

002743.SZ

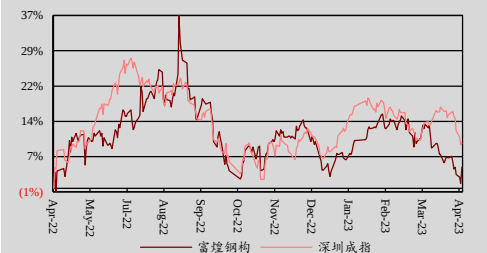
增持

原评级：增持

市场价格：人民币 5.39

板块评级：中性

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(1.5)	(8.0)	(5.1)	3.1
相对深圳成指	(2.1)	(4.2)	1.5	(6.5)

发行股数(百万)	435.27
流通股(百万)	434.48
总市值(人民币 百万)	2,346.10
3 个月日均交易额(人民币 百万)	23.37
主要股东	
安徽富煌建设有限责任公司	33.22

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2023 年 4 月 26 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰：专业工程

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

联系人：郝子禹

ziyu.hao@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122060027

富煌钢构

22 年业绩承压，23Q1 营收净利转好

公司于 4 月 25 日发布 2022 年年报及 2023 年一季报，2022 年累计营收 47.6 亿元，同减 17.1%，归母净利 1.0 亿元，同减 40.2%，EPS0.23 元，同减 39.5%。2023Q1 营收 12.6 亿元，同增 23.1%，归母净利 0.2 亿元，同增 35.3%，EPS0.04 元，同增 33.3%。考虑公司业绩转好，订单承接回升，积极布局产能扩张，抢占装配式建筑市场，维持公司**增持**评级。

支撑评级的要点

- **22 年业绩承压，23Q1 营收净利转好**：2022 年营收 47.6 亿元，同减 17.1%，归母净利 1.0 亿元，同减 40.2%，EPS0.23 元，同减 39.5%；2023Q1 营收 12.6 亿元，同增 23.1%，归母净利 0.2 亿元，同增 35.3%，EPS0.04 元，同增 33.3%。2022 年经营活动现金流量净流出 6.8 亿元，同减 7.2%；2023Q1 经营活动现金流量净额为 0.1 亿元，同减 87.4%。
- **22 年订单、销量下滑，吨毛利上涨，23 年订单承接转好**。2022 年公司累计新签销售合同额约 49.8 亿元，同减 10.9%；2023Q1 新签销售合同额约 16.4 亿元，同增 17.3%。2022 年公司钢结构销量达 24.1 万吨，同减 20.1%，年内钢结构产品售价小幅上升，成本略降，吨毛利上涨。
- **开拓新型合作模式，多方位扩产能**。公司试点“西峡模式”和“德安模式”，打造具有区域影响力的装配式建筑生产基地，公司现有产能 35 万吨，在建产能 25 万吨，全部投产后，产能将达 60 万吨。
- **积极推动装配式建筑业务发展，市场竞争力有望提升**。公司依托装配式产业化研究中心与富煌设计院，进入各省市装配式建筑市场，抢占市场先机，拓展业务范围。随着 EPC 总承包管理机制逐渐健全，公司市场竞争力有望提升，进一步助推产业升级。

估值

公司业绩略不及预期，略下调盈利预测，预计公司 2023-2025 年收入分别为 59.4、68.2、76.6 亿元，归母净利分别为 1.65、2.41、2.99 亿元；EPS 分别为 0.38、0.55、0.69 元。维持公司**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 原材料价格大幅波动，产能投放不及预期，下游需求复苏不及预期。

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)	5,737	4,758	5,941	6,819	7,656
增长率(%)	40.8	(17.1)	24.9	14.8	12.3
EBITDA(人民币 百万)	408	353	443	502	555
归母净利润(人民币 百万)	166	99	165	241	299
增长率(%)	25.0	(40.2)	66.1	46.3	24.0
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.38	0.23	0.38	0.55	0.69
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.39	0.58	
调整幅度(%)			(2.56)	(6.78)	
市盈率(倍)	14.1	23.6	14.2	9.7	7.8
市净率(倍)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA(倍)	13.2	18.1	9.9	7.6	3.8
每股股息(人民币)	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
股息率(%)	1.1	0.9	1.4	2.1	2.6

