

600383.SH

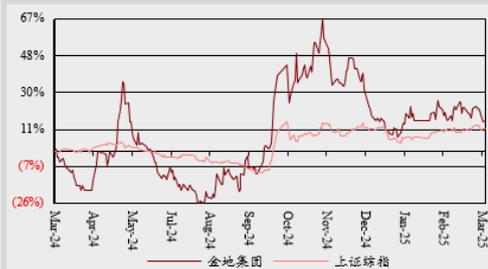
买入

原评级: 中性

市场价格: 人民币 4.56

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	4.3	0.0	(0.7)	14.9
相对上证综指	1.1	(0.7)	0.0	3.5

发行股数 (百万)	4,514.58
流通股 (百万)	4,514.58
总市值 (人民币 百万)	20,586.50
3个月日均交易额 (人民币 百万)	455.52
主要股东持股比例 (%)	
富德生命人寿保险股份有限公司-万能	21.69

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2025 年 3 月 25 日收市价为标准

相关研究报告

《金地集团: 营收业绩齐下滑, 短期现金流承压》20240423

《金地集团: 业绩短期承压, 地产业务盈利能力有所改善》20230428

《金地集团: 增长与稳健并重, 高能级城市布局与融资优势赋予更多成长空间》20220506

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

金地集团

营收下降业绩亏损, 经营性现金流改善; 债务压力减轻, 轻装上阵重回土拍市场

摘要: 金地集团公布 2024 年年报。公司 2024 年实现营业总收入 753.4 亿元, 同比下降 23.2%; 归母净利润-61.2 亿元 (2023 年同期为盈利 8.9 亿元)。公司 2024 年无分红计划。

