

600325.SH

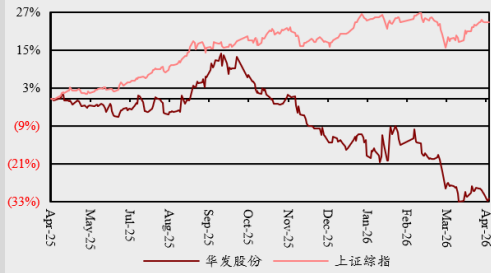
增持

原评级: 买入

市场价格: 人民币 3.42

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	(21.2)	(5.8)	(16.2)	(33.2)
相对恒生指数	(22.6)	(10.0)	(14.4)	(57.2)

发行股数 (百万)	2,752.15
流通股 (百万)	2,752.15
总市值 (人民币 百万)	9,412.36
3个月日均交易额 (人民币 百万)	210.63
主要股东	
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2026年4月28日收市价为标准

相关报告

- 《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》(2025/03/19)
- 《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
房地产

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

营收增长但业绩亏损; 经营性现金流改善

摘要: 华发股份公布2025年年报, 公司实现营业总收入834.3亿元, 同比增长38.8%; 归母净利润-95.0亿元, 2024年为9.5亿元。公司2025年不派发现金红利。

- 公司营收稳步增长, 但业绩亏损, 主要是由于结算利率下滑、计提减值增加、投资收益减少、利息费用增加、公允价值收益减少。2025年公司营业收入834.3亿元, 同比增长38.8%, 主要是由于结转规模增加, 2025年公司结转面积257万平, 同比增长3.8%, 结转收入728亿元, 同比增长30.6%。归母净利润-95.0亿元(24年: 9.5亿元), 业绩亏损主要是因为: 1) 结算利率下滑, 公司毛利率为8.7%, 同比下降5.6个百分点。2) 受市场环境, 计提资产和信用减值损失合计约65亿元, 同比增加45亿元, 资产减值损失占存货的比重为3.0%, 同比提升2.3个百分点。3) 受整体房地产市场行情影响, 公司部分投资性房地产的公允价值预期下降, 2025年公司公允价值变动收益为-11.4亿元, 2024年为3.5亿元。3) 对合营公司的投资收益减少, 投资收益为4.3亿元, 2024年为9.7亿元。4) 公司总资产规模下降, 符合利息资本化条件的房地产项目减少, 2025年利息资本化减少, 费用化利息支出增加, 公司财务费用16.4亿元, 同比大幅增加221%, 财务费用率为2.0%, 同比提升1.1个百分点, 公司净利率与归母净利润率分别为-11.7%、-11.4%, 同比分别下降14.0、13.0个百分点。截至2025年末, 公司预收账款439亿元, 同比下降46.3%, 预收账款/营业收入仅0.53X, 同比下降0.61X。
- 不过, 公司销售费用管控能力有所提升。总部“大部制”改革取得阶段性成果, 职能部门实现大幅压减; 稳步推进“分区并城”, 撤销大区管理建制, 新打造七大片区公司, 管理半径进一步缩短。同时, 持续精简编制、提升人效, 深化薪酬体系改革。通过上述举措, 公司自2023年起公司管理、销售费用连续3年下降。其中, 25年管理费用12.2亿元, 同比下降10%, 管理费用率1.5%, 同比下降0.8个百分点; 销售费用16.8亿元, 同比下降7%, 销售费用率2.0%, 同比下降1.0个百分点。
- 融资成本相较于其他央企更高, 但有所下降。截至2025年末, 公司有息负债1252亿元, 同比下降0.2%, 其中一年内到期的有息负债占比28%, 同比提升9个百分点。2025年末公司剔除预收款后的资产负债率为64.5%, 同比提升2.2个百分点, 净负债率为88.8%, 同比提升15.0个百分点, 现金短债比为0.8X, 同比下降0.6X, “三道红线”为“黄档”房企。公司近年来融资成本下降, 截至2025年末公司平均融资成本为4.88%, 较2024年末下降0.34个百分点。2025年公司发行国内债券、ABS、ABN合计130.7亿元, 其中一般公司债41.3亿元, 超短期融资债券10亿元, 一般中期票据13.6亿元, ABS、ABN 16.6亿元; 私募债1.25亿元, 可转债48亿元; 2026年1-3月发行一般公司债、一般中期票据合计8.2亿元。
