

600048.SH

买入

原评级：买入

市场价格：人民币 8.33

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	(4.0)	(1.4)	0.1	(10.2)
相对上证综指	(4.8)	0.5	(1.0)	(15.8)

发行股数 (百万)	11,970.44
流通股 (百万)	11,970.44
总市值 (人民币 百万)	99,713.79
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	1,066.32
主要股东持股比例 (%)	
保利南方集团有限公司	37.69

资料来源：公司公告，Wind，中银证券

以 2025 年 4 月 29 日收市价为标准

相关研究报告

《保利发展：业绩与经营性现金流短期承压；销售稳居行业第一》20240827

《保利发展：营收增长利润承压；经营性现金流大幅改善》20240425

《保利发展：销售稳居行业第一，融资渠道畅通》20240315

《保利发展：业绩与利润率短期承压，融资与资金优势显著——2022 年年报点评》20230401

《保利发展：业绩与利润率短期承压，融资与拿地优势凸显——2022 年三季报点评》20221030

《保利发展：央企龙头具备穿越周期的战略定力，多重优势奠定未来发展基石》20220208

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

保利发展

24 年营收业绩承压；25Q1 毛利率较 24 年回升；销售稳居行业第一

摘要：保利发展公布 2024 年年报和 2025 年一季报。2024 年公司实现营业总收入 3116.7 亿元，同比下降 10.2%；归母净利润 50.0 亿元，同比下降 58.6%。2025Q1 公司实现营业总收入 542.7 亿元，同比增长 9.1%；归母净利润 19.5 亿元，同比下降 12.3%。公司延迟审议 2024 年利润分配方案。

■ **2024 年公司营收业绩承压；2025Q1 营收同比恢复正增长，业绩降幅收窄。**2024 年公司总营收同比下降 10.2%，主要是因为房地产项目交付结转规模下降，2024 年结算面积 2040 万平，同比下降 17.8%，结转收入 2874 亿元，同比下降 10.9%。2024 年归母净利润同比下降 58.6%，利润降幅更大的主要原因有：1) 结转毛利率下降，毛利率同比下滑 2.1 个百分点至 13.9%；2) 计提资产与信用减值损失 57 亿元，同比增加 6 亿元；3) 投资收益同比下降 19.1%；4) 少数股东损益占净利润的比重同比提升 16 个百分点至 48.6%。5) 三费率同比提升 0.7 个百分点至 6.0%。2025Q1 公司营收同比增长 9.1%，受项目结转毛利率下降（同比下降 2.5 个百分点）和投资收益下降（同比下降 66.5%）的影响，归母净利润同比下降 12.3%，Q1 营收同比恢复正增长，且业绩降幅也较 2024 年全年明显收窄。此外，公司未来业绩有保障，2025Q1 末预收账款为 3401 亿元，较 2024 年末增长 1.4%，预收账款/上年营收为 1.09X，较 2024 年末提升 0.01X。

■ **一季度盈利能力较 2024 年全年有所回升，但同比均下降。**2024 年公司毛利率、净利率、归母净利润率分别为 13.9%、3.1%、1.6%，同比分别下降 2.1、2.0、1.9 个百分点；2025Q1 分别为 16.1%、6.2%、3.6%，同比分别下降 2.5、1.8、0.9 个百分点。受利率与权益乘数下滑影响，2024 年公司 ROE 为 2.5%，同比下降 3.5 个百分点，2025Q1 同比后的 ROE 同比下降 0.5 个百分点。

■ **债务结构持续优化，融资渠道畅通，融资成本创历史新低。**截至 2024 年末，公司有息负债规模 3488 亿元，同比下降 1.5%，连续两年实现有息负债下降。1) **从融资渠道来看，直接融资占比提升。**公司 2024 年新增有息负债 1664 亿元，其中直接融资新增 359 亿元，占比达到 21.6%，年末直接融资余额 699 亿元，占有息负债比重 20.0%，同比提升 3.7 个百分点。公司拓展创新融资渠道，市场首单纯现金融资的定向可转债公司债券已获证监会批复，计划向不超过 35 名特定对象发行 85 亿元可转债，期限 6 年，募集资金拟用于北京、上海、广州、佛山、大连等城市的 15 个地产开发项目。同时，公司 2024 年新增持有资产经营性物业贷款 130 亿元，年末经营贷余额 310 亿元。2) **期限结构持续优化。**一年期到期的有息负债占比 24.3%，处于较低水平，三年以上到期的占比同比提升 8 个百分点至 39.6%，连续 4 年提升。3) **融资成本不断下降。**2024 年公司新增有息负债综合成本同比下降 22BP 至 2.92%，有息负债综合融资成本同比下降 46BP 至 3.10%，均创历史新低。截至 2025Q1 末有息负债 3644 亿元，同比下降 1.4%；剔除预收账款后的资产负债率为 65.1%，同比下降 2.0 个百分点；净负债率 62.6%，同比下降 7.2 个百分点；现金短债比 1.77X，同比下降 0.22X，始终处于“绿档房企”行列。