- **公司结算规模收缩导致营收下滑; 业绩出现亏损, 主要是因为毛利率下降+投资收益下滑+财务费用增长+减值增加。**2024 年公司总营收同比下降 23.2%, 受制于前期销售下滑, 公司结算节奏放缓。2024 年房地产项目结算面积为 396 万平, 同比下降 18.6%。归母净利润为-61.2 亿元 (2023 年同期盈利 8.9 亿元), 多方面的因素叠加所致: 1) 结算的房地产项目毛利水平下降。2) 2024 年公司投资收益-27.4 亿元 (2023 年为 19.6 亿元)。3) 2024 年公司财务费用 20.6 亿元, 同比增长 82.9%, 主要是由于资本化的利息支出减少, 财务费用率同比提升了 1.6 个百分点至 2.7%。4) 基于谨慎性原则对部分资产计提减值, 2024 年公司资产与信用减值损失合计 63 亿元, 同比增加 29 亿元。受市场持续下行影响, 公司短期业绩保障程度持续承压, 2024 年末公司预收账款 340 亿元, 同比下降 48.6%, 预收账款/营业收入为 0.45X。
- **公司盈利能力显著承压。**2024 年公司整体毛利率、净利率、归母净利润率分别为 14.9%、-10.4%、-8.1%, 同比分别下降 2.5、13.6、9.0 个百分点。受亏损影响, 公司 ROE 同比下降了 11.7 个百分点至-10.4%。毛利率下滑主要是因为房地产业务毛利率同比下降 2.1 个百分点至 14.1%。三项费用率同比提升了 0.6 个百分点至 9.5%。公司少数股东亏损 17.0 亿元 (2023 年盈利 23.1 亿元), 但少数股东损益占净利润的比重从 2023 年的 72.2% 大幅下降至 2024 年的 21.8%。
- **公司有息负债规模持续压降, 几乎全部的有息负债均为银行借款, 融资成本持续下降。**截至 2024 年末, 公司有息负债 739 亿元, 同比下降 20.2%。公司通过多种融资方式, 将银行端负债规模和融资成本保持在合理区间。公司有息负债中银行借款占比 96.3%, 公开市场融资占比为 3.7%, 融资成本降至 4.05%, 较 2023 年下降 31BP。公司短期负债占全部有息负债比重为 43.6%, 同比下降 1.3 个百分点。截至 2024 年末, 公司获得各银行金融机构授信总额 2310 亿元, 尚有 69% 的额度未使用。年末公司剔除预收账款后的资产负债率为 60.2%, 同比下降 1.8 个百分点, 净负债率为 49.5%, 同比下降 4.3 个百分点, 现金短债比 0.71X, 同比下降 0.01X, 为“黄档房企”。
- **公司坚持以现金流为核心的经营策略, 以销定产、量入为出, 经营性现金流明显改善。**截至 2024 年末, 公司合并报表中货币资金 227 亿元, 同比下降 23.6%, 其中受限资金为 15.4 亿元, 占比 6.8%。2024 年经营性现金净流入 136 亿元, 同比增长 521.2%, 主要是因为往来款流出减少, 销售减少, 销售商品、提供劳务收到的现金同比下降 37.6% 至 421 亿元, 购买商品、接受劳务支付的现金为 208 亿元, 同比下降 53.9%; 同时, 筹资性现金净流出 235.8 亿元 (2023 年净流出 312.2 亿元), 主要是因为取得借款减少及偿还债务增加。公司 2024 年全年按时足额偿付共约 200 亿元的公开市场到期债务。
- **2024 年公司销售规模收缩, 市占率下滑。**2024 年公司实现合同销售金额 685 亿元, 销售面积 471 万平, 同比分别下降 55.4% 和 46.3%; 销售均价约 14533 元/平, 同比下降 17.0%; 市占率 (公司销售金额/全国商品房销售金额) 为 0.7%, 市占率同比下滑了 0.6 个百分点。全口径销售金额排名第 14, 较 2023 年下降了 4 个名次。2025 年 1-2 月实现签约销售金额 51 亿元, 销售面积 32 万平, 同比分别下降 52.4% 和 43.9%, 销售排名第 21 位, 销售均价 15831 元/平, 同比下降 15.0%。
- **2024 年谨慎拿地, 2025 年年初重回核心城市土拍市场, 在杭州、上海均有拿地, 土地储备结构持续优化。**2024 年公司仅在武汉拿地 1 宗, 成交总价 3.54 亿元, 拿地建面 5.4 万平, 楼面均价 6556 元/平, 拿地强度 (拿地金额/销售金额) 1%, 同比下降 7 个百分点。2025 年 1-2 月在杭州临平区拿地 1 宗, 建面 1.63 万平, 总价 1.86 亿元, 权益比例 40%, 楼面均价 1.14 万元/平; 在上海松江区拿地 1 宗, 建面 3.11 万平, 总价 8.15 亿元, 权益比例 9%, 楼面均价 2.62 万元/平。2025 年 1-2 月公司的拿地强度提升至 20%。截至 2024 年年末, 公司总土地储备 (未结算的可租赁面积) 约 2916 万平, 同比下降 28.9%, 权益土地储备约 1245 万平, 土储权益比例仅为 43%, 同比下降 1 个百分点, 其中, 一、二线城市占比约 77%, 一二线城市占比 2023 年末提升 4 个百分点。
- **公司近两年来的投资与销售收缩, 开工面积与结算规模同样出现下滑。**2024 年公司新开工面积 101 万平, 同比下降 67.7%, 完成了全年新开工计划 (95 万平) 的 106%; 2024 年公司竣工面积 992 万平, 同比下降 26.1%, 完成了全年竣工计划 (1071 万平) 的 93%。2025 年公司计划新开工面积 127 万平, 较 2024 年实际开工增长 25.7%, 计划竣工面积 468 万平, 较 2024 年实际竣工下降 52.8%。2024 年房地产项目结算面积为 396 万平, 同比下降 18.6%, 结算金额 600 亿元, 同比下降 29.8%, 结算均价 1.52 万元/平, 同比下降 13.7%。

投资建议与盈利预测:

- **公司坚持以现金流为核心的经营策略, 以销定产、量入为出, 经营性现金流明显改善, 通过强化销售与及时回款、资产盘活、拓宽融资渠道等多种方式, 坚守财务安全底线, 2024 年按时足额偿付共约 200 亿元的公开市场到期债务, 2025、2026 年国内债券到期规模分别仅剩 5.6、5.0 亿元, 目前债务压力大幅减轻。且 2025 年年初已经开始在杭州、上海等核心城市拿地, 经营或策略上亦有增量变化。随着债务压力的减轻以及重回核心城市土拍市场, 公司整体处于触底企稳、轻装上阵的状态当中。考虑到 2024 年公司首次出现亏损及行业持续下行压力, 我们下调 2025-2026 年盈利预测。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 638/498/377 亿元, 同比增速分别为-15%/ -22%/ -24%; 归母净利润分别为-29/-27/-28 亿元; 对应 EPS 分别为-0.63/-0.59/-0.63 元。当前股价对应的 PB 分别为 0.36X/0.38X/0.40X。考虑到公司是得益于化债、政策纾困、销售改善等多重逻辑下困境反转较为明显的标的, 具备更大的估值修复弹性, 我们上调公司评级至“买入”评级。**

评级面临的主要风险:

- 销售与结算不及预期; 拿地不及预期; 毛利率下滑幅度超出预期; 增量融资落地不及预期; 债务偿付不及预期。

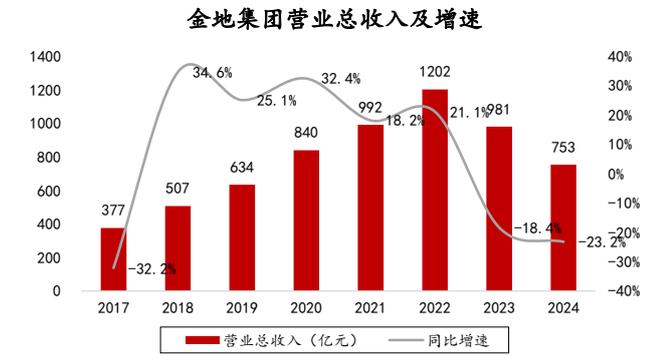
投资摘要

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	98,008	75,269	63,835	49,771	37,710
增长率(%)	-18.35	-23.20	-15.19	-22.03	-24.23
归母净利润(人民币 百万)	888	-6,115	-2,859	-2,664	-2,828
增长率(%)	-85.46	-788.54	-53.25	-6.82	6.15
最新预测摊薄每股收益(人民币)	0.20	-1.35	-0.63	-0.59	-0.63
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.12	0.10	-
调整幅度 (%)			-627.74	-690.09	-
市盈率(倍)	23.1	-3.4	-7.2	-7.7	-7.2
市净率(倍)	0.32	0.35	0.36	0.38	0.40

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

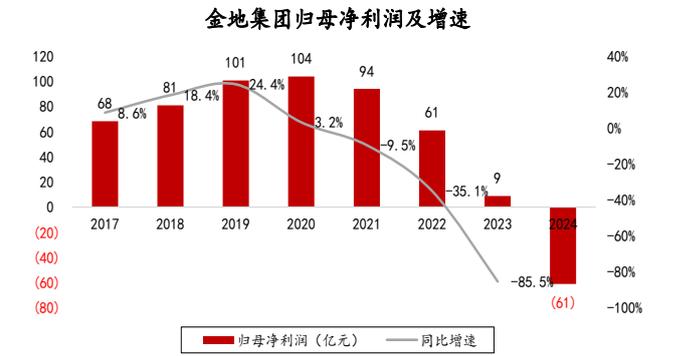
附录：

图表 1. 2024 年金地集团实现营业总收入 753 亿元，同比下降 23.2%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 2024 年金地集团实现归母净利润-61 亿元



