

002244.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 9.01

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	(12.5)	1.2	(10.9)	(12.9)
相对深圳成指	(13.4)	(2.0)	1.2	(23.9)

发行股数 (百万)	3,111.44
流通股 (百万)	2,757.55
总市值 (人民币 百万)	28,034.11
3个月日均交易额 (人民币 百万)	292.33
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2026年8月28日收市价为标准

相关研究报告

《滨江集团: 营收同比正增长, 业绩下滑; 销售排名稳居前十, 拿地强度提升》20260427

《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年销售千亿元目标》20250428

《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年销售目标千亿元以上》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

业绩降幅小于营收, 净利率改善; 销售排名再度提升, 有望顺利完成全年目标

摘要: 滨江集团公布2026年中报。公司2026年上半年实现营业收入321.1亿元, 同比下降29.3%; 归母净利润15.5亿元, 同比下降16.3%。

■ **营收同比下滑, 业绩也同比下滑但降幅小于营收, 公司上半年未计提资产减值损失。**2026年上半年公司营收321.1亿元, 同比下降29.3%, 主要因为交付结转规模下降, 其中房地产开发业务营收315.2亿元, 同比减少29.9%, 占营业收入的98.2%。上半年公司归母净利润为15.5亿元, 同比下降16.3%。业绩降幅小于营收的原因有: 1) 上半年公司未对资产进行减值损失计提, 去年同期计提资产减值损失6.1亿元。2) 投资收益7.6亿元, 同比增长30.3%。截至2026年6月末, 公司预收账款/上年营业收入达0.89X, 同比下降0.58X。

■ **毛利率微幅下降, 净利率与归母净利润率因未计提资产减值损失、投资收益增加而有所改善。**2026年上半年公司毛利率为12.0%, 同比下降0.3个百分点。公司销售费用与管理费用分别为5.0、2.2亿元, 同比分别增长6.1%、2.7%, 使得公司上半年三费率同比提升0.9个百分点至2.9%。不过由于未计提资产减值损失、投资收益增加, 上半年公司净利率、归母净利润率分别为7.5%、4.8%, 同比分别提升1.6、0.8个百分点。主要受权益乘数下滑的影响, 2026年上半年年化后的ROE同比下降2.5个百分点至10.1%。

■ **公司融资渠道畅通, 将有关负债保持在合理水平, 融资成本持续下降。**1) 截至2026年6月末, 公司权益有息负债236亿元, 较年初下降26亿元, 权益有息负债规模近年来持续下降, 按照公司2026年的计划, 年末权益有息负债规模将从年初的262亿元降至230亿元左右, 目前已经基本降至接近公司目标范围; 公司并表有息负债301亿元, 同比下降9.9%, 其中银行贷款占比83%, 直接融资占比17%, 债务结构合理, 且在公司2026年的目标范围内(直接融资规模比例控制在20%以内)。2) 债务期限构成上, 公司短期债务为73亿元, 占比仅为24%, 同比下降4个百分点。3) 2026年6月末公司剔除预收款后的资产负债率为52.7%, 同比下降5.2个百分点; 净负债率为-0.8%, 同比下降7.8个百分点; 现金短债比4.2X, 同比提升1.1X, “三道红线”持续保持“绿档”。4) 公司近年来融资成本不断下降, 2026年6月末公司平均融资成本为2.8%, 较2025年末下降0.2个百分点, 已经降至公司目标以下(公司计划2026年继续降低融资成本, 争取降至2.9%以内)。5) 公司授信储备充裕, 截至2026年6月末, 公司共获银行授信总额度1324亿元, 授信额度已使用276亿元, 剩余可用1048亿元, 占总额度的79%。直接融资可用额度上, 截至6月末, 已注册完成尚未发行的短期融资券额度14亿元、中票额度23亿元, 可根据资金需求和市场情况择机发行。6) 截至2026年8月27日, 公司2026年以来已经发行了2笔一般短期融资券、1笔一般中期票据, 合计发行规模18亿元。

■ **在手现金同比增长, 经营性现金流明显改善。**截至2026年6月末, 公司货币资金305亿元, 同比增长3.3%。2026年上半年经营活动现金流净流入55亿元(2025年同期净流出90亿元), 经营性现金流明显改善, 主要是因为土地与施工建安投资支出大幅减少。其中, 销售商品、提供劳务收到的现金(以销售回款为主)221亿元, 同比下降7.6%, 而公司投资支出出现了更大幅度的减少, 购买商品、接受劳务支付的现金(以土地与施工建安投资为主)139亿元, 同比减少53.2%。不过, 由于借款的减少, 上半年公司筹资性现金流净流出22亿元(2025年同期净流入52亿元)。

