

002244.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 9.30

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	(9.7)	(6.1)	(15.3)	(10.7)
相对深圳成指	(17.7)	(16.4)	(18.8)	(62.0)

发行股数 (百万)	3,111.44
流通股 (百万)	2,757.55
总市值 (人民币 百万)	28,936.43
3个月日均交易额 (人民币 百万)	321.01
主要股东持股比例 (%)	
杭州滨江投资控股有限公司	45.41

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
以2026年4月24日收市价为标准

相关研究报告

《滨江集团: 业绩同比正增长, 兑现行业领头羊地位; 拿地强度提升, 布局稳扎稳打, 25年销售千亿元目标》20250428

《滨江集团: 上半年营收业绩同比下滑; 拿地强度仍然较高》20240902

《滨江集团: 在手现金大幅增长, 24年销售目标千亿元以上》20240430

《滨江集团: 营收业绩大幅增长, 销售跻身行业TOP10》20230831

《滨江集团: 三十年深耕, 销售逆势突破; 融资通畅资金充裕优势凸显》20220629

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

滨江集团

营收同比正增长, 业绩下滑; 销售排名稳居前十, 拿地强度提升

滨江集团公布 2025 年年报。公司 2025 年实现营业收入 828.9 亿元, 同比增长 19.9%; 归母净利润 21.2 亿元, 同比下降 16.9%。2025 年拟每 10 股派发现金红利 0.68 元, 现金红利占归母净利润的比例为 10%, 股息率为 0.7%。

