

002244.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 9.22

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	(5.0)	1.4	(11.9)	16.3
相对深圳成指	(7.0)	3.4	(6.5)	9.6

发行股数 (百万)	3,111.44
流通股 (百万)	2,682.35
总市值 (人民币 百万)	28,687.51
3个月日均交易额 (人民币 百万)	210.45
主要股东	
杭州滨江投资控股有限公司	45.41

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券

以2023年4月28日收市价为标准

相关研究报告

《滨江集团: 三十年深耕, 销售逆势突破; 融资通畅资金充裕优势凸显》20220629

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

滨江集团

营收业绩稳健增长, 23 年计划销售市占率保持 1% 以上

摘要: 滨江集团公布 2022 年年报和 2023 年一季报。公司 2022 年实现营业收入 415.0 亿元, 同比增长 9.3%; 归母净利润 37.4 亿元, 同比增长 23.6%。公司拟每 10 股派发现金股息 2.5 元(含税), 分红率为 20.8%。公司 2023Q1 实现营业收入 100.9 亿元, 同比增长 63.1%; 归母净利润 5.6 亿元, 同比增长 145.9%。

■ 公司营收与业绩保持增长, 主要是由 1) 交付规模提升, 2) 表外联合项目贡献投资收益, 3) 结算项目权益比提升带来的少数股东损益摊薄下降所致; 未来业绩保障程度仍在不断提升。2022 年公司营收同比增长 9.3%, 主要是因为公司房地产项目竣工结转规模稳定增长; 归母净利润同比增长 23.6%, 业绩增速明显高于营收增速, 主要是因为: 1) 投资收益大幅增长至 22.2 亿元, 同比大幅增长 524.4%; 2) 结算项目权益比提升, 少数股东损益同比下降 91.4% 至 1.6 亿元, 少数股东损益占净利润的比重从 2021 年的 38.5% 显著下降至 4.2%。2023Q1 公司营收同比增长 63.1%, 主要是因为交付楼盘同比增多; 归母净利润同比增长 145.9%, 增速显著高于营收增速, Q1 毛利率为 20.7%, 同比提升 4.5 个百分点; 公司注重成本与费用的管控, 三费率显著下降了 2.2 个百分点至 4.9%, 费用率处于行业较低水平。公司未来业绩保障程度不断提升, 2022 年末公司预收账款同比大幅增长 39.3% 至 1304 亿元, 预收账款/营业收入高达 3.14X, 较 2021 年末提升了 0.68X; 2023Q1 末预收账款同比大幅增长 49.3% 至 1448 亿元, 预收账款/上年营收达 3.49X, 同比大幅提升了 0.93X。预收款的持续增厚, 为未来业绩提供充分保障。

■ 公司短期利润率仍然承压, 但 2023Q1 毛利率有所改善。2022 年公司毛利率、净利率、归母净利润率分别为 17.5%、9.4%、9.0%, 毛利率、净利率同比分别下降了 7.4、3.6 个百分点, 主要是因为前期高价地块进入结算期, 短期利润率承压, 归母净利润率因少数股东损益的大幅减少, 同比提升 1.0 个百分点。2023Q1 公司毛利率、净利率、归母净利润率分别为 20.7%、9.2%、5.6%, 同比分别提升了 4.5、3.2、1.9 个百分点。ROE 改善主要由归母净利润率改善驱动, 2022、2023Q1 (年化) 的 ROE 分别为 15.9%、9.3%, 同比分别提升 1.2、4.9 个百分点。