■ **销售排名再度提升, 销售目标完成率超过时间进度, 销售均价大幅提升。**2026年上半年公司实现销售金额432亿元, 同比减少18.2%, 销售排名第9名, 和2025年相比排名提升1位, 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1.01%。公司2026年的销售目标任务是“销售额800亿元, 行业排名前15名以内, 全国份额1%左右”, 从销售额来看, 半年完成了进度的54%, 行业排名和市占率目标达成。根据普华永道, 2026年上半年公司销售面积67万平, 同比下降49.4%, 销售均价6.45万元/平, 同比大幅提升61.8%。

■ **公司拿地权益比例提升, 持续深耕杭州地区。**2026年上半年公司新增土地储备12宗, 其中湖州1宗, 杭州11宗, 继续巩固杭州市场地位; 新增土地建面71万平, 同比下降29.4%, 拿地金额150亿元, 同比下降54.8%; 权益拿地金额88亿元, 拿地权益比例为59%, 同比提升3个百分点, 拿地强度(拿地金额/销售金额)为35%, 同比下降28个百分点; 楼面均价2.12万元/平, 同比下降35.9%。截至2026年6月末, 公司土地储备(在建+拟建)644万平, 同比下降35.2%。公司土地储备中杭州占比82%, 浙江省内非杭州的城市占比12%, 浙江省外占比6%, 继续保持区域聚焦。2026年全年公司计划投资为: 投资金额控制在权益销售回款50%左右。投资区域布局目标上, 杭州占比60%, 省内占比20%, 省外占比20%, 省外的重点是上海。

■ **公司有有序推进其他业务。**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。2026年上半年公司在金华新增代建项目1个, 总建筑面积约8.6万平。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2026年6月末, 公司持有可用于出租的写字楼、商业裙房、社区底商及公寓面积约59.1万平。2026年上半年实现租金收入2.2亿元, 同比增长约10%。4) 养老业务: 公司旗下首个康养项目, 滨江和家御府长者之家有序运营中, 截至2026年6月末, 入住率稳定在95%的水平。

■ **公司坚持区域深耕, 充分享受杭州市场红利, 销售排名稳居行业前十、民企第一。**在当前市场环境下, 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、融资成本较低, 在行业洗牌中保持较强优势。

投资建议与盈利预测:

■ **我们预计公司2026-2028年营业收入分别为882/922/956亿元, 同比增速分别为6%/5%/4%; 归母净利润分别为26/30/32亿元, 同比增速分别为25%/12%/8%; 对应EPS分别为0.85/0.95/1.02元。当前股价对应的PE分别为10.6X/9.5X/8.8X, 对应的PB分别为0.9X/0.8X/0.7X。考虑到公司销售投资具备一定韧性, 已售未结算资源丰厚, 核心城市优势显著, 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。

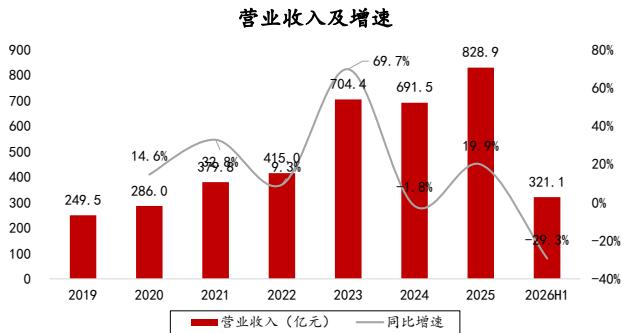
投资摘要

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	69,152	82,888	88,220	92,209	95,559
变动(%)	-1.83	19.86	6.43	4.52	3.63
归母净利润(人民币 百万)	2,546	2,116	2,649	2,954	3,186
变动(%)	0.66	-16.87	25.16	11.54	7.83
每股收益(人民币)	0.82	0.68	0.85	0.95	1.02
变动(%)	0.66	-16.87	25.16	11.54	7.83
市盈率(倍)	11.01	13.25	10.58	9.49	8.80
市净率(倍)	1.02	0.95	0.88	0.81	0.74

