

600048.SH

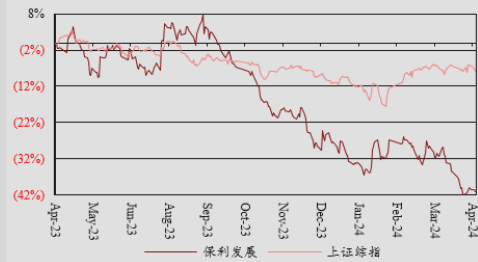
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 8.00

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	(15.2)	(14.6)	(10.9)	(43.3)
相对上证综指	(18.0)	(14.5)	(18.9)	(36.2)

发行股数 (百万)	11,970.44
流通股 (百万)	11,970.44
总市值 (人民币 百万)	95,763.55
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	1,045.97
主要股东	
保利南方集团有限公司	37.69

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2024 年 4 月 24 日收市价为标准

相关研究报告

《保利发展: 销售稳居行业第一, 融资渠道畅通》20240315

《保利发展: 业绩与利润率短期承压, 融资与资金优势显著——2022 年年报点评》20230401

《保利发展: 业绩与利润率短期承压, 融资与拿地优势凸显——2022 年三季报点评》20221030

《保利发展: 央企龙头具备穿越周期的战略定力, 多重优势奠定未来发展基石》20220208

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

保利发展

营收增长利润承压; 经营性现金流大幅改善

摘要: 保利发展公布 2023 年年报, 公司实现营业收入 3468.9 亿元, 同比增长 23.4%; 归母净利润 120.7 亿元, 同比下降 34.1%。公司拟每 10 股派发现金股息 4.1 元 (含税), 分红率为 42.4%。

■ 公司结算规模稳步增长; 受毛利率水平、投资收益规模下降、计提减值准备增加的影响, 公司业绩承压。2023 年公司营收同比增长 23.4%, 公司竣工和结转规模带动收入增长, 2023 年房地产项目结算面积 2482.2 万平, 同比增长 12.9%; 归母净利润同比下降 34.1%, 主要是因为前期低利润项目成为结转主力, 导致毛利率水平下降, 投资收益规模下降以及计提资产减值准备增加。1) 2023 年公司毛利率、净利率、归母净利率分别为 16.0%、5.2%、3.5%, 同比分别下降 6.0、4.5、3.0 个百分点, ROE 也因利润率下行同比下降了 3.2 个百分点至 6.1%。2) 2023 年公司投资收益 22.1 亿元, 同比下降 47.3%。3) 公司结合当前市场情况、出于谨慎原则, 对存货和长期股权投资计提减值 50.5 亿元, 同比增加 38.9 亿元。不过在行业利润率普遍下行的情况下, 公司业绩表现符合行业趋势。公司持续推进提质增效, 严格控制费用开支, 公司销售费用 88.8 亿元, 同比增长 17.9%; 管理费用 51.6 亿元, 同比增长 8.8%; 财务费用 43.9 亿元, 同比增长 19.1%; 2023 年三费率同比下降 0.4 个百分点至 5.3%。公司未来业绩保障程度仍然较高, 2023 年末公司预收账款 3780 亿元, 同比下降 8.4%, 预收账款/营业收入仍然高达 1.35X。

■ 2023 年资本市场表现持续低迷, 公司切实保障投资者权益, 实施回购方案, 推动大股东增持。1) 分红: 公司修订《2023-2025 年股东回报规划》, 将 2023 至 2025 年现金分红占当年归母净利润的比例提升至不少于 40%。2) 增持: 基于对公司未来发展的信心及长期投资价值的认可, 实际控制人保利集团计划自 2023 年 12 月 12 日起 12 个月内通过集中竞价交易方式增持公司股份, 增持总金额 2.5-5 亿元, 截至 2024 年 3 月 6 日, 保利集团已累计增持公司股份 2678.0 万股, 占公司总股本的 0.22%, 累计增持金额 2.5 亿元, 已达到增持计划金额的下限。3) 回购: 2023 年 12 月 13 日公司计划回购公司股份不超过 20 亿元且不低于 10 亿元, 回购价格不超过 15.19 元/股, 截至 2024 年 3 月 7 日, 公司回购期限届满, 公司累计回购股份 1.05 亿股, 占公司总股本的 0.88%, 回购均价 9.53 元/股, 支付资金总额 100 亿元, 已经达到回购方案计划金额下限。

