

002244.SZ

买入

原评级：买入

市场价格：人民币 9.99

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	18.5	(5.8)	15.8	71.1
相对深圳成指	20.2	1.1	19.4	64.0

发行股数 (百万)	3,111.44
流通股 (百万)	2,682.35
总市值 (人民币 百万)	31,083.32
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	411.09
主要股东持股比例 (%)	
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 2025 年 4 月 25 日收市价为标准

相关研究报告

《滨江集团：上半年营收业绩同比下滑；拿地强度仍然较高》20240902

《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

业绩同比正增长，兑现行业领头羊地位；拿地强度提升，布局稳扎稳打，25 年销售千亿目标

摘要：滨江集团公布 2024 年年报。公司 2024 年实现营业收入 691.5 亿元，同比下降 1.8%；归母净利润 25.5 亿元，同比增长 0.7%。2024 年拟每 10 股派发现金红利 0.82 元，现金红利占归母净利润的比例为 10%，股息率为 0.8%。

■ **在当前房企业绩普遍承压的背景下，滨江集团是少有的业绩同比仍实现正增长房企。**2024 年公司营收同比下降 1.8%；归母净利润同比增长 0.7%。业绩同比正增长的原因：1) 费用管控能力较强，24 年管理费用、财务费用同比分别下降 29.8%、11.4%，三费率为 2.7%，同比下降 0.4 个百分点。2) 资产与信用减值损失减少。24 年公司计提资产减值损失 8.7 亿元，较 23 年减少 29.1 亿元；计提信用减值损失 2.6 亿元，较 23 年减少 2.7 亿元。公司未来业绩有保障，2024 年末公司预收账款为 1254.5 亿元，预收账款/营业收入达 1.78X。

■ **公司短期毛利率仍然承压；不过，由于三费率改善、计提减值损失减少，净利率与归母净利润率明显改善。**2024 年公司毛利率为 12.5%，同比下降 4.2 个百分点，主要是因为 2024 年结算的主要项目为 2020、2021 年获得的项目，存在自持等原因导致毛利率较低，我们预计随着低毛利项目的交付，未来毛利率会逐步修复。2024 年公司净利率、归母净利润率分别为 5.5%、3.7%，同比分别提升 1.4、0.1 个百分点，主要是因为三费率下降、计提的减值损失减少。受权益类资产下滑的影响（总资产同比下滑 10.7%，归母净资产同比增长 8.8%），2024 年 ROE 同比下降 7.5 个百分点至 9.2%。

■ **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 年末，公司有息负债 374 亿元，同比下降 9.8%，其中银行贷款占比为 83.2%，直接融资占比为 16.8%；权益有息负债 305 亿元，较 2024 年末下降了 55 亿元。2024 年末公司剔除预收款后的资产负债率为 61.4%，同比提升 1.2 个百分点；净负债率为 0.6%，同比下降 14.5 个百分点。过去两年净负债率下降明显，一方面是因为公司压缩有息负债规模取得成效，另一方面是因为经营性现金流持续净流入，货币资金持续出现双位数增长。债务期限结构上，公司短期债务为 103.7 亿元，占比为 27.7%，同比下降 4.8 个百分点，现金短债比为 3.58X，同比提升 1.16X。公司近年来融资成本不断下降，2024 年末公司平均融资成本率为 3.4%，较 2023 年末下降 0.8 个百分点。公司授信储备充裕，流动性良好，截至 2024 年末，公司共获银行授信总额度 1216 亿元，仍有 72% 的剩余可用额度。直接融资可用额度上，截止 2024 年末已注册完成尚未发行的短期融资券额度 13 亿元、中票额度 11 亿元。公司 2024 年发行了 36 亿元的短期融资券和 24 亿元的中期票据。2025 年 1-4 月发行 6 亿元的短期融资券和 11 亿元的中期票据。2025 年公司计划继续降低有息负债水平，目标 300 亿元以内；继续降融资成本，确保 3.3%，争取 3.2% 以内；继续把直接融资比例控制在 20% 以内。

