

600048.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 5.97

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	(5.5)	(3.1)	(8.2)	(34.1)
相对上证综指	(7.1)	(6.3)	(7.4)	(58.2)

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)	71,463.55
3个月日均交易额 (人民币 百万)	1,161.18
主要股东持股比例 (%)	
中国保利集团有限公司	40.72

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2026年4月21日收市价为标准

相关研究报告

- 《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》20250429
- 《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

jjialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521110002

保利发展

25 年业绩与利润率下滑; 经营性现金流明显改善; 销售连续三年稳居行业第一

摘要: 保利发展公布 2025 年年报, 2025 年公司实现营业总收入 3081.4 亿元, 同比下降 1.1%; 归母净利润 10.3 亿元, 同比下降 79.3%。2025 年拟每 10 股派发现金红利 0.35 元, 现金红利占归母净利润的比例为 40%, 股息率为 0.6%。

- 2025 年公司营收规模小幅下滑, 业绩明显承压。**2025 年公司营收 3081.4 亿元, 同比下降 1.1%, 主要是因为房地产项目交付结转规模下降。2025 年归母净利润 10.3 亿元, 同比下降 79.3%, 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 1.2 个百分点至 12.7%; 2) 计提资产减值损失及信用减值损失 71 亿元, 同比增长 13 亿元, 资产减值损失占存货的比重为 1.0%, 同比提升 0.4 个百分点。3) 投资收益为 -0.3 亿元, 24 年为 18 亿元。4) 少数股东损益占净利润的比重同比提升 30.8 个百分点至 79.4%。截至 2025 年末, 公司预收账款 2472 亿元, 较 2024 年末下降 26.3%, 预收账款/上年营收为 0.80X, 较 2024 年末下降 0.25X。
- 盈利能力有所下降。**2025 年公司毛利率、净利率、归母净利润率分别为 12.7%、1.6%、0.3%, 同比分别下降 1.2、1.5、1.3 个百分点, 同比下降 2.0 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。**1) 截至 2025 年末, 公司有息负债规模 3412 亿元, 同比下降 2.2%, 连续三年实现有息负债下降。其中, 一年内到期有息负债占比 21%, 同比下降 3 个百分点。2) 公司发挥多元化融资优势, 持续推动债务结构优化。2025 年, 公司实现公开市场融资创新, 成功发行国内首单现金类定向可转债, 发行规模 85 亿元, 6 年期综合成本 2.32%; 发行了 110 亿元中期票据和 45 亿元公司债, 多渠道融资方式增厚公司现金储备。3) 融资成本不断下降。2025 年新增有息债平均成本同比下降 33BP 至 2.59%, 期末综合融资成本同比下降 38BP 至 2.72%, 其中公司债利率最低至 2.12%, 中期票据利率最低至 1.85%, 创历史新高。4) 截至 2025 年末, 公司剔除预收账款后的资产负债率为 65.0%, 同比下降 0.8 个百分点; 净负债率 66.2%, 同比提升 3.5 个百分点; 现金短债比 1.7X, 同比提升 0.15X, 始终处于“绿档房企”行列。
- 公司经营现金流大幅改善。**截至 2025 年末, 公司货币资金 1229 亿元, 同比下降 8.4%; 并表口径已售待回资金 498 亿元, 为未来经营提供充裕的流动性储备。2025 年公司经营活动现金流净流入 152 亿元, 同比大幅增长 142.7%, 连续八年为正, 公司加快销售资金回笼, 2025 年回笼资金 2589 亿元, 销售回笼率 102%, 连续 3 年起 100%; 筹资性现金流净流出 260 亿元 (2024 年为净流出 190 亿元)。
- 销售连续三年稳居行业第一, 销售均价连续五年稳步提升, 销售权益比例提升, 核心城市市占率提升。**2025 年公司实现销售金额 2530 亿元, 同比下降 21.7%, 2023-2025 年连续三年稳居行业第一。销售面积 1235 万平, 同比下降 31.2%; 销售均价 2.05 万元/平, 同比增长 13.9%, 受益于高线城市能级的提升, 公司销售均价已连续五年稳步提升。2025 年公司销售权益比 79%, 同比提升 3 个百分点。2025 年公司市场占有率 (公司销售金额/全国商品房销售金额) 为 3.0%, 同比下降 0.4 个百分点。公司持续坚持深耕策略, 2025 年在核心城市销售贡献达 92%, 连续三年保持 90% 左右的高位水平。核心城市市占率达 7.9%, 同比提升 0.8 个百分点。10 个城市市占率超过 10%; 此外, 公司在广州、上海分别销售约 500 亿元和 390 亿元, 北京、三亚、佛山等单城破百亿。2026Q1 公司实现销售金额 518 亿元, 同比下降 17.8%, 销售面积 233 万平, 同比下降 24.3%, 销售均价 2.22 万元/平, 同比增长 8.5%, 销售权益比例稳定在 79%, 销售规模稳居行业第一, 销售均价同比持续提升。
