

00119.HK

买入

原评级: 买入

市场价格: 港币 1.82

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	(8.5)	(12.9)	(8.5)	23.8
相对上证综指	(3.9)	(9.3)	(3.9)	15.6

发行股数 (百万)	3,821.18
流通股 (百万)	3,821.18
总市值 (人民币 百万)	6,954.55
3个月日均交易额 (人民币 百万)	36.37
主要股东持股比例 (%)	
中国保利集团有限公司	48.09

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

相关研究报告

- 《保利置业集团: 行业深度调整周期中经营韧性凸显, 债务结构明显优化, 兼顾稳与进》20250520
- 《保利置业集团: 营收同比增长, 但业绩承压; 毛利率回升, 偿债能力优化, “三道红线”指标全面转绿》20250901
- 《保利置业集团: 销售排名进一步提升; 公开市场融资渠道畅通; 估值提升空间大, 重申推荐》20260228

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

保利置业集团

营收业绩同比增长均超两成, 毛利率回升; 负债结构持续优化, “三道红线”指标转绿

摘要: 保利置业集团公布2025年年报, 公司实现营业总收入483.8亿元, 同比增长20.3%; 归母净利润2.25亿元, 同比增长23.2%。公司拟每股派息0.026港元, 分红率为40%。

- 公司营收业绩同比增长均超20%, 在目前已经公布业绩的房企中表现突出。**2025年公司实现营业收入483.8亿元, 同比增长20.3%, 得益于项目竣工交接结转收入增加, 公司结算面积199万平, 同比增长1.6%, 结算均价2.32万元/平, 同比增长19.5%, 结算金额461亿元, 同比增长21.7%。2025年公司归母净利润2.25亿元, 同比增长23.2%, 业绩增长的主要原因有: 1) 结算利润率提升, 2025年公司毛利率17.0%, 同比提升0.6个百分点。2) 三费率同比下降1.1个百分点至9.5%。3) 投资物业公允价值增加0.9亿元(2024年为减少0.7亿元)。公司业绩保障倍数略有下降。2025年末公司预收账款300亿元, 同比下降27.6%, 预收账款/营业收入为0.62X, 同比下降0.41X。
- 在行业利润率普遍下行的情况下, 公司毛利率有所提升。**2025年公司毛利率为17.0%, 同比提升0.6个百分点。由于三费率同比下降, 净利率同比提升1.1个百分点至1.3%。但受投资收益下滑、少数股东损益占比增加、资产减值增加的影响, 公司归母净利润率为0.5%, 同比基本持平。2025年公司投资收益-0.3亿元, 同比下降2.2亿元; 少数股东损益4.1亿元, 同比增加5.0亿元, 占净利润的比重为64.5%, 同比提升155.3个百分点; 资产减值损失10.2亿元, 同比增加3.1亿元, 占存货的比重为0.9%, 同比提升0.3个百分点。在资产周转率提升的带动下, ROE同比小幅提升0.2个百分点至0.7%。
- 负债结构持续优化, 融资渠道畅通, “三道红线”指标全面转绿。**截至2025年末, 公司有息负债规模702亿元, 同比下降0.4%。债务结构持续优化, 一年内到期有息负债占比24%, 同比下降4个百分点。按债务类型分布来看, 银行贷款占比65%, 债券占比29%, 信托贷款占比2%, CMB5占比3%。公司融资渠道畅通, 2025年发行了50亿元公司债券和15亿元中期票据, 加权平均成本仅为2.63%。截至2025年末, 公司平均融资成本较2024年末下降52BP至2.86%, 首次降至3%以内。截至2025年末, 公司剔除预收账款后的资产负债率为68.6%, 同比下降1.9个百分点; 净负债率为81.9%, 同比提升4.7个百分点; 公司持有现金311亿元, 虽然现金规模同比下降9.9%, 但现金短债比仍有1.8X, 同比提升了0.08X。公司从2024年年末的“黄档房企”成功转为“绿档房企”, 2025年公司经营性现金流净流入36亿元, 同比虽减少32亿元, 但连续三年实现经营性现金流为正。