- **营收同比正增长, 业绩下滑, 主要因为资产减值损失增加、少数股东损益占比增加。**2025 年公司营收 828.9 亿元, 同比增长 19.9%, 其中房地产开发业务营收 817.9 亿元, 占营业收入的 98.7%。2025 年归母净利润为 21.2 亿元, 同比下降 16.9%。**业绩下滑的原因有: 1) 资产减值损失增加。**2025 年公司计提资产减值损失 28 亿元, 较 2024 年增加 19 亿元, 资产减值损失占存货的比重为 2.5%, 同比提升 1.9 个百分点。**2) 少数股东损益占比增加。**2025 年公司少数股东损益 15.2 亿元, 同比增长 22.4%, 少数股东损益占净利润的比重为 41.9%, 同比提升 9.0 个百分点。**公司未来业绩仍有保障,**2025 年末公司预收账款为 857 亿元, 预收账款/营业收入达 1.03X, 同比虽然下降 0.78X, 但仍超过 1.0X。
- **毛利率改善, 净利率与归母净利润率因资产减值损失增加、少数股东损益增加而有所下滑。**2025 年公司毛利率为 13.2%, 同比提升 0.7 个百分点。公司费用管控能力较高, 2025 年三费率仅 2.6%, 同比下降 0.1 个百分点。2025 年公司净利率、归母净利润率分别为 4.4%、2.6%, 同比均下降了 1.1 个百分点, 主要是因为计提减值损失以及少数股东损益占比增加。受权益乘数与净利率率下滑的影响, 2025 年 ROE 同比下降 2.1 个百分点至 7.2%。
- **公司融资渠道畅通, 将有息负债保持在合理水平, 且“三道红线”持续保持“绿档”。**1) 截至 2025 年末, 公司有息负债 337 亿元, 同比下降 10.0%, 其中银行贷款占比约为 83.2%, 直接融资占比约为 16.8%, 债务结构合理; 权益有息负债 262 亿元, 较 2024 年末下降了 43 亿元。2) 2025 年末公司剔除预收款后的资产负债率为 57.2%, 同比下降 0.6 个百分点; 净负债率为 6.4%, 同比提升 5.8 个百分点。3) 债务期限构成上, 公司短期债务为 77 亿元, 占比仅为 23%, 同比下降 5 个百分点, **现金短债比为 4.0X, 同比提升 0.4X。**公司近年来融资成本不断下降, 2025 年末公司平均融资成本为 3.0%, 较 2024 年末下降 0.4 个百分点。4) 公司完成了 2025 年的融资计划“权益有息负债压降至 300 亿元, 融资成本争取降至 3.2% 以内, 直接融资比例控制在 20% 以内”。5) 公司授信储备充裕, 流动性良好, 截至 2025 年末, 公司共获银行授信总额度 1323 亿元, 较 2024 年末增加 8.9%, 仍有 75% 的剩余可用额度。直接融资可用额度上, 截至 2025 年末, 已注册完成尚未发行的中票额度 30 亿元, 可根据资金需求和市场情况择机发行。6) 公司 2025 年发行了 6 亿元的短期融资券和 18 亿元的中票。2026 年 1-3 月发行了 6 亿元的中票。7) **2026 年公司计划继续降低权益有息负债水平, 从年初的 262 亿元降至 230 亿元左右; 继续控制直接融资规模, 把直接融资规模比例控制在 20% 以内; 继续降融资成本, 争取降至 2.9% 以内。**
- **在手现金下滑, 经营性现金流与筹资性现金流均出现了净流出。**截至 2025 年末, 公司货币资金 306 亿元, 同比下降 17.7%。2025 年经营性活动现金流净流出 43 亿元 (2024 年净流入 77 亿元)。经营性现金流同比下滑主要是因为受销售下行的影响, 销售商品、提供劳务收到的现金 (以销售回款为主) 同比下降 14.9%, 而公司 2025 年投资支出增加, 购买商品、接受劳务支付的现金 (以土地与施工建安投资为主) 同比增长 15.9%。2025 年筹资性现金流净流出 46 亿元, 较 2024 年净流出 13 亿元相比, 进一步增加。
- **销售排名稳居行业前十; 杭州市场占有率连续八年排名第一。**2025 年公司实现销售金额 1017 亿元, 同比减少 8.9%, 位列克而瑞行业销售排名第 10 名, 稳居行业前十, 也是 TOP10 房企中唯一的民企, 市占率 (公司销售金额/全国商品房销售金额) 为 1.2%, 同比持平, 顺利完成了公司 2025 年的销售目标任务“2025 年公司销售目标为: 销售金额 1000 亿元左右, 行业排名 15 名以内, 全国份额 1% 以上”。公司已经连续 8 年获杭州市场销售第一, 2025 年公司销售面积 238 万平, 同比增长 1.1%, **销售均价 4.27 万元/平,**同比下降 9.9%。根据克而瑞数据, 2026 年 1-3 月公司实现销售金额 151 亿元, 同比下降 34.6%, 销售排名稳定在行业第 10 位; 销售面积 25 万平, 同比下降 55.6%; **销售均价 6.06 万元/平,**同比增长 47.3%; 市占率为 0.9%, 同比下降 0.2 个百分点。**2026 年公司销售目标为: 销售额 800 亿元, 行业排名前 15 名以内, 全国份额 1% 左右。**
- **公司拿地强度提升, 持续深耕杭州地区。**2025 年公司新增土地储备项目 26 个, 新增土储建面 172 万平, 同比下降 7.9%, 拿地金额 487 亿元, 同比增长 8.6%; 权益拿地金额 192 亿元, **拿地权益比例为 39%,**同比下降 11 个百分点, **拿地强度 (拿地金额/销售金额) 为 48%,**同比提升 8 个百分点; 楼面均价 2.83 万元/平, 同比增长 17.8%, 随着公司在核心城市核心地段布局的增加, 楼面均价已经连续三年出现双位数增长。根据公司官方微信公号, 2025 年公司获取的 26 宗地块中, 在杭州获取的土地有 23 宗, 在杭州的拿地金额为 470 亿元, 占公司总拿地金额的 97%, 杭州土地市场占有率 33%, 继续保持领先地位; 另有 2 宗在金华、1 宗在湖州。截至 2025 年末公司土地储备 (在建+拟建) 762 万平, 同比下降 23.6%。公司土地储备中杭州占比 79%, 浙江省内非杭州的城市包括金华、湖州、宁波等经济基础扎实的二三线城市占比 13%, 浙江省外占比 8%, 继续保持区域聚焦。公司的土地储备含金量较高, 变现能力较强, 具备较好的抗风险能力。**今年以来, 公司在杭州、湖州斩获 3 宗地块, 拿地总金额 28 亿元, 同比下降 90%, 拿地建面 12 万平, 同比下降 72%, 楼面均价 2.31 万元/平, 同比下降 64%, 拿地权益比例 76%, 同比下降 22 个百分点。**2026 年公司计划投资为: **投资金额控制在权益销售回款 50% 左右。投资区域布局目标上, 杭州占比 60%, 省内占比 20%, 省外占比 20%, 省外的重点是上海。**
- **公司有序推进其他业务。**1) **代建业务:** 公司通过对外输出品牌, 拓展代建业务, 对开发业务起补充作用。2025 年公司在南京新增代建项目 1 个, 计容建面约 5.7 万方。2) **酒店业务:** 公司旗下千岛湖滨江云顶桃源度假酒店、杭州友好饭店、千岛湖滨江希尔顿度假酒店、杭州天目山英迪格酒店等酒店经营有序推进。2025 年公司酒店管理业务收入 2.62 亿元, 同比增长 0.4%。3) **租赁业务:** 截至 2025 年末, 公司持有可用于出租的写字楼、商业裙房、社区底商及公寓面积约 54.9 万平, 2025 年实现租金收入 4.42 亿元, 同比增长 5.5%。4) **养老业务:** 公司旗下首个康养项目, 滨江和家御虹府长者之家有序运营中, 截至 2025 年末入住率已达 95%。

投资建议与盈利预测:

■ **公司坚持区域深耕, 充分享受杭州市场红利, 销售排名稳居行业前十, 在当前市场环境, 由于公司基本面稳定, 在核心城市 (尤其是杭州) 的销售和土储占比以及在当地市场的市占率较高, 产品力突出, 更具 α 属性。同时, 公司财务稳健, 保持绿档优势, 融资渠道畅通。在行业流动性紧缩, 民企信用风险频发的背景下, 公司财务安全、融资成本较低, 在行业洗牌中保持较强优势。**我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 882/922/956 亿元, 同比增速分别为 6%/5%/4%; 归母净利润分别为 26/30/32 亿元, 同比增速分别为 25%/12%/8%; 对应 EPS 分别为 0.85/0.95/1.02 元。当前股价对应的 PE 分别为 10.9X/9.8X/9.1X, 对应的 PB 分别为 0.9X/0.8X/0.8X。考虑到公司销售投资具备一定韧性, 已具备结算资源, 核心城市优势显著, 维持“买入”评级。