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

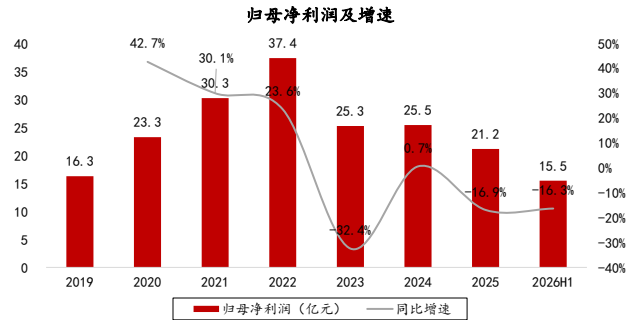
附录：

图表 1. 2026 年上半年滨江集团实现营收 321.1 亿元，同比下降 29.3%



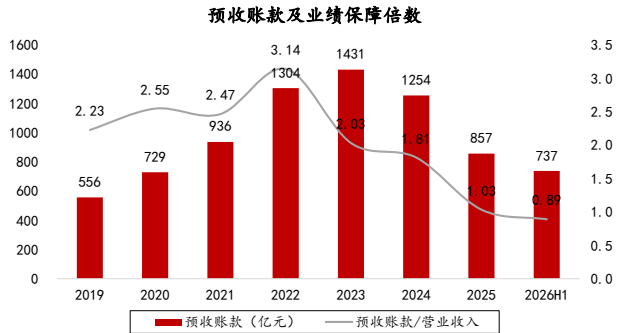
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 2026 年上半年滨江集团归母净利润 15.5 亿元，同比下降 16.3%



资料来源：公司公告，中银证券

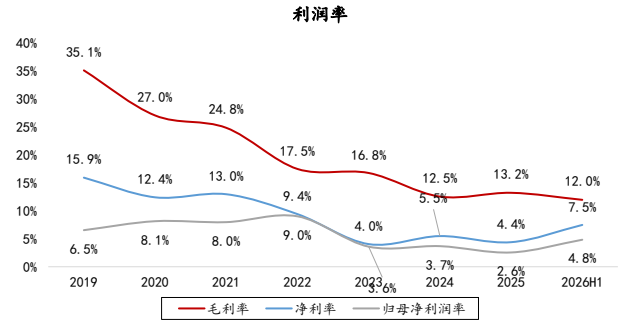
图表 3. 截至 2026 年 6 月末，滨江集团预收账款为 737 亿元，预收账款/上年营业收入为 0.89X



资料来源：公司公告，中银证券

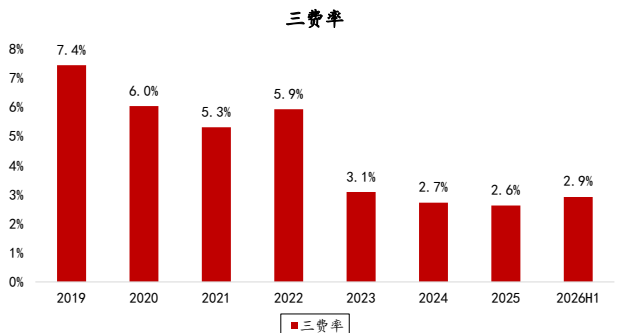
数据说明：2019-2025 年业绩保障倍数=期末预收账款/当年营业收入；2026H1 业绩保障倍数=2026 年 6 月末预收账款/2025 年营业收入。

图表 4. 2026 年上半年滨江集团毛利率、净利率、归母净利润率分别为 12.0%、7.5%、4.8%



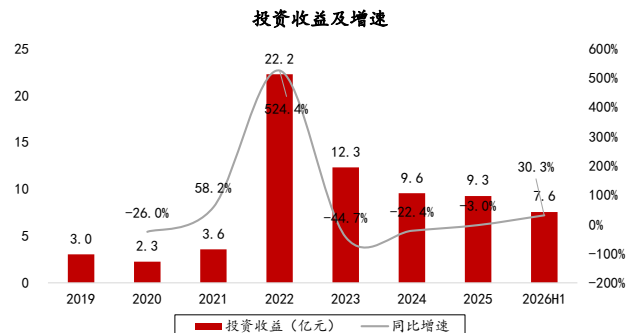
资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 2026 年上半年滨江集团三费率为 2.9%，同比提升 0.9 个百分点



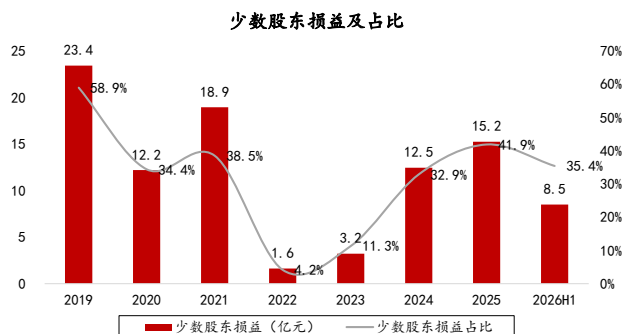
资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 2026 年上半年滨江集团投资收益 7.6 亿元，同比增长 30.3%