■ 资产负债结构持续优化, 融资成本不断降低, 融资渠道畅通。2023 年末公司有息负债规模 3543 亿元, 同比下降 7.1%, 融资成本 3.56%, 同比下降 36BP, 一年内到期债务 737 亿元, 占比 20.8%, 同比下降 0.5 个百分点, 公司直接融资占比 16.3%, 仍有较大提升空间。2023 年新增融资 1371 亿元, 融资成本 3.14%, 其中三年期直接融资成本最低至 3.0%。截至 2023 年末, 公司剔除预收账款后的资产负债率为 68.2%, 同比下降 1.4 个百分点, 净负债率 61.2%, 同比下降 2.4 个百分点, 现金短债比 2.01X, 始终处于绿档。2024 年 1-3 月公司成功发行公开市场债券 208 亿元, 包括 50 亿元短期融资券、69 亿元中票、54 亿元公司债和 35 亿元的 ABS。

■ 公司注重开源节流, 持续强化经营现金流管理。截至 2023 年末, 公司持有现金 1480 亿元, 同比下降 16.2%, 2023 年公司在积极开源节流、保持生产经营平稳发展的基础上, 实现经营活动现金流量净额 139 亿元, 同比增长 87.7%, 连续 6 年为正。公司积极加快回笼, 盘活受限资金, 加强按揭和待收房款回收, 全年回笼金额 4304 亿元, 销售回笼率 102%, 其中当年销售回笼率 78.3%, 同比提升 11.2 个百分点。公司 2023 年末并表口径已售待回笼资金 966 亿元, 未来可动资金充裕。公司通过加速参股项目投资回笼、多种方式盘活预售监管资金、加快退税等, 累计增加可动资金 529 亿元。

■ 销售位居行业第一。2023 年公司实现销售金额 4222 亿元, 同比下降 7.7%, 位居行业第一; 实现销售面积 2386 万平, 同比下降 13.2%。城市深耕效果持续凸显。公司在确定性强的核心 38 城销售贡献近 9 成, 同比提升 2 个百分点。珠三角、长三角销售贡献分别超 1100 亿元和 1400 亿元, 其中广佛合计超 800 亿元、上海超 500 亿元, 深耕效果显著。市场占有率不断提升。公司 2023 年市占率 3.6%, 同比提升 0.2 个百分点, 其中, 核心 38 城市市占率达 6.8%, 同比提升 0.7 个百分点; 市占率超过 10% 的城市共 27 个, 单城市市占率不断突破提升。存量项目去化成效显著。公司加大 2022 年之前获取的存量项目去化力度, 存量项目签约金额 2575 亿元, 占全年销售金额的 61%, 销售面积 1643 万平, 占全年销售面积的 69%。2024 年 1-3 月, 公司销售面积 366.9 万平, 同比减少 41.8%; 销售金额 629.8 亿元, 同比减少 44.8%。销售规模虽然明显收缩, 但在克而瑞全口径销售金额排名中, 位居行业第一。

■ 聚焦核心城市实现高质量拓展, 土储结构持续优化。2023 年新增项目 103 个, 总地价 1632 亿元, 同比增长 1.2%, 拿地强度 (拿地金额/销售金额) 38.7%, 同比提升 3.4 个百分点, 权益地价 1359 亿元, 同比提升 26%, 拿地权益比提升 16 个百分点至 83%。公司新增项目税前成本利润率平均在 15% 以上, 同比下降 0.8%。坚持聚焦核心城市。2023 年公司拓展金额中 99% 位于核心 38 城, 新增项目楼面均价 15187 元/平, 同比下降 0.8%。高质量拓展保障开发效率和去化速度, 2023 年新获取项目中 40% 当年开盘并贡献签约金额超 300 亿, 平均开盘时长为 5.2 个月, 首开效率提高 3.7 个月; 2022 年新获取项目年内收回全部股东投入。截至 2023 年末, 公司土地储备 7790 万平, 其中存量项目 6608 万平, 增量项目 1182 万平, 存量项目占比下降 8 个百分点; 核心 38 城面积储备占比近 7 成, 提升 2.4 个百分点, 资源结构不断优化。2024 年 1-3 月公司在天津、西安和太原三个二线城市合计拿地 4 宗, 总建面 59.2 万平, 同比增长下降 35.4%; 拿地金额 50.3 亿元, 同比下降 72.8%; 权益拿地金额 46.7 亿元, 拿地权益比例 92.9%, 拿地权益比例持续提升。2023 年公司新开工面积 1491 万平, 同比下降 37.2%; 集中资源保障品质交付, 竣工面积 4053 万平, 同比增长 2%, 完成 29.1 万套品质交付, 同比增长 12%。2024 年公司计划完成房地产及相关产业直接投资 3350 亿元, 计划新开工 1800 万平, 同比增长 20.7%, 计划竣工 3400 万平, 同比下降 16.1%。