- 2025年销售排名提升至行业第15位, 销售权益比例及销售均价都有提升。**2025年公司实现销售金额502亿元, 虽同比下降7.4%, 但完成了年初500亿的销售目标。根据克而瑞, 销售金额排名行业第15位, 较2024年排名上升2位; 实现销售面积162万平, 同比下降23.4%。销售均价达到3.09万元/平, 同比提升21.0%, 在行业中领先。销售权益比70%, 同比提升3个百分点。2025年公司单盘合约销售金额超过10亿元的项目达到15个, 包括上海保利海上印、深圳保利臻誉、上海保利印象香城、香港湾璟、广州保利翡丽甲第、杭州桂月云翠、广州保利西悦湾、香港期誉、宁波保利金茂府、宁波保利臻誉、济南保利珑誉、济南保利绿城凤鸣和鸣、苏州保利瑞华赋、深圳保利静安府和济南保利天禧二期。从销售金额的区域分布来看, 长三角占比41%、珠三角占比25%、西南地区占比6%、中国香港占比9%; 从城市能级来看, 一线城市占比43%、二线城市占比41%、三四线城市占比为7%。根据克而瑞, 2026年1-3月, 公司实现销售金额111亿元, 同比虽然下降21.8%, 但销售排名进一步提升至第14位; 销售面积40万平, 同比下降21.4%; 销售均价2.70万元/平, 同比下降9.0%; 销售权益比例65%, 同比下降9个百分点。根据公司业绩会, 2026年公司销售目标仍然维持在500亿元。
- 2025年拿地强度与拿地权益比例均明显提升; 一二线城市土储占比达94%。**2025年公司共获取15宗地块, 分别位于上海、广州、杭州、武汉、济南、南宁、余姚和威海。新增土储面积170万平, 同比增长76.5%; 拿地金额270亿元, 同比增长35.4%; 楼面均价1.59万元/平, 同比下降23.3%; 拿地权益比例为78%, 同比提升25个百分点; 拿地强度54%, 同比提升17个百分点。以拿地金额来计算, 上海3个项目拿地金额132亿元, 占比49%, 广州2个项目拿地金额44亿元, 占比16%, 杭州4个项目拿地金额合计49亿元, 占比18%, 济南2个项目拿地金额占比9%。截至2025年末, 公司持有总土储面积1188万平, 其中在建面积480万平, 待建面积707万平, 权益土储902万平, 土储权益比例76%。从区域分布来看, 总土储中长三角占比49%, 珠三角占比29%, 西南地区占比15%; 从城市能级来看, 总土储中一线城市占比56%, 二线城市占比38%。
- 其他业务稳步发展。**1) 投资物业: 公司持有多个一线和二线城市(上海、北京、深圳、武汉)的投资物业和酒店, 其中投资物业总建面79.4万平, 同比增加16.4%, 资产价值97亿元。2) 物业管理: 公司旗下物业管理公司涉及住宅、商业、办公楼、酒店和剧院等多种类型物业的经营管理服务, 2025年公司旗下物业管理公司实现收入13.2亿元, 同比增长9.3%, 物业管理项目323个, 在管面积5483万平, 同比增长4.0%。
- 在此轮行业深度调整周期中, 保利置业作为“小而美”、高能级布局、低估值的全企, 具备配置价值。**2025年核心财务指标也出现积极变化: 2025年是行业内为数不多业绩正增长的房企, 且增速相对不低; 毛利率出现改善; 负债结构持续优化, “三道红线”指标全面转绿。我们重申推荐7大核心理由: 1) 老牌央企背景, 股东实力雄厚, 融资渠道畅通成本低。截至2025年6月末, 保利集团持股48.09%, 保利发展持股41.45%。2) 销售和拿地均有显著突破。销售排名从2021年的第60名提升至2026年1-3月的第14名, 四年间提升了46个名次, 在本轮周期中逆势取得突破, 市场地位稳步提升。3) 重点布局高能级城市。2025年上海、杭州、广州土地投资占比83%; 土储中一二线城市占比94%。4) 管理层经验丰富, 积极引进市场化人才。董事会主席王总推动内部管理与产品力快速提升。24年3月委任的执行董事及董事总经理刘总负责整体战略规划及运营管理。5) 注重股东回报, 2025年分红率为40%, 新股息政策中未来分红率将不低于40%。6) 由于公司整体规模不大, 可以积极根据市场情况适时掉头, 快速调整战略。目前公司已经基本调整到位, 未来将朝着更稳健更正向的方向发展。7) 当前股价对应的PB为0.2X, 估值提升空间较大。

