

600383.SH

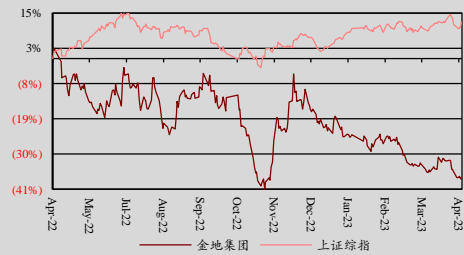
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 8.16

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	(18.4)	(2.9)	(18.0)	(41.0)
相对上证综指	(25.0)	(5.3)	(19.8)	(52.6)

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)	36,839.00
3个月日均交易额 (人民币 百万)	611.45
主要股东	
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2023年4月28日收市价为标准

相关研究报告

《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

业绩短期承压, 地产业务盈利能力有所改善

摘要: 金地集团公布 2022 年年报和 2023 年一季报。公司 2022 年实现营业总收入 1202.1 亿元, 同比增长 21.1%; 归母净利润 61.1 亿元, 同比下降 35.1%。公司拟每 10 股派发现金股息 1.36 元 (含税), 分红率为 10.1%。公司 2023 年一季度实现营业收入 143.6 亿元, 同比增长 7.5%; 归母净利润 5.1 亿元, 同比下降 18.8%。

■ **受投资收益规模下降、计提减值准备增加的影响, 公司业绩承压; 房地产业务毛利率有所提升。**2022 年公司总营收同比增长 21.1%, 公司房地产业务项目结算面积 617 万平, 其他融资占比 1.0%。2022 年平均融资成本为 4.53%, 同比下降 0.03 个百分点。2023Q1 公司总营收同比增长 7.5%, 归母净利润同比下降 18.8%。一方面是因为毛利率下行, 另一方面是因为投资收益亏损 2.2 亿元 (2022Q1 盈利 5 亿元)。2023Q1 公司毛利率、净利率、归母净利润率分别为 17.5%、1.5%、3.5%, 同比分别下降 2.2、3.4、1.2 个百分点, 年化 ROE 因此下降 0.8 个百分点至 3.1%。公司短期业绩承压或持续承压, 2022 年末公司预收账款 771 亿元, 同比下降 31.6%, 预收账款/营业收入为 0.64X, 同比下降 0.5X; 2023Q1 末, 公司预收账款 913 亿元, 同比下降 22.7%, 预收账款/上年营收 0.76X, 同比下降 0.4X。

■ **公司有息负债规模稳中有降, 融资成本持续改善。**截至 2022 年末, 公司有息负债 1152.2 亿元, 同比下降 8.3%, 其中, 银行借款占比 60.8%, 公开市场融资占比 38.1%, 其他融资占比 1.0%。2022 年平均融资成本为 4.53%, 同比下降 0.03 个百分点。公司短期负债占全部有息负债的比重 35.9%, 同比提升 3 个百分点, 债务期限结构合理。截至 2022 末, 公司有息负债中, 境内有息负债占比 94.4%, 境外有息负债占比 5.6%。公司与银行等金融机构均建立了良好的长期合作关系, 债务融资能力较强, 银行授信额度较为充裕。截至 2022 年末, 公司获得各银行金融机构授信总额 2549 亿元, 尚有 64% 的额度未使用。2022 年末公司剔除预收账款后的资产负债率为 66.0%, 净负债率为 52.2%, 同比分别下降 1.5、3.0 个百分点, 现金短债比 1.32X, 同比下降 0.25X。2023Q1 末, 公司有息负债同比下降 5.9% 至 1180 亿元, 其中短债占比提升 2.6 个百分点至 35.9%, 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 65.0%、58.6%、1.24X。

■ **公司持续强化经营现金流管理。**截至 2022 年末, 公司持有现金 545 亿元, 同比下降 15.9%。经营性现金流明显改善, 2022 年经营性现金净流入 199 亿元, 同比增长 111.8%, 主要是因为公司量入为出, 主动减少投资, 销售商品、提供劳务收到的现金同比下降 24.0% 至 773 亿元。截至 2023Q1 末, 公司持有现金 500 亿元, 同比下降 18.5%, 经营性现金流净流出 46 亿元, 较 2022 年同期净流出增加 44 亿元。

■ **城市深耕战略下市占率稳步提升, 22 年销售排名首次进入 TOP10。**2022 年公司实现合同销售金额 2218 亿元, 销售面积 1020 万平, 同比分别下降 22.6% 和 25.9%; 销售均价约 21750 元/平, 同比增长 4.5%, 销售均价连续十年稳步提升; 市占率提升 0.1 个百分点至 1.7%; 全口径销售金额排名第 7, 较 2021 年上升了 4 个名次, 首次进入 TOP10。公司持续深耕一、二线城市, 资源主要分布于长三角和珠三角等市场基本面良好的区域和城市, 为可持续发展奠定了坚实的基础。2022 年公司在深圳、上海、南京、大连、福州等城市市占率位居当地前列。2023 年一季度实现签约销售面积 243 万平, 同比增长 32.6%, 销售金额 441 亿元, 同比下降 31%, 销售排名第 12 位, 销售均价 18164 元/平, 同比下降 26.9%。

