

00123.HK

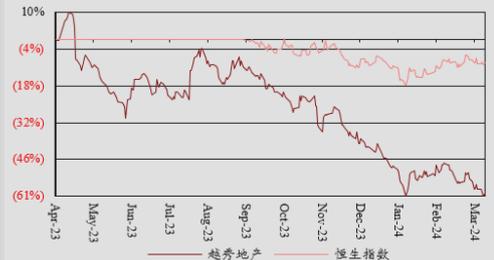
买入

原评级: 买入

市场价格: 港币 4.31

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	(27.1)	(18.7)	(29.7)	(64.5)
相对恒生指数	(25.6)	(18.7)	(26.7)	(39.4)

发行股数 (百万)	4,025.39
流通股 (百万)	4,025.39
总市值 (港币 百万)	17,349.44
3个月日均交易额 (港币 百万)	62.32
主要股东	
Bosworth International Limited	30.76

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

《越秀地产: 营收业绩平稳增长; 销售增幅领先, 强势补仓北京》(2023/8/25)

《越秀地产: 上半年销售同比增速超7成, 拿地高度聚焦核心城市》(2023/7/10)

《越秀地产: 国资背景加持成就区域型优质房企, 畅通融资渠道与多元增储模式优势凸显》(2023/6/28)

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

越秀地产

在手现金同比增幅超过三成; 2024年销售目标1470亿元

摘要: 越秀地产公布2023年年报, 2023年公司实现主营业务营业收入802.2亿元, 同比增长10.8%; 归母净利润31.9亿元, 同比下降19.4%; 核心净利润34.9亿元, 同比下降17.5%。2023年派息每股0.347元人民币, 派息比例为40%, 与去年持平。

