司公告，中银证券

图表 18. 2022 年末保利发展在建面积与待开发面积分别为 14739、6271 万平



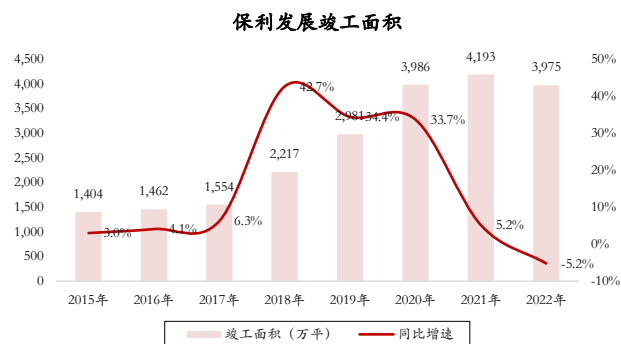
资料来源：公司公告，中银证券

图表 19. 2022 年保利发展新开工面积 2375 万平，同比下降 53.9%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 20. 2022 年保利发展竣工面积 3975 万平，同比下降 5.2%



资料来源：公司公告，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	285,024	281,108	306,375	345,323	399,482
营业收入	284,933	281,017	306,275	345,212	399,360
营业成本	208,631	219,228	234,231	261,449	298,855
营业税金及附加	15,685	13,121	14,301	16,119	18,647
销售费用	7,384	7,530	8,892	9,804	10,808
管理费用	5,434	4,744	5,603	6,177	6,810
研发费用	1,436	1,238	1,350	1,521	1,760
财务费用	3,386	3,686	7,535	8,021	8,738
其他收益	186	239	262	289	318
资产减值损失	95	(1,156)	104	114	126
信用减值损失	(153)	(122)	(19)	(19)	(19)
资产处置收益	16	113	64	71	78
公允价值变动收益	246	(142)	(83)	(47)	(26)
投资收益	6,211	4,201	4,621	5,083	5,592
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	49,670	34,693	39,414	47,723	59,932
营业外收入	512	781	859	945	1,040
营业外支出	147	174	191	210	231
利润总额	50,035	35,301	40,082	48,458	60,740
所得税	12,845	8,290	9,412	11,379	14,263
净利润	37,189	27,011	30,670	37,079	46,477
少数股东损益	9,802	8,664	9,838	11,894	14,908
归母净利润	27,388	18,347	20,832	25,185	31,568
EBITDA	49,481	37,044	45,196	53,510	65,971
EPS(最新股本摊薄, 元)	2.29	1.53	1.74	2.10	2.64

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,247,342	1,300,401	1,376,936	1,471,578	1,639,413
现金及等价物	171,384	176,537	192,953	217,484	251,597
应收账款	3,179	4,044	3,828	5,044	5,219
应收票据	15	11	17	14	22
存货	809,656	877,893	943,902	1,016,967	1,158,033
预付账款	42,686	22,556	16,482	12,568	4,035
合同资产	478	273	377	349	481
其他流动资产	219,943	219,086	219,377	219,153	220,025
非流动资产	152,591	170,064	177,338	189,085	202,313
长期投资	98,267	108,350	120,626	134,130	148,985
固定资产	11,275	10,147	8,962	7,860	8,203
无形资产	404	371	381	395	408
其他长期资产	42,645	51,196	47,368	46,699	44,718
资产合计	1,399,933	1,470,464	1,554,274	1,660,663	1,841,726
流动负债	818,817	842,280	891,091	956,638	1,087,756
短期借款	4,094	1,197	29,121	44,821	88,264
应付账款	130,127	162,047	189,299	217,400	247,486
其他流动负债	684,597	679,036	672,671	694,417	752,006
非流动负债	278,201	305,992	303,577	314,298	326,488
长期借款	231,904	242,482	248,177	254,843	269,060
其他长期负债	46,298	63,510	55,401	59,455	57,428
负债合计	1,097,019	1,148,273	1,194,668	1,270,936	1,414,244
股本	11,970	11,970	12,790	12,790	12,790
少数股东权益	107,354	125,927	135,765	147,659	162,567
归属母公司股东权益	195,561	196,264	223,841	242,068	264,915
负债和股东权益合计	1,399,933	1,470,464	1,554,274	1,660,663	1,841,726

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	37,189	27,011	30,670	37,079	46,477
折旧摊销	3,175	3,167	3,213	3,272	3,384
营运资金变动	(19,333)	(40,807)	(29,434)	(24,995)	(43,512)
其他	(10,480)	18,051	5,858	1,451	3,826
经营活动现金流	10,551	7,422	10,307	16,807	10,174
资本支出	(272)	(186)	(280)	(480)	(2,275)
投资变动	(28,302)	(13,816)	(11,592)	(12,784)	(14,113)
其他	8,587	14,640	3,745	4,322	4,783
投资活动现金流	(19,987)	637	(8,127)	(8,942)	(11,605)
银行借款	24,060	7,683	33,618	22,366	57,660
股权融资	(7,689)	(45,153)	6,745	(6,958)	(8,722)
其他	18,087	34,455	(26,127)	1,257	(13,395)
筹资活动现金流	34,458	(3,015)	14,236	16,665	35,544
净现金流	25,022	5,044	16,416	24,530	34,113

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	17.2	(1.4)	9.0	12.7	15.7
营业利润增长率(%)	(5.0)	(30.2)	13.6	21.1	25.6
归属于母公司净利润增长率(%)	(5.4)	(33.0)	13.5	20.9	25.3
息税前利润增长(%)	(5.4)	(26.8)	23.9	19.7	24.6
息税折旧前利润增长(%)	(2.4)	(25.1)	22.0	18.4	23.3
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	(5.4)	(33.0)	13.5	20.9	25.3
获利能力					
息税前利润率(%)	16.3	12.1	13.7	14.6	15.7
营业利润率(%)					
毛利率(%)	26.8	22.0	23.5	24.3	25.2
归母净利润率(%)	9.6	6.5	6.8	7.3	7.9
ROE(%)	14.0	9.3	9.3	10.4	11.9
ROIC(%)	5.0	3.3	4.1	4.6	5.4
偿债能力					
资产负债率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
净负债权益比	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	101.2	77.8	77.8	77.8	77.8
应付账款周转率	2.1	1.9	1.7	1.7	1.7
费用率					
销售费用率(%)	2.6	2.7	2.9	2.8	2.7
管理费用率(%)	1.9	1.7	1.8	1.8	1.7
研发费用率(%)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
财务费用率(%)	1.2	1.3	2.5	2.3	2.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.3	1.5	1.7	2.1	2.6
每股经营现金流(最新摊薄)	0.9	0.6	0.9	1.4	0.8
每股净资产(最新摊薄)	16.3	16.4	18.7	20.2	22.1
每股股息	0.6	0.5	0.5	0.5	0.7
估值比率					
P/E(最新摊薄)	6.2	9.2	8.1	6.7	5.4
P/B(最新摊薄)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	11.5	17.2	13.5	11.6	9.6
价格/现金流(倍)	16.0	22.8	16.4	10.1	16.6

资料来源: 公司公告, 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得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任何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。所有本报告期内使用的商标、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