■ 公司坚持稳健经营, 融资渠道畅通, 融资成本不断下降, “三道红线”持续保持“绿档”。截至 2022 年末, 公司有息负债规模 535.5 亿元, 其中银行贷款占比 80.4%, 直接融资占比 19.6%, 债务结构清晰; 2023Q1 末为 547 亿元, 2022 年末, 公司剔除预收款后的资产负债率为 60.7%, 净负债率为 55.4%, 同比分别下降 5.3、10.6 个百分点; 2023Q1 末分别为 62.5% 和 37.7%, 债务期限构成上, 2022 年公司短期债务为 146 亿元, 占比仅为 27.3%, 同比下降 3.3 个百分点, 2023Q1 进一步降至 26.6%。2022 年末、2023Q1 末现金短债比分别为 1.67X 和 2.26X。公司近年来综合融资成本不断下降, 2017 年 6%、2018 年 5.8%、2019 年 5.6%、2020 年 5.2%、2021 年 4.9%, 截至 2022 年末公司平均融资成本为 4.6%, 较 2021 年末下降 0.3 个百分点, 顺利完成了年初制定的融资成本下降至 4.7% 以下的目标。公司授信储备充裕, 2022 年末, 公司共获银行授信总额度 1183.3 亿元, 较 2021 年末增加 42%, 仍有 57% 的剩余额度未使用; 直接融资可用额度上, 2022 年末已获批尚未发行的公司债额度 22.5 亿元、短期融资券额度 25.3 亿元, 中票额度 17.6 亿元。公司 2023 年 3-4 月已经发行了 2 笔合计 15 亿元的短期融资券, 平均发行利率为 4.81%。2023 年公司计划在资金上继续保持稳健, 权益有息负债规模控制在 470 亿元以内, 且直接融资规模控制在 20% 以内; 融资利率继续下行, 确保下降 0.1 个百分点, 争取下降 0.2 个百分点及以上。

■ 在手现金保持较高增速, 持续强化经营现金流管理。截至 2022 年末, 公司持有现金 243 亿元, 同比增长 15.1%; 2023Q1 末, 公司货币资金再度提升至 329 亿元, 同比大幅增长 95.4%。一方面, 公司注重销售回款, 2022 年、2023Q1 经营性现金流净额分别为 52.76 亿元 (对应同期分别为 8、-115 亿元), 销售商品、提供劳务收到的现金分别为 825、267 亿元, 同比增速分别为 28.9% 和 154.3%; 另一方面, 受益于公司融资渠道畅通, 2022 年公司筹资性现金流净流入 221 亿元, 同比增长 110.3%。

■ 多年深耕杭州结合产品高竞争力, 销售逆势实现突破, 市占率首次突破 1%。2022 年公司实现销售金额 1539 亿元, 同比减少 9.0%, 顺利完成年初提出的 1500-1600 亿元的销售目标, 但销售远低于 TOP20 房企均值 (-25%); 销售排名从 2021 年的 22 名提升至 2022 年的 13 名, 市占率首破 1%, 达 1.2%, 同比提升 0.3 个百分点。2023Q1 公司实现销售金额 407 亿元, 同比增长 62.6%, 增速高于 TOP20 房企均值 (44%), 销售排名稳定在第四, 行业地位和影响力进一步提升。2022 年公司抓销售保回款, 全年权益销售现金回笼约 690 亿元, 较 2021 年略有增加。公司 2023 年销售目标为 1) 公司持续深耕杭州, 在强二线城市杭州市场回暖带动下, 销售率先修复, 助力公司销售快速增长。根据中指院杭州房企销售榜单, 公司 2022 年、2023Q1 在杭州的销售金额分别为 233.5、76.2 亿元, 市占率分别高达 23.3%、23.5%。2) 高产品竞争力获得较高市场认可度, 树立品质标杆。坚持产品的创新, 公司保持每年都有 2-6 个新品推向市场; 其次是科技、智能化上获得; 再次是在环保上创新。3) 人员精干高效和稳定是滨江的核心优势。截至 2022 年末, 公司房地产板块员工 1126 人, 管理项目 120 余个, 平均每个项目 10 人, 按 2022 年全年 1539 亿元销售额计算, 人均销售额 1.37 亿元。从结果来看, 公司 2022 年房地产开发业务的营收 406.7 亿元, 同比增长 10.9%, 占营收的 98.0%。