- **营收规模稳步增长, 在结算利润率下滑、投资物业重估价值下跌的影响下, 业绩同比负增长。**2023年公司主营业务营业收入同比增长10.8%, 主要是因为房地产开发业务竣工结算规模增长, 2023年竣工面积同比大幅增长37.9%。2023年公司归母净利润同比下降19.4%, 主要是因为: 1) 结算利润率下滑, 2023年公司毛利率为15.3%, 同比下滑5.1个百分点; 2) 其他经营净亏损13.48亿元(2022年为净收益2.11亿元)。主要包括投资物业2023年重估净减值15.02亿元(主要包括广州萝岗项目及陈头岗项目的自持物业因纳入保障性租赁住房用途, 2023年分别录得重估减值约5.4、8.3亿元); 武汉国际金融汇受市场环境影, 2023年重估净减值约1.4亿元)。剔除净汇兑损益和持续持有投资物业公允价值变动及相关税项等影响后, 核心净利润同比下降17.5%。2023年公司净利率、归母净利润率、核心净利润率分别为5.7%、4.0%、4.4%, 同比分别下降2.8、1.5、1.5个百分点。受利润率下降的影响, 公司ROE同比下降2.6个百分点至5.7%。不过, 公司注重费用管控, 2023年三费率为6.1%, 同比下降0.4个百分点。其中财务费用为6.7亿元, 同比减少26.6%, 主要是由于公司供股募集港币资金83.1亿元, 公司外币敞口由净外币负债转为净外币资产, 在人民币贬值的情况下, 汇兑收益约1.8亿元, 2022年为汇兑亏损约1.8亿元, 同比减少财务费用3.6亿元。截至2023年末, 公司预收款项合计为877亿元, 同比增长17.7%, 预收款项/营业收入的比例为1.09X, 同比提升0.06X。
- **公司财务稳健, 现金充裕, 紧抓销售回款的同时, 融资畅通, 融资成本处于行业较低水平。**1) 在手资金充裕, 截至2023年末, 公司货币资金293亿元, 同比增长34.0%。一方面, 公司全力促销售回款, 2023年销售回款率达83%, 实现了经营性现金净流入, 另一方面, 多元化拓展融资渠道。2) 公司境内外融资渠道畅通多元, 债务结构和资金成本持续优化。2023年公司加权融资成本3.82%, 同比下降34BP; 年末融资成本进一步降至2.63%, 2023年境内成功发行公司债券69亿元, 加权平均利率3.37%, 境外发行自贸区债34亿元, 加权平均利率3.92%, 境外发行首单12.1亿元点心债, 票面利率为4%。截至2023年末, 公司有息负债1043.7亿元, 同比增长14.2%, 其中一年内到期的有息负债占比22.0%, 维持低位; 年末公司剔除预收账款的资产负债率67.4%, 同比下降1.4个百分点; 净负债率73.5%, 同比下降8.6个百分点; 现金短债比为1.27X, 同比提升0.11X, “三道红线”持续保持绿档。
- **公司抓住窗口期完成供股, 随着供股资金的补充, 公司有望加大核心区域拿地力度。**2023年6月公司完成供股融资, 按每100股供股30股, 供股价每股9元, 供股9.29亿股, 供股数占已发行股份总数约30%, 及供股后股份总数约23.08%, 募资净额约为83亿港元, 供股获1.15倍超额认购。募资完成后, 母公司越秀集团持股比例由39.78%上升至43.39%, 第二大股东广州地铁集团持股比例为19.90%, 保持不变。公司称拟将所得款项净额用于大湾区、华东地区核心城市和其他重点省会城市的进一步投资, 并用作营运资金。
- **公司超额完成2023年销售目标, 保持大湾区、广州领先地位的同时, 在上海、北京取得突破。**2023年公司实现销售额1420.3亿元, 同比增长13.6%, 销售排名第12名, 较2022年提升了4名, 完成了全年销售目标(1320亿元)的107.6%; 销售面积445.1万平, 同比增长7.5%; 销售均价3191元/平, 同比增长5.7%。公司持续巩固在大湾区市场领先和广州市市场份额第一的地位, 2023年大湾区实现销售金额716.0亿元, 同比增长20.0%, 占公司销售金额的50.4%, 其中在广州实现销售金额613.2亿元, 同比增长15.3%, 约占整体销售金额的43.2%, 连续三年蝉联广州销售第一, 市占率高达17.2%。公司在其他区域的市场地位也持续提升。公司战略深耕上海、北京取得明显成效, 2023年分别实现销售金额135.2、79.3亿元。2024年1-2月销售金额103.6亿元, 同比下降54.1%, 销售面积37.4万平, 同比下降41.8%, 销售均价27740元/平, 同比下降21.1%。根据公司业绩会, 公司可售资源2700亿元, 去化率目标为55%, 2024年销售目标为1470亿元, 同比预计增长3.5%。
- **非公开市场拿地优势突出, 拿地聚焦核心一二线城市。**2023年公司通过“6+1”多元化增储模式于11个城市(北京、上海、广州、福州、南京、武汉、合肥、青岛、成都、西安)新增28幅土地, 共新增土地储备491万平, 同比下降29.4%, 全部位于一线和重点二线城市, 其中在北京共获取三幅优质地块, 新增土储43万平, 在上海获取三幅优质地块, 新增土储15万平, 并于上海获得了首个城市更新项目。根据克而瑞, 2023年公司拿地金额453亿元, 同比下降13.7%, 拿地强度31.9%, 同比下降10个百分点。2023年公司通过招拍挂、TOD、国企合作、产业勾地方式拿地分别占比48%、10%、19%和23%, 非公开市场拿地优势突出。2024年1-2月公司在合肥拿地一宗, 建面11.4万平, 权益拿地金额14.09亿元。截至2023年末, 公司总土地储备2567万平, 同比下降9.8%, 分布于全国29个城市, 土储结构和区域布局持续优化, 其中大湾区占比约41.9%, 华东地区占比19.1%, 中西部地区占比28.9%, 北方地区占比10.1%; 95%的土地储备位于一线和重点二线城市。
- **持续深化TOD业务全国化布局。**2023年在杭州新增呈桥TOD项目, 总建面48万平, 标志着公司与杭州地铁在TOD项目方面合作进一步深化。截至2023年末, 公司在广州和杭州共开发9个TOD项目, TOD项目总土地储备约331万平, 占公司总土地储备的12.9%。2023年TOD项目实现销售金额273.7亿元, 同比增长23.9%。
- **公司已售未结资源丰富。**工程进度方面, 公司2023年新开工面积447.4万平, 同比下降47.9%, 仅完成全年计划的51.2%; 竣工面积768.1万平, 同比增长37.9%, 完成全年计划的102.0%。2024年公司计划新开工406.2万平, 计划竣工779.3万平, 按照该计划, 新开工增速预计为-9.2%, 竣工增速预计为1.5%。截至2023年末, 公司已售未结资源1992.8亿元, 较年初增长11.3%, 已售未结面积542万平, 较年初下降5.8%, 均价为3.68万元/平, 较年初提升18.3%。
- **公司坚持“商住并举”战略。**2023年公司直接持有的商业物业实现租赁收入4.9亿元, 同比增长49.7%; 公司持有37.9%股权的房产基金实现收入20.9亿元, 同比增长11.4%。其中, 写字楼业态实现租赁收入12.0亿元, 同比下降6.3%; 零售商场经营稳步恢复。2023年公司持股66.9%的越秀服务实现营收32.2亿元, 同比增长29.7%; 实现归母净利润4.9亿元, 同比增长17.0%; 越秀服务的管理规模稳步提升, 合约面积达8345万平, 同比增长18.2%, 在管面积6521万平, 同比增长26.2%。

