

03900.HK

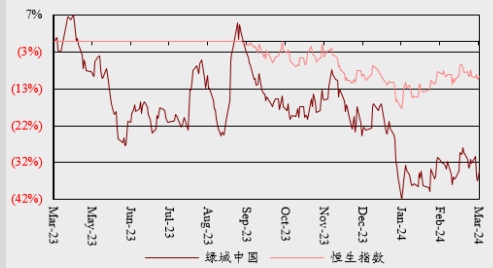
买入

原评级: 买入

市场价格: 港币 6.24

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	(19.8)	(1.9)	(20.6)	(41.1)
相对恒生指数	(18.3)	(1.9)	(17.7)	(16.1)

发行股数 (百万)	2,532.00
流通股 (百万)	2,532.00
总市值 (港币 百万)	15,799.67
3个月日均交易额 (港币 百万)	67.04
主要股东	

CCCG Holding (HK) Limited 24

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2024年3月28日收市价为标准

相关报告

- 《绿城中国: 品质龙头重返行业前十, 聚焦核心+提质增效促公司良性发展》(2023/07/14)
- 《绿城中国: 营收与核心净利稳步增长, 债务结构显著优化——2022年年报点评》

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

绿城中国

营收业绩正增长, 拿地成长性强; 代建持续发力; 融资渠道畅通

事件: 绿城中国发布2023年年报, 实现主营业务营业收入1313.8亿元, 同比+3.3%; 归母净利润31.2亿元, 同比+13.1%; 归母核心净利润64.17亿元, 基本持平。公司拟每股派发现金红利0.43元(含税), 分红率为35.2%。

核心观点

■ **营收业绩稳步增长, 未来业绩增速预期提升。**2023年公司主营业务营业收入1313.8亿元, 同比增长3.3%; 归母净利润31.2亿元, 同比增长13.1%; 扣除非经常性损益、收购收益、资产的减值亏损计提与拨回、公允价值变动后的核心归母净利润为64.2亿元, 同比基本持平, 业绩符合市场预期。**营业收入稳步增长,**一方面开发业务实现营收1205.8亿元, 同比增长2.6%, 房地产项目结转面积同比增长5.5%至619.8万方; 另一方面代建业务实现收入31.4亿元, 同比增长28.0%。**归母净利润增幅相对更大的主要原因:**1) 计提非金融资产减值损失13.9亿元, 同比下降7.4%。2) 公司注重费用管控, 2023年三费率8.2%, 同比下降了0.5个百分点。其中, 管理费用51.4亿元, 同比下降4.6%, 人力成本26.5亿元, 同比下降9.0%, 管理费用率3.9%, 同比下降0.3个百分点; 销售费用27.3亿元, 同比下降6.0%, 销售费用率2.1%, 同比下降0.2个百分点。3) 少数股东损益占比下降15.7个百分点至53.3%。**扣除汇兑损益、减值计提等影响后, 归母核心净利润同比基本持平。**2023年公司毛利率为13.0%, 同比下降4.3个百分点, 房地产开发业务毛利率11.3%, 同比下降5.0个百分点; 公司净利率为5.1%, 同比下降1.9个百分点; 归母净利率2.4%, 同比提升0.2个百分点; 归母核心净利率为4.9%, 同比下降0.1个百分点。在归母净利率提升的影响下, 公司ROE也因此提升1.0个百分点至8.6%。公司预收款项合计为1598亿元, 同比增长8.1%, 预收款项/营业收入的比例为1.22X, 同比提升0.05X。

■ **公司财务稳健, 在手现金稳步增长, 融资成本进一步下降。**1) **在手资金同比实现正增长,**截至2023年末, 公司货币资金734亿元, 同比增长4.3%; 经营性现金流净流入230亿元, 同比增长57.5%。2) **公司境内外融资渠道畅通, 优化债务结构。**截至2023年末, 公司有息负债规模1461.4亿元, 同比增长4.3%; 2023年融资成本降低0.1个百分点至4.3%。其中, 银行借款占比73.3%, 进一步提升了3个百分点, 一年内到期的短期有息负债余额325亿元, 占总负债的比重为22.3%, 维持低位。2023年公司偿还了15亿元永续债, 实现了永续债清零。2023年公司发行国内债券138.53亿元, 同时完成境外融资置换11.72亿美元(含2024年到期债务提前置换4.5亿美元)。截至2024年2月末, 公司到期境外债务余额为3亿美元, 其中2.5亿美元将于2024年12月到期, 公司计划于2024年上半年完成置换工作。**今年也将提前安排2025年到期债务的置换工作。**3) **稳步降杠杆, 负债指标进入绿档。**截至2023年末, 公司剔除预收账款的资产负债率69.7%, 同比下降1.6个百分点; 净负债率63.8%, 同比提升1.2个百分点; 现金短债比为2.3X, 同比下降0.36X, 成功于2023年进入绿档房企行列。