- 2025 年公司拿地强度提升, 一二线拿地金额占比超过九成。**2025 年公司拿地金额 791 亿元, 同比增长 16%; 拿地强度 31%, 同比提升 10 个百分点; 拿地权益比例维持在 87% 的高水平; 拿地建面 457 万平, 同比增长 39%; 楼面均价 1.73 万元/平, 同比下降 17%。公司持续强化核心城市深耕优势, 2025 年一二线城市拓展总地占比超过 90%, 核心城市拓展占比 99%, 其中北京、上海、广州三地占比约 48%。2025 年获取项目中, 年内实现“当年拿地、当年开工”项目达 28 个, 贡献签约金额超 200 亿元, 保持精准的开发运营能力。2026Q1 公司拿地金额 127 亿元, 同比下降 29.5%, 拿地建面 56 万平, 同比下降 44.1%, 楼面均价 2.27 万元/平, 同比增长 26.1%, 拿地强度 25%, 同比下降 4 个百分点。根据公司财报披露, 截至 2025 年末, 公司待售面积 5654 万平, 其中增量项目 925 万平, 存量项目 4729 万平。根据我们对公司项目表的计算, 公司所有项目可售建面减去累计已售建面部分为 5031 万平, 其中一线城市占比 9%, 二线城市占比 41%, 三四线城市占比 50%。根据公司业绩推, 2026 年全年公司计划完成房地产相关产业直接投资 1664 亿元, 其中土地投资 850 亿元至 1000 亿元, 和 2025 年相比或进一步提升。
- 公司通过存量焕新与调转提运等方式盘活资源, 释放存量资产价值。**公司通过完善教育交通等配套资源、定制交付、展示焕新等方式“盘活焕新”, 以相对低成本投入提升项目市场竞争力, 推动存量去化。2025 年共推动存量项目落实超过十个焕新举措, 全年公司存量及成品项目合计贡献签约额 953 亿元。公司继续推进存量项目的“调转提运”, 通过土地盘活、转经营、合作分资等方式多措并举提升资源盘活。2025 年公司累计盘活资源 181 亿元; 推动存量物业转经营超过 135 万平, 新增融资金额 79 亿元。
- 近两个月开工竣工面积明显缩量。**2025 年公司新开工 703 万平, 同比下降 44.9%, 完成了计划的 87.9% (800 万平), 计划完成度较 2024 年提升了 17.0 个百分点, 竣工面积 2450 万平, 同比下降 24.8%, 完成了计划的 96.5% (2540 万平), 计划完成度较 2024 年提升了 0.7 个百分点。2026 年公司计划新开工 676 万平, 竣工 1542 万平, 新开工、竣工与 2025 年实际完成值相比分别下降 4%、37%。
- 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 2025 年末, 保利物业合同管理面积 10.1 亿平, 在管面积 8.6 亿平, 同比分别增长 0.2、0.5 亿平; 全年实现营收 171.3 亿元, 同比增长 4.8%, 归母净利润 15.5 亿元, 同比增长 5.1%。市场能力不断增强, 2025 年新拓第三方项目半年合同金额约 29.3 亿元, 保持行业第一梯队, 有效保障公司业绩稳健增长, 2025 年公司实现物业管理收入 131.5 亿元, 同比增长 12.6%, 其中来自第三方项目的物业管理收入达 58.6 亿元, 同比增长 17.5%, 占比提升至 44.6%。同时, 公司坚持以核心 50 城、优质产业客户与核心优势业态为拓展重点, 2025 年公司核心 50 城物业管理收入占比达到约 80%, 其中 27 个城市物业管理收入均超过 1 亿元。2) 资产经营: 截至 2025 年末, 公司租赁住房、购物中心、酒店、写字楼等主要商业经营资产项目累计开业约 620 万平, 公司实现资产经营收入 51.4 亿元; 其中在管租赁住房规模超 7.1 万间, 在管规模超过 3.5 万间, 同比增长 59%; 稳定期购物中心、写字楼、酒店出租率同比均提升 1 个百分点。同时, 公司积极挖掘经营资产融资潜力, 首次落地住房租赁购置贷款, 并有序推进以广州保利中心、佛山保利水城项目时光汇项目为标的商业不动产 REITs 申报发行工作, 打通公司经营资产“投-融-管-退”闭环。
- 保利发展商业不动产 REITs 已申报交易所。**2026 年 1 月 27 日保利发展发布公告, 拟以持有的商业不动产项目为底层资产, 开展商业不动产 REITs 申报发行工作。华夏保利发展封闭式商业不动产证券投资基金原始权益人为保利发展, 预计募集规模为 20.93 亿元。在交易结构上, 公司拟通过设立资产支持专项计划, 发行商业不动产资产支持证券; 再将项目公司股权转让至专项计划, 再由商业不动产 REITs 全额认购相关资产支持证券。基金的底层资产为广州保利中心项目和佛山保利水城项目。其中, 广州保利中心项目位于天河区珠江新城核心商务区, 作为珠江新城的标杆写字楼项目, 于 2010 年投入运营, 总建面 7.94 万平, 共计 41 层, 整体出租于广州保利商业物业发展有限公司, 出租率为 100%, 资产估值为 11.04 亿元。佛山保利水城项目是金融 CBD 购物中心项目, 于 2009 年正式运营, 总建面 15.31 万平, 共计 5 层, 出租率为 88.60%, 估值为 9.34 亿元。根据招募说明书, 2026 年预计可保分配金额为 1.09 亿元, 分派率为 5.21%。

