

002244.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 6.94

板块评级: 强于大市

# 滨江集团

## 在手现金大幅增长; 24年销售目标千亿以上

**摘要:** 滨江集团公布 2023 年年报和 2024 年一季度报。公司 2023 年实现营业收入 704.4 亿元, 同比增长 69.7%; 归母净利润 25.3 亿元, 同比下降 32.4%。公司拟每 10 股派发现金股息 0.9 元 (含税), 分红率为 11.1%。公司 2024Q1 实现营业收入 137.0 亿元, 同比增长 35.8%; 归母净利润 6.6 亿元, 同比增长 17.8%。

■ **受利润率下滑以及存货减值准备大幅增加的影响, 公司 2023 年业绩承压; 2024 年一季度业绩同比正增长。** 2023 年公司营收同比增长 69.7%; 归母净利润同比下降 32.4%, 主要是因为: 1) 结转项目利润率水平下降。2) 2023 年公司投资收益 12.3 亿元, 同比下降 44.7%。3) 计提存货减值准备增加的影响。2023 年公司资产减值损失 37.8 亿元 (2022 年仅为 7.0 亿元)。2024Q1 公司营收同比增长 35.8%, 主要是因为交付面积同比增加; 归母净利润同比增长 17.8%。公司期末业绩有保障, 2023 年末公司预收账款为 1431 亿元, 同比增长 9.8%, 预收账款/营业收入高达 2.03X, 2024Q1 未预收账款比上年营收仍然高达 1.96X。

■ **公司短期利润率仍然承压, 注重费用管控。** 2023 年公司毛利率、净利率、归母净利润率分别为 16.8%、4.0%、3.6%, 同比分别下降 0.7、5.4、5.4 个百分点, 前期高价地块进入结算期, 短期利润率水平承压。2024Q1 公司毛利率、净利率、归母净利润率分别为 12.1%、5.9%、4.8%, 同比分别提升了 8.6、3.3、0.7 个百分点。受利润率下滑的影响, 2023 年 ROE 同比下降 5.9 个百分点至 10.0%; 2024Q1 净资产周转率提升, 年化的 ROE 同比提升 0.9 个百分点至 10.2%。不过公司注重费用管控, 2023 年三费率仅为 3.1%, 同比下降 2.8 个百分点, 2024Q1 三费率仅为 3.0%, 同比下降 1.9 个百分点。

■ **公司坚持稳健经营, 融资渠道畅通, 融资成本不断下降, “三道红线”持续保持“绿档”。** 截至 2023 年末, 公司有息负债 391 亿元, 同比下降 24.6%, 其中银行贷款占比约为 79.8%, 直接融资占比约为 20.2%; 权益有息负债 360 亿元, 较 2022 年末下降了 110 亿元, 顺利完成 2023 年的计划 (权益有息负债规模控制在 470 亿元以内); 2024Q1 末有息负债规模为 387 亿元, 同比下降 29.2%。2023 年末公司剔除预收款后的资产负债率为 60.2%, 净负债率为 10.9%, 同比分别下降 3.6、41.3 个百分点; 2024Q1 末分别为 60.0% 和 17.1%。剔除预收款后的资产负债率提升主要是因为 2024Q1 未预收账款同比下滑 4.7%, 净负债率提升主要是因为货币资金同比下滑, 债务期限构成上。2023 年公司短期有息负债占比为 28.3%, 2024Q1 进一步降至 23.5%。2023 年末、2024Q1 末现金短债比分别为 2.96X 和 3.17X。公司近年来综合融资成本不断下降, 截至 2023 年末公司平均融资成本为 4.2%, 同比下降 0.4 个百分点, 基本完成年初制定的融资计划 (融资成本确保下降 0.1 个百分点, 争取下降 0.2 个百分点及以上)。公司授信储备充裕, 截至 2023 年末, 公司共获银行授信总额度 1217 亿元, 较 2022 年末增加 2.9%, 授信额度已使用 401 亿元, 剩余可用 816 亿元, 占总额度的 67%。直接融资可用额度上, 截至 2023 年末已获批准尚未发行的公司债额度 15.52 亿元, 注册完成尚未发行的短期融资券额度 49 亿元、中期票额度 35 亿元, 可根据资金需求和市场情况择机发行。公司 2024 年 1-4 月已经发行了 14 亿元的短期融资券和 7 亿元的中期票据。2024 年公司计划权益有息负债规模保持平稳, 将一年期的直接融资规模控制在 40 亿元以内, 融资成本从 2023 年末的 4.2% 降至 4%, 争取下降至 4% 以内。