投资建议与盈利预测:

在此轮行业深度调整周期中, 保利置业作为连续在销售和拿地均有显著突破的“小而美”的房企, 债务结构持续优化, 经营端韧性凸显。我们预计公司2026-2028年主营业务营业收入分别为502/517/530亿元, 同比增速分别为4%/3%/3%; 归母净利润分别为2.5/2.7/2.8亿元, 同比增速分别为10%/7%/7%; 对应EPS分别为0.065/0.070/0.075元。当前股价对应的PE分别为24.7X/23.0X/21.5X, 当前股价对应的PB分别为0.180X、0.179X、0.177X。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。

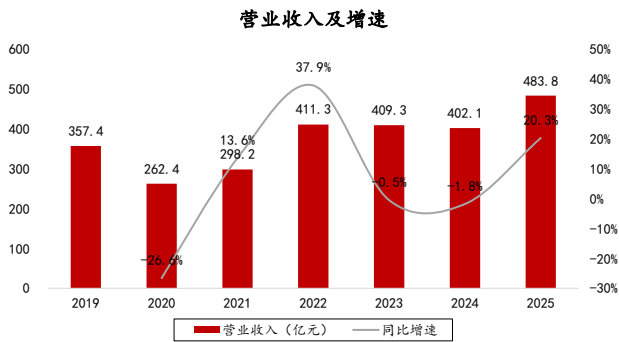
投资摘要

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (人民币 百万)	40,208.48	48,381.68	50,223.01	51,660.64	52,968.42
变动 (%)	-1.77	20.33	3.81	2.86	2.53
归母净利润 (人民币 百万)	182.87	225.22	247.89	266.18	284.70
变动 (%)	-87.34	23.16	10.06	7.38	6.96
每股收益 (人民币)	0.048	0.059	0.065	0.070	0.075
变动 (%)	-87.34	23.16	10.06	7.38	6.96
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.058	0.062	
调整幅度 (%)			12.77	11.66	
市盈率(倍)	33.47	27.17	24.69	22.99	21.50
市净率(倍)	0.179	0.181	0.180	0.179	0.177

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

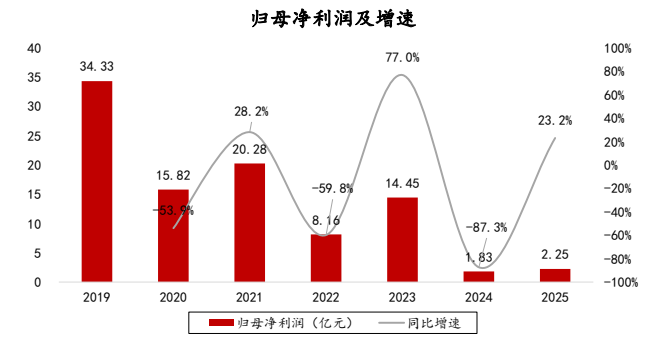
附录:

图表 1. 2025 年保利置业集团实现营业收入 483.8 亿元, 同比增长 20.3%



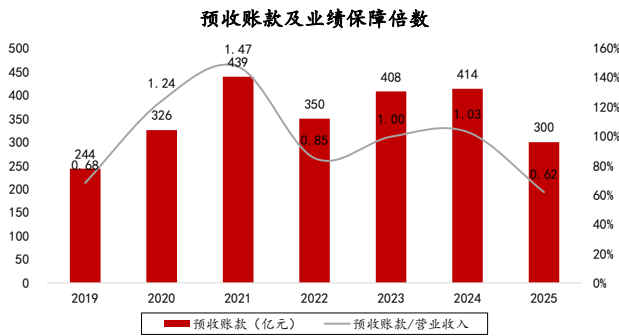
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 2. 2025 年保利置业集团实现归母净利润 2.25 亿元, 同比增长 23.2%



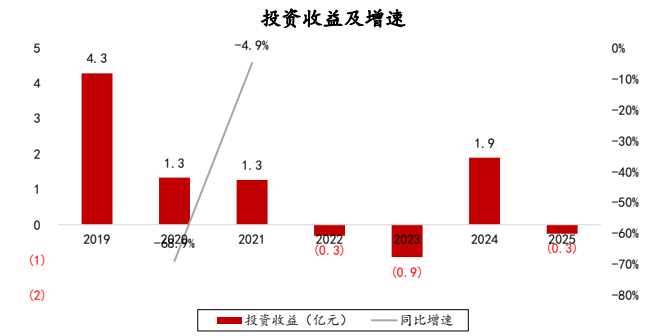
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 3. 截至 2025 年末, 保利置业集团预收账款 300 亿元, 预收账款/营业收入为 0.62X



