

03900.HK

买入

原评级: 买入

市场价格: 港币 5.77

板块评级: 强于大市

绿城中国

营收稳步增长, 业绩短期承压; 销售与拿地权益比例大幅提升

事件: 绿城中国发布 2024 年中报, 实现主营业务营业收入 695.6 亿元, 同比+22.1%; 归母净利润 20.4 亿元, 同比-19.7%; 归母核心净利润 49.5 亿元, 同比+27.5%。

核心观点

■ **营收业绩稳步增长, 业绩受毛利率下滑及计提减值亏损影响同比下滑。** 2024 年上半年公司主营业务营业收入 695.6 亿元, 同比增长 22.1%; 归母净利润 20.4 亿元, 同比下降 19.7%; 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 49.5 亿元, 同比增长 27.5%。 **营业收入稳步增长,** 主要是因为开发业务实现营收 637.6 亿元, 同比增长 22.0%, 房地产项目结转面积同比增长 16.7% 至 264.6 万平。 **业绩同比下滑主要原因:** 1) **受整体市场下行毛利率下滑,** 上半年公司毛利率 13.1%, 同比下降 4.3 个百分点; 2) **根据市场变化, 计提资产减值及公允价值变动损失净额 17.5 亿元** (2023 年同期为 4.6 亿元), 其中计提非金融资产减值亏损 14.2 亿元 (2023 年同期为 4.2 亿元), 主要是部分业务销售价格不及预期, 如武汉桂语听澜、泰州桂语听澜等; 以及公司根据预期信用损失减值模型计提减值准备; 账龄等因素综合考量其信用风险后, 计提减值亏损 2.3 亿元 (2023 年同期为 0.4 亿元); 主要是受到房地产市场下行影响, 对应联合公司款项计提减值所致。 3) **投资收益有所下滑。** 上半年公司合管企业业绩亏损 6.6 亿元, 联管公司业绩盈利 4.5 亿元, 公司实现投资收益 2.1 亿元 (2023 年同期为 4.9 亿元), 主要是受房地产行业下行影响毛利率下降以及计提减值亏损所致。截至 2024 年 6 月末, 公司预收款项合计为 1666.6 亿元, 较 2023 年末增长 4.3%, 预收款项/上年营收的比例为 1.27X, 较 2023 年末提升 0.05X。

■ **盈利能力短期承压, 但费用管控能力增强。** 2024 年上半年公司毛利率、净利率、归母净利润率分别为 13.1%、4.8%、2.9%, 同比分别下降 4.3、3.4、1.5 个百分点; 2024 年上半年公司三费率分别为 5.9%, 同比增加 1.4 个百分点, 其中, 管理费用 16.9 亿元, 同比下降 7.3%, 同比大幅下降; 财务费用 13.0 亿元, 同比下降 12.7%, 上半年加权平均融资成本 4.0%, 同比下降 40BP; 但营销费用 11.3 亿元, 同比增长 33.4%, 一方面, 上半年结转收入增加, 相应分摊的销售佣金及销售代理费增加 2.2 亿元, 另一方面, 受市场下行影响, 公司主动适当加大营销投放力度。公司注重以经营为导向优化成本管控机制, 凸显集采优势, 关键品类集采价格下降超 6%, 阶段性实现单方成本降低 100 元, 主要受到利率率下滑的影响, 公司年后的 ROE 同比下降 2.9 个百分点至 11.1%。