■ **公司经营现金流持续为正，注重现金流管理。**截至 2024 年末，公司货币资金 1342 亿元，同比下降 9.3%；并表口径已售待回笼资金 832 亿元；未来可动用资金充裕。2024 年公司经营活动现金流净流入 63 亿元，同比虽然减少 55.1%（主要是因为销售回款的收缩，2024 年销售回款 3277 亿元，同比下降 23.9%），但连续七年为正；筹资性现金流净流出 190 亿元，相比于 2023 年净流出 500 亿元，已经明显改善。公司注重现金流安全性，采取了以下措施：1) 加快销售资金回笼，2024 年销售回款率超过 100%，当年销售当年回款率为 79.6%，同比提升 1.3 个百分点。2) 多种方式盘活受限资金约 475 亿元。其中，通过加速参股项目投资回收、盘活预售监管资金、加快退税等，累计增加可动用资金 313 亿元；通过存量土地收储、应收账款盘活、投资占压盘活等方式累计增加可动用资金 162 亿元。3) 以销定产，实现资金支出的动态平衡。2025Q1 末公司货币资金 1482 亿元，同比增长 14.4%，经营性现金流净流入 17 亿元（2024 年同期净流出 333 亿元），销售回款 704 亿元，同比增长 22.1%，销售回款率为 111.7%，同比提升了 20.2 个百分点。

■ **销售稳居行业第一，销售权益比例大幅提升，核心城市市占率提升。**2024 年公司实现销售金额 3230 亿元，同比下降 23.5%，稳居行业第一；销售面积 1797 万平，同比下降 24.7%；销售均价 1.80 万元/平，同比提升 1.6%，受益于布局城市能级的提升，公司销售均价已经连续 4 年稳步提升。2024 年公司销售权益比 78.8%，同比提升 6.4 个百分点。2024 年公司市场占有率（公司销售金额/全国商品房销售金额）为 3.3%，同比下降 0.3 个百分点。2024 年公司坚持深耕的 38 个核心城市，销售占比达到 90%，同比提升 2 个百分点，38 个核心城市销售市占率 7.1%，同比提升 0.3 个百分点，其中 14 个核心城市取得 10% 以上市占率，16 个城市连续三年排名前三，深耕策略效果进一步凸显。公司销售稳居第一主要得益于：1) 公司通过完善配套资源、定制交付、展示焕新等方式提高存量项目的市场竞争力，**全年 2022 年以前获取的存量项目销售面积 1078 万平，带动在售存量项目面积下降超过 20%**；2) 近三年获取的项目优质且高效安排开发销售，2022 年及以后获取的增量项目销售金额贡献近 2000 亿元，占全年销售金额的六成，有力支撑公司销售规模。2025Q1 公司实现销售额 630 亿元，同比增长 0.1%；销售面积 308 万平，同比下降 16.0%；销售均价 2.05 万元/平，同比大幅提升 19.2%；销售权益比例为 78.7%，同比提升 2.8 个百分点。

■ **公司合理控制拿地节奏，多种方式优化土储结构。**2024 年公司拿地金额 683 亿元，同比下降 58.1%；拿地强度 21%，同比下降 18 个百分点；权益拿地金额 602 亿元，拿地权益比例提升至 88%，同比提升 5 个百分点，创近十年新高；楼面均价 2.08 万元/平，同比增长 36.9%。2022-2024 年三年内，公司合计拿地金额近 4000 亿元，总货值约 7350 亿元，居行业第一。2024 年 99% 投资金额位于 38 个核心城市，74% 投资金额位于一线城市的核心区域核心板块。2024 年公司拓展当年开盘项目 23 个，销售金额 172 亿元。此外，**公司还积极推进存量土地调规与置换，近年来，已完成约 270 万平存量未开工土地资源盘活，盘活资金超百亿。**截至 2024 年末，公司土地储备建面约 6258 万平，其中增量项目约 1000 万平，存量项目约 5280 万平，同比提升 20%，在手资源结构不断优化。2025Q1 公司拿地金额 180 亿元，同比增长 260.0%，拿地强度 29%，同比提升 21 个百分点，楼面均价 1.65 万元/平，同比增长 94.9%。开竣工方面，2024 年公司新开工 1276 万平，同比下降 14.4%，完成了计划的 70.9%（1800 万平），竣工面积 3257 万平，同比下降 19.6%，完成了计划的 95.8%（3400 万平）。2025Q1 公司新开工 166 万平，同比下降 41.3%，竣工面积 721 万平，同比增长 33.0%。2025 年**全年公司计划完成房地产相关产业直接投资 2010 亿元，计划新开工 800 万平，竣工 2540 万平，新开工、竣工与 2024 年实际完成值相比分别下降 37%、22%。**