- 公司持续推进现金流管理, 经营活动现金流改善。截至2025年末, 公司货币资金281亿元, 同比下降15.5%。2025年公司经营性现金流净流入199亿元, 同比增长25.0%, 销售回款(销售商品、提供劳务收到的现金)375亿元, 同比下降24.9%, 公司聚焦签约质量, 狠抓资金回笼, 2024、2025连续两年销售回款率均超100%; 土地和建安支出(购买商品、接受劳务支付的现金)152亿元, 同比下降39.9%。2025年公司筹资性现金流净流出103亿元(2024年净流出54亿元), 主要是融资净流入减少所致。
- 公司高度重视市值管理, 发布未来股东回报规划。由于2025年亏损, 公司不派发现金红利。但公司已经制定《未来三年(2026-2028年)股东回报规划》明确2026-2028年每年以现金分红方式分配的利润不少于当年实现的可分配利润的10%, 且未来三年以现金的方式累计分配的利润不少于未来三年实现的平均可分配利润的30%。
- 2026年2月, 华发股份发布2026年度定增预案, 预计募集资金不超过30亿元, 定增价格4.21元/股, 拟发行股份数量合计不超过7.13亿股, 且不超过发行前公司总股本的30%。发行对象为公司控股股东珠海华发集团有限公司(华发集团), 其将以现金方式全额认购。募集资金将全部用于珠海、绍兴、成都、杭州等地的9个房地产开发项目。
- 房地产开发业务: 1) 销售: 2025年公司实现销售金额786亿元, 同比下降25.5%, 销售排名为第11位, 较2024年下降了一个名次; 销售面积300万平, 同比下降18.9%; 销售均价2.62万元/平, 同比下降8.1%; 权益销售金额503亿元, 销售权益比例为64%, 同比下降2个百分点。具体来看, 2025年销售中有81%的销售来自4个一线城市, 以及杭州、成都、南京、西安、武汉5个重点二线城市及大本营珠海贡献。珠海销售金额与面积稳居全市榜首, 整体市场占有率约48%; 南京、无锡销售排名分列全市第2、第3位, 头部地位持续巩固, 成都、广州等高能级城市亦跻身全市十强。根据克而瑞, 2026年1-3月公司销售金额102亿元, 同比下降65.4%, 销售面积35万平, 同比下降67.7%, 销售均价2.92万元/平, 同比增长7.0%, 销售权益比例60%, 同比下降3个百分点, 销售排名第15名。2) 拿地: 根据克而瑞, 2025年公司拿地金额62亿元, 同比下降34.4%, 拿地强度(拿地金额/销售金额)为8%, 同比下降1个百分点; 2026Q1公司拿地金额19亿元, 同比下降2.5%, 拿地强度19%, 同比提升12个百分点。3) 土地储备: 截至2025年末, 土地储备(待开发土地面积)314万平, 同比下降16.6%, 在建面积570万平。
- 公司积极盘活存量资产, 实现部分资金回流。公司2025年通过用地收储、调规变性的方式实现4个资产盘活, 回笼资金57亿元。珠海新经济总部大厦及研发中心2宗地块在珠海首批实现专项债收储, 深圳前海冰雪世界7宗商业用地成为深圳单笔最大金额的专项债收储项目(政府收储总金额44.05亿元, 资产账面价值58.41亿元, 以75折收购), 武汉都荟天地AB北地块成功实现商改住、收调供的创新盘活。
- 物业管理方面, 华发物业稳健发展。2025年营业收入19.3亿元, 同比增长15.4%, 在管面积超5948万平, 合约面积6456万平, 目前服务覆盖44座城市、超445个项目、逾26万户业主。同时, 加速项目外拓步伐, 年内成功中标海南省博物馆、雄安体育中心等多个标杆项目。

投资建议与盈利预测:

■ 在当前市场状况下, 公司早期获取的高价项目面临严重的减值压力, 公司不得不在2025年计提了较多的资产减值损失, 导致了出现了上市以来的首次亏损。不过, 公司2025年结算收入仍正增长, 且经营性现金流净额保持正向, 销售规模仍维持在行业前20。此外, 2026年2月公司发布了定增预案, 后续若能落地, 大股东将以现金全额认购, 向市场传递了较强的支持信号。考虑到当前行业销售持续低迷, 且根据年报最新情况, 我们对2026-2027年盈利预测, 我们预计公司2026-2028年营业收入分别为798/732/709亿元, 同比增速分别为-4%/ -8%/ -3%; 归母净利润分别为-41.2/0.9/6.0亿元, 同比增速分别为57%/102%/588%; 对应EPS分别为-1.50/0.03/0.22元。当前股价对应的PB分别1.8X/1.8X/1.6X。我们下调公司评级至“增持”评级。

