

600383.SH

中性

原评级：买入

市场价格：人民币 3.21

板块评级：强于大市

金地集团

营收业绩齐下滑，短期现金流承压

摘要：金地集团公布 2023 年年报。公司 2023 年实现营业总收入 981.3 亿元，同比下降 18.4%；归母净利润 8.9 亿元，同比下降 85.5%。公司拟每 10 股派发现金股息 0.197 元（含税），分红率为 10.0%。

■ **公司营收自 2018 年来首次出现同比负增长，短期业绩持续承压。**2023 年公司总营收同比下降 18.4%，受制于前期销售下滑，公司结算节奏放缓。2023 年房地产项目结算面积为 486 万平，同比下降 21.1%。归母净利润同比大幅下降 85.5%，是受到市场下行影响，多方面的因素叠加所致：1) 结算的房地产项目毛利水平下降。2) 2023 年公司投资收益 19.6 亿元，同比下降 50.8%。2) 公司为加快销售及现金回笼，根据市场情况动态调整经营及销售策略，销售费用达 29.7 亿元，同比增长 5.1%。3) 财务费用因利息收入减少，同比增长 32.9% 至 11.2 亿元。3) 公允价值变动收益为 4.0 亿元，同比下降 69.9%，主要是因为投资性房地产公允价值变动减少。4) 少数股东损益的降幅明显小于净利润降幅，导致了归母股东损益降幅明显大于营收降幅。不过，2023 年公司资产减值损失从 2022 年的 36.9 亿元下降至 24.2 亿元。公司短期业绩保障程度持续承压，2023 年末公司预收账款 661 亿元，同比下降 14.3%，预收账款/营业收入为 0.67X。

■ **公司盈利能力显著承压。**2023 年公司整体毛利率、净利率、归母净利润率分别为 17.4%、3.3%、0.9%，同比分别下降 3.3、4.4、4.2 个百分点。受到利润率下行以及总资产规模减少、权益乘数下降的影响，公司 ROE 同比下降了 8.0 个百分点至 1.4%。毛利率下滑主要是因为房地产业务毛利率率同比下降 3.8 个百分点至 16.16%，物业管理业务毛利率率同比下降 1.5 个百分点至 7.64%。三项费用率同比提升了 1.6 个百分点至 8.9%。公司少数股东损益 23.1 亿元，同比虽然下降了 24.6%，但少数股东损益占净利润的比重从 2022 年的 33.4% 大幅提升至 2023 年的 72.2%，这与公司本年产生结转利润的项目中合作项目占比较高。

■ **公司有息负债规模下降，但短期负债占比提升。**截至 2023 年末，公司有息负债 919.1 亿元，同比下降 20.2%，其中，银行借款占比 75.5%，公开市场融资占比 24.5%。2023 年平均融资成本为 4.36%，同比下降 0.17 个百分点。公司短期负债占全部有息负债比重为 44.4%，同比提升 8.5 个百分点。截至 2023 年末，公司获得各银行金融机构授信总额 2524 亿元，尚有 67% 的额度未使用。年末公司剔除预收账款后的资产负债率为 61.3%，同比下降 4.0 个百分点，净负债率为 53.2%，同比提升 1.0 个百分点，现金短债比 0.73X，同比下降 0.59X。

■ **公司短期现金流承压。**截至 2023 年末，公司合并报表中货币资金 297.4 亿元，同比下降 45.4%，其中受限资金为 10.8 亿元，占比 3.6%。2023 年经营性现金净流入 21.9 亿元，同比下降 89.0%，主要是因为销售减少，销售商品、提供劳务收到的现金同比下降 12.8% 至 674 亿元；同时，筹资性现金净流出 312.2 亿元（2022 年净流出 277.4 亿元），主要是因为取得借款减少及偿还债务增加。

■ **2023 年公司实现合同销售金额 1536 亿元，销售面积 877 万平，同比分别下降 30.8% 和 14.0%；销售均价约 17509 元/平，同比下降 19.5%；市占率（公司销售金额/全国商品房销售金额）为 1.3%，市占率同比下降了 0.5 个百分点。全口径销售金额排名第 10，较 2022 年下降了 3 个名次。2024 年 1-3 月实现签约销售金额 167 亿元，销售面积 98 万平，同比分别下降 62.1% 和 59.5%，销售排名第 14 位，销售均价 17002 元/平，同比下降 6.4%。**