■ **销售: 受益于高能级城市表现, 销售均价与销售权益比不断提升; 代建项目销售也同比实现双位数大幅增长。**2023年公司实现总合同销售额3011亿元, 同比增长0.3%, 顺利完成了3000亿元的销售目标。1) **自投项目: 销售规模1943亿元, 同比下降8.7%, 权益销售金额为1276亿元, 销售权益比例65.7%, 同比大幅提升了8.2个百分点, 自投销售规模跻身行业第7, 较2022年提升了1位。**高能级核心城市市场地位持续巩固, **一二线城市销售占比达86%,**在北京、上海、杭州、西安、天津、苏州、大连、宁波等13个重点城市位列当地销售前十, **2023年首开去化率达82%, 较2022年提升了7个百分点, 2023年销售回款率超过100%, 持续维持高位。**2023年销售均价28324元/平, 同比增长5.5%。2) **代建项目: 销售规模1068亿元, 同比增长22.1%, 在行业整体下行的背景下, 代建项目的销售规模逆势实现双位数正增长。**2024年1-2月公司实现总合同销售额249亿元, 同比下降20.7%。1) **自投项目: 销售规模156亿元, 同比下降37.1%, 销售权益比例为64.7%, 销售均价进一步提升至32500元/平, 同比提升19.3%。**2) **代建项目: 销售规模93亿元, 同比大幅提升49.9%。2024年公司的销售规模目标与2023年持平**(即总合同销售额3011亿元)。

■ **土地储备: 公司土储合理优化, 核心一二线城市、长三角区域布局优势突出。**2023年公司新增项目38个, 总建面约557万方, 同比增长36.5%; 公司招拍挂拿地金额595亿元, 同比下降0.3%; **拿地强度(拿地金额/自投项目销售金额)为30.6%, 较2022年提升了1.4个百分点;**楼面均价14231元/平, 同比下降2.7%, 2023年新增可售货值1425亿元, 同比增长37.4%。**根据克而瑞, 招拍挂以及收并购项目所获取的新增土地成交总价为795亿元, 同比增长34.2%。新增项目持续向高能级城市的核心板块集中, 一二线城市新增货值占比84%, 北上杭三城新增货值约823亿元, 占比58%, 同时在西安、宁波、苏州、南京、成都等优质城市核心板块有所斩获。新增项目2023年已开盘26个, 占2023年新增土地储备数量的68%, 新增货值2023年实现销售转化的549亿元, 同比提升约10%。当年转化率约39%。**2023年新增项目净利润率持续保持较好水平, 项目层面净利润率平均超过8%, **拿地权益比例进一步提升至74%, 同比提升5.6个百分点。**截至2023年末, 公司土地储备项目168个, 土地储备总面积3720万方, 同比下降25.0%, 权益土地储备面积2332万方, 同比下降17.5%; 可售面积2499万方, 同比下降25.0%, 权益可售面积1557万方, 同比下降17.7%。得益于精准投资策略的有效落地, 公司土储结构进一步优化, **一二线城市占比80%, 同比增长2个百分点, 长三角区域占比57%, 同比提升4个百分点;**北京、上海、杭州等十大战略核心城市货值占比59%, 同比提升7个百分点。根据克而瑞, 2024年1-2月公司拿地金额56亿元, 同比增长34.9%, 拿地建面26万方, 同比下降7.1%, 拿地强度进一步提升至35.9%。2024年公司拿地计划货值为1000亿元。