投资建议与盈利预测:

公司作为央企龙头, 销售规模连续三年稳居行业第一, 土地储备结构不断优化, 存重包袱逐步减轻, 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。公司强化股东回报机制, 明确 25-27 年现金分红占归母净利润的比例均不低于 40%, 强化长期回报预期。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 2026-2027 年盈利预测, 我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 2873/2633/2531 亿元, 同比增速分别为 7%/8%/4%; 归母净利润分别为 16/22/28 亿元, 同比增速分别为 56%/34%/28%; 对应 EPS 分别为 0.13/0.18/0.23 元。当前股价对应的 PE 分别为 44X/33X/26X, 对应 PB 分别为 0.4X/0.4X/0.4X。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

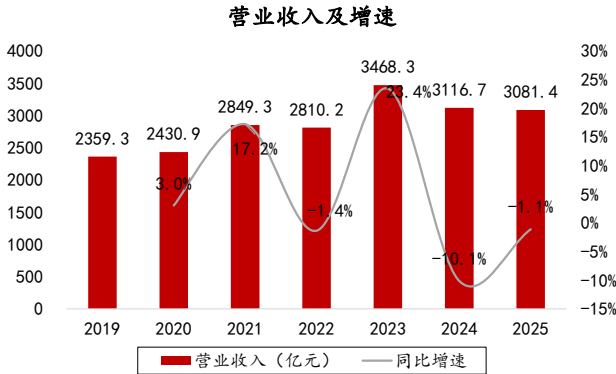
年结日: 12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入(人民币 百万)	311,666	308,144	287,281	263,281	253,056
变动 (%)	-10.14	-1.13	-6.77	-8.35	-3.88
归母净利润(人民币 百万)	5,001	1,035	1,613	2,159	2,761
变动 (%)	-58.56	-79.31	55.92	33.80	27.91
每股收益(人民币)	0.42	0.09	0.13	0.18	0.23
变动 (%)	-58.56	-79.31	55.92	33.80	27.91
原先预测摊薄每股收益 (人民币)			0.43	0.45	
调整幅度 (%)			-68.66	-59.93	
市盈率(倍)	14.29	69.07	44.30	33.11	25.88
市净率(倍)	0.36	0.37	0.37	0.37	0.36

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。

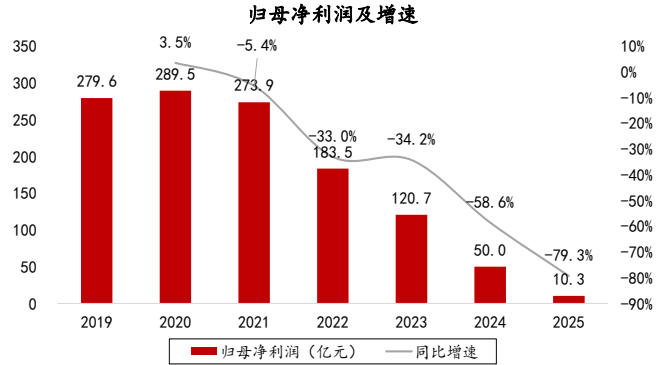
附录:

图表 1. 2025 年保利发展实现营业收入 3081.4 亿元，同比下降 1.1%



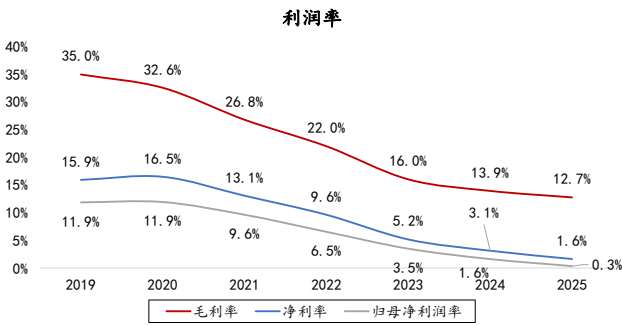
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 2. 2025 年保利发展实现归母净利润 10.3 亿元，同比下降 79.3%



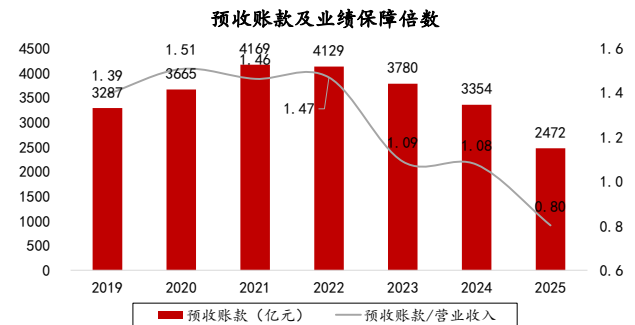
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 3. 2025 年保利发展毛利率、净利率、归母净利润率分别为 12.7%、1.6%、0.3%



