

03900.HK

买入

原评级: 买入

市场价格: 港币 8.41

板块评级: 强于大市

绿城中国

营收小幅下滑, 业绩承压, 利润率下滑; 26年自投项目销售目标1300亿元

事件: 绿城中国发布2025年年报, 实现营业收入1549.7亿元, 同比-2.3%; 归母净利润0.71亿元, 同比-95.6%。

核心观点

■ **公司营收小幅下滑, 主要是由于非房地产业务收入下滑引起的; 受毛利率下滑、投资收益下滑、少数股东损益占比提升、减值规模仍然较大等因素影响, 业绩同比大幅下滑。**2025年公司营业收入1549.7亿元, 同比下降2.3%, 主要是因非房地产业务收入下滑。其中, 房地产开发销售物业收入1471.9亿元, 同比基本持平, 占总收入的比重为95%, 房地产项目结转面积574万平, 同比下降9.7%, 结算均价2.56万元/平, 同比提升10.8%, 主要是因为上海外滩兰庭、上海沁兰园、上海留春园、杭州芝罘月均价较高; 项目管理服务收入30.7亿元, 同比下降9.2%, 主要是因为房地产市场整体下行影响带来的代建收入下降所致, 占总收入的比重为2.0%; 设计及装修收入23.4亿元, 同比下降24.9%, 占总收入的比重为1.5%; 酒店运营收入9.9亿元, 同比下降3.6%, 占总收入的比重为0.6%。**2025年公司归母净利润仅0.71亿元, 同比大幅下降95.6%, 主要原因有:**1) 结算利润率下滑, 2025年毛利率11.9%, 同比下降0.9个百分点。2) 计提资产与信用减值损失49.4亿元, 同比小幅减小1.2亿元, 但和2022-2023年平均15-17亿元的减值规模相比, 减值规模仍然较大, 资产减值占存货的比重为1.4%, 进而影响了净利润。3) 投资收益为-11.3亿元, 较24年亏损6.3亿元相比, 亏损增加了5.0亿元, 主要是因为近几年新拓项目权益比例上升, 新增合联营公司项目减少, 导致收入下降及受行业下行影响毛利率下降所致。4) 少数股东损益22.2亿元, 占净利润的比重同比提升了35.4个百分点至96.9%。截至2025年末, 公司预收款项合计为1090亿元, 较2024年末下降25.8%, 预收款项/营收的比例为0.70X, 同比下降0.23X。

■ **公司利润率持续下滑, 但费用管控力增强。**2025年公司毛利率为11.9%, 同比下降0.9个百分点, 其中房地产开发销售业务毛利率11.2%, 同比下降0.5个百分点, 主要是因为公司积极推动长库存去化, 导致部分存货价值折损所致。2025年公司净利率、归母净利润率分别为1.5%、0.05%, 同比分别下降1.1、1.0个百分点。不过, 公司的费用管控能力有所增强, 2025年公司三费率为6.0%, 同比下降0.5个百分点。受到利润率与权益乘数下滑的影响, 公司ROE同比下降4.2个百分点至0.2%。

■ **公司在手现金下滑, 不过融资渠道较为畅通, 融资成本持续优化。**1) **在手资金下滑。**截至2025年末, 公司货币资金632亿元, 同比下降17.4%, 其中销售监管资金224亿元, 占比35%。2) **公司各类融资渠道畅通, 融资成本持续优化。**境内融资方面, 2025年公司发行17期债券, 总额148.9亿元, 其中包括100亿元2-3年期的信用债和48.9亿元中期票据。境外融资方面, 公司完成境外债务置换约10.06亿美元, 并成功发行三年期5亿美元的优先票据。截至2025年末, 公司境外债占比约14.7%, 较2024年末进一步降低了1.7个百分点, 债务结构进一步改善。截至2025年末, 公司有息负债规模1334亿元, 同比下降2.8%; 其中一年内到期的有息负债占比18.6%, 同比下降4.5个百分点; 银行借款占比79.2%, 同比提升3.0个百分点; 公司剔除预收账款后的资产负债率为69.0%, 同比提升0.4个百分点, 净负债率为66.4%, 同比提升9.8个百分点, 现金短债比为2.6X, 同比提升0.25X, 为“绿档房企”。**截至2025年末, 公司有息负债加权融资成本降至3.3%, 较2024年末下降40BP。**

