



中性

## 建筑行业中报前瞻

钢构设计平稳增长，预计房建基建总体向好

建筑板块上市公司中报预告利润增速总体不及一季度，园林板块和神州长城业绩下滑影响较大。钢构、设计基本实现平稳增速，装修小幅下滑。房建基建预告公布较少，从经济数据来判断预计上半年业绩房建向好，基建保持平稳增长。

- 业绩预增公司较多，但板块整体表现较差，受园林与神州长城业绩下滑影响较大：截至7月15日，建筑装饰板块共有35家公司发布业绩预告，其中21家业绩预增，14家业绩预减。但从已披露业绩预告公司口径来看，板块二季度利润增速仅为-88.89%，增速相比2018年上半年大幅下降108.37pct，已披露公司合计利润仅3.74亿元。主要的原因同样是已公布业绩预告的公司主要集中在装修、园林等体量较小，业绩基数较低的公司；并且神州长城因流动性危机爆发造成较大额度亏损，对板块整体业绩有一定拖累。
- 个股业绩分化较为明显，基建大央企以及地方基建国企公布预告较少：从业绩增速分布来看，个股业绩分化较为明显，超过100%或者低于-100%的业绩大幅波动都很多，20%-50%的温和增长个股数量相对较小。我们认为主要原因是披露业绩预告的主要是民营企业，在建筑行业整体资金面趋紧的环境下，民营企业首当其冲受到影响，债务问题陆续爆发，资产端坏账提升，企业业绩快速下滑，部分企业业绩已经下降到盈亏平衡点附近，因此小范围的利润变动体现到增速上就是成倍的增长或者减少。
- 钢构、基建、设计平稳增长，装修小幅下滑，剔除园林、海外、智能板块后建筑板块业绩仍有平稳增长：细分板块来看海外板块仅公布神州长城一家公司，业绩下滑较大；园林板块同样因为资金趋紧以及PPP监管趋严下滑明显；智能建筑板块利润依然在盈亏线徘徊。钢构、设计、基建、装修板块业绩表现相对稳定，其中钢构、设计、基建仍有平稳增长，装修板块业绩小幅下滑。剔除园林、海外、智能建筑后，建筑板块半年度业绩仍有平稳增长。

### 相关研究报告

《建筑行业周报》20190709  
《建筑行业2019年中期策略》20190703  
《建筑行业周报》20190703

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

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300512080002

\*余斯杰为本报告重要贡献者

### 重点推荐

- 推荐基本面稳健的基建大央企中国铁建，以及经营风格稳健，未来成长潜力更强的生态园林龙头东珠生态。

### 评级面临的主要风险

- 基建项目资本金未有变化，生态园林板块业绩进一步下滑，新开工面积增速下滑导致板块关注度进一步下降。

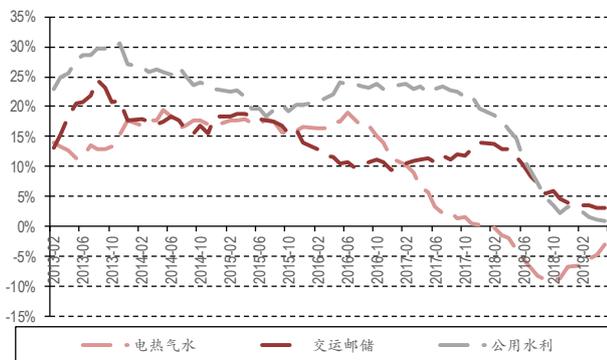
## 建筑行业上半年运行情况

### 下游需求情况

**固定资产投资总体相对低迷，工业投资下行，基建投资不及预期，地产韧性相对较强：**2019年上半年，全国固定资产投资完成额 29.91 万亿元，同增 5.8%，相比 5 月份情况有所好转。其中基建投资 7.94 万亿元，同增 3.11%；地产投资 6.16 万亿元，同增 10.92%；工业投资 10.03 万亿元，同增 3.79%。固定资产投资增速上半年依然保持小幅下行。工业投资上半年投资增速相比 2018 年下半年明显下降 7.68pct，或与工业利润持续下滑有关，分项看采掘业上半年依然保持相对较为强劲的投资增速，5 月份增速为 26.94%；制造业上半年投资增速有明显回落，其中 4 月份增速仅为-1.23%，上半年总体投资增速 3%。2018 年以来，地产投资持续保持超市场预期的韧性，一方面与地产行业加速集中有关，另一方面也有行业资金来源趋紧的原因，近期地产信托新政与海外债新政预计将对下半年地产投资形成一定压力。上半年基建投资同比增长 3.11%，总体不及市场预期。