■ 深耕浙江与有序外拓相结合, 土储充裕且仍然集中在杭州及浙江省。2022 年公司新增土地储备项目 41 个, 其中宁波 1 个, 金华 2 个, 杭州 38 个, 全部位于浙江省内。2022 年公司新增土地储备面积 473 万平, 拿地金额 698 亿元, 同比下降 1.6%, 权益拿地金额 374 亿元, 拿地权益比例 53.5%, 同比下降了 8.1 个百分点, 平均楼面价为 1.5 万元/平, 同比下降 2.4%; 拿地强度为 45.4%, 同比提升了 3.4 个百分点。公司 2023 年一季度以 85 亿元的拿地金额排名拿地榜单第五位, 同比增长 71%, 新增土储建面 55 万平, 同比增长 12%, 拿地强度 20.8%, 同比提升 1 个百分点, 楼面均价 1.5 万元/平, 同比增长 53.5%。2022 年末, 公司土地储备 1436 万平, 其中杭州占 66%, 同比提升了 11 个百分点, 浙江省内非杭州的城市包括宁波、嘉兴、温州、金华、湖州、台州等经济基础扎实的二三线城市占比 26%, 同比下降了 11 个百分点, 浙江省外占比稳定在 8%。优质的土地储备为公司未来可持续发展提供良好保障。2023 年公司计划继续在优质城市、优质地段、优质产品上发挥优势, 投资金额控制在 300 亿元, 权益回款的 50% 以内, 城市上除杭州外, 重点考虑上海、南京、苏州、宁波、深圳、广州等。

■ 公司有序推进以房地产开发为主业, 服务、租赁、酒店、养老、产业投资为辅业的“1+5”发展战略。2022 年公司除了房产销售营收占比为 98.0% 以外, 房产项目管理服务、房产租赁、酒店业、其他业务占比分别为 0.7%、0.8%、0.5%、0.03%。1) 公司房产项目管理服务业务又称代建业务: 2022 年产生收入 3.0 亿元, 同比下降 44.9%。2) 持有性物业逐步拓展, 截止 2022 年末, 公司持有用于出租的写字楼、商业及公寓面积约 32.7 万平, 2022 年实现租金收入 3.31 亿元, 同比增长 24.1%。3) 发展酒店业务, 在现有已投入运营的酒店基础上, 稳步推进酒店业布局。2022 年酒店业务实现收入 1.9 亿元, 同比增长 24.2%。4) 持续发展养老业务, 公司于 2020 年开始组建养老团队, 为进军养老蓝海市场做准备的基础上; 2022 年公司旗下养老公司正式成立, 并成立了高品质康养服务品牌——“滨江和家”, 目前首个社区嵌入式精品养护机构和一家御虹府长者之家已在试运营。

投资建议与盈利预测:

■ 公司作为浙江房企龙头, 坚持区域深耕充分享受浙江市场红利, 销售逆势突破, 公司深耕浙江并结合同步外拓, 根据市场变化灵活拿地, 土储充裕且仍然集中在杭州及浙江省内。同时, 公司财务稳健, 保持结构优势, 融资渠道畅通, 现金充裕, 在行业流动性紧缩, 民企信用风险频发的背景下, 公司财务安全、融资成本比房企国企, 在行业调整中保持较强优势。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 513/602/678 亿元, 同比增速分别为 24%/18%/13%; 归母净利润分别为 46/57/72 亿元, 同比增速分别为 22%/24%/26%; 对应 EPS 分别为 1.47/1.82/2.30 元。当前股价对应的 PE 分别为 6.3X/5.1X/4.0X。维持“买入”评级。

评级面临的主要风险: 杭州市场销售回暖不及预期; 疫情反复导致开工、结算不及预期; 房地产调控政策收紧; 融资收紧; 多元业务发展不及预期。

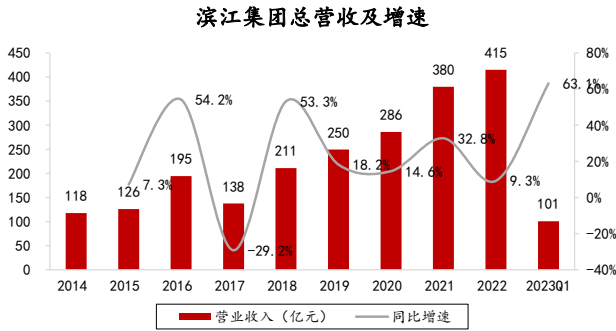
投资摘要

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	37,976	41,502	51,280	60,237	67,773
增长率(%)	32.8	9.3	23.6	17.5	12.5
EBITDA(人民币 百万)	7,760	4,845	8,496	10,256	12,311
归母净利润(人民币 百万)	3,027	3,741	4,568	5,666	7,155
增长率(%)	30.1	23.6	22.1	24.0	26.3
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.97	1.20	1.47	1.82	2.30
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.31	1.48	-
调整幅度(%)			12.07	23.05	-
市盈率(倍)	9.5	7.7	6.3	5.1	4.0
市净率(倍)	1.4	1.2	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA(倍)	7.6	17.4	7.9	5.9	4.2
每股股息(人民币)	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5
股息率(%)	4.8	2.8	3.3	4.1	5.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