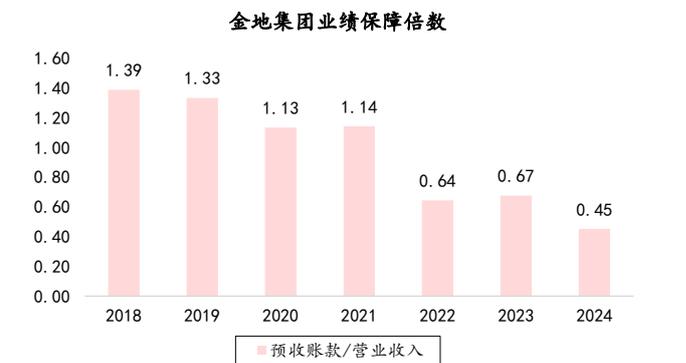
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 2024 年金地集团毛利率、净利率、归母净利率分别为 14.9%、-10.4%、-8.1%



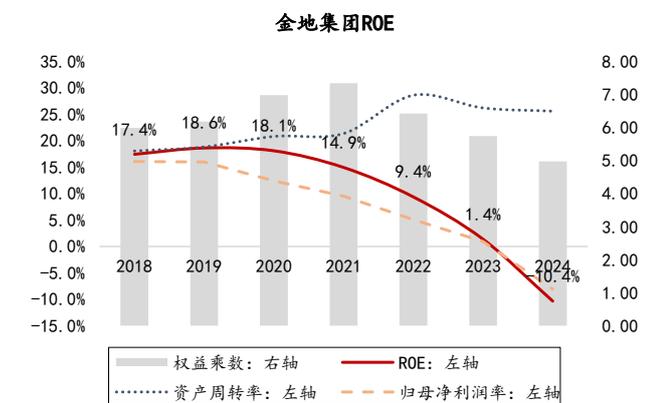
资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 2024 年金地集团业绩保障倍数为 0.45X



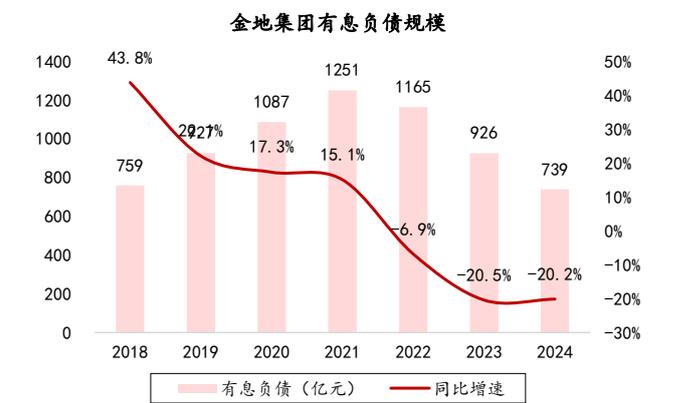
资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 2024 年金地集团 ROE 为 -10.4%



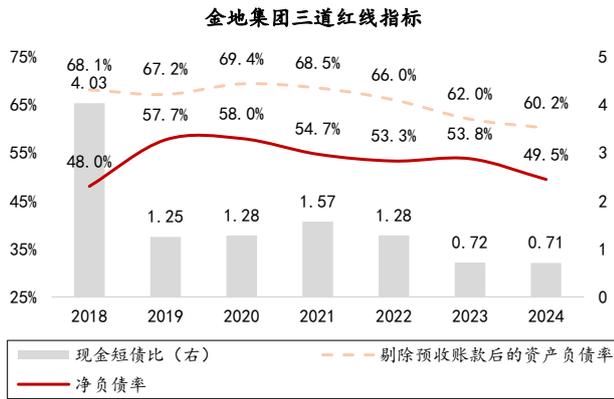
资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 2024 年末金地集团有息负债规模 739 亿元，同比下降 20.2%