■ **多元业务规模持续扩大，实现协同。**1) **保利物业：**保利物业持续扩大物业服务规模和提升服务品质。截至 2024 年末，保利物业合同管理面积 9.9 亿平，在管面积 8.0 亿平，同比分别增长 0.7、0.8 亿平；全年实现营业收入 163.4 亿元，同比增长 8.5%，归母净利润 14.9 亿元，同比增长 6.6%。市场化能力不断增强，2024 年新拓第三方项目当年合同金额约 30.1 亿元，其中核心 50 城的新拓第三方项目合同金额占比达 79.5%；商写、城镇景区、高校及教研物业、轨道交通物业、医院物业五大核心业态新拓展合同金额占比达 75.9%，同比提升 10.3 个百分点，非住业态结构优化。2) **资产经营：**截至 2024 年末，公司租赁住房、购物中心、酒店、写字楼等商业经营类资产项目累计开业 534 万平，全年实现收入 40 亿元，年内规划 34 个可售项目转经营，并通过经营性物业贷等方式实现融资 37 亿元。公司在管租赁住房规模超过 4.5 万间，在管租赁住房规模超过 2.2 万间，同比增长 47%。

投资建议与盈利预测：

■ **公司作为央企龙头，销售规模稳居行业第一，土地储备结构不断优化，存量包袱逐步减轻，在行业竞争格局优化的背景下市占率仍有较大提升空间。同时多元融资渠道畅通，经营性现金流持续净流入，整体现金流充裕，为公司未来稳健经营打下良好基础。公司也积极制定估值提升计划，增强市场信心。**考虑到当前行业销售持续低迷，且根据年报最新情况，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 2977/2899/2876 亿元，同比增速分别为 -4%/-3%/-1%；归母净利润分别为 50/51/53 亿元，同比增速分别为 1%/2%/4%；对应 EPS 分别为 0.42/0.43/0.45 元。当前股价对应的 PE 分别为 19.8X/19.4X/18.7X。考虑到公司融资较为通畅，销售规模仍居行业第一，属于安全稳健的央企，我们仍然维持“买入”评级。

评级面临的主要风险：

■ **销售与结算不及预期：**房地产调控超预期收紧；融资收紧；多元业务发展不及预期。

投资摘要

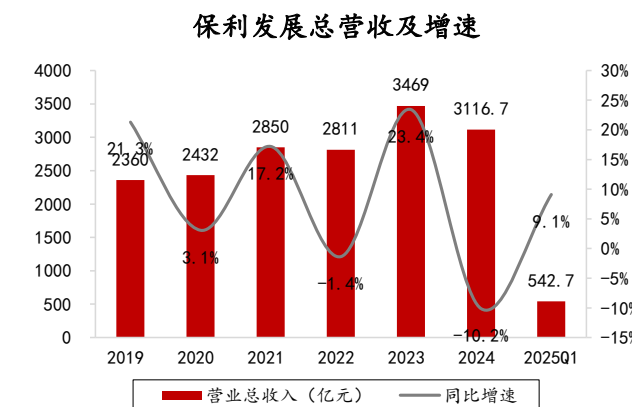
年结日：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	346,828	311,666	297,717	289,913	287,606
变动 (%)	23.42	-10.14	-4.48	-2.62	-0.80
EBITDA(人民币 百万)	29,531	21,117	20,992	21,112	21,432
归母净利润(人民币 百万)	12,067	5,001	5,038	5,134	5,331
变动 (%)	-34.23	-58.56	0.74	1.90	3.84
每股收益(人民币)	1.01	0.42	0.42	0.43	0.45
变动 (%)	-34.23	-58.56	0.74	1.90	3.84
原先预测摊薄每股收益 (人民币)			0.93	1.02	
调整幅度 (%)			-54.74	-57.95	
市盈率(倍)	8.26	19.94	19.79	19.42	18.70
市净率(倍)	0.50	0.50	0.50	0.49	0.48