■ **公司现金流较为充裕, 债务结构合理, 为后续发展提供有力支撑。** 1) **在手资金同比实现正增长,** 截至 2024 年 6 月末, 公司货币资金 751.3 亿元, 同比增长 9.2%, 其中销售监管资金 274.3 亿元, 同比增加 14.9%, 主要是上半年杭州、西安、台州、义乌等城市新报多个优质项目, 整体去化情况较好, 纳入监管的金额有所增加。 2) **公司融资渠道畅通, 优化债务结构。** 截至 2024 年 6 月末, 公司有息负债 1483.1 亿元, 同比增长 4.0%; 其中一年内到期的有息负债占比 23.8%, 维持低位; 公司剔除预收账款后的资产负债率为 70.5%, 同比下降 1.3 个百分点, 净负债率为 67.2%, 同比下降 3.0 个百分点, 现金短债比为 2.13X, 同比下降 0.08X, 为稳健房企。截至 2024 年 6 月末, 公司有息负债加权融资成本降至 4.0%, 同比下降 40BP。 2024 年上半年公司在境内一级市场发行三年期中期票据合计 40 亿元和一年期供应链 ABN 11.34 亿元。截至 2024 年 6 月末, 公司累计回购公司债券 22.6 亿元, 其中 2024 年上半年回购 6.79 亿元。此外, 完成境外外债置换 8.17 亿美元, 已基本完成 2024 年到期境外外债置换, 并提前完成 2025 年到期的 3 亿美元境外外债的置换。境外债务比重较 2023 年末的 16.2% 下降至 2024 年 6 月末的 15.5%。

■ **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; 代建项目销售占比实现两位数大幅增长。** 2024 年 1-7 月公司实现总合同销售额 1475 亿元, 同比下降 3.2%。 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), 1-7 月完成了该目标的 49%。 1) **自投项目: 销售规模 964 亿元,** 同比下降 10.7%, 权益销售金额为 679 亿元, **销售权益比例 70.4%,** 同比大幅提升了 6.9 个百分点, 自投销售规模跻身行业第 6; 销售面积 320 万平, 同比下降 14.9%; 由于高能级城市布局, 1-7 月销售均价 30125 元/平, 同比增长 5.0%, 维持行业较高水平。截至 2024 年 7 月末, 另有累计已签订认购协议未转销售合同金额约 40 亿元, 其中权益金额 25 亿元。根据绿城中国网月度简报, **2024 年 1-7 月绿城中国 (包括合联管公司) 总操盘面积 201 万平, 同比增长 8.1%。** 2) **代建项目: 销售规模 511 亿元,** 同比增长 14.8%, 在行业整体下行的背景下, 代建项目的销售规模逆势实现两位数增长。 3) **公司聚焦销售回款。** 上半年销售回款率 103%, 继续保持高位, 有效支撑现金流及再投资。上半年销售回款率 78% 的高能级城市市场地位继续巩固, 一二线城市销售占比 80%, 其中在郑州、上海、西安、北京等 13 个核心城市销售领先当地市场。 4) **公司销售表现相对具备韧性, 主要因为 a) 前开的项目, 公司通过前置营销和工程相关的节点, 上半年首开前置供货 6 个项目, 超额实现销售额 57 亿元; b) 加推热销房源, 续销提速, 二季度日均续销 3.9 亿元; 加大重点难点房源的考核与去化, 上半年去化住宅库存、商办、车位 215 亿元。 5) 公司下半年自投项目可售货源充足。**截至 2024 年 6 月, 公司可售货源 1690 亿元 (计划新增 494 亿元、存量在售 1196 亿元), 可售面积 688 万平, 其中一二线城市占比 79%; 长三角占比 51%、环渤海占比 19%、珠三角占比 7%、长江中游占比 7%。

■ **土地储备: 拿地权益比例提升, 巩固利润, 转化高效。** 2024 年上半年, 公司新增项目 15 个, 总建面 131 万平, 同比下降 49.0%; 拿地金额 189 亿元, 同比下降 40.0%; 拿地强度 (拿地金额/自投项目销售金额) 为 22.1%, 同比下降 10 个百分点; 楼面均价 14408 元/平, 同比增长 17.8%; 预计新增货值为 333 亿元, 达 2024 年拿地计划货值 (1000 亿元) 的三分之一。上半年新增项目中核心一二线城市新增货值占比 94%, 项目分布在杭州、西安、苏州、宁波、合肥、天津、福州、嘉兴等 8 座城市。一方面, 公司上半年新增项目平均净利润率持续保持较好水平, **上半年拿地平均权益比例为 84%,** 同比提升 5 个百分点, 确保项目开发效能, 强化长期归母净利润贡献。另一方面, 转化高效, 上半年新增项目预计在当年实现首开, 上半年新增项目预计当年销售转化率为 63%, 保障公司流动性安全。根据公司官网的月度简报, 叠加 7 月新增的 5 宗地块, 1-7 月公司新增项目 20 个, 总建面约 185.9 万平, 同比下降 29.3%; 权益拿地金额 240.6 亿元, 同比下降 21.9%。得益于投资策略的落实, 公司土地储备合理优化, 保障未来业务发展和长期盈利能力。截至 2024 年 6 月末, 公司土地储备 151 个 (包括在建及待建), 建面 3193 万平, 权益建面 2064 万平, 平均楼面地价 7999 元/平, 一二线城市占比 57%, 长三角区域占比 57%, 北京、上海、杭州、西安等十大战略核心城市占比 55%。