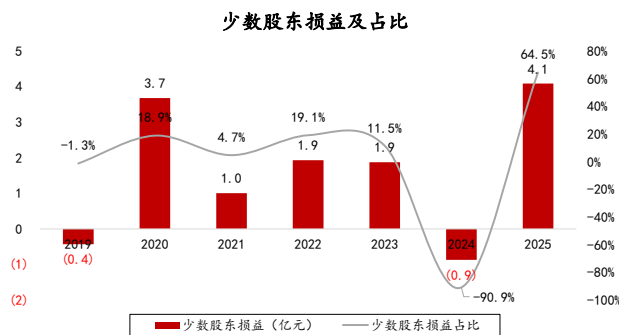
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 4. 2025 年保利置业集团投资收益-0.3 亿元, 同比减少 2.2 亿元



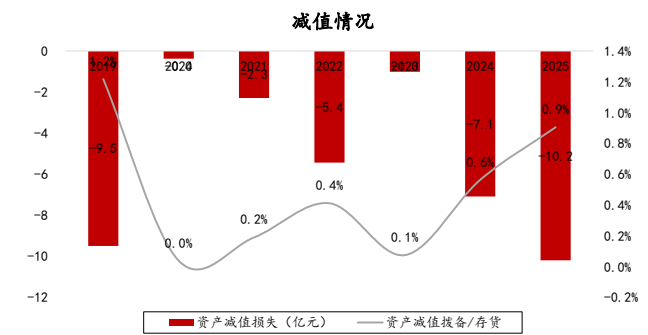
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 5. 2025 年保利置业集团少数股东损益 4.1 亿元, 占净利润的比重提升至 64.5%



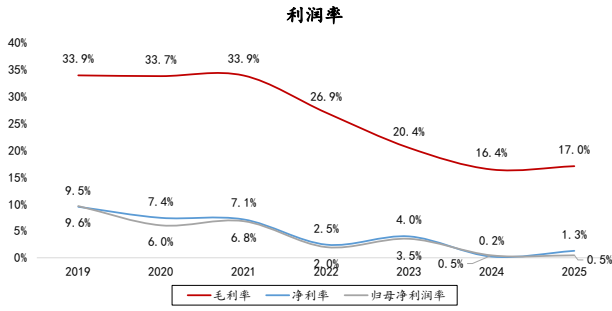
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 6. 2025 年保利置业集团资产减值损失 10.2 亿元, 占存货的比重提升至 0.9%



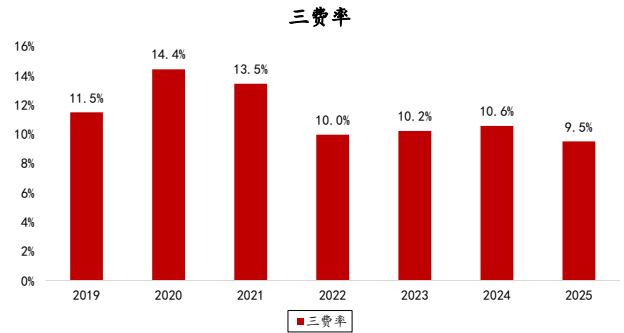
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 7. 2025 年保利置业集团毛利率、净利率、归母净利润率分别为 17.0%、1.3%、0.5%



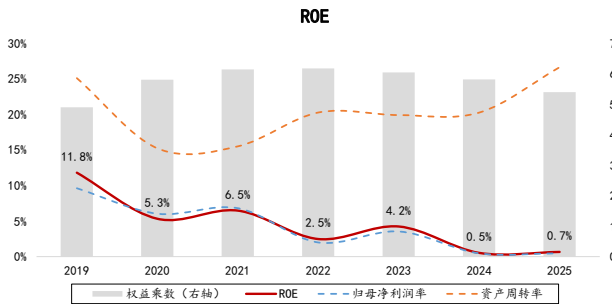
资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 2025 年保利置业集团三费率为 9.5%，同比下降 1.1 个百分点