评级面临的主要风险:

■ 杭州市场销售回暖不及预期; 开工竣工、结算不及预期; 房地产调控政策收紧; 融资收紧; 多元业务发展不及预期。

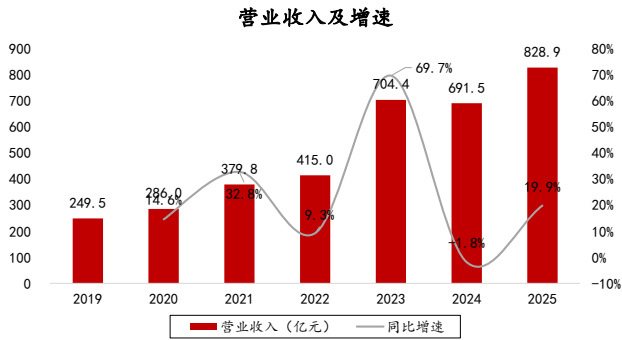
投资摘要

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入 (人民币 百万)	69,152	82,888	88,220	92,209	95,559
变动 (%)	-1.83	19.86	6.43	4.52	3.63
归母净利润 (人民币 百万)	2,546	2,116	2,649	2,954	3,186
变动 (%)	0.66	-16.87	25.16	11.54	7.83
每股收益 (人民币)	0.82	0.68	0.85	0.95	1.02
变动 (%)	0.66	-16.87	25.16	11.54	7.83
原先预测摊薄每股收益 (人民币)			0.85	0.88	
调整幅度 (%)			0.15	7.90	
市盈率 (倍)	11.37	13.67	10.92	9.79	9.08
市净率 (倍)	1.05	0.98	0.91	0.83	0.77

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

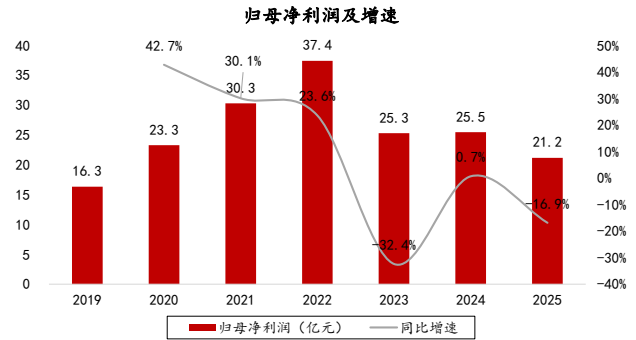
附录：

图表 1. 2025 年滨江集团实现营收 828.9 亿元，同比增长 19.9%



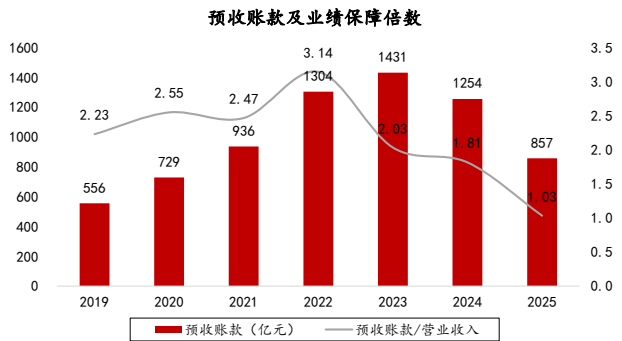
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 2025 年滨江集团归母净利润 21.2 亿元，同比下降 16.9%



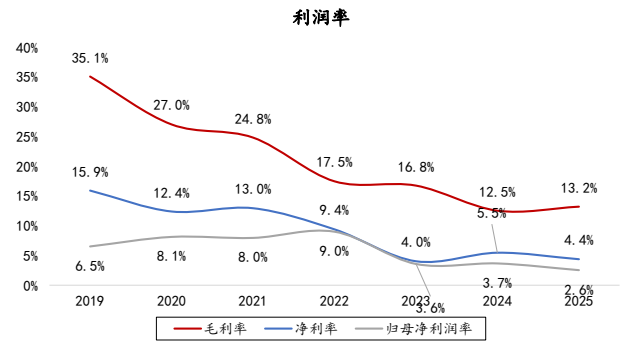
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 截至 2025 年末，滨江集团预收账款为 857 亿元，预收账款/营业收入为 1.03X



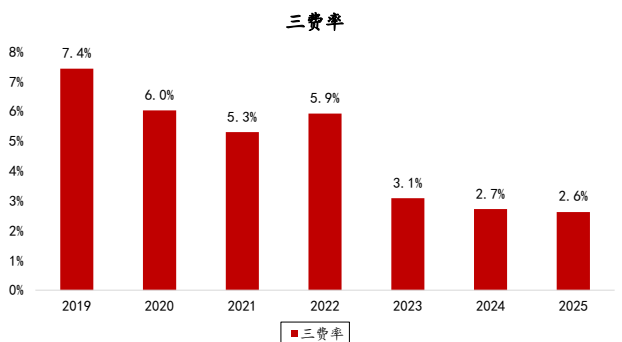
资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 2025 年滨江集团毛利率、净利率、归母净利润率分别为 13.2%、4.4%、2.6%