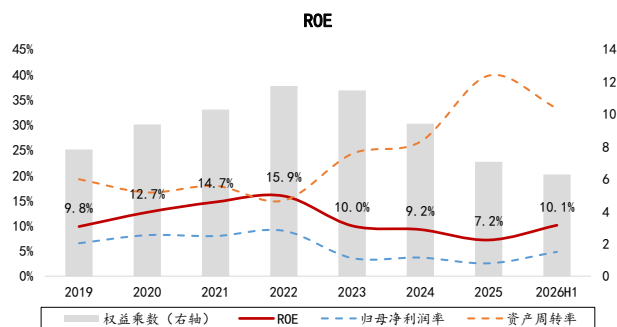
资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 2026 年上半年滨江集团少数股东损益为 8.5 亿元，占净利润的比重为 35.4%



资料来源：公司公告，中银证券

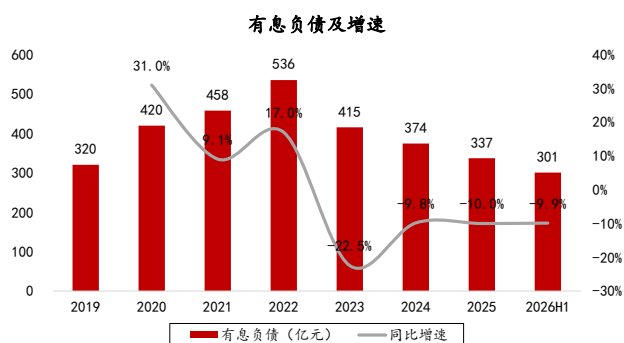
图表 8. 2026 年上半年滨江集团年化后的 ROE 为 10.1%



资料来源：公司公告，中银证券

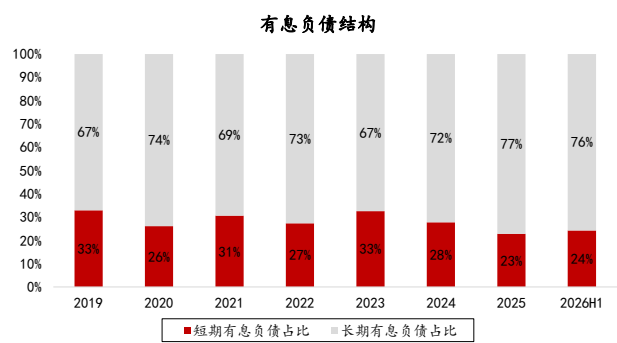
数据说明：2026H1 为年化后的 ROE。

图表 9. 截至 2026 年 6 月末，滨江集团有息负债 301 亿元，同比下降 9.9%



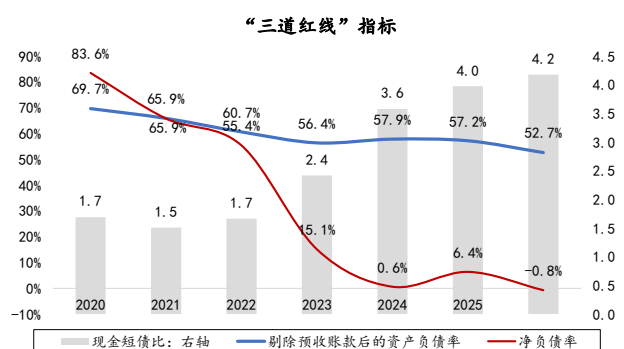
资料来源：公司公告，中银证券

图表 10. 截至 2026 年 6 月末，滨江集团有息负债中一年到期的占比 24%



资料来源：公司公告，中银证券

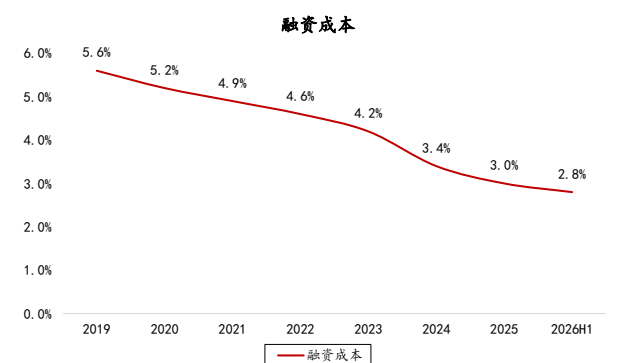
图表 11. 2026 年 6 月末滨江集团剔除预收账款后的资产负债率、净负债率、现金短债比分别为 52.7%、-0.8%和 4.2X