■ **在手现金实现两位增长，经营性现金流持续净流入，筹资性现金流改善。**截至 2024 年末，公司货币资金 371.4 亿元，同比增长 13.6%。2024 年经营性活动现金流净流入 76.7 亿元，同比虽然下降了 76.5%，但 2021 年以来持续保持净流入，资金流动性充裕安全。经营性现金流同比下降主要是因为受销售下行的影响，销售商品、提供劳务收到的现金（以销售回款为主）同比大幅下降 38.2%。2024 年筹资性现金流净流出 13 亿元，但较 2023 年净流出 120 亿元相比，已经明显改善。

■ **销售排名首次进入行业前十；杭州市场销售遥遥领先。**2024 年公司实现销售金额 1116 亿元，同比减少 27.3%，位列克而瑞行业销售排名第 9 名，较 2023 年提升 2 名，首次进入了行业前十，也是 TOP10 房企中唯一的民企，市占率（公司销售金额/全国商品房销售金额）为 1.2%，顺利完成了公司 2024 年的销售目标任务“2024 年销售目标为 1000 亿元以上，占行业总规模的 1%，全国排名在 15 名以内”。值得注意的是，公司在杭州市场的销售遥遥领先。公司已经连续 7 年获杭州市场销售第一，2024 年在杭州实现销售金额 899 亿元，在杭州市场的销售规模是排名第二的绿城中国（434 亿元）的两倍有余，遥遥领先，在杭州市场的市占率高达 36%，同比提升 3 个百分点。根据克而瑞数据，2025 年 1-3 月公司实现销售金额 231 亿元，同比下降 12.3%，销售排名稳定在行业第 10 位。2025 年公司销售目标为：销售额 1000 亿元左右，行业排名 15 名以内，全国份额 1% 以上。

■ **公司拿地强度较高，今年以来在杭州已经斩获多宗优质地块。**2024 年公司新增土地储备项目 23 个，仅一宗地块位于南京，其余地块全部位于杭州：新增土储建面 187 万平，同比下降 43.8%，拿地金额 449 亿元，同比下降 22.2%；权益拿地金额 219 亿元，拿地权益比例为 48.9%，同比提升 4.5 个百分点，拿地强度（拿地金额/销售金额）为 40.2%，同比提升 2.6 个百分点；楼面均价 2.40 万元/平，同比增长 38.5%。根据公司官方微信公众号，2024 年公司获取的 23 宗地块，新增货值 726 亿元，其中在杭州获取土地 22 宗，市占率 37%，继续保持领先地位。截至 2024 年末公司土地储备（在建+拟建）998 万平，同比下降 24.4%，其中杭州占 80%，浙江省内非杭州的城市占比 8%，浙江省外占比 2%。优质的土地储备为公司未来可持续发展提供良好保障。根据克而瑞数据，2025 年 1-3 月滨江集团拿地金额 196 亿元，同比增长 56.9%，拿地金额排名第六，拿地强度 84.8%。今年以来，在杭州已经斩获 6 宗高纯度的优质地块，平均溢价率高达 44%，我们预计未来去化流速有保障。具体来看，1 月以 13.81 亿元的总价获得滨江江西兴元地块，楼面均价 2.63 万元/平，溢价率 19.5%，3 月先后获得拱墅区石桥单元地块，总价 10.66 亿元，楼面均价 1.73 万元/平，溢价率 22.4%；上城区地块，总价 25.38 亿元，楼面均价 4.18 万元/平，溢价率 34.4%；萧山区地块，总价 17.18 亿元，楼面均价 2.63 万元/平，溢价率 19.5%，3 月还经过 72 轮激烈竞争，以 52.03 亿元总价竞得水屯新村地块，溢价率高达 69.9%，楼面价 7.74 万元/平，创下单价地王。4 月 22 日又经过 115 轮竞价，以总价 13.6 亿元竞得湘湖单元（闻堰北片区）地块，楼面价 1.93 万元/平，溢价率高达 74.4%。2025 年公司计划投资：投资金额控制在权益销售回款的 50% 左右，这一数值和 2024 年的计划数（40% 以内）相比明显提高，在区域布局上，计划杭州继续保持且增加，省内适度减少，省外关注上海和江苏。公司逆势超车可期。