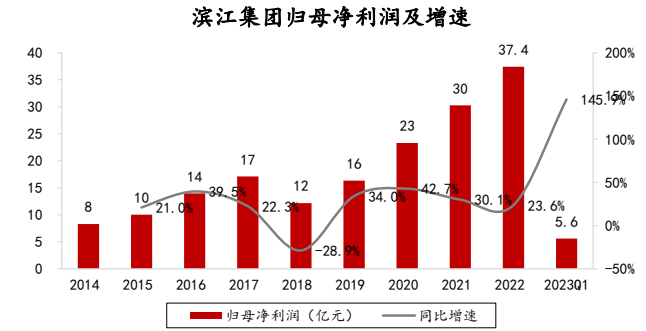
附录：

图表 1. 2022 年滨江集团实现营收 415 亿元，同比增长 9.3%；2023Q1 实现营收 101 亿元，同比增长 63.1%



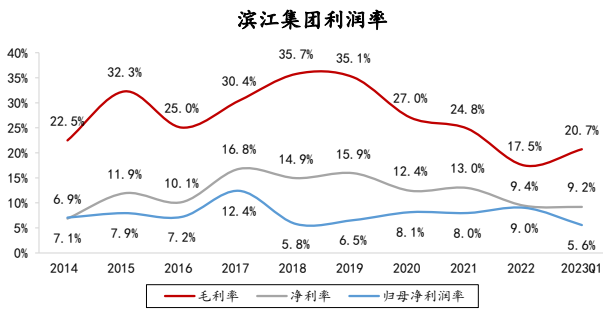
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 2022 年滨江集团归母净利润 37.4 亿元，同比增长 23.6%；2023Q1 归母净利润 5.6 亿元，同比增长 145.9%



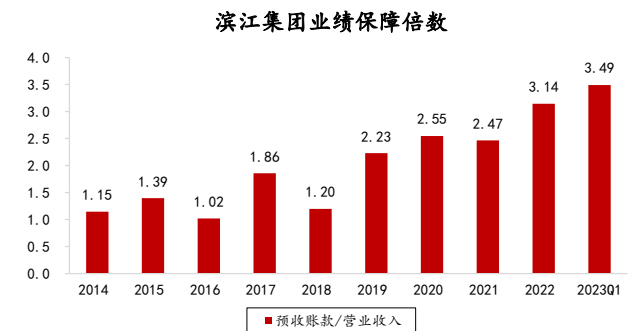
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 2022 年滨江集团毛利率、净利率、归母净利率率分别为 17.5%、9.4%、9.0%；2023Q1 分别为 20.7%、9.2%、5.6%



资料来源：公司公告，中银证券

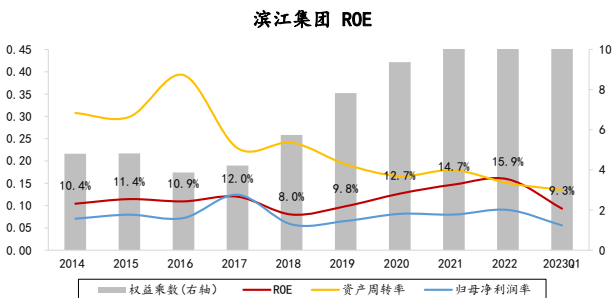
图表 4. 2022 年、2023Q1 滨江集团业绩保障倍数分别高达 3.14X、3.49X



资料来源：公司公告，中银证券

数据说明：2023Q1 业绩保障倍数=2023Q1 末预收账款/2022 年营业收入

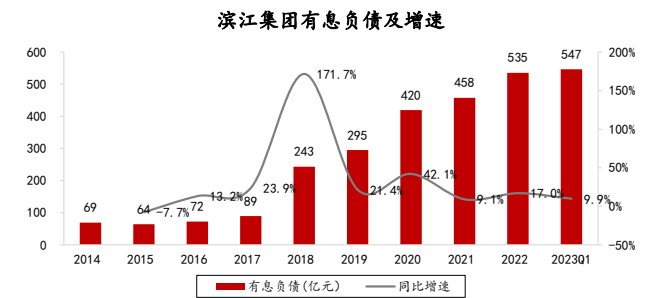
图表 5. 2022 年、2023Q1 滨江集团 ROE 分别为 15.9%和 9.3%