投资建议与盈利预测:

- 公司背靠广州国资委与广州地铁集团两大国资, 一方面, 凭借坚实的股东信用背书, 自身稳健经营, 融资渠道畅通, 融资成本实现连续; 另一方面, 公司销售增速在行业内名列前茅, 销售规模排名也不断提升, 此外, 凭借广州地铁集团背景优势, 持续深化TOD业务, 在广州率先形成垄断优势, 在杭州也有所突破, 有望逐步复制到其他城市。公司具备较低的融资成本与独特的产业资源优势, 是公司进行多元分储, 实现弯道超车的基础。考虑到当前行业销售持续低迷, 且根据年报最新情况, 2023年公司结算利润率与业绩下滑幅度超出我们此前的判断, 我们下调2024-2025年盈利预测, 我们预计公司2024-2026年营业收入分别为868/910/981亿元, 同比增速分别为8%/5%/8%; 归母净利润分别为34/36/41亿元, 同比增速分别为8%/6%/12%; 对应EPS分别为0.85/0.90/1.01元。当前股价对应的PE分别为4.7X/4.4X/3.9X。不过考虑到公司销售投资具备一定韧性, 已售未结资源丰富, 未来业绩保障程度较高, 我们维持买入评级。

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入 (人民币 百万)	72415.64	80222.01	86783.18	91005.46	98116.10
变动 (%)	26.21	10.78	8.18	4.87	7.81
归母净利润 (人民币 百万)	3953.35	3185.09	3429.23	3635.01	4066.05
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.98	0.79	0.85	0.90	1.01
变动 (%)	10.15	-19.43	7.67	6.00	11.86
原先预测摊薄每股收益 (人民币)			1.31	1.50	
调整幅度 (%)			(35.00)	(39.91)	
全面摊薄市盈率(倍)	4.04	5.01	4.65	4.39	3.93

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

附录：

图表 1. 2023 年越秀地产营业收入 802.02 亿元，同比增长 10.8%



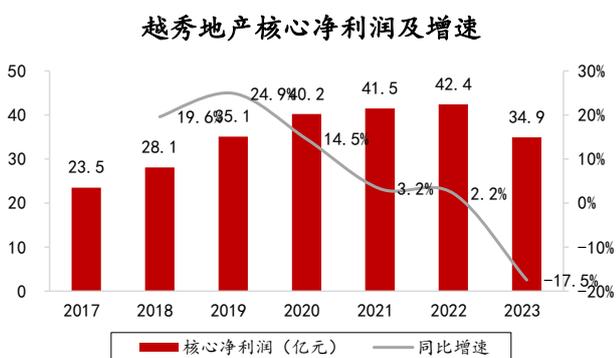
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 2023 年越秀地产归母净利润 31.9 亿元，同比减少 19.4%



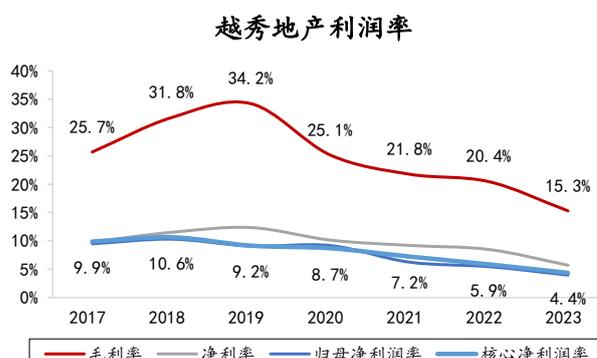
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 2023 年越秀地产核心净利润 34.9 亿元，同比减少 17.5%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 2023 年越秀地产毛利率、净利率、归母净利润率、核心净利润率分别为 15.3%、5.7%、4.0%、4.4%



