

600325.SH

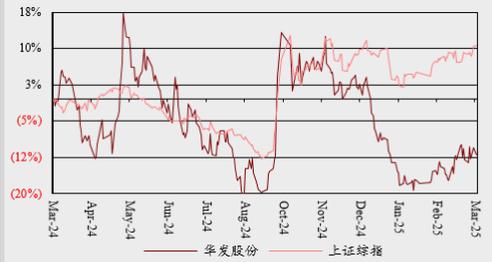
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 5.71

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	0.2	3.4	(8.9)	(18.4)
相对恒生指数	(4.8)	1.3	(10.9)	(30.6)

发行股数 (百万)	2,752.15
流通股 (百万)	2,571.24
总市值 (港币 百万)	15,714.79
3个月日均交易额 (港币 百万)	226.20
主要股东持股比例 (%)	
珠海华发集团有限公司	26.34

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2025年3月17日收市价为标准

相关报告

《华发股份: 营收规模稳步增长; 经营性现金流明显优化》(2024/04/30)

《华发股份: 上半年营收业绩稳步增长; 拿地聚焦核心一二线城市》(2023/09/01)

《华发股份: 把握机遇实现规模突破, 聚焦核心战略下销售拿地强势》(2023/05/15)

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

华发股份

营收业绩短期承压, 但待结算资源充沛; 销售规模稳居千亿阵营

摘要: 华发股份公布2024年年报, 公司实现营业总收入599.9亿元, 同比下降16.8%; 归母净利润9.5亿元, 同比下降48.2%。公司拟每10股派发现金股息1.04元(含税), 分红率为30%。

■ **公司业绩承压, 但待结算资源充沛。**2024年公司营收同比下降16.8%, 主要是由于结转规模的减少, 归母净利润同比下降48.2%。业绩降幅明显大于营收主要是因为: 1) 结算利润率下滑, 公司毛利率为14.3%, 同比下降3.8个百分点。2) 受市场环境的影响, 2024年计提相关资产和信用减值准备合计约19.7亿元, 同比增加3.2亿元, 导致归母净利润减少12.4亿元。3) 三费率小幅增加, 2024年公司三费率6.1%, 同比小幅提升0.4个百分点, 其中管理费用率、财务费用率同比分别增加0.2、0.5个百分点。2024年公司净利率和归母净利润率分别为2.3%和1.6%, 同比分别下降了2.5、1.0个百分点。受利润率下滑的影响, 公司ROE同比下降了3.5个百分点至4.8%。2024年投资收益9.7亿元, 同比增加243.9%, 少数股东损益占比(少数股东损益/净利润)同比下降14.7个百分点至32.3%。截至2024年末, 公司财报披露的预收账款为874亿元, 同比虽然下降13.4%, 但预收账款/营收高达1.46X, 较2023年末提升0.06X, 待结算资源充沛, 未来业绩保障程度仍然较高。

■ **公司优化债务结构, 融资成本不断下降, “三道红线”持续保持“绿档”; 拟发行可转债。**截至2024年末, 公司有息负债1254亿元, 同比下降2.6%, 其中一年到期的有息负债占比仅为18.8%, 同比下降0.8个百分点。2024年末公司剔除预收款后的资产负债率为63.1%, 同比下降0.1个百分点, 净负债率为73.8%, 同比提升11.2个百分点, 现金短债比为1.41X, 同比下降0.42X, “三道红线”稳居绿档。公司近年来融资成本不断下降, 截至2024年末公司平均融资成本为5.22%, 同比下降0.26个百分点。公司紧跟国家保障性住房融资政策, 融资品种持续丰富, 建信华金-华发股份消费类基础设施 Pre-reits 21.25亿元成功落地; 在2023年完成定向增发融资基础上, 开展发行定向可转债工作, 股权融资取得新进展, 拟发行55亿元定向可转债, 并已获上交所受理, 主要用于上海、无锡、珠海等地的项目以及补充流动资金。

■ **现金流短期承压, 经营性现金流因销售回款减少同比下滑。**截至2024年末, 公司货币资金332亿元, 同比下降28.3%。2024年公司经营性现金流净流入159亿元, 同比下降68.5%, 一方面是因为销售回款减少, 销售商品、提供劳务收到的现金500亿元, 同比下降41.0%; 另一方面, 公司土地和建安支出有所增加, 购买商品、接受劳务支付的现金同比增加18.6%。2024年公司筹资性现金流净流出54亿元(2023年净流入114亿元), 主要是融资净流入减少所致。