■ 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。

评级面临的主要风险:

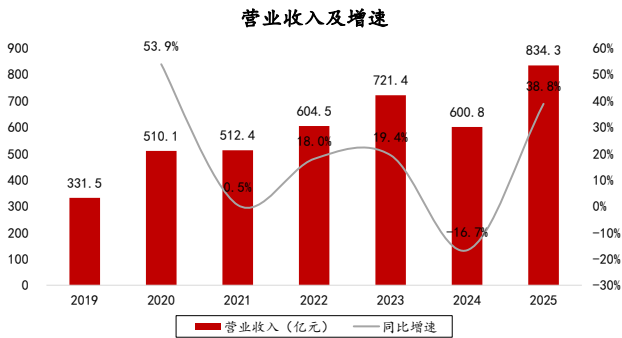
投资摘要

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	59,992	83,426	79,783	73,174	70,876
变动(%)	-16.84	39.06	-4.37	-8.28	-3.14
归母净利润(人民币 百万)	951	-9,496	-4,116	87	601
变动(%)	-48.24	-1,098.20	56.65	102.12	588.41
每股收益(人民币)	0.35	-3.45	-1.50	0.03	0.22
变动(%)	-48.24	-1,098.20	56.65	102.12	588.41
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.25	0.23	
调整幅度(%)			-698.28	-86.20	
市盈率(倍)	10.36	-1.04	-2.39	112.81	16.39
市净率(倍)	0.50	1.04	1.84	1.80	1.61