■ **公司近两年来拿地持续大幅收缩，土储权益比不足 50%；但坚持深耕高能级城市，量入为出优化配置投资。**2023 年公司在上海、深圳、杭州、南京、西安、太原、东莞等城市共新增土地储备约 95 万平，同比下降 62%；拿地总金额 125 亿元，同比下降 66%；楼面均价 13158 元/平，同比下降 11%；拿地强度（拿地金额/销售金额）为 8%，较 2022 年下降 9 个百分点。截至 2023 年年末，公司总土地储备约 4100 万平，同比下降 20.9%，权益土地储备约 1800 万平，土储权益比例仅为 44%，其中，一、二线城市占比约 73%，一二线城市占比比较 2022 年末提升 2 个百分点。

■ **公司近两年来的投资与销售收缩，使得当前开工与结算均走弱。**2023 年公司新开工面积 313 万平，同比下降 40.0%，仅完成了本年新开工计划（435 万平）的 72%；2023 年公司竣工面积 1343 万平，同比下降 5.3%，实际竣工略低于计划（1353 万平）。2024 年公司计划新开工面积 183 万平，竣工面积 1074 万平。2023 年公司房地产项目结算面积 486 万平，同比下降 21.1%；结算收入 855 亿元，同比下降 21.7%；结算均价为 1.76 万元/平，同比下降 0.7%。

投资建议与盈利预测：

■ 2022 年以来，公司销售和规模均大幅缩减，或影响到后期公司结转规模和进度，我们预计短期内公司结算收入与业绩仍然承压。此外，公司合并报表中的在手现金接近腰斩，短期负债占比走高，现金短债比不足 1.0X，现阶段公司仍面临不小的资金压力，需要持续关注公司后续销售回款以及增量融资落地的情况。考虑到当前行业销售持续低迷，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 872 / 753 / 667 亿元，同比增速分别为 -11% / -14% / -12%；归母净利润分别为 7.2 / 5.6 / 4.5 亿元，同比增速分别为 -19% / -22% / -20%；对应 EPS 分别为 0.16 / 0.12 / 0.10 元。当前股价对应的 PE 分别为 20.1X / 25.9X / 32.5X。我们下调公司评级至 **中性** 评级。

评级面临的主要风险：

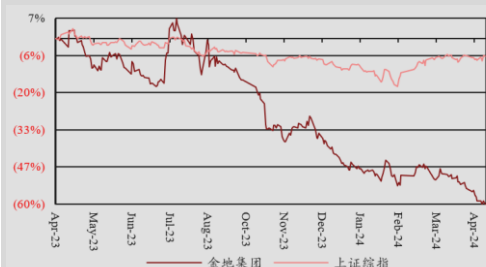
■ 销售与结算不及预期；拿地不及预期；毛利率下滑幅度超出预期；增量融资落地不及预期；债务偿付不及预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	120,035	98,008	87,166	75,279	66,659
增长率(%)	21.3	(18.4)	(11.1)	(13.6)	(11.5)
归母净利润(人民币 百万)	6,107	888	721	560	446
增长率(%)	(35.1)	(85.5)	(18.8)	(22.3)	(20.4)
最新预测摊薄每股收益(人民币)	1.35	0.20	0.16	0.12	0.10
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.55	1.68	-
调整幅度(%)			(89.70)	(92.61)	-
市盈率(倍)	2.4	16.3	20.1	25.9	32.5
市净率(倍)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

资料来源：公司公告，中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(24.3)	(19.8)	(21.1)	(62.3)
相对上证综指	(27.8)	(19.8)	(29.4)	(53.2)

发行股数(百万)	4,514.58
流通股(百万)	4,514.58
总市值(人民币 百万)	14,491.81
3个月日均交易额(人民币 百万)	343.34
主要股东	
富德生命人寿保险股份有限公司-万能	21.69
H	