■ **2023 年在手现金增幅超过三成, 持续强化经营现金流管理。** 截至 2023 年末, 公司持有现金 327 亿元, 同比增长 34.4%。2023 年公司经营性活动现金流净额 327 亿元, 同比增长 526.2%, 主要是因为销售回款增加, 土地与建安投资减少, 销售商品、提供劳务收到的现金同比增加 9.8% 至 906 亿元, 购买商品、接受劳务支付的现金同比下降 31.5% 至 477 亿元。2024Q1 末, 公司货币资金为 288 亿元, 同比下降 12.1%。Q1 经营性活动现金流因季节性因素净流出 24 亿元 (2023Q1 为净流入 76 亿元)。

■ **顺利完成 2023 年销售目标, 稳居杭州销售 TOP1; 2024Q1 销售排名跻身行业前十。** 2023 年公司实现销售金额 1535 亿元, 同比减少 0.3%, 但降幅远低于 TOP20 房企均值 (-12%); 销售排名第 11 名, 较 2022 年提升了 2 个名次, 市占率达 1.3%, 同比提升 0.1 个百分点, 顺利完成了公司提出的销售目标 (2023 年销售目标为全国商品房销售额的 1%, 确保全国排名前 20 名, 争取 15 名)。2023 年公司斩获销售回款, 全年权益销售现金回笼 732 亿元, 同比增长 6.1%。公司持续深耕杭州, 2023 年公司连续 6 年荣获杭州市场销售冠军。根据中指院, 杭州房企销售榜单, 公司 2023 年、2024Q1 在杭州的销售面积分别为 267、55 万平, 市占率分别高达 23.5%、37.4%。根据克尔瑞, 2024Q1 公司实现销售额 263 亿元, 同比下降 35.3%, 销售排名提升至第 8 名, 行业地位和影响力进一步提升。2024 年公司销售目标为 1000 亿元以上, 占行业总规模的 1%, 全国排名在 15 名以内。

■ **公司拿地强度较高, 土储充裕且仍然集中在杭州及浙江省。** 2023 年公司新增土地储备项目 33 个, 其中杭州 27 个, 宁波 1 个, 南京 1 个, 湖州 2 个, 金华 2 个。2023 年公司新增土储建面 333 万平, 同比下降 29.6%, 拿地金额 577 亿元, 同比下降 17.4%, 权益拿地金额 256 亿元, 同比下降 31.6%。拿地权益比例为 44.4%, 同比下降 9.2 个百分点。拿地强度为 37.6%, 同比虽然下降了 7.8 个百分点, 但仍然保持较高的拿地强度; 楼面均价 1.73 万/平, 同比增长 17.3%。根据克而瑞, 公司 2024Q1 以 125 亿元的拿地金额排名拿地榜单第三位, 同比增长 47.2%, 新增土储建面 48 万平, 同比下降 12.8%, 楼面均价 2.61 万/平, 同比增长 68.7%, 拿地强度 47.4%, 同比大幅提升 26.6 个百分点。2023 年末公司土地储备 1320 万平, 其中杭州占 71%, 浙江省内非杭州的城市包括宁波、金华、湖州、嘉兴等占比 22%, 浙江省外占比 7%。优质的土地储备为公司未来可持续发展提供良好保障。2024 年公司计划投资金额控制在权益销售回款 40% 以内。区域布局上, 聚焦杭州、深耕浙江, 浙江省外重点关注上海。