资料来源: 公司公告, 中银证券预测
备注: 历史数据采用未调整口径数据。

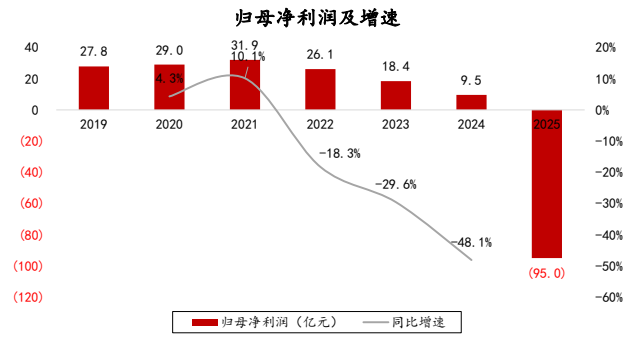
附录：

图表 1. 2025 年华发股份实现营业收入 834.3 亿元，同比增长 38.8%



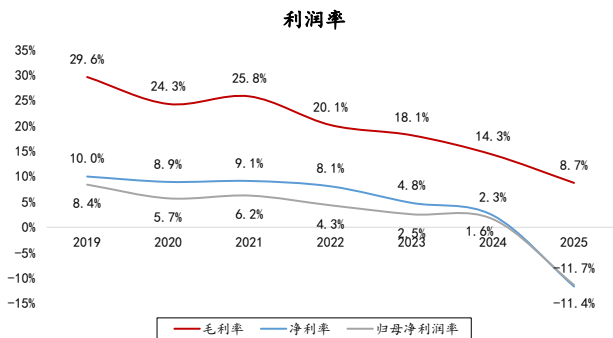
资料来源：公司年报，中银证券

图表 2. 2025 年华发股份实现归母净利润-95.0 亿元（2024 年为 9.5 亿元）



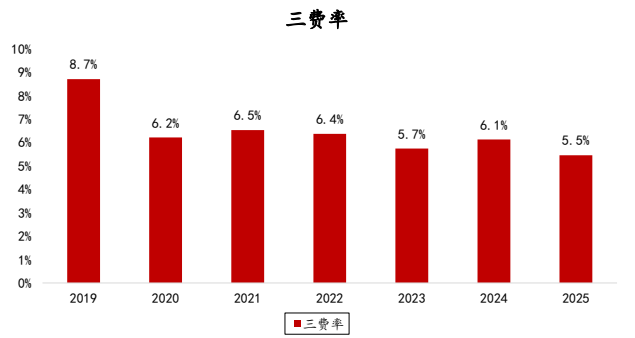
资料来源：公司年报，中银证券

图表 3. 2025 年华发股份毛利率、净利率和归母净利润率分别为 8.7%、-11.7%、-11.4%



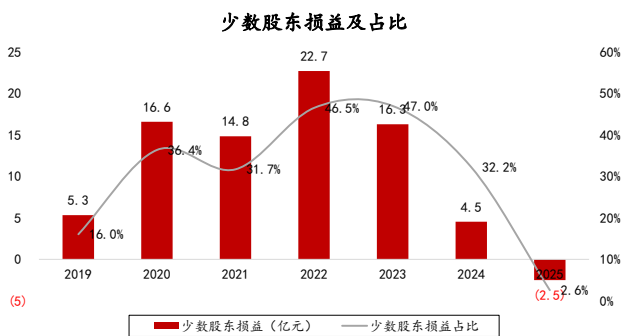
资料来源：公司年报，中银证券

图表 4. 2025 年华发股份三费率为 5.5%



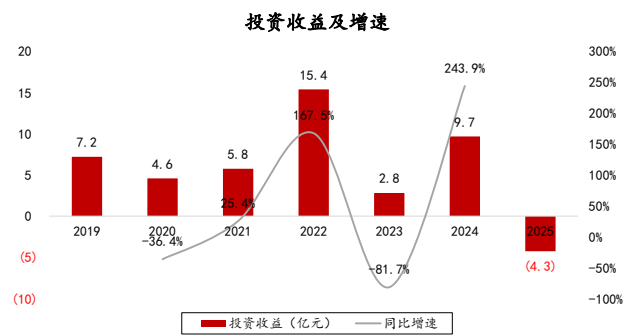
资料来源：公司年报，中银证券

图表 5. 2025 年华发股份少数股东损益为-2.5 亿元，占净利润的比重为 2.6%



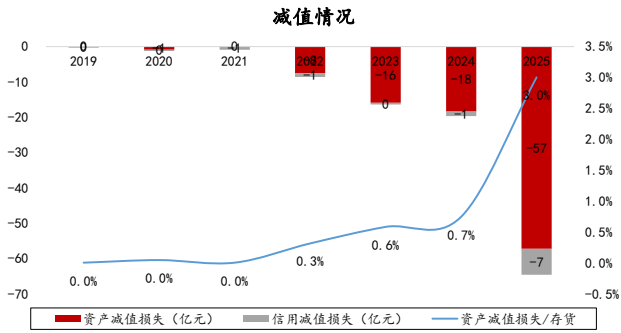
资料来源：公司年报，中银证券

图表 6. 2025 年华发股份投资收益-4.3 亿元（2024 年为 9.7 亿元）



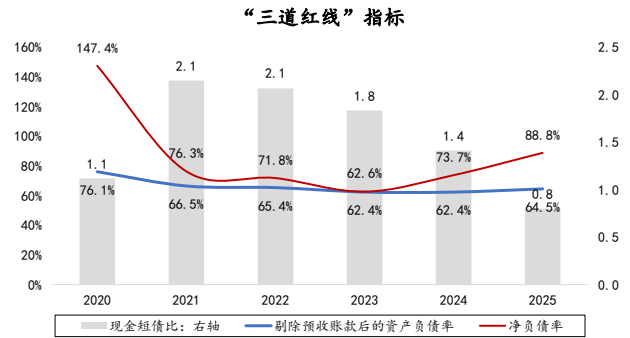
资料来源：公司年报，中银证券

图表 7. 2025 年华发股份资产减值损失 57 亿元，信用减值损失 7 亿元



资料来源：公司年报，中银证券

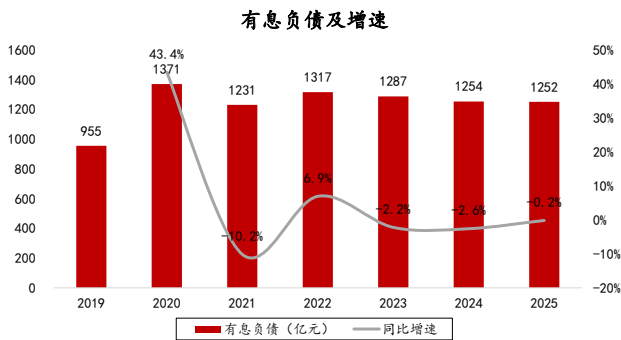
图表 8. 截至 2025 年末，公司剔除预收账款的资产负债率为 64.5%，净负债率 88.8%，现金短债比为 0.8X