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2024 年 4 月 19 日收市价为标准

相关研究报告

《金地集团：业绩短期承压，地产业务盈利能力有所改善》20230428

《金地集团：增长与稳健并重，高能级城市布局与融资优势赋予更多成长空间》20220506

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

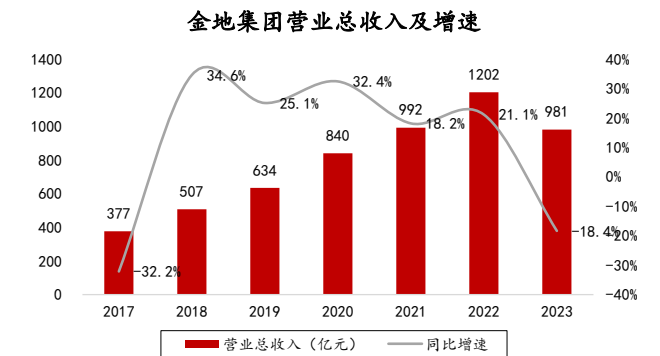
证券分析师：许佳璐

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

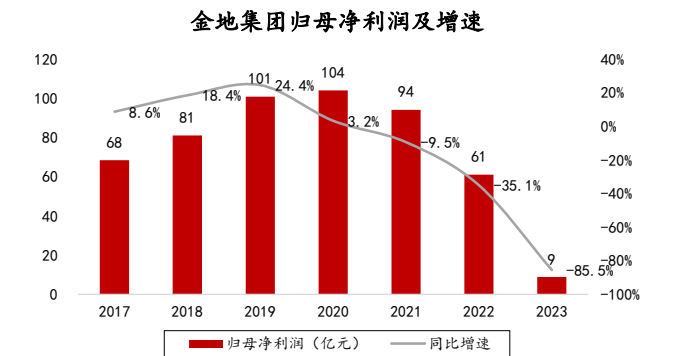
附录：

图表 1. 2023 年金地集团实现营业总收入 981 亿元，同比下降 18.4%



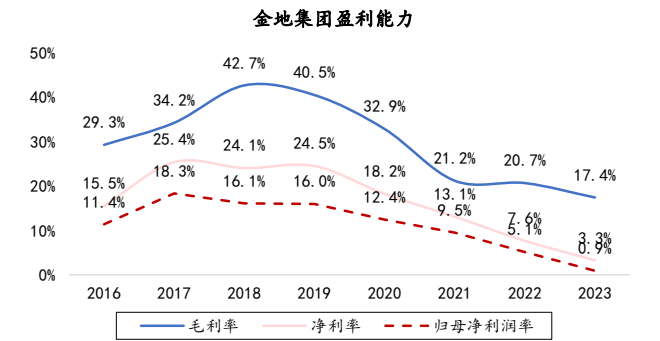
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 2023 年金地集团实现归母净利润 8.9 亿元，同比下降 85.5%



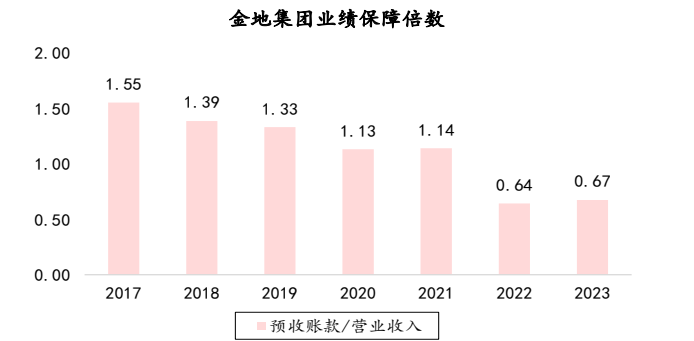
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 2023 年金地集团毛利率、净利率、归母净利率分别为 17.4%、3.3%、0.9%



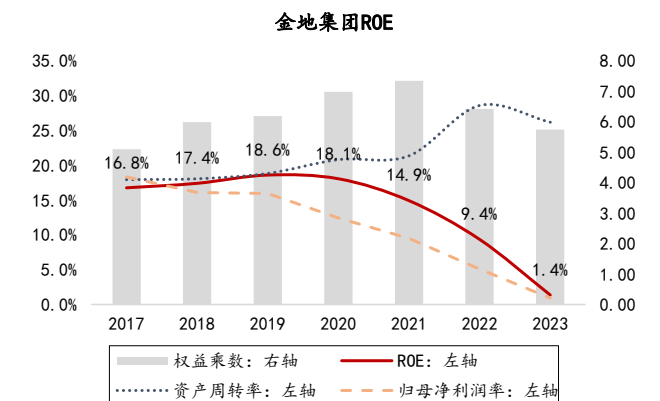
资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 2023 年金地集团业绩保障倍数为 0.67X