■ **公司有序推进其他业务, 2024 年计划新增 5-10 个代建项目。** 1) 租赁业务: 截至 2023 年末, 公司持有用于出租的写字楼、商业裙房、社区底商及公寓面积约 37.8 万平, 2023 年实现租金收入 3.58 亿元, 同比增长 8.2%。公司投资性房地产 2023 年末账面价值 85.8 亿元。2) 代建业务: 2023 年公司重启代建业务板块, 继续对外输出品牌, 对开发业务起到补充作用。2024 年公司计划继续拓展代建业务, 争取新增 5-10 个代建项目。3) 养老业务: 2023 年公司旗下高品质康养服务品牌——“滨江和家”推出的首个社区嵌入式高品质养老机构——和家·御虹府长者之家已正式开业。

### 投资建议与盈利预测:

■ **公司作为浙江龙头房企, 坚持区域深耕, 充分享受浙江市场红利, 2024Q1 销售排名跻身行业前十。公司深耕浙江并结合有序外拓, 根据市场变化灵活拿地, 土储充裕且仍然集中在杭州及浙江省内。同时, 公司财务稳健, 保持绿档优势, 融资渠道畅通、现金充裕。在行业流动性紧缩, 民企信用风险频发的背景下, 公司财务安全、融资成本比肩央企, 在行业洗牌中保持较强优势。** 考虑到当前行业销售持续低迷, 且结合年报最新情况, 我们调整公司盈利预测, 预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 652/646/688 亿元, 同比增速分别为 -7%/ -1%/ 6%; 归母净利润分别为 24/25/26 亿元, 同比增速分别为 -5%/ 2%/ 7%; 对应 EPS 分别为 0.78/0.79/0.84 元。当前股价对应的 PE 分别为 8.9X/8.8X/8.2X。2023 年出于谨慎原则, 公司计提资产减值损失增加, 预计 2024-2026 年计提资产减值损失将有所减少, 归母净利润增速或将好于营收。不过考虑到公司销售投资具备一定韧性, 已售未结算资源丰厚, 未来业绩保障程度较高, 维持“买入”评级。

### 评级面临的主要风险:

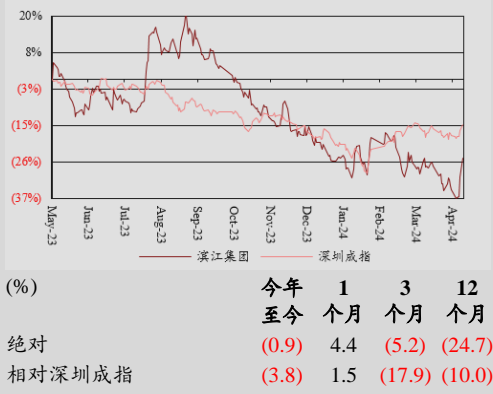
■ 杭州市场销售回暖不及预期; 开工竣工、结算不及预期; 房地产调控政策收紧; 融资收紧; 多元业务发展不及预期。

### 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)	41,502	70,443	65,237	64,626	68,777	
增长率(%)		9.3	69.7	(7.4)	(0.9)	6.4
EBITDA(人民币 百万)	4,845	5,263	5,044	4,754	4,696	
归母净利润(人民币 百万)	3,741	2,529	2,416	2,453	2,618	
增长率(%)		23.6	(32.4)	(4.5)	1.6	6.7
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.20	0.81	0.78	0.79	0.84	
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.53	1.79	-	
调整幅度(%)			(49.25)	(55.95)	-	
市盈率(倍)	5.8	8.5	8.9	8.8	8.2	
市净率(倍)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7	

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 股价表现



发行股数 (百万)	3,111.44
流通股 (百万)	2,657.29
总市值 (人民币 百万)	21,593.42
3个月日均交易额 (人民币 百万)	276.66
主要股东	
杭州滨江投资控股有限公司	45.41