资料来源：公司年报，中银证券

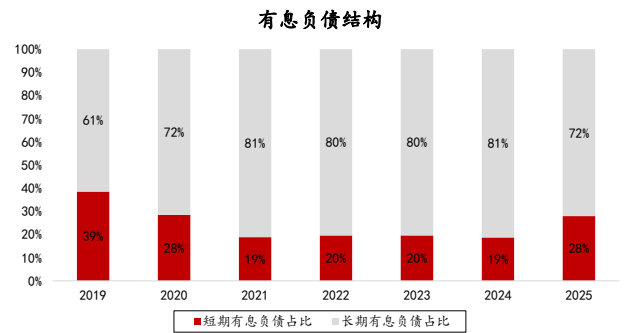
数据说明：1) 根据公司披露的计算方法计算剔除预收账款后的资产负债率，与其他部分公司略有不同。剔除预收账款后的资产负债率= (总负债-预收账款-合同负债-其他流动负债: 待转销项税) / (总资产-预收账款-合同负债-其他流动负债: 待转销项税)。2) 净负债率= (有息负债-货币资金) / 所有者权益。3) 现金短债比= 货币资金 / 短期有息负债。

图表 9. 截至 2025 年末，华发股份有息负债规模 1252 亿元，同比下降 0.2%



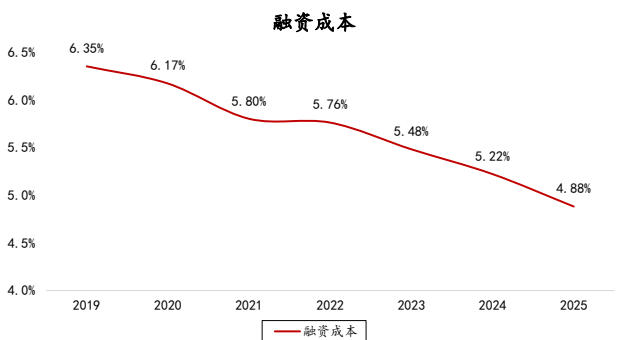
资料来源：公司年报，中银证券

图表 10. 截至 2025 年末，华发股份有息负债中短期有息负债占比 28%



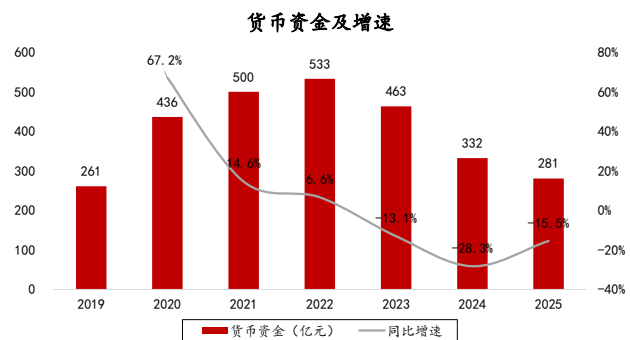
资料来源：公司年报，中银证券

图表 11. 截至 2025 年末，华发股份融资成本为 4.88%



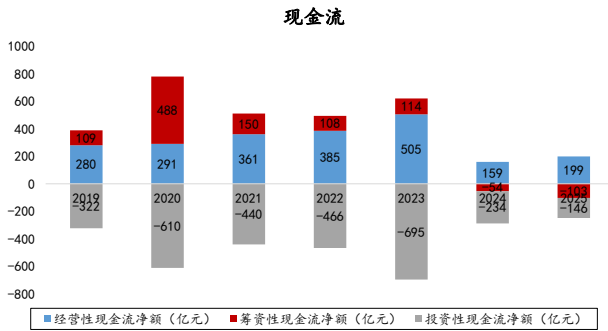
资料来源：公司年报，中银证券

图表 12. 2025 年华发股份货币资金为 281 亿元，同比下降 15.5%



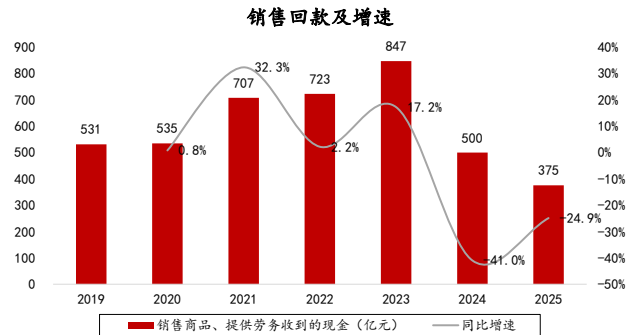