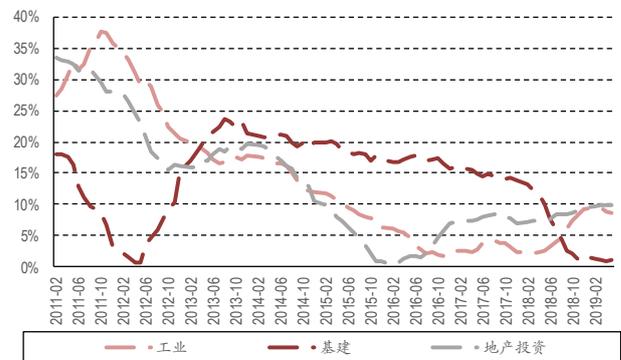
**交运邮储投资增速强劲但增速下滑，电力投资依然在零增长附近挣扎，市政投资上半年增速相对下滑：**从基建三大分项数据来看，电热气水、交运邮储、公用水利三大子板块上半年分别完成固定资产投资 1.21 万亿元、2.87 万亿元、3.86 万亿元。同比增速分别为 0.5%、5.1%、2.5%。综合来看，三大板块中，交运邮储板块投资增速相对强劲，但依然有下滑态势，6 月份数据稍有好转；电力投资增速有所提升，目前依然在零增长附近挣扎。市政投资上半年投资增速依然较低，6 月份数据稍有好转

图表 1. 电热气水增速有回升



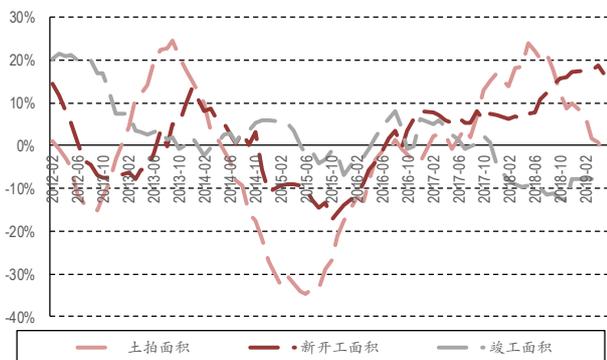
资料来源：万得、中银国际证券

图表 2. 地产投资保持相对较强韧性



资料来源：万得、中银国际证券

图表 3. 地产开工依然保持较强韧性



资料来源：万得、中银国际证券

图表 4. 开工抬升销售下滑导致库存飙升



资料来源：万得、中银国际证券

图表 5. 土地拍卖溢价率出现抬头



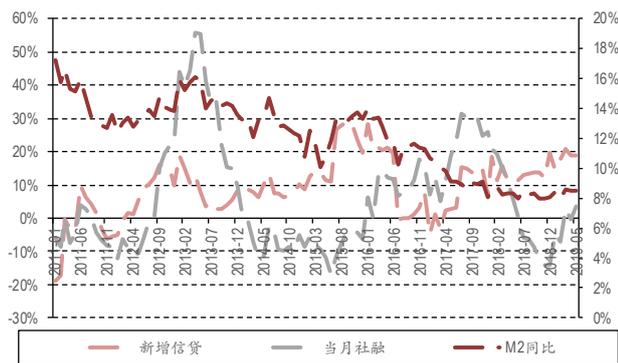
资料来源：万得、中银国际证券

图表 6. 地方政府财政状况



资料来源：万得、中银国际证券

图表 7. 社融与信贷数据有所好转



资料来源：万得、中银国际证券

图表 8. 建筑行业运行数据



资料来源：万得、中银国际证券

### 行业运行状况

**地产与施工数据保持韧性，拿地溢价率回头反映小型房企生存空间被挤压，库存增速达到高位：**近期地产开工竣工背离的情况仍未修复。上半年累计新开工面积 10.55 亿平方米，同比增速 10.12%，相比 2018 年下半年有明显回落，但仍处于相对高位。累计竣工面积仅为 3.24 亿平方米，同比增速-12.67%，相比 2018 年下半年进一步下滑。地产开发投资完成额同增 11.2%，依然处于高位。结合当前地产拿地溢价率抬头但拿地面积持续低迷的情况，我们认为当前地产行业已经进入加速集中的阶段。头部房企以更高的价格拿地挤压小房企的生存空间，同时加速项目周转，抢开工抢预售的行为依然存在。但目前终端需求较弱，销售总体依然下滑。随着销售下滑，开工高增，地产新增广义库存增速达到历史性高位，小型房企的生存空间被进一步挤压。