■ **销售: 2025年销售排名提升至行业第5, 销售均价明显提升。**2025年公司实现总合同销售额2519亿元, 同比下降9.0%; 销售面积1208万平, 同比下降14.3%; 销售均价2.09万元/平, 同比增长6.1%。1) **自投项目: 销售规模1534亿元, 同比下降10.7%, 未完成1600亿元的自投项目销售目标; 权益销售金额为1043亿元, 销售权益比例68.0%, 同比下降2.2个百分点; 自投销售规模跻身行业第5, 较2024年提升了1个名次, 仅次于四大央企; 销售面积466万平, 同比下降21.2%; 由于主要在能级城市布局, 销售均价达到3.29万元/平的行业较高水平, 同比增长13.2%。**2) **代建项目: 销售规模985亿元, 同比下降6.2%, 未完成1000亿元的代建项目销售目标。整体而言, 公司销售表现相对具备韧性, 主要因为:**a) **销售结构中一二线城市占比达84%, 同比提升5个百分点, 长三角区域占比达71%, 全年回款率达101%。**同时, 持续强化市占优势, 在杭州、苏州、西安、长沙等14个城市位列当地前五, 进入前十的城市数量增加至21城。b) **2025年全年高效首开54个项目, 平均首开去化率达69%, 维持高位。**c) **精准调度, 助力存量去化, 积极拓展“老盘新作”提升价值,**2021年及以前的库存去化约328亿, 升级车位全周期管控, 车宅去化比进一步提升至1.51倍。**2026年1-2月公司实现总合同销售额183亿元, 同比下降23.8%; 销售面积94万平, 同比下降19.7%; 销售均价1.95万元/平, 同比下降5.1%。**1) **自投项目: 销售规模108亿元, 同比下降26.0%, 销售权益比例为67.6%, 同比下降0.9个百分点, 销售均价2.84万元/平, 同比下降2.7%。**2) **代建项目: 销售规模75亿元, 同比下降20.2%, 销售均价1.34万元/平, 同比下降4.5%。**根据公开业绩, 公司2026年自投项目销售目标为1300亿元, 较2025年实际销售下降15%。

■ **土地储备: 2025年公司拿地强度与楼面均价明显提升。**2025年公司新增项目50个, 总建面318万平, 同比下降23.9%; 拿地金额738亿元, 同比增长22.7%; 拿地权益比例为69%, 同比下降12个百分点; 拿地强度(拿地金额/自投项目销售金额)为48%, 同比提升13个百分点; 楼面均价2.32万元/平, 同比增长61.3%; 预计新增货值为1355亿元。根据公开业绩, **公司2026年计划拿地新增货值1000亿元。**截至2025年末, 公司土地储备项目(在建+待建)共146个, 土储建面2371万平, 权益土储面积1506万平, 权益比例64%, 同比下降1个百分点。2026年1-2月公司暂未新增拿地。

■ **运营管理提升效能, 为2026年经营目标打下坚实基础。**公司整体开发效率仍保持显著领先优势。2025年整体项目从拿地到实景示范区开放平均5.4个月, 到首开平均6.1个月, 至交付平均26.2个月。其中, 多地项目实现突破, 大选项目从拿地至首开平均4.5个月, 广州项目从拿地至首开平均4.6个月, 苏州项目从拿地至交付平均24.5个月。**2026年公司自投项目可售货值约1631亿元(不含2026年新获取项目当年可推货值), 可售面积约523万平, 同比分别下降18.5%、16.7%, 聚焦高能级核心城市, 一二线城市占比达85%, 同比提升2个百分点。**公司预计2026年全年竣工面积约546万平。截至2025年末, 公司已售未结转的金额约1610亿元(权益金额1071亿元), 同比下降15.5%, 权益比为67%。

■ **代建业务持续领先, 连续十年以超过20%的市占率排名第一。**2025年公司实现项目管理服务收入30.7亿元, 同比下降9.2%, 主要是因为房地产市场整体下行影响带来代建收入下降所致。绿城管理控股(绿城中国持有绿城管理71.3%的股份)轻资产运营优势凸显, 连续十年市占率第一, 市占率超过20%。2025年绿城管理新拓代建面积3535万平, 同比下降3.1%, 新拓代建费约93.5亿元, 同比增长0.4%。同时, 绿城管理财务状况健康向好, 2025年实现经营性现金流同比大幅增加42.3%至4.15亿元, 为高质量发展提供安全垫。2025年公司交付代建项目面积1451万平。

■ **整体而言, 公司布局聚焦核心一二线城市。**2025年销售结构中一二线城市占比84%, 新增土地货值中一二线城市占比86%, 土地储备货值中一二线城市占比80%。此外, 央企背景进一步增强, 未来将预计能够进一步深化大股东中交集团对于公司的支持。

投资建议与盈利预测:

■ 考虑到房地产市场下行的影响, 且根据年报最新情况, 我们下调2026-2027年盈利预测。我们预计公司2026-2028年主营业务营业收入分别为1593/1627/1648亿元, 同比增速分别为3%/2%/1%; 归母净利润分别为1.2/1.5/1.8亿元, 同比增速分别为74%/22%/19%; 对应EPS分别为0.05/0.06/0.07元。当前股价对应的PE分别为152.0X/124.4X/104.1X, 对应的PB为0.53X/0.53X/0.53X。考虑到公司销售与拿地稳健, 市场地位持续提升, 我们维持买入评级。

评级面临的主要风险:

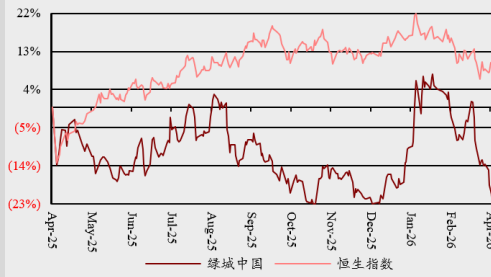
■ 销售与结算不及预期; 房地产调控超预期收紧; 融资收紧; 多元业务发展不及预期。