资料来源：公司年报，中银证券

图表 13. 2025 年华发股份经营性现金流净流入 199 亿元，筹资性现金流净流出 103 亿元



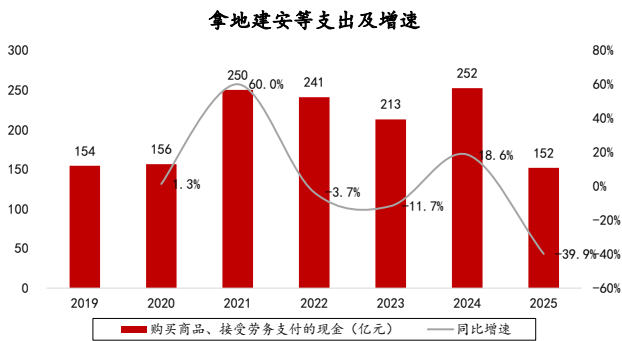
资料来源：公司年报，中银证券

图表 14. 2025 年华发股份销售商品、提供劳务收到的现金为 375 亿元，同比下降 24.9%



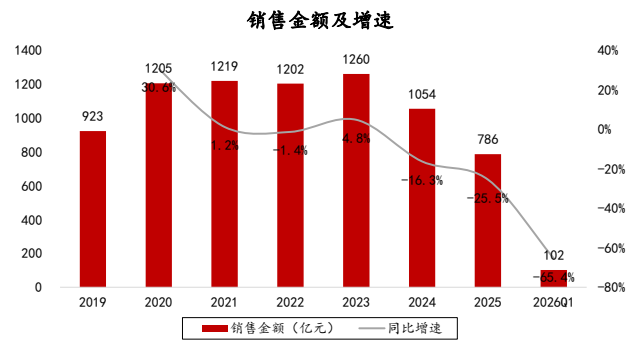
资料来源：公司年报，中银证券

图表 15. 2025 年华发股份购买商品、接受劳务支付的现金为 152 亿元，同比下降 39.9%



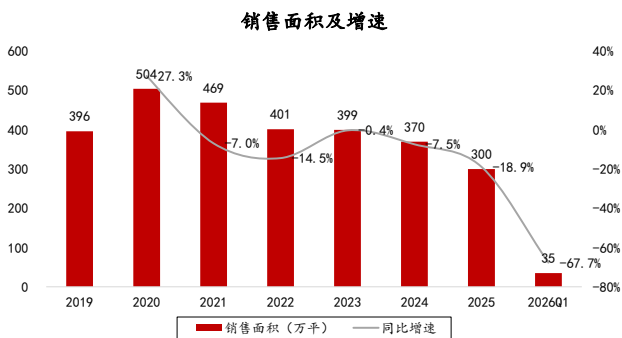
资料来源：公司年报，中银证券

图表 16. 2025 年华发股份销售金额 786 亿元，同比下降 25.5%



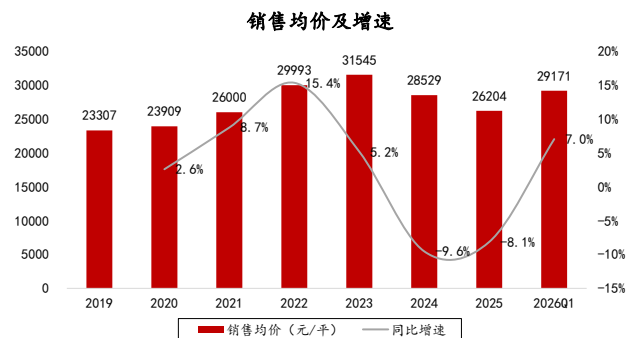
资料来源：公司年报，克而瑞，中银证券

图表 17. 2025 年华发股份销售面积 300 万平，同比下降 18.9%



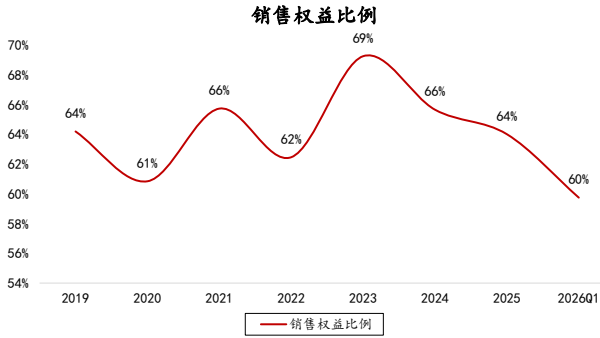
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 18. 2025 年华发股份销售均价 2.62 万元/平，同比下降 8.1%