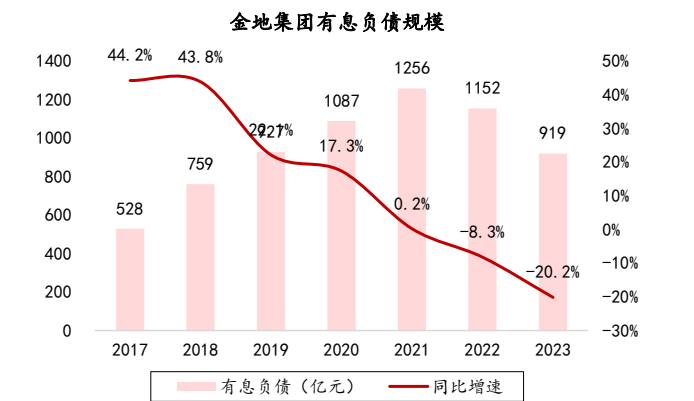
资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 2023 年金地集团 ROE 为 1.4%



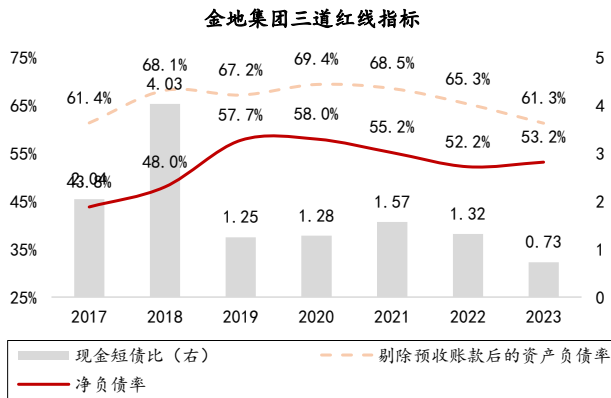
资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 2023 年末金地集团有息负债规模 919 亿元，同比下降 20.2%



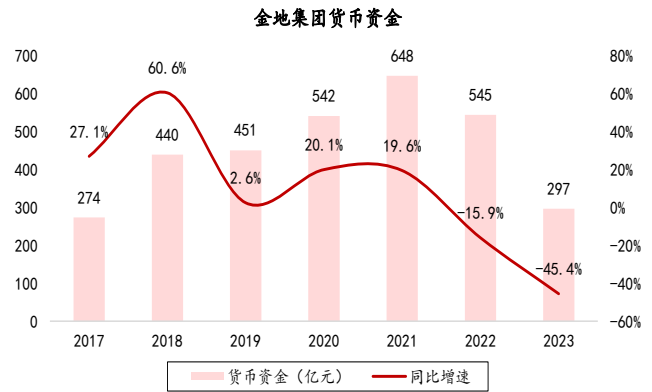
资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 2023 年金地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 61.3%、53.2% 和 0.73X



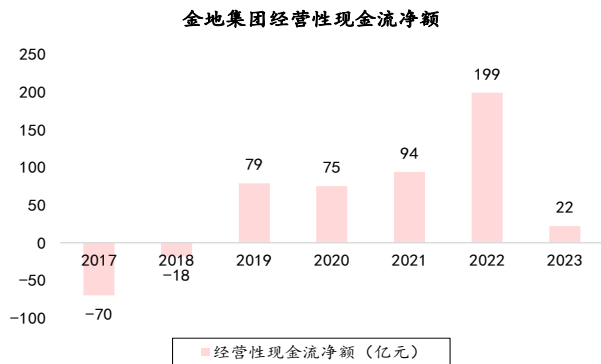
资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 截至 2023 年末，金地集团货币资金 297 亿元，同比下降 45.4%



