

600325.SH

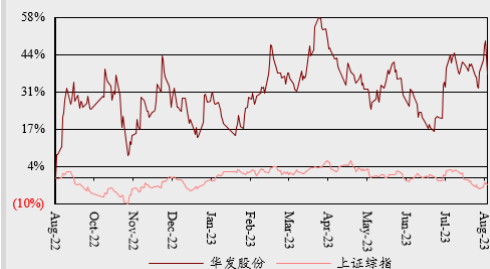
买入

原评级：买入

市场价格：人民币 10.49

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	10.9	(4.5)	6.5	32.8
相对恒生指数	10.8	0.7	9.1	35.4

发行股数 (百万)	2,117.16
流通股 (百万)	2,117.15
总市值 (港币 百万)	22,209.02
3个月日均交易额 (港币 百万)	255.54
主要股东	
珠海华发集团有限公司	24.2

资料来源：公司公告，Wind，中银证券  
以2023年8月31日收市价为标准

## 相关报告

《华发股份：把握机遇实现规模突破，聚焦核心战略下销售拿地强势》(2023/05/15)

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

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

## 华发股份

## 上半年营收业绩稳步增长；拿地聚焦核心一二线城市

摘要：华发股份公布2023年中报，2023年上半年公司实现营业收入314.8亿元，同比增长22.9%；归母净利润19.3亿元，同比增长2.1%。

■ **公司营收业绩稳步增长，未来业绩保障程度明显提升。**上半年公司营收同比增长22.9%，主要是因为结算规模有所提升，上半年公司竣工面积274.2万平，同比增长47.1%。归母净利润同比增长2.1%，增速不及营收增速，主要是因为：1) 结算利润率下滑，上半年公司毛利率为18.8%，同比下降4.4个百分点。2) 投资收益同比下降36.3%至2.4亿元。3) 联合项目结算利润提升，少数股东损益同比增长42.0%，少数股东损益/净利润同比小幅提升5.2个百分点至23.9%。上半年公司净利率和归母净利润率分别为8.0%和6.1%，同比分别下降了0.8、1.2个百分点。三费率明显改善，同比下降1.2个百分点至5.6%，其中财务费用同比下降26.8%，财务费用率同比下降了1.0个百分点，主要是因为上半年因人民币贬值计提汇兑净损失5853万元，全年同期为汇兑净收益5946万元。公司利润率虽然有所下滑，但公司年化后的ROE因权益比例提升，同比提升了2.2个百分点至20.8%。公司权益比例提升主要是因为上半年赎回了15亿元的永续债，使得公司所有者权益下降，截至6月末永续债余额仅3.8亿元，同比下降87%。截至6月末，公司预收账款1081.5亿元，同比增长45.6%，预收账款/上年营收高达1.83X，同比提升0.38X，未来业绩保障程度明显提升。

■ **公司财务稳健，经营性现金流充裕；优化融资结构，降低资金成本。**1) 在手资金充裕，截至6月末，公司货币资金567亿元，同比增长8.6%。经营性现金流充裕，上半年公司经营性现金流净流入333亿元，同比增长150.8%，一方面，公司销售回款510亿元，同比增长67%；另一方面公司量入为出，减少土地和建安支出，购买商品、接受劳务支付的现金同比减少21.8%。2) 公司持续拓宽融资渠道，优化融资结构，降低资金成本。上半年公司筹资性现金流净流入96亿元，同比增长81.2%。截至6月末，公司有息负债规模1561亿元，同比增长8.8%；融资成本为5.59%，较2022年全年下降17BP。公司主动降低短债占比，一年内到期的短期有息负债占比仅18.2%，同比下降2.2个百分点。3) 截至6月末，公司剔除预收账款的资产负债率65.9%（同比-0.1pct）、净负债率86.0%（同比-3.9pct）、现金短债比为2.0X（同比提升0.22X），各项偿债能力指标均有改善。

■ **定增流程获上交所核准通过。**公司积极把握“第三支箭”房企股权融资的政策窗口期，计划向不超过35家特定投资者发行不超过6.35亿股，拟募资不超过60亿元，用于补充项目建设资金及流动资金。其中母公司华发集团认购不低于发行股份总数的28.49%，认购金额不高于30亿元。定增进度上，公司定增已于8月3日被上交所审核通过，8月14日向证监会提交注册申请，定增流程稳步推进当中。