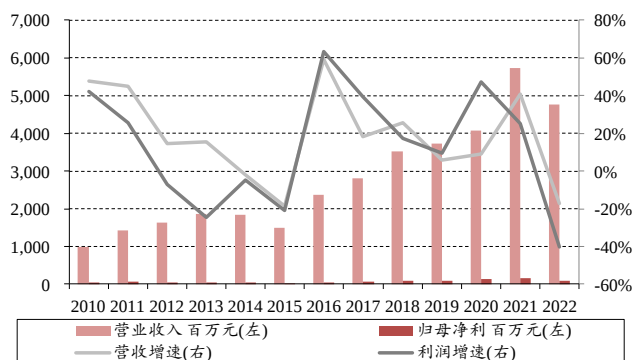
资料来源：公司公告，中银证券预测

一、22 年业绩承压，23Q1 营收净利转好

事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季度报告，2022 年累计营收 47.6 亿元，同减 17.1%，累计归母净利 1.0 亿元，同减 40.2%，EPS0.23 元，同减 39.5%。公司主要客户为华东、华南等沿海区域，2022 年受宏观经济影响较大，造成部分承接的存量项目施工进度延迟，并影响到新增项目承接、开工进度，同时，公司注重针对资信优质、有履约保障的客户选择，降低经营资金回款的风险，从而导致营业收入的下降。2022 年公司经营活动现金流量净流出 6.8 亿元，同减 7.2%。

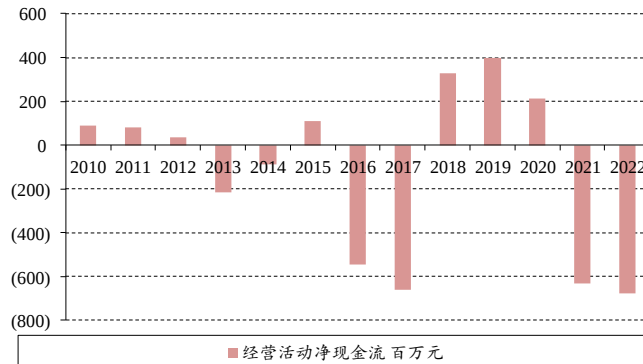
随着外部环境转好，公司业绩逐步修复，2023Q1 实现营收 12.6 亿元，同增 23.1%，归母净利 0.2 亿元，同增 35.3%，EPS0.04 元，同增 33.3%。2023Q1 经营活动现金流量净额为 0.1 亿元，同减 87.4%。