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券

以 2024 年 4 月 29 日收市价为标准

### 相关研究报告

《滨江集团: 营收业绩大幅增长, 销售跻身行业 TOP10》20230831

《滨江集团: 三十年深耕, 销售逆势突破; 融资通畅资金充裕优势凸显》20220629

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

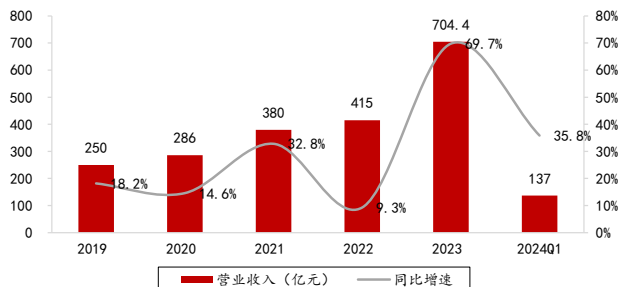
jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521110002

附录：

图表 1. 2023 年滨江集团实现营收 704 亿元，同比增长 69.7%；2024Q1 实现营收 137 亿元，同比增长 35.8%

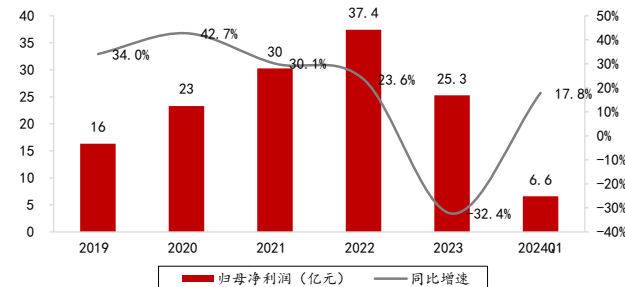
滨江集团总营收及增速



资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 2023 年滨江集团归母净利润 25.3 亿元，同比下降 32.4%；2024Q1 归母净利润 6.6 亿元，同比增长 17.8%

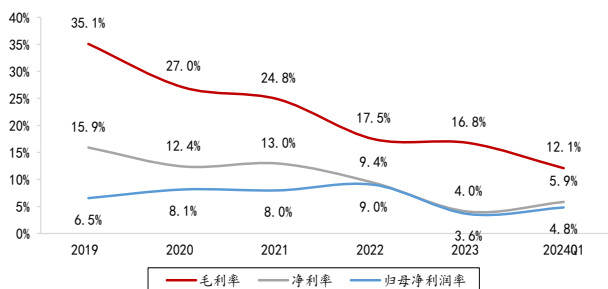
滨江集团归母净利润及增速



资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 2023 年滨江集团毛利率、净利率、归母净利率分别为 16.8%、4.0%、3.6%；2024Q1 分别为 12.1%、5.9%、4.8%

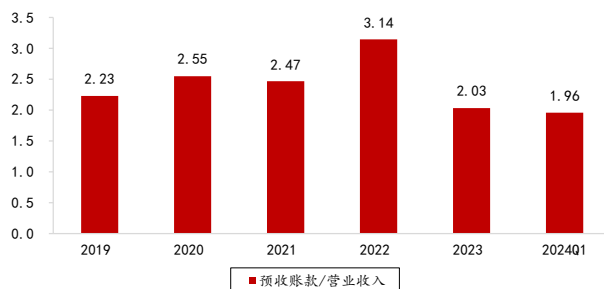
滨江集团利润率



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 2023 年、2024Q1 滨江集团业绩保障倍数分别高达 2.03X、1.96X