■ **房地产开发业务：1) 销售：销售排名持续提升，结构持续优化。**根据克而瑞，2023年1-7月华发股份销售金额846亿元，同比增长45.5%，销售排名升至14位，较2022年全年销售排名提升了4位；销售面积272万平，同比增长34.6%；销售均价3.11万元/平，同比增长8.1%；权益销售金额623亿元，销售权益比例位73.7%，同比提升了8.4个百分点。从区域销售来看，华南和北京地区销售贡献度提升。上半年华东大区销售406.2亿元，销售占比52.8%，同比虽然下降了6.6个百分点，但占比仍然较高，压舱石地位进一步稳固；珠海大区销售140.6亿元，销售占比18.3%，有效巩固珠海龙头地位；华南大区销售183.4亿元，销售占比23.8%，同比提升了9.4个百分点；北方大区销售14.5亿元，销售占比1.9%，同比下降2.4个百分点；北京区域销售24.52亿元，销售占比3.2%，同比提升了1.0个百分点。2) 拿地：拿地权益比例明显提升，且聚焦一二线城市。根据中指院，1-7月公司拿地6宗，均位于上海、广州、深圳、成都、杭州等一线、强二线城市，拿地建面82万平，同比提升1.1%，拿地总金额176亿元，同比下降22.3%，拿地强度（拿地金额/销售金额）为20.8%，同比下降18.2个百分点；权益拿地金额166亿元，拿地权益比例为94.5%，同比提升20.5个百分点。3) 由于销售景气度持续下行，上半年公司新开工面积85.4万平，同比下降53.9%；但竣工仍能保持高速增长，上半年公司竣工面积274.2万平，同比增长47.1%；截至6月末，公司在建面积1298.2万平。

■ **公司形成了以住宅为主业，商业运营、物业管理和其他业务（上下游产业链）为支撑的“1+3”发展新格局。**上半年，公司商业管理、物业服务及上下游产业链业务均实现提质增效。商业板块在做好主业配套的同时，经营管理水平持续提升，上半年完成招商面积12万平。物业公司业务拓展能力和服务品质持续提升，荣获2023年物业服务百强企业第16名；上下游产业链方面，营销公司加快提升营销能力，更新公司重点推进珠海城市之心项目取得突破，设计公司着力产品力提升，完成27件专利申报，华实中建、优生活公司等有效拓展市场。

## 投资建议与盈利预测：

■ 作为典型快成长地方国企，大股东实力雄厚，流动性较好，融资成本进一步下降。公司上半年销售与回款均实现了高速增长，近两年大量补充核心城市优质土储，布局重心转向基本面较好的华东。同时，公司营收业绩有望维持稳定发展，随着毛利率和权益比较低项目在年末1-2年内逐步结转完成后，预计2025年公司利润率将出现改善。我们预计公司2023-2025年营业收入分别为669/746/839亿元，同比增速分别为13%/11%/13%；归母净利润分别为26/28/32亿元，同比增速分别为2%/8%/12%；对应EPS分别为1.24/1.34/1.50元。当前股价对应的PE分别为8.4X/7.9X/7.0X。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。

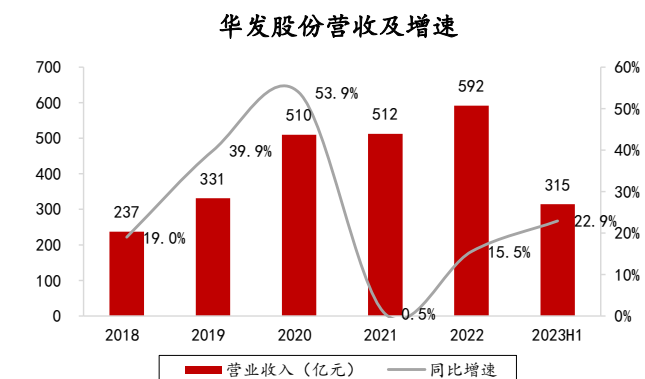
## 投资摘要

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (人民币 百万)	51,241	59,190	66,915	74,557	83,857
变动 (%)	0.5	15.5	13.1	11.4	12.5
归母净利润 (人民币 百万)	3,195	2,578	2,632	2,828	3,166
变动 (%)	10.1	(19.3)	2.1	7.5	11.9
每股收益 (人民币)	1.51	1.22	1.24	1.34	1.50
全面摊薄市盈率(倍)	7.0	8.6	8.4	7.9	7.0