■ **开竣工: 运营管理能力提升, 已为下半年经营目标打下坚实基础。** 2024 年上半年新增项目从拿地到开工、经营性现金流回正周期平均分别为 1.7、9.5 个月, 分别缩短 0.4、2.1 个月, 运营效率整体提速 14%。重点城市提速显著, 杭州拿地至经营性现金流回正周期由 8.8 个月提速至 7.1 个月, 西安拿地至首开周期由 6.7 个月提速至 3.5 个月。 **2024 年下半年公司可售货源充足, 项目优势显著。**截至 2024 年 7 月末, 自投项目可售货源 1690 亿元 (不含 2024 年 8 月及以后新获取项目当年可售货源), 可售面积 688 万平, 一二线城市占比达 79%。公司预计 2024 年全年竣工面积 1202 万平。截至 2024 年 6 月末, 公司累计已售未结转金额约 2302 亿元 (权益: 1695 亿元), 其中 1046 亿元预计于下半年结转, 1072 亿元预计 2025 年结转。

■ **代建业务持续领先。** 2024 年上半年公司实现项目管理服务收入 16.4 亿元, 同比增长 12.3%, 主要是因为为新拓商业代建项目数量增加。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 2024 年 6 月末, 绿城管理合约总建面约 1.23 亿平, 上半年新拓总建面 1746 万平, 盈利能力稳定, 归母净利润 5.0 亿元, 同比增长 5.8%。

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。 2) 公司销售稳健, 土地投资量质双优, 销售与拿地权益比例均大幅提升, 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) 已售未结转货源充足且质量较高, 随着 2022 年以后利润率较高的优质项目入市结转, 公司利润率水平有望在 2025 年以后逐步向好发展。 4) 公司积极把握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, 增长公司的销售与业绩。

■ **考虑到房地产市场持续下行影响下, 公司计提减值规模增加, 我们下调 2024-2026 年盈利预测。** 我们预计公司 2024-2026 年主营业务收入分别为 1370/1442/1522 亿元, 同比增速分别为 4%/5%/6%; 归母净利润分别为 27/27/26 亿元, 同比增速分别为 12%/2%/2%; 对应 EPS 分别为 1.07/1.05/1.03 元。当前股价对应的 PE 分别为 5.0X/5.1X/5.2X。考虑到公司上半年整体营收、现金流稳步增长, 销售与拿地稳健, 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:

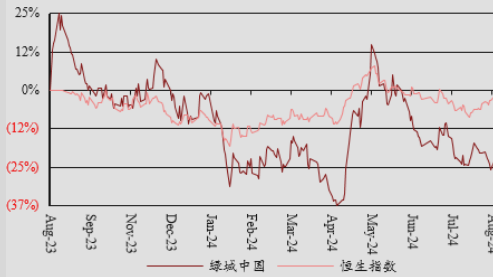
■ **销售与结转不及预期:** 房地产调控超预期收紧; 融资收紧; 多元业务发展不及预期。

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	137014.30	144241.00	152196.90
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	2735.72	2679.03	2635.74
变动 (%)	-38.33	13.12	-12.25	-2.07	-1.62
每股收益 (人民币)	1.02	1.22	1.07	1.05	1.03
变动 (%)	-20.61	19.63	-12.35	-2.09	-1.63
原先预测摊薄每股收益 (人民币)			1.25	1.35	1.47
调整幅度 (%)			(14.38)	(22.38)	(29.88)
全面摊薄市盈率 (倍)	5.20	4.35	4.96	5.07	5.15