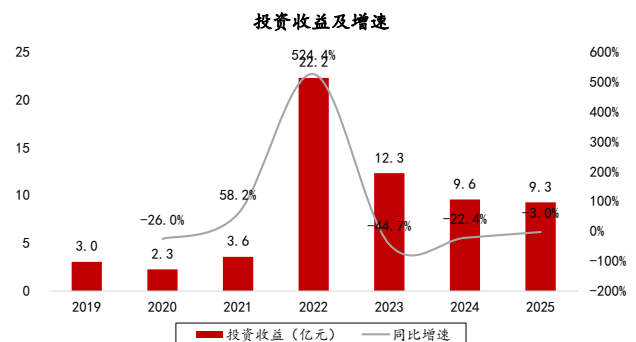
资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 2025 年滨江集团三费率为 2.6%，同比下降 0.1 个百分点



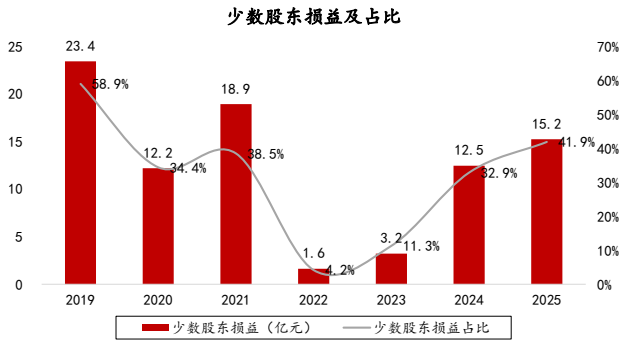
资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 2025 年滨江集团投资收益 9.3 亿元，同比下降 3.0%



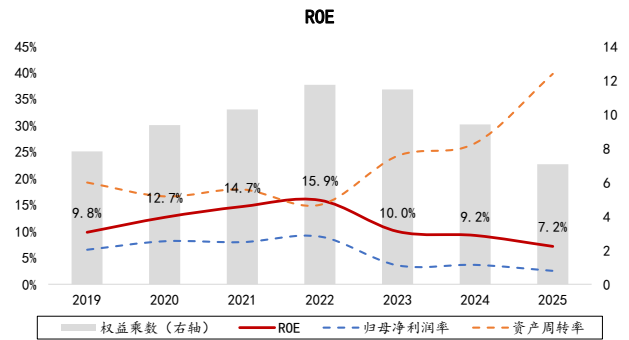
资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 2025 年滨江集团少数股东损益为 15.2 亿元，占净利润的比重为 41.9%



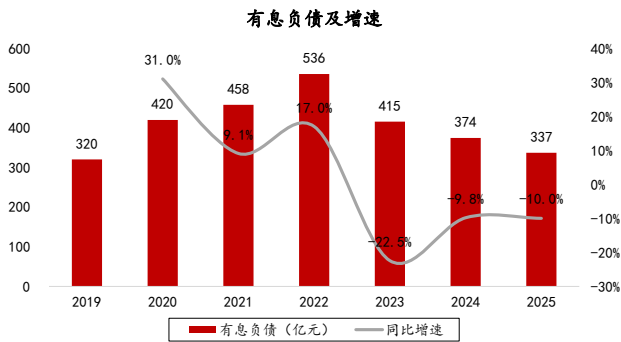
资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 2025 年滨江集团 ROE 为 7.2%，同比下降 2.1 个百分点