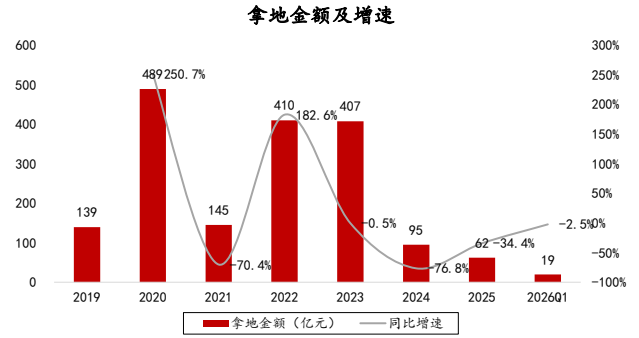
资料来源：公司年报，克而瑞，中银证券

图表 19. 2025 年华发股份销售权益比例为 64%，同比下降 2 个百分点



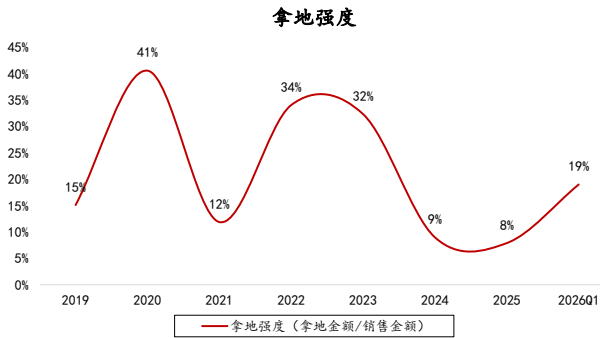
资料来源：公司年报，克而瑞，中银证券

图表 20. 2025 年华发股份拿地金额 62 亿元，同比下降 34.4%



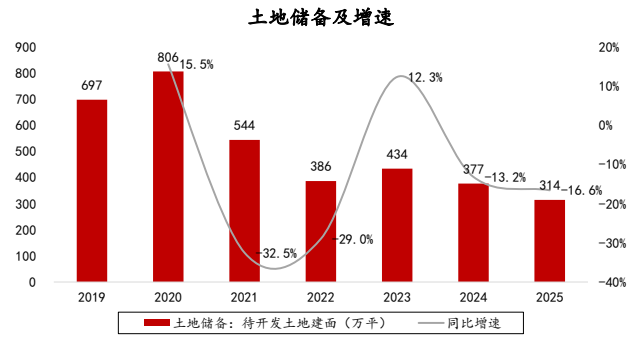
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 21. 2025 年华发股份拿地强度为 8%，同比下降 1 个百分点



资料来源：公司年报，克而瑞，中银证券

图表 22. 截至 2025 年末，华发股份待开发土地建筑面积为 314 万平，同比下降 16.6%



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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	59,992	83,426	79,783	73,174	70,876
营业收入	59,992	83,426	79,783	73,174	70,876
营业成本	51,404	76,129	73,265	67,163	64,999
营业税金及附加	2,241	2,146	2,052	1,882	1,823
销售费用	1,813	1,684	1,503	1,359	1,370
管理费用	1,358	1,221	1,050	959	942
研发费用	79	68	65	60	58
财务费用	512	1,643	1,345	1,162	908
其他收益	36	29	32	35	38
资产减值损失	(1,840)	(5,730)	(2,865)	(860)	(430)
信用减值损失	(126)	(736)	(294)	(88)	(44)
资产处置收益	4	0	2	2	2
公允价值变动收益	354	(1,139)	(456)	198	248
投资收益	968	(426)	(170)	253	279
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,980	(7,466)	(3,249)	130	870
营业外收入	58	39	39	40	41
营业外支出	76	42	43	44	45
利润总额	1,962	(7,470)	(3,253)	126	866
所得税	557	2,275	991	36	246
净利润	1,405	(9,745)	(4,244)	90	620
少数股东损益	453	(249)	(127)	3	19
归母净利润	951	(9,496)	(4,116)	87	601
EBITDA	1,612	(3,801)	(560)	1,842	2,584
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.35	(3.45)	(1.50)	0.03	0.22