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	(25.8)	(1.9)	(29.0)	(23.0)
相对恒生指数	(31.9)	(6.4)	(24.7)	(3.6)

发行股数 (百万)	2,532.00
流通股 (百万)	2,532.00
总市值 (港币 百万)	14,609.63
3 个月日均交易额 (港币 百万)	51.29
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 8 月 26 日收市价为标准

相关报告

《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》(2024/03/31)

《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

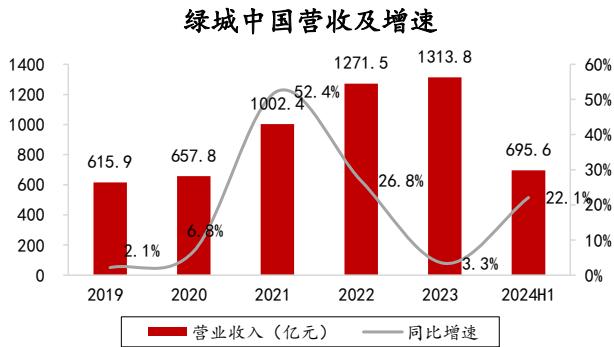
证券分析师: 许佳璐

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521110002

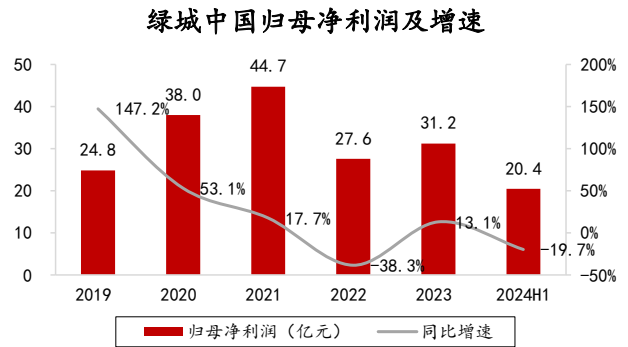
附录：

图表 1. 2024 年上半年绿城中国实现营业收入 695.6 亿元，同比增长 22.1%



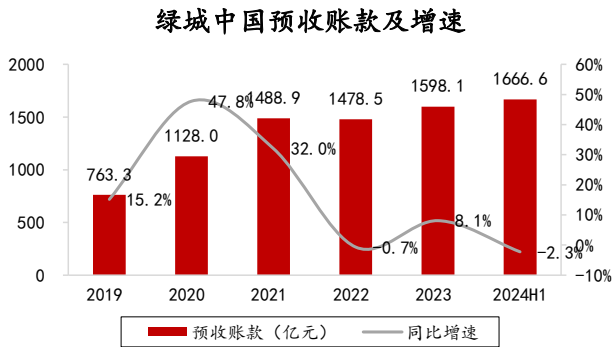
资料来源：公司年报，中银证券

图表 2. 2024 年上半年绿城中国实现归母净利润 20.4 亿元，同比下降 19.7%



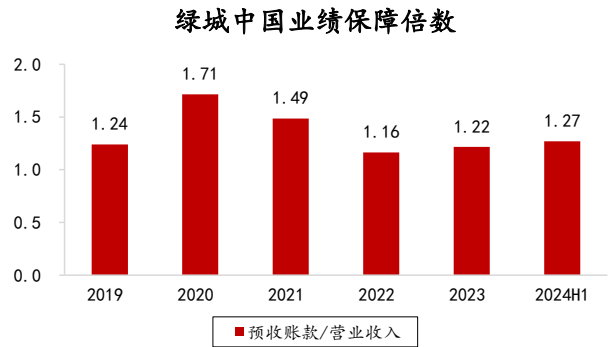
资料来源：公司年报，中银证券

图表 3. 截至 2024 年 6 月末，绿城中国预收账款 1666.6 亿元，同比下降 2.3%



资料来源：公司年报，中银证券

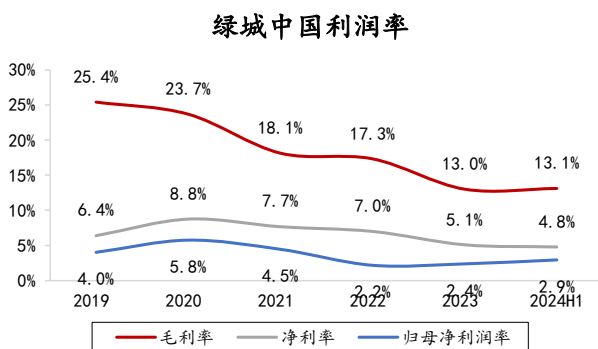
图表 4. 截至 2024 年 6 月末，绿城中国预收账款/营业收入为 1.27X



