

002302.SZ
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 8.47

板块评级: 强于大市

本报告要点

■ 西部建设 2022 年报点评

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	13.5	4.6	12.3	(11.3)
相对深圳成指	5.9	1.5	7.1	(11.3)

发行股数 (百万)	1,262.35
流通股 (百万)	1,262.35
总市值 (人民币 百万)	10,692.14
3个月日均交易额 (人民币 百万)	115.98
主要股东	
中建新疆建工(集团)有限公司	31.43

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
 以 2023 年 4 月 7 日收市价为标准

相关研究报告

《西部建设》20230203
 《西部建设》20221023
 《西部建设》20221017

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

建筑材料: 水泥

证券分析师: 陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090006

联系人: 林祁桢

qizhen.lin@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300121080012

联系人: 杨逸菲

yifei.yang@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122030023

西部建设

业绩暂时下滑, 商混主业市场布局持续完善

公司发布 2022 年报, 2022 年公司营收 248.56 亿元, 同减 7.69%; 归母净利润 5.51 亿元, 同减 34.82%; EPS 0.42 元, 同减 37.88%。2022 年开工数据偏弱致商砼需求下滑, 但公司在手订单储备充足。公司区域层进战略稳步推进, 盈利能力有望提升。维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- 公司业绩下滑, 净利降幅大于营收降幅。2022 年公司实现营收 248.56 亿元, 同减 7.7%; 归母净利 5.51 亿元, 同减 34.8%; EPS 0.42 元, 同减 37.9%。2022Q4 公司实现营收 6.65 亿元, 同减 11.7%; 归母净利 -0.28 亿元, 同减 109.6%。主要系四季度公司计提 0.49 亿元的联营企业投资损失和保理费用, 以及 0.28 亿元的信用减值损失所致。
- 净利率下降, Q4 经营现金流表现较好。2022 年公司毛利率 10.51%, 同增 0.07pct; 归母净利率为 2.22%, 同减 0.92pct; 期间费用率 5.74%, 同增 0.62pct。2022 年公司经营现金流净额 3.1 亿元, 同减 23.4%; 其中 Q4 经营现金流净额 27.4 亿元, 同增 26.8%。Q4 公司经营现金流同比实现增长。
- 开工数据偏弱致商品砼需求下滑, 公司订单储备仍较充足。2022 年公司商砼签约方量和销售方量同比分别变动 +7.3%/-8.6%, 我们认为 2022 年新开工数据偏弱、商砼需求下滑为销量下降主要原因。但截至 2022Q4, 公司签约方量和“签约方量-销售方量”差额同比均实现大幅增长, 表明公司在手订单储备充足, 若下游需求提振则有望快速转化为业绩。
- 区域层进战略持续推进, 公司盈利能力有望稳步攀升。公司商品混凝土业务市场布局持续优化, 在北京、上海、广东等国家重大战略区域生产厂站数量取得突破; 非公开发行股票事项稳步推进, 引入战略投资者海螺水泥将使公司进一步获得原料采购、业务拓展和物流运输等方面的优势。

估值

- 考虑非公开发行股票事项尚未落地, 我们对应调整公司盈利预测。预计 2023-2025 年公司收入为 268.7、293.2、322.8 亿元, 归母净利分别为 9.1、10.9、12.6 亿元; EPS 为 0.72、0.86、1.00 元。维持公司买入评级。

评级面临的主要风险

- 基建落地不及预期, 业务扩张效果不及预期, 战略合作效果不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	26,926	24,856	26,873	29,319	32,277
增长率(%)	15.0	(7.7)	8.1	9.1	10.1
EBITDA(人民币 百万)	1,845	1,742	2,264	2,564	2,840
归母净利润(人民币 百万)	845	551	913	1,088	1,262
增长率(%)	7.7	(34.8)	65.8	19.2	16.0
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.67	0.44	0.72	0.86	1.00
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.74	0.95	
调整幅度(%)			(2.7)	(9.5)	
市盈率(倍)	12.7	19.4	11.7	9.8	8.5
市净率(倍)	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA(倍)	4.2	6.1	4.2	3.5	2.6
每股股息(人民币)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
股息率(%)	1.2	1.3	1.9	2.2	2.6