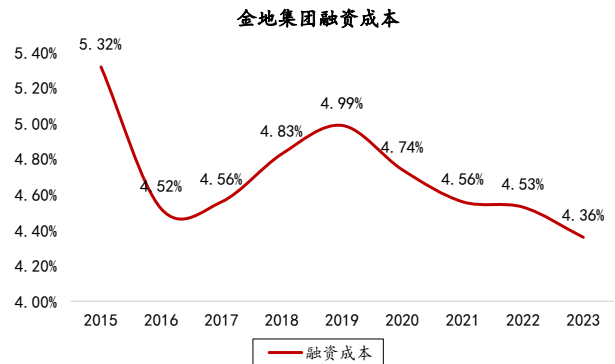
资料来源：公司公告，中银证券

图表 9. 2023 年金地集团经营性现金流净额为 22 亿元



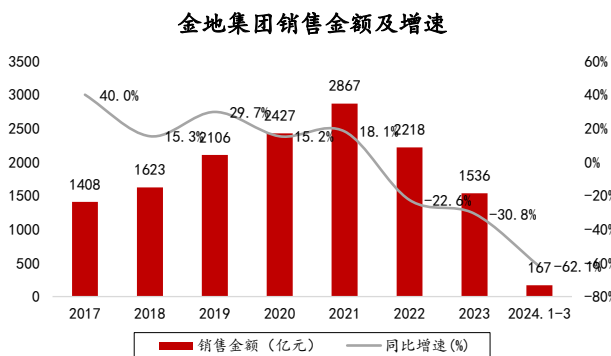
资料来源：公司公告，中银证券

图表 10. 2023 年金地集团融资成本 4.36%



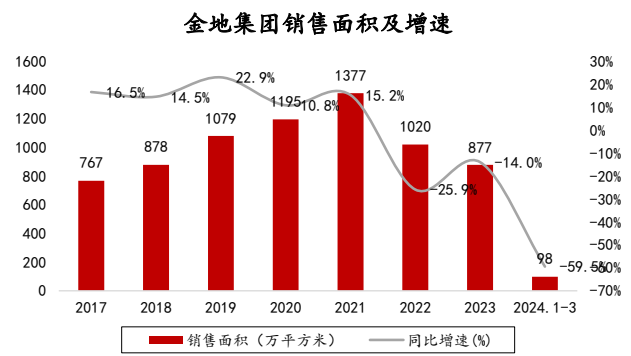
资料来源：公司公告，中银证券

图表 11. 2023 年金地集团销售金额 1536 亿元，同比下降 30.8%



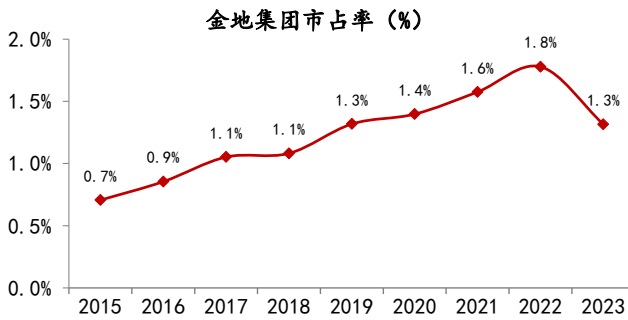
资料来源：公司公告，中银证券

图表 12. 2023 年金地集团销售面积 877 万平，同比下降 14.0%



资料来源：公司公告，中银证券

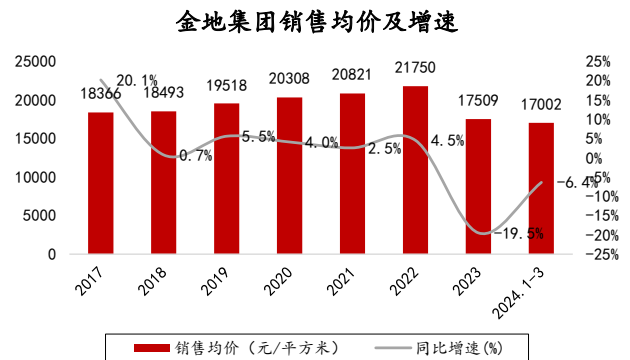
图表 13. 2023 年金地集团市占率回落至 1.3%



资料来源：公司公告，国家统计局，中银证券

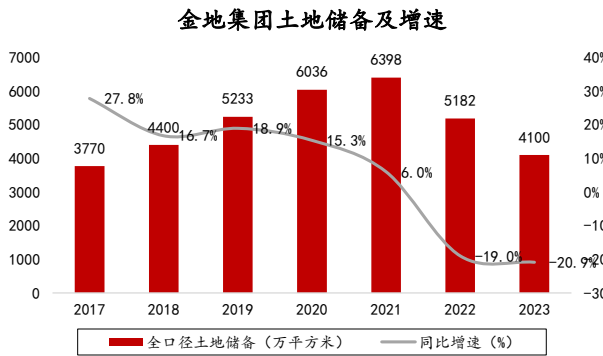
数据说明：金地集团市占率=金地集团销售额/全国商品房销售金额

图表 14. 2023 年金地集团销售均价 17509 元/平，同比下降 19.5%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 15. 截至 2023 年末，金地集团土地储备 4100 万平，同比下降 21%