■ 多元业务规模持续扩大, 实现协同。1) 保利物业: 截至 2023 年年末, 在管面积达 7.2 亿平, 合同面积 9.2 亿平, 同比增长 19.5%, 合同管理项目 3069 个, 规模再上台阶, 其中外拓项目合同面积占比同比提升 3.5 个百分点至 62.9%。2023 年保利物业实现营业收入 150.6 亿元, 归母净利润 14.0 亿元, 同比分别增长 10.0% 和 23.3%。2) 聚焦资产回报, 全面提升资产经营水平。2023 年公司对公寓、写字楼、商业等重点业态进行资源整合, 加速经营规模化, 切实提升资产的经营质量, 已开业资产回报率 2.7%, 同比提升 0.5 个百分点; 同时抓实商业资产运营的定位、筹开、经营、融资和退出等关键环节, 年末在管的酒店、购物中心、写字楼、公寓类商业经营类资产项目新增 28 个至 135 个, 管理面积达 435 万平, 同比增长 12%。在资产回报率和运营规模双重提升下, 公司 2023 年实现资产经营类收入 41.7 亿元, 同比增长超三成。

投资建议与盈利预测:

■ 我们认为, 公司凭借强大的资源护城河、央企的融资优势, 各类资金、土地资源均向公司聚拢。作为拿地销售基本面较好的央企, 行业领先的地位将进一步巩固, 同时也将持续受益于宽松政策和行业格局优化。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 3435/3379/3441 亿元, 同比增速分别为 -1%/ -2%/ 2%; 归母净利润分别为 107/111/122 亿元, 同比增速分别为 -1%/ 4%/ 10%; 对应 EPS 分别为 0.90/0.93/1.02 元。当前股价对应的 PE 分别为 8.9X/8.6X/7.8X。考虑到公司融资较为通畅、销售规模仍居行业第一、属于安全稳健的央企, 我们仍然维持买入评级。

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

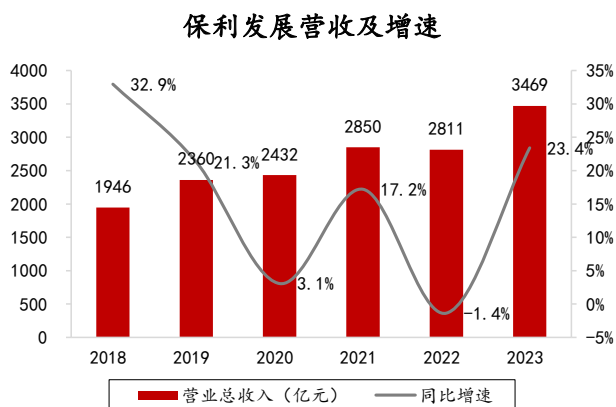
年结日: 12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	281,017	346,828	343,522	337,903	344,110
增长率(%)	(1.4)	23.4	(1.0)	(1.6)	1.8
EBITDA(人民币 百万)	37,044	29,531	24,750	25,917	27,698
归母净利润(人民币 百万)	18,347	12,067	10,725	11,119	12,201
增长率(%)	(33.0)	(34.2)	(11.1)	3.7	9.7
最新预测摊薄每股收益(人民币)	1.53	1.01	0.90	0.93	1.02
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.04	1.11	
调整幅度(%)			(13.85)	(16.31)	
市盈率(倍)	5.2	7.9	8.9	8.6	7.8
市净率(倍)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

备注: 历史数据采用未调整口径数据。

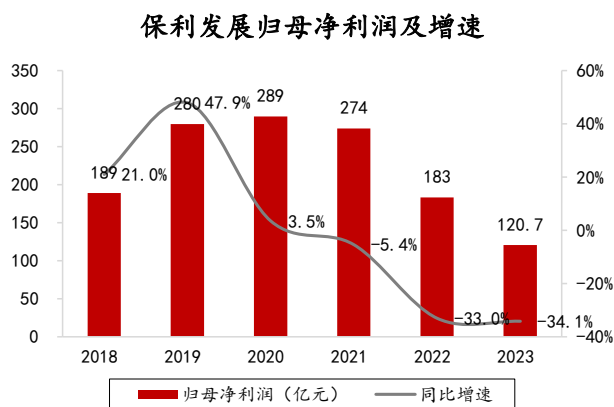
附录：

图表 1. 2023 年保利发展实现营业总收入 3469 亿元，同比下降 23.4%



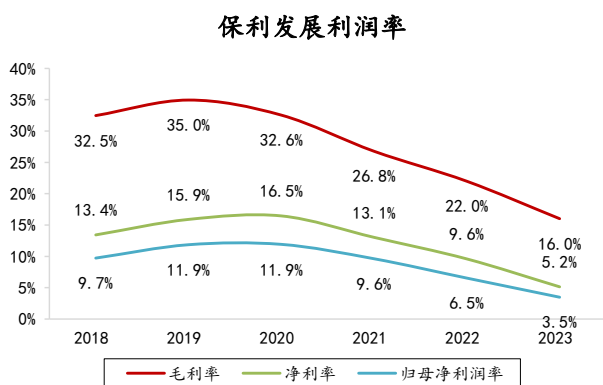
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 2023 年保利发展实现归母净利润 120.7 亿元，同比下降 34.1%