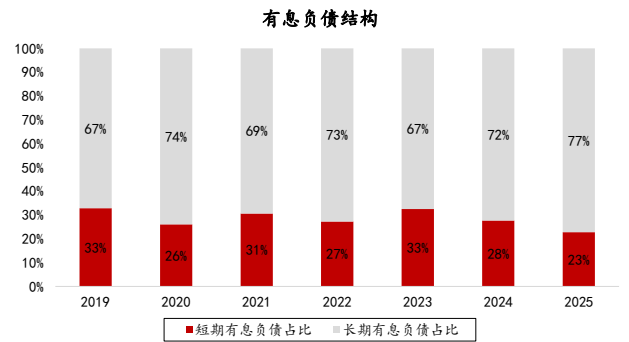
资料来源：公司公告，中银证券

图表 9. 截至 2025 年末，滨江集团有息负债 337 亿元，同比下降 10.0%



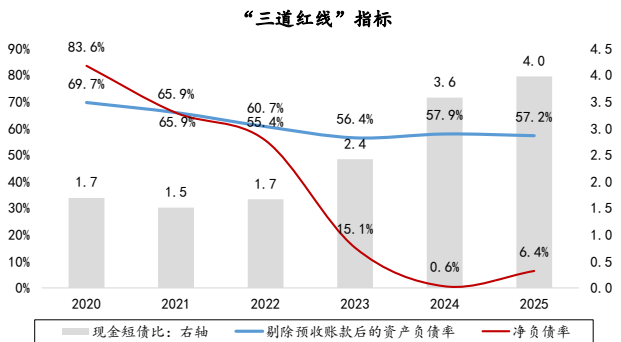
资料来源：公司公告，中银证券

图表 10. 截至 2025 年末，滨江集团有息负债中一年内到期的占比 23%，同比下降 5 个百分点



资料来源：公司公告，中银证券

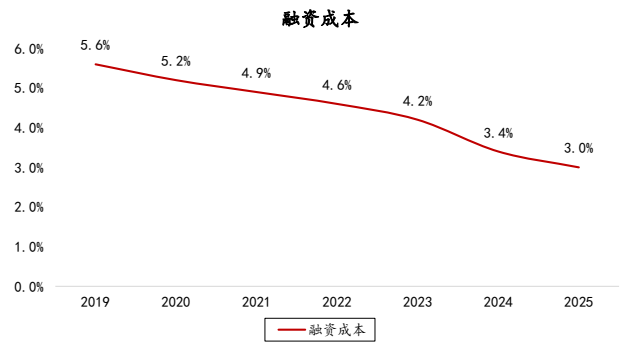
图表 11. 2025 年末滨江集团剔除预收账款后的资产负债率、净负债率、现金短债比分别为 57.2%、6.4%和 4.0X



资料来源：公司公告，中银证券

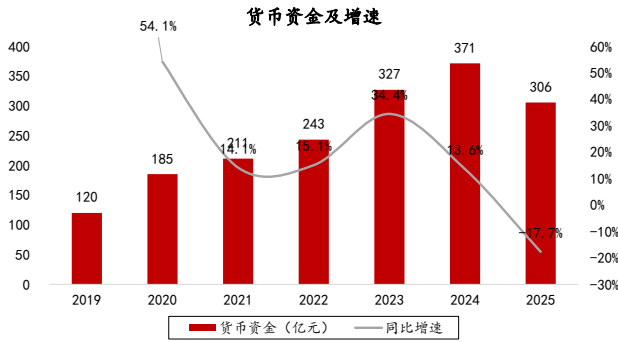
数据说明：1) 根据公司披露的计算方法计算剔除预收账款后的资产负债率，与其他部分公司略有不同。剔除预收账款后的资产负债率= (总负债-预收账款-合同负债-其他流动负债：待转销项税) / (总资产-预收账款-合同负债-其他流动负债：待转销项税)。2) 净负债率= (有息负债-货币资金) / 所有者权益。3) 现金短债比= 货币资金 / 短期有息负债。