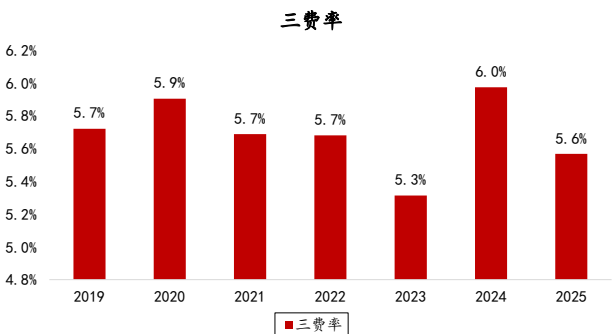
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 4. 截至 2025 年末, 保利发展预收账款 2472 亿元, 业绩保障倍数为 0.80X



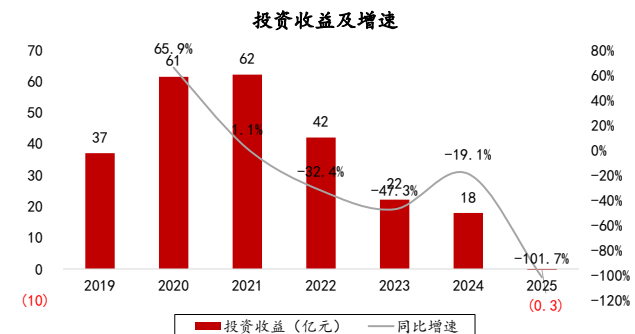
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 5. 2025 年保利发展三费率为 5.6%，同比下降 0.4 个百分点



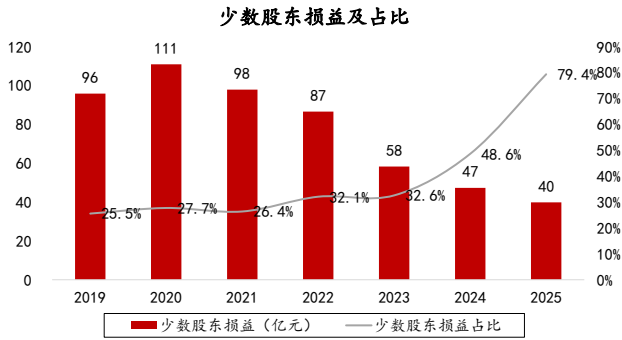
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 6. 2025 年保利发展投资收益为 -0.3 亿元



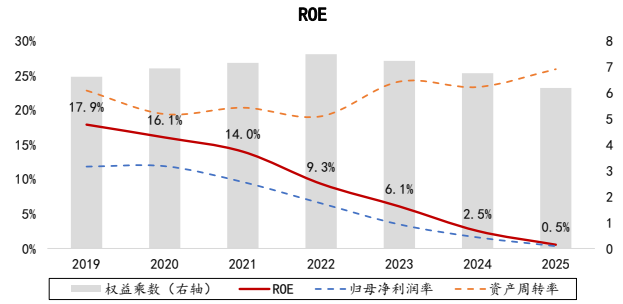
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 7. 2025 年保利发展少数股东损益为 40 亿元，占净利润的比重为 79.4%



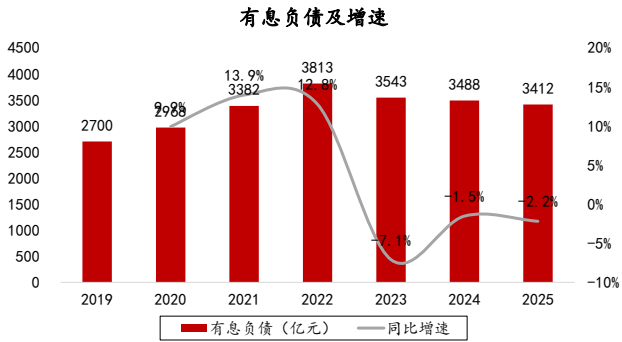
资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 2025 年保利发展 ROE 为 0.5%