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。

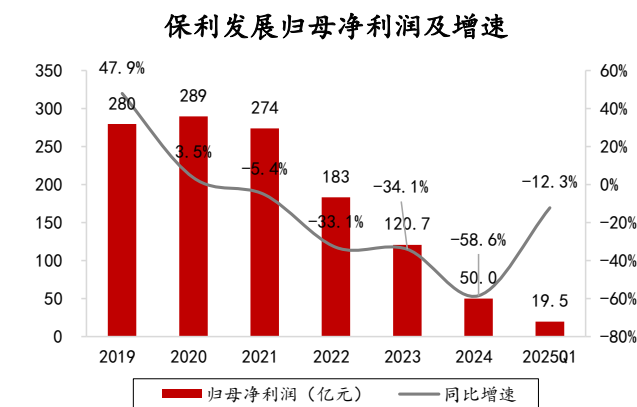
附录：

图表 1. 2024 年保利发展实现营业总收入 3117 亿元，同比下降 10.2%



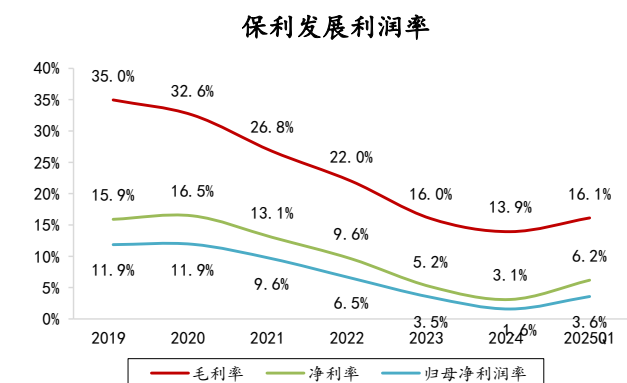
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 2024 年保利发展实现归母净利润 50.0 亿元，同比下降 58.6%



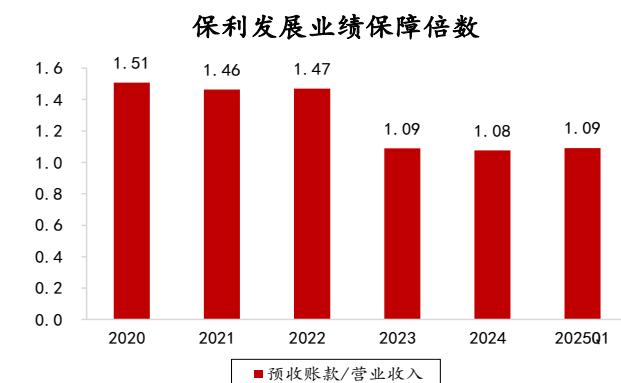
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 2024 年保利发展毛利率、净利率、归母净利润率分别为 13.9%、3.1%、1.6%