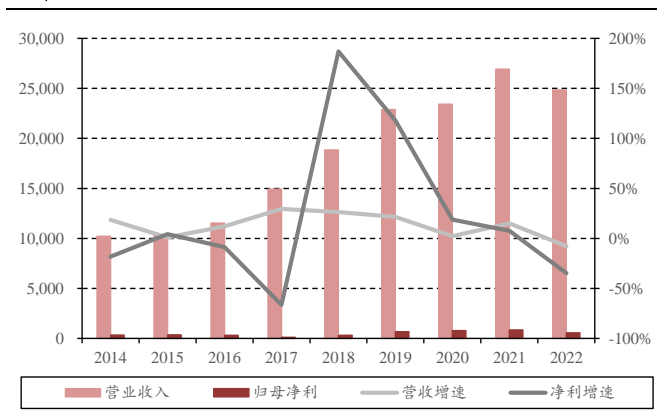
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

一、业绩下滑，净利降幅高于营收降幅

事件：4月7日晚，公司发布2022年报。2022年，公司实现营收248.56亿元，同减7.7%；归母净利润5.51亿元，同减34.8%。其中22Q4实现营收6.65亿元，同减11.7%；归母净利润-0.28亿元，同减109.6%。2022年公司营收及归母净利润均有下滑，且净利降幅明显高于营收降幅。现金流方面，2022年公司经营活动现金流净额为3.1亿元，同减23.4%；其中Q4经营活动现金流净额为27.4亿元，同增26.8%。

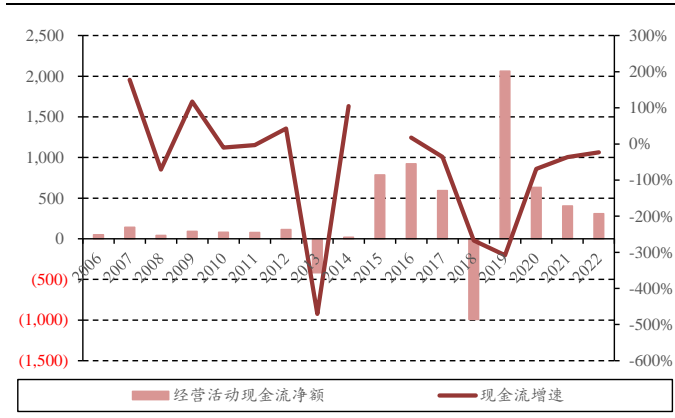
公司归母净利率下降，盈利能力有所下滑：2022年公司综合毛利率为10.51%，同增0.07pct；归母净利率为2.2%，同减0.9pct。其中Q4公司毛利率为9.00%，同减2.28pct；归母净利率为-0.04%，同减3.84pct。2022年四季度受新冠疫情影响，下游施工进度放缓，对商品混凝土需求形成拖累；且公司在四季度确认0.49亿元的联营企业投资损失和保理费用，以及0.28亿元的信用减值损失，导致公司四季度净利润有较明显下滑。期间费用方面，2022年公司期间费用率为5.74%，同增0.62pct，销售/管理/研发/财务费用率同比分别增长0.07/0.26/0.15/0.14pct。

图表 1. 2022 年公司营收及归母净利润均下滑
(单位：百万)



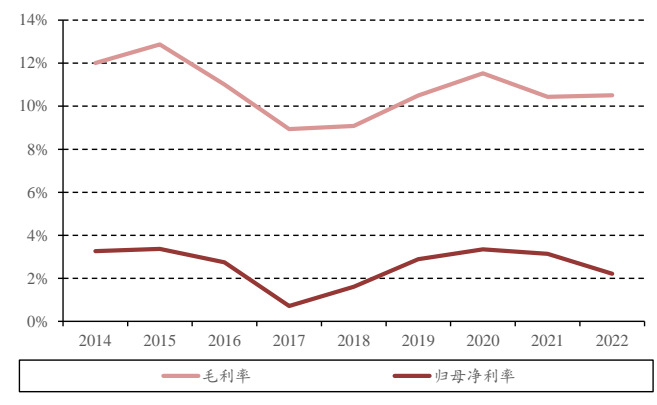
资料来源：公司财报，中银证券

图表 2. 2022Q4 经营现金流净额同比增长 (单位：百万)