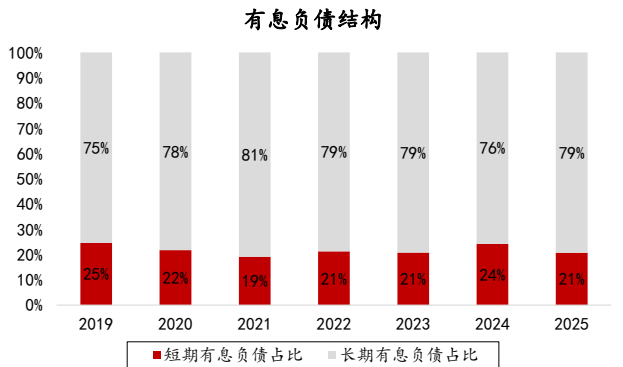
资料来源：公司公告，中银证券

图表 9. 截至 2025 年末，保利发展有息负债为 3412 亿元，同比下降 2.2%



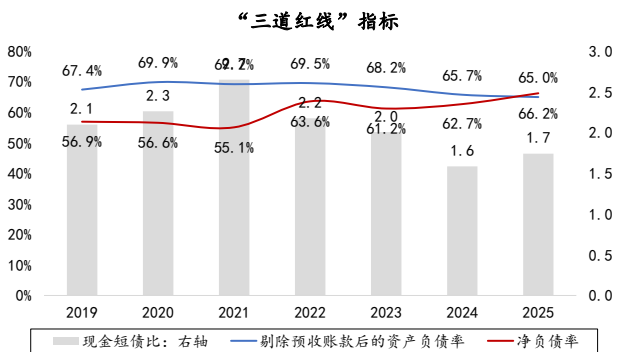
资料来源：公司公告，中银证券

图表 10. 截至 2025 年末，保利发展有息负债中一年内到期的占比为 21%



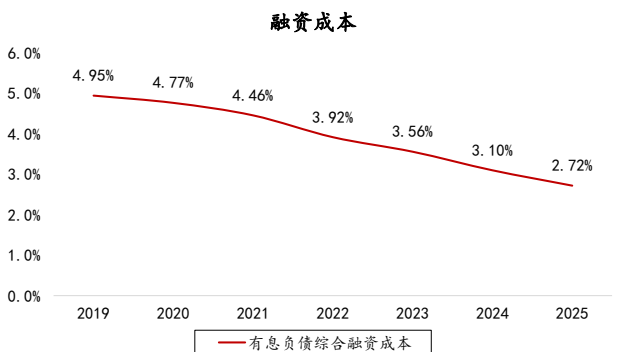
资料来源：公司公告，中银证券

图表 11. 截至 2025 年末，保利发展剔除预收账款后的资产负债率为 65.0%，净负债率为 66.2%，现金短债比为 1.7X



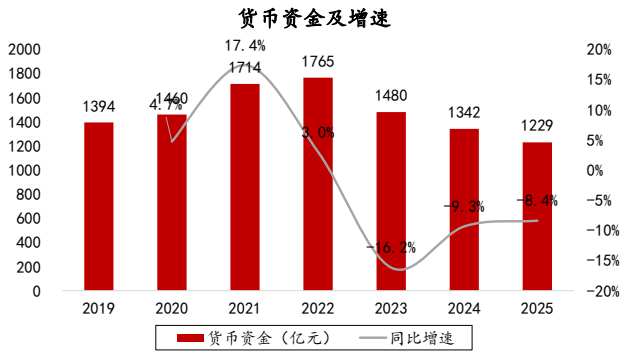
资料来源：公司公告，中银证券

图表 12. 截至 2025 年末，保利发展有息负债平均融资成本为 2.72%



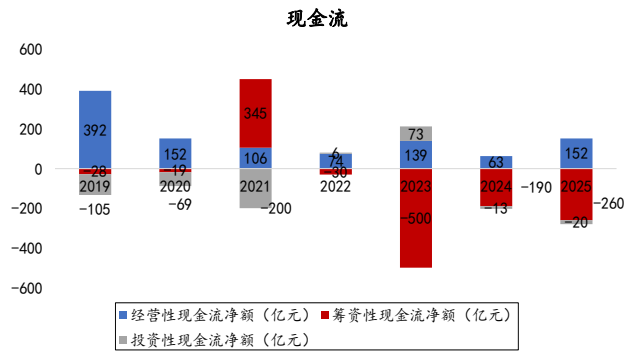
资料来源：公司公告，中银证券

图表 13. 截至 2025 年末，保利发展货币资金 1229 亿元，同比下降 8.4%



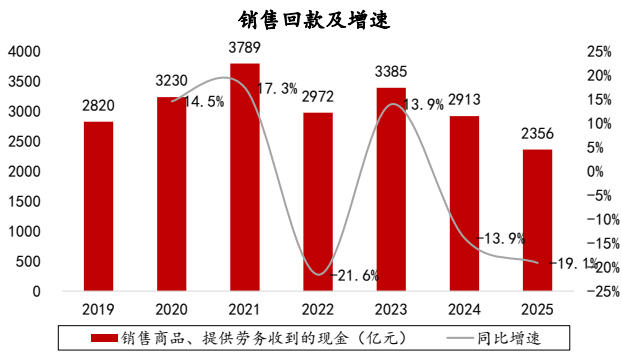
资料来源：公司公告，中银证券

图表 14. 2025 年保利发展经营性现金流净流入 152 亿元，较 2024 年明显改善



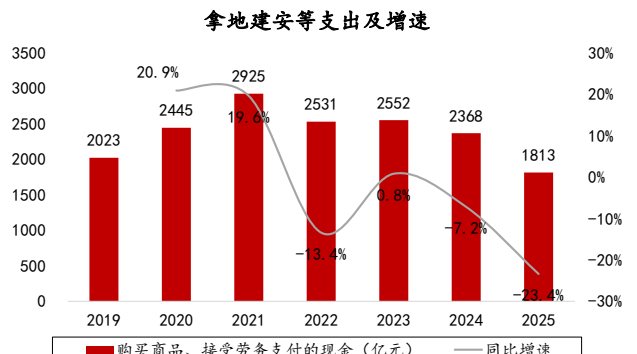
资料来源：公司公告，中银证券

图表 15. 2025 年保利发展销售商品、提供劳务收到的现金为 2356 亿元，同比下降 19.1%



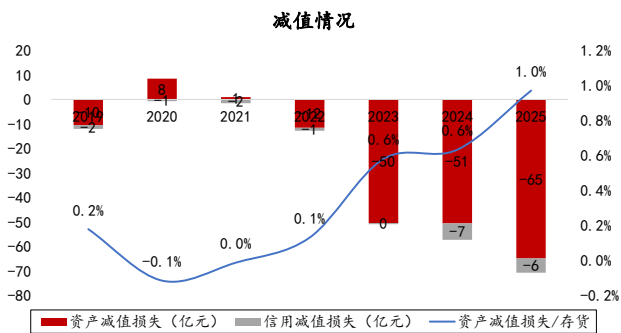
资料来源：公司公告，中银证券

图表 16. 2025 年保利发展购买商品、接受劳务支付的现金为 1813 亿元，同比下降 23.4%



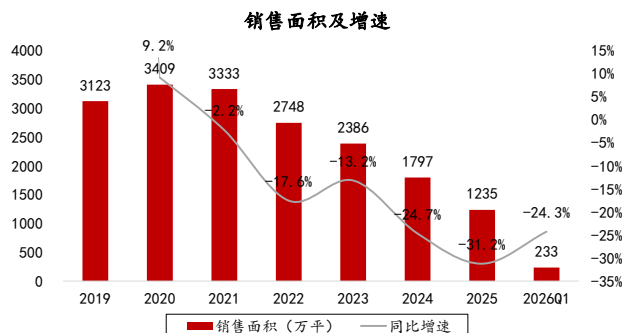
资料来源：公司公告，中银证券