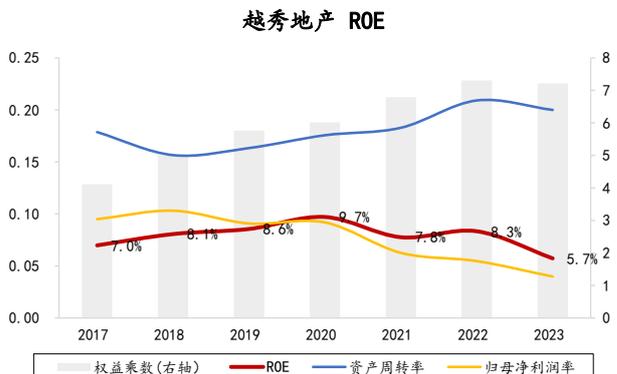
资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 2023 年越秀地产三费率仅为 6.1%



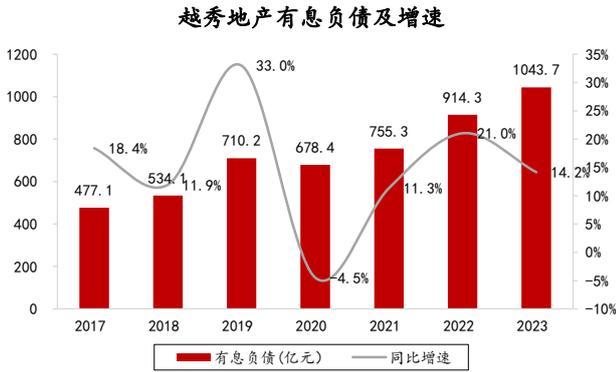
资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 2023 年越秀地产年化后的 ROE 为 5.7%，同比下降 2.6 个百分点



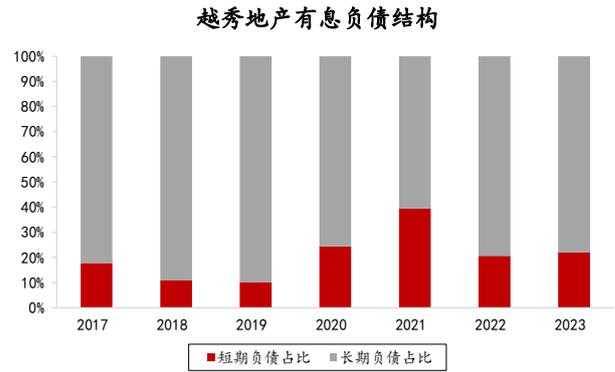
资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 截至 2023 年末，越秀地产有息负债 1043.7 亿元，同比增长 14.2%



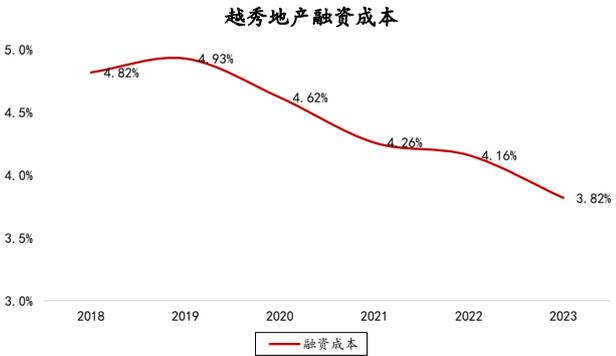
资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 截至 2023 年末，越秀地产短期有息负债占比为 22.0%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 9. 2023 年越秀地产融资成本降至 3.82%



