

002244.SZ

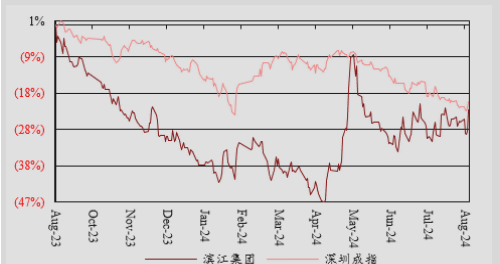
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 8.42

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	20.3	7.4	0.6	(23.5)
相对深圳成指	31.5	8.8	11.6	(3.1)

发行股数 (百万)	3,114.44
流通股 (百万)	2,657.29
总市值 (人民币 百万)	26,198.36
3个月日均交易额 (人民币 百万)	432.95
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8月30日收市价为标准

相关研究报告

- 《滨江集团: 在手现金大幅增长, 24年销售目标千亿以上》20240430
- 《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

滨江集团

上半年营收业绩同比下滑; 拿地强度仍然较高

摘要: 滨江集团公布2024年中报。公司2024年中报实现营业收入242.0亿元, 同比下降10.5%; 归母净利润11.7亿元, 同比下降28.7%。

- **公司营收业绩同比均下滑, 主要是因为交付体量和毛利率下降。**2024年上半年公司营收同比下降10.5%; 归母净利润同比下降28.7%, 主要受交付体量同比减少及交付项目毛利下降影响。根据项目建设进度, 今年公司操盘交付主要集中在第四季度。上半年公司房地产开发项目结算毛利率仅为9.6%, 同比下降8.7个百分点, 主要是因为上半年结算的主要项目为2020、2021年获得的项目, 此类项目因存在自持等原因导致毛利率较低, 预计随着低毛利项目的交付, 未来毛利率会逐步修复。公司未来业绩有保障, 2024年6月末公司尚未结算的预收账款为1396亿元, 预收账款/上半年营业收入达到1.98X。
- **公司短期利润率仍然承压, 注重费用管控。**2024年上半年公司毛利率、净利率、归母净利润率分别为9.6%、5.1%、4.8%, 同比分别下降8.7、2.1、1.2个百分点, 前期高价地块进入结算期, 短期利润率水平承压。受利润率下滑的影响, 2024年上半年年化后的ROE同比下降4.2个百分点至8.8%。不过公司注重费用管控, 上半年三费率仅为3.7%, 同比基本持平。
- **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2024年6月末, 公司有息负债398.7亿元, 同比下降6.3%, 其中银行贷款占比约为79.5%, 直接融资占比约为20.5%; 权益有息负债344.4亿元, 较2023年末下降了15.6亿元。2024年6月末公司剔除预收款后的资产负债率为59.0%, 同比下降1.0个百分点; 净负债率为22.9%, 同比提升1.3个百分点; 债务期限构成上, 公司短期债务为107.6亿元, 占比仅为27%, 同比下降6.6个百分点, 现金短债比为2.46X, 同比提升0.38X, 可有效覆盖短期债务。公司近年来融资成本不断下降, 充分反映了市场对公司资产价值、经营能力和信誉的高度认可, 截至2024年6月末公司平均融资成本为3.7%, 较2023年末下降0.5个百分点。公司授信储备充裕, 流动性良好, 截至2024年6月末, 公司共获银行授信总额度1259.2亿元, 较2023年末增加3.5%, 授信额度已使用366.8亿元, 剩余额度为892.4亿元, 占总额度的71%。直接融资可用额度上, 截止6月末已获批准尚未发行的公司债额度15.5亿元, 注册完成尚未发行的短期融资券额度23亿元、中票额度23亿元, 可根据资金需求和市场情况择机发行。公司2024年1-8月已经发行了31亿元的短期融资券和18亿元的中期票据。2024年公司计划权益有息负债规模保持平稳(2023年末为360亿元), 将一年期的直接融资规模控制在40亿元以内, 争取进一步降低融资成本。从上半年的情况来看, 基本完成了公司2024年融资方面的经营计划。