资料来源：公司年报，中银证券

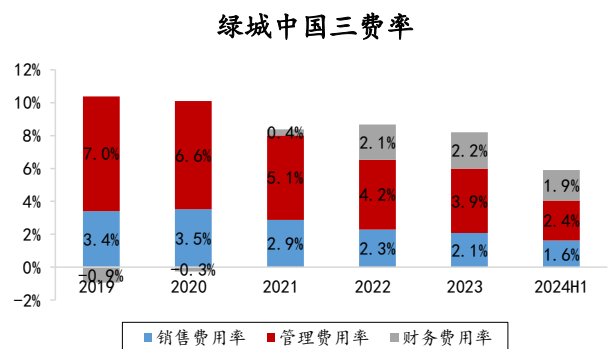
备注：2024H1 数据为预收账款/上年营业收入

图表 5. 2024 年上半年绿城中国毛利率、净利率和归母净利润率分别为 13.1%、4.8%、2.9%



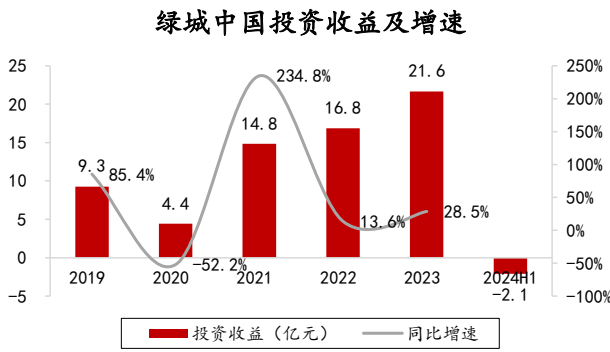
资料来源：公司年报，中银证券

图表 6. 2024 年上半年绿城中国三费率为 5.9%



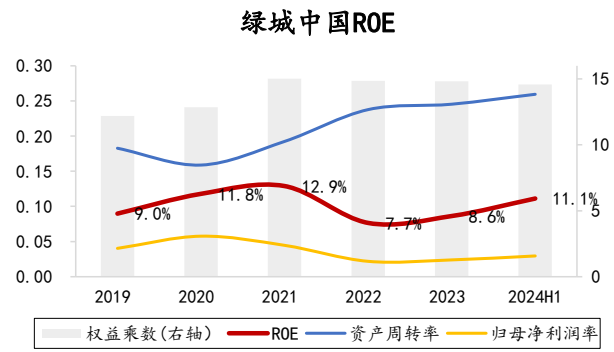
资料来源：公司年报，中银证券

图表 7. 2024 年上半年绿城中国投资收益为-2.1 亿元



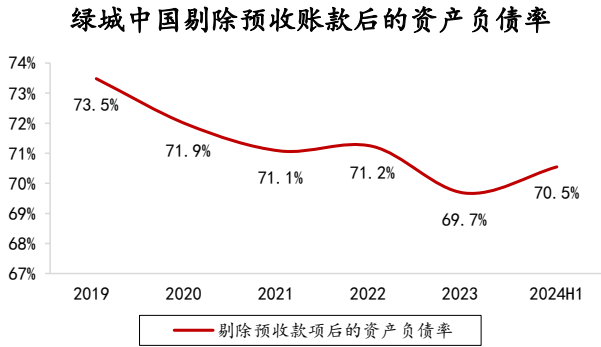
资料来源：公司年报，中银证券

图表 8. 2024 年上半年绿城中国年化后的 ROE 为 11.1%



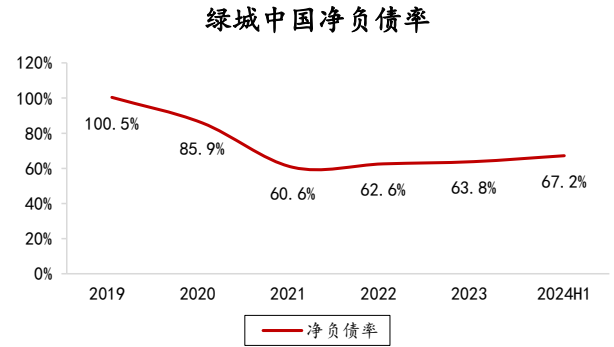
资料来源：公司年报，中银证券

图表 9. 截至 2024 年 6 月末，绿城中国剔除预收款项后的资产负债率为 70.5%



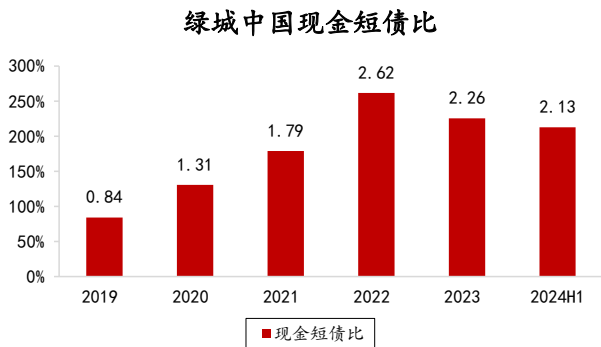
资料来源：公司年报，中银证券

图表 10. 截至 2024 年 6 月末，绿城中国净负债率为 67.2%



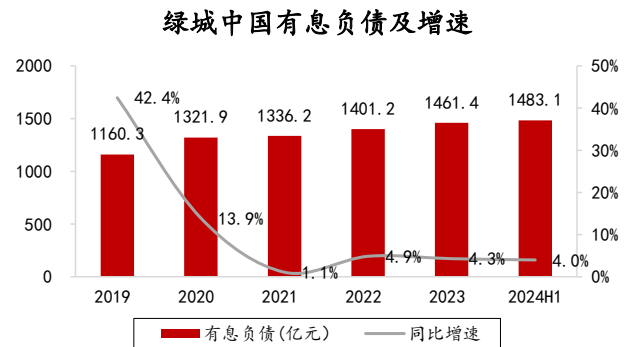
资料来源：公司年报，中银证券

图表 11. 截至 2024 年 6 月末，绿城中国现金短债比为 2.13X



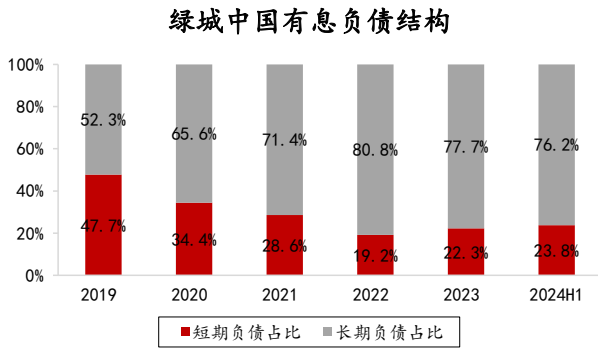
资料来源：公司年报，中银证券

图表 12. 截至 2024 年 6 月末，绿城中国有息负债规模 1483.1 亿元，同比增长 4.0%



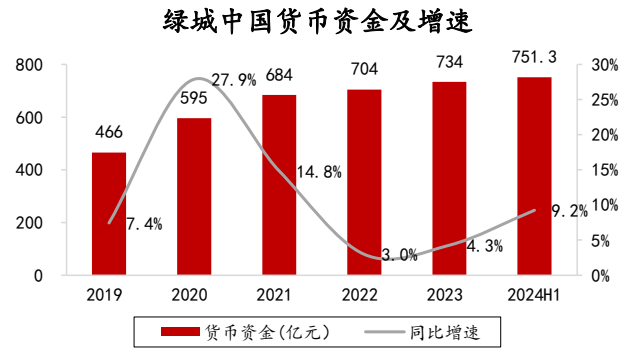
资料来源：公司年报，中银证券

图表 13. 截至 2024 年 6 月末，绿城中国短期有息负债占比 23.8%



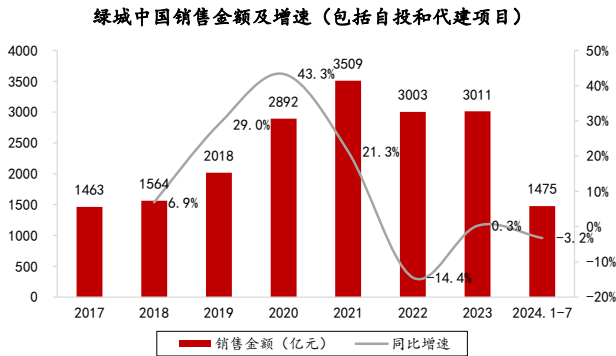