投资摘要

| 年份: 12月31日 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入 (人民币 百万) | 158,546.17 | 154,966.18 | 159,278.47 | 162,746.14 | 164,842.31 |
| 变动 (%) | 20.67 | -2.26 | 2.78 | 2.18 | 1.29 |
| 归母净利润 (人民币 百万) | 1,596.43 | 70.99 | 123.67 | 151.07 | 180.51 |
| 变动 (%) | -48.79 | -95.55 | 74.21 | 22.16 | 19.49 |
| 每股收益 (人民币) | 0.63 | 0.03 | 0.05 | 0.06 | 0.07 |
| 变动 (%) | -48.36 | -95.55 | 74.21 | 22.16 | 19.49 |
| 原先预测摊薄每股收益 (人民币) | | | 0.71 | 0.78 | |
| 调整幅度 (%) | | | (93.11) | (92.36) | |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 11.77 | 264.76 | 151.98 | 124.41 | 104.12 |
| 市净率(倍) | 0.52 | 0.53 | 0.53 | 0.53 | 0.53 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

股价表现



| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|--------|------|--------|-----|--------|
| 绝对 | 0.4 | (17.2) | 0.4 | (23.0) |
| 相对恒生指数 | 5.0 | (13.6) | 5.0 | (31.2) |

| | |
|------------------|-----------|
| 发行股数 (百万) | 2,539.60 |
| 流通股 (百万) | 2,539.60 |
| 总市值 (港币 百万) | 21,358.02 |
| 3个月日均交易额 (港币 百万) | 129.10 |
| 主要股东持股比例 (%) | |
| 中国交通建设集团有限公司 | 28.88 |

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2026年4月2日收市价为标准

相关报告

- 《绿城中国: 营收增长业绩承压, 地产业务毛利率及销售权益占比均提升; 2025年销售降幅预计10%以内》(2025/04/02)
- 《绿城中国: 营收稳步增长, 业绩短期承压; 销售与拿地权益比例大幅提升》(2024/08/23)
- 《绿城中国: 营收业绩正增长, 拿地成长性强; 代建持续发力; 融资渠道畅通》(2024/03/31)
- 《绿城中国: 品质龙头重返行业前十, 聚焦核心+提质增效促公司良性发展》(2023/07/14)
- 《绿城中国: 营收与核心净利稳步增长, 债务结构显著优化——2022年年报点评》

房地产

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

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

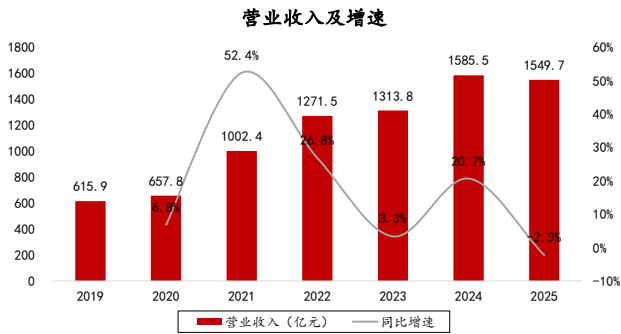
证券分析师: 许佳璐

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521110002

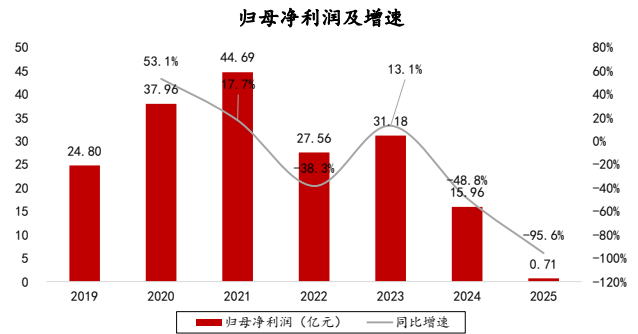
附录:

图表 1. 2025 年绿城中国实现营业收入 1549.7 亿元，同比下降 2.3%



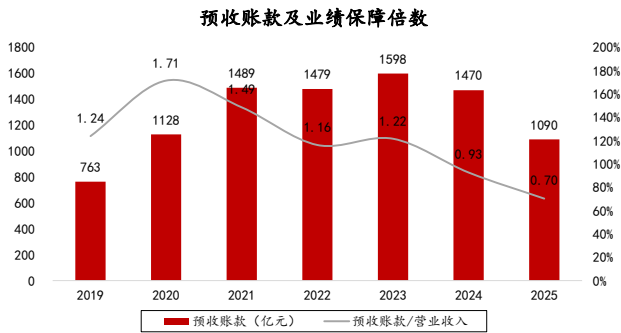
资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 2. 2025 年绿城中国实现归母净利润 0.71 亿元，同比下降 95.6%



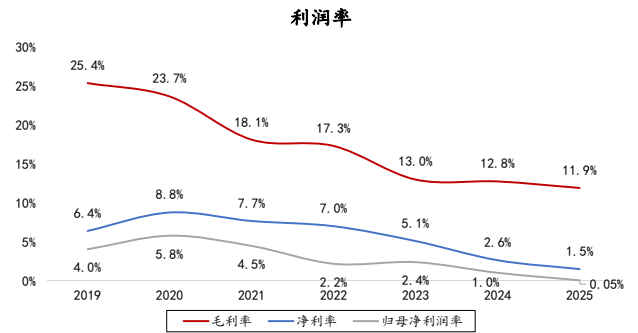
资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 3. 截至 2025 年末，绿城中国预收账款 1090 亿元，预收账款/营业收入为 0.70X