■ **经营性现金流短期承压。**截至2024年6月末, 公司持有现金264.4亿元, 同比下降10.8%。上半年公司经营性活动现金流净流出45.8亿元(2023年同期为净流入275.9亿元), 主要是因为公司维持较强的拿地力度, 购买商品、接受劳务支出相对稳定, 同比下降11.8%至233.8亿元, 但上半年受销售同比下降、按揭首付比例下调, 以及形象进度未结项等按揭放款条件受限因素影响, 销售回款同比降幅较大, 销售商品、提供劳务收到的现金同比下降63.7%至225.7亿元。公司预计随着已售项目逐步结项达到按揭放款条件, 下半年回笼资金较上半年将有较大幅度增加, 公司经营现金流将持续改善。

■ **销售保持行业前列。**2024年上半年公司实现销售金额582亿元, 同比减少37.1%, 位列克而瑞行业销售排名第8名, 较2023年提升3名。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。上半年已经完成全年销售目标的58%, 完成进度大于时间进度。

■ **公司拿地强度仍然较高, 土储充裕且仍然集中在杭州及浙江省。**2024年上半年公司新增土地储备项目10个, 全部位于杭州; 新增土储建面87.5万平, 同比下降64.9%, 拿地金额222.7亿元, 同比下降43.8%; 权益拿地金额112.2亿元, 拿地权益比例为50.4%, 同比提升4.9个百分点, 拿地强度为38.2%, 同比虽然下降了4.6个百分点, 但仍然保持较高的拿地强度; 楼面均价2.54万元/平, 同比增长60.1%。2024年6月末公司土地储备1290万平, 其中杭州占76%, 浙江省内非杭州的城市占比18%, 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2024年6月末, 公司持有用于出租的写字楼、商业用房、社区底商及公寓面积约43.1万平, 同比增长17.5%, 上半年实现租金收入1.98亿元, 同比增长21.5%。公司投资性房地产采用成本法计量, 期末账面价值92.56亿元, 同比增长29.1%。2) **代建业务:**公司通过对外输出品牌, 拓展代建业务, 对开发业务起补充作用。上半年公司已获取宁波余姚代建项目一个, 同时公司积极参与省内各类政府代建项目的投标。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:**公司旗下首个康养项目, 滨江和家御虹府长者之家有序运营中, 截至2024年6月末入住率已超75%。

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, 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, 融资渠道通畅。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、融资成本比房企国企, 在行业出清中保持较强优势。我们预计公司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10.8X/10.7X/10.0X。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, 已售未结算资源丰富, 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。

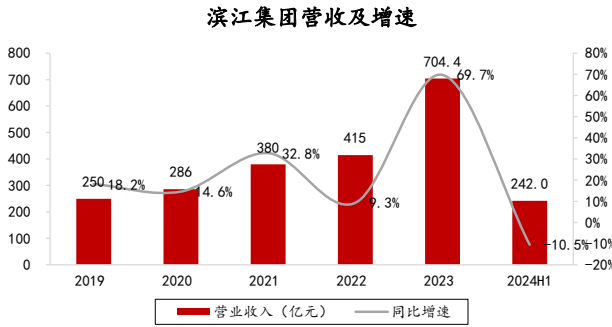
投资摘要

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
市盈率(倍)	7.0	10.4	10.8	10.7	10.0
市净率(倍)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

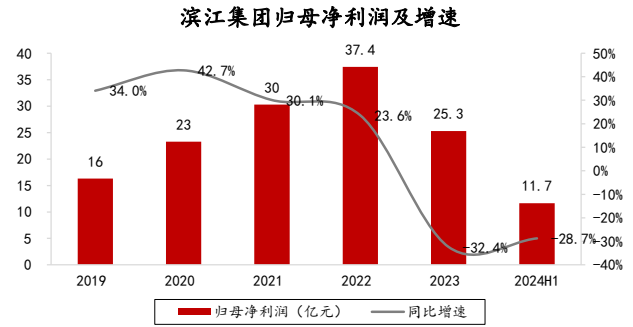
附录：

图表 1. 2024 年上半年滨江集团实现营收 242.0 亿元，同比下降 10.5%



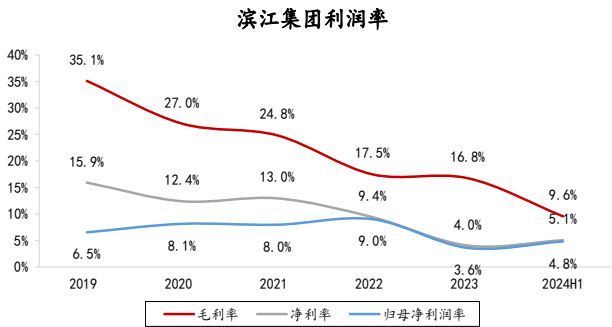
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 2023 年滨江集团归母净利润 11.7 亿元，同比下降 28.7%