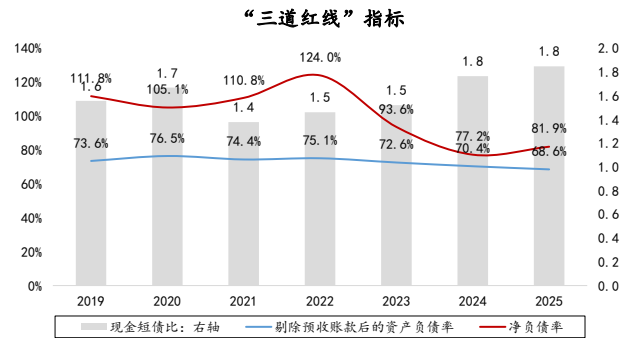
资料来源：公司公告，中银证券

图表 9. 2025 年保利置业集团 ROE 为 0.7%，同比提升 0.2 个百分点



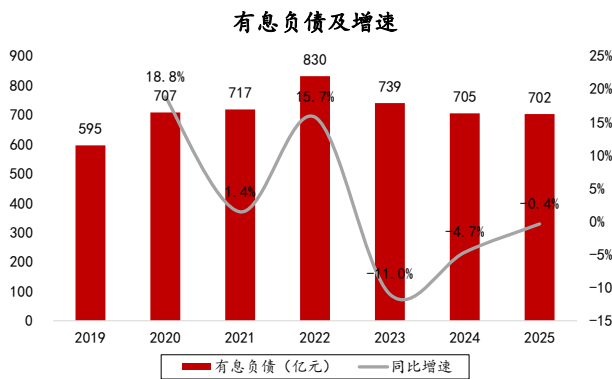
资料来源：公司公告，中银证券

图表 10. 截至 2025 年末，保利置业集团剔除预收账款后的资产负债率为 68.6%，净负债率为 81.9%，现金短债比为 1.8X



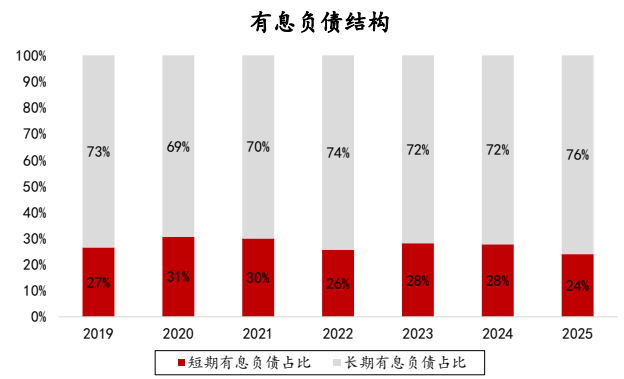
资料来源：公司公告，中银证券

图表 11. 截至 2025 年末，保利置业集团有息负债 702 亿元，同比下降 0.4%



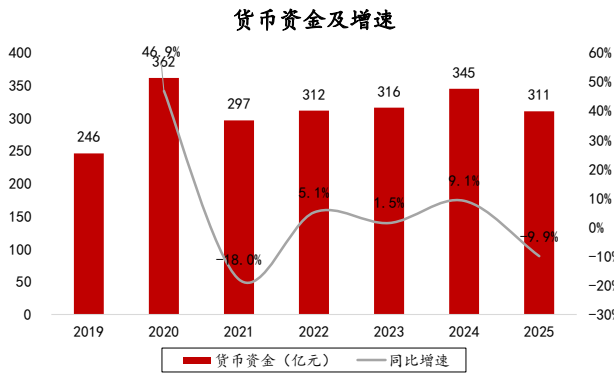
资料来源：公司公告，中银证券

图表 12. 截至 2025 年末，保利置业集团一年内到期的短期有息负债占比为 24%，同比下降 4 个百分点



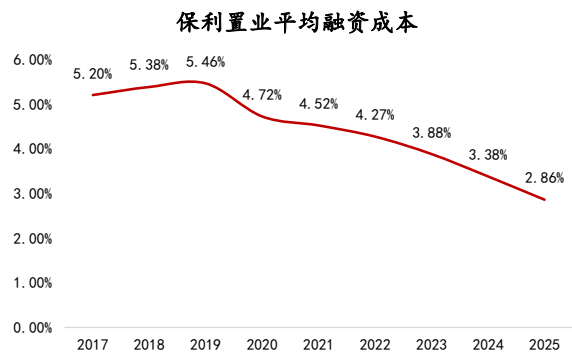
资料来源：公司公告，中银证券

图表 13. 截至 2025 年末，保利置业集团在手现金为 311 亿元，同比下降 9.9%



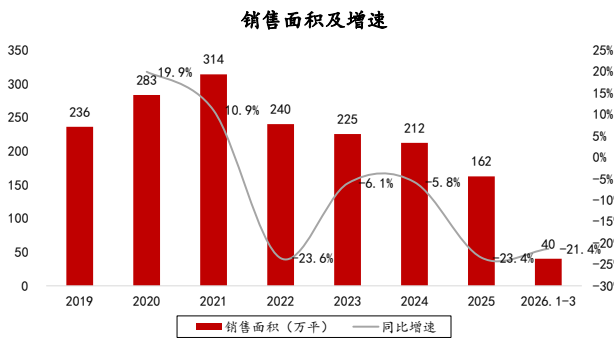
资料来源：公司公告，中银证券

图表 14. 截至 2025 年末，公司平均融资成本较 2024 年末下降 52BP 至 2.86%



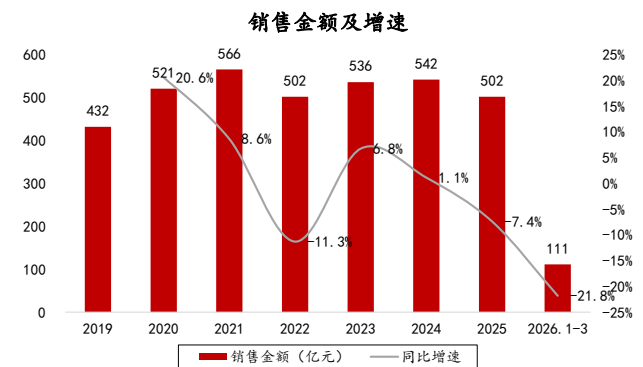
资料来源：公司公告，中银证券

图表 15. 2025 年保利置业集团销售面积为 162 万平，同比下降 23.4%



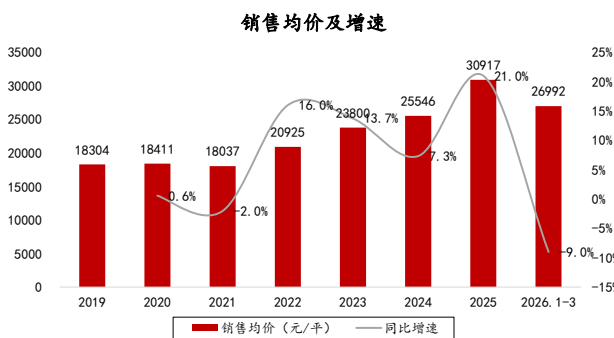
资料来源：公司公告，中银证券

图表 16. 2025 年保利置业集团销售金额 502 亿元，同比下降 7.4%



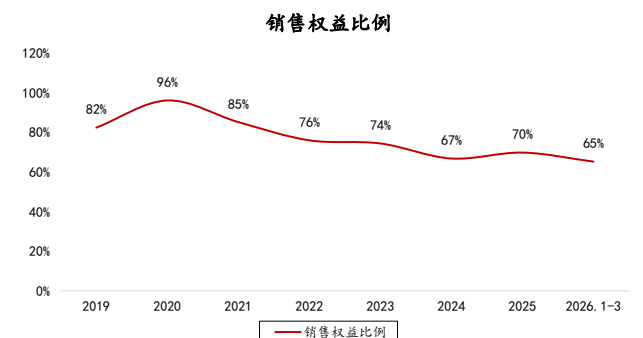
资料来源：公司公告，中银证券

图表 17. 2025 年保利置业集团销售均价为 3.09 万元/平，同比增长 21.0%



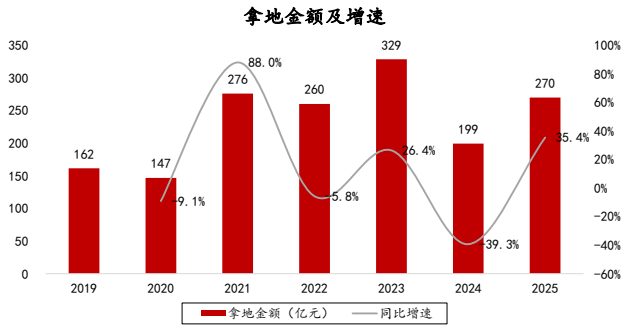
资料来源：公司公告，中银证券

图表 18. 2025 年保利置业集团销售权益比例为 70%，同比提升 3 个百分点



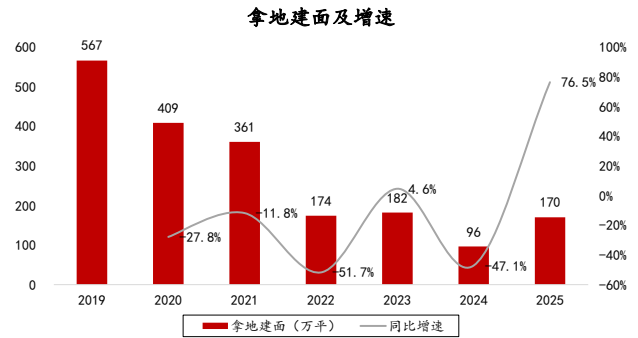