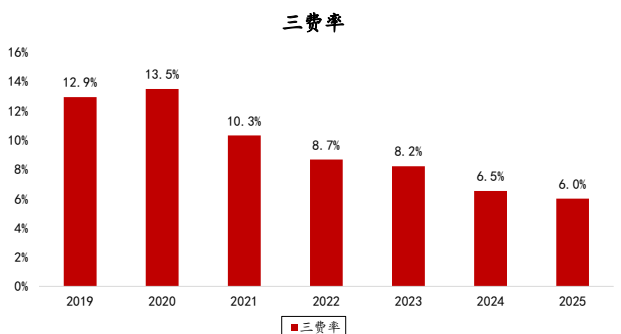
资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 4. 2025 年绿城中国毛利率、净利率、归母净利润率分别为 11.9%、1.5%、0.05%



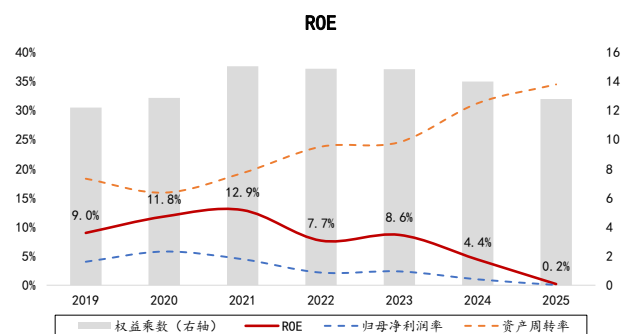
资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 5. 2025 年绿城中国三费率为 6.0%，同比下降 0.5 个百分点



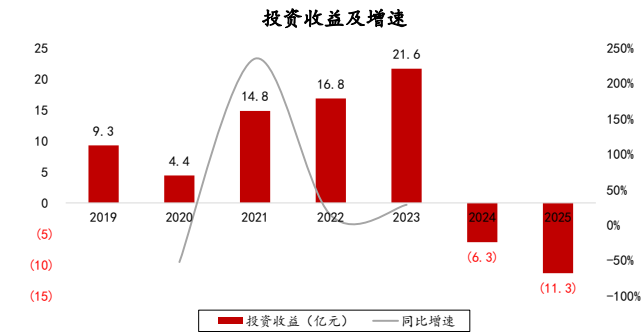
资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 6. 2025 年绿城中国 ROE 为 0.2%



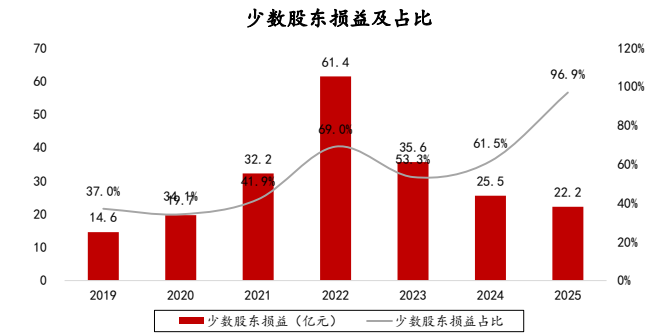
资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 7. 2025 年绿城中国投资收益为-11.3 亿元