滨江集团业绩保障倍数

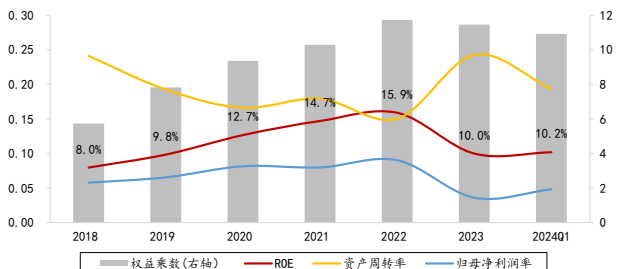


资料来源：公司公告，中银证券

数据说明：2023Q1 业绩保障倍数=2023Q1 末预收账款/2022 年营业收入

图表 5. 2023 年、2024Q1 滨江集团 ROE 分别为 10.0% 和 10.2%

滨江集团 ROE

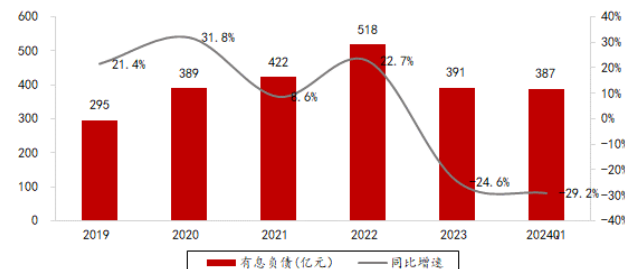


资料来源：公司公告，中银证券

数据说明：2024Q1 的 ROE 为年化 ROE。

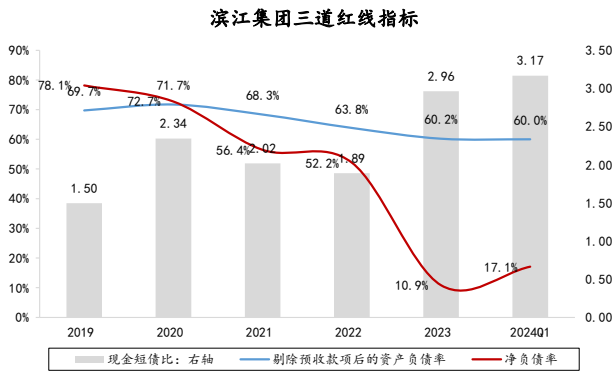
图表 6. 2023 年、2024Q1 末滨江集团有息负债规模分别为 391、387 亿元，同比分别下降 24.6%、29.2%

滨江集团有息负债及增速



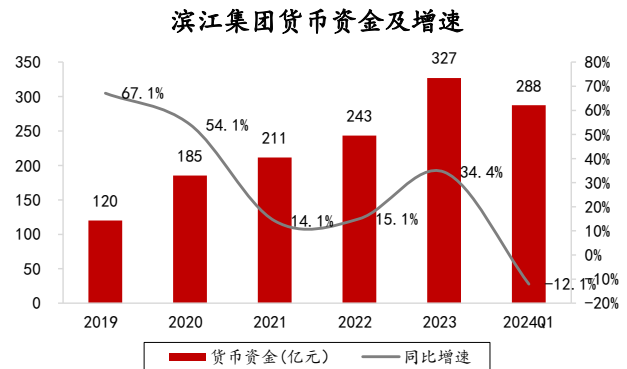
资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 2023 年滨江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 60.2%、10.9% 和 2.96X



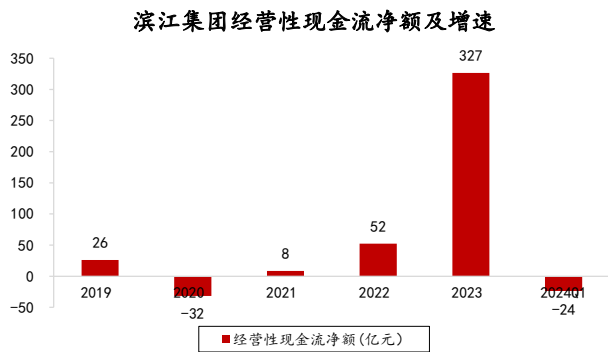
资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 截至 2023 年末，滨江集团货币资金 327 亿元，同比增长 34.4%；2024Q1 末达 288 亿元