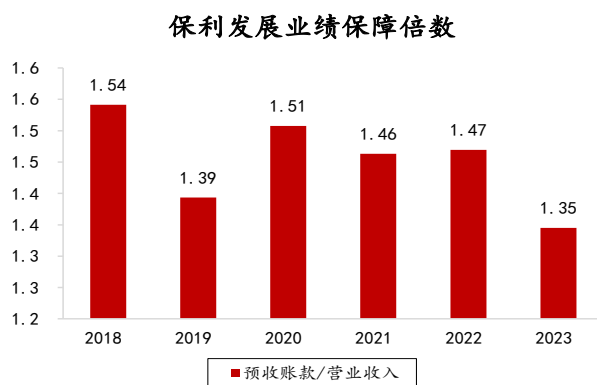
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 2023 年保利发展毛利率、净利率、归母净利润率分别为 16.0%、5.2%、3.5%



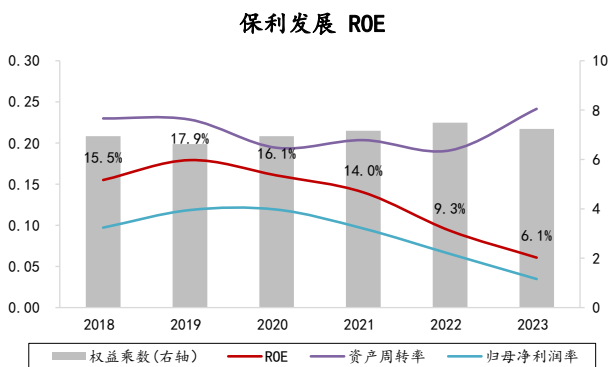
资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 2023 年保利发展业绩保障倍数为 1.35X



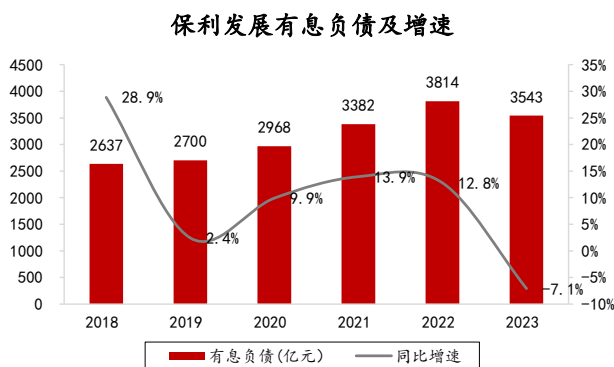
资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 2023 年保利发展 ROE 为 6.1%



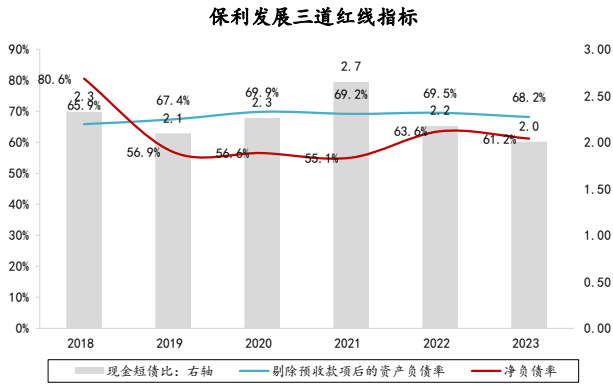
资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 2023 年保利发展有息负债规模 3543 亿元，同比下降 7.1%



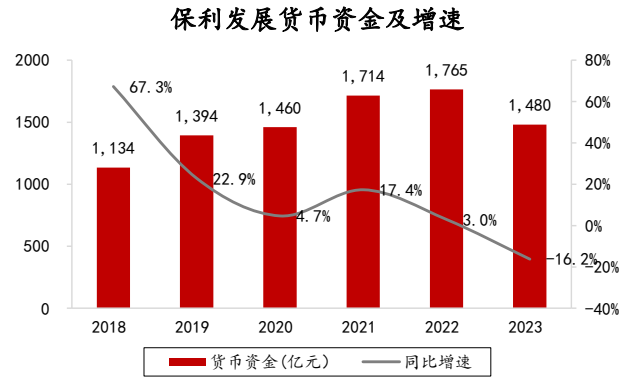
资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 2023 年保利发展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 68.2%、61.2% 和 2.0X