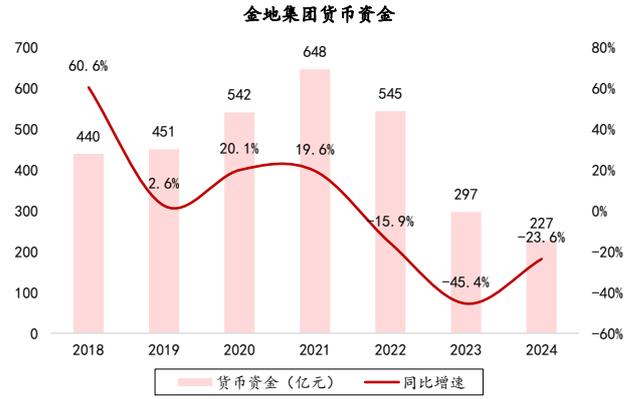
资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 2024 年金地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%、49.5% 和 0.71X



资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 截至 2024 年末，金地集团货币资金 227 亿元，同比下降 23.6%



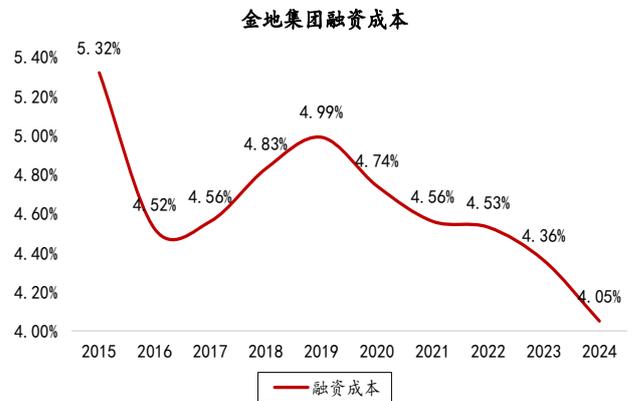
资料来源：公司公告，中银证券

图表 9. 2024 年金地集团经营性现金流净额为 136 亿元



资料来源：公司公告，中银证券

图表 10. 2024 年金地集团融资成本 4.05%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 11. 2024 年金地集团销售金额 685 亿元，同比下降 55.4%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 12. 2024 年金地集团销售面积 471 万平，同比下降 46.3%