图表 1. 2022 年营收净利同降



资料来源：公司公告，中银证券

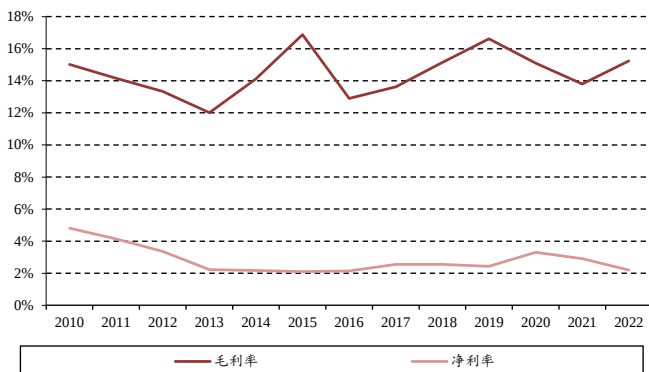
图表 2. 2022 年经营活动现金净流量流出规模略有扩大



资料来源：公司公告，中银证券

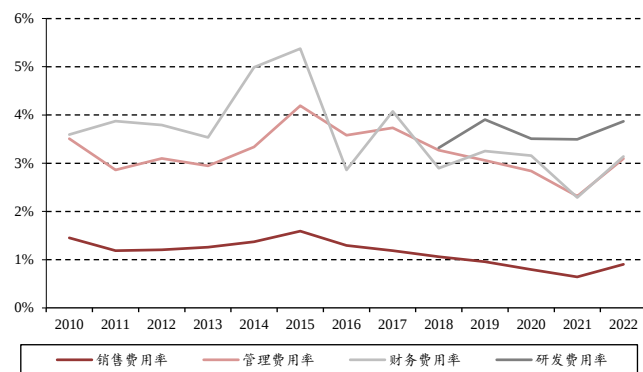
22 年毛利率、费用率上升，净利率小幅下降，23Q1 毛利率、费用率下滑，净利率小幅上升：2022 年公司销售毛利率 15.2%，同增 1.4pct，净利率 2.2%，同减 0.7pct，净利率小幅下降主要系费用率增长所致。2022 年公司四项费用率 11.0%，同增 2.3pct，其中，销售、管理、财务、研发费用率分别同增 0.3pct、0.8pct、0.9pct、0.4pct。2023 年 Q1 公司销售毛利率 12.3%，同减 0.5pct，环比减少 8.5pct，净利率 1.7%，同增 0.3pct，环比不变，四项费用率 10.9%，同减 0.5pct，环比下降 3.0pct。

图表 3. 22 年全年毛利率上升，净利率小幅下降



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 22 年四项费用率同增



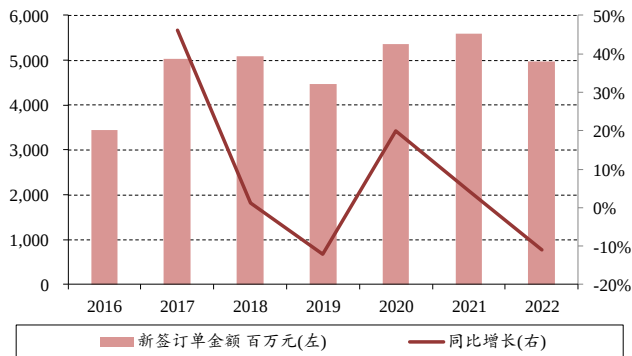
资料来源：公司公告，中银证券

二、22 年订单、销量下滑，吨毛利上涨，23 年订单承接转好

22 年订单下滑，23 年一季度销量同比回升明显。根据公司新签销售合同情况简报披露，2022 年公司累计新签销售合同额约 49.8 亿元，同减 10.9%；2023Q1 新签销售合同额约 16.4 亿元，同增 17.3%。截至 23 年一季度末，公司已中标尚未签订销售合同的金额合计 14.2 亿元。

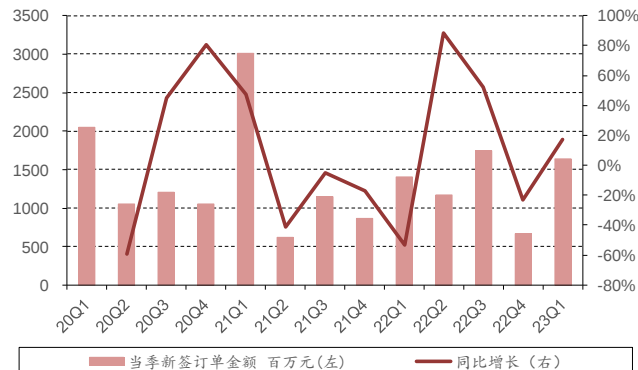
钢结构销量下滑，吨毛利提升。2022 年公司钢结构销量达 24.1 万吨，同减 20.1%，年内钢结构产品售价小幅上升，成本略降，吨毛利上涨，吨售价 17,140.9 元，同增 32.8 元，同增 0.2%；吨成本 14,371.67 元，同降 284.7 元，同减 1.9%；吨毛利 2,769.3 元，同增 317.4 元，同增 12.9%。

图表 5. 22 年公司新签合同下滑



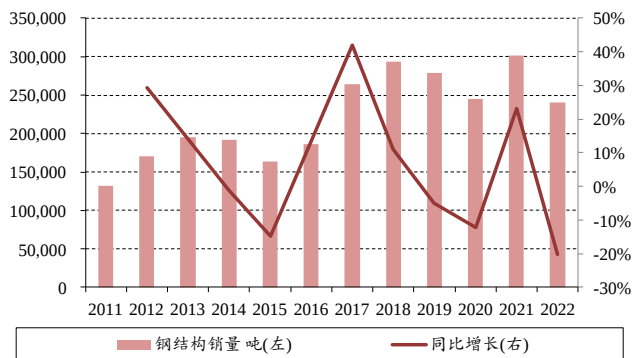
资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 23 年一季度新签合同回升明显