资料来源：公司公告，中银证券预测

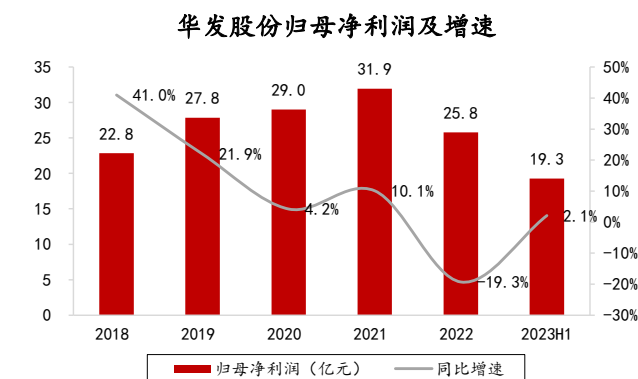
## 附录:

图表 1. 2023 年上半年华发股份实现营业收入 315 亿元, 同比增长 22.9%



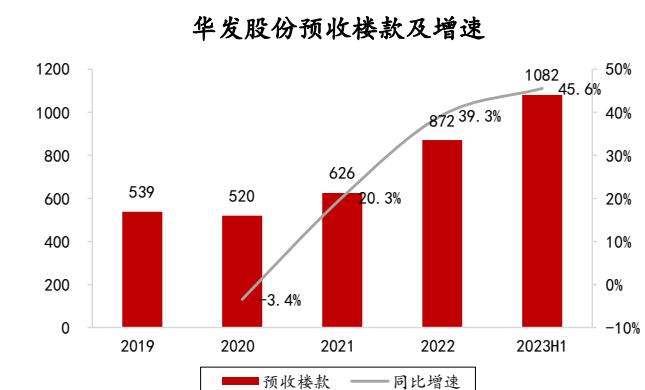
资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 2. 2023 年上半年华发股份实现归母净利润 19.3 亿元, 同比增长 2.1%



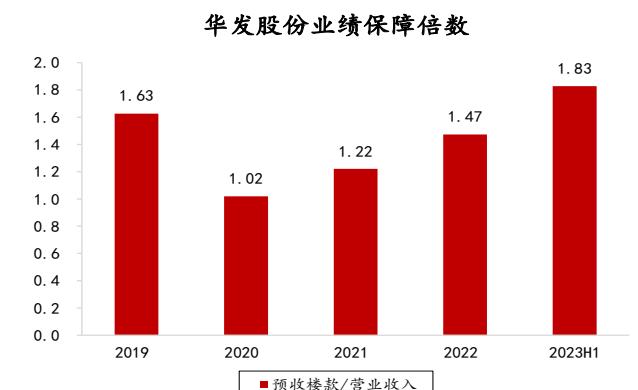
资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 3. 截至 2023 年 6 月末, 华发股份预收楼款 1082 亿元, 同比增长 45.6%



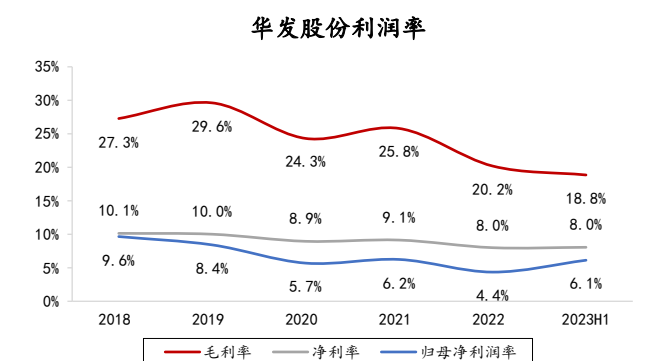
资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 4. 截至 2023 年 6 月末, 华发股份预收楼款/营业收入为 1.83X