资料来源：公司公告，中银证券

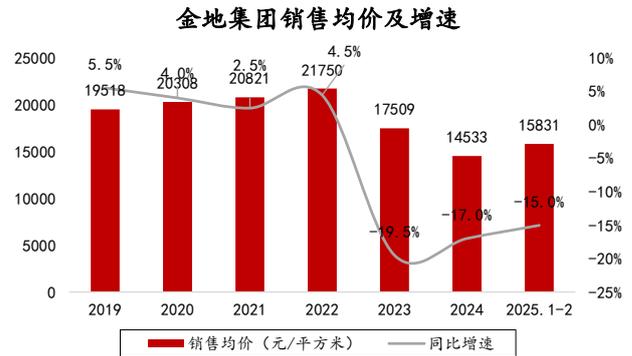
图表 13. 2024 年金地集团市占率回落至 0.7%



资料来源：公司公告，国家统计局，中银证券

数据说明：金地集团市占率=金地集团销售额/全国商品房销售金额

图表 14. 2024 年金地集团销售均价 14533 元/平，同比下降 17.0%



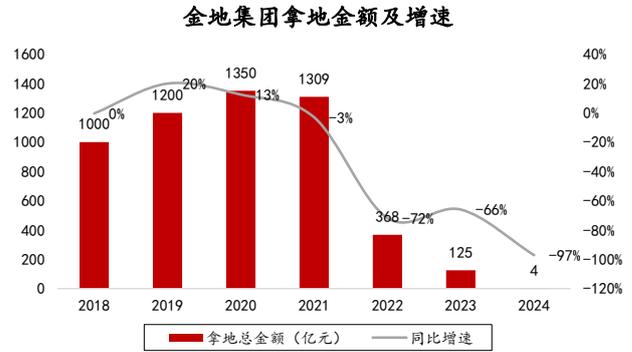
资料来源：公司公告，中银证券

图表 15. 截至 2024 年末，金地集团土地储备 2916 万平，同比下降 28.9%



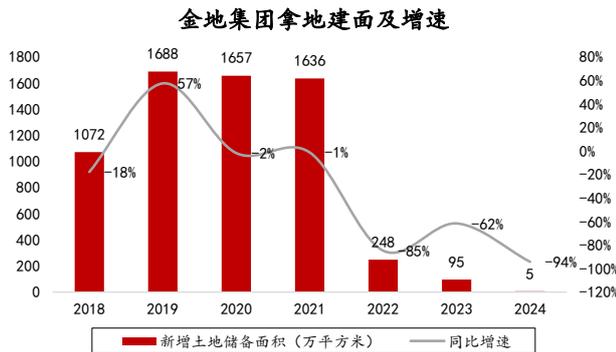
资料来源：公司公告，中银证券

图表 16. 2024 年金地集团拿地金额 4 亿元，同比下降 97%



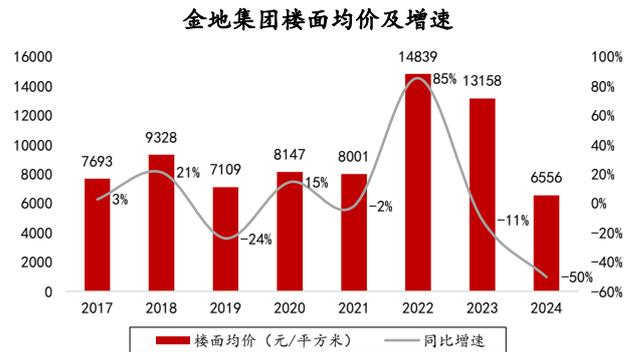
资料来源：公司公告，中银证券

图表 17. 2024 年金地集团拿地建面 5 万平，同比下降 94%



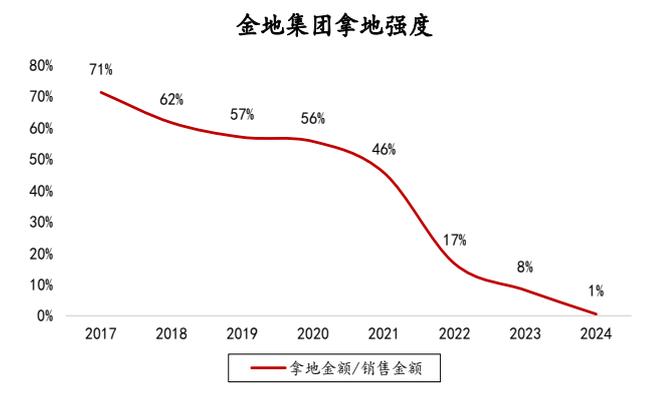
资料来源：公司公告，中银证券

图表 18. 2024 年金地集团楼面均价 6556 元/平，同比下降 50%



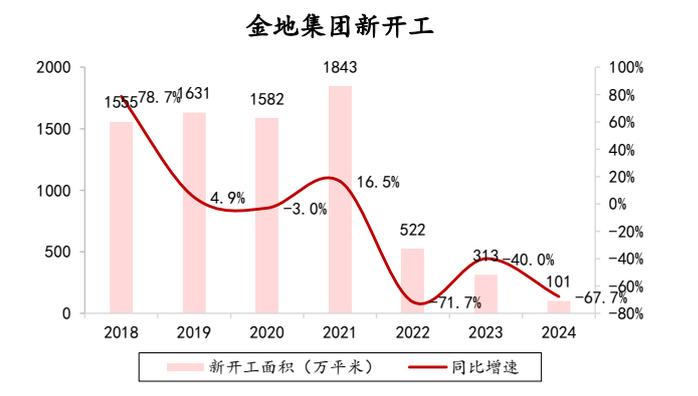
资料来源：公司公告，中银证券

图表 19. 2024 年金地集团拿地强度为 1%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 20. 2024 年金地集团新开工面积 101 万平，同比下降 68%