资料来源：公司公告，中银证券

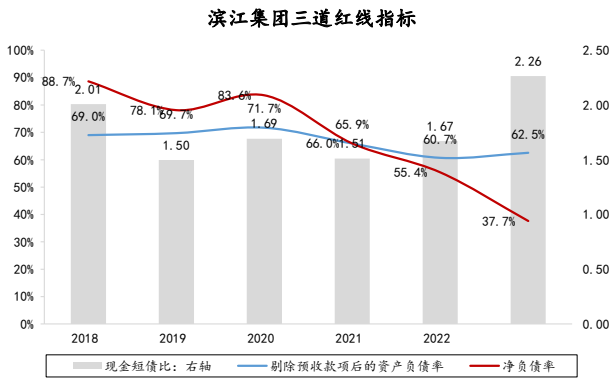
数据说明：2023Q1 的 ROE 为年化 ROE。

图表 6. 2022 年、2023Q1 末滨江集团有息负债规模分别为 535、547 亿元，同比分别增长 17.0%和 9.9%



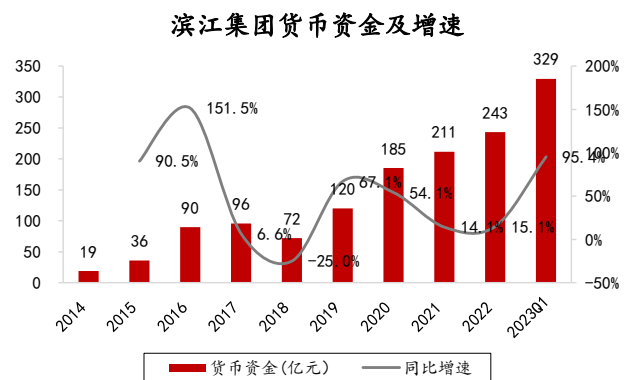
资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 2022 年滨江集团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 60.7%、55.4% 和 1.67X



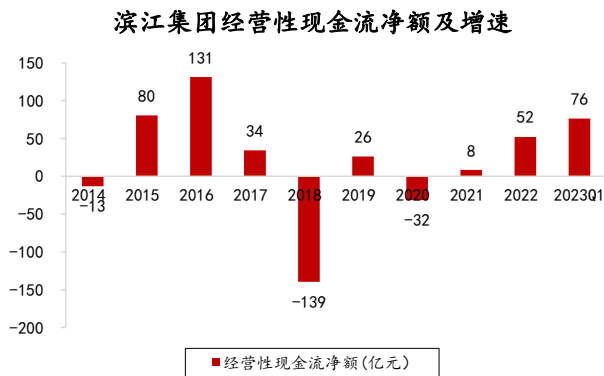
资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 截至 2022 年末，滨江集团货币资金 243 亿元，同比增长 15.1%；2023Q1 末达 329 亿元，同比增长 95.4%