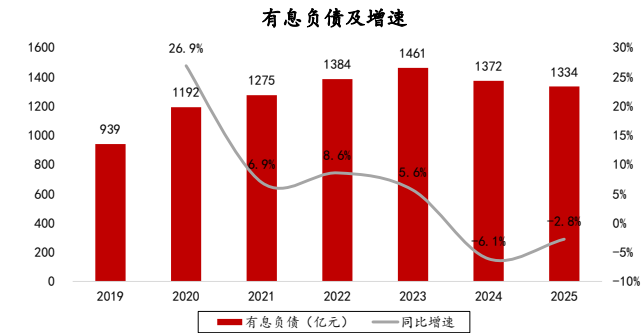
资料来源：公司年报，中银证券

图表 8. 2025 年绿城中国少数股东损益 22.2 亿元，占净利润的比重为 96.9%



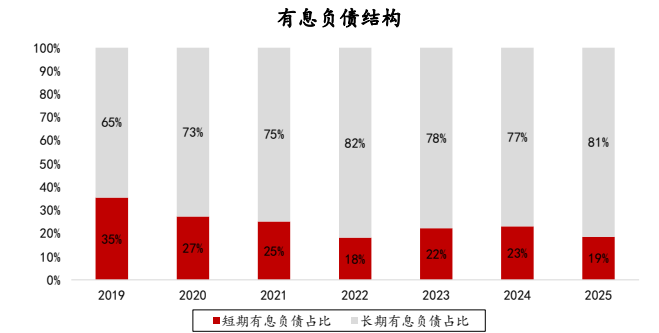
资料来源：公司年报，中银证券

图表 9. 截至 2025 年末，绿城中国有息负债 1334 亿元，同比下降 2.8%



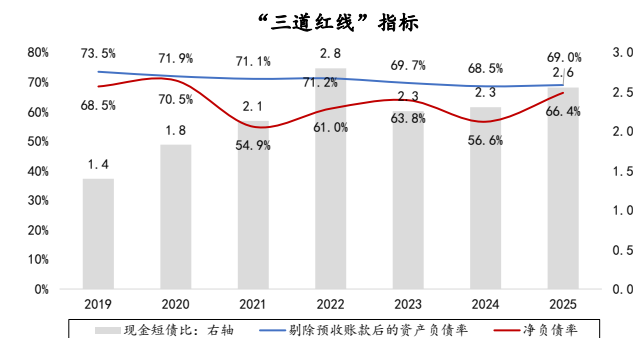
资料来源：公司年报，中银证券

图表 10. 截至 2025 年末，绿城中国有息负债中一年内到期的短期有息负债占比 19%



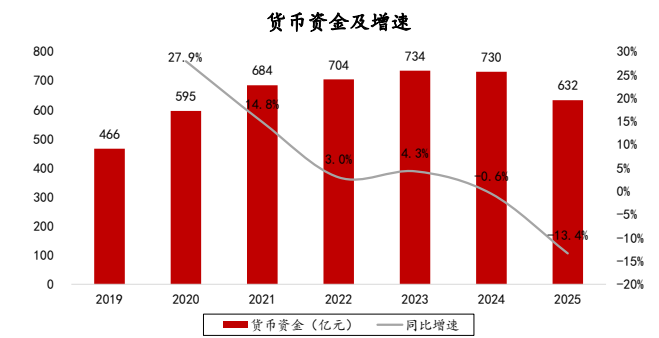
资料来源：公司年报，中银证券

图表 11. 截至 2025 年末，绿城中国剔除预收账款后的资产负债率为 69.0%，净负债率为 66.4%，现金短债比为 2.6X



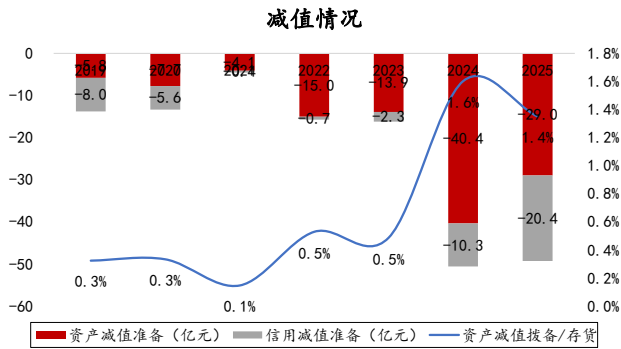
资料来源：公司年报，中银证券

图表 12. 截至 2025 年末，绿城中国货币资金 632 亿元，同比下降 13.4%



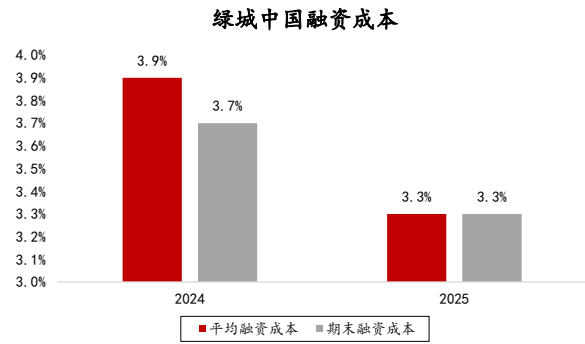
资料来源：公司年报，中银证券

图表 13. 2025 年绿城中国资产减值损失 29.0 亿元，信用减值损失 20.4 亿元



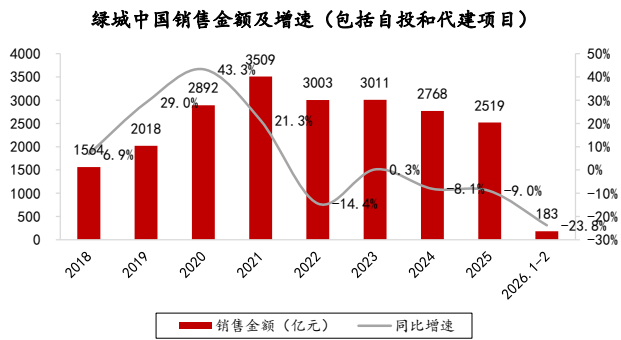
资料来源：公司年报，中银证券

图表 14. 截至 2025 年末，绿城中国有息负债融资成本为 3.3%，较 2024 年末下降 40BP



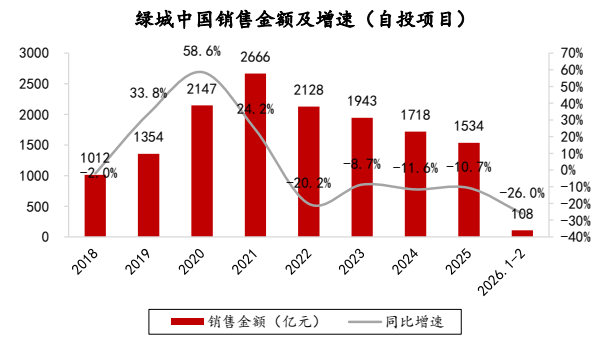
资料来源：公司年报，中银证券

图表 15. 2025 年绿城中国销售金额（包括自投和代建项目）2519 亿元，同比下降 9.0%



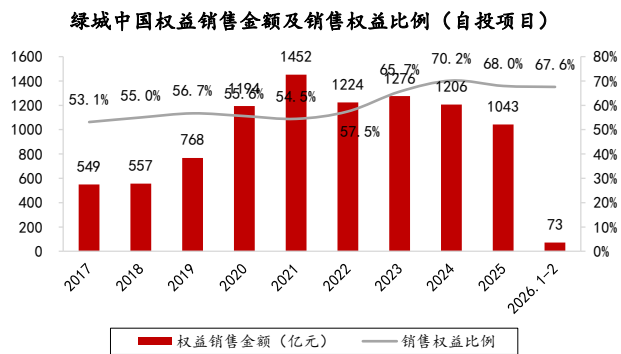
资料来源：公司年报，公司公告，中银证券

图表 16. 2025 年绿城中国销售金额（自投项目）1534 亿元，同比下降 10.7%



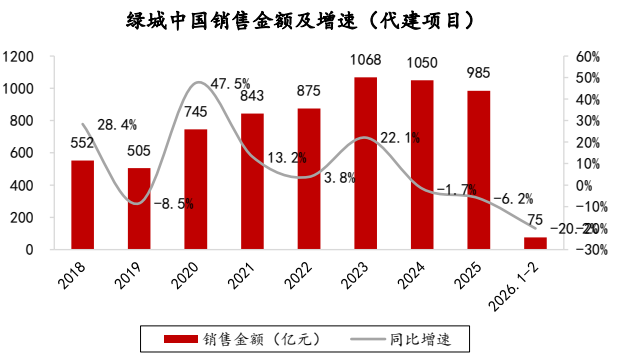
资料来源：公司年报，公司公告，中银证券

图表 17. 2025 年绿城中国权益销售金额（自投项目）1043 亿元，销售权益比例为 68.0%



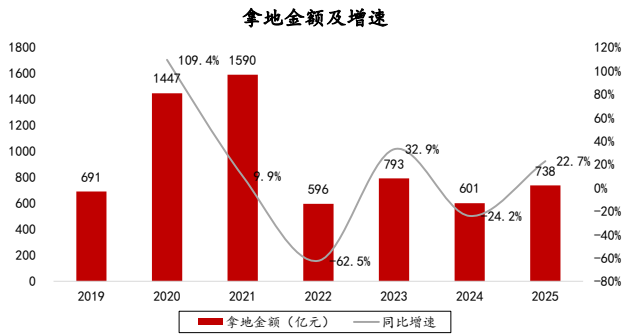