■ **公司有序推进其他业务。**1) 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。2024 年公司在宁波、湖州、杭州、金华等地共获取代建项目 6 个，总建面约 74.2 万方。2) 酒店业务：公司旗下千岛湖滨江云顶桃源度假酒店、杭州友好饭店、千岛湖滨江希尔顿度假酒店、杭州天目山英迪格酒店等酒店经营有序推进。3) 租赁业务：截至 2024 年末，公司持有可用于出租的写字楼、商业、社区底商及公寓面积约 44.71 万平，2024 年实现租金收入 4.19 亿元，同比增长 17.0%。4) 养老业务：公司旗下首个康养项目一滨江和家御虹府长者之家有序运营中，2024 年末的入住率已达 85%。

投资建议与盈利预测：

■ **公司坚持区域深耕，充分享受杭州市场红利，销售排名跻身行业前十。**在当前市场环境，由于公司基本面稳定，在核心城市（尤其是杭州）的销售和土储占比以及在当地市场的市占率较高，产品力突出，更具 α 属性。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、融资成本比肩央企，在行业洗牌中保持较强优势。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 686/689/710 亿元，同比增速分别为 -1%/0%/3%；归母净利润分别为 26/26/27 亿元，同比增速分别为 1%/2%/4%；对应 EPS 分别为 0.83/0.85/0.88 元。当前股价对应的 PE 分别为 12.1X/11.8X/11.4X。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、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。

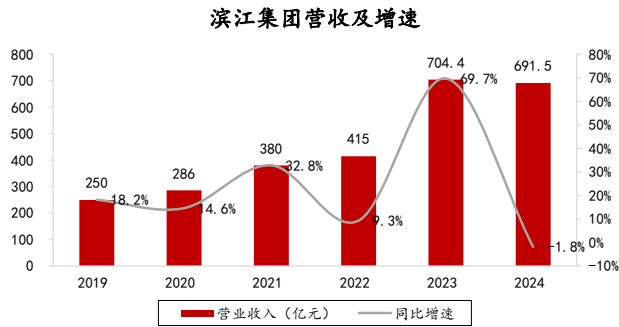
投资摘要

年结日：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入（人民币 百万）	70,443	69,152	68,641	68,905	70,981
变动 (%)	69.7	(1.8)	(0.7)	0.4	3.0
EBITDA（人民币 百万）	5,263	6,597	6,039	5,845	5,988
归母净利润（人民币 百万）	2,529	2,546	2,574	2,635	2,734
变动 (%)	(32.4)	0.7	1.1	2.4	3.7
每股收益（人民币）	0.81	0.82	0.83	0.85	0.88
变动 (%)	(32.4)	0.7	1.1	2.4	3.7
原先预测摊薄每股收益（人民币）			0.79	0.84	
调整幅度 (%)			4.7	0.8	
市盈率(倍)	12.3	12.2	12.1	11.8	11.4
市净率(倍)	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9

资料来源：公司公告，中银证券预测

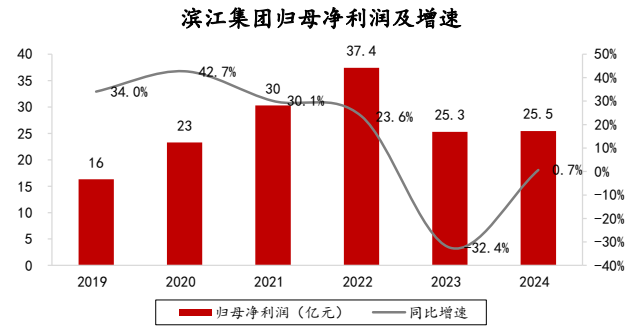
附录：

图表 1. 2024 年滨江集团实现营收 691.5 亿元，同比下降 1.8%



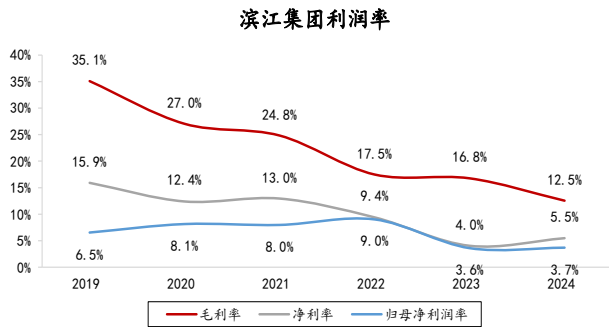
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 2024 年滨江集团归母净利润 25.5 亿元，同比增长 0.7%