资料来源：公司公告，中银证券

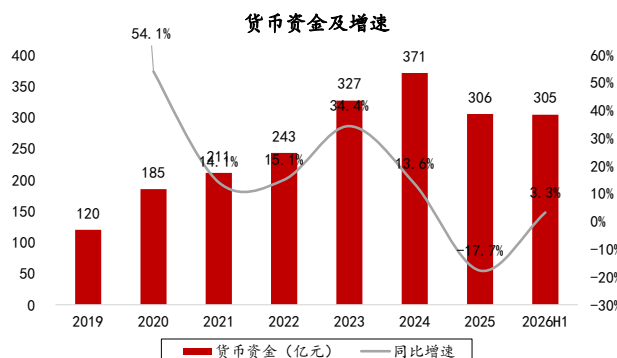
数据说明：1) 根据披露的计算方法计算剔除预收账款后的资产负债率，与其他部分公司略有不同。剔除预收账款后的资产负债率= (总负债-预收账款-合同负债-其他流动负债：待转销项税) / (总资产-预收账款-合同负债-其他流动负债：待转销项税)。2) 净负债率= (有息负债-货币资金) / 所有者权益。3) 现金短债比= 货币资金 / 短期有息负债。

图表 12. 截至 2026 年 6 月末滨江集团融资成本为 2.8%



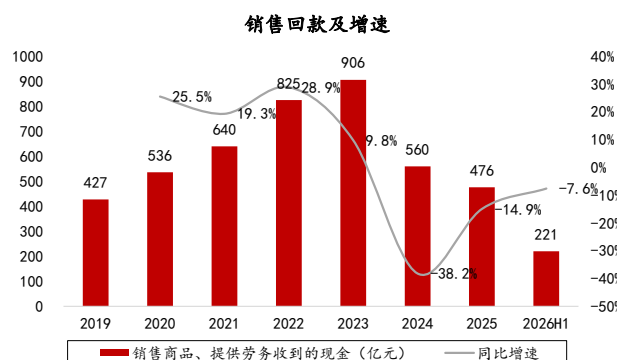
资料来源：公司公告，中银证券

图表 13. 截至 2026 年 6 月末, 滨江集团货币资金 305 亿元, 同比增长 3.3%



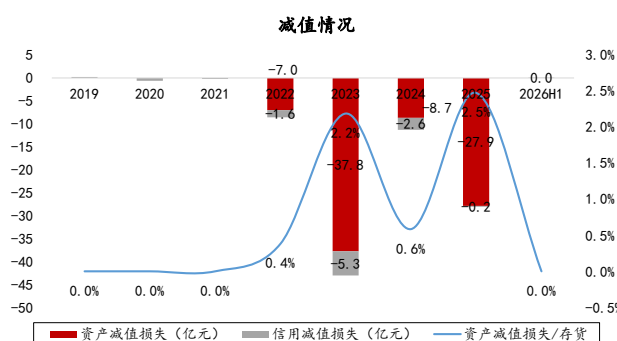
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 15. 2026 年上半年滨江集团销售商品、提供劳务收到的现金为 221 亿元, 同比下降 7.6%



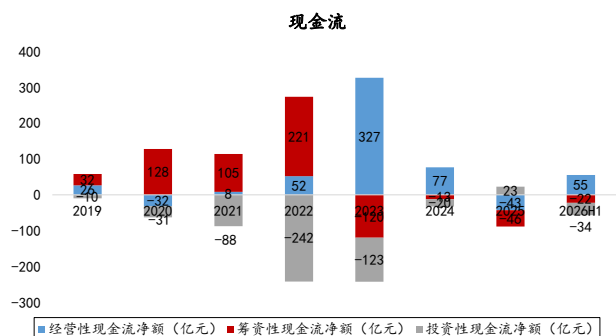
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 17. 2026 年上半年滨江集团未计提资产减值损失