■ **公司严把投资标准, 迅速适应市场变化, 量入为出开展投资工作, 聚焦高能级城市, 加强上海、北京、深圳的深耕力度。**2022 年公司拿地金额 368 亿元, 同比下降 72%, 新增土地储备 248 万平, 同比下降 85%, 拿地金额 (拿地金额/销售金额) 为 17%, 同比下降 29 个百分点。由于布局能级提升, 楼面均价同比提升 85% 至 1.48 万元/平。截至 2022 年末, 公司共进入了全国 78 个城市, 总土地储备 5182 万平, 权益土地储备 2345 万平, 其中, 一、二线城市占比约 71%。2023Q1 公司拿地金额 88 亿元, 同比增长 13%, 拿地强度同比提升 3 个百分点至 20%, 新增土地储备面积 54 万平, 同比持平, 楼面均价同比提升 13% 至 1.63 万元/平。

■ **从地产业务的结算与开发规模来看, 公司 2022 年新开工计划顺利完成, 结算规模稳定提升。**2022 年公司新开工面积 522 万平, 竣工面积 1418 万平, 同比分别下降 71.7% 和 7.6%, 顺利完成了年中制定的全年 517 万平的开工规模计划, 实际竣工略低于计划 (1496 万平)。2023Q1 公司新开工面积 58 万平, 同比下降 60.9%, 竣工面积 134 万平, 同比增长 26.6%。2023 年公司计划新开工面积 355 万平, 竣工面积 1295 万平。2022 年公司房地产业务项目结算面积 617 万平, 同比上升 9.4%; 结算收入 1092 亿元, 同比上升 23.6%; 结算均价同比提升 13% 至 1.77 万元/平, 公司的房地产业务结算毛利率为 19.96%, 同比提升 0.31 个百分点。2023Q1 房地产业务项目结算面积 55 万平, 结算收入 117 亿元, 同比增长 4.0%、3.6%。

■ **多元业务发展成效显著, 均已迈入各领域第一梯队。**1) 公司继续精心打造“三横九纵”服务矩阵, 住宅物业、商业物业以及城市服务三大业务板块从社区走向城区, 增值业务全面发展, 向更广阔服务范围延伸。2022 年公司物业管理业务收入 66.6 亿元, 同比增长 26.2%, 毛利率 9.14%, 同比下降 0.93 个百分点。2022 年金地智慧服务 (金地集团 100% 控股) 实现院校及银行类项目集中突破, 中标项目 27 个, 市场拓展新增外拓合同面积达 5000 余万平。截至 2022 年末, 合同管理面积达 3.85 亿平。旗下楼宇工程公司战略升维为空间科技公司, 依托科技+服务双轮驱动, 提供空间智慧化一站式解决方案。年内成功收购华东集团龙头房企杭州速派, 迅速强化 TOB 产业服务能力。2) 在商办与产业园区业务上, 通过金地商置 (金地集团持股 40.28%) 上市平台布局。2022 年金地商置销售额 618 亿元, 同比下跌 21%; 实现营收 103 亿元, 同比下降 27%。截至 2022 年末, 土储 1934 万平, 20% 位于一线城市, 59% 位于二线城市。截至 2022 年末, 公司持有在运营的产业园项目总建面 92 万平。深圳威新科技园 1、2 期出租率 95%, 2022 年开业的 3 期出租率约 80%, 入驻企业包括英特尔、英伟达、腾讯等大型上市公司。南京雨花创新中心、南京河西金地广场、上海闵行科创园、上海嘉定智造园、成都科陆等的出租率也均达 90% 以上。2023 年即将开业 8 个商业项目, 位于北京、上海、苏州、杭州、南昌等地, 建面 40 万平。同时, 公司持有在运营的产业园项目总建面 138 万平。由于租金增长及更多新商业项目开业, 2022 年产业园项目收入 16.9 亿元, 同比增长 47%。3) 代建业务稳步高速增长, 培养第二增长曲线。截至 2022 年末, 金地集团代建业务已布局全国超 40 座城市, 管理服务项目超 115 个, 累计签约管理面积超 1832 万平, 其中住宅签约面积 1196 万平, 商办签约面积 195 万平, 政府代建面积 439 万平, 住宅项目累计可售货值超 1280 亿元。