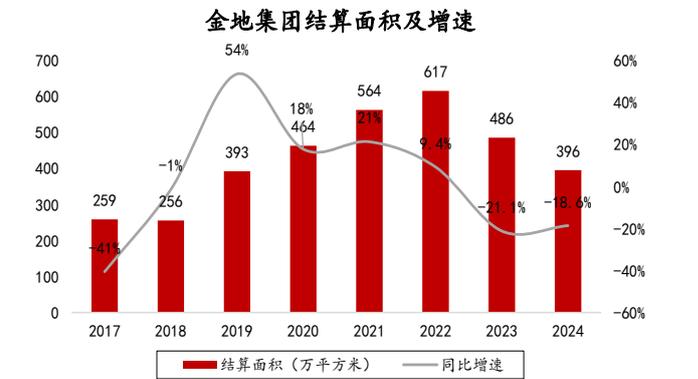
资料来源：公司公告，中银证券

图表 21. 2024 年金地集团竣工面积 992 万平，同比下降 26%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 22. 2024 年金地集团结算面积 396 万平，同比下降 18.6%



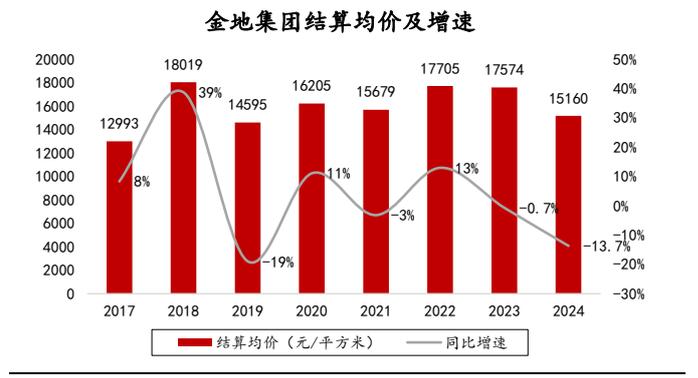
资料来源：公司公告，中银证券

图表 23. 2024 年金地集团结算金额 600 亿元，同比下降 29.8%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 24. 2024 年金地集团结算均价 1.52 万元/平，同比下降 13.7%



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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	98,125	75,344	63,910	49,846	37,784
营业收入	98,008	75,269	63,835	49,771	37,710
营业成本	80,948	64,019	54,446	42,637	32,322
营业税金及附加	1,507	1,378	1,168	747	566
销售费用	2,974	2,174	1,859	1,766	1,801
管理费用	4,605	2,932	2,507	2,381	2,429
研发费用	125	56	48	37	28
财务费用	1,124	2,056	1,417	1,467	1,250
其他收益	100	63	66	72	80
资产减值损失	(2,423)	(3,899)	(3,509)	(3,158)	(2,527)
信用减值损失	(943)	(2,376)	(475)	(95)	(19)
资产处置收益	5	36	38	40	42
公允价值变动收益	395	(813)	(209)	(511)	(360)
投资收益	1,956	(2,737)	(1,642)	(821)	(493)
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	5,933	(6,998)	(3,268)	(3,664)	(3,890)
营业外收入	220	154	161	169	178
营业外支出	84	160	168	177	186
利润总额	6,069	(7,005)	(3,275)	(3,671)	(3,897)
所得税	2,874	815	381	427	453
净利润	3,195	(7,820)	(3,656)	(4,098)	(4,351)
少数股东损益	2,307	(1,705)	(797)	(1,434)	(1,523)
归母净利润	888	(6,115)	(2,859)	(2,664)	(2,828)
EBITDA	5,075	(992)	431	(572)	(1,533)
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.20	(1.35)	(0.63)	(0.59)	(0.63)