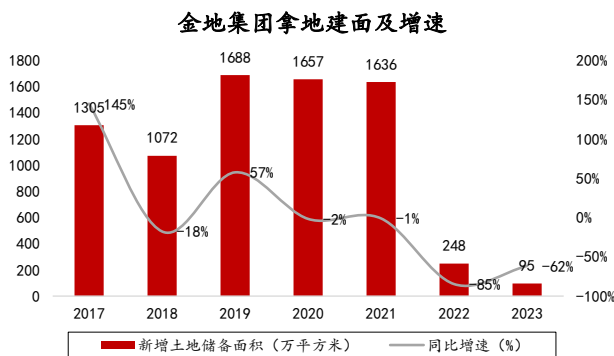
资料来源：公司公告，中银证券

图表 16. 2023 年金地集团拿地金额 125 亿元，同比下降 66%



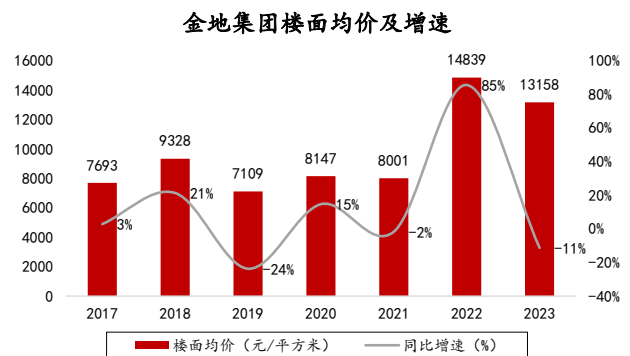
资料来源：公司公告，中银证券

图表 17. 2023 年金地集团拿地建面 95 万平，同比下降 62%



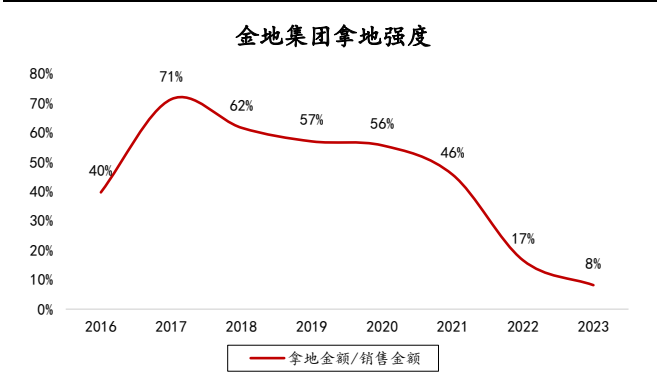
资料来源：公司公告，中银证券

图表 18. 2023 年金地集团楼面均价 1.32 万元/平，同比下降 11%



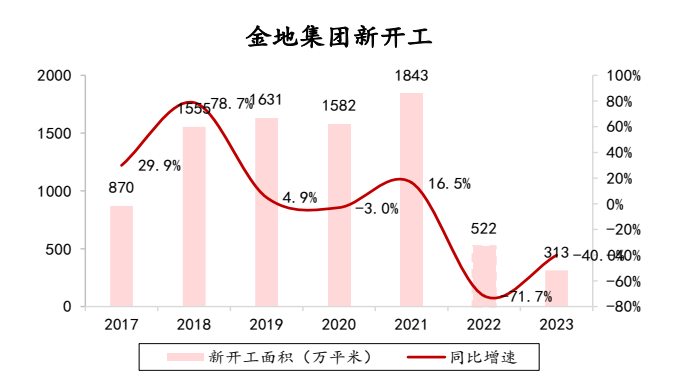
资料来源：公司公告，中银证券

图表 19. 2023 年金地集团拿地强度为 8%



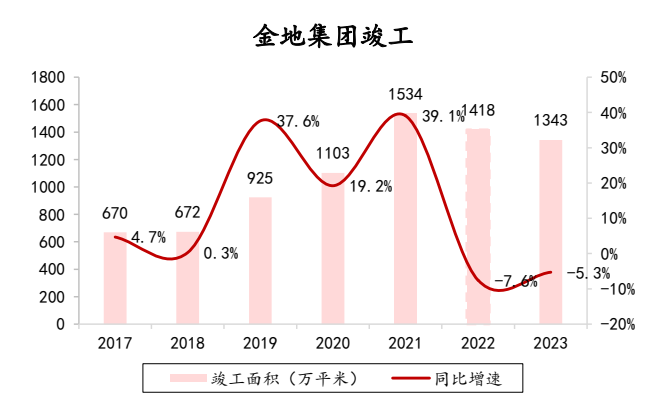
资料来源：公司公告，中银证券

图表 20. 2023 年金地集团新开工面积 313 万平，同比下降 40%



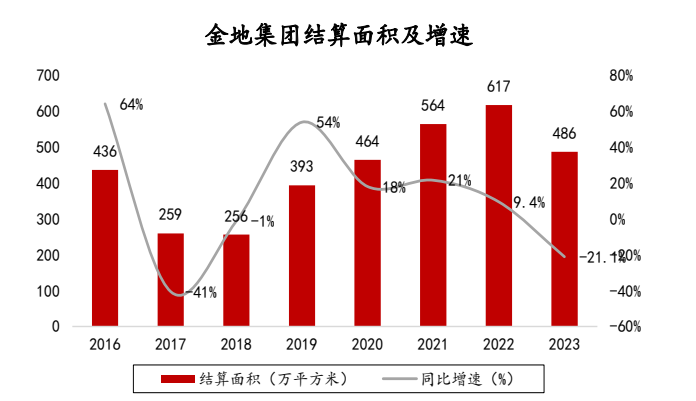
资料来源：公司公告，中银证券

图表 21. 2023 年金地集团竣工面积 1343 万平，同比下降 5%



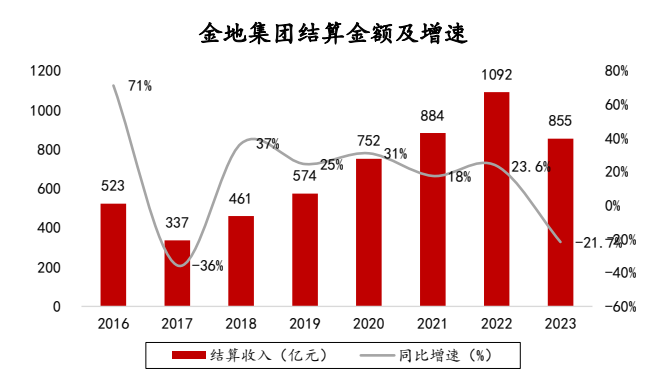
资料来源：公司公告，中银证券

图表 22. 2023 年金地集团结算面积 486 万平，同比下降 21.1%



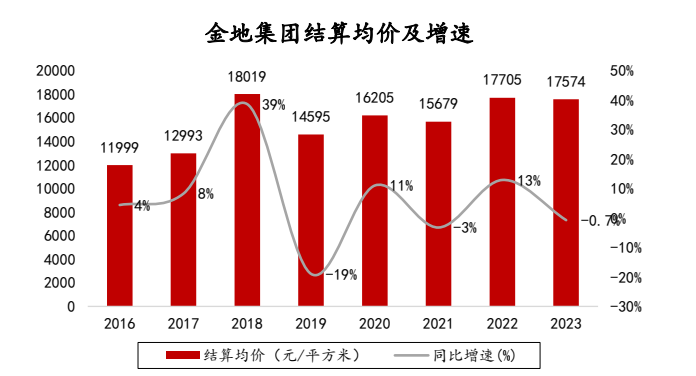
资料来源：公司公告，中银证券

图表 23. 2023 年金地集团结算金额 855 亿元，同比下降 21.7%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 24. 2022 年金地集团结算均价 1.76 万元/平，同比下降 0.7%