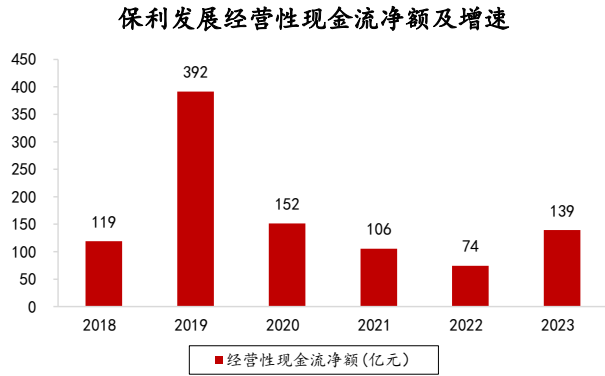
资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 截至 2023 年末，保利发展货币资金 1480 亿元，同比下降 16.2%



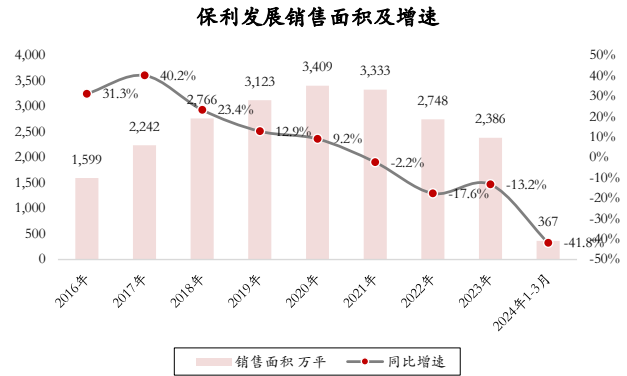
资料来源：公司公告，中银证券

图表 9. 2023 年保利发展现金流净额为 139 亿元



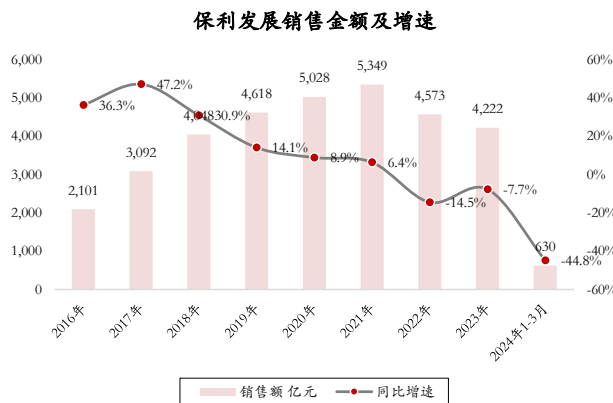
资料来源：公司公告，中银证券

图表 10. 2023 年保利发展实现销售面积 2386 万平，同比下降 13.2%



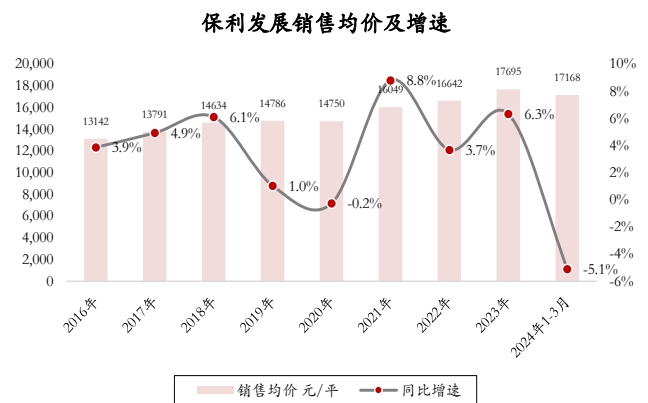
资料来源：公司公告，中银证券

图表 11. 2023 年保利发展实现销售金额 4222 亿元，同比下降 7.7%



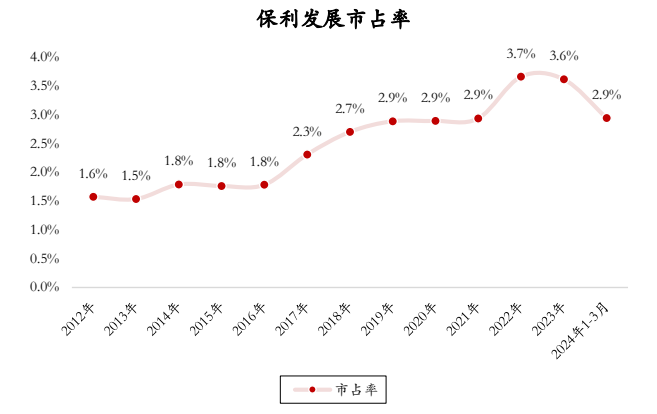
资料来源：公司公告，中银证券

图表 12. 2023 年保利发展销售均价为 1.77 万元/平，同比增长 6.3%



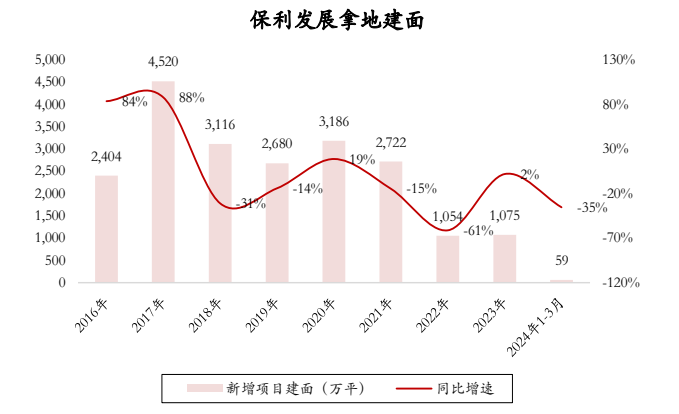
资料来源：公司公告，中银证券

图表 13. 2023 年保利发展市占率为 3.6%



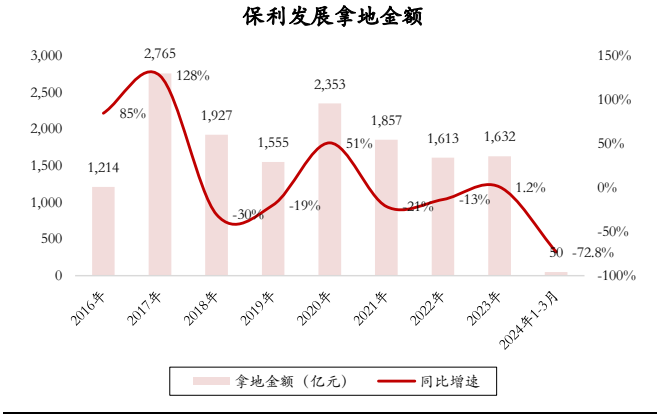
资料来源：公司公告，中银证券

图表 14. 2023 年保利发展拿地建面 1075 万平，同比增长 2%



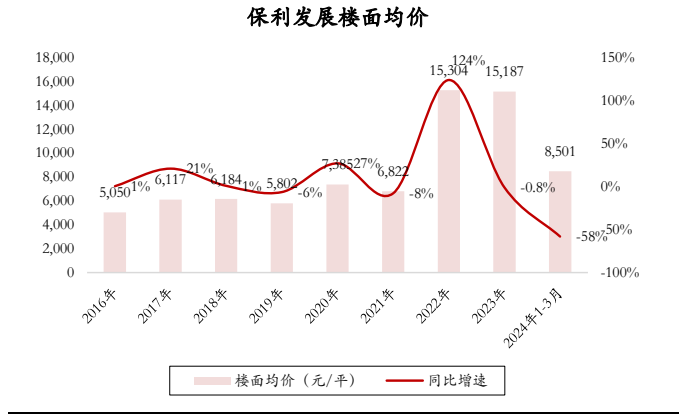