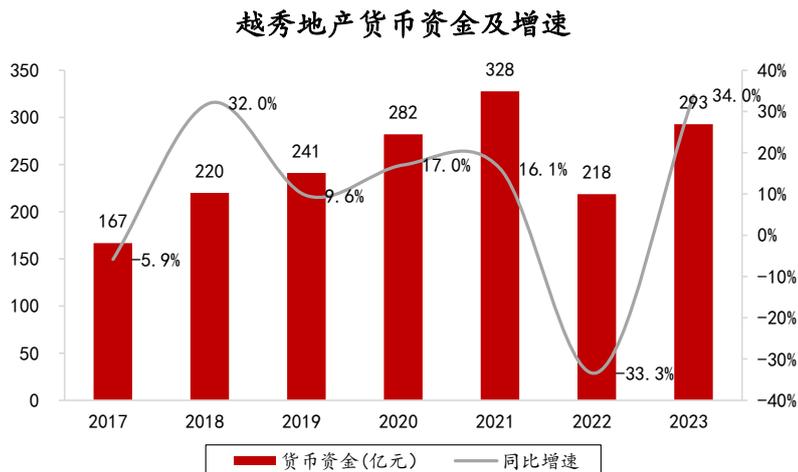
资料来源：公司公告，中银证券

图表 10. 截至 2023 年末，公司剔除预收账款的资产负债率 67.4%，净负债率 73.5%，现金短债比为 1.27X



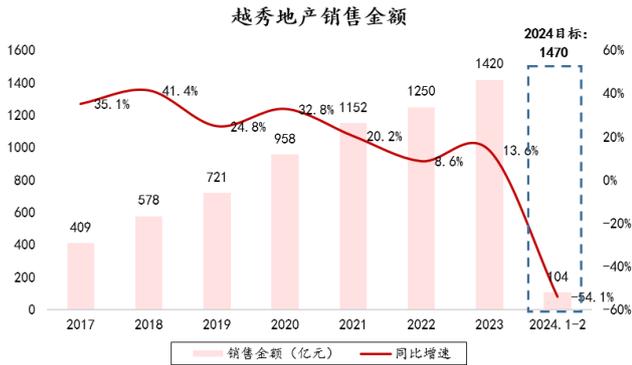
资料来源：公司公告，中银证券

图表 11. 截至 2023 年末，越秀地产货币资金 293 亿元，同比增长 34.0%



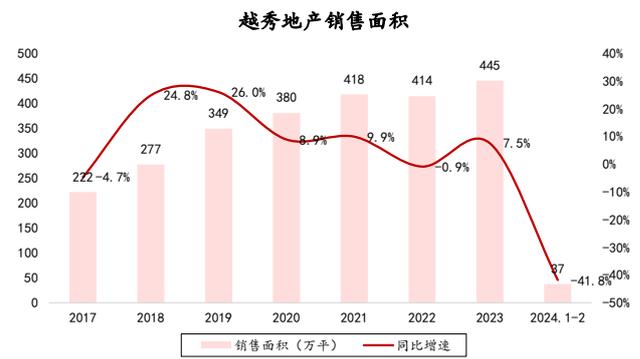
资料来源：公司年报，中银证券

图表 12. 2023 年越秀地产实现销售额 1420 亿元，同比增长 13.6%



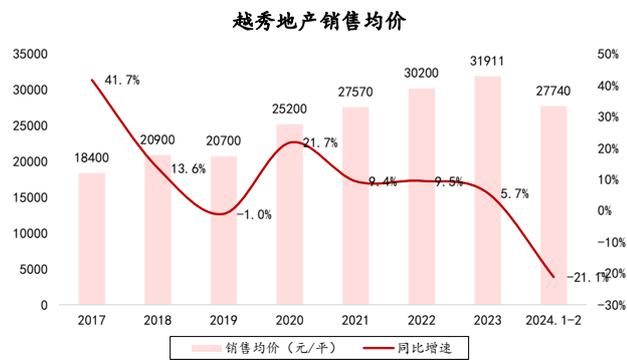
资料来源：公司公告，中银证券

图表 13. 2023 年越秀地产实现销售面积 445 万平，同比增长 7.5%



资料来源：公司公告，中银证券

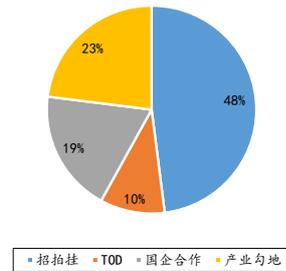
图表 14. 2023 年越秀地产销售均价 2.77 万元/平，同比减少 21.1%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 15. 2023 年新增土储中招拍挂、合作、收购、勾地方式拿地分别占比 48%、10%、19%、23%

2023 年越秀地产新增土地获得方式占比 (按建面)