资料来源: 公司公告, 中银证券预测。备注: 历史数据采用未调整口径数据。

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	349,034	288,721	261,362	252,248	243,614
现金及等价物	33,206	28,075	28,395	32,203	38,358
应收账款	1,546	2,340	1,376	2,032	1,269
应收票据	0	3	2	1	2
存货	247,950	191,007	167,177	153,713	142,395
预付账款	1,860	1,486	1,734	1,218	1,639
合同资产	1	1	1	1	1
其他流动资产	64,471	65,808	62,677	63,080	59,951
非流动资产	71,261	67,121	63,415	60,246	57,686
长期投资	28,025	21,579	15,777	10,556	5,856
固定资产	5,234	7,709	9,684	11,548	13,324
无形资产	483	458	485	515	544
其他长期资产	37,519	37,376	37,469	37,628	37,962
资产合计	420,295	355,842	324,777	312,494	301,300
流动负债	175,002	139,008	118,417	112,510	106,137
短期借款	3,480	10,996	10,886	10,777	10,669
应付账款	29,078	25,770	19,003	22,041	17,681
其他流动负债	142,445	102,242	88,528	79,692	77,787
非流动负债	120,305	107,471	101,217	94,722	89,247
长期借款	79,382	63,132	56,818	51,137	46,023
其他长期负债	40,923	44,339	44,398	43,585	43,224
负债合计	295,307	246,478	219,633	207,232	195,384
股本	2,752	2,752	2,752	2,752	2,752
少数股东权益	105,244	99,919	99,791	99,794	99,813
归属母公司股东权益	19,744	9,445	5,352	5,468	6,103
负债和股东权益合计	420,295	355,842	324,777	312,494	301,300

资料来源: 公司公告, 中银证券预测。备注: 历史数据采用未调整口径数据。

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,405	(9,745)	(4,244)	90	620
折旧摊销	482	487	752	1,039	1,373
营运资金变动	3,036	7,647	7,648	7,564	8,955
其他	10,978	21,501	2,570	428	539
经营活动现金流	15,900	19,889	6,727	9,122	11,486
资本支出	(10,306)	(7,188)	(2,864)	(3,107)	(3,527)
投资变动	(4,698)	4,316	5,377	5,451	4,978
其他	(8,377)	(11,701)	(167)	255	281
投资活动现金流	(23,382)	(14,572)	2,346	2,598	1,732
银行借款	385	(8,734)	(6,423)	(5,791)	(5,221)
股权融资	(1,687)	(8,414)	23	28	34
其他	(4,118)	6,881	(2,354)	(2,150)	(1,875)
筹资活动现金流	(5,419)	(10,267)	(8,753)	(7,912)	(7,063)
净现金流	(12,901)	(4,951)	320	3,808	6,155

资料来源: 公司公告, 中银证券预测。备注: 历史数据采用未调整口径数据。

财务指标

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(16.8)	39.1	(4.4)	(8.3)	(3.1)
营业利润增长率(%)	(65.9)	(477.0)	56.5	104.0	570.3
归属于母公司净利润增长率(%)	(48.2)	(1,098.2)	56.7	102.1	588.4
息税前利润增长(%)	(76.1)	(479.2)	69.4	161.2	50.8
息税折旧前利润增长(%)	(69.3)	(335.8)	85.3	429.3	40.3
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	(48.2)	(1,098.2)	56.7	102.1	588.4
获利能力					
息税前利润率(%)	1.9	(5.1)	(1.6)	1.1	1.7
营业利润率(%)	13.6	10.6	10.5	10.3	11.0
毛利率(%)	14.3	8.7	8.2	8.2	8.3
归母净利润率(%)	1.6	(11.4)	(5.2)	0.1	0.8
ROE(%)	4.8	(100.5)	(76.9)	1.6	9.9
ROIC(%)	0.3	(2.0)	(0.6)	0.2	0.4
偿债能力					
资产负债率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
净负债权益比	0.7	0.9	0.9	0.8	0.6
流动比率	2.0	2.1	2.2	2.2	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	42.9	42.9	42.9	42.9	42.9
应付账款周转率	1.7	3.0	3.6	3.6	3.6
费用率					
销售费用率(%)	3.0	2.0	1.9	1.9	1.9
管理费用率(%)	2.3	1.5	1.3	1.3	1.3
研发费用率(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
财务费用率(%)	0.9	2.0	1.7	1.6	1.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.3	(3.5)	(1.5)	0.0	0.2
每股经营现金流(最新摊薄)	5.8	7.2	2.4	3.3	4.2
每股净资产(最新摊薄)	7.2	3.4	1.9	2.0	2.2
每股股息	0.10	0.02	0.0	0.0	0.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	10.4	(1.0)	(2.4)	112.8	16.4
P/B(最新摊薄)	0.5	1.0	1.8	1.8	1.6
EV/EBITDA	117.8	(49.3)	(316.3)	89.4	58.5
价格/现金流(倍)	0.6	0.5	1.5	1.1	0.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测。备注: 历史数据采用未调整口径数据。

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