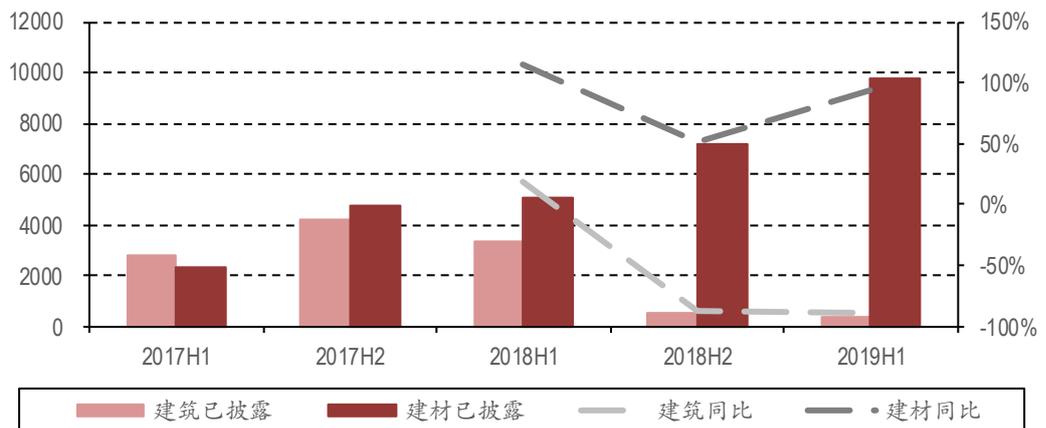
**行业总量数据趋稳，但未较好实现经济托底的效果，政策操作空间有所缩小：**从建筑业总体数据来看，行业新签订单、产值等关键数据仅仅是企稳未负增长，但并未实现强势提升对经济实现托底的作用。参考地方政府财政数据，2019 年以来地方政府财政并未明显改善，减税降费以及巨额的地方政府债务偿还压力使得基建补短板的政策操作空间并不大，只能用来托底不能用来拉动，从 2018 年下半年以来政府对 PPP 项目监管态度的转变也可以体现政策操作空间的逐步减小。

## 2019 年半年度上市公司业绩预告小结

### 总体情况：业绩下滑压力加大

业绩预增公司较多，但板块整体表现较差，受园林与神州长城业绩下滑影响较大：截至 7 月 15 日，建筑装饰板块共有 35 家公司发布业绩预告，其中 21 家业绩预增，14 家业绩预减。但从已披露业绩预告公司口径来看，板块二季度利润增速仅为-88.89%，增速相比 2018 年上半年大幅下降 108.37pct，已披露公司合计利润仅 3.74 亿元。主要的原因同样是已公布业绩预告的公司主要集中在装修、园林等体量较小，业绩基数较低的公司；并且神州长城因流动性危机爆发造成较大额度亏损，对板块整体业绩有一定拖累。

图表 9. 建筑板块预告业绩增速分布情况



资料来源：万得、中银国际证券

个股业绩分化较为明显，基建大央企以及地方基建国企公布预告较少：从业绩增速分布来看，个股业绩分化较为明显，超过 100% 或者低于 -100% 的业绩大幅波动都很多，20%-50% 的温和增长个股数量相对较小。我们认为主要原因是披露业绩预告的主要是民营企业，在建筑行业整体资金面趋紧的环境下，民营企业首当其冲受到影响，债务问题陆续爆发，资产端坏账提升，企业业绩快速下滑，部分企业业绩已经下降到盈亏平衡点附近，因此小范围的利润变动体现到增速上就是成倍的增长或者减少。