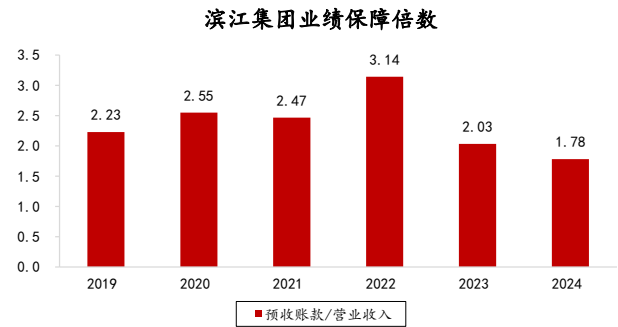
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 2024 年滨江集团毛利率、净利率、归母净利润率分别为 12.5%、5.5%、3.7%



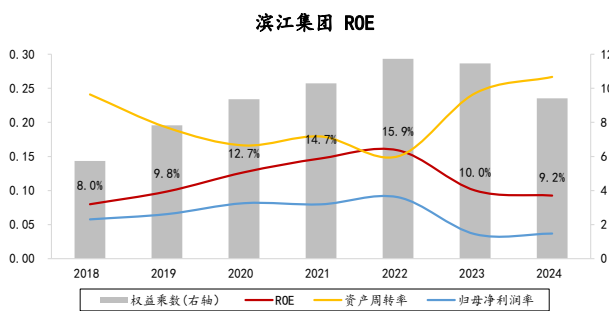
资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 2024 年末滨江集团业绩保障倍数高达 1.78X



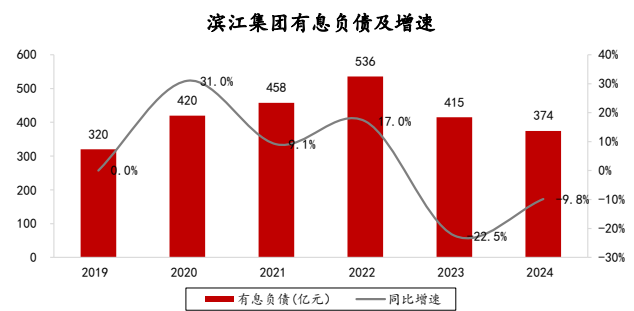
资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 2024 年滨江集团年化后的 ROE 为 9.2%



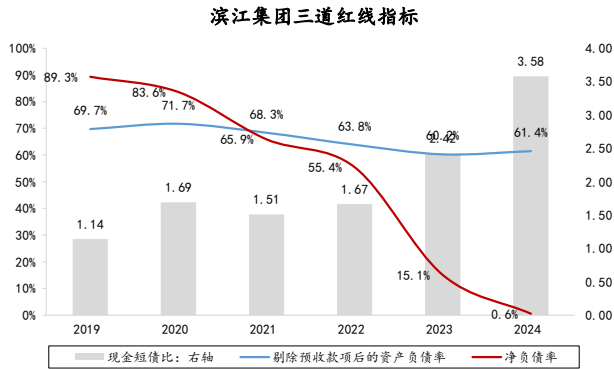
资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 2024 年末滨江集团有息负债为 374 亿元，同比下降 9.8%



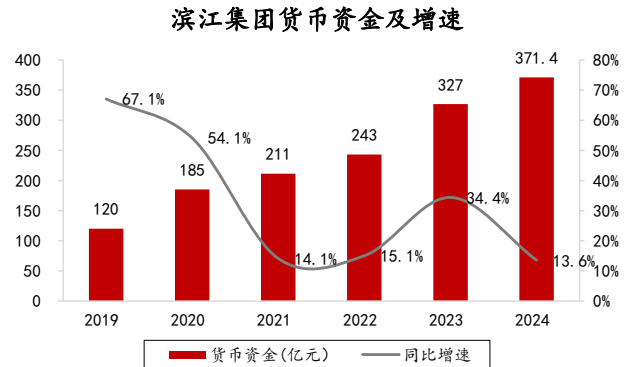
资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 2024 年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 61.4%、0.6% 和 3.58X