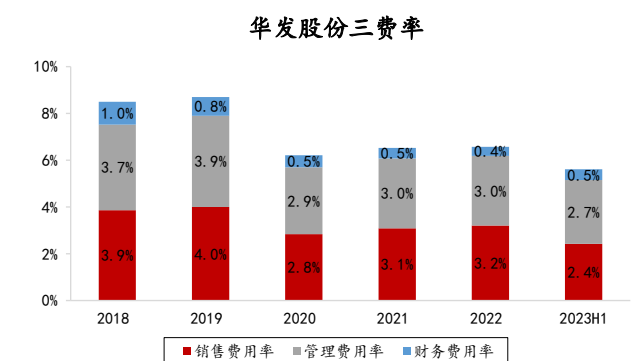
资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 5. 2023 年上半年华发股份毛利率、净利率和归母净利润率分别为 18.8%、8.0%、6.1%



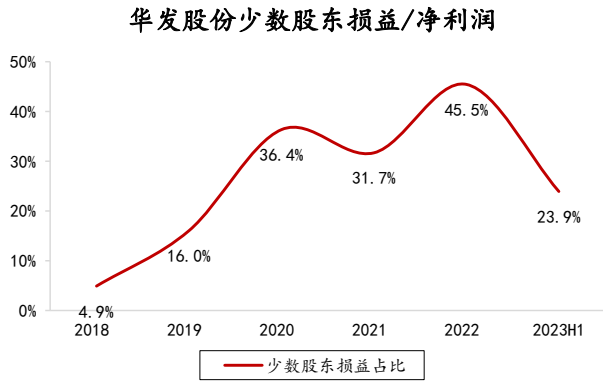
资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 6. 2023 年上半年华发股份三费率 5.6%



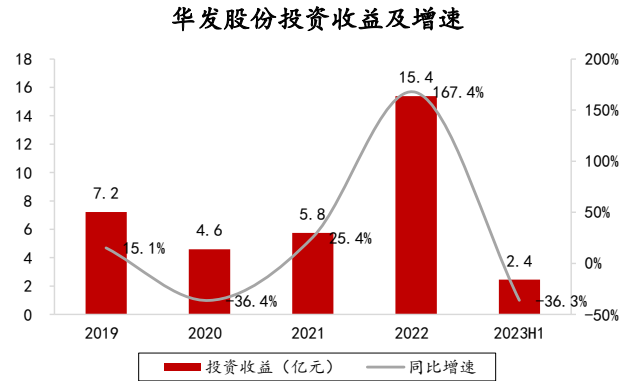
资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 7. 2023 年上半年华发股份少数股东损益占比为 23.9%