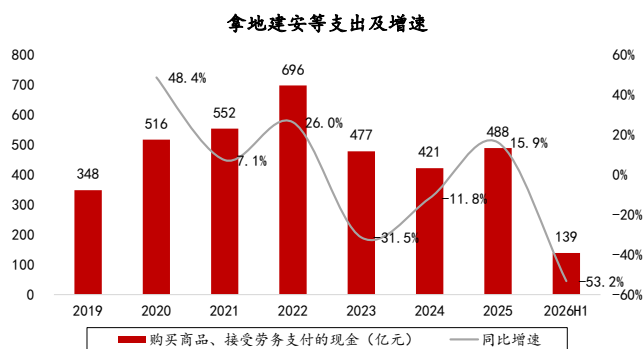
资料来源: 克而瑞, 中银证券

图表 14. 2026 年上半年滨江集团经营性现金流净流入 55 亿元, 筹资性现金流净流出 22 亿元



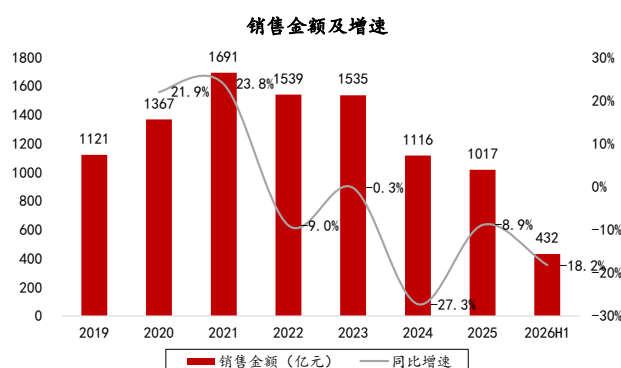
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 16. 2026 年上半年滨江集团购买商品、接受劳务支付的现金为 139 亿元, 同比下降 53.2%



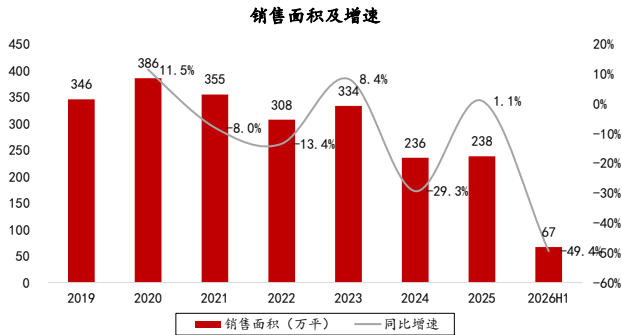
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 18. 2026 年上半年滨江集团销售金额 432 亿元, 同比下降 18.2%