资料来源：公司年报，公司公告，中银证券

图表 18. 2025 年绿城中国销售金额（代建项目）985 亿元，同比下降 6.2%



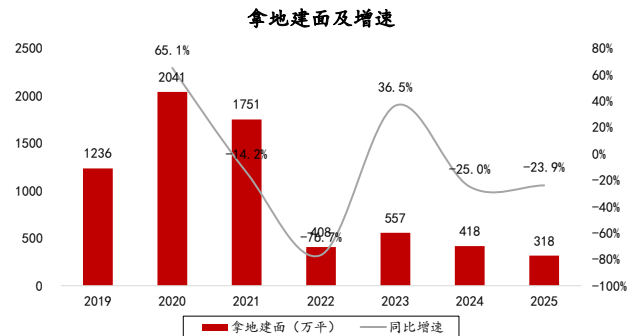
资料来源：公司年报，公司公告，中银证券

图表 19. 2025 年绿城中国拿地金额 738 亿元，同比增长 22.7%



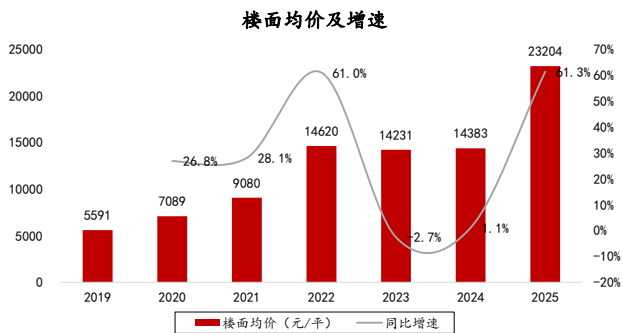
资料来源：公司年报，中银证券

图表 20. 2025 年绿城中国拿地建面 318 万平，同比下降 23.9%



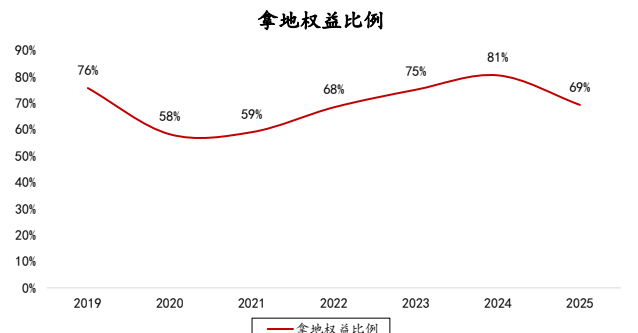
资料来源：公司年报，中银证券

图表 21. 2025 年绿城中国拿地楼面均价 2.32 万元/平，同比增长 61.3%



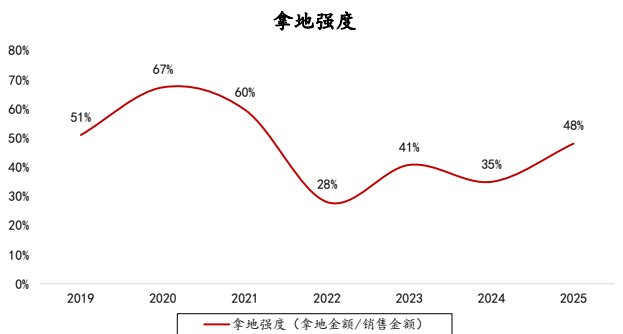
资料来源：公司年报，中银证券

图表 22. 2025 年绿城中国拿地权益比例为 69%，同比下降 12 个百分点



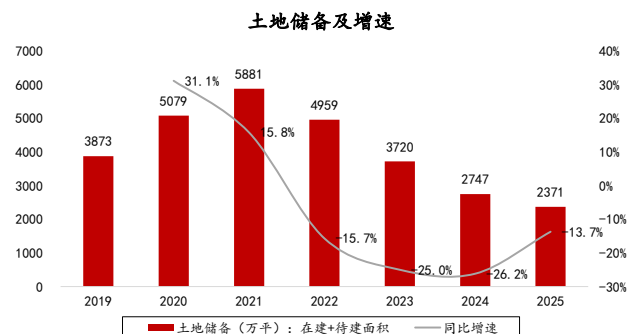
资料来源：公司年报，中银证券

图表 23. 2025 年绿城中国拿地强度为 48%，同比提升 13 个百分点



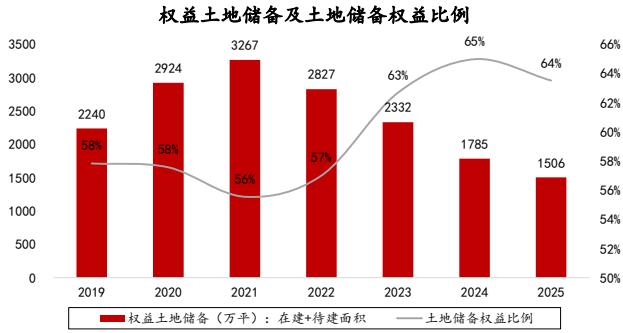
资料来源：公司年报，中银证券

图表 24. 截至 2025 年末，绿城中国土地储备 2371 万平，同比下降 13.7%



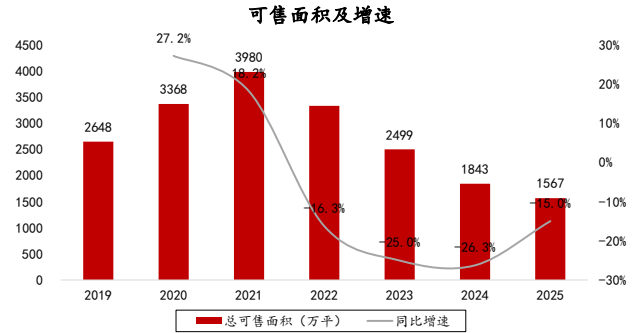
资料来源：公司年报，中银证券

图表 25. 截至 2025 年末，绿城中国权益土地储备 1506 万平，权益比例为 64%



资料来源：公司年报，中银证券

图表 24. 截至 2025 年末，绿城中国可售面积 1567 万平，同比下降 15.0%



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 | 158546.17 | 154966.18 | 159278.47 | 162746.14 | 164842.31 |
| 营业收入 | 158546.17 | 154966.18 | 159278.47 | 162746.14 | 164842.31 |
| 营业成本 | 138320.87 | 136494.95 | 141433.52 | 143785.90 | 144323.57 |
| 经营费用 | 8685.87 | 7064.14 | 6004.52 | 6124.61 | 6559.46 |