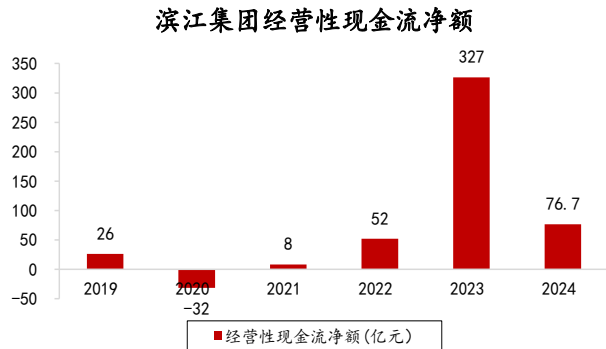
资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 截至 2024 年末，滨江集团货币资金 371 亿元，同比增长 13.6%



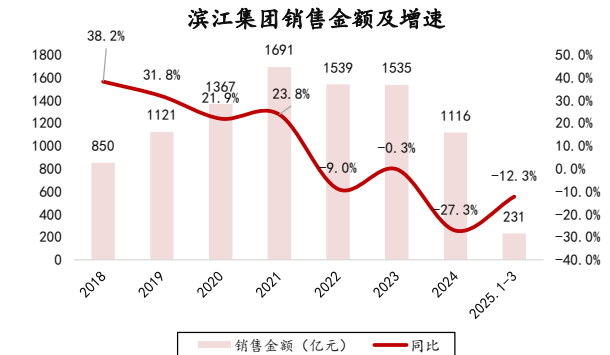
资料来源：公司公告，中银证券

图表 9. 2024 年滨江集团现金流净额为 76.7 亿元



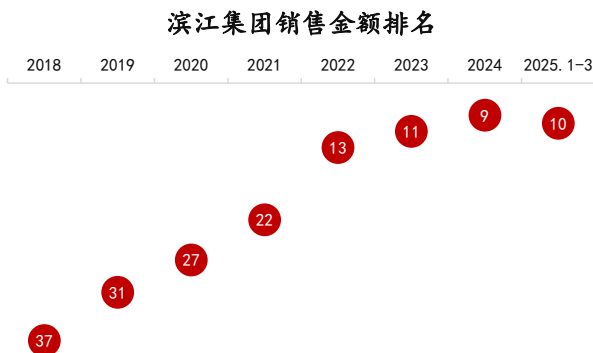
资料来源：公司公告，中银证券

图表 10. 2024 年滨江集团实现销售金额 1116 亿元，同比下降 27.3%



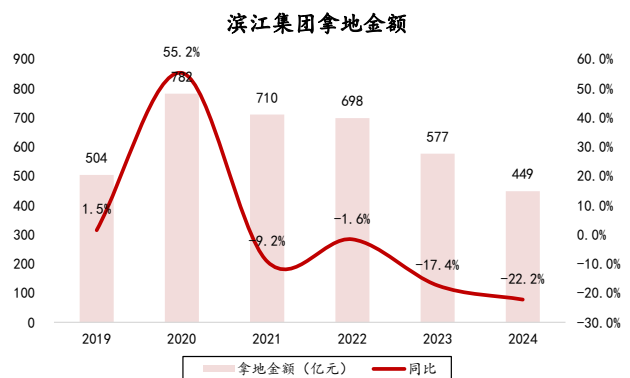
资料来源：公司公告，中银证券

图表 11. 2024 年滨江集团销售排名提升至第 9 位



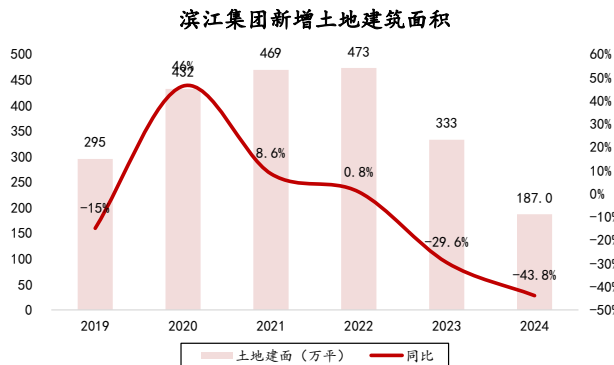
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 12. 2024 年滨江集团拿地金额 449 亿元，同比下降 22.2%