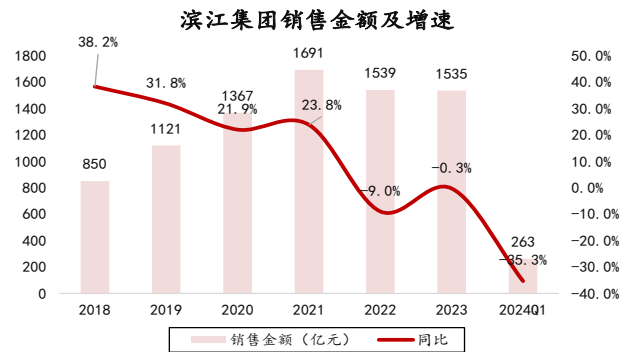
资料来源：公司公告，中银证券

图表 9. 2023 年、2024Q1 滨江集团现金流净额分别为 327、-24 亿元



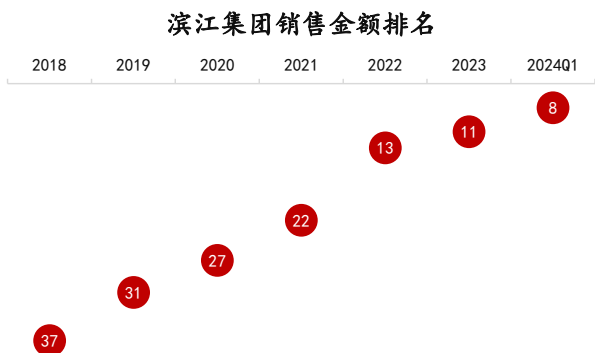
资料来源：公司公告，中银证券

图表 10. 2023 年滨江集团实现销售金额 1535 亿元，同比下降 0.3%；2024Q1 销售额 263 亿元，同比下降 35.3%



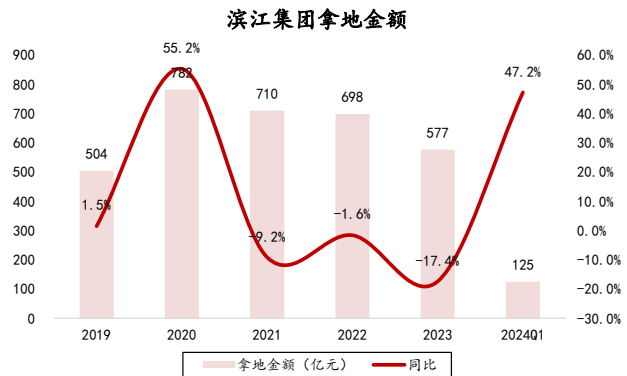
资料来源：公司公告，中银证券

图表 11. 2023 年滨江集团销售排名提升至第 11 位



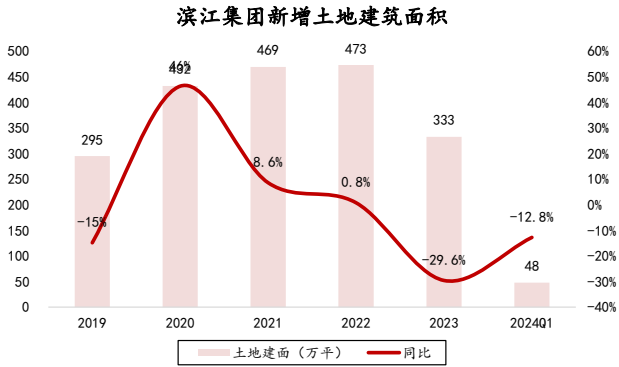
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 12. 2023 年滨江集团拿地金额 577 亿元，同比下降 17.4%