资料来源：公司年报，中银证券

图表 14. 截至 2024 年 6 月末，绿城中国货币资金 751.3 亿元，同比增长 9.2%



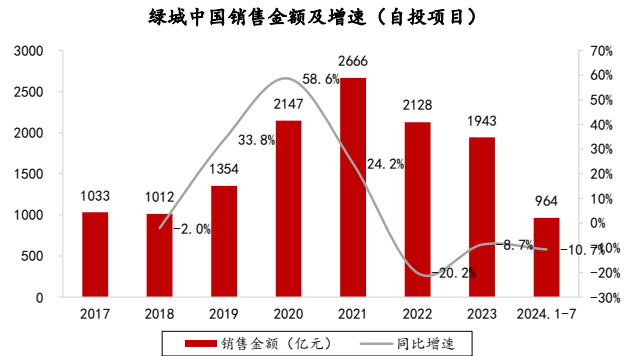
资料来源：公司年报，中银证券

图表 15. 2024 年 1-7 月绿城中国销售金额(包括自投和代建项目) 1475 亿元，同比下降 3.2%



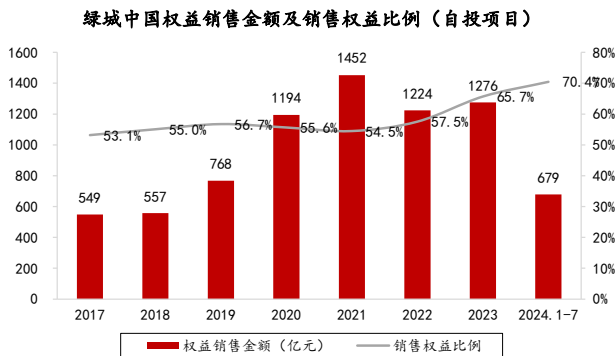
资料来源：公司年报，公司公告，中银证券

图表 16. 2024 年 1-7 月绿城中国销售金额(自投项目) 964 亿元，同比下降 10.7%



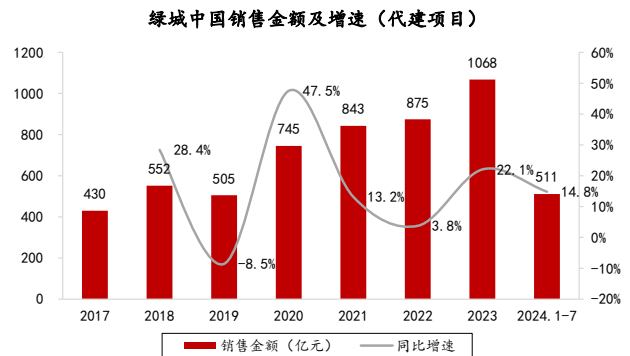
资料来源：公司年报，公司公告，中银证券

图表 17. 2024 年 1-7 月绿城中国权益销售金额(自投项目) 679 亿元，销售权益比例为 70.4%



资料来源：公司年报，公司公告，中银证券

图表 18. 2024 年 1-7 月绿城中国销售金额(代建项目) 511 亿元，同比增长 14.8%



资料来源：公司年报，公司公告，中银证券

图表 19. 2024 年上半年绿城中国新增土地建面 131 万平，同比下降 49.0%



资料来源：公司年报，中银证券

图表 20. 2024 年上半年绿城中国拿地金额 189 亿元，同比下降 40.0%



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	132399.94
经营费用	8353.39	8064.48	8083.98	8664.23	9286.32
息税折旧前利润	15429.33	10352.02	10402.20	10929.68	11816.87
折旧及摊销	762.90	779.66	534.97	545.59	555.58
经营利润(息税前利润)	14666.44	9572.35	9867.23	10384.09	11261.29
净利息收入/(费用)	-228.46	-727.03	-482.59	-388.92	-345.26
其他收益/(损失)	-2905.22	-1767.28	-1944.01	-2332.81	-2799.38