■ **投资建议与盈利预测:** 公司长期凭借高能级布局和融资优势在行业格局优化之下实现市占率的提升。地产业务稳健发展的同时, 多元业务稳中有进, 预计物业管理板块将持续实现高速增长。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 1395/1650/1954 亿元, 同比增速分别为 16%/18%/19%; 归母净利润分别为 65/70/76 亿元, 同比增速分别为 6%/8%/9%; 对应 EPS 分别为 1.44/1.55/1.68 元。当前股价对应的 PE 分别为 5.7X/5.3X/4.9X。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。

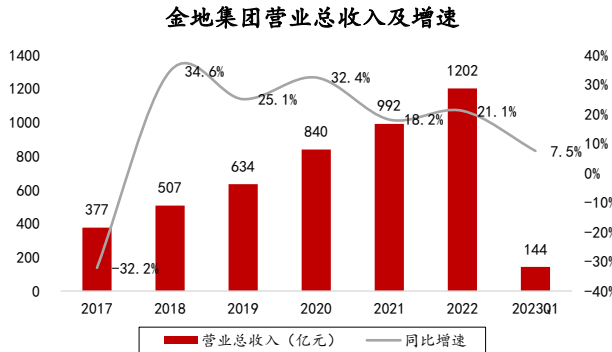
投资摘要

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入 (人民币 百万)	98,935	120,035	139,467	164,959	195,405
增长率 (%)	18.3	21.3	16.2	18.3	18.5
归母净利润 (人民币 百万)	9,410	6,107	6,483	6,993	7,586
增长率 (%)	(9.5)	(35.1)	6.2	7.9	8.5
最新股本摊薄每股收益 (人民币)	2.08	1.35	1.44	1.55	1.68
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	2.32	2.5	-
调整幅度 (%)	-	-	-33.23	-32.78	-
市盈率 (倍)	3.9	6.0	5.7	5.3	4.9
市净率 (倍)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA (倍)	19.8	14.5	7.0	3.1	1.4
每股股息 (人民币)	0.6	0.1	0.1	0.2	0.2
股息率 (%)	4.9	1.4	1.8	2.0	2.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

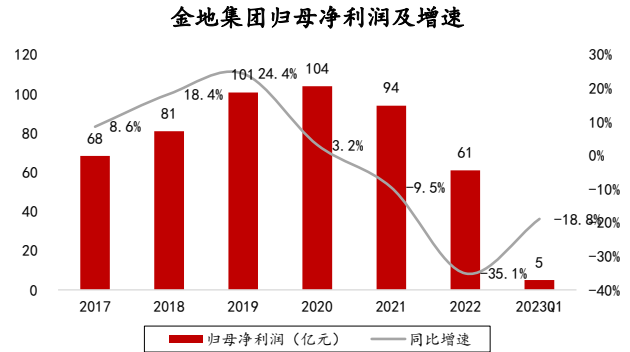
附录：

图表 1. 2022 年金地集团实现营业总收入 1202 亿元，同比增长 21.1%，2023Q1 实现收入 144 亿元，同比增长 7.5%



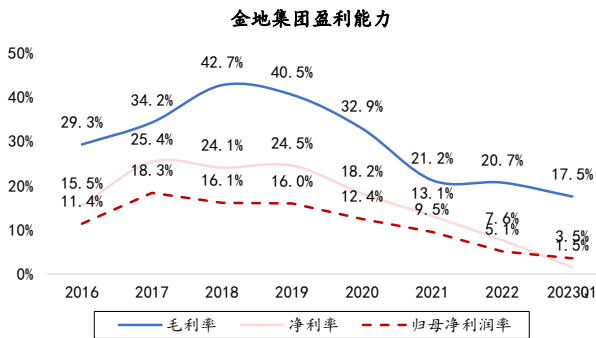
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 2022 年金地集团实现归母净利润 61 亿元，同比下降 35.1%，2023Q1 归母净利润 5 亿元，同比下降 18.8%



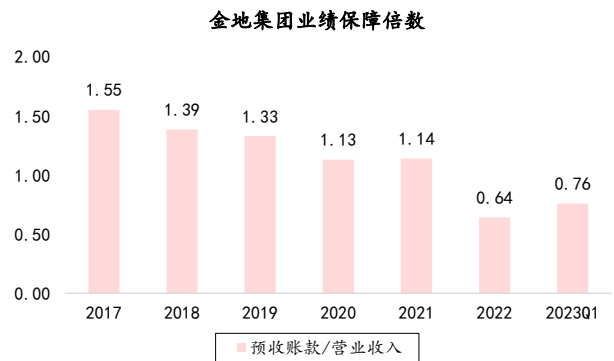
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 2022 年金地集团毛利率、净利率、归母净利率率分别为 20.7%、7.6%、5.1%