资料来源：公司公告，中银证券

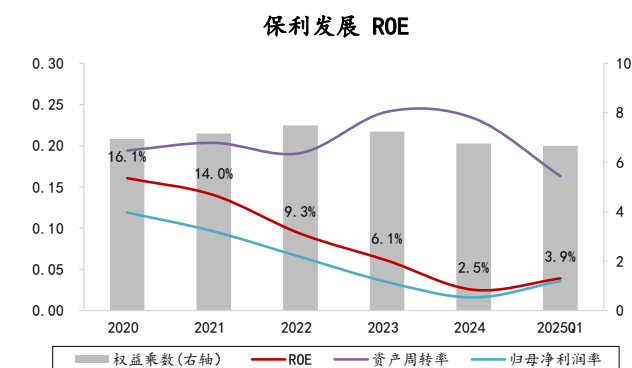
图表 4. 截至 2024 年末，保利发展业绩保障倍数为 1.08X



资料来源：公司公告，中银证券

备注：2025Q1 为预收账款/2024 年营业收入

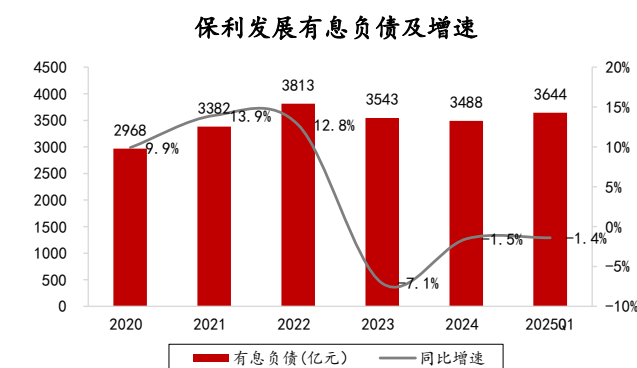
图表 5. 2024 年保利发展年化 ROE 为 2.5%



资料来源：公司公告，中银证券

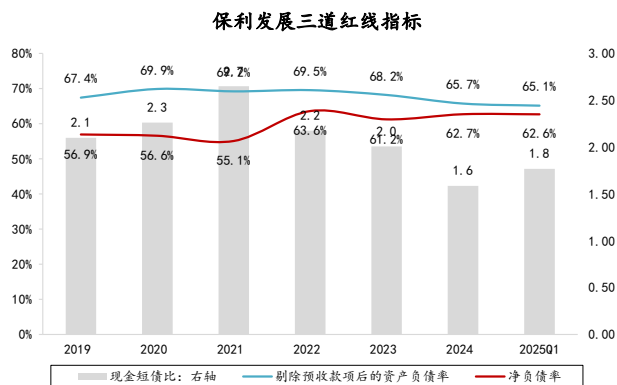
备注：2025Q1 为年化后的 ROE。

图表 6. 截至 2024 年末，保利发展有息负债规模 3488 亿元，同比下降 1.5%



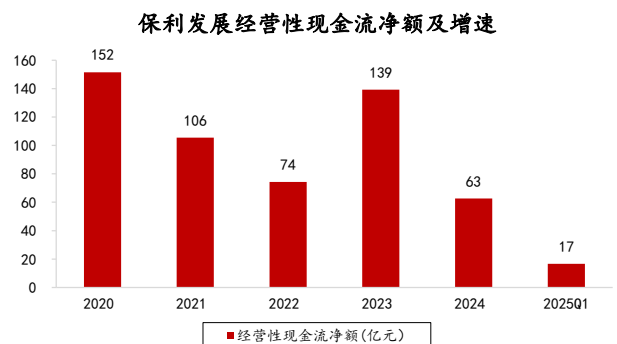
资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 2024 年末保利发展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 65.7%、62.7%和 1.6X



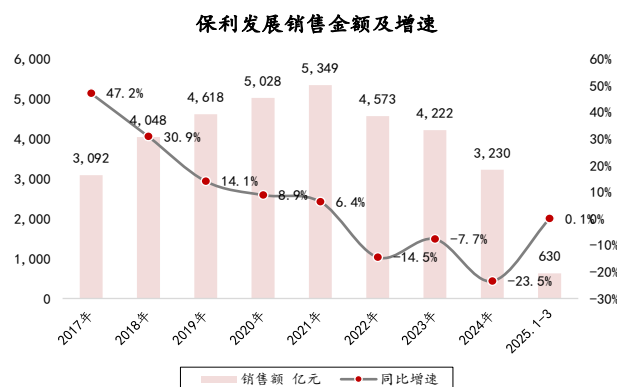
资料来源：公司公告，中银证券

图表 9. 2024 年保利发展现金流净额为 63 亿元



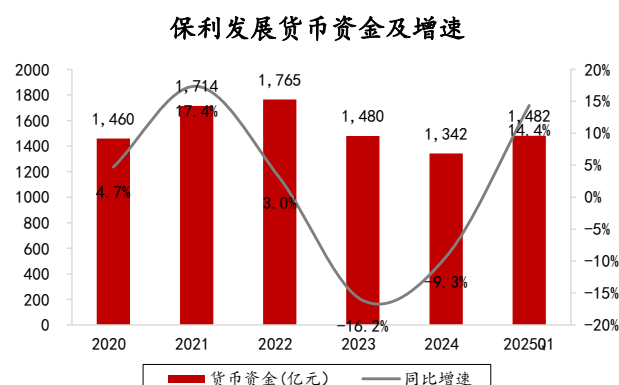
资料来源：公司公告，中银证券

图表 11. 2024 年保利发展实现销售金额 3230 亿元，同比下降 23.5%



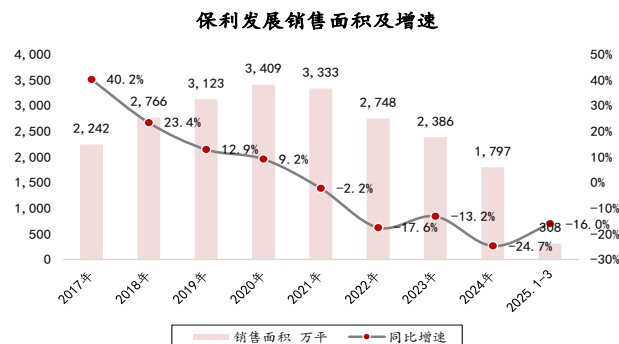
资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 截至 2024 年末，保利发展货币资金 1342 亿元，同比下降 9.3%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 10. 2024 年保利发展实现销售面积 1797 万平，同比下降 24.7%