■ **开工: 运营管理能力提升, 已为2024年经营目标打下坚实的基础。**2023年项目从拿地到开工、首开周期平均提速至22、47个月, 总体运营效率提升18%。多个城市或项目实现当年首开提速, 杭州由48个月提速至42个月, 北京由5.5个月提速至3.1个月, 上海由9.6个月提速至4.3个月, 宁波由4.9个月提速至4.2个月。2023年自投项目交付面积1777万方, 同比增长24%; 平均建造周期28.2个月, 同比减少5%, 实际交付较合同平均提前41天。2023年竣工面积同比提升37%至1732万方, 完成2023年竣工目标的93%。**2024年公司可售资源充足, 项目优势显著。**截至2023年末, **自投项目可售货值2450亿元, 一二线城市占比达80%, 可售货值中存量在售1283亿元, 占比52%, 计划新增1167亿元, 占比48%。**公司计划2024年竣工面积1268万方, 同比增速预计为-26.8%。截至2023年末, 公司已售楼未结转金额2565亿元, 同比下降21.0%, 权益口径金额1712亿元, 其中1673亿元(权益口径1064亿元)计划于2024年结转, 719亿元(权益口径501亿元)计划于2025年结转。

■ **代建业务优势巩固。**2023年公司实现项目管理服务收入31.4亿元, 同比增长28.0%, 主要是因为新拓商业代建项目数量增加, 同时提升项目开工转化率以推动商业代建项目收入增长。绿城管理控股(绿城中国持有绿城管理71.3%的股份)轻资产运营优势凸显, 持续保持代建行业第一的规模优势, **连续8年保持20%以上的代建市场份额。**截至2023年末, 公司代建项目已布局122个城市, 合约总建面1.2亿平, 同比增长17.9%。绿城管理业务拓展能力不断加强, 2023年新拓项目代建费103.7亿元, 同比增长20.5%; 盈利能力不断增强, 归母净利润9.7亿元, 同比增长30.8%。

投资建议与盈利预测:

■ **我们认为, 在当前行业下行背景下, 公司具备以下核心优势, 或将助力其在行业内的市场地位进一步提升:**1) 公司融资成本持续降低, 短期债务到期压力相对较小, 并提前考虑到期债务的置换工作, 说明资金充沛。2023年成功步入绿档房企行列, 降杠杆成效显著。2) 公司销售稳健, 土地投资量质双优, 拿地强度稳中有升, 叠加公司产品品质在行业内具备良好口碑, 销售去化确定性以及未来业绩兑现度预期较强。3) 已售未结转资源充沛且质量较高, 随着2022年以后利润率较高的优质项目入市结转, 公司利润率有望在2025年以后逐步向好发展。4) 公司积极把握在行业深度调整的过程中涌现出的代建需求, 代建规模多年来始终稳居行业第一, 增厚公司的销售与业绩。

■ 我们预计公司2024-2026年主营业务营业收入分别为1370/1442/1522亿元, 同比增速分别为4%/5%/6%; 归母净利润分别为32/34/37亿元, 同比增速分别为2%/8%/9%; 对应EPS分别为1.25/1.35/1.47元。当前股价对应的PE分别为4.6X/4.3X/3.9X。考虑到公司2023年整体营收、业绩、在手现金仍稳步增长, 销售与拿地逆势增长, 市场地位持续提升, 我们维持买入评级。

评级面临的主要风险:

■ 销售与结转不及预期; 房地产调控超预期收紧; 融资收紧; 多元业务发展不及预期。

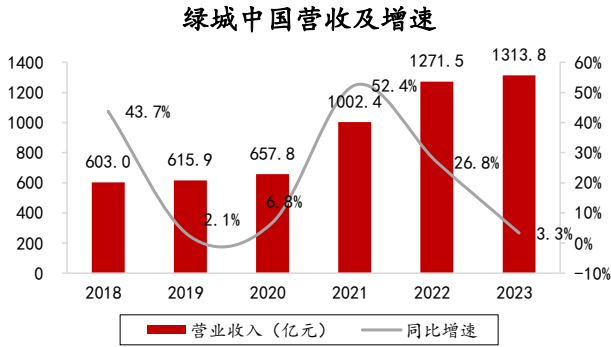
投资摘要

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务营业收入(人民币 百万)	127,153.07	131,383.15	137,014.30	144,241.00	152,196.90
变动(%)	26.85	3.33	4.29	5.27	5.52
归母净利润(人民币 百万)	2,756.10	3,117.68	3,184.69	3,441.40	3,735.53
变动(%)	-38.33	13.12	2.15	8.06	8.55
每股收益(人民币)	1.02	1.22	1.25	1.35	1.47
变动(%)	-20.61	19.63	2.17	8.13	8.61
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.27	1.49	
调整幅度(%)			(1.77)	(9.47)	
全面摊薄市盈率(倍)	5.62	4.70	4.60	4.26	3.92