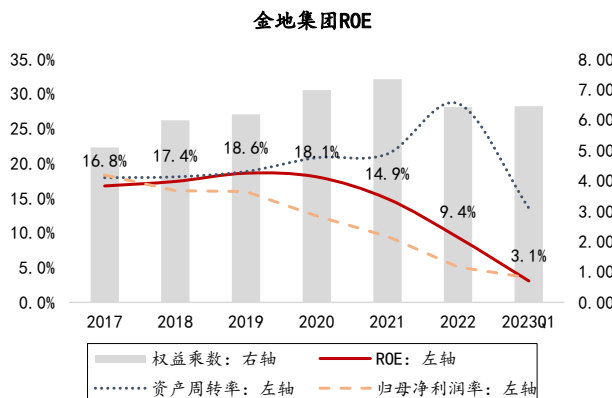
资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 2022 年金地集团业绩保障倍数为 0.64X



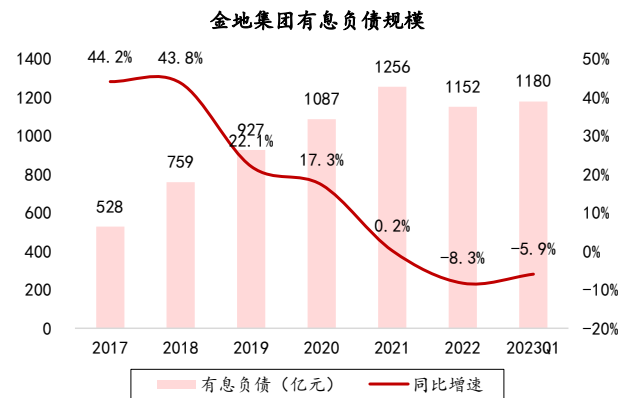
资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 2022 年金地集团 ROE 为 9.4%



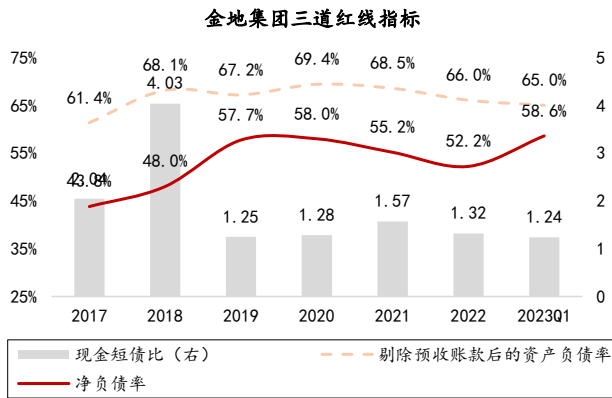
资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 2022 年末金地集团有息负债规模 1152 亿元，同比下降 8.3%；2023Q1 末为 1180 亿元，同比下降 5.9%



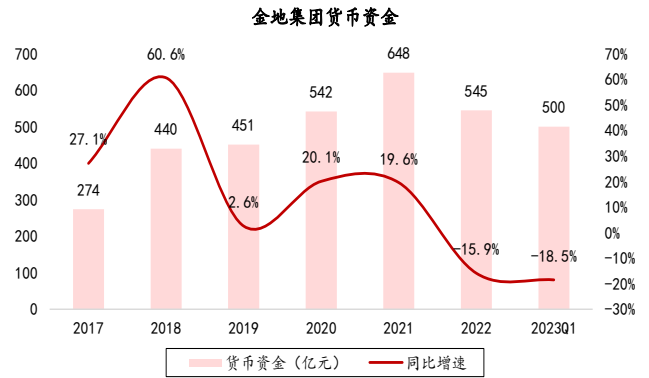
资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 2022 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 66.0%、52.2% 和 1.32X



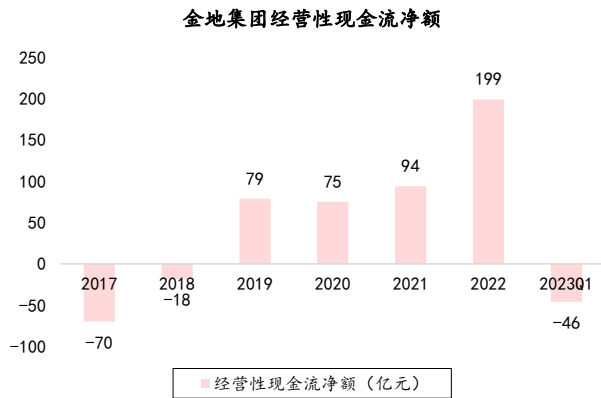
资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 截至 2022 年末，金地集团货币资金 545 亿元，同比下降 15.9%