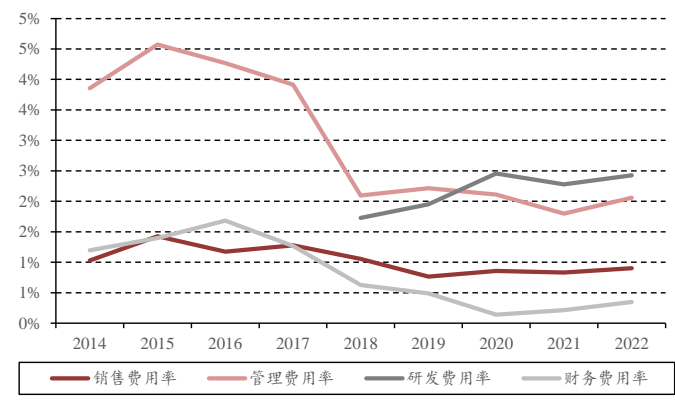
资料来源：公司财报，中银证券

图表 3. 2022 年公司毛利率基本持平，归母净利率同降



资料来源：公司财报，中银证券

图表 4. 2022 年公司期间费用率同比增加

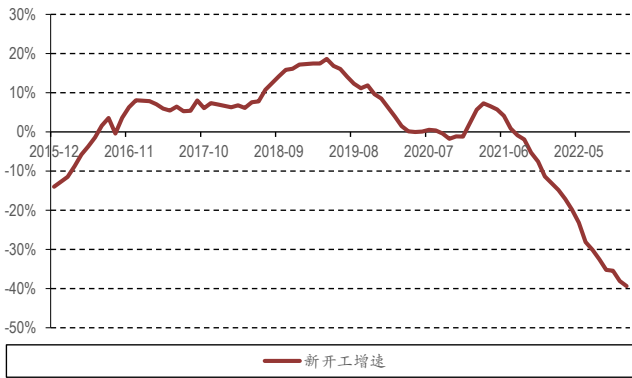


资料来源：公司财报，中银证券

二、开工偏弱致需求疲软，公司订单储备充足

2022年，西部建设商品混凝土签约方量为12,780.9万方，同增7.3%；销售方量为5,595.0万方，同减8.6%。其中Q4公司商品混凝土签约方量和销售方量分别为3,173.9、1,472.2万方，同比分别变动103.5%、-8.9%。2022年公司商品混凝土签约方量稳中有升，且四季度同比实现大幅增长；但销售方量同比出现下滑，我们认为主要与2022年开工数据偏弱有关。2022年，地产新开工面积合计12.06亿平，同减39.4%，开工面积降幅较大导致下游商砼需求有所下滑。但公司订单储备依然较为充足，2022年公司商砼签约方量与销售方量之间的差额合计为7,185.9万方，同增24.1%，公司Q4商砼签约方量和“签约方量-销售方量”差额同比均实现大幅增长，表明公司在手订单储备充足，若下游需求提振则有望快速转化为业绩。

图表 5. 2022 年地产新开工面积大幅下滑，致商砼需求疲弱



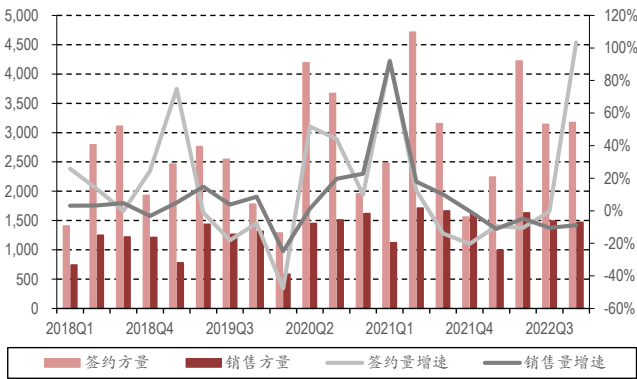
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 6. 2022 年地产投资同比降幅明显



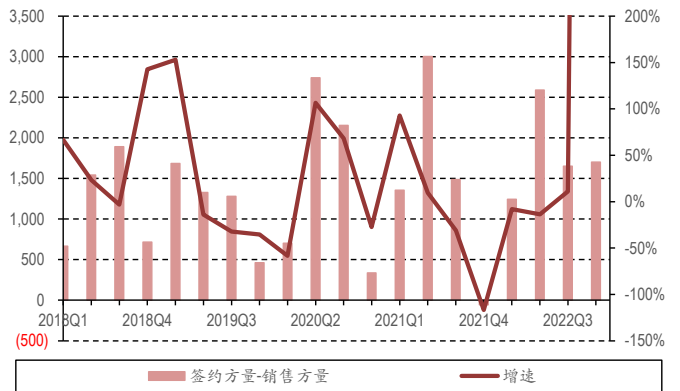
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 7. 2022 年公司商砼签约方量稳中有增，销售方量小幅下滑