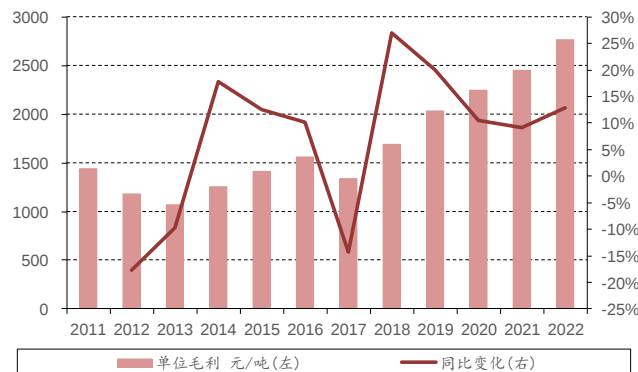
资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 22 年公司钢结构销量下滑明显



资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 22 年公司钢结构吨毛利同增 12.9%



资料来源：公司公告，中银证券

三、新型合作模式下，多方位扩产能

开拓新型合作模式，产能将达 60 万吨。公司与钢铁行业上下游企业和地方政府形成共同体构建了新型合作模式，试点“西峡模式”和“德安模式”，通过打造具有区域影响力的装配式建筑生产基地，降低投资成本和经营成本，提升钢结构加工制造产能，增强业务承接能力。根据公司投资者关系活动记录表，公司现有产能 35 万吨，在建产能 25 万吨，全部投产后，产能将达 60 万吨。

图表 9. 公司在 BIPV 业务领域布局

	生产基地	产能	备注
现有产能	安徽、江西等生产基地	35 万吨	主要负责生产“易难杂”型号钢构件和轻钢产品 与地方政府合作形成资源协同效益，拓宽公司产能销售渠道。 与当地钢铁企业共同出资设立公司，依托区位优势，降低产品销售运输成本。
	江西德安生产基地		
在建产能	河南西峡生产基地	在建产能合计 25 万吨	

资料来源：万得，中银证券

四、积极推动装配式建筑业务发展，市场竞争力有望提升

“双碳”背景下，装配式建筑发展趋势明确。近期，安徽省人民政府印发《以数字化转型推动制造业高端化智能化绿色化发展实施方案及支持政策》，对装配式钢结构的加速发展提供了更好的政策推动力，预计未来省内的钢结构渗透率将持续提升。公司依托装配式产业化研究中心与富煌设计院，进入各省市装配式建筑市场，抢占市场先机，拓展业务范围。随着 EPC 总承包管理机制逐渐健全，公司市场竞争力有望提升，进一步助推产业升级。

五、风险提示

原材料价格大幅波动，产能投放不及预期，下游需求复苏不及预期。

图表 10. 2022Q4 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021Q4	2022Q4	同比增长(%)
营业收入	1,446.63	1,378.55	(4.71)
营业税及附加	6.14	7.19	17.03
净营业收入	1,440.49	1,371.37	(4.80)
营业成本	1,140.70	1,077.25	(5.56)
销售费用	16.43	16.71	1.72
管理费用	119.07	138.54	16.35
财务费用	20.06	36.00	79.47
资产减值损失	(99.17)	(64.11)	35.35
营业利润	25.94	10.97	(57.72)
营业外收入	0.32	0.07	(78.92)
营业外支出	0.08	0.85	1,021.53
利润总额	26.19	10.18	(61.11)
所得税	(9.99)	(13.82)	(38.35)
少数股东损益	(0.48)	1.49	408.80
归属母公司股东净利润	36.66	22.52	(38.58)
扣除非经常性损益的净利润	32.53	18.60	(42.82)
每股收益(元)	0.08	0.05	(37.50)
扣非后每股收益(元)	0.07	0.04	(42.86)
毛利率(%)	21.15	21.86	增加 0.71 个百分点
净利率(%)	2.50	1.74	减少 0.76 个百分点
销售费用率(%)	1.14	1.21	增加 0.08 个百分点
管理费用率(%)	2.68	3.35	增加 0.68 个百分点
研发费用率(%)	5.55	6.70	增加 1.14 个百分点
财务费用率(%)	1.39	2.61	增加 1.22 个百分点