图表 12. 截至 2025 年末滨江集团融资成本为 3.0%，同比下降 0.4 个百分点



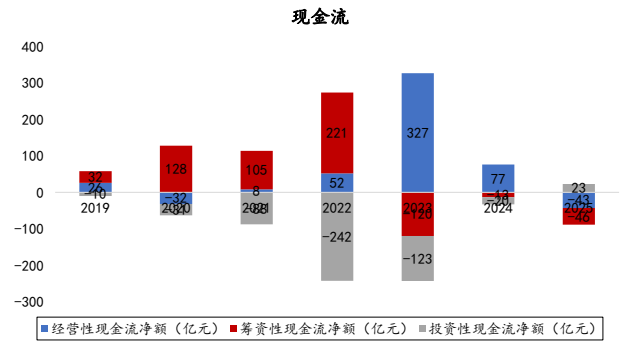
资料来源：公司公告，中银证券

图表 13. 截至 2025 年末，滨江集团货币资金 306 亿元，同比下降 17.7%



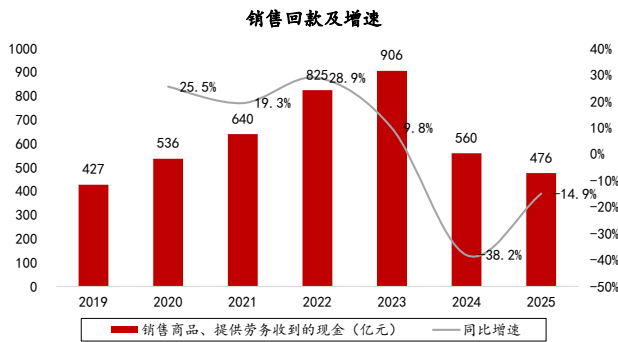
资料来源：公司公告，中银证券

图表 14. 2025 年滨江集团经营性现金流净流出 43 亿元，筹资性现金流净流出 46 亿元



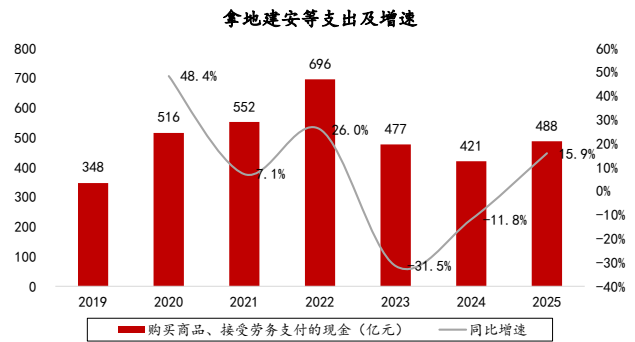
资料来源：公司公告，中银证券

图表 15. 2025 年滨江集团销售商品、提供劳务收到的现金为 476 亿元，同比下降 14.9%



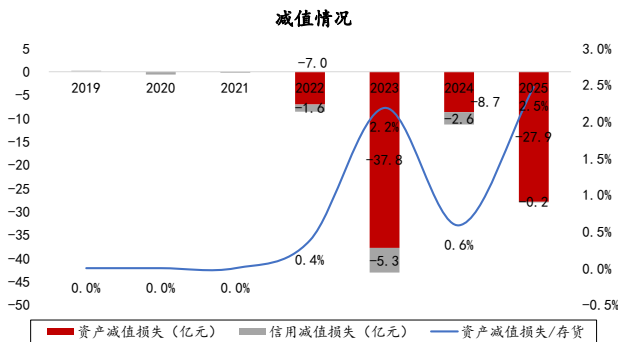
资料来源：公司公告，中银证券

图表 16. 2025 年滨江集团购买商品、接受劳务支付的现金为 488 亿元，同比增长 15.9%



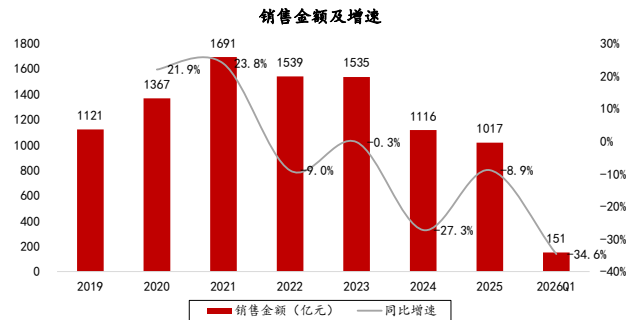
资料来源：公司公告，中银证券

图表 17. 2025 年滨江集团资产减值损失 28 亿元，同比增加 19 亿元



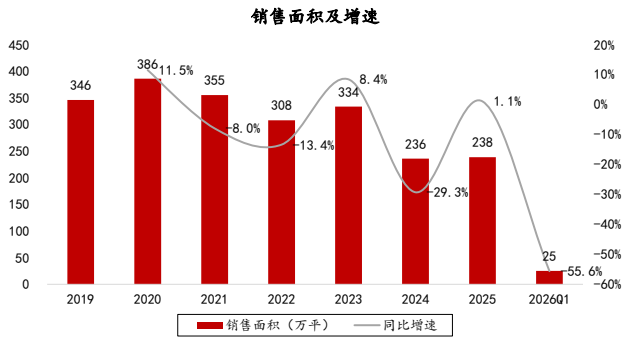
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 18. 2025 年滨江集团销售金额 1017 亿元，同比下降 8.9%