资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 公司在手订单储备充足



资料来源：公司公告，中银证券

三、公司区域层进战略稳步推进

区域层进战略有望带动公司盈利能力持续增强。公司商品混凝土业务市场布局持续优化，在国家重大战略区域生产厂站数量取得突破：北京区域形成六厂环城布局，上海区域实现五大新城产能覆盖，广东区域突破佛山和珠海两个盲点区域。2022 年公司在国家重大战略区域的签约额达到业务总额四成以上，有效服务国家战略发展。同时，公司也在稳妥开拓海外市场，在印尼区域实现了客户结构的多元化。目前，公司成熟区域毛利率较新区域高出 4-5 个百分点，预计随着国家战略区域等新兴区域业务规模逐渐扩大、规模效应逐渐形成，其毛利率有望提升，进而带动整体毛利率的提升。

非公开发行股票事项稳步推进。目前西部建设为中建集团提供的商品混凝土占中建集团所需混凝土总量的比重较低，未来增长空间广阔；公司非公开发行股票引入战略投资者海螺水泥事项正在稳步推进，预计未来将会在原材料供销、业务拓展和物流运输等方面与海螺水泥展开合作，有利于西部建设获得原料采购优势，并进一步拓展在长三角、粤港澳大湾区等国家重大战略区域的业务规模，提升在当地的市占率和影响力，发挥规模优势，进一步提高盈利水平。

四、风险提示

基建落地不及预期，业务扩张效果不及预期，战略合作效果不及预期

图表 9. 2022 年业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021	2022	同比增长(%)
营业收入	26,926.36	24,856.13	(7.69)
营业税及附加	147.29	149.41	1.43
净营业收入	26,779.07	24,706.73	(7.74)
营业成本	24,115.78	22,243.24	(7.76)
销售费用	223.49	224.52	0.46
管理费用	1,097.63	1,114.95	1.58
财务费用	57.09	86.36	51.26
资产减值损失	(106.80)	6.00	105.62
营业利润	1,152.97	864.57	(25.01)
营业外收入	45.25	38.23	(15.51)
营业外支出	11.32	16.74	47.91
利润总额	1,186.90	886.06	(25.35)
所得税	205.98	170.91	(17.02)
少数股东损益	136.16	164.57	20.87
归属母公司股东净利润	844.76	550.57	(34.82)
扣除非经常性损益的净利润	751.30	479.30	(36.20)
每股收益(元)	0.67	0.44	(34.33)
扣非后每股收益(元)	0.60	0.38	(36.67)
毛利率(%)	10.44	10.51	增加 0.07 个百分点
净利率(%)	3.64	2.88	减少 0.77 个百分点
销售费用率(%)	0.83	0.90	增加 0.07 个百分点
管理费用率(%)	1.80	2.06	增加 0.26 个百分点
财务费用率(%)	0.21	0.35	增加 0.14 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. 2022Q4 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021Q4	2022Q4	同比增长(%)
营业收入	7,534.83	6,651.95	(11.72)
营业税及附加	40.32	37.69	(6.51)
净营业收入	7,494.51	6,614.25	(11.75)
营业成本	6,684.69	6,053.19	(9.45)
销售费用	70.72	74.96	5.98
管理费用	309.43	348.12	12.51
财务费用	19.70	42.13	113.91
资产减值损失	(8.02)	(21.65)	(169.87)
营业利润	363.35	25.65	(92.94)
营业外收入	29.38	8.44	(71.26)
营业外支出	2.28	8.32	264.90
利润总额	390.45	25.78	(93.40)
所得税	60.68	19.54	(67.81)
少数股东损益	42.73	33.81	(20.87)
归属母公司股东净利润	287.03	(27.57)	(109.61)
扣除非经常性损益的净利润	222.16	(41.08)	(118.49)
每股收益(元)	0.23	(0.02)	(108.70)
扣非后每股收益(元)	0.18	(0.03)	(116.67)
毛利率(%)	11.28	9.00	减少 2.28 个百分点
净利率(%)	4.38	0.09	减少 4.28 个百分点
销售费用率(%)	0.94	1.13	增加 0.19 个百分点
管理费用率(%)	1.86	3.31	增加 1.45 个百分点
财务费用率(%)	0.26	0.63	增加 0.37 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	26,926	24,856	26,873	29,319	32,277
营业收入	26,926	24,856	26,873	29,319	32,277
营业成本	24,116	22,243	23,780	25,887	28,436
营业税金及附加	147	149	150	167	186
销售费用	223	225	232	254	283
管理费用	484	512	534	571	645
研发费用	614	603	641	693	772
财务费用	57	86	103	67	13
其他收益	24	27	27	26	27
资产减值损失	0	(1)	(5)	(5)	(5)
信用减值损失	(99)	(144)	(114)	(107)	(110)
资产处置收益	8	13	19	13	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(65)	(68)	(68)	(67)	(68)
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,153	865	1,290	1,541	1,800
营业外收入	45	38	35	40	38
营业外支出	11	17	14	14	15
利润总额	1,187	886	1,312	1,566	1,823
所得税	206	171	238	286	338
净利润	981	715	1,074	1,280	1,485
少数股东损益	136	165	161	192	223
归母净利润	845	551	913	1,088	1,262
EBITDA	1,845	1,742	2,264	2,564	2,840
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.67	0.44	0.72	0.86	1.00