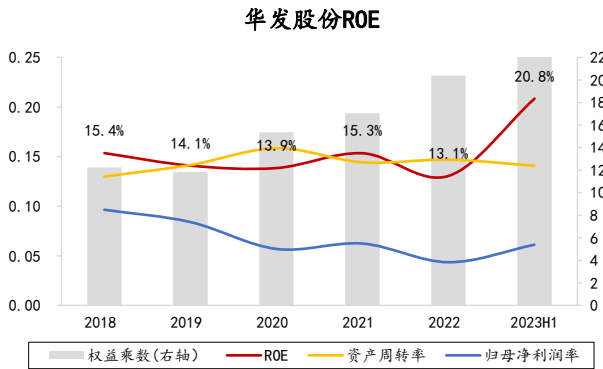
资料来源：公司年报，中银证券

图表 8. 2023 年上半年华发股份投资收益 2.4 亿元，同比下降 36.3%



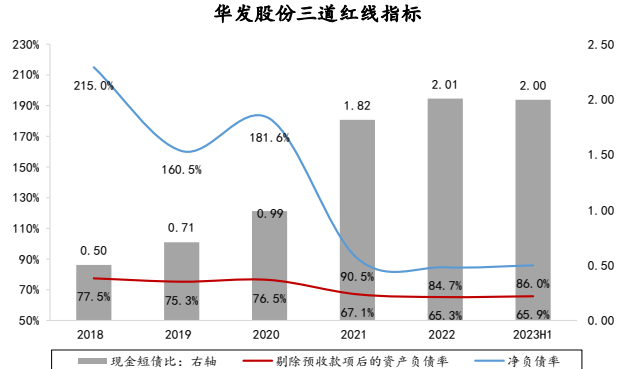
资料来源：公司年报，中银证券

图表 9. 2023 年上半年华发股份年化后的 ROE 为 20.8%



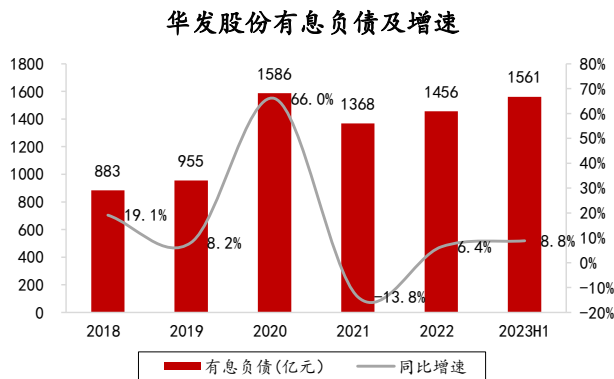
资料来源：公司年报，中银证券

图表 10. 截至 2023 年 6 月末,公司剔除预收账款的资产负债率 65.9%，净负债率 86.0%，现金短债比为 2.0X



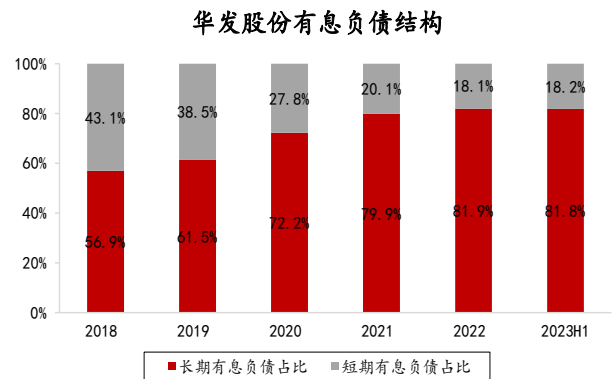
资料来源：公司年报，中银证券

图表 11. 截至 2023 年 6 月末,华发股份有息负债规模 1561 亿元，同比增长 8.8%



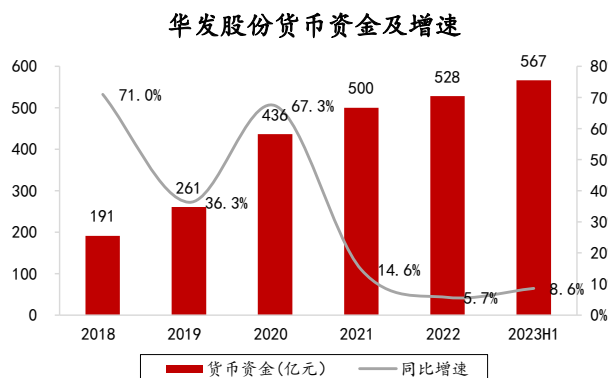
资料来源：公司年报，中银证券

图表 12. 截至 2023 年 6 月末,华发股份有息负债中短期有息负债占比 18.2%



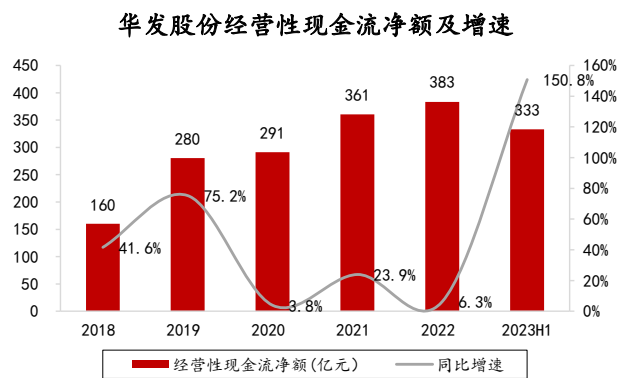
资料来源：公司年报，中银证券

图表 13. 截至 2023 年 6 月末，华发股份货币资金 567 亿元，同比增长 8.6%



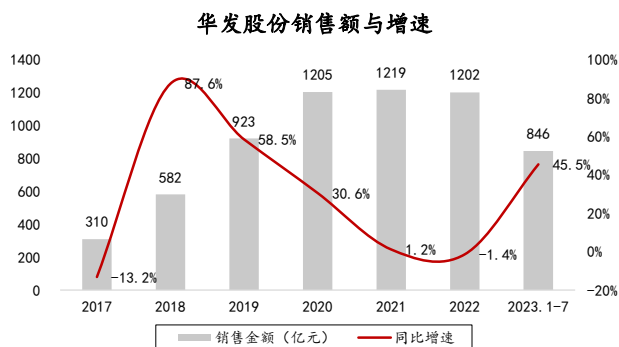
资料来源：公司年报，中银证券

图表 14. 2023 年上半年华发股份经营性现金流净流入 333 亿元，同比增长 150.8%



资料来源：公司年报，中银证券

图表 15. 2023 年 1-7 月华发股份销售金额 846 亿元，同比增长 45.5%



资料来源：公司年报，克而瑞，中银证券

图表 16. 2023 年 1-7 月华发股份销售面积 272 万平，同比增长 34.6%



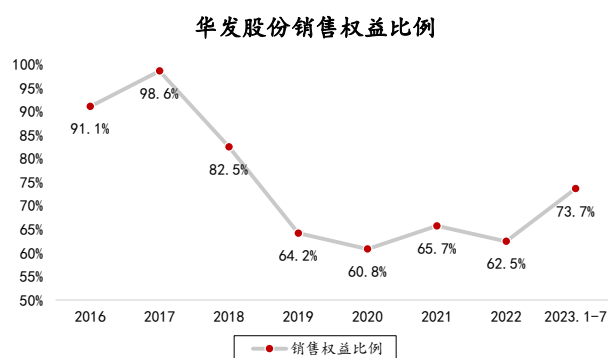
资料来源：公司年报，克而瑞，中银证券

图表 17. 2023 年 1-7 月华发股份销售均价 31148 元/平，同比增长 8.1%



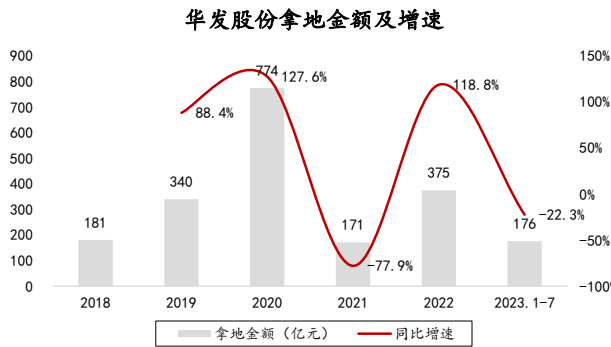
资料来源：公司年报，克而瑞，中银证券

图表 18. 2023 年 1-7 月华发股份销售权益比例提升至 73.7%



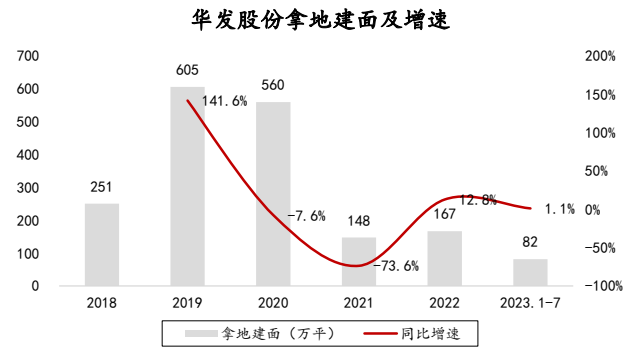
资料来源：公司年报，克而瑞，中银证券

图表 19. 2023 年 1-7 月华发股份拿地金额 176 亿元，同比下降 22.3%



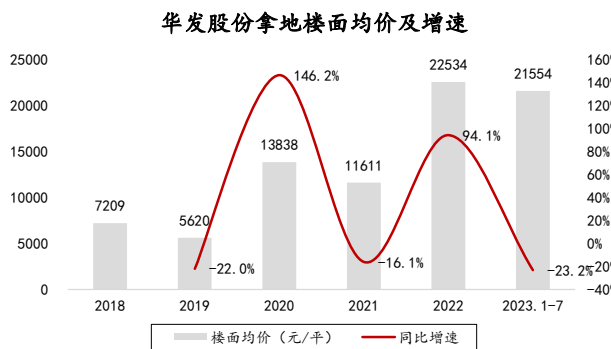