图表 17. 2025 年保利发展资产与信用减值损失 71 亿元，同比增加 13 亿元



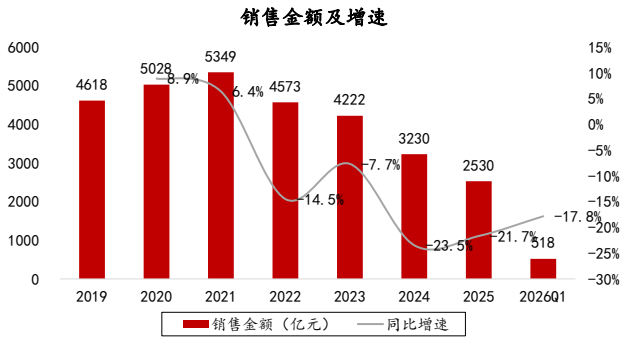
资料来源：公司公告，中银证券

图表 18. 2025 年保利发展实现销售面积 1235 万平，同比下降 31.2%



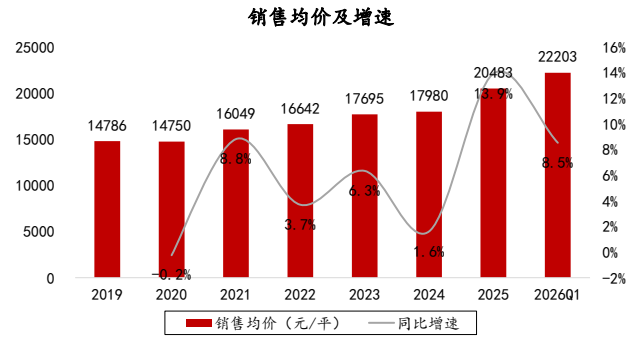
资料来源：公司公告，中银证券

图表 19. 2025 年保利发展实现销售金额 2530 亿元，同比下降 21.7%



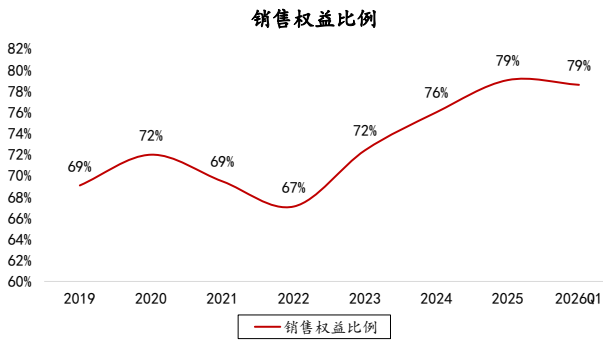
资料来源：公司公告，中银证券

图表 20. 2025 年保利发展销售均价为 2.05 万元/平，同比增长 13.9%



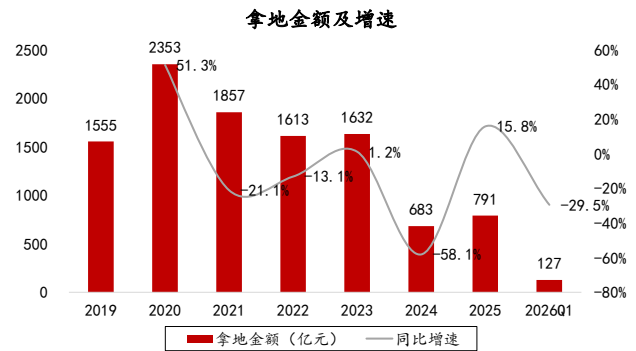
资料来源：公司公告，中银证券

图表 21. 2025 年保利发展销售权益比例为 79%



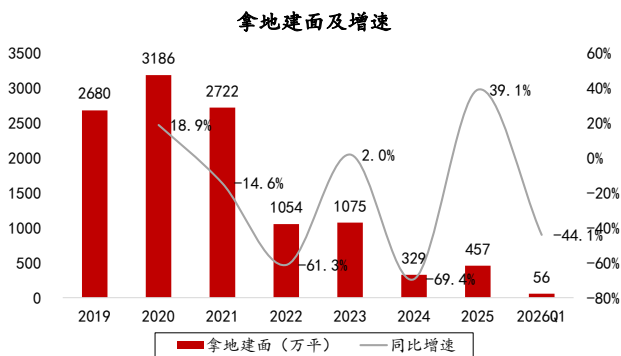
资料来源：公司公告，中银证券

图表 22. 2025 年保利发展拿地金额 791 亿元，同比增长 15.8%



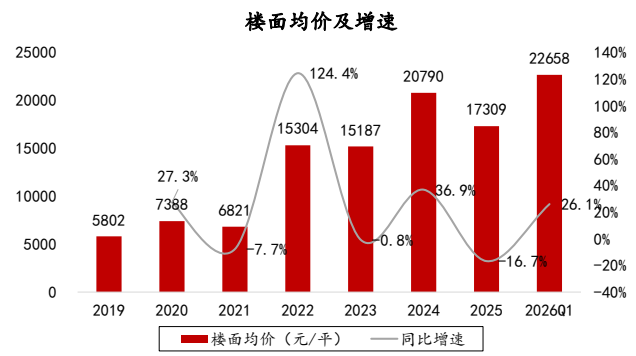
资料来源：公司公告，中银证券

图表 23. 2025 年保利发展拿地建面 457 万平，同比增长值 39.1%



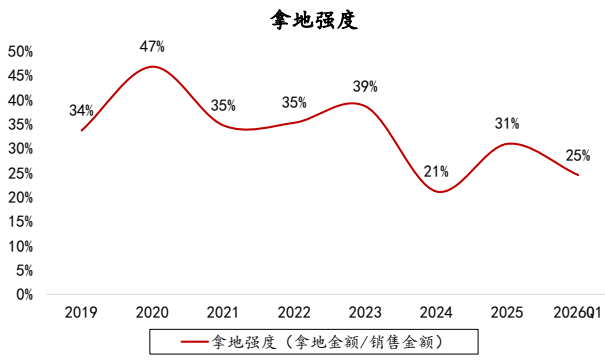
资料来源：公司公告，中银证券

图表 24. 2025 年保利发展楼面均价为 1.73 万元/平，同比下降 16.7%



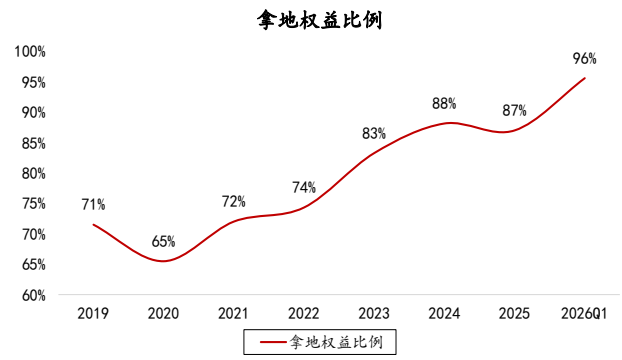
资料来源：公司公告，中银证券

图表 25. 2025 年保利发展拿地金额/销售金额为 31%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 26. 2025 年保利发展拿地权益比例为 87%