■ **房地产开发业务: 1) 销售: 销售排名首次进入TOP10。**2024年公司实现销售金额1054亿元, 同比下降16.3%, 销售排名升至10位, 较2023年全年销售排名提升了4位, 首次进入TOP10房企行列; 销售面积370万平, 同比下降7.4%; 销售均价2.85万元/平, 同比下降9.7%; 权益销售金额692亿元, 销售权益比例为65.6%, 同比下降了3.6个百分点。具体来看, 华东大区全年完成销售462亿元, 销售占比44%, 为公司销售奠定基础; 华南大区全年完成销售321亿元, 销售占比30.4%, 销售指标增势明显; 珠海大区全年完成销售250亿元, 销售占比23.7%, 稳居珠海龙头地位; 北方区域全年完成销售22亿元, 销售占比2.1%。根据克而瑞, 2025年1-2月公司销售金额172亿元, 同比增长58.6%, 销售面积61万平, 同比增长65.8%, 销售均价2.82万元/平, 同比下降4.3%。2) **拿地: 公司聚焦重点城市, 重入为出, 精准投拓。**2024年公司投拓策略始终聚焦在一线、强二线城市, 通过公开竞拍、股权合作等方式, 分别在上海、广州、成都、西安等核心城市获取6个优质项目, 投资基础更加稳固, 积累发展后劲。根据克而瑞, 2024年公司拿地金额95亿元, 同比下降76.8%, 拿地强度(拿地金额/销售金额)为9.0%, 同比下降23.4个百分点。截至2024年末, 土地储备(待开发土地计容建面)377万平, 同比下降13.2%, 在建面积836万平, 同比下降29.7%。3) **受前期销售下行影响, 2024年公司新开工面积95万平, 同比下降53.8%, 竣工面积488万平, 同比下降5.2%。**

■ **公司围绕住宅主业, 不断做强做优商业、物业及上下游产业链等“三大支撑”。**1) **商业运营方面,**公司2024年租金收入达7.85亿元, 同比增长15.4%, 业务收入稳中有增。2024年新开业2家商业中心, 截至2024年末在管集中商业达11个, 配套商业项目62个, 商办项目32个, 总商业面积达260万平。2) **物业服务方面,**公司2024年实现物业收入16.75亿元, 同比增长18.9%, 有效增厚公司效益。截至2024年末, 华发物业已进驻40余个城市, 服务项目超过400个。3) **上下游产业链业务方面,**营销公司在多个项目跑赢竞品, “联代”占比持续提升领先优势。优生活公司在管长租公寓门店总数达26家, 荣获2024中国住房租赁广厦奖年度品牌力企业。设计公司助力公司“四化十五优”产品体系迭代升级, 完成40余项专利挖掘及申报。华实中建通过2023年度广东省专精特新中小企业认定, 荣获香港杰出宜居城市建筑贡献勋章等四大奖项。代理公司抢抓新政权机会及热点趋势, 推广“以旧换新”助力主业销售。

投资建议与盈利预测:

■ 作为典型的成长性地方国企, 大股东实力雄厚, 流动性较好, 融资成本进一步下降。公司2024年销售规模首次进入行业TOP10, 近两年大量补充核心城市优质土储, 布局重心转向基本面较好的华东, 未来项目去化速度、结算质量均有望实现进一步提升。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。我们预计公司2025-2027年营业收入分别为559/544/519亿元, 同比增速分别为-7%/-3%/-5%; 归母净利润分别为7.7/6.9/6.4亿元, 同比增速分别为-19%/-11%/-6%; 对应EPS分别为0.28/0.25/0.23元。当前股价对应的PE分别为20.4X/22.9X/24.4X。不过考虑到公司销售投资都具备一定韧性, 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:

■ 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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	72,145	59,992	55,948	54,438	51,912
增长率(%)	19.4	(16.8)	(6.7)	(2.7)	(4.6)
EBITDA(人民币 百万)	5,253	1,612	1,278	987	1,057
归母净利润(人民币 百万)	1,838	951	769	685	643
增长率(%)	(29.6)	(48.2)	(19.2)	(10.9)	(6.2)
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.67	0.35	0.28	0.25	0.23
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.69	0.74	
调整幅度(%)			(59.5)	(66.4)	
市盈率(倍)	8.6	16.5	20.4	22.9	24.4
市净率(倍)	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

附录：

图表 1. 2024 年华发股份实现营业收入 599.9 亿元，同比下降 16.8%



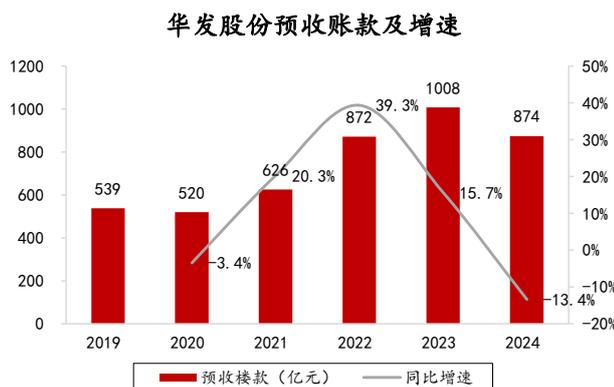
资料来源：公司年报，中银证券

图表 2. 2024 年华发股份实现归母净利润 9.5 亿元，同比下降 48.2%



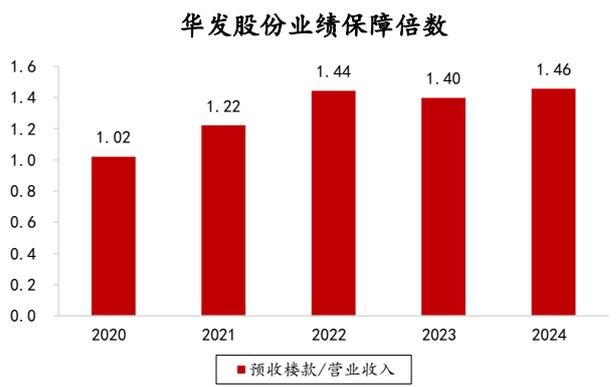
资料来源：公司年报，中银证券