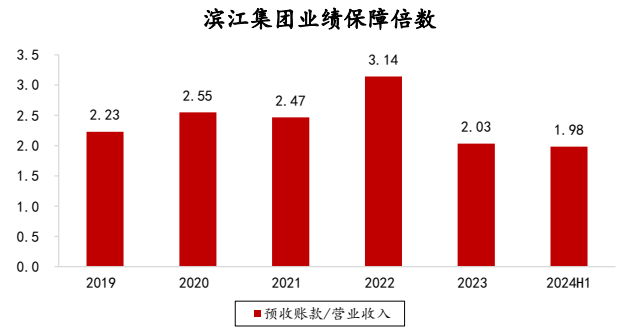
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 2024 年上半年滨江集团毛利率、净利率、归母净利润率分别为 9.6%、5.1%、4.8%



资料来源：公司公告，中银证券

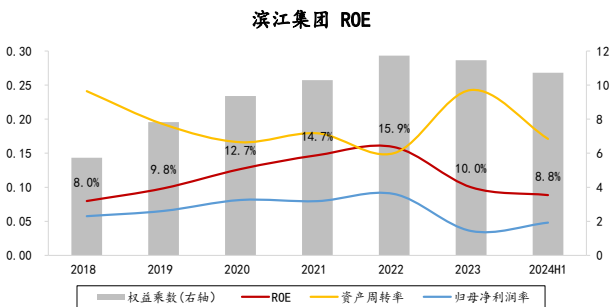
图表 4. 2024 年 6 月末滨江集团业绩保障倍数高达 1.98X



资料来源：公司公告，中银证券

数据说明：2024H1 业绩保障倍数=2024H1 末预收账款/2023 年营业收入

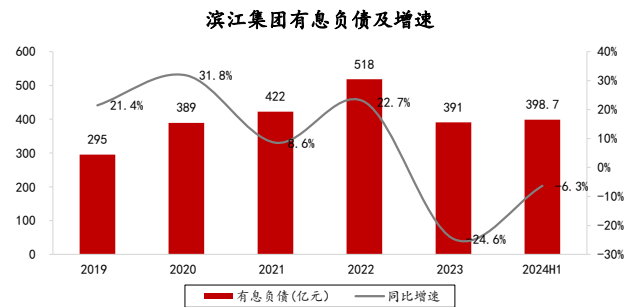
图表 5. 2024 年上半年滨江集团年化后的 ROE 为 8.8%



资料来源：公司公告，中银证券

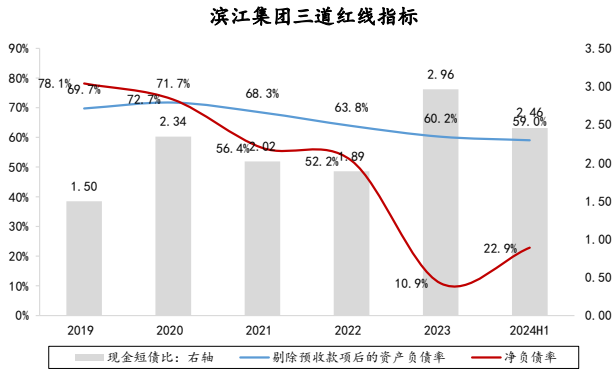
数据说明：2024H1 的 ROE 为年化 ROE。

图表 6. 2024 年 6 月末滨江集团有息负债为 398.7 亿元，同比下降 6.3%



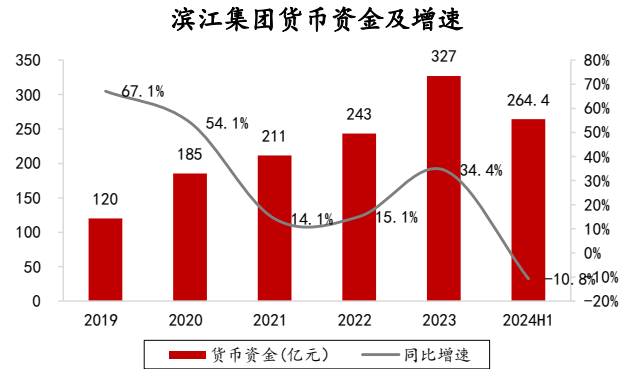
资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 2024 年 6 月末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 59.0%、22.9% 和 2.46X