资料来源：中指院，中银证券

图表 20. 2023 年 1-7 月华发股份拿地建面 82 万平，同比增长 1.1%



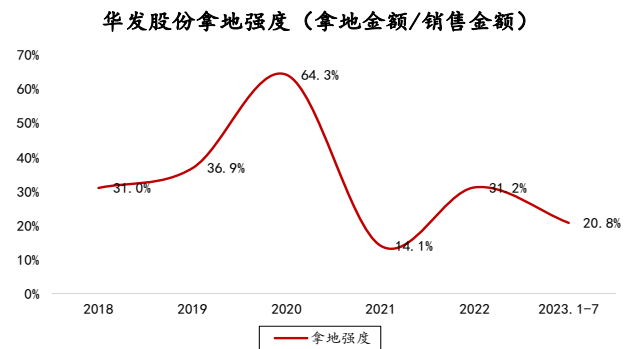
资料来源：中指院，中银证券

图表 21. 2023 年上半年华发股份拿地楼面均价 21554 元/平，同比下降 23.2%



资料来源：中指院，中银证券

图表 22. 2023 年上半年华发股份拿地强度为 20.8%



资料来源：中指院，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	51,241	59,190	66,915	74,557	83,857
营业收入	51,241	59,190	66,915	74,557	83,857
营业成本	38,020	47,243	53,496	59,758	66,764
营业税金及附加	3,361	2,610	2,951	3,288	3,698
销售费用	1,582	1,900	2,185	2,404	2,644
管理费用	1,527	1,758	2,022	2,224	2,447
研发费用	79	108	122	136	153
财务费用	235	229	474	566	694
其他收益	22	35	39	43	47
资产减值损失	(1)	(760)	(380)	(266)	(186)
信用减值损失	(91)	(81)	(19)	(19)	(19)
资产处置收益	1	1	1	1	1
公允价值变动收益	20	173	208	249	299
投资收益	575	1,538	1,569	1,600	1,632
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	6,962	6,249	7,083	7,790	9,232
营业外收入	49	98	108	119	131
营业外支出	182	64	77	92	111
利润总额	6,829	6,283	7,114	7,816	9,252
所得税	2,152	1,557	2,277	2,579	3,164
净利润	4,677	4,726	4,838	5,237	6,088
少数股东损益	1,482	2,148	2,206	2,409	2,922
归母净利润	3,195	2,578	2,632	2,828	3,166
EBITDA	6,915	5,188	6,255	7,033	8,592
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.51	1.22	1.24	1.34	1.50

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
<b>流动资产</b>	<b>312,687</b>	<b>350,880</b>	<b>374,739</b>	<b>383,759</b>	<b>422,192</b>