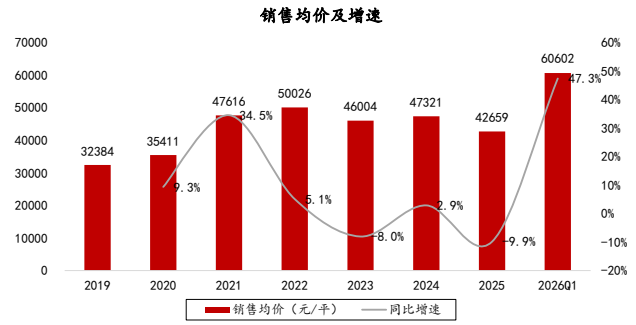
资料来源：公司公告，克而瑞，中银证券

图表 19. 2025 年滨江集团销售面积 238 万平，同比增长 1.1%



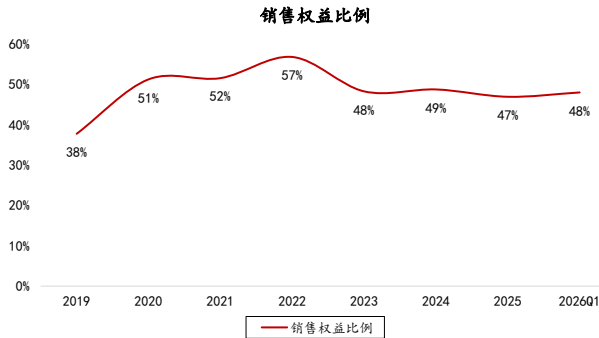
资料来源：公司公告，克而瑞，中银证券

图表 20. 2025 年滨江集团销售均价 4.27 万元/平，同比下降 9.9%



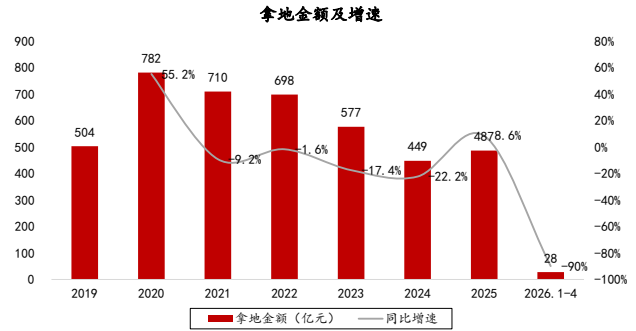
资料来源：公司公告，克而瑞，中银证券

图表 21. 2025 年滨江集团销售权益比例为 47%



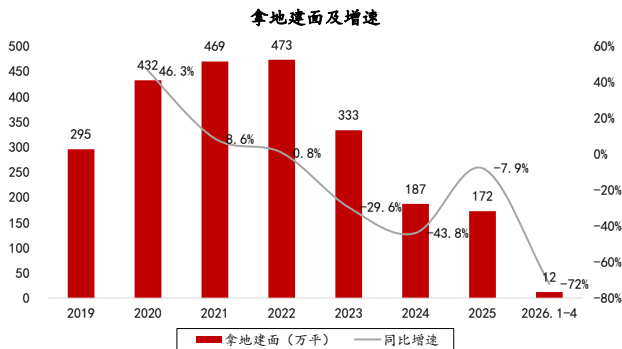
资料来源：公司公告，克而瑞，中银证券

图表 22. 2025 年滨江集团拿地金额 487 亿元，同比增长 8.6%



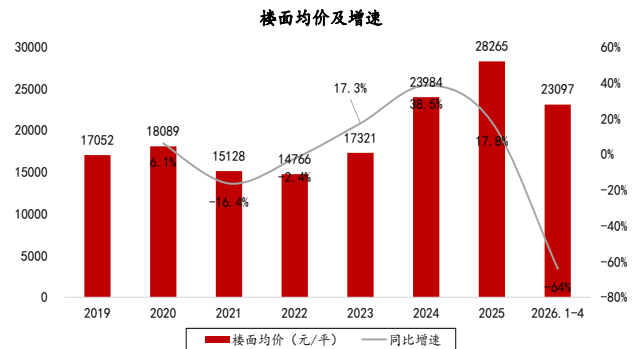
资料来源：公司公告，中银证券

图表 23. 2025 年滨江集团拿地建面 172 万平，同比下降 7.9%



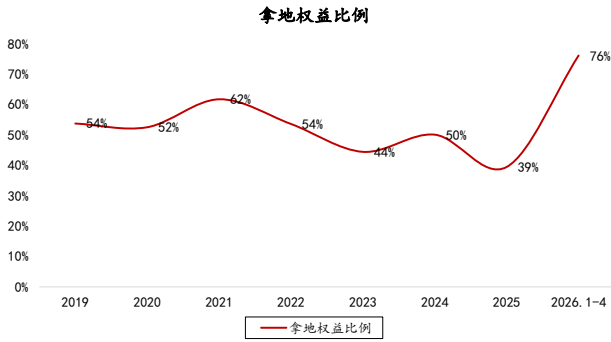
资料来源：公司公告，中银证券

图表 24. 2025 年滨江集团楼面均价 2.83 万元/平，同比增长 17.8%



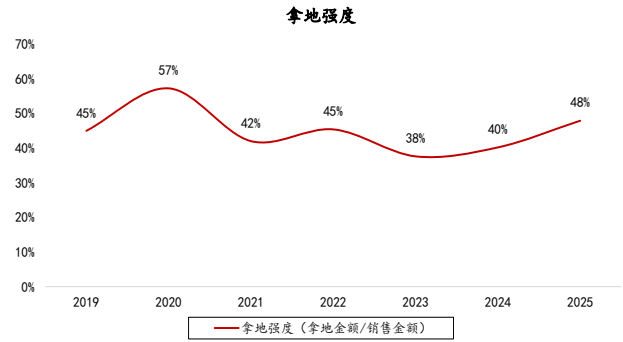
资料来源：公司公告，中银证券

图表 25. 2025 年滨江集团拿地权益比例为 39%，同比下降 11 个百分点



资料来源：公司公告，中银证券

图表 26. 2025 年滨江集团拿地强度为 48%，同比提升 8 个百分点



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	69,152	82,888	88,220	92,209	95,559
营业收入	69,152	82,888	88,220	92,209	95,559
营业成本	60,481	71,932	76,337	79,631	81,963
营业税金及附加	647	725	772	807	836
销售费用	857	1,082	857	918	1,012
管理费用	544	603	478	511	564
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	479	488	485	421	386
其他收益	12	6	6	7	7
资产减值损失	(869)	(2,790)	(2,232)	(1,786)	(1,429)
信用减值损失	(262)	(16)	(15)	(9)	(5)
资产处置收益	1	1	1	1	1
公允价值变动收益	8	4	3	3	2
投资收益	955	926	945	964	983
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	5,989	6,190	8,000	9,100	10,357
营业外收入	11	21	21	22	22
营业外支出	66	27	28	28	29
利润总额	5,934	6,183	7,993	9,093	10,350
所得税	2,143	2,543	3,437	3,910	4,450
净利润	3,791	3,640	4,556	5,183	5,899
少数股东损益	1,245	1,524	1,907	2,229	2,714
归母净利润	2,546	2,116	2,649	2,954	3,186
EBITDA	6,597	7,099	8,956	9,323	10,504
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.82	0.68	0.85	0.95	1.02