图表 3. 截至 2024 年末，华发股份预收账款 874 亿元，同比下降 13.4%



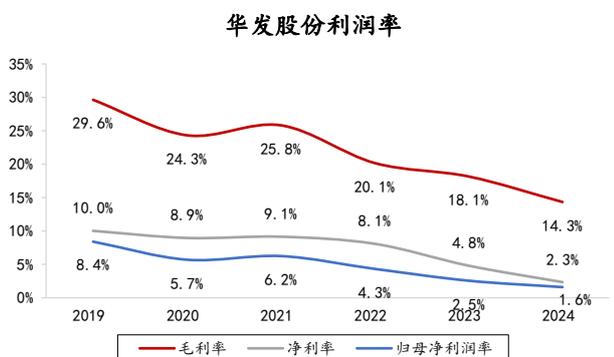
资料来源：公司年报，中银证券

图表 4. 截至 2024 年末，华发股份预收账款/营业收入为 1.46X



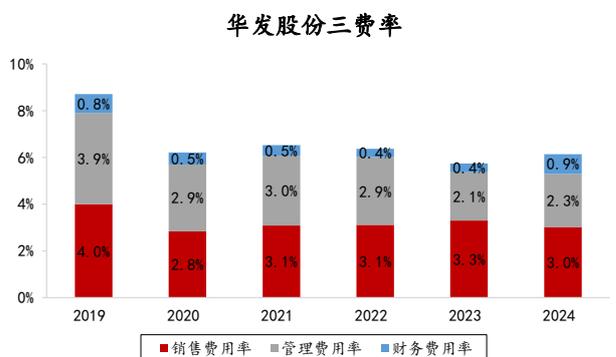
资料来源：公司年报，中银证券

图表 5. 2024 年华发股份毛利率、净利率和归母净利润率分别为 14.3%、2.3%、1.6%



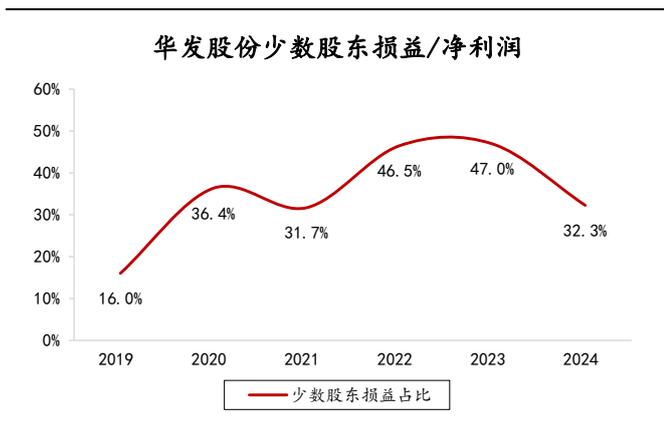
资料来源：公司年报，中银证券

图表 6. 2024 年华发股份三费率 6.1%



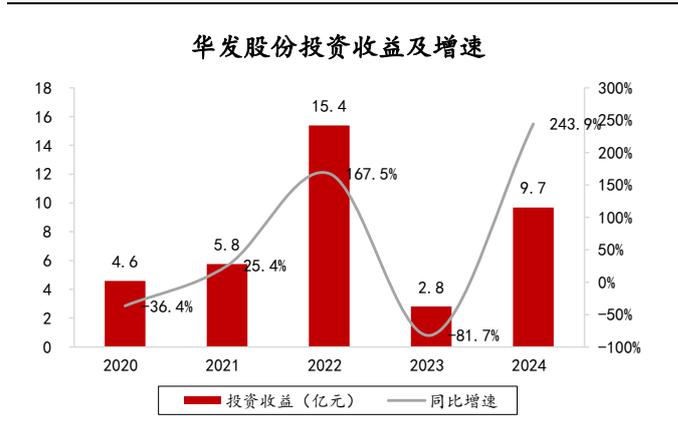
资料来源：公司年报，中银证券

图表 7. 2024 年华发股份少数股东损益占比为 32.3%



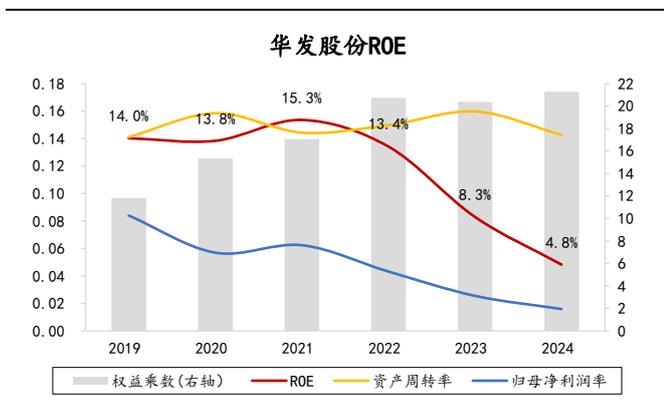
资料来源：公司年报，中银证券

图表 8. 2024 年华发股份投资收益 9.7 亿元，同比增长 243.9%



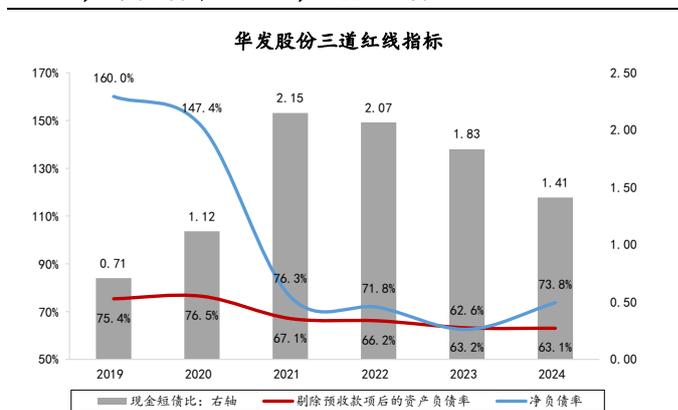
资料来源：公司年报，中银证券

图表 9. 2024 年华发股份 ROE 为 4.8%



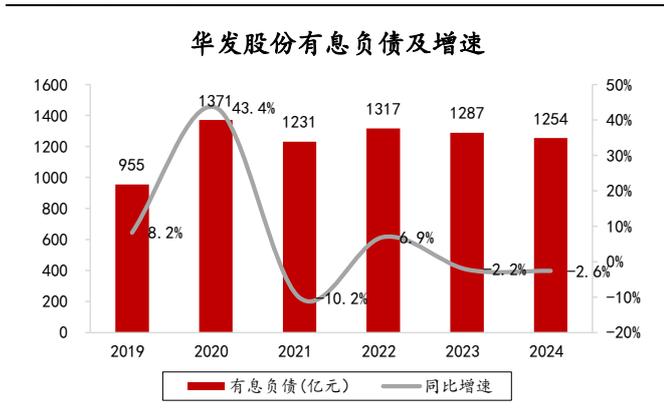
资料来源：公司年报，中银证券

图表 10. 截至 2024 年末,公司剔除预收账款的资产负债率 63.1%，净负债率 73.8%，现金短债比为 1.41X



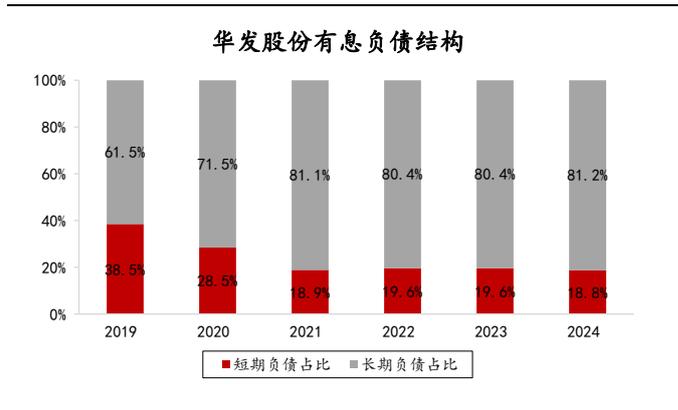
资料来源：公司年报，中银证券