现金及等价物	49,994	52,832	53,532	59,645	80,650
应收账款	328	883	975	1,096	1,234
应收票据	0	4	0	4	1
存货	217,378	243,544	261,696	259,526	270,876
预付账款	3,720	3,422	3,265	2,711	2,482
合同资产	14	10	19	14	23
其他流动资产	41,253	50,185	55,252	60,763	66,927
<b>非流动资产</b>	<b>42,370</b>	<b>51,811</b>	<b>60,650</b>	<b>70,246</b>	<b>80,115</b>
长期投资	21,475	25,217	29,334	33,863	38,844
固定资产	2,795	2,892	3,098	3,252	3,358
无形资产	469	494	528	563	596
其他长期资产	17,631	23,207	27,690	32,569	37,317
<b>资产合计</b>	<b>355,057</b>	<b>402,691</b>	<b>435,389</b>	<b>454,005</b>	<b>502,307</b>
<b>流动负债</b>	<b>152,807</b>	<b>173,763</b>	<b>207,074</b>	<b>220,251</b>	<b>252,352</b>
短期借款	1,030	35	2,684	3,100	4,650
应付账款	31,283	33,302	38,026	41,651	47,367
其他流动负债	120,494	140,426	166,365	175,499	200,336
<b>非流动负债</b>	<b>106,359</b>	<b>119,479</b>	<b>114,769</b>	<b>115,712</b>	<b>126,566</b>
长期借款	77,170	82,584	75,688	73,500	80,850
其他长期负债	29,189	36,894	39,081	42,212	45,716
<b>负债合计</b>	<b>259,166</b>	<b>293,242</b>	<b>321,843</b>	<b>335,963</b>	<b>378,919</b>
股本	2,117	2,117	2,117	2,117	2,117
少数股东权益	75,073	89,707	91,913	94,321	97,243
归属母公司股东权益	20,819	19,743	21,634	23,720	26,145
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>355,057</b>	<b>402,691</b>	<b>435,389</b>	<b>454,005</b>	<b>502,307</b>