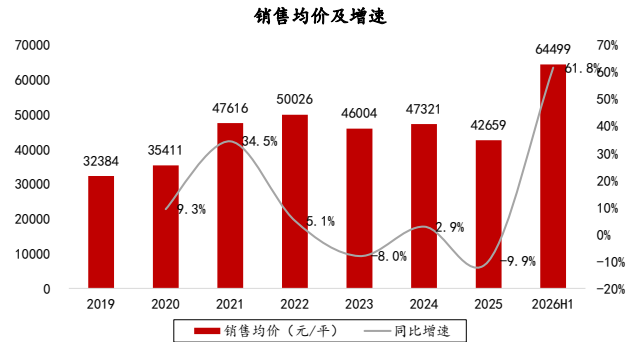
资料来源: 公司公告, 克而瑞, 中银证券

图表 19. 2026 年上半年滨江集团销售面积 67 万平，同比下降 49.4%



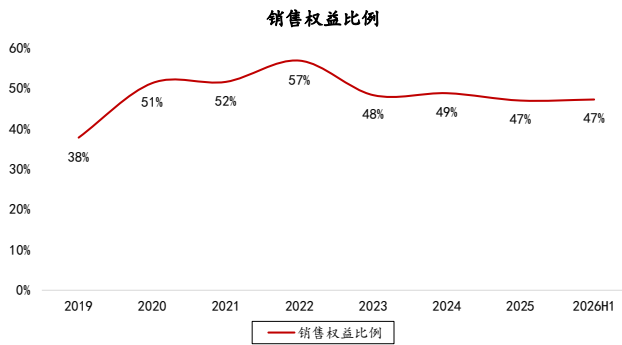
资料来源：公司公告，克而瑞，中银证券

图表 20. 2026 年上半年滨江集团销售均价 6.45 万元/平，同比增长 61.8%



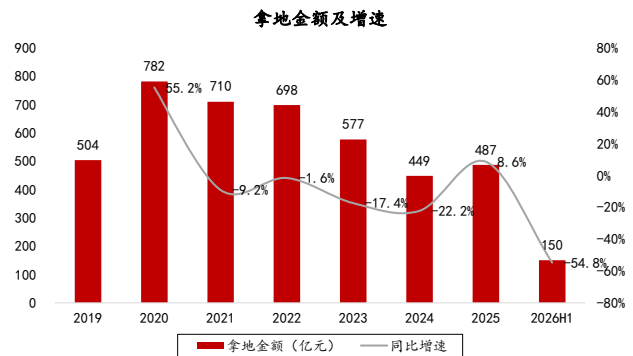
资料来源：公司公告，克而瑞，中银证券

图表 21. 2026 年上半年滨江集团销售权益比例为 47%



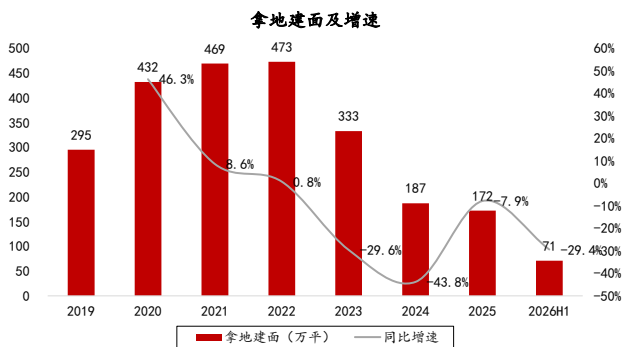
资料来源：公司公告，克而瑞，中银证券

图表 22. 2026 年上半年滨江集团拿地金额 150 亿元，同比下降 54.8%



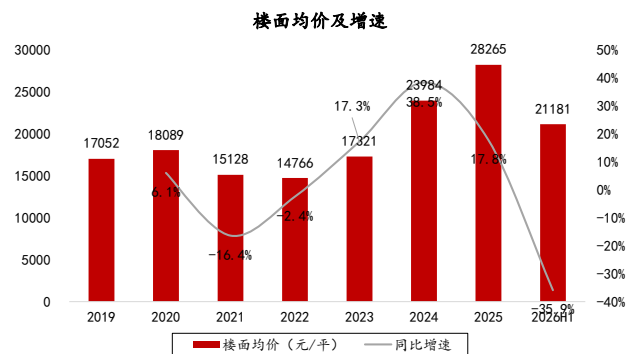
资料来源：公司公告，中银证券

图表 23. 2026 年上半年滨江集团拿地建面 71 万平，同比下降 29.4%



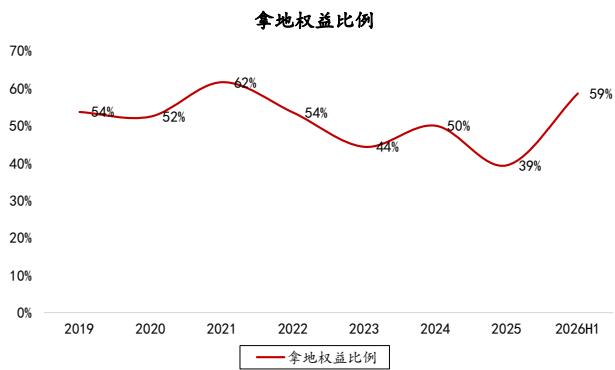
资料来源：公司公告，中银证券

图表 24. 2026 年上半年滨江集团楼面均价 2.12 万元/平，同比下降 35.9%



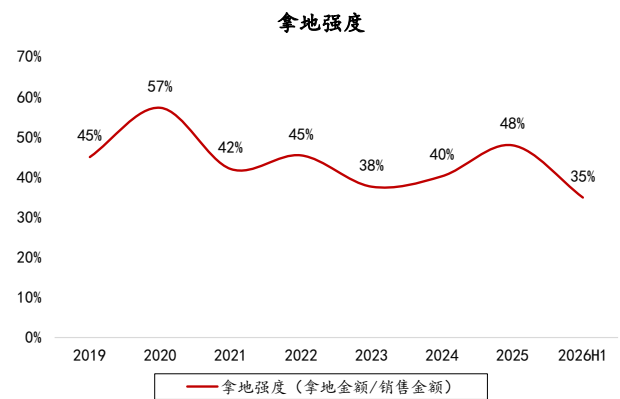
资料来源：公司公告，中银证券

图表 25. 2026 年上半年滨江集团拿地权益比例为 59%，同比提升 3 个百分点



资料来源：公司公告，中银证券

图表 26. 2026 年上半年滨江集团拿地强度为 35%，同比下降 28 个百分点



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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	69,152	82,888	88,220	92,209	95,559
营业收入	69,152	82,888	88,220	92,209	95,559
营业成本	60,481	71,932	76,337	79,631	81,963
营业税金及附加	647	725	772	807	836
销售费用	857	1,082	857	918	1,012
管理费用	544	603	478	511	564
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	479	488	485	421	386
其他收益	12	6	6	7	7
资产减值损失	(869)	(2,790)	(2,232)	(1,786)	(1,429)
信用减值损失	(262)	(16)	(15)	(9)	(5)
资产处置收益	1	1	1	1	1
公允价值变动收益	8	4	3	3	2
投资收益	955	926	945	964	983
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	5,989	6,190	8,000	9,100	10,357
营业外收入	11	21	21	22	22
营业外支出	66	27	28	28	29
利润总额	5,934	6,183	7,993	9,093	10,350
所得税	2,143	2,543	3,437	3,910	4,450
净利润	3,791	3,640	4,556	5,183	5,899
少数股东损益	1,245	1,524	1,907	2,229	2,714
归母净利润	2,546	2,116	2,649	2,954	3,186
EBITDA	6,597	7,099	8,956	9,323	10,504
EPS (最新股本摊薄, 元)	0.82	0.68	0.85	0.95	1.02