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

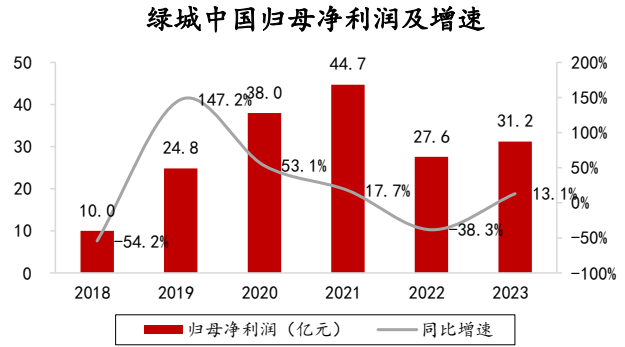
附录：

图表 1. 2023 年绿城中国实现营业收入 1313.8 亿元，同比增长 3.3%



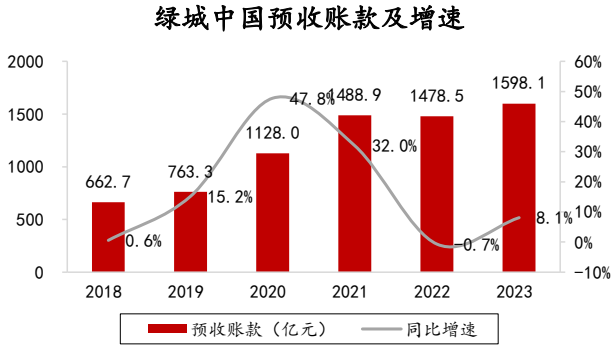
资料来源：公司年报，中银证券

图表 2. 2023 年绿城中国实现归母净利润 31.2 亿元，同比增长 13.1%



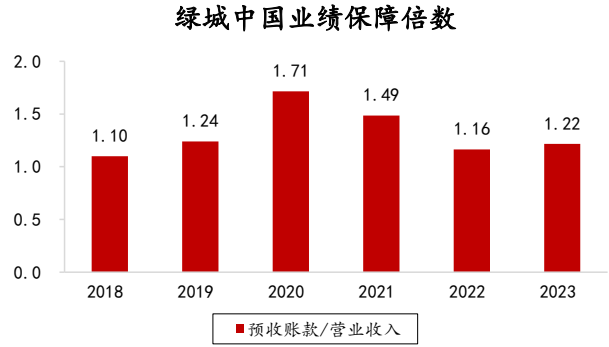
资料来源：公司年报，中银证券

图表 3. 截至 2023 年末，绿城中国预收账款 1598.1 亿元，同比增长 8.1%



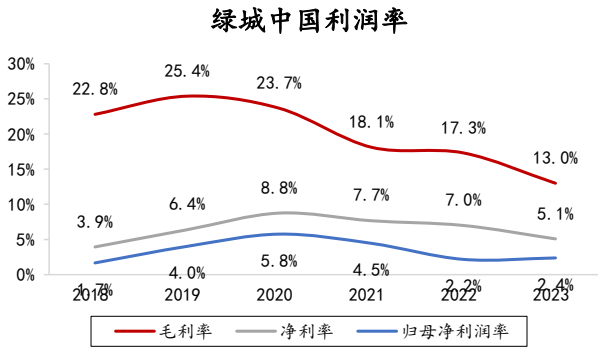
资料来源：公司年报，中银证券

图表 4. 截至 2023 年末，绿城中国预收账款/营业收入为 1.22X



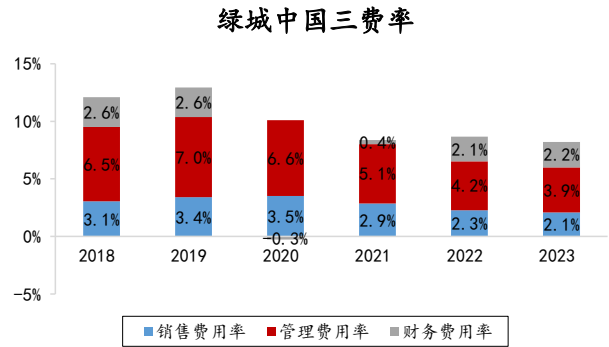
资料来源：公司年报，中银证券

图表 5. 2023 年绿城中国毛利率、净利率和归母净利润率分别为 13.0%、5.1%、2.4%



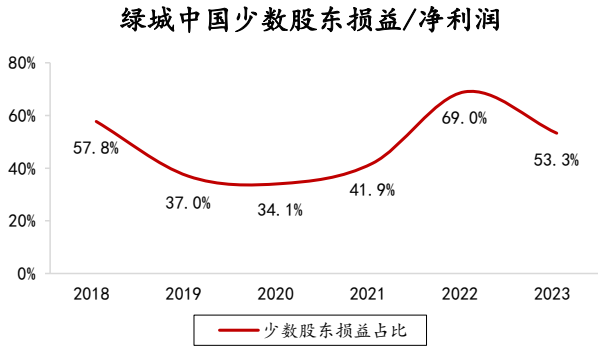
资料来源：公司年报，中银证券

图表 6. 2023 年绿城中国三费率 8.2%



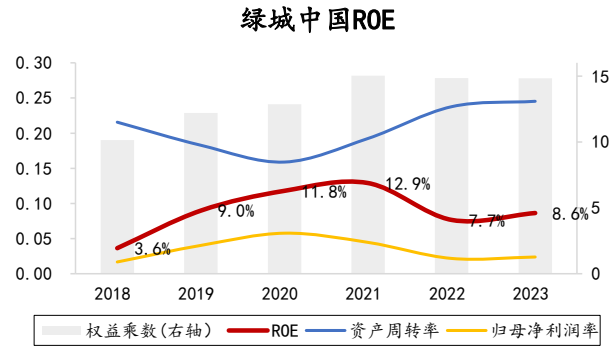
资料来源：公司年报，中银证券

图表 7. 2023 年绿城中国少数股东损益占比下降至 53.3%



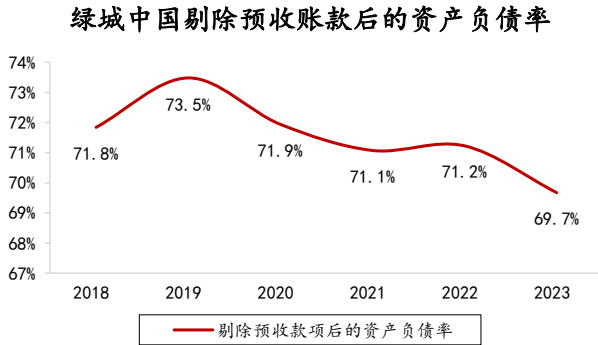
资料来源：公司年报，中银证券

图表 8. 2023 年绿城中国年化后的 ROE 为 8.6%



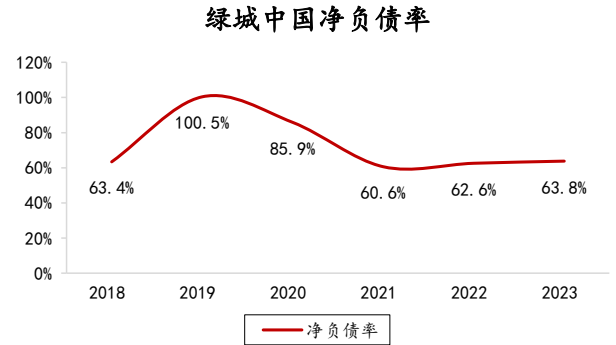
资料来源：公司年报，中银证券

图表 9. 截至 2023 年末，绿城中国剔除预收款项后的资产负债率为 69.7%



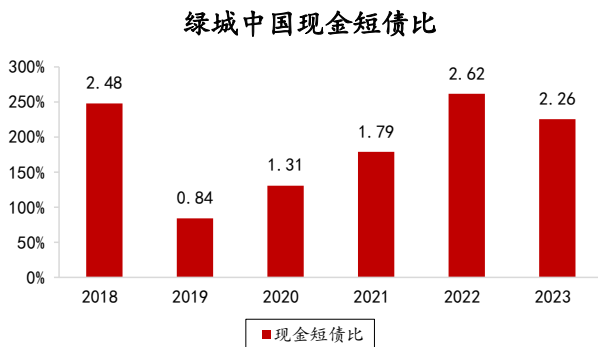
资料来源：公司年报，中银证券

图表 10. 截至 2023 年末，绿城中国净负债率为 63.8%