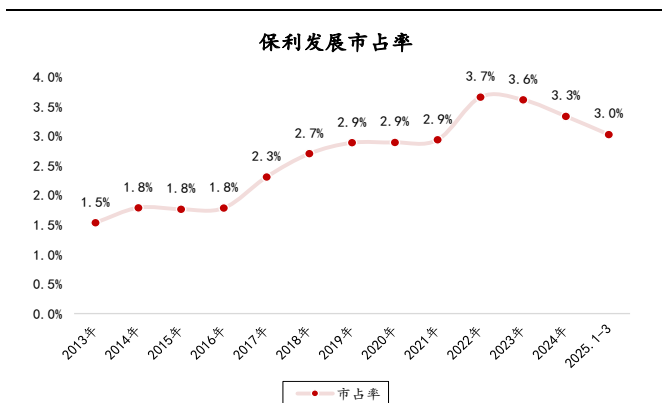
资料来源：公司公告，中银证券

图表 12. 2024 年保利发展销售均价为 1.80 万元/平，同比增长 1.6%



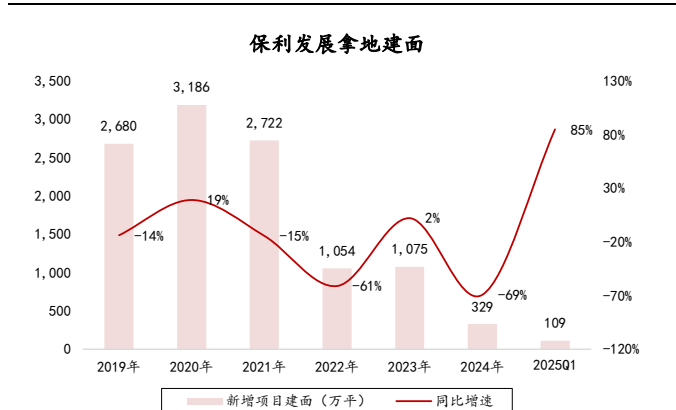
资料来源：公司公告，中银证券

图表 13. 2024 年保利发展市占率为 3.3%



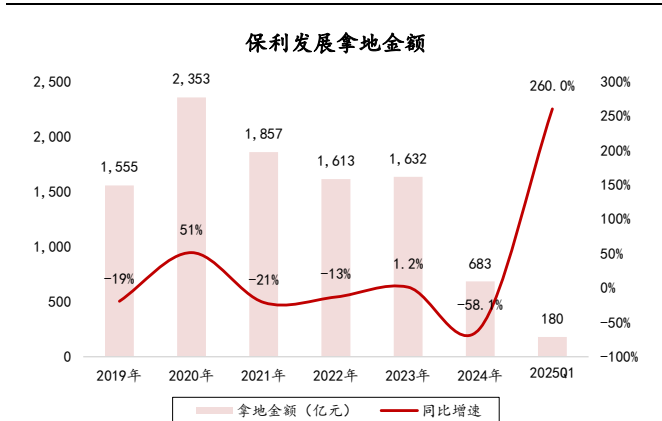
资料来源：公司公告，中银证券

图表 14. 2024 年保利发展拿地建面 329 万平，同比下降 69%



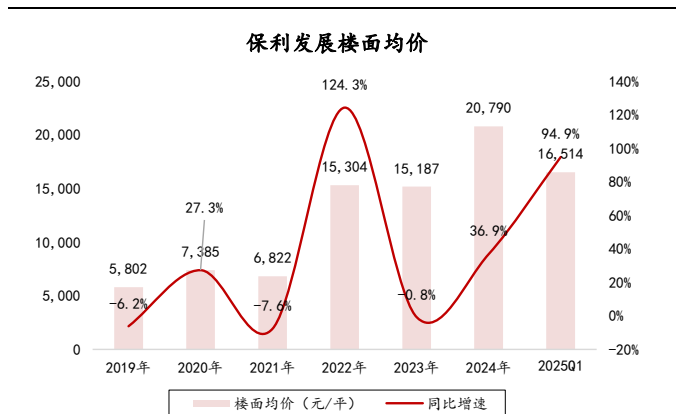
资料来源：公司公告，中银证券

图表 15. 2024 年保利发展拿地金额 683 亿元，同比下降 58.1%



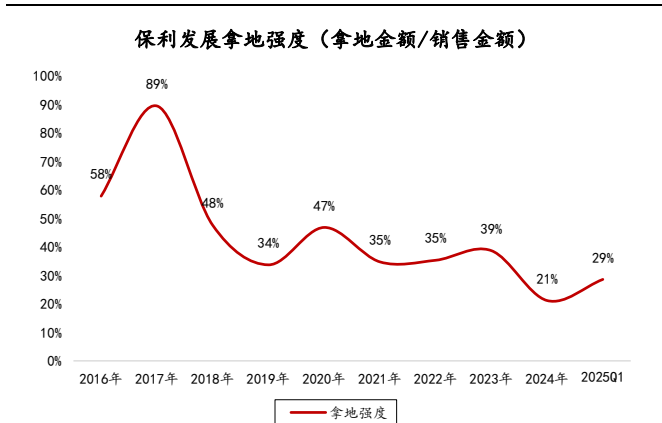
资料来源：公司公告，中银证券

图表 16. 2024 年保利发展楼面均价高达 2.08 万元/平，同比增长 36.9%



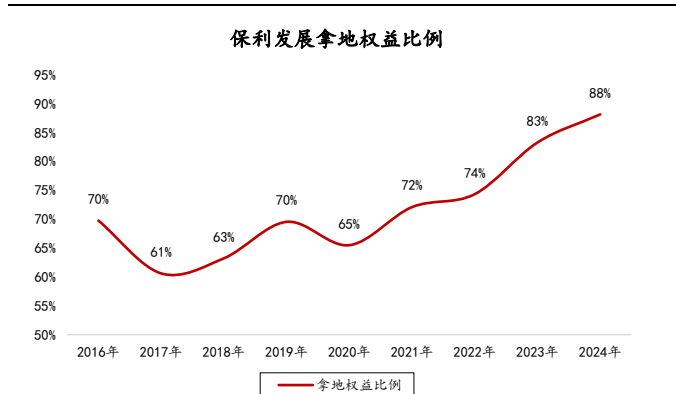
资料来源：公司公告，中银证券

图表 17. 2024 年保利发展拿地金额/销售金额为 21%



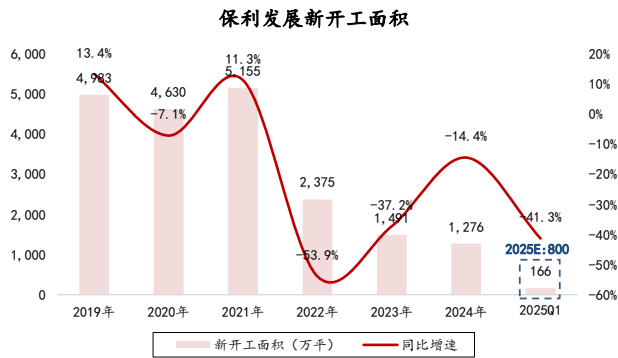
资料来源：公司公告，中银证券

图表 18. 2024 年保利发展拿地权益比例为 88%



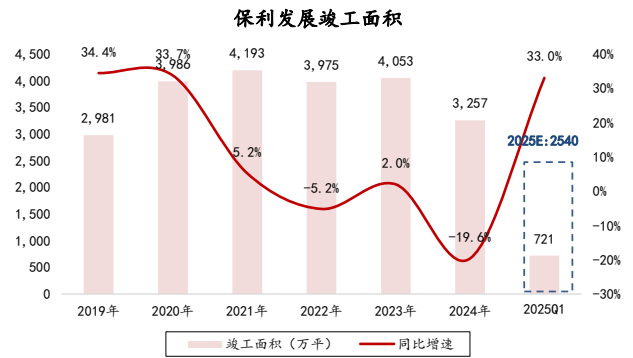
资料来源：公司公告，中银证券

图表 19. 2024 年保利发展新开工面积 1276 万平，同比下降 14.4%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 20. 2024 年保利发展竣工面积 3257 万平，同比下降 19.6%



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	346,894	311,666	297,717	289,913	287,606