图表 11. 截至 2024 年末, 华发股份有息负债规模 1254 亿元, 同比下降 2.6%



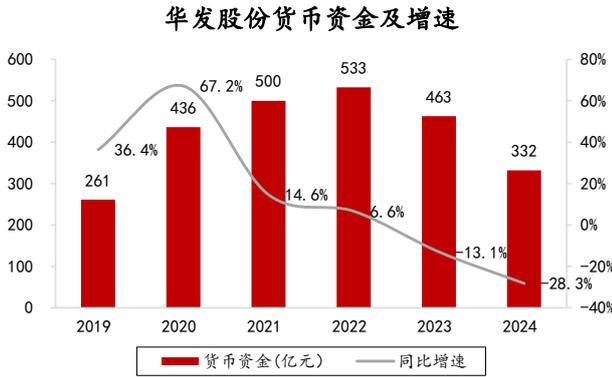
资料来源：公司年报，中银证券

图表 12. 截至 2024 年末, 华发股份有息负债中短期有息负债占比 18.8%



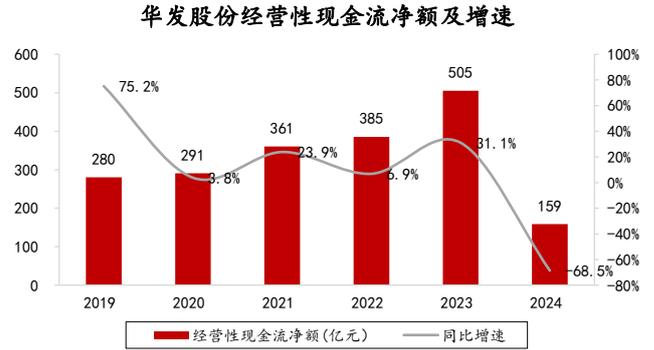
资料来源：公司年报，中银证券

图表 13. 截至 2024 年末，华发股份货币资金 332 亿元，同比下降 28.3%



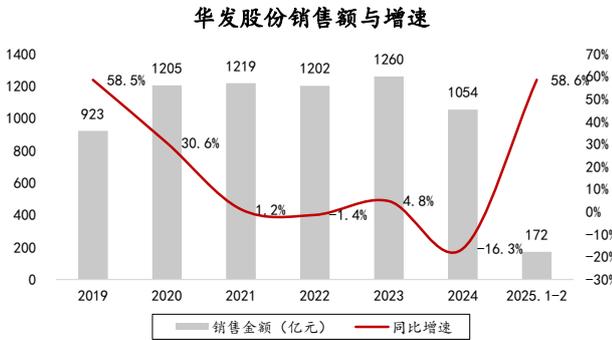
资料来源：公司年报，中银证券

图表 14. 2024 年华发股份经营性现金流净流入 159 亿元，同比下降 68.5%



资料来源：公司年报，中银证券

图表 15. 2024 年华发股份销售金额 1054 亿元，同比下降 16.3%



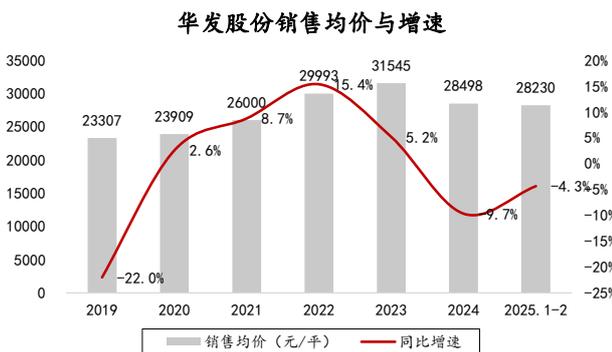
资料来源：公司年报，克而瑞，中银证券

图表 16. 2024 年华发股份销售面积 370 万平，同比下降 7.4%



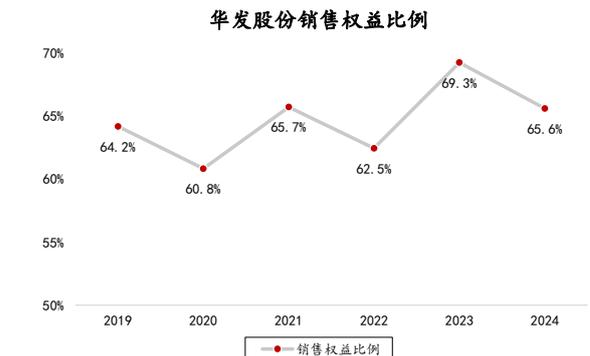
资料来源：公司年报，克而瑞，中银证券

图表 17. 2024 年华发股份销售均价 2.85 万元/平，同比下降 9.7%



资料来源：公司年报，克而瑞，中银证券

图表 18. 2024 年华发股份销售权益比例提升至 65.6%



资料来源：公司年报，克而瑞，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	72,145	59,992	55,948	54,438	51,912
营业收入	72,145	59,992	55,948	54,438	51,912
营业成本	59,061	51,404	48,510	47,687	45,161
营业税金及附加	2,746	2,241	2,090	2,033	2,076
销售费用	2,383	1,813	1,722	1,722	1,809
管理费用	1,485	1,358	1,290	1,290	1,354
研发费用	89	79	74	54	52
财务费用	0	512	559	381	292
其他收益	73	36	40	44	48
资产减值损失	(1,595)	(1,840)	(1,472)	(1,178)	(942)
信用减值损失	(48)	(126)	(19)	(19)	(19)
资产处置收益	(4)	4	(0)	2	1
公允价值变动收益	992	354	361	368	375
投资收益	281	968	987	1,007	1,027
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	5,807	1,980	1,599	1,494	1,657
营业外收入	115	58	64	70	77
营业外支出	49	76	84	92	101
利润总额	5,873	1,962	1,579	1,472	1,633
所得税	2,408	557	449	418	464
净利润	3,465	1,405	1,131	1,054	1,169
少数股东损益	1,627	453	362	369	526
归母净利润	1,838	951	769	685	643
EBITDA	5,253	1,612	1,278	987	1,057
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.67	0.35	0.28	0.25	0.23