资料来源：公司公告，中银证券

图表 15. 2023 年保利发展拿地金额 1632 亿元，同比增长 1.2%



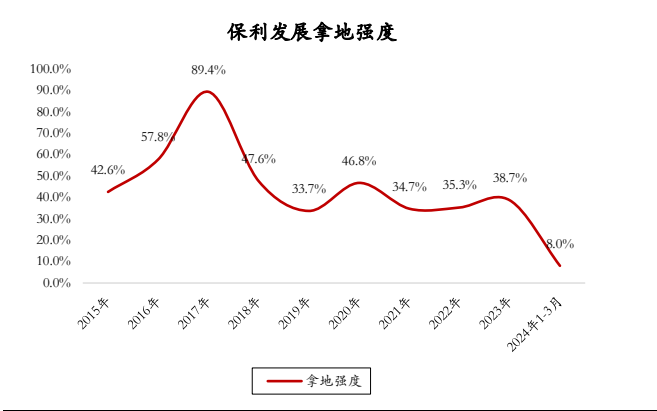
资料来源：公司公告，中银证券

图表 16. 2023 年保利发展楼面均价高达 1.52 万元/平，同比下降 0.8%



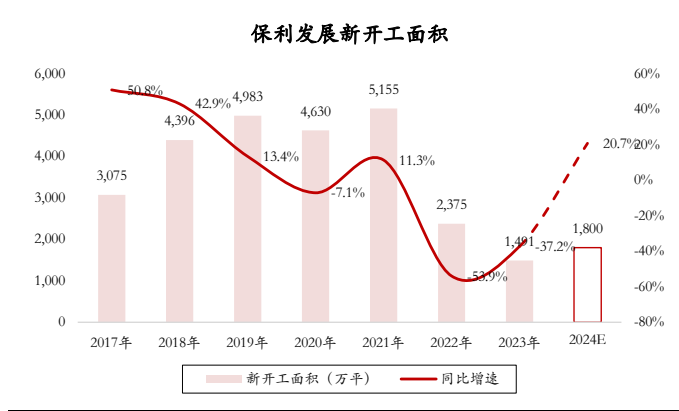
资料来源：公司公告，中银证券

图表 17. 2023 年保利发展拿地金额/销售金额为 38.7%



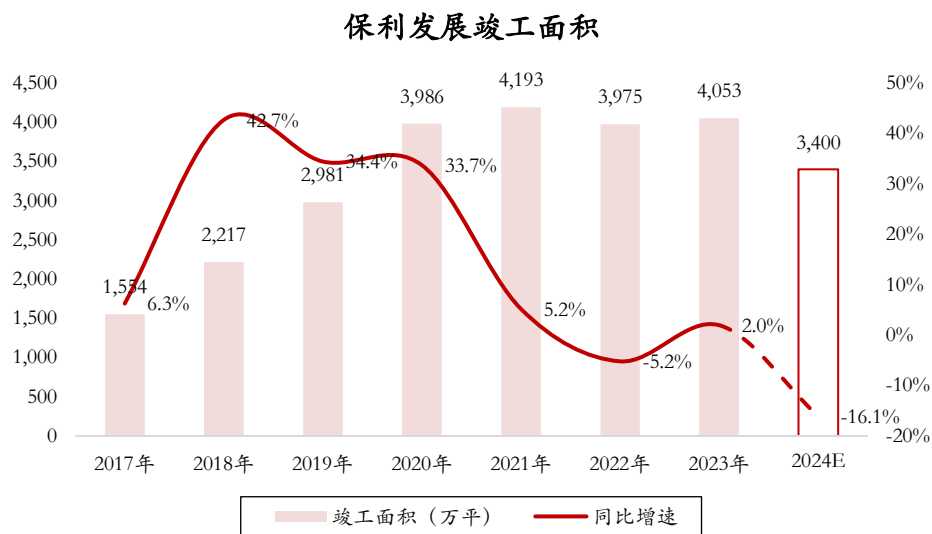
资料来源：公司公告，中银证券

图表 18. 2023 年保利发展新开工面积 1491 万平，同比下降 37.2%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 19. 2023 年保利发展竣工面积 4053 万平，同比增长 2.0%



资料来源：国家统计局，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	281,108	346,894	343,594	337,982	344,197
营业收入	281,017	346,828	343,522	337,903	344,110
营业成本	219,228	291,308	290,922	283,449	286,943
营业税金及附加	13,121	10,259	10,306	10,137	10,323
销售费用	7,530	8,876	9,359	10,122	10,841
管理费用	4,744	5,159	5,440	5,884	6,301
研发费用	1,238	86	687	676	688
财务费用	3,686	4,391	2,444	2,200	1,884
其他收益	239	132	138	145	152
资产减值损失	(1,156)	(5,045)	(5,550)	(5,272)	(5,009)
信用减值损失	(122)	(43)	(34)	(34)	(34)
资产处置收益	113	232	172	190	209
公允价值变动收益	(142)	16	9	4	2
投资收益	4,201	2,212	2,433	2,676	2,944
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	34,693	24,318	21,604	23,224	25,481
营业外收入	781	572	601	661	727
营业外支出	174	264	317	348	383
利润总额	35,301	24,626	21,888	23,536	25,824
所得税	8,290	6,727	5,979	6,429	7,054
净利润	27,011	17,899	15,909	17,107	18,770
少数股东损益	8,664	5,832	5,184	5,987	6,570
归母净利润	18,347	12,067	10,725	11,119	12,201
EBITDA	37,044	29,531	24,750	25,917	27,698
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.53	1.01	0.90	0.93	1.02