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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	25,738	28,292	29,324	33,787	35,755
现金及等价物	5,339	4,642	5,375	5,864	6,589
应收账款	17,906	21,343	21,091	25,205	25,761
应收票据	458	193	511	257	588
存货	358	377	409	446	494
预付账款	74	44	82	55	96
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,602	1,695	1,856	1,961	2,227
非流动资产	4,282	5,011	4,461	3,913	3,297
长期投资	390	403	403	403	403
固定资产	1,968	2,154	2,058	1,910	1,732
无形资产	476	514	524	530	532
其他长期资产	1,448	1,941	1,476	1,070	629
资产合计	30,020	33,304	33,786	37,701	39,052
流动负债	17,254	20,488	21,406	23,944	24,049
短期借款	82	856	1,560	1,030	100
应付账款	13,836	15,949	15,894	18,771	19,307
其他流动负债	3,337	3,682	3,952	4,143	4,642
非流动负债	1,307	2,385	1,072	1,407	1,443
长期借款	58	585	50	50	50
其他长期负债	1,249	1,800	1,022	1,357	1,393
负债合计	18,561	22,872	22,479	25,351	25,492
股本	1,262	1,262	1,262	1,262	1,262
少数股东权益	2,304	870	1,031	1,223	1,446
归属母公司股东权益	9,154	9,561	10,275	11,127	12,114
负债和股东权益合计	30,020	33,304	33,786	37,701	39,052

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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	981	715	1,074	1,280	1,485
折旧摊销	602	762	848	928	1,000
营运资金变动	(836)	(910)	(131)	(836)	(239)
其他	(343)	(258)	232	108	58
经营活动现金流	404	309	2,024	1,481	2,304
资本支出	(204)	(192)	(357)	(367)	(377)
投资变动	(21)	(16)	(3)	(3)	(3)
其他	18	25	(48)	(55)	(53)
投资活动现金流	(207)	(183)	(408)	(425)	(433)
银行借款	(191)	1,301	170	(531)	(930)
股权融资	(581)	(2,720)	(199)	(237)	(275)
其他	802	610	(853)	201	59
筹资活动现金流	29	(809)	(883)	(567)	(1,146)
净现金流	226	(682)	733	489	725

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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	15.0	(7.7)	8.1	9.1	10.1
营业利润增长率(%)	1.1	(25.0)	49.3	19.4	16.9
归属于母公司净利润增长率(%)	7.7	(34.8)	65.8	19.2	16.0
息税前利润增长(%)	5.2	(21.2)	44.6	15.5	12.5
息税折旧前利润增长(%)	19.8	(5.6)	30.0	13.2	10.8
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	7.7	(34.8)	65.8	19.2	16.0
获利能力					
息税前利润率(%)	4.6	3.9	5.3	5.6	5.7
营业利润率(%)	4.3	3.5	5.0	5.4	5.5
毛利率(%)	10.4	10.5	11.5	11.7	11.9
归母净利润率(%)	3.1	2.2	3.4	3.7	3.9
ROE(%)	9.2	5.8	8.9	9.8	10.4
ROIC(%)	11.4	6.7	11.4	12.5	14.4
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
净负债权益比	(0.3)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.3)
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.4	1.5
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	1.9	1.3	1.3	1.3	1.3
应付账款周转率	2.2	1.7	1.7	1.7	1.7
费用率					
销售费用率(%)	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
管理费用率(%)	1.8	2.1	2.0	1.9	2.0
研发费用率(%)	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4
财务费用率(%)	0.2	0.3	0.4	0.2	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.7	0.4	0.7	0.9	1.0
每股经营现金流(最新摊薄)	0.3	0.2	1.6	1.2	1.8
每股净资产(最新摊薄)	7.3	7.6	8.1	8.8	9.6
每股股息	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
估值比率					
P/E(最新摊薄)	12.7	19.4	11.7	9.8	8.5
P/B(最新摊薄)	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.2	6.1	4.2	3.5	2.6
价格/现金流(倍)	26.5	34.6	5.3	7.2	4.6

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