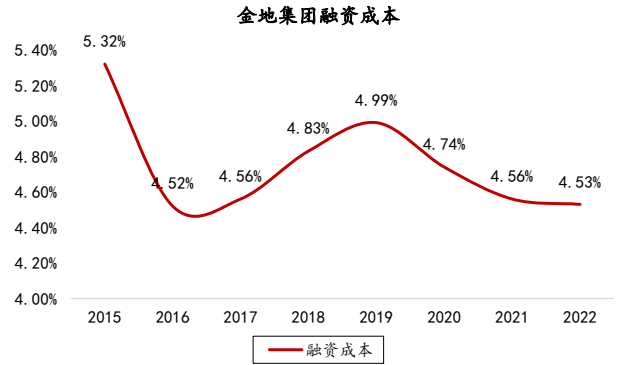
资料来源：公司公告，中银证券

图表 9. 2022 年金地集团经营性现金流净额为 199 亿元



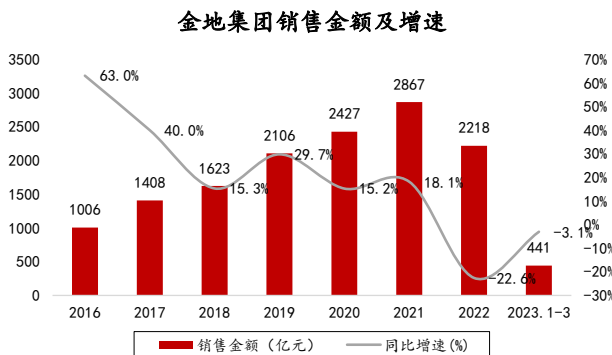
资料来源：公司公告，中银证券

图表 10. 2022 年金地集团融资成本 4.53%，同比下降 0.03 个百分点



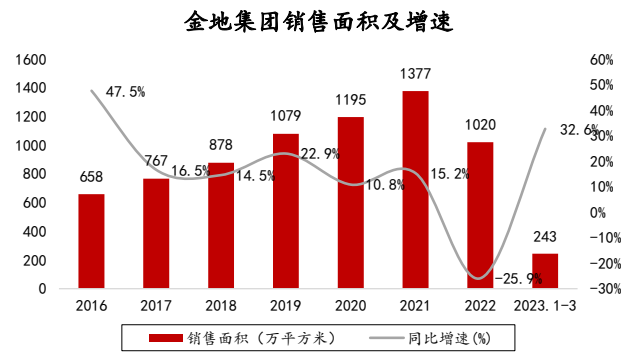
资料来源：公司公告，中银证券

图表 11. 2022 年金地集团销售金额 2218 亿元，同比下降 22.6%



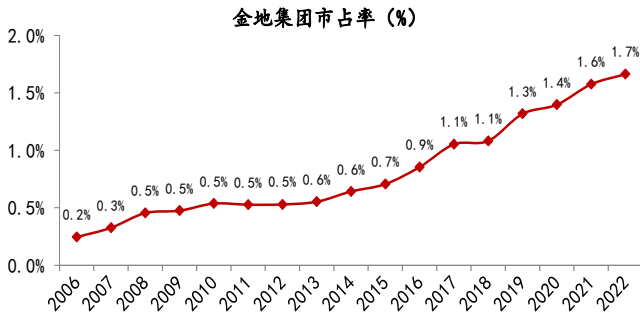
资料来源：公司公告，中银证券

图表 12. 2022 年金地集团销售面积 1020 万平，同比下降 25.9%



资料来源：公司公告，中银证券

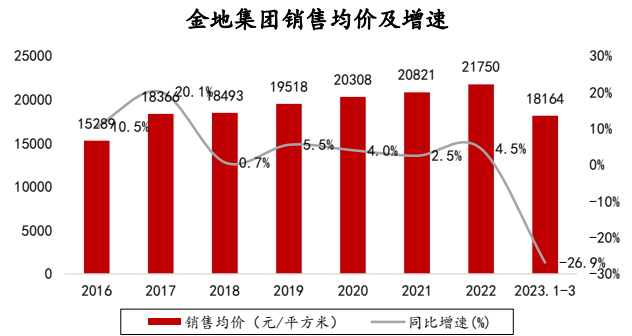
图表 13. 2022 年金地集团市占率提升至 1.7%



资料来源：公司公告，国家统计局，中银证券

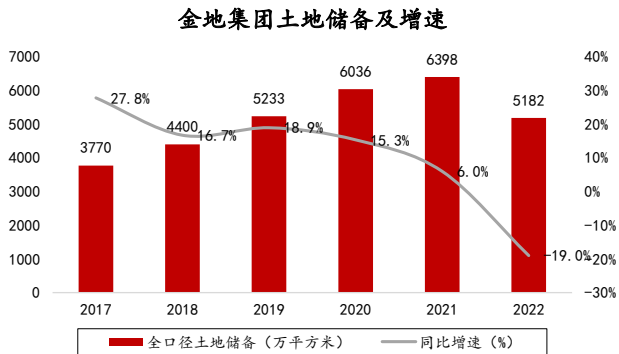
数据说明：金地集团市占率=金地集团销售额/全国商品房销售金额

图表 14. 2022 年金地集团销售均价 21750 元/平，同比增长 4.5%



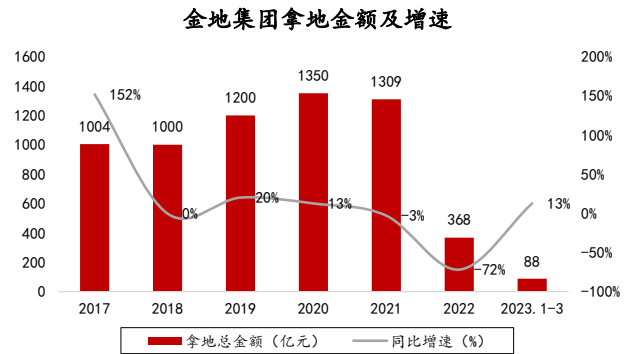
资料来源：公司公告，中银证券

图表 15. 截至 2022 年末，金地集团土地储备 5182 万平，同比下降 19.0%



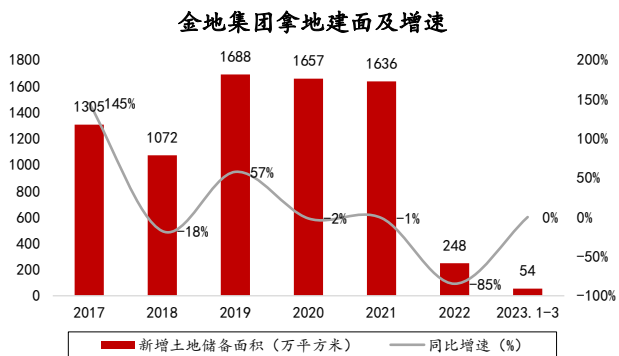
资料来源：公司公告，中银证券

图表 16. 2022 年金地集团拿地金额 368 亿元，同比下降 72%



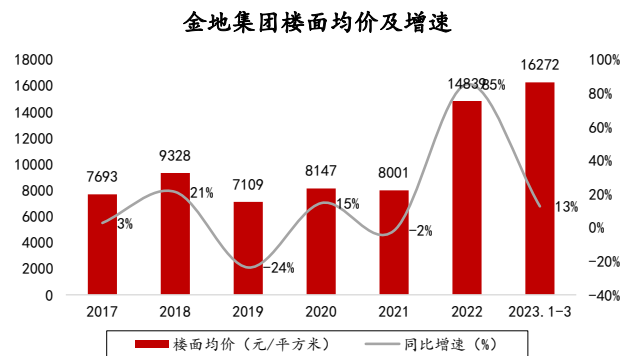