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	4,677	4,726	4,838	5,237	6,088
折旧摊销	336	458	515	571	646
营运资金变动	(1,210)	(16,420)	9,197	9,192	13,638
其他	32,258	49,580	930	1,547	2,415
<b>经营活动现金流</b>	<b>36,061</b>	<b>38,344</b>	<b>15,480</b>	<b>16,548</b>	<b>22,786</b>
资本支出	(29,920)	(30,706)	(505)	(505)	(600)
投资变动	(9,450)	(8,306)	(8,912)	(9,283)	(9,685)
其他	(4,615)	(7,518)	1,534	1,619	1,625
<b>投资活动现金流</b>	<b>(43,986)</b>	<b>(46,530)</b>	<b>(7,883)</b>	<b>(8,168)</b>	<b>(8,661)</b>
银行借款	(10,477)	4,419	(4,247)	(1,772)	8,900
股权融资	27,626	3,759	(741)	(741)	(741)
其他	(2,123)	2,824	(1,908)	247	(1,280)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>15,027</b>	<b>11,001</b>	<b>(6,896)</b>	<b>(2,267)</b>	<b>6,879</b>
<b>净现金流</b>	<b>7,102</b>	<b>2,816</b>	<b>701</b>	<b>6,113</b>	<b>21,004</b>

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
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	0.5	15.5	13.1	11.4	12.5
营业利润增长率(%)	9.5	(10.2)	13.4	10.0	18.5
归属于母公司净利润增长率(%)	10.1	(19.3)	2.1	7.5	11.9
息税前利润增长(%)	10.9	(28.1)	21.4	12.6	23.0
息税折旧前利润增长(%)	14.3	(25.0)	20.6	12.4	22.2
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	10.1	(19.3)	2.1	7.5	11.9
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	12.8	8.0	8.6	8.7	9.5
营业利润率(%)	13.6	10.6	10.5	10.3	11.0
毛利率(%)	25.8	20.2	20.1	19.8	20.4
归母净利润率(%)	6.2	4.4	3.9	3.8	3.8
ROE(%)	15.3	13.1	12.2	11.9	12.1
ROIC(%)	1.7	1.2	1.4	1.6	2.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
净负债权益比	0.8	0.7	0.6	0.6	0.4
流动比率	2.0	2.0	1.8	1.7	1.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	241.9	97.7	72.0	72.0	72.0
应付账款周转率	1.7	1.8	1.9	1.9	1.9
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	3.1	3.2	3.3	3.2	3.2
管理费用率(%)	3.0	3.0	3.0	3.0	2.9
研发费用率(%)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
财务费用率(%)	0.5	0.4	0.7	0.8	0.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.5	1.2	1.2	1.3	1.5
每股经营现金流(最新摊薄)	17.0	18.1	7.3	7.8	10.8
每股净资产(最新摊薄)	9.8	9.3	10.2	11.2	12.3
每股股息	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	7.0	8.6	8.4	7.9	7.0
P/B(最新摊薄)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	26.3	38.8	29.1	23.7	18.0
价格/现金流(倍)	0.6	0.6	1.4	1.3	1.0

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