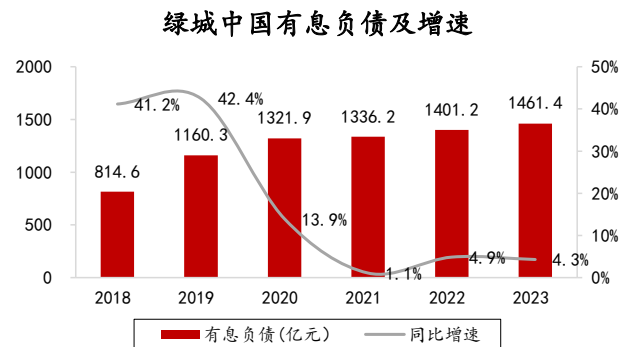
资料来源：公司年报，中银证券

图表 11. 截至 2023 年末，绿城中国现金短债比为 2.3X



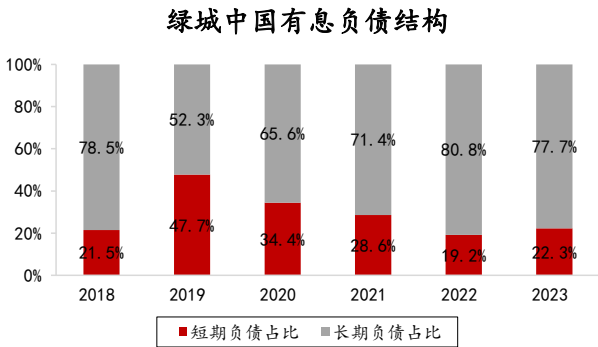
资料来源：公司年报，中银证券

图表 12. 截至 2023 年末，绿城中国有息负债规模 1461.4 亿元，同比增长 4.3%



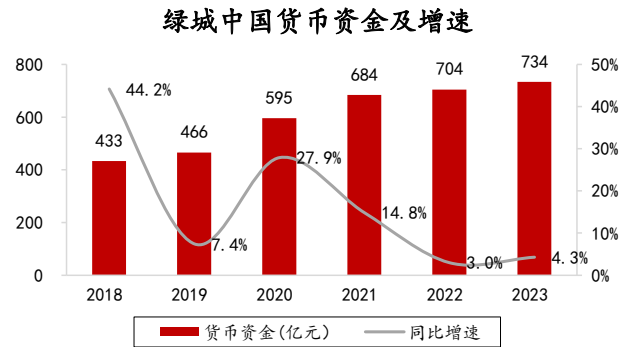
资料来源：公司年报，中银证券

图表 13. 截至 2023 年末，绿城中国短期有息负债占比 22.3%，长期有息负债占比 77.7%



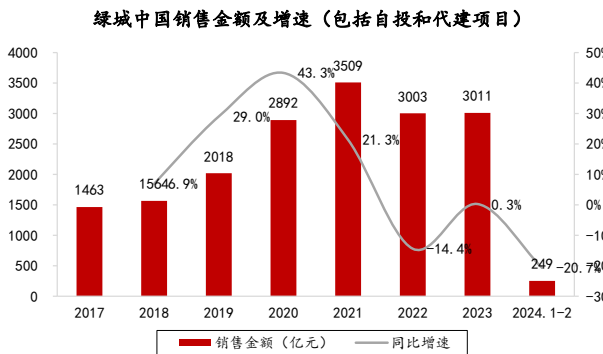
资料来源：公司年报，中银证券

图表 14. 截至 2023 年末，绿城中国货币资金 734 亿元，同比增长 4.3%



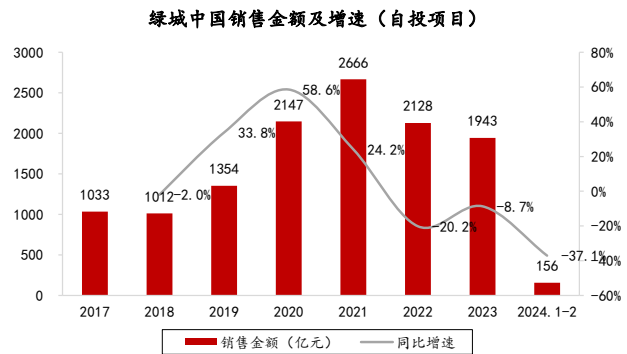
资料来源：公司年报，中银证券

图表 15. 2023 年绿城中国销售金额（包括自投和代建项目）3011 亿元，同比增长 0.3%



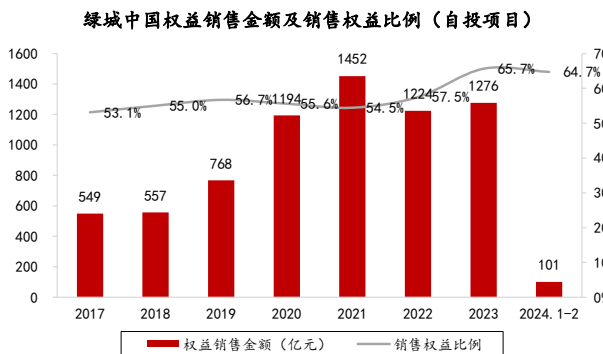
资料来源：公司年报，公司公告，中银证券

图表 16. 2023 年绿城中国销售金额（自投项目）1943 亿元，同比下降 8.7%



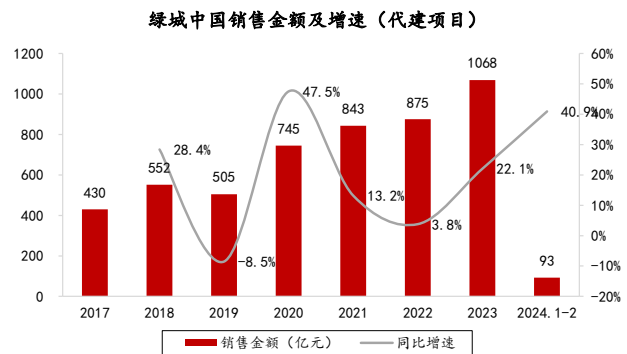
资料来源：公司年报，公司公告，中银证券

图表 17. 2023 年绿城中国权益销售金额（自投项目）1276 亿元，销售权益比例为 65.7%



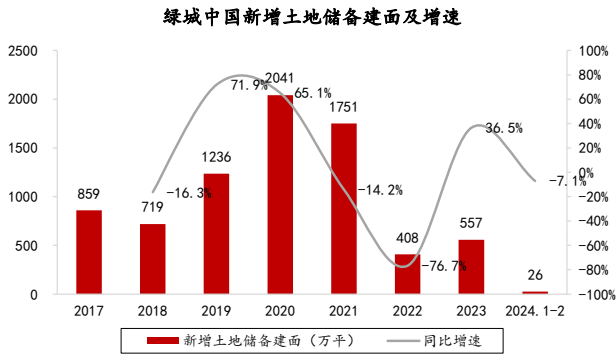
资料来源：公司年报，公司公告，中银证券

图表 18. 2023 年绿城中国销售金额（代建项目）1068 亿元，同比增长 22.1%



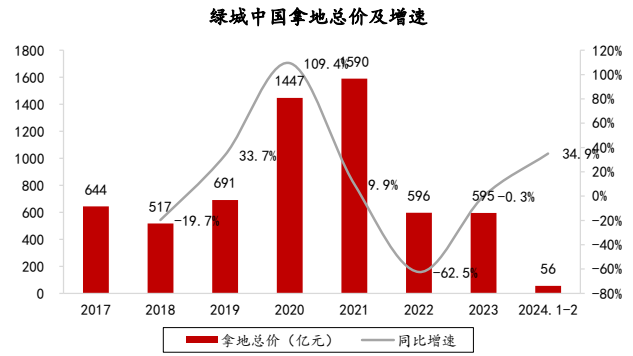
资料来源：公司年报，公司公告，中银证券

图表 19. 2023 年绿城中国新增土地建面 557 万平，同比增长 36.5%



资料来源：公司年报，中银证券

图表 20. 2023 年绿城中国拿地金额 595 亿元，同比下降 0.3%