资料来源：万得，中银证券

图表 11. 2022 年业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021A	2022A	同比增长(%)
营业收入	5,737.49	4,757.80	(17.08)
营业税及附加	14.19	20.11	41.69
净营业收入	5,723.30	4,737.69	(17.22)
营业成本	4,945.60	4,032.85	(18.46)
销售费用	36.96	43.10	16.61
管理费用	132.95	147.21	10.72
财务费用	131.40	149.31	13.63
资产减值损失	(86.78)	(63.63)	26.67
营业利润	177.56	102.82	(42.09)
营业外收入	0.60	0.40	(33.77)
营业外支出	1.24	1.17	(5.46)
利润总额	176.92	102.04	(42.32)
所得税	9.85	(2.82)	(128.62)
少数股东损益	0.96	5.59	482.40
归属母公司股东净利润	166.12	99.27	(40.24)
扣除非经常性损益的净利润	156.60	84.60	(45.98)
每股收益(元)	0.38	0.23	(39.47)
扣非后每股收益(元)	0.36	0.19	(47.22)
毛利率(%)	13.80	15.24	增加 1.44 个百分点
净利率(%)	2.91	2.20	减少 0.71 个百分点
销售费用率(%)	0.64	0.91	增加 0.26 个百分点
管理费用率(%)	2.32	3.09	增加 0.78 个百分点
研发费用率(%)	3.49	3.87	增加 0.38 个百分点
财务费用率(%)	2.29	3.14	增加 0.85 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 2023Q1 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022Q1	2023Q1	同比增长(%)
营业收入	1,025.33	1,262.10	23.09
营业税及附加	2.96	4.01	35.41
净营业收入	1,022.36	1,258.09	23.06
营业成本	893.85	1,106.32	23.77
销售费用	11.11	12.63	13.67
管理费用	64.90	84.90	30.81
财务费用	41.39	40.30	(2.63)
资产减值损失	1.87	4.86	159.72
营业利润	17.12	25.11	46.73
营业外收入	0.13	0.08	(37.90)
营业外支出	0.07	0.08	26.15
利润总额	17.18	25.11	46.15
所得税	2.68	3.19	19.10
少数股东损益	0.43	2.89	567.08
归属母公司股东净利润	14.07	19.04	35.27
扣除非经常性损益的净利润	13.22	13.69	3.58
每股收益(元)	0.03	0.04	33.33
扣非后每股收益(元)	0.03	0.03	0.00
毛利率(%)	12.82	12.34	减少 0.48 个百分点
净利率(%)	1.41	1.74	增加 0.32 个百分点
销售费用率(%)	1.08	1.00	减少 0.08 个百分点
管理费用率(%)	3.29	3.24	减少 0.05 个百分点
研发费用率(%)	3.04	3.49	增加 0.45 个百分点
财务费用率(%)	4.04	3.19	减少 0.84 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,737	4,758	5,941	6,819	7,656
营业收入	5,737	4,758	5,941	6,819	7,656
营业成本	4,946	4,033	5,019	5,767	6,488
营业税金及附加	14	20	20	23	29
销售费用	37	43	59	68	77
管理费用	133	147	178	205	230
研发费用	200	184	238	273	306
财务费用	131	149	162	138	124
其他收益	12	17	15	15	15
资产减值损失	(19)	(16)	(20)	(20)	(20)
信用减值损失	(68)	(48)	(50)	(50)	(50)
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(24)	(31)	(30)	(30)	(30)
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	178	103	180	260	318
营业外收入	1	0	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	177	102	179	259	318
所得税	10	(3)	6	5	3
净利润	167	105	174	254	315
少数股东损益	1	6	9	13	16
归母净利润	166	99	165	241	299
EBITDA	408	353	443	502	555
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.38	0.23	0.38	0.55	0.69