| 息税折旧前利润 | 12275.51 | 11407.08 | 12424.31 | 13404.00 | 14512.78 |
| 折旧及摊销 | 736.08 | 0.00 | 583.89 | 568.38 | 553.49 |
| 经营利润(息税前利润) | 11539.43 | 11407.08 | 11840.43 | 12835.63 | 13959.28 |
| 净利息收入/(费用) | -2578.62 | -2225.82 | -2307.95 | -2067.12 | -1824.08 |
| 投资收益 | -632.99 | -1134.22 | -745.42 | -753.42 | -761.42 |
| 其他非经营性损益 | -1277.47 | -3245.41 | -2271.79 | -2044.61 | -1840.15 |
| 税前利润 | 7073.85 | 4889.35 | 6611.76 | 8076.62 | 9650.40 |
| 所得税 | 2927.72 | 2603.02 | 3520.01 | 4299.88 | 5137.73 |
| 净利润 | 4146.13 | 2286.33 | 3091.75 | 3776.74 | 4512.66 |
| 少数股东损益 | 2549.70 | 2215.34 | 2968.08 | 3625.68 | 4332.16 |
| 归母净利润 | 1596.43 | 70.99 | 123.67 | 151.07 | 180.51 |
| 每股收益(人民币) | 0.63 | 0.03 | 0.05 | 0.06 | 0.07 |
| 每股股息(人民币) | 0.43 | 0.30 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 收入增长(%) | 20.67% | -2.26% | 2.78% | 2.18% | 1.29% |
| 息税前利润增长(%) | 28.10% | -1.15% | 3.80% | 8.41% | 8.75% |
| 息税折旧前利润增长(%) | 25.41% | -7.07% | 8.92% | 7.89% | 8.27% |
| 净利润增长(%) | -37.91% | -44.86% | 35.23% | 22.16% | 19.49% |
| 归母净利润增长(%) | -48.79% | -95.55% | 74.21% | 22.16% | 19.49% |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