营业收入	346,828	311,666	297,717	289,913	287,606
营业成本	291,308	268,260	255,733	248,269	245,923
营业税金及附加	10,259	5,904	7,223	6,958	6,471
销售费用	8,876	8,893	8,617	8,965	9,602
管理费用	5,159	5,081	4,924	5,123	5,487
研发费用	86	56	54	52	52
财务费用	4,391	4,643	4,627	4,678	4,675
其他收益	132	86	78	70	63
资产减值损失	(5,045)	(5,056)	(3,539)	(2,831)	(1,982)
信用减值损失	(43)	(667)	(22)	(20)	(18)
资产处置收益	232	82	157	173	190
公允价值变动收益	16	76	84	93	102
投资收益	2,212	1,790	1,826	1,863	1,900
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	24,318	15,141	15,123	15,213	15,651
营业外收入	572	583	595	607	619
营业外支出	264	143	146	149	152
利润总额	24,626	15,581	15,571	15,671	16,118
所得税	6,727	5,843	5,761	5,798	5,964
净利润	17,899	9,738	9,810	9,873	10,154
少数股东损益	5,832	4,737	4,772	4,739	4,823
归母净利润	12,067	5,001	5,038	5,134	5,331
EBITDA	29,531	21,117	20,992	21,112	21,432
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.01	0.42	0.42	0.43	0.45