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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	72501.72	80352.72	86920.42	91149.57	98267.41
主营业务收入	72415.64	80222.01	86783.18	91005.46	98116.10
营业成本	57610.03	67964.38	73939.27	77172.63	82809.98
经营费用	3810.58	4249.91	4421.70	4735.64	5071.87
息税折旧前利润	11508.13	8658.94	9079.97	9724.32	10832.62
折旧及摊销	427.02	0.00	520.51	483.02	447.07
经营利润(息税前利润)	11081.12	8658.94	8559.45	9241.29	10385.55
净利息收入/(费用)	-96.91	118.64	-383.42	-435.42	-487.65
其他收益/(损失)	-104.31	-70.72	-87.51	-79.12	-83.31
税前利润	10829.63	7720.64	9255.69	9811.10	10974.50
所得税	4692.27	3145.59	3979.95	4218.77	4719.04
净利润	6137.37	4575.05	5275.75	5592.33	6255.47
少数股东损益	2184.02	1389.96	1846.51	1957.31	2189.41
归母净利润	3953.35	3185.09	3429.23	3635.01	4066.05
每股收益(人民币)	0.98	0.79	0.85	0.90	1.01
每股股息(人民币)	0.57	0.34	0.34	0.34	0.34
收入增长(%)	26.21%	10.78%	8.18%	4.87%	7.81%
息税前利润增长(%)	19.99%	-26.56%	5.17%	7.97%	12.38%
息税折旧前利润增长(%)	20.15%	-24.76%	4.86%	7.10%	11.40%
净利润增长(%)	16.38%	-25.46%	15.32%	6.00%	11.86%
归母净利润增长(%)	10.15%	-19.43%	7.67%	6.00%	11.86%

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
盈利能力					
息税折旧前利润率	15.87%	10.78%	10.45%	10.67%	11.02%
息税前利润率	15.28%	10.78%	9.85%	10.14%	10.57%
税前利润率	14.94%	9.61%	10.65%	10.76%	11.17%
净利率	5.45%	3.96%	3.95%	3.99%	4.14%
流动性					
流动比率(倍)	1.59	1.61	1.65	1.71	1.74
利息覆盖率(倍)	-114.35	72.99	-22.32	-21.22	-21.30
净权益负债率	82.06%	73.48%	71.18%	72.11%	71.67%
速动比率(倍)	41.58%	47.23%	46.59%	46.84%	49.27%
估值					
市盈率(倍)	4.04	5.01	4.65	4.39	3.93
周转率					
存货周转天数	1310.67	1265.69	1192.28	1157.85	1091.57
应收账款周转天数	2.83	3.79	1.59	2.41	2.29
应付账款周转天数	10.26	7.05	9.47	8.70	8.28
回报率					
净资产收益率	8.34%	5.73%	5.81%	5.80%	6.09%

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	21846.43	29265.25	25764.06	21346.26	17987.72
应收账款	569.69	846.31	383.96	609.51	626.11
存货	209744.09	238948.72	244878.03	248206.88	251091.02
其他流动资产	14352.51	17954.36	16711.61	18643.14	20317.65
流动资产总计	283974.07	338164.36	340990.54	342130.67	350075.31
固定资产	13426.11	11541.56	10687.90	9868.38	9081.65
无形资产	1387.52	1337.02	1270.17	1206.66	1146.33
其他非流动资产	6835.39	3474.68	3822.15	4204.36	4624.80
非流动资产合计	62377.91	63014.37	62641.32	62340.51	62113.88
总资产	346351.98	401178.73	403631.86	404471.18	412189.19
应付账款	1641.77	1330.81	1945.83	1864.69	1904.33
短期债务	18873.27	22975.87	20678.28	21091.85	21513.68
其他流动负债	144035.09	178262.97	180509.02	182010.92	186420.58
流动负债总计	178509.59	210086.54	206315.08	200538.36	200894.80
长期借款	72554.09	81395.03	81595.03	81795.03	81995.03
其他长期负债	10495.55	7488.38	8237.22	9060.94	9967.03
股本	18035.02	25545.01	25545.01	25545.01	25545.01
储备	30371.34	30083.90	33513.13	37148.15	41214.20
股东权益	84792.74	102208.78	107484.53	113076.85	119332.32
少数股东权益	37363.12	46579.88	48426.39	50383.70	52573.11
总负债及权益	346351.98	401178.73	403631.86	404471.18	412189.19
每股净资产(人民币)	2106.45	2539.10	2670.16	2809.09	2964.49

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