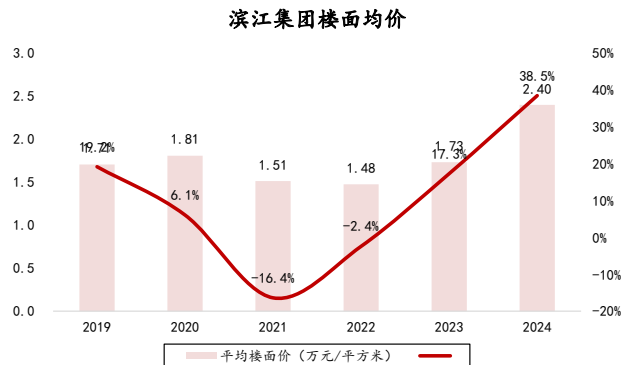
资料来源：公司公告，中银证券

图表 13. 2024 年滨江集团拿地建面 187 万平，同比下降 43.8%



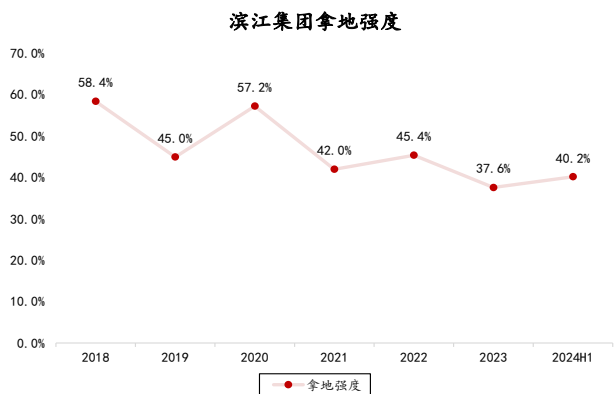
资料来源：公司公告，中银证券

图表 14. 2024 年滨江集团楼面均价 2.40 万元/平，同比提升 38.5%



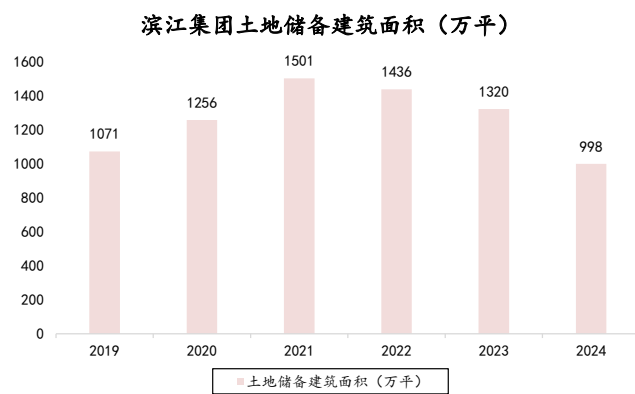
资料来源：公司公告，中银证券

图表 15. 2024 年滨江集团拿地金额/销售金额为 40.2%，同比提升 2.6 个百分点



资料来源：公司公告，中银证券

图表 16. 截至 2024 年末，滨江集团土地储备 998 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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	70,443	69,152	68,641	68,905	70,981
营业收入	70,443	69,152	68,641	68,905	70,981
营业成本	58,638	60,481	60,096	60,454	61,947
营业税金及附加	1,508	647	1,373	1,378	1,420
销售费用	857	857	891	955	1,053
管理费用	774	544	449	357	257
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	540	479	450	429	424
其他收益	9	12	14	15	17
资产减值损失	(3,780)	(869)	(695)	(713)	(737)
信用减值损失	(527)	(262)	(214)	(193)	(173)
资产处置收益	(0)	1	1	1	1
公允价值变动收益	(3)	8	13	16	19
投资收益	1,231	955	1,051	1,156	1,272
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	5,055	5,989	5,551	5,614	6,279
营业外收入	11	11	14	16	20
营业外支出	30	66	79	95	114
利润总额	5,036	5,934	5,486	5,536	6,185
所得税	2,184	2,143	1,755	1,771	2,165
净利润	2,852	3,791	3,730	3,764	4,020
少数股东损益	323	1,245	1,156	1,129	1,286
归母净利润	2,529	2,546	2,574	2,635	2,734
EBITDA	5,263	6,597	6,039	5,845	5,988
EPS（最新股本摊薄，元）	0.81	0.82	0.83	0.85	0.88