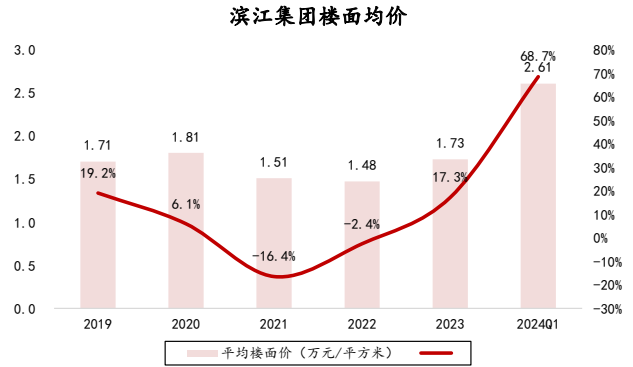
资料来源：公司公告，中银证券

图表 13. 2023 年滨江集团拿地建面 333 万平，同比下降 29.6%



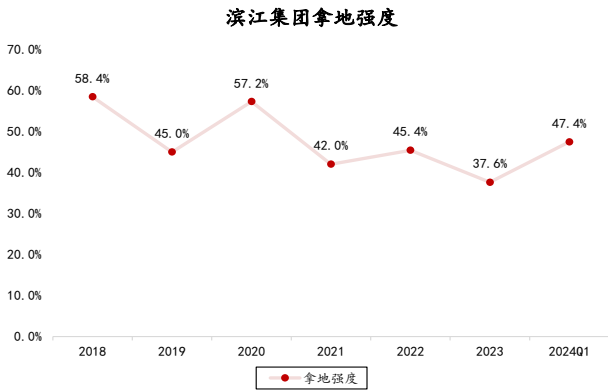
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 14. 2023 年滨江集团楼面均价 1.73 万元/平, 同比提升 17.3%



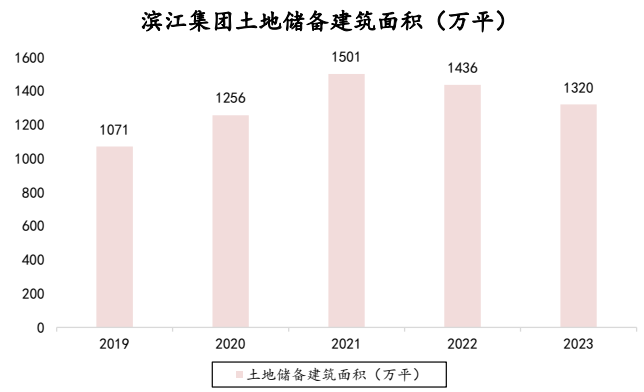
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 15. 2023 年滨江集团拿地金额/销售金额为 37.6%，同比下降 7.8 个百分点



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 16. 截至 2023 年末, 滨江集团土地储备 1320 万平



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	41,502	70,443	65,237	64,626	68,777
营业收入	41,502	70,443	65,237	64,626	68,777
营业成本	34,249	58,638	54,680	54,246	57,952
营业税金及附加	844	1,508	1,305	1,293	1,376
销售费用	811	857	797	857	921
管理费用	626	774	658	707	759
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	1,019	540	639	644	796
其他收益	8	9	10	11	12
资产减值损失	(702)	(3,780)	(3,231)	(3,327)	(3,456)
信用减值损失	(156)	(527)	(453)	(407)	(367)
资产处置收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
公允价值变动收益	(6)	(3)	(5)	(6)	(7)
投资收益	2,224	1,231	1,354	1,489	1,638
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	5,320	5,055	4,833	4,638	4,793
营业外收入	10	11	13	16	19
营业外支出	20	30	36	43	51
利润总额	5,311	5,036	4,810	4,611	4,761
所得税	1,407	2,184	2,086	1,844	1,809
净利润	3,904	2,852	2,724	2,766	2,952
少数股东损益	163	323	308	313	334
归母净利润	3,741	2,529	2,416	2,453	2,618
EBITDA	4,845	5,263	5,044	4,754	4,696
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.20	0.81	0.78	0.79	0.84