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	311,666	308,144	287,281	263,281	253,056
营业收入	311,666	308,144	287,281	263,281	253,056
营业成本	268,260	268,857	252,685	231,281	222,117
营业税金及附加	5,904	5,740	5,351	4,904	4,714
销售费用	8,893	8,735	6,789	6,925	7,205
管理费用	5,081	4,507	3,740	3,815	3,969
研发费用	56	37	34	31	30
财务费用	4,643	3,912	4,102	4,371	4,529
其他收益	86	105	110	115	121
资产减值损失	(5,056)	(6,484)	(4,539)	(3,631)	(2,542)
信用减值损失	(667)	(584)	(22)	(20)	(18)
资产处置收益	82	154	118	130	143
公允价值变动收益	76	63	51	41	34
投资收益	1,790	(31)	(32)	(32)	(33)
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	15,141	9,578	10,264	8,556	8,198
营业外收入	583	416	425	433	442
营业外支出	143	257	262	268	273
利润总额	15,581	9,737	10,426	8,722	8,367
所得税	5,843	4,715	5,049	3,925	3,765
净利润	9,738	5,022	5,378	4,797	4,602
少数股东损益	4,737	3,987	3,764	2,638	1,841
归母净利润	5,001	1,035	1,613	2,159	2,761
EBITDA	21,117	17,187	18,109	17,164	17,288
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.42	0.09	0.13	0.18	0.23