资料来源：公司公告，中银证券

图表 17. 2022 年金地集团拿地建面 248 万平，同比下降 85%



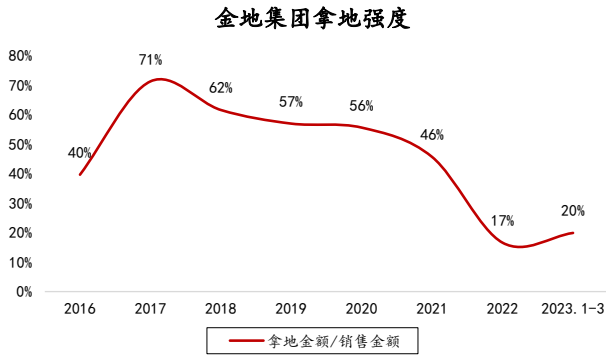
资料来源：公司公告，中银证券

图表 18. 2022 年金地集团楼面均价 1.48 万元/平，同比增长 85%



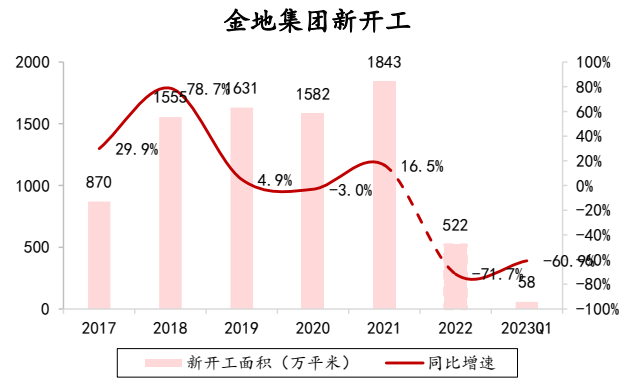
资料来源：公司公告，中银证券

图表 19. 2022 年金地集团拿地强度为 17%



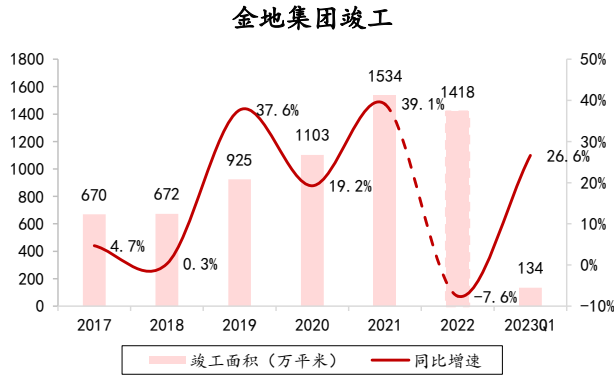
资料来源：公司公告，中银证券

图表 20. 2022 年金地集团新开工面积 522 万平，同比下降 71.7%



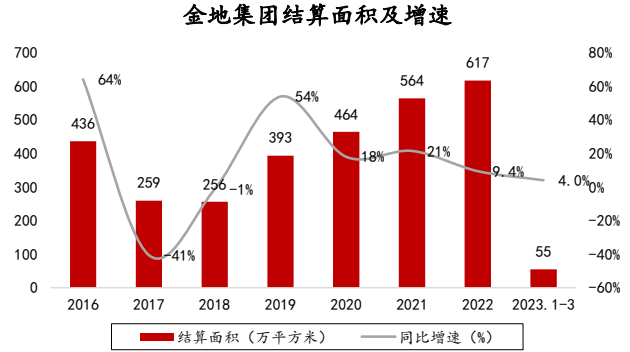
资料来源：公司公告，中银证券

图表 21. 2022 年金地集团竣工面积 1418 万平，同比下降 7.6%



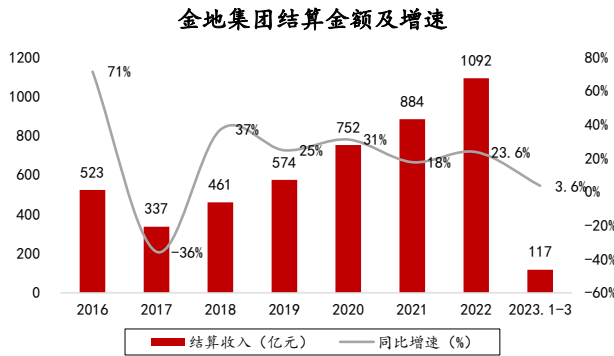
资料来源：公司公告，中银证券

图表 22. 2022 年金地集团结算面积 617 万平，同比增长 9.4%



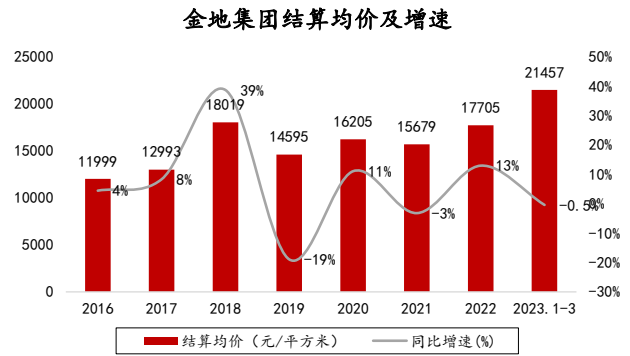
资料来源：公司公告，中银证券

图表 23. 2022 年金地集团结算金额 1092 亿元，同比增长 23.6%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 24. 2022 年金地集团结算均价 1.77 万元/平，同比增长 13%



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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	99,232	120,208	139,640	165,132	195,578