资料来源：公司公告，中银证券

图表 19. 2025 年保利置业集团拿地金额 270 亿元，同比增长 35.4%



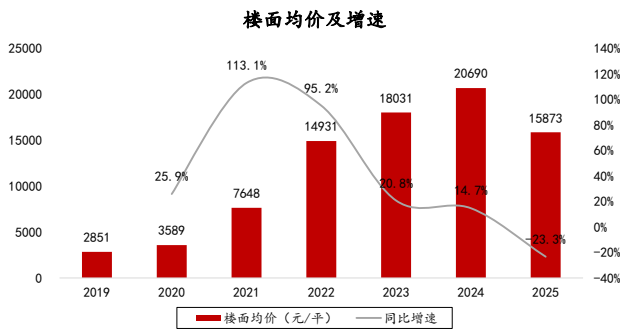
资料来源：公司公告，中银证券

图表 20. 2025 年保利置业集团拿地建面 170 万平，同比增长 76.5%



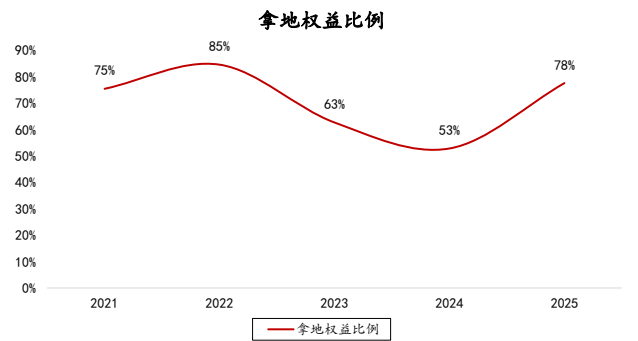
资料来源：公司公告，中银证券

图表 21. 2025 年保利置业集团拿地楼面均价 1.59 万元/平，同比下降 23.3%



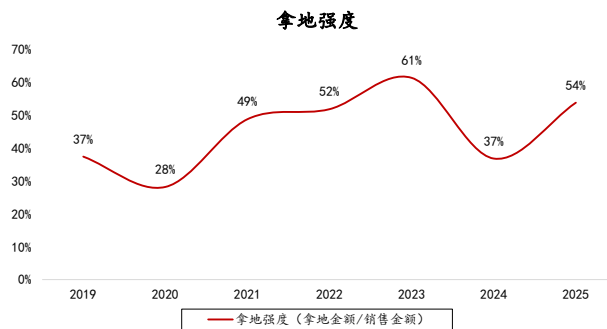
资料来源：公司公告，中银证券

图表 22. 2025 年保利置业集团拿地权益比例为 78%，同比提升 25 个百分点



资料来源：公司公告，中银证券

图表 23. 2025 年保利置业集团拿地强度 54%，同比提升 17 个百分点



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	40208.48	48381.68	50223.01	51660.64	52968.42
营业收入	40208.48	48381.68	50223.01	51660.64	52968.42
营业成本	33612.96	40147.80	41659.98	42775.01	43804.88
经营费用	3113.84	3879.70	3834.89	3776.46	3681.03
息税折旧前利润	4181.16	4354.19	4887.69	5272.29	5651.93
折旧及摊销	699.48	0.00	159.56	163.11	169.42
经营利润(息税前利润)	3481.68	4354.19	4728.13	5109.17	5482.51
净利息收入/(费用)	-1583.37	-1067.71	-1206.54	-1441.88	-1378.31
投资收益	189.65	-25.62	40.87	42.87	44.87
其他非经营性损益	-103.13	-386.49	-231.89	-139.14	-83.48
税前利润	2241.64	2909.41	3372.62	3621.49	4126.15
所得税	2145.82	2275.53	2664.37	2860.98	3300.92
净利润	95.81	633.88	708.25	760.51	825.23