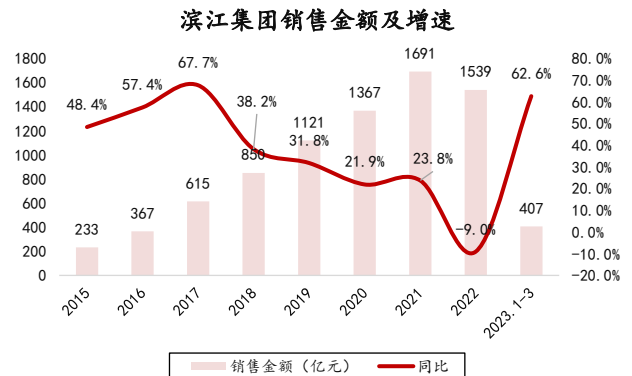
资料来源：公司公告，中银证券

图表 9. 2022 年、2023Q1 滨江集团现金流净额分别为 52、76 亿元



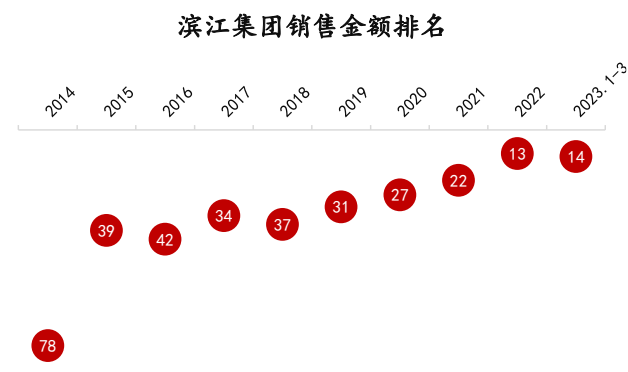
资料来源：公司公告，中银证券

图表 10. 2022 年滨江集团实现销售金额 1539 亿元，同比下降 9.0%；2023Q1 销售额 407 亿元，同比增长 62.6%



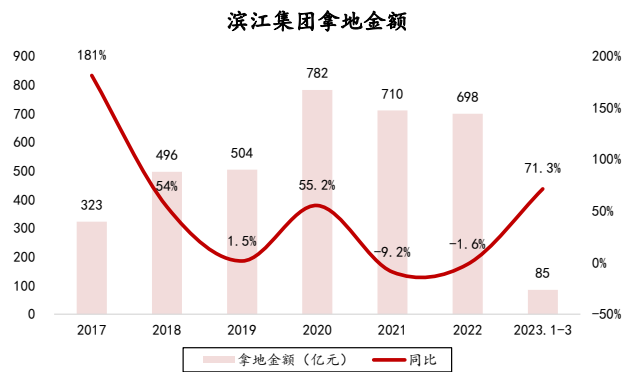
资料来源：公司公告，中银证券

图表 11. 2022 年滨江集团销售排名提升至第 13 位



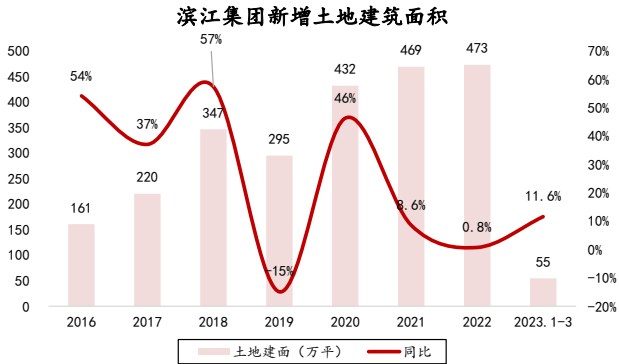
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 12. 2022 年滨江集团拿地金额 698 亿元，同比下降 1.6%