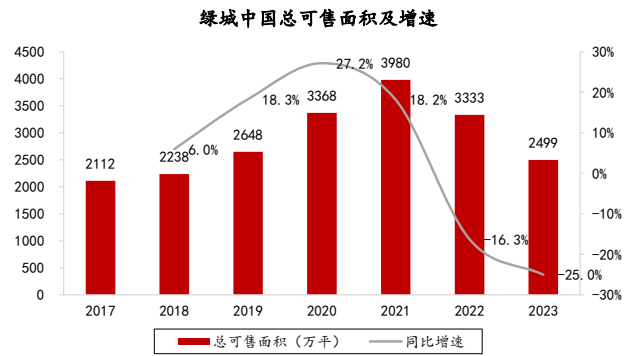
资料来源：公司年报，中银证券

图表 21. 截至 2023 年末，绿城中国土地储备 3720 万平



资料来源：公司年报，中银证券

图表 22. 截至 2023 年末，绿城中国总可售面积 2499 万平



资料来源：公司年报，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	128152.15	131947.12	137634.66	144923.41	152947.54
营业收入	127153.07	131383.15	137014.30	144241.00	152196.90
营业成本	105132.32	114310.29	119683.45	125875.08	131987.24
经营费用	8353.39	7867.23	7867.00	8425.56	9023.77
息税折旧前利润	15429.33	9769.61	10662.94	11209.94	12531.61
折旧及摊销	762.90	0.00	578.73	587.17	595.08
经营利润(息税前利润)	14666.44	9769.61	10084.21	10622.77	11936.53
净利息收入/(费用)	-228.46	-727.03	-134.33	-45.62	35.77
其他收益/(损失)	-2905.22	-1964.54	-392.91	-78.58	-15.72
税前利润	13256.32	9724.65	11755.95	12802.84	14367.42
所得税	4361.35	3046.51	4173.36	4609.02	5028.60
净利润	8894.96	6678.14	7582.58	8193.82	9338.82
少数股东损益	6138.86	3560.46	4397.90	4752.41	5603.29
归母净利润	2756.10	3117.68	3184.69	3441.40	3735.53
每股收益(人民币)	1.02	1.22	1.25	1.35	1.47
每股股息(人民币)	0.50	0.43	0.56	0.73	0.94
收入增长(%)	26.85%	3.33%	4.29%	5.27%	5.52%