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	387,106	349,034	338,630	331,313	315,789
现金及等价物	46,320	33,206	34,103	34,822	46,059
应收账款	1,248	1,546	940	1,479	828
应收票据	0	0	0	0	0
存货	275,032	247,950	237,146	226,473	200,048
预付账款	1,628	1,860	1,374	1,805	1,206
合同资产	1	1	2	1	2
其他流动资产	62,877	64,471	65,064	66,733	67,646
非流动资产	64,593	71,261	77,482	84,192	90,904
长期投资	25,246	28,025	30,209	31,872	34,081
固定资产	5,063	5,234	5,135	5,023	4,896
无形资产	475	483	471	460	448
其他长期资产	33,809	37,519	41,667	46,837	51,479
资产合计	451,699	420,295	416,112	415,505	406,693
流动负债	198,764	175,002	170,889	168,783	155,529
短期借款	463	3,480	2,784	2,227	2,004
应付账款	41,250	29,078	32,907	28,026	29,680
其他流动负债	157,051	142,445	135,198	138,530	123,845
非流动负债	121,236	120,305	119,269	119,825	123,180
长期借款	82,013	79,382	75,412	71,642	70,209
其他长期负债	39,223	40,923	43,856	48,183	52,971
负债合计	320,000	295,307	290,158	288,608	278,709
股本	2,752	2,752	2,752	2,752	2,752
少数股东权益	109,523	105,244	105,606	105,975	106,501
归属母公司股东权益	22,177	19,744	20,348	20,923	21,483
负债和股东权益合计	451,699	420,295	416,112	415,505	406,693

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,465	1,405	1,131	1,054	1,169
折旧摊销	514	482	507	533	559
营运资金变动	(18,062)	3,036	5,593	7,768	13,225
其他	64,627	10,978	4,899	3,908	4,920
经营活动现金流	50,544	15,900	12,129	13,262	19,873
资本支出	(52,385)	(10,306)	(234)	(234)	(234)
投资变动	(9,871)	(4,698)	(6,855)	(6,328)	(6,866)
其他	(7,236)	(8,377)	(486)	(169)	85
投资活动现金流	(69,492)	(23,382)	(7,575)	(6,732)	(7,015)
银行借款	(524)	385	(4,665)	(4,327)	(1,656)
股权融资	14,433	(1,687)	(165)	(110)	(83)
其他	(2,470)	(4,118)	1,174	(1,374)	117
筹资活动现金流	11,439	(5,419)	(3,656)	(5,812)	(1,621)
净现金流	(7,509)	(12,901)	898	718	11,237

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	19.4	(16.8)	(6.7)	(2.7)	(4.6)
营业利润增长率(%)	(10.6)	(65.9)	(19.2)	(6.6)	10.9
归属于母公司净利润增长率(%)	(29.6)	(48.2)	(19.2)	(10.9)	(6.2)
息税前利润增长(%)	(4.5)	(76.1)	(31.8)	(41.0)	9.6
息税折旧前利润增长(%)	(3.1)	(69.3)	(20.7)	(22.7)	7.1
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	(29.6)	(48.2)	(19.2)	(10.9)	(6.2)
获利能力					
息税前利润率(%)	6.6	1.9	1.4	0.8	1.0
营业利润率(%)	13.6	10.6	10.5	10.3	11.0
毛利率(%)	18.1	14.3	13.3	12.4	13.0
归母净利润率(%)	2.5	1.6	1.4	1.3	1.2
ROE(%)	8.3	4.8	3.8	3.3	3.0
ROIC(%)	0.9	0.3	0.2	0.1	0.1
偿债能力					
资产负债率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
净负债权益比	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6
流动比率	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
应收账款周转率	58.2	42.9	45.0	45.0	45.0
应付账款周转率	1.9	1.7	1.8	1.8	1.8
费用率					
销售费用率(%)	3.3	3.0	3.1	3.2	3.5
管理费用率(%)	2.1	2.3	2.3	2.4	2.6
研发费用率(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
财务费用率(%)	0.0	0.9	1.0	0.7	0.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.7	0.3	0.3	0.2	0.2
每股经营现金流(最新摊薄)	18.4	5.8	4.4	4.8	7.2
每股净资产(最新摊薄)	8.1	7.2	7.4	7.6	7.8
每股股息	0.4	0.1	0.1	0.0	0.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	8.6	16.5	20.4	22.9	24.4
P/B(最新摊薄)	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	37.2	117.8	141.2	169.1	143.1
价格/现金流(倍)	0.3	1.0	1.3	1.2	0.8

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士，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