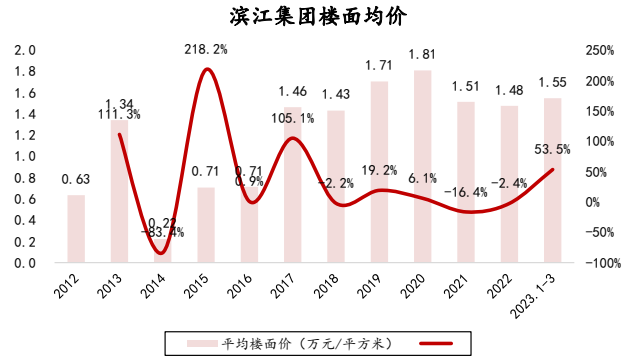
资料来源：公司公告，中银证券

图表 13. 2022 年滨江集团拿地建面 473 万平，同比增长 0.8%



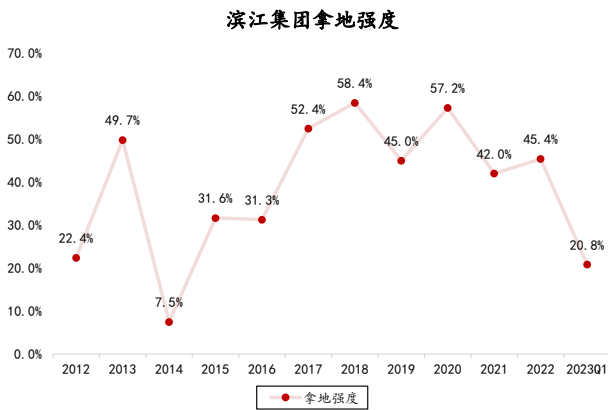
资料来源：公司公告，中银证券

图表 14. 2022 年滨江集团楼面均价 1.48 万元/平，同比下降 2.4%



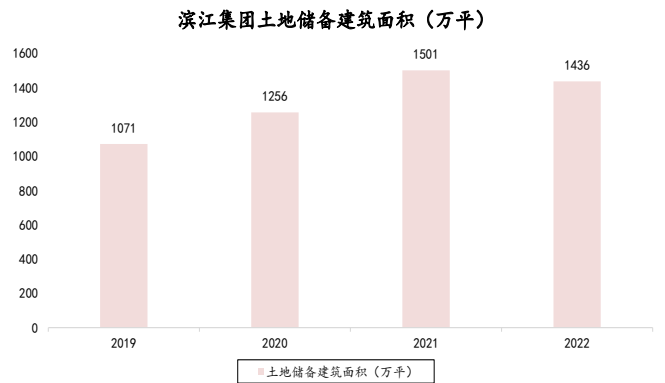
资料来源：公司公告，中银证券

图表 15. 2022 年滨江集团拿地金额/销售金额为 45.4%，同比提升 3.4 个百分点



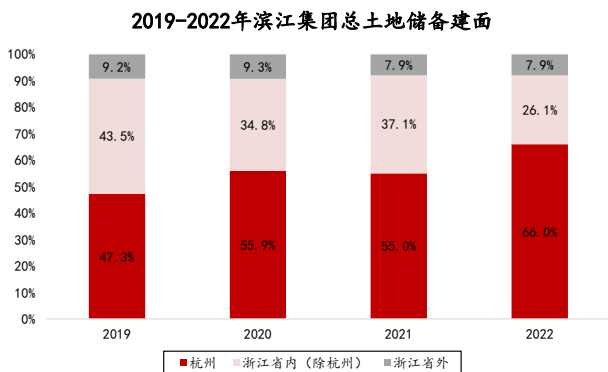
资料来源：公司公告，中银证券

图表 16. 截至 2022 年末，滨江集团土地储备 1436 万平



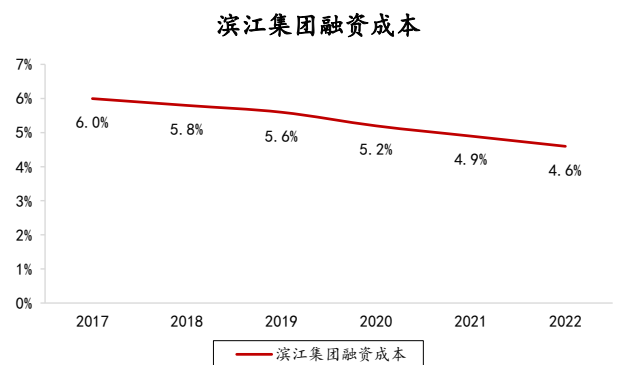
资料来源：公司公告，中银证券

图表 17. 2022 年滨江集团土地储备中杭州、浙江省内（除杭州）、浙江省外占比分别为 66%、26%、8%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 18. 2022 年滨江集团融资成本降至 4.6%



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	37,976	41,502	51,280	60,237	67,773
营业收入	37,976	41,502	51,280	60,237	67,773
营业成本	28,547	34,249	40,433	47,201	52,262
营业税金及附加	1,008	844	1,043	1,225	1,378
销售费用	713	811	962	1,080	1,213
管理费用	559	626	744	835	938
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	740	1,019	774	577	476
其他收益	3	8	8	8	8
资产减值损失	0	(702)	(351)	(211)	(126)
信用减值损失	(23)	(156)	(15)	(9)	(5)
资产处置收益	(0)	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	(6)	(3)	(2)	(1)
投资收益	356	2,224	1,334	1,468	1,615
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	6,746	5,320	8,298	10,574	12,996
营业外收入	3	10	12	14	17
营业外支出	11	20	24	29	34
利润总额	6,737	5,311	8,286	10,560	12,978
所得税	1,816	1,407	2,195	2,798	3,438
净利润	4,921	3,904	6,091	7,762	9,540
少数股东损益	1,894	163	1,523	2,096	2,385
归母净利润	3,027	3,741	4,568	5,666	7,155
EBITDA	7,760	4,845	8,496	10,256	12,311
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.97	1.20	1.47	1.82	2.30