少数股东损益	-87.05	408.67	460.36	494.33	540.53
归母净利润	182.87	225.22	247.89	266.18	284.70
每股收益(人民币)	0.05	0.06	0.06	0.07	0.07
每股股息(人民币)	0.02	0.02	0.03	0.04	0.04
收入增长	-1.77%	20.33%	3.81%	2.86%	2.53%
息税前利润增长	-34.55%	25.06%	8.59%	8.06%	7.31%
息税折旧前利润增长	-31.07%	4.14%	12.25%	7.87%	7.20%
净利润增长	-94.13%	561.58%	11.73%	7.38%	8.51%
归母净利润增长	-87.34%	23.16%	10.06%	7.38%	6.96%

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(%)	-1.77	20.33	3.81	2.86	2.53
盈利能力					
息税前利润率(%)	5.58	6.01	6.72	7.01	7.79
毛利率(%)	16.40	17.02	17.05	17.20	17.30
归母净利润率(%)	0.45	0.47	0.49	0.52	0.54
ROE(%)	0.53	0.67	0.73	0.78	0.82
偿债能力					
资产负债率(%)	76.57	73.74	74.09	74.26	74.33
营运能力					
资产周转率	0.20	0.27	0.27	0.27	0.27
存货周转率	0.27	0.36	0.36	0.36	0.36
费用率					
销售费用率(%)	2.98	3.24	4.25	3.94	3.66
管理费用率(%)	3.08	3.10	2.55	2.48	2.42
财务费用率(%)	3.90	3.89	2.12	2.06	2.01
每股指标(元)					
每股收益	0.05	0.06	0.06	0.07	0.07
每股净资产(人民币)	8.95	8.82	8.89	8.96	9.03
估值比率					
P/E(最新摊薄)	33.47	27.17	24.69	22.99	21.50
P/B	0.179	0.181	0.180	0.179	0.177

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	34507.50	31075.79	32723.14	33591.64	34304.34
应收账款	451.04	776.19	805.73	828.79	849.78