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	1,167,068	1,007,633	902,689	838,647	783,132
现金及等价物	134,167	122,906	122,225	121,909	120,705
应收账款	4,932	7,622	9,934	12,006	14,705
应收票据	22	3	16	1	16
存货	798,559	668,175	581,213	530,222	487,814
预付账款	24,094	15,972	9,297	8,692	8,584
合同资产	247	196	220	161	205
其他流动资产	205,046	192,759	179,783	165,657	151,104
非流动资产	168,040	180,659	179,743	179,401	179,838
长期投资	103,894	97,708	92,025	86,910	82,306
固定资产	5,586	7,553	7,604	7,809	8,153
无形资产	346	323	341	362	383
其他长期资产	58,213	75,076	79,773	84,320	88,996
资产合计	1,335,108	1,188,292	1,082,432	1,018,048	962,970
流动负债	722,599	583,799	471,919	402,400	342,296
短期借款	4,827	4,723	4,675	4,629	4,582
应付账款	145,838	126,954	111,693	96,460	82,467
其他流动负债	571,934	452,122	355,550	301,311	255,247
非流动负债	269,980	274,858	276,158	277,357	278,883
长期借款	208,132	207,369	205,295	203,242	201,210
其他长期负债	61,847	67,489	70,863	74,115	77,673
负债合计	992,578	858,657	748,077	679,758	621,180
股本	11,970	11,970	11,970	11,970	11,970
少数股东权益	144,933	137,747	141,511	144,150	145,990
归属母公司股东权益	197,596	191,889	192,844	194,140	195,800
负债和股东权益合计	1,335,108	1,188,292	1,082,432	1,018,048	962,970

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	9,738	5,022	5,378	4,797	4,602
折旧摊销	3,368	3,987	3,989	4,491	4,826
营运资金变动	(14,243)	23,301	5,391	4,657	2,509
其他	7,395	(17,121)	3,709	3,623	3,927
经营活动现金流	6,257	15,189	18,467	17,567	15,863
资本支出	(179)	(487)	(1,356)	(1,856)	(2,451)
投资变动	(1,208)	(8,888)	(161)	(739)	(1,258)
其他	56	7,378	(838)	(847)	(825)
投资活动现金流	(1,331)	(1,997)	(2,355)	(3,442)	(4,533)
银行借款	(27,505)	(868)	(2,121)	(2,100)	(2,079)
股权融资	(6,734)	(13,858)	(658)	(862)	(1,101)
其他	15,250	(11,257)	(14,014)	(11,480)	(9,354)
筹资活动现金流	(18,990)	(25,983)	(16,793)	(14,442)	(12,534)
净现金流	(14,063)	(12,791)	(681)	(316)	(1,204)

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(%)	(10.1)	(1.1)	(6.8)	(8.4)	(3.9)
营业利润增长率(%)	(37.7)	(36.7)	7.2	(16.6)	(4.2)
归属于母公司净利润增长率(%)	(58.6)	(79.3)	55.9	33.8	27.9
息税前利润增长率(%)	(31.9)	(25.6)	7.0	(10.2)	(1.7)
息税折旧前利润增长率(%)	(28.5)	(18.6)	5.4	(5.2)	0.7
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(58.6)	(79.3)	55.9	33.8	27.9
获利能力					
息税前利润率(%)	5.7	4.3	4.9	4.8	4.9
营业利润率(%)	7.0	4.9	4.8	4.7	4.2
毛利率(%)	13.9	12.7	12.0	12.2	12.2
归母净利润率(%)	1.6	0.3	0.6	0.8	1.1
ROE(%)	2.5	0.5	0.8	1.1	1.4
ROIC(%)	1.4	0.9	1.0	1.0	1.0
偿债能力					
资产负债率(%)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
净负债权益比	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
流动比率	1.6	1.7	1.9	2.1	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	71.2	49.1	32.7	24.0	18.9
应付账款周转率	2.0	2.3	2.4	2.5	2.8
费用率					
销售费用率(%)	2.9	2.8	2.4	2.6	2.8
管理费用率(%)	1.6	1.5	1.3	1.4	1.6
研发费用率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用率(%)	1.5	1.3	1.4	1.7	1.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.4	0.1	0.1	0.2	0.2
每股经营现金流(最新摊薄)	0.5	1.3	1.5	1.5	1.3
每股净资产(最新摊薄)	16.5	16.0	16.1	16.2	16.4
每股股息	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1
估值比率					
P/E(最新摊薄)	14.3	69.1	44.3	33.1	25.9
P/B(最新摊薄)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	25.2	28.2	25.4	25.7	24.7
价格/现金流(倍)	11.4	4.7	3.9	4.1	4.5

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，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