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	189,975	250,347	269,086	309,863	340,429
现金及等价物	21,141	24,328	20,512	24,095	27,109
应收账款	487	441	705	641	874
应收票据	0	0	0	0	0
存货	142,401	184,409	197,454	222,113	242,438
预付账款	46	6	55	17	63
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	25,900	41,162	50,360	62,997	69,945
非流动资产	21,751	25,829	25,427	25,350	25,415
长期投资	12,843	16,199	16,199	16,199	16,199
固定资产	536	582	359	385	588
无形资产	140	137	192	252	309
其他长期资产	8,231	8,912	8,677	8,514	8,320
资产合计	211,726	276,176	294,513	335,213	365,845
流动负债	141,815	183,721	207,569	244,921	271,212
短期借款	565	0	1,728	3,481	5,446
应付账款	3,411	3,699	4,694	5,104	5,745
其他流动负债	137,840	180,022	201,147	236,336	260,022
非流动负债	32,523	39,738	29,086	25,850	22,138
长期借款	24,815	34,950	22,842	20,334	16,258
其他长期负债	7,709	4,788	6,244	5,516	5,880
负债合计	174,339	223,459	236,655	270,771	293,351
股本	3,111	3,111	3,111	3,111	3,111
少数股东权益	16,808	29,182	30,705	32,800	35,185
归属母公司股东权益	20,579	23,535	27,153	31,641	37,308
负债和股东权益合计	211,726	276,176	294,513	335,213	365,845

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	4,921	3,904	6,091	7,762	9,540
折旧摊销	634	731	763	579	461
营运资金变动	(3,520)	(17,606)	1,049	(2,333)	(2,850)
其他	(1,195)	18,185	(465)	(936)	(1,115)
经营活动现金流	839	5,214	7,438	5,072	6,035
资本支出	(42)	(137)	(455)	(455)	(550)
投资变动	(6,767)	(3,947)	299	299	299
其他	(1,952)	(20,130)	1,010	1,175	1,306
投资活动现金流	(8,760)	(24,214)	854	1,019	1,055
银行借款	(757)	9,570	(10,380)	(755)	(2,111)
股权融资	7,834	13,600	(950)	(1,178)	(1,488)
其他	3,454	(1,020)	(778)	(575)	(477)
筹资活动现金流	10,531	22,150	(12,108)	(2,508)	(4,076)
净现金流	2,610	3,150	(3,816)	3,583	3,014

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(%)	32.8	9.3	23.6	17.5	12.5
营业利润增长率(%)	39.7	(21.1)	56.0	27.4	22.9
归属于母公司净利润增长率(%)	30.1	23.6	22.1	24.0	26.3
息税前利润增长(%)	31.3	(42.3)	88.0	25.1	22.5
息税折旧前利润增长(%)	35.0	(37.6)	75.4	20.7	20.0
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	30.1	23.6	22.1	24.0	26.3
获利能力					
息税前利润率(%)	18.8	9.9	15.1	16.1	17.5
营业利润率(%)					
毛利率(%)	24.8	17.5	21.2	21.6	22.9
归母净利润率(%)	8.0	9.0	8.9	9.4	10.6
ROE(%)	14.7	15.9	16.8	17.9	19.2
ROIC(%)	6.4	2.8	5.9	7.4	9.1
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	0.5	0.4	0.3	0.2
流动比率	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3
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	80.0	89.5	89.5	89.5	89.5
应付账款周转率	10.0	11.7	12.2	12.3	12.5
费用率					
销售费用率(%)	1.9	2.0	1.9	1.8	1.8
管理费用率(%)	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4
研发费用率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用率(%)	1.9	2.5	1.5	1.0	0.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.0	1.2	1.5	1.8	2.3
每股经营现金流(最新摊薄)	0.3	1.7	2.4	1.6	1.9
每股净资产(最新摊薄)	6.6	7.6	8.7	10.2	12.0
每股股息	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5
估值比率					
P/E(最新摊薄)	9.5	7.7	6.3	5.1	4.0
P/B(最新摊薄)	1.4	1.2	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.6	17.4	7.9	5.9	4.2
价格/现金流(倍)	34.2	5.5	3.9	5.7	4.8

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。

本报告期内含保密信息，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转载或转发的，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