税前利润	13256.32	9724.65	9639.61	9966.63	10295.87
所得税	4361.35	3046.51	3422.06	3587.99	3706.51
净利润	8894.96	6678.14	6217.55	6378.65	6589.36
少数股东损益	6138.86	3560.46	3481.83	3699.61	3953.62
归母净利润	2756.10	3117.68	2735.72	2679.03	2635.74
每股收益(人民币)	1.02	1.22	1.07	1.05	1.03
每股股息(人民币)	0.50	0.43	0.56	0.73	0.95
收入增长(%)	26.85%	3.33%	4.29%	5.27%	5.52%
息税前利润增长(%)	31.76%	-34.73%	3.08%	5.24%	8.45%
息税折旧前利润增长(%)	31.33%	-32.91%	0.48%	5.07%	8.12%
净利润增长(%)	15.71%	-24.92%	-6.90%	2.59%	3.30%
归母净利润增长(%)	-38.33%	13.12%	-12.25%	-2.07%	-1.62%

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	7.04	6.91	6.76
毛利率(%)	17.32	12.99	12.65	12.73	13.01
归母净利润率(%)	2.17	2.37	2.00	1.86	1.73
ROE(%)	7.65	8.63	7.04	6.45	5.97
偿债能力					
资产负债率(%)	79.18	78.73	78.88	77.83	77.38
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	1.07	1.05	1.03
每股净资产(人民币)	14.23	14.27	15.35	16.41	17.45
估值比率					
P/E(最新摊薄)	5.20	4.35	4.96	5.07	5.15

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	84951.39	78189.28	79905.09
应收账款	1620.88	2011.88	1712.68	1803.01	1902.46
存货	284677.59	286513.10	283927.63	280290.23	283372.50
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	494024.34	492587.07	506845.05
固定资产	9613.76	10823.20	10586.27	10358.82	10140.47
无形资产	1810.17	1760.77	2162.73	2544.60	2907.37
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	74964.27	78251.67	81545.73
总资产	535076.99	535536.97	568988.62	570838.74	588390.77
应付账款	47721.75	48614.48	47873.38	44955.39	42709.66
短期债务	35882.18	42205.07	37984.56	34186.11	30767.50
其他流动负债	194395.72	187598.19	191820.02	187513.30	190246.12
流动负债总计	304754.49	303248.08	329387.00	323761.40	333625.05
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	35941.10	38676.82	41355.86	43991.60
股东权益	111412.92	113935.11	120152.65	126531.30	133120.66
少数股东权益	75389.16	77804.73	81286.55	84986.17	88939.78
总负债及权益	535076.99	535536.97	568988.62	570838.74	588390.77
每股净资产(人民币)	14.23	14.27	15.35	16.41	17.45
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