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	258,201	227,195	217,702	234,756	248,850
货币资金	32,704	37,140	44,469	47,119	53,896
应收账款	474	693	465	697	500
应收票据	0	0	0	0	0
存货	172,698	148,517	135,268	150,210	159,523
预付账款	2	1	2	1	2
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	52,324	40,844	37,499	36,729	34,929
非流动资产	31,831	31,888	31,155	30,551	30,439
长期投资	19,634	19,130	19,141	19,154	19,167
固定资产	1,171	1,079	632	385	588
无形资产	134	129	185	244	302
其他长期资产	10,892	11,550	11,196	10,768	10,382
资产合计	290,032	259,083	248,858	265,306	279,289
流动负债	202,701	179,759	165,043	176,644	185,604
短期借款	0	591	0	0	0
应付账款	5,558	5,641	5,486	5,707	5,763
其他流动负债	197,143	173,527	159,556	170,937	179,842
非流动负债	28,876	27,771	28,815	30,188	31,491
长期借款	25,824	24,445	25,667	26,950	28,298
其他长期负债	3,052	3,327	3,148	3,237	3,193
负债合计	231,577	207,530	193,858	206,832	217,095
股本	3,111	3,111	3,111	3,111	3,111
少数股东权益	33,153	24,025	25,181	26,311	27,597
归属母公司股东权益	25,302	27,528	29,819	32,164	34,597
负债和股东权益合计	290,032	259,083	248,858	265,306	279,289

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	2,852	3,791	3,730	3,764	4,020
折旧摊销	904	1,106	1,116	989	593
营运资金变动	21,373	16,867	3,029	(2,481)	1,951
其他	7,522	(14,096)	(187)	(317)	(372)
经营活动现金流	32,650	7,668	7,688	1,955	6,192
资本支出	(189)	(28)	(335)	(335)	(430)
投资变动	(5,102)	(620)	443	443	444
其他	(7,024)	(1,326)	157	203	279
投资活动现金流	(12,314)	(1,973)	265	312	293
银行借款	(9,126)	(789)	631	1,283	1,348
股权融资	1,350	4,564	(283)	(290)	(301)
其他	(4,191)	(5,058)	(973)	(610)	(754)
筹资活动现金流	(11,967)	(1,283)	(625)	383	293
净现金流	8,369	4,411	7,328	2,650	6,778

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(%)	69.7	(1.8)	(0.7)	0.4	3.0
营业利润增长率(%)	(5.0)	18.5	(7.3)	1.1	11.8
归属于母公司净利润增长率(%)	(32.4)	0.7	1.1	2.4	3.7
息税前利润增长率(%)	6.0	26.0	(10.3)	(1.4)	11.1
息税折旧前利润增长率(%)	8.6	25.3	(8.4)	(3.2)	2.5
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(32.4)	0.7	1.1	2.4	3.7
获利能力					
息税前利润率(%)	6.2	7.9	7.2	7.0	7.6
营业利润率(%)	7.2	8.7	7.8	7.7	7.0
毛利率(%)	16.8	12.5	12.4	12.3	12.7
归母净利润率(%)	3.6	3.7	3.7	3.8	3.9
ROE(%)	10.0	9.2	8.6	8.2	7.9
ROIC(%)	3.2	6.6	6.6	6.1	6.6
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	0.1	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.3)
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	154.1	118.6	118.6	118.6	118.6
应付账款周转率	15.2	12.4	12.3	12.3	12.4
费用率					
销售费用率(%)	1.2	1.2	1.3	1.4	1.5
管理费用率(%)	1.1	0.8	0.7	0.5	0.4
研发费用率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用率(%)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
每股经营现金流(最新摊薄)	10.5	2.5	2.5	0.6	2.0
每股净资产(最新摊薄)	8.1	8.8	9.6	10.3	11.1
每股股息	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
估值比率					
P/E(最新摊薄)	12.3	12.2	12.1	11.8	11.4
P/B(最新摊薄)	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.7	4.3	4.4	4.5	3.7
价格/现金流(倍)	1.0	4.1	4.0	15.9	5.0

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得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刊载或转发的，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