息税前利润增长(%)	31.76%	-33.39%	3.22%	5.34%	12.37%
息税折旧前利润增长(%)	31.33%	-36.68%	9.14%	5.13%	11.79%
净利润增长(%)	15.71%	-24.92%	13.54%	8.06%	13.97%
归母净利润增长(%)	-38.33%	13.12%	2.15%	8.06%	8.55%

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	26.85	3.33	4.29	5.27	5.52
盈利能力					
息税前利润率(%)	10.43	7.40	8.58	8.88	9.44
毛利率(%)	17.32	12.99	12.65	12.73	13.28
归母净利润率(%)	2.17	2.37	2.32	2.39	2.45
ROE(%)	7.65	8.63	8.10	8.05	8.03
偿债能力					
资产负债率(%)	79.18	78.73	78.62	77.37	76.58
营运能力					
资产周转率	0.24	0.25	0.24	0.25	0.26
存货周转率	0.37	0.40	0.42	0.45	0.47
费用率					
销售费用率(%)	2.28	2.08	1.99	2.03	2.06
管理费用率(%)	4.24	3.91	3.75	3.82	3.87
财务费用率(%)	2.15	2.22	2.13	2.17	2.20
每股指标(元)					
每股收益(人民币)	1.02	1.22	1.25	1.35	1.47
每股净资产(人民币)	14.23	14.27	15.53	16.89	18.36
估值比率					
P/E(最新摊薄)	5.62	4.70	4.60	4.26	3.92

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	66312.34	69758.36	84910.63	81180.14	86775.22
应收账款	1620.88	2011.88	1712.68	1803.01	1902.46
存货	284677.59	286513.10	283445.45	279792.99	282022.03
其他流动资产	8717.23	9467.64	9591.00	10096.87	10653.78