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
<b>流动资产</b>	<b>250,347</b>	<b>258,201</b>	<b>268,735</b>	<b>283,182</b>	<b>303,310</b>
现金及等价物	24,328	32,704	46,002	53,913	64,449
应收账款	441	474	373	466	427
应收票据	0	0	0	0	0
存货	184,409	172,698	161,456	154,979	150,878
预付账款	6	2	6	2	6
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	41,162	52,324	60,897	73,823	87,549
<b>非流动资产</b>	<b>25,829</b>	<b>31,831</b>	<b>34,853</b>	<b>38,304</b>	<b>42,124</b>
长期投资	16,199	19,634	23,378	27,310	31,438
固定资产	582	1,171	870	593	588
无形资产	137	134	190	249	308
其他长期资产	8,912	10,892	10,415	10,151	9,791
<b>资产合计</b>	<b>276,176</b>	<b>290,032</b>	<b>303,588</b>	<b>321,486</b>	<b>345,434</b>
<b>流动负债</b>	<b>183,721</b>	<b>202,701</b>	<b>215,517</b>	<b>230,191</b>	<b>248,820</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3,699	5,558	3,074	5,489	3,659
其他流动负债	180,022	197,143	212,442	224,702	245,161
<b>非流动负债</b>	<b>39,738</b>	<b>28,876</b>	<b>27,160</b>	<b>27,889</b>	<b>30,546</b>
长期借款	34,950	25,824	23,242	24,404	26,844
其他长期负债	4,788	3,052	3,918	3,485	3,702
<b>负债合计</b>	<b>223,459</b>	<b>231,577</b>	<b>242,677</b>	<b>258,080</b>	<b>279,366</b>
股本	3,111	3,111	3,111	3,111	3,111
少数股东权益	29,182	33,153	33,461	33,774	34,108
归属母公司股东权益	23,535	25,302	27,451	29,632	31,960
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>276,176</b>	<b>290,032</b>	<b>303,588</b>	<b>321,486</b>	<b>345,434</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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	3,904	2,852	2,724	2,766	2,952
折旧摊销	731	904	930	965	749
营运资金变动	(17,606)	21,373	14,692	8,627	8,837
其他	18,185	7,522	1,533	1,395	1,739
<b>经营活动现金流</b>	<b>5,214</b>	<b>32,650</b>	<b>19,880</b>	<b>13,755</b>	<b>14,277</b>
资本支出	(137)	(189)	(392)	(392)	(487)
投资变动	(3,947)	(5,102)	(3,382)	(3,570)	(3,767)
其他	(20,130)	(7,024)	(1,142)	(1,216)	(1,298)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(24,214)</b>	<b>(12,314)</b>	<b>(4,916)</b>	<b>(5,178)</b>	<b>(5,552)</b>
银行借款	9,570	(9,126)	(2,582)	1,162	2,440
股权融资	13,600	1,350	(267)	(272)	(290)
其他	(1,020)	(4,191)	1,185	(1,556)	(340)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>22,150</b>	<b>(11,967)</b>	<b>(1,665)</b>	<b>(666)</b>	<b>1,811</b>
<b>净现金流</b>	<b>3,150</b>	<b>8,369</b>	<b>13,298</b>	<b>7,911</b>	<b>10,536</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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	9.3	69.7	(7.4)	(0.9)	6.4
营业利润增长率(%)	(21.1)	(5.0)	(4.4)	(4.0)	3.4
归属于母公司净利润增长率(%)	23.6	(32.4)	(4.5)	1.6	6.7
息税前利润增长(%)	(42.3)	6.0	(5.6)	(7.9)	4.2
息税折旧前利润增长(%)	(37.6)	8.6	(4.2)	(5.7)	(1.2)
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	23.6	(32.4)	(4.5)	1.6	6.7
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	9.9	6.2	6.3	5.9	5.7
营业利润率(%)					
毛利率(%)	17.5	16.8	16.2	16.1	15.7
归母净利润率(%)	9.0	3.6	3.7	3.8	3.8
ROE(%)	15.9	10.0	8.8	8.3	8.2
ROIC(%)	2.8	3.2	3.8	4.4	5.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
净负债权益比	0.5	0.1	(0.1)	(0.2)	(0.3)
流动比率	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2
<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	89.5	154.1	154.1	154.1	154.1
应付账款周转率	11.7	15.2	15.1	15.1	15.0
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	2.0	1.2	1.2	1.3	1.3
管理费用率(%)	1.5	1.1	1.0	1.1	1.1
研发费用率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用率(%)	2.5	0.8	1.0	1.0	1.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.2	0.8	0.8	0.8	0.8
每股经营现金流(最新摊薄)	1.7	10.5	6.4	4.4	4.6
每股净资产(最新摊薄)	7.6	8.1	8.8	9.5	10.3
每股股息	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	5.8	8.5	8.9	8.8	8.2
P/B(最新摊薄)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	17.4	7.7	4.2	2.2	0.4
价格/现金流(倍)	4.1	0.7	1.1	1.6	1.5

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予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。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