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	120,208	98,125	87,284	75,397	66,777
营业收入	120,035	98,008	87,166	75,279	66,659
营业成本	95,239	80,948	73,126	64,543	58,119
营业税金及附加	3,850	1,507	1,340	1,157	1,025
销售费用	2,830	2,974	2,978	2,279	2,208
管理费用	5,054	4,605	4,612	3,529	3,420
研发费用	185	125	111	96	85
财务费用	846	1,124	1,137	809	466
其他收益	137	100	105	116	127
资产减值损失	(3,690)	(2,423)	(1,938)	(1,551)	(1,085)
信用减值损失	(1,035)	(943)	(1,037)	(933)	(840)
资产处置收益	58	5	6	7	8
公允价值变动收益	1,314	395	1,156	955	835
投资收益	3,974	1,956	2,152	2,367	2,604
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	12,961	5,933	4,423	3,945	3,102
营业外收入	91	220	232	243	255
营业外支出	(27)	84	89	93	98
利润总额	13,080	6,069	4,566	4,095	3,260
所得税	3,913	2,874	2,162	1,939	1,544
净利润	9,166	3,195	2,404	2,156	1,716
少数股东损益	3,059	2,307	1,683	1,595	1,270
归母净利润	6,107	888	721	560	446
EBITDA	8,750	5,075	2,648	1,850	388
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.35	0.20	0.16	0.12	0.10