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	272,264	199,438	189,020	166,499	151,343
现金及等价物	29,738	22,731	31,661	21,707	36,800
应收账款	1,629	1,895	1,094	1,236	529
应收票据	1	3	0	2	1
存货	132,912	83,784	76,531	84,544	62,702
预付账款	1,497	1,186	1,096	1,036	939
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	106,487	89,840	78,638	57,974	50,372
非流动资产	101,583	94,468	86,120	77,460	67,879
长期投资	63,697	55,349	47,438	38,735	29,163
固定资产	734	622	693	789	882
无形资产	20	15	27	46	69
其他长期资产	37,132	38,481	37,963	37,890	37,765
资产合计	373,847	293,906	275,140	243,959	219,223
流动负债	198,716	142,610	118,462	102,092	79,416
短期借款	534	335	469	516	567
应付账款	28,569	20,848	15,450	10,607	8,248
其他流动负债	169,613	121,427	102,544	90,970	70,600
非流动负债	58,230	47,823	56,777	45,973	48,163
长期借款	48,343	41,252	49,681	38,983	40,932
其他长期负债	9,887	6,571	7,096	6,990	7,231
负债合计	256,946	190,433	175,239	148,065	127,578
股本	4,515	4,515	4,515	4,515	4,515
少数股东权益	51,841	44,434	43,637	42,202	40,679
归属母公司股东权益	65,060	59,040	56,264	53,692	50,965
负债和股东权益合计	373,847	293,906	275,140	243,959	219,223

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	3,195	(7,820)	(3,656)	(4,098)	(4,351)
折旧摊销	591	573	609	479	450
营运资金变动	(4,814)	50,631	(25,292)	(8,027)	14,940
其他	3,221	(29,765)	3,925	2,401	2,227
经营活动现金流	2,193	13,620	(24,415)	(9,245)	13,266
资本支出	(594)	(200)	(405)	(405)	(500)
投资变动	3,525	6,277	7,702	8,191	9,212
其他	386	(3,615)	(1,789)	(689)	(497)
投资活动现金流	3,316	2,462	5,508	7,097	8,215
银行借款	(5,561)	(7,290)	8,563	(10,651)	2,001
股权融资	(6,162)	29,248	83	92	101
其他	(19,493)	(45,542)	19,190	2,753	(8,491)
筹资活动现金流	(31,215)	(23,584)	27,836	(7,806)	(6,389)
净现金流	(25,706)	(7,503)	8,930	(9,954)	15,093

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(%)	(18.4)	(23.2)	(15.2)	(22.0)	(24.2)
营业利润增长率(%)	(54.2)	(217.9)	(53.3)	12.1	6.2
归属于母公司净利润增长率(%)	(85.5)	(788.5)	(53.2)	(6.8)	6.2
息税前利润增长(%)	(45.0)	(134.9)	(88.7)	492.3	88.7
息税折旧前利润增长(%)	(42.0)	(119.5)	(143.5)	(232.6)	168.1
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	(85.5)	(788.5)	(53.2)	(6.8)	6.2
获利能力					
息税前利润率(%)	4.6	(2.1)	(0.3)	(2.1)	(5.3)
营业利润率(%)	10.8	6.0	5.5	4.3	4.2
毛利率(%)	17.4	14.9	14.7	14.3	14.3
归母净利润率(%)	0.9	(8.1)	(4.5)	(5.3)	(7.5)
ROE(%)	1.4	(10.4)	(5.1)	(5.0)	(5.5)
ROIC(%)	1.3	(2.2)	(0.2)	(0.9)	(2.0)
偿债能力					
资产负债率(%)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
净负债权益比(%)	0.5	0.2	0.4	0.5	0.3
流动比率(%)	1.4	1.4	1.6	1.6	1.9
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	61.9	42.7	42.7	42.7	42.7
应付账款周转率	3.2	3.0	3.5	3.8	4.0
费用率					
销售费用率(%)	3.0	2.9	2.9	3.5	4.8
管理费用率(%)	4.7	3.9	3.9	4.8	6.4
研发费用率(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
财务费用率(%)	1.1	2.7	2.2	2.9	3.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.2	(1.4)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
每股经营现金流(最新摊薄)	0.5	3.0	(5.4)	(2.0)	2.9
每股净资产(最新摊薄)	14.4	13.1	12.5	11.9	11.3
每股股息	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	23.1	(3.4)	(7.2)	(7.7)	(7.2)
P/B(最新摊薄)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	16.1	5.7	121.4	(101.5)	(27.4)
价格/现金流(倍)	9.3	1.5	(0.8)	(2.2)	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