营业收入	98,935	120,035	139,467	164,959	195,405
营业成本	77,981	95,239	109,605	128,617	151,161
营业税金及附加	3,609	3,850	4,473	5,291	6,267
销售费用	3,093	2,830	3,434	4,030	4,729
管理费用	5,341	5,054	6,133	7,196	8,445
研发费用	150	185	215	255	302
财务费用	650	846	2,889	1,594	708
其他收益	155	137	143	158	173
资产减值损失	(1,208)	(3,690)	(2,214)	(7,605)	(7,701)
信用减值损失	(242)	(1,035)	(1,122)	(1,004)	(2,657)
资产处置收益	3	58	35	38	42
公允价值变动收益	1,758	1,314	1,202	1,425	1,314
投资收益	7,182	3,974	4,372	4,809	5,290
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	16,055	12,961	15,306	15,970	20,429
营业外收入	91	91	101	111	122
营业外支出	327	(27)	(30)	(33)	(37)
利润总额	15,819	13,080	15,437	16,114	20,587
所得税	2,868	3,913	4,631	4,834	6,794
净利润	12,951	9,166	10,806	11,280	13,793
少数股东损益	3,542	3,059	4,322	4,286	6,207
归母净利润	9,410	6,107	6,483	6,993	7,586
EBITDA	7,841	8,750	12,907	11,662	15,006
EPS(最新股本摊薄, 元)	2.08	1.35	1.44	1.55	1.68