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	227,195	175,966	163,368	151,885	143,129
货币资金	37,140	30,574	30,011	31,803	35,525
应收账款	693	464	767	519	814
应收票据	0	0	0	0	0
存货	148,517	112,745	105,663	97,837	88,857
预付账款	1	10	2	11	2
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	40,844	32,173	26,925	21,715	17,932
非流动资产	31,888	32,268	32,271	32,249	32,277
长期投资	19,130	19,430	20,175	20,847	21,451
固定资产	1,079	759	590	480	420
无形资产	129	125	181	240	298
其他长期资产	11,550	11,954	11,325	10,683	10,108
资产合计	259,083	208,234	195,639	184,135	175,407
流动负债	179,759	132,370	117,839	103,488	90,992
短期借款	591	0	0	0	0
应付账款	5,641	5,756	6,339	6,278	6,708
其他流动负债	173,527	126,614	111,500	97,210	84,283
非流动负债	27,771	26,741	24,292	22,105	20,123
长期借款	24,445	23,929	21,537	19,383	17,445
其他长期负债	3,327	2,811	2,756	2,722	2,679
负债合计	207,530	159,111	142,131	125,593	111,115
股本	3,111	3,111	3,111	3,111	3,111
少数股东权益	24,025	19,649	21,556	23,785	26,499
归属母公司股东权益	27,528	29,474	31,951	34,756	37,793
负债和股东权益合计	259,083	208,234	195,639	184,135	175,407

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	3,791	3,640	4,556	5,183	5,899
折旧摊销	1,106	1,359	1,426	776	755
营运资金变动	16,867	(1,943)	(1,820)	(402)	652
其他	(14,096)	(7,347)	(466)	(524)	(591)
经营活动现金流	7,668	(4,291)	3,696	5,033	6,715
资本支出	(28)	(12)	(701)	(101)	(196)
投资变动	(620)	(1,274)	(645)	(571)	(505)
其他	(1,326)	3,576	304	319	340
投资活动现金流	(1,973)	2,291	(1,043)	(353)	(361)
银行借款	(789)	(1,106)	(2,393)	(2,154)	(1,938)
股权融资	4,564	(2,816)	(171)	(149)	(149)
其他	(5,058)	(636)	(652)	(584)	(545)
筹资活动现金流	(1,283)	(4,559)	(3,216)	(2,887)	(2,633)
净现金流	4,411	(6,559)	(563)	1,792	3,721

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(1.8)	19.9	6.4	4.5	3.6
营业利润增长率(%)	18.5	3.4	29.2	13.8	13.8
归属于母公司净利润增长率(%)	0.7	(16.9)	25.2	11.5	7.8
息税前利润增长率(%)	26.0	4.5	31.2	13.5	14.1
息税折旧前利润增长率(%)	25.3	7.6	26.2	4.1	12.7
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	0.7	(16.9)	25.2	11.5	7.8
获利能力					
息税前利润率(%)	7.9	6.9	8.5	9.3	10.2
营业利润率(%)	7.2	8.7	7.8	7.7	7.0
毛利率(%)	12.5	13.2	13.5	13.6	14.2
归母净利润率(%)	3.7	2.6	3.0	3.2	3.3
ROE(%)	9.2	7.2	8.3	8.5	8.4
ROIC(%)	6.6	6.3	8.1	9.5	11.5
偿债能力					
资产负债率(%)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
净负债权益比	(0.1)	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.2)
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	118.6	143.4	143.4	143.4	143.4
应付账款周转率	12.4	14.5	14.6	14.6	14.7
费用率					
销售费用率(%)	1.2	1.3	1.0	1.0	1.1
管理费用率(%)	0.8	0.7	0.5	0.6	0.6
研发费用率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用率(%)	0.7	0.6	0.6	0.5	0.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.8	0.7	0.9	0.9	1.0
每股经营现金流(最新摊薄)	2.5	(1.4)	1.2	1.6	2.2
每股净资产(最新摊薄)	8.8	9.5	10.3	11.2	12.1
每股股息	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	11.0	13.2	10.6	9.5	8.8
P/B(最新摊薄)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.3	5.1	3.1	2.2	1.2
价格/现金流(倍)	3.7	(6.5)	7.6	5.6	4.2

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