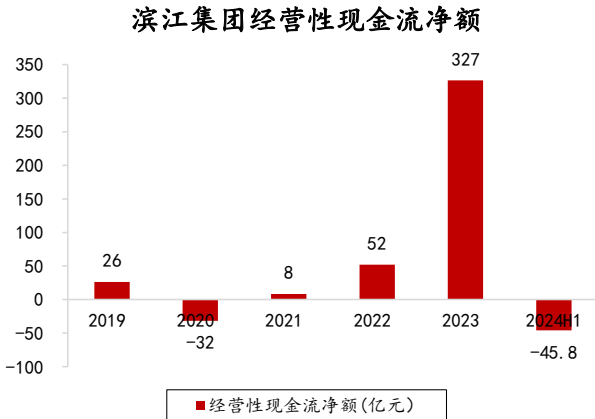
资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 截至 2024 年 6 月末，滨江集团货币资金 264.4 亿元，同比下降 10.8%



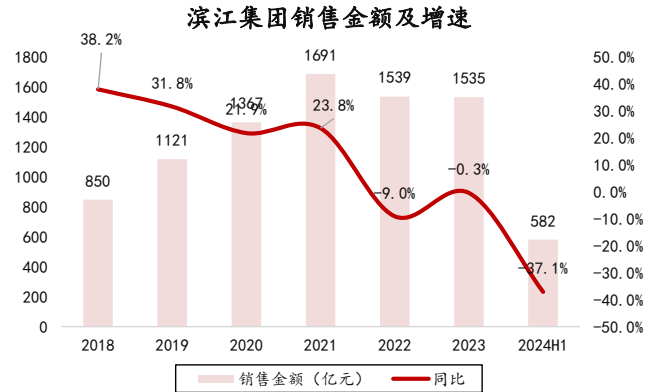
资料来源：公司公告，中银证券

图表 9. 2024 年上半年滨江集团现金流净额为 -45.8 亿元



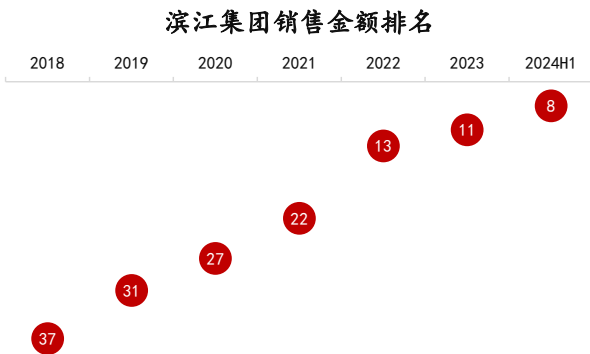
资料来源：公司公告，中银证券

图表 10. 2024 年上半年滨江集团实现销售金额 582 亿元，同比下降 37.1%



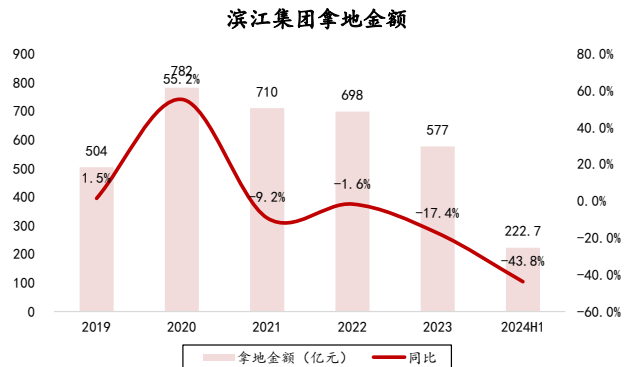
资料来源：公司公告，中银证券

图表 11. 2024 年上半年滨江集团销售排名提升至第 8 位



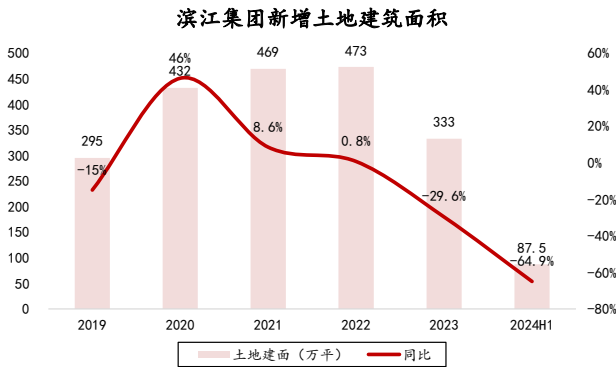
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 12. 2024 年上半年滨江集团拿地金额 222.7 亿元，同比下降 43.8%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 13. 2024 年上半年滨江集团拿地建面 87.5 万平，同比下降 64.9%



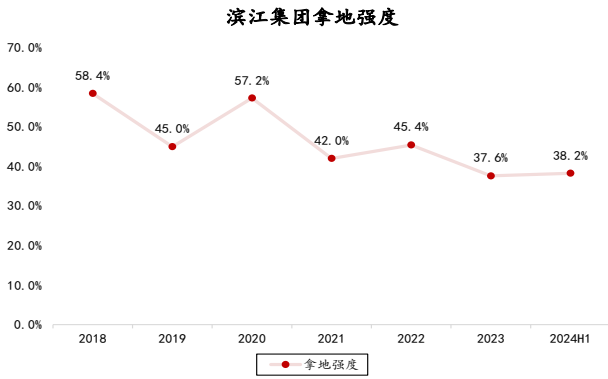
资料来源：公司公告，中银证券

图表 14. 2024 年上半年滨江集团楼面均价 2.54 万元/平，同比提升 60.1%



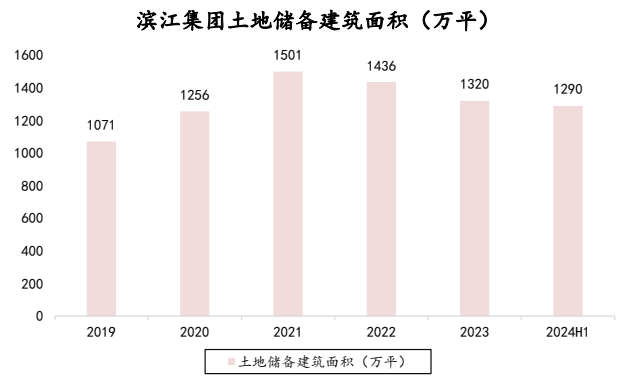
资料来源：公司公告，中银证券

图表 15. 2024 年上半年滨江集团拿地金额/销售金额为 38.2%，同比下降 4.6 个百分点



资料来源：公司公告，中银证券

图表 16. 截至 2024 年 6 月末，滨江集团土地储备 1290 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
流动资产	250,347	258,201	268,735	283,182	303,310
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
非流动资产	25,829	31,831	34,853	38,304	42,124
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
资产合计	276,176	290,032	303,588	321,486	345,434
流动负债	183,721	202,701	215,517	230,191	248,820
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
非流动负债	39,738	28,876	27,160	27,889	30,546
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
负债合计	223,459	231,577	242,677	258,080	279,366
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
负债和股东权益合计	276,176	290,032	303,588	321,486	345,434

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
经营活动现金流	5,214	32,650	19,880	13,755	14,277
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)
投资活动现金流	(24,214)	(12,314)	(4,916)	(5,178)	(5,552)
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)
筹资活动现金流	22,150	(11,967)	(1,665)	(666)	1,811
净现金流	3,150	8,369	13,298	7,911	10,536

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(%)	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
获利能力					
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
偿债能力					
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
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	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
费用率					
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
每股指标(元)					
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
估值比率					
P/E(最新摊薄)	7.0	10.4	10.8	10.7	10.0
P/B(最新摊薄)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	17.4	7.7	5.1	3.1	1.4
价格/现金流(倍)	5.0	0.8	1.3	1.9	1.8

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