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
流动资产	313,984	272,264	222,935	229,002	208,771
现金及等价物	54,507	29,738	54,744	67,647	93,433
应收账款	1,539	1,629	1,188	1,245	910
应收票据	3	1	2	0	2
存货	151,004	132,912	84,435	80,509	55,103
预付账款	1,585	1,497	1,144	1,097	840
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	105,347	106,487	81,422	78,504	58,484
非流动资产	105,399	101,583	95,306	88,503	81,230
长期投资	68,845	63,697	57,711	51,125	43,882
固定资产	1,336	734	771	833	893
无形资产	29	20	23	40	68
其他长期资产	35,189	37,132	36,801	36,504	36,387
资产合计	419,383	373,847	318,241	317,505	290,001
流动负债	221,183	198,716	144,597	140,379	109,364
短期借款	2,906	534	641	705	775
应付账款	33,629	28,569	20,182	19,261	14,642
其他流动负债	184,648	169,613	123,774	120,414	93,946
非流动负债	81,944	58,230	54,347	55,665	57,438
长期借款	51,532	48,343	43,509	44,379	45,266
其他长期负债	30,412	9,887	10,838	11,287	12,171
负债合计	303,126	256,946	198,944	196,045	166,801
股本	4,515	4,515	4,515	4,515	4,515
少数股东权益	51,027	51,841	53,524	55,119	56,389
归属母公司股东权益	65,230	65,060	65,773	66,341	66,811
负债和股东权益合计	419,383	373,847	318,241	317,505	290,001

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	9,166	3,195	2,404	2,156	1,716
折旧摊销	599	591	624	659	511
营运资金变动	2,857	(4,814)	20,945	2,136	15,139
其他	7,285	3,221	(1,816)	(2,716)	(2,900)
经营活动现金流	19,907	2,193	22,157	2,235	14,466
资本支出	(695)	(594)	(405)	(405)	(500)
投资变动	(6,122)	3,525	7,142	7,540	8,079
其他	4,410	386	2,086	2,410	2,594
投资活动现金流	(2,407)	3,316	8,823	9,545	10,173
银行借款	6,186	(5,561)	(4,727)	934	958
股权融资	(18,255)	(6,162)	(8)	8	24
其他	(15,674)	(19,493)	(1,238)	181	165
筹资活动现金流	(27,744)	(31,215)	(5,973)	1,124	1,147
净现金流	(10,244)	(25,706)	25,007	12,903	25,785

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	21.3	(18.4)	(11.1)	(13.6)	(11.5)
营业利润增长率(%)	(19.3)	(54.2)	(25.5)	(10.8)	(21.4)
归属于母公司净利润增长率(%)	(35.1)	(85.5)	(18.8)	(22.3)	(20.4)
息税前利润增长(%)	11.5	(45.0)	(54.9)	(41.1)	(110.4)
息税折旧前利润增长(%)	11.6	(42.0)	(47.8)	(30.1)	(79.0)
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	(35.1)	(85.5)	(18.8)	(22.3)	(20.4)
获利能力					
息税前利润率(%)	6.8	4.6	2.3	1.6	(0.2)
营业利润率(%)	10.8	6.0	5.5	4.3	4.2
毛利率(%)	20.7	17.4	16.1	14.3	12.8
归母净利润率(%)	5.1	0.9	0.8	0.7	0.7
ROE(%)	9.4	1.4	1.1	0.8	0.7
ROIC(%)	2.9	1.3	0.7	0.4	(0.0)
偿债能力					
资产负债率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
净负债权益比	0.5	0.5	0.3	0.2	(0.0)
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.6	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2
应收账款周转率	104.4	61.9	61.9	61.9	61.9
应付账款周转率	3.3	3.2	3.6	3.8	3.9
费用率					
销售费用率(%)	2.4	3.0	3.4	3.0	3.3
管理费用率(%)	4.2	4.7	5.3	4.7	5.1
研发费用率(%)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
财务费用率(%)	0.7	1.1	1.3	1.1	0.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.4	0.2	0.2	0.1	0.1
每股经营现金流(最新摊薄)	4.4	0.5	4.9	0.5	3.2
每股净资产(最新摊薄)	14.4	14.4	14.6	14.7	14.8
每股股息	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	2.4	16.3	20.1	25.9	32.5
P/B(最新摊薄)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	14.5	16.1	18.1	24.5	77.0
价格/现金流(倍)	0.7	6.6	0.7	6.5	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任何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