| 年结日: 12月31日 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入增长率(%) | 20.67 | -2.26 | 2.78 | 2.18 | 1.29 |
| 盈利能力 | | | | | |
| 息税前利润率(%) | 4.46 | 3.16 | 4.15 | 4.96 | 5.85 |
| 毛利率(%) | 12.76 | 11.92 | 11.20 | 11.65 | 12.45 |
| 归母净利润率(%) | 1.01 | 0.05 | 0.08 | 0.09 | 0.11 |
| ROE(%) | 4.39 | 0.20 | 0.35 | 0.43 | 0.51 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 77.65 | 76.50 | 76.38 | 76.02 | 75.37 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 0.31 | 0.34 | 0.35 | 0.35 | 0.35 |
| 存货周转率 | 0.55 | 0.64 | 0.64 | 0.64 | 0.64 |
| 费用率 | | | | | |
| 销售费用率(%) | 2.28 | 2.08 | 1.65 | 1.65 | 1.75 |
| 管理费用率(%) | 4.24 | 3.91 | 2.12 | 2.11 | 2.23 |
| 财务费用率(%) | 2.15 | 2.22 | 1.19 | 1.19 | 1.25 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(人民币) | 0.63 | 0.03 | 0.05 | 0.06 | 0.07 |
| 每股净资产(人民币) | 14.30 | 13.85 | 13.90 | 13.96 | 14.03 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E(最新摊薄) | 11.77 | 264.76 | 151.98 | 124.41 | 104.12 |
| P/B | 0.52 | 0.53 | 0.53 | 0.53 | 0.53 |

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 |
|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 现金及现金等价物 | 68861.73 | 59160.40 | 65602.46 | 72104.34 | 78996.31 |
| 应收账款 | 2637.57 | 2172.52 | 2232.97 | 2281.58 | 2310.97 |
| 存货 | 252015.76 | 214822.70 | 220627.18 | 224327.00 | 225782.28 |
| 其他流动资产 | 9329.98 | 8256.30 | 8486.05 | 8670.80 | 8782.48 |
| 流动资产总计 | 437690.73 | 374437.47 | 386439.39 | 395848.95 | 402515.00 |
| 固定资产 | 10932.96 | 11655.84 | 11287.60 | 10934.10 | 10594.74 |
| 无形资产 | 1709.66 | 2273.09 | 2257.43 | 2242.56 | 2228.43 |
| 其他非流动资产 | 8890.67 | 11826.51 | 10643.85 | 10111.66 | 9606.08 |
| 非流动资产合计 | 70094.24 | 75423.75 | 74157.21 | 73556.64 | 72997.56 |
| 总资产 | 507784.97 | 449861.22 | 460596.59 | 469405.59 | 475512.57 |
| 应付账款 | 47149.10 | 42103.69 | 43627.06 | 44352.68 | 44518.53 |
| 短期债务 | 31663.16 | 24744.32 | 23507.10 | 22331.75 | 21215.16 |
| 其他流动负债 | 183478.07 | 147191.60 | 151287.55 | 154581.25 | 156572.25 |
| 流动负债总计 | 285505.03 | 233503.11 | 242631.25 | 249147.23 | 252224.45 |
| 长期借款 | 105523.64 | 108641.49 | 107116.91 | 105592.34 | 104067.77 |
| 其他长期负债 | 3272.12 | 2002.38 | 2042.43 | 2083.28 | 2124.94 |
| 股本 | 242.68 | 243.18 | 243.18 | 243.18 | 243.18 |
| 储备 | 36084.92 | 34940.96 | 35064.63 | 35215.70 | 35396.20 |
| 股东权益 | 113484.18 | 105714.25 | 108806.00 | 112582.75 | 117095.41 |
| 少数股东权益 | 77156.58 | 70530.11 | 73498.20 | 77123.87 | 81456.03 |
| 总负债及权益 | 507784.97 | 449861.22 | 460596.59 | 469405.59 | 475512.57 |
| 每股净资产(人民币) | 14.30 | 13.85 | 13.90 | 13.96 | 14.03 |
| 每股有形资产(人民币) | 4.30 | 4.59 | 4.44 | 4.31 | 4.17 |

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