存货	125531.98	112598.63	116351.41	119053.59	121443.40
其他流动资产	1268.75	633.23	657.33	676.14	693.26
流动资产总计	178963.38	161174.74	167240.89	171331.59	174907.14
固定资产	3392.94	3273.49	3191.55	3112.89	3037.38
无形资产	24.70	494.25	611.82	770.37	995.71
其他非流动资产	709.95	1206.68	1267.01	1330.36	1396.88
非流动资产合计	19739.40	20625.12	19691.87	19843.27	19995.34
总资产	198702.78	181799.86	186932.76	191174.86	194902.48
应付账款	26687.00	19488.21	20222.24	20763.49	21263.40
短期债务	9416.40	11690.61	11106.08	10550.77	10023.23
其他流动负债	55451.55	40176.60	41705.65	42899.48	43985.47
流动负债总计	99641.53	79059.45	84467.74	88932.81	92818.52
长期借款	50910.71	53369.84	52369.84	51369.84	50369.84
其他长期负债	1603.23	1635.54	1651.90	1668.42	1685.10
股本	15712.16	15712.16	15712.16	15712.16	15712.16
储备	17990.42	18007.14	18255.03	18521.21	18805.91
股东权益	46547.31	47735.02	48443.27	49203.79	50029.02
少数股东权益	12337.96	14015.73	14476.09	14970.42	15510.95
总负债及权益	198702.78	181799.86	186932.76	191174.86	194902.48
每股净资产(人民币)	8.95	8.82	8.89	8.96	9.03
每股有形资产(人民币)	0.89	0.86	0.84	0.81	0.79

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士，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