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	1,268,539	1,167,068	1,088,131	1,065,614	1,013,014
现金及等价物	147,982	134,167	114,992	114,522	109,535
应收账款	3,821	4,932	4,992	4,672	4,915
应收票据	0	22	10	9	10
存货	869,508	798,559	750,046	739,571	701,813
预付账款	21,635	24,094	25,631	26,781	27,869
合同资产	230	247	207	234	203
其他流动资产	225,361	205,046	192,254	179,825	168,669
非流动资产	168,373	168,040	164,178	160,203	156,689
长期投资	105,731	103,894	102,992	101,999	101,304
固定资产	8,362	5,586	4,332	2,974	1,546
无形资产	373	346	359	375	390
其他长期资产	53,906	58,213	56,495	54,855	53,449
资产合计	1,436,912	1,335,108	1,252,309	1,225,816	1,169,704
流动负债	813,731	722,599	651,805	625,771	569,591
短期借款	5,213	4,827	4,731	4,636	4,543
应付账款	173,439	145,838	124,103	117,270	101,328
其他流动负债	635,080	571,934	522,971	503,865	463,719
非流动负债	286,154	269,980	250,319	242,142	234,449
长期借款	235,251	208,132	187,319	177,953	169,055
其他长期负债	50,902	61,847	63,000	64,188	65,394
负债合计	1,099,885	992,578	902,124	867,913	804,040
股本	11,970	11,970	11,970	11,970	11,970
少数股东权益	138,484	144,933	149,705	154,444	159,267
归属母公司股东权益	198,543	197,596	200,480	203,459	206,396
负债和股东权益合计	1,436,912	1,335,108	1,252,309	1,225,816	1,169,704

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	17,899	9,738	9,810	9,873	10,154
折旧摊销	3,478	3,368	3,386	3,418	3,360
营运资金变动	(17,763)	(14,243)	(5,203)	(6,600)	(6,963)
其他	10,315	7,395	2,153	2,161	2,065
经营活动现金流	13,930	6,257	10,146	8,852	8,617
资本支出	(179)	(179)	(68)	(68)	(163)
投资变动	710	(1,208)	1,953	2,052	1,763
其他	6,735	56	923	959	1,021
投资活动现金流	7,266	(1,331)	2,808	2,942	2,622
银行借款	(3,215)	(27,505)	(20,910)	(9,461)	(8,990)
股权融资	(16,525)	(6,734)	(2,155)	(2,155)	(2,394)
其他	(30,222)	15,250	(9,066)	(649)	(4,840)
筹资活动现金流	(49,962)	(18,990)	(32,130)	(12,264)	(16,225)
净现金流	(28,766)	(14,063)	(19,176)	(470)	(4,986)

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(%)	23.4	(10.1)	(4.5)	(2.6)	(0.8)
营业利润增长率(%)	(29.9)	(37.7)	(0.1)	0.6	2.9
归属于母公司净利润增长率(%)	(34.2)	(58.6)	0.7	1.9	3.8
息税前利润增长率(%)	(23.1)	(31.9)	(0.8)	0.5	2.1
息税折旧前利润增长率(%)	(20.3)	(28.5)	(0.6)	0.6	1.5
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(34.2)	(58.6)	0.7	1.9	3.8
获利能力					
息税前利润率(%)	7.5	5.7	5.9	6.1	6.3
营业利润率(%)	7.0	4.9	4.8	4.7	4.2
毛利率(%)	16.0	13.9	14.1	14.4	14.5
归母净利润率(%)	3.5	1.6	1.7	1.8	1.9
ROE(%)	6.1	2.5	2.5	2.5	2.6
ROIC(%)	2.5	1.4	1.5	1.5	1.5
偿债能力					
资产负债率(%)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
净负债权益比	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
流动比率	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8
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	88.2	71.2	60.0	60.0	60.0
应付账款周转率	2.1	2.0	2.2	2.4	2.6
费用率					
销售费用率(%)	2.6	2.9	2.9	3.1	3.3
管理费用率(%)	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9
研发费用率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用率(%)	1.3	1.5	1.6	1.6	1.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.0	0.4	0.4	0.4	0.4
每股经营现金流(最新摊薄)	1.2	0.5	0.8	0.7	0.7
每股净资产(最新摊薄)	16.6	16.5	16.7	17.0	17.2
每股股息	0.4	0.0	0.2	0.2	0.2
估值比率					
P/E(最新摊薄)	8.3	19.9	19.8	19.4	18.7
P/B(最新摊薄)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	18.4	25.2	23.7	23.1	22.2
价格/现金流(倍)	7.2	15.9	9.8	11.3	11.6

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