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	8,110	8,983	9,478	9,242	9,303
货币资金	1,005	657	820	941	1,197
应收账款	2,701	2,986	3,615	3,204	3,601
应收票据	101	204	83	107	106
存货	408	499	421	540	541
预付账款	100	50	145	143	253
合同资产	3,447	4,292	4,073	3,938	3,271
其他流动资产	348	295	322	368	334
非流动资产	1,973	2,075	1,983	1,999	2,099
长期投资	10	10	10	10	10
固定资产	1,501	1,438	1,363	1,333	1,368
无形资产	174	170	164	159	154
其他长期资产	288	457	445	497	568
资产合计	10,083	11,058	11,461	11,241	11,403
流动负债	6,334	6,790	8,007	7,583	7,489
短期借款	1,196	1,950	1,860	1,469	0
应付账款	2,290	2,649	3,206	3,522	4,047
其他流动负债	2,847	2,191	2,941	2,591	3,443
非流动负债	646	1,092	138	137	138
长期借款	588	914	0	0	0
其他长期负债	58	178	138	137	138
负债合计	6,980	7,882	8,145	7,720	7,627
股本	435	435	435	435	435
少数股东权益	51	57	65	78	94
归属母公司股东权益	3,052	3,119	3,251	3,443	3,682
负债和股东权益合计	10,083	11,058	11,461	11,241	11,403

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	167	105	174	254	315
折旧摊销	87	86	86	89	97
营运资金变动	(962)	(1,520)	977	323	1,570
其他	76	652	90	198	139
经营活动现金流	(632)	(677)	1,327	864	2,121
资本支出	(105)	(21)	(5)	(100)	(200)
投资变动	(5)	0	0	0	0
其他	7	6	(30)	(30)	(30)
投资活动现金流	(103)	(15)	(35)	(130)	(230)
银行借款	19	1,080	(1,004)	(391)	(1,469)
股权融资	(20)	(172)	(33)	(49)	(60)
其他	157	(211)	(91)	(173)	(107)
筹资活动现金流	156	697	(1,128)	(613)	(1,636)
净现金流	(579)	5	163	121	256

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(%)	40.8	(17.1)	24.9	14.8	12.3
营业利润增长率(%)	23.0	(42.1)	74.9	44.5	22.5
归属于母公司净利润增长率(%)	25.0	(40.2)	66.1	46.3	24.0
息税前利润增长率(%)	22.3	(16.8)	33.7	15.7	10.8
息税折旧前利润增长率(%)	15.9	(13.4)	25.5	13.2	10.6
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	25.0	(40.2)	66.1	46.3	24.0
获利能力					
息税前利润率(%)	5.6	5.6	6.0	6.1	6.0
营业利润率(%)	3.1	2.2	3.0	3.8	4.2
毛利率(%)	13.8	15.2	15.5	15.4	15.3
归母净利润率(%)	2.9	2.1	2.8	3.5	3.9
ROE(%)	5.4	3.2	5.1	7.0	8.1
ROIC(%)	5.6	3.8	6.5	8.1	12.8
偿债能力					
资产负债率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
净负债权益比	0.5	0.9	0.5	0.3	(0.1)
流动比率	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	2.2	1.7	1.8	2.0	2.3
应付账款周转率	2.7	1.9	2.0	2.0	2.0
费用率					
销售费用率(%)	0.6	0.9	1.0	1.0	1.0
管理费用率(%)	2.3	3.1	3.0	3.0	3.0
研发费用率(%)	3.5	3.9	4.0	4.0	4.0
财务费用率(%)	2.3	3.1	2.7	2.0	1.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.4	0.2	0.4	0.6	0.7
每股经营现金流(最新摊薄)	(1.5)	(1.6)	3.0	2.0	4.9
每股净资产(最新摊薄)	7.0	7.2	7.5	7.9	8.5
每股股息	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
估值比率					
P/E(最新摊薄)	14.1	23.6	14.2	9.7	7.8
P/B(最新摊薄)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	13.2	18.1	9.9	7.6	3.8
价格/现金流(倍)	(3.7)	(3.5)	1.8	2.7	1.1

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得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