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	1,300,401	1,268,539	1,271,099	1,272,346	1,281,880
现金及等价物	176,537	147,982	156,542	160,633	168,151
应收账款	4,044	3,821	3,969	3,694	4,109
应收票据	11	0	28	14	15
存货	877,893	869,508	859,861	856,582	849,133
预付账款	22,556	21,635	22,498	20,502	23,028
合同资产	273	230	273	217	279
其他流动资产	219,086	225,361	227,929	230,704	237,166
非流动资产	170,064	168,373	167,800	167,960	170,755
长期投资	108,350	105,731	105,145	104,501	104,049
固定资产	10,147	8,362	7,078	5,874	6,112
无形资产	371	373	386	401	416
其他长期资产	51,196	53,906	55,191	57,184	60,177
资产合计	1,470,464	1,436,912	1,438,899	1,440,306	1,452,635
流动负债	842,280	813,731	823,646	817,837	821,136
短期借款	1,197	5,213	6,256	6,881	7,570
应付账款	162,047	173,439	182,133	187,926	194,664
其他流动负债	679,036	635,080	635,257	623,030	618,902
非流动负债	305,992	286,154	266,627	261,284	256,572
长期借款	242,482	235,251	211,726	201,140	191,083
其他长期负债	63,510	50,902	54,901	60,144	65,489
负债合计	1,148,273	1,099,885	1,090,273	1,079,121	1,077,708
股本	11,970	11,970	11,970	11,970	11,970
少数股东权益	125,927	138,484	143,667	149,655	156,224
归属母公司股东权益	196,264	198,543	204,959	211,530	218,703
负债和股东权益合计	1,470,464	1,436,912	1,438,899	1,440,306	1,452,635

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	27,011	17,899	15,909	17,107	18,770
折旧摊销	3,167	3,478	3,527	3,588	3,728
营运资金变动	(40,807)	(17,763)	9,235	(659)	(760)
其他	18,051	10,315	(4,326)	(4,136)	(6,193)
经营活动现金流	7,422	13,930	24,344	15,901	15,545
资本支出	(186)	(179)	(280)	(480)	(2,275)
投资变动	(13,816)	710	1,624	1,678	1,482
其他	14,640	6,735	1,497	1,765	2,048
投资活动现金流	637	7,266	2,841	2,963	1,255
银行借款	7,683	(3,215)	(22,482)	(9,961)	(9,369)
股权融资	(45,153)	(16,525)	(4,309)	(4,549)	(5,028)
其他	34,455	(30,222)	8,166	(262)	5,114
筹资活动现金流	(3,015)	(49,962)	(18,626)	(14,772)	(9,282)
净现金流	5,044	(28,766)	8,559	4,092	7,518

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(%)	(1.4)	23.4	(1.0)	(1.6)	1.8
营业利润增长率(%)	(30.2)	(29.9)	(11.2)	7.5	9.7
归属于母公司净利润增长率(%)	(33.0)	(34.2)	(11.1)	3.7	9.7
息税前利润增长(%)	(26.8)	(23.1)	(18.5)	5.2	7.4
息税折旧前利润增长(%)	(25.1)	(20.3)	(16.2)	4.7	6.9
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	(33.0)	(34.2)	(11.1)	3.7	9.7
获利能力					
息税前利润率(%)	12.1	7.5	6.2	6.6	7.0
营业利润率(%)					
毛利率(%)	22.0	16.0	15.3	16.1	16.6
归母净利润率(%)	6.5	3.5	3.1	3.3	3.5
ROE(%)	9.3	6.1	5.2	5.3	5.6
ROIC(%)	3.3	2.5	2.1	2.2	2.4
偿债能力					
资产负债率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
净负债权益比	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
流动比率	1.5	1.6	1.5	1.6	1.6
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	77.8	88.2	88.2	88.2	88.2
应付账款周转率	1.9	2.1	1.9	1.8	1.8
费用率					
销售费用率(%)	2.7	2.6	2.7	3.0	3.2
管理费用率(%)	1.7	1.5	1.6	1.7	1.8
研发费用率(%)	0.4	0.0	0.2	0.2	0.2
财务费用率(%)	1.3	1.3	0.7	0.7	0.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.5	1.0	0.9	0.9	1.0
每股经营现金流(最新摊薄)	0.6	1.2	2.0	1.3	1.3
每股净资产(最新摊薄)	16.4	16.6	17.1	17.7	18.3
每股股息	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
估值比率					
P/E(最新摊薄)	5.2	7.9	8.9	8.6	7.8
P/B(最新摊薄)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	17.2	18.4	19.7	18.1	16.5
价格/现金流(倍)	12.9	6.9	3.9	6.0	6.2

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