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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	365,099	313,984	296,209	273,785	277,405
现金及等价物	64,806	54,507	60,226	65,984	78,162
应收账款	761	1,539	1,133	2,027	1,717
应收票据	36	3	42	11	52
存货	188,801	151,004	123,009	91,352	76,604
预付账款	1,931	1,585	2,461	2,287	3,293
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	108,764	105,347	109,337	112,124	117,578
非流动资产	97,710	105,399	110,788	110,810	112,366
长期投资	63,363	68,845	74,551	74,551	74,551
固定资产	1,563	1,336	1,370	1,609	3,355
无形资产	30	29	80	134	188
其他长期资产	32,754	35,189	34,788	34,517	34,272
资产合计	462,810	419,383	406,997	384,595	389,771
流动负债	258,078	221,183	205,023	200,228	192,825
短期借款	4,037	2,906	3,487	9,503	9,135
应付账款	39,500	33,629	27,262	22,755	19,234
其他流动负债	214,540	184,648	174,274	167,969	164,457
非流动负债	94,525	81,944	75,583	47,420	46,990
长期借款	44,214	51,532	35,231	12,038	9,124
其他长期负债	50,311	30,412	40,351	35,382	37,867
负债合计	352,603	303,126	280,606	247,648	239,815
股本	4,515	4,515	4,515	4,515	4,515
少数股东权益	47,226	51,027	55,349	59,636	65,843
归属母公司股东权益	62,981	65,230	71,042	77,312	84,113
负债和股东权益合计	462,810	419,383	406,997	384,595	389,771

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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	12,951	9,166	10,806	11,280	13,793
折旧摊销	530	599	637	701	861
营运资金变动	(1,707)	2,857	7,851	16,821	1,798
其他	(2,374)	7,285	(1,193)	825	1,341
经营活动现金流	9,400	19,907	18,101	29,626	17,794
资本支出	(616)	(695)	(455)	(655)	(2,450)
投资变动	(17,225)	(6,122)	(4,503)	(4,852)	(5,590)
其他	8,286	4,410	4,438	4,831	5,340
投资活动现金流	(9,555)	(2,407)	(520)	(676)	(2,701)
银行借款	3,887	6,186	(15,719)	(17,177)	(3,283)
股权融资	(4,745)	(18,255)	(671)	(724)	(785)
其他	11,404	(15,674)	4,529	(5,292)	1,153
筹资活动现金流	10,545	(27,744)	(11,861)	(23,193)	(2,915)
净现金流	10,390	(10,244)	5,719	5,757	12,178

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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	18.3	21.3	16.2	18.3	18.5
营业利润增长率(%)	(21.1)	(19.3)	18.1	4.3	27.9
归属于母公司净利润增长率(%)	(9.5)	(35.1)	6.2	7.9	8.5
息税前利润增长(%)	(49.5)	11.5	50.5	(10.7)	29.0
息税折旧前利润增长(%)	(47.7)	11.6	47.5	(9.6)	28.7
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	(9.5)	(35.1)	6.2	7.9	8.5
获利能力					
息税前利润率(%)	7.4	6.8	8.8	6.6	7.2
营业利润率(%)					
毛利率(%)	21.2	20.7	21.4	22.0	22.6
归母净利润率(%)	9.5	5.1	4.6	4.2	3.9
ROE(%)	14.9	9.4	9.1	9.0	9.0
ROIC(%)	2.9	2.9	4.8	5.7	7.1
偿债能力					
资产负债率	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
净负债权益比	0.6	0.5	0.4	0.2	0.1
流动比率	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5
应收账款周转率	165.6	104.4	104.4	104.4	104.4
应付账款周转率	2.9	3.3	4.6	6.6	9.3
费用率					
销售费用率(%)	3.1	2.4	2.5	2.4	2.4
管理费用率(%)	5.4	4.2	4.4	4.4	4.3
研发费用率(%)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
财务费用率(%)	0.7	0.7	2.1	1.0	0.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.1	1.4	1.4	1.5	1.7
每股经营现金流(最新摊薄)	2.1	4.4	4.0	6.6	3.9
每股净资产(最新摊薄)	14.0	14.4	15.7	17.1	18.6
每股股息	0.6	0.1	0.1	0.2	0.2
估值比率					
P/E(最新摊薄)	3.9	6.0	5.7	5.3	4.9
P/B(最新摊薄)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	19.8	14.5	7.0	3.1	1.4
价格/现金流(倍)	3.9	1.9	2.0	1.2	2.1

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