流动资产总计	462371.25	463725.47	493501.41	495080.69	512364.71
固定资产	9613.76	10823.20	10586.27	10358.82	10140.47
无形资产	1810.17	2636.11	2994.31	3334.59	3657.86
其他非流动资产	6235.93	6342.60	6659.73	6992.72	7342.35
非流动资产合计	72705.74	71811.50	74920.51	78166.33	81420.88
总资产	535076.99	535536.97	568421.92	573247.02	593785.59
应付账款	47721.75	48614.48	47873.38	44955.39	42576.53
短期债务	35882.18	32546.78	29292.10	26362.89	23726.60
其他流动负债	194395.72	197256.48	191820.02	187513.30	190246.12
流动负债总计	304754.49	303248.08	327455.26	322989.46	333090.19
长期借款	113215.21	113595.01	114595.01	115595.01	116595.01
其他长期负债	5694.38	4758.78	4853.95	4951.03	5050.05
股本	242.48	242.48	242.48	242.48	242.48
储备	35781.28	35887.91	39072.59	42514.00	46249.53
股东权益	111412.92	113935.11	121517.69	129711.51	139050.34
少数股东权益	75389.16	77804.73	82202.62	86955.04	92558.33
总负债及权益	535076.99	535536.97	568421.92	573247.02	593785.59
每股净资产(人民币)	14.23	14.27	15.53	16.89	18.36
每股有形资产(人民币)	379.69	427.46	418.10	409.12	400.49

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