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
<b>流动资产</b>	<b>227,195</b>	<b>175,966</b>	<b>163,368</b>	<b>151,885</b>	<b>143,129</b>
货币资金	37,140	30,574	30,011	31,803	35,525
应收账款	693	464	767	519	814
应收票据	0	0	0	0	0
存货	148,517	112,745	105,663	97,837	88,857
预付账款	1	10	2	11	2
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	40,844	32,173	26,925	21,715	17,932
<b>非流动资产</b>	<b>31,888</b>	<b>32,268</b>	<b>32,271</b>	<b>32,249</b>	<b>32,277</b>
长期投资	19,130	19,430	20,175	20,847	21,451
固定资产	1,079	759	590	480	420
无形资产	129	125	181	240	298
其他长期资产	11,550	11,954	11,325	10,683	10,108
<b>资产合计</b>	<b>259,083</b>	<b>208,234</b>	<b>195,639</b>	<b>184,135</b>	<b>175,407</b>
<b>流动负债</b>	<b>179,759</b>	<b>132,370</b>	<b>117,839</b>	<b>103,488</b>	<b>90,992</b>
短期借款	591	0	0	0	0
应付账款	5,641	5,756	6,339	6,278	6,708
其他流动负债	173,527	126,614	111,500	97,210	84,283
<b>非流动负债</b>	<b>27,771</b>	<b>26,741</b>	<b>24,292</b>	<b>22,105</b>	<b>20,123</b>
长期借款	24,445	23,929	21,537	19,383	17,445
其他长期负债	3,327	2,811	2,756	2,722	2,679
<b>负债合计</b>	<b>207,530</b>	<b>159,111</b>	<b>142,131</b>	<b>125,593</b>	<b>111,115</b>
股本	3,111	3,111	3,111	3,111	3,111
少数股东权益	24,025	19,649	21,556	23,785	26,499
归属母公司股东权益	27,528	29,474	31,951	34,756	37,793
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>259,083</b>	<b>208,234</b>	<b>195,639</b>	<b>184,135</b>	<b>175,407</b>

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	3,791	3,640	4,556	5,183	5,899
折旧摊销	1,106	1,359	1,426	776	755
营运资金变动	16,867	(1,943)	(1,820)	(402)	652
其他	(14,096)	(7,347)	(466)	(524)	(591)
<b>经营活动现金流</b>	<b>7,668</b>	<b>(4,291)</b>	<b>3,696</b>	<b>5,033</b>	<b>6,715</b>
资本支出	(28)	(12)	(701)	(101)	(196)
投资变动	(620)	(1,274)	(645)	(571)	(505)
其他	(1,326)	3,576	304	319	340
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,973)</b>	<b>2,291</b>	<b>(1,043)</b>	<b>(353)</b>	<b>(361)</b>
银行借款	(789)	(1,106)	(2,393)	(2,154)	(1,938)
股权融资	4,564	(2,816)	(171)	(149)	(149)
其他	(5,058)	(636)	(652)	(584)	(545)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,283)</b>	<b>(4,559)</b>	<b>(3,216)</b>	<b>(2,887)</b>	<b>(2,633)</b>
<b>净现金流</b>	<b>4,411</b>	<b>(6,559)</b>	<b>(563)</b>	<b>1,792</b>	<b>3,721</b>

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
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	(1.8)	19.9	6.4	4.5	3.6
营业利润增长率(%)	18.5	3.4	29.2	13.8	13.8
归属于母公司净利润增长率(%)	0.7	(16.9)	25.2	11.5	7.8
息税前利润增长率(%)	26.0	4.5	31.2	13.5	14.1
息税折旧前利润增长率(%)	25.3	7.6	26.2	4.1	12.7
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	0.7	(16.9)	25.2	11.5	7.8
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	7.9	6.9	8.5	9.3	10.2
营业利润率(%)	7.2	8.7	7.8	7.7	7.0
毛利率(%)	12.5	13.2	13.5	13.6	14.2
归母净利率(%)	3.7	2.6	3.0	3.2	3.3
ROE(%)	9.2	7.2	8.3	8.5	8.4
ROIC(%)	6.6	6.3	8.1	9.5	11.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
净负债权益比	(0.1)	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.2)
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.5	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	118.6	143.4	143.4	143.4	143.4
应付账款周转率	12.4	14.5	14.6	14.6	14.7
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	1.2	1.3	1.0	1.0	1.1
管理费用率(%)	0.8	0.7	0.5	0.6	0.6
研发费用率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用率(%)	0.7	0.6	0.6	0.5	0.4
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.8	0.7	0.9	0.9	1.0
每股经营现金流(最新摊薄)	2.5	(1.4)	1.2	1.6	2.2
每股净资产(最新摊薄)	8.8	9.5	10.3	11.2	12.1
每股股息	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	11.4	13.7	10.9	9.8	9.1
P/B(最新摊薄)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	4.3	5.1	3.2	2.3	1.2
价格/现金流(倍)	3.8	(6.7)	7.8	5.7	4.3

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