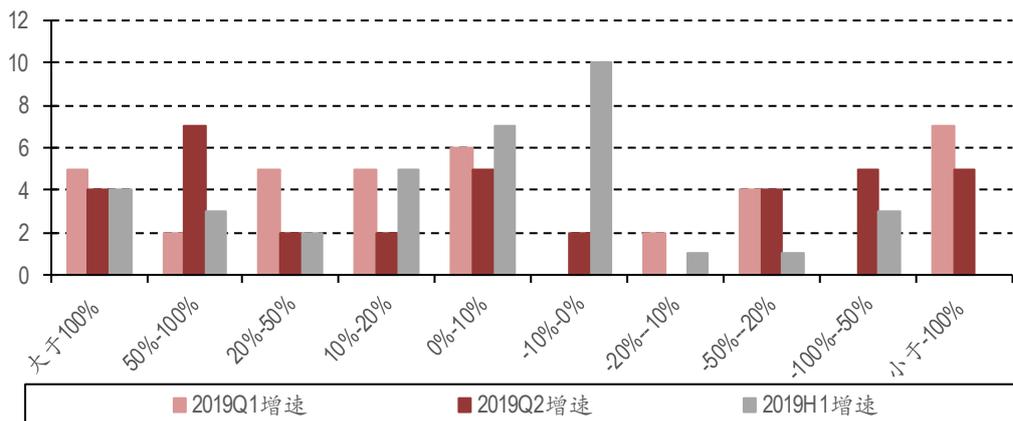
钢构、基建、设计平稳增长，装修小幅下滑，剔除园林、海外、智能板块后建筑板块业绩仍有平稳增长：细分板块来看海外板块仅公布神州长城一家公司，业绩下滑较大；园林板块同样因为资金趋紧以及 PPP 监管趋严下滑明显；智能建筑板块利润依然在盈亏线徘徊。钢构、设计、基建、装修板块业绩表现相对稳定，其中钢构、设计、基建仍有平稳增长，装修板块业绩小幅下滑。剔除园林、海外、智能建筑后，建筑板块半年度业绩仍有平稳增长。

图表 10. 建筑板块预告业绩增速分布情况

	大于 100%	50%-100%	20%-50%	10%-20%	0%-10%	-10%-0%	-20%--10%	-50%--20%	-100%--50%	小于-100%
2019Q1 增速	5	2	5	5	6	0	2	4	0	7
2019Q2 增速	4	7	2	2	5	2	0	4	5	5
2019H1 增速	4	3	2	5	7	1	1	1	3	9

资料来源：万得、中银国际证券

图表 11. 建筑板块预告业绩增速分布情况



资料来源: 万得、中银国际证券

图表 12. 建筑板块上市公司业绩预告情况

代码	简称	细分行业	预报类型	利润底/百万	利润顶/百万	增速下限/%	增速上限/%	2018 增速/%	增速改善/%
002135.SZ	东南网架	钢构	预增	188.56	251.42	50.00	100.00	64.81	10.19
002545.SZ	东方铁塔	钢构	预增	225.71	290.20	40.00	80.00	77.69	(17.69)
300517.SZ	海波重科	钢构	预增	22.31	24.48	105.00	125.00	(30.57)	145.57
000018.SZ	神州长城	海外	首亏	(1,200.00)	(1,000.00)	(933.34)	(794.45)	(548.51)	(315.39)
000885.SZ	城发环境	基建	略增	293.00	360.00	1.95	25.27	(3.38)	16.99
002628.SZ	成都路桥	基建	预增	20.12	25.71	80.00	130.00	(4.91)	109.91
300712.SZ	永福股份	基建	略增	38.50	43.00	0.65	12.41	(4.46)	10.99
300500.SZ	启迪设计	设计	略增	47.17	54.25	0.00	15.00	58.60	(51.10)
300675.SZ	建科院	设计	首亏	(15.00)	(10.00)	(515.36)	(376.91)	1.89	(448.03)
300284.SZ	苏交科	设计	略增	201.16	237.73	10.00	30.00	34.37	(14.37)
300492.SZ	山鼎设计	设计	预增	11.12	13.58	36.01	66.00	29.75	21.26
300635.SZ	达安股份	设计	略增	25.38	27.92	0.00	10.00	6.30	(1.30)
300649.SZ	杭州园林	设计	略增	31.85	33.08	30.00	35.00	50.60	(18.10)
300668.SZ	杰恩设计	设计	略增	39.10	44.96	0.00	15.00	34.31	(26.81)
300732.SZ	设研院	设计	略减	78.95	100.01	(25.00)	(5.00)	31.00	(46.00)
300746.SZ	汉嘉设计	设计	略增	31.56	36.29	0.00	15.00	25.08	(17.58)
002200.SZ	云投生态	园林	扭亏	8.00	15.00	103.98	107.47	41.43	64.30
000010.SZ	美丽生态	园林	扭亏	5.00	15.00	105.88	117.65	31.08	80.68
002310.SZ	东方园林	园林	首亏	(750.00)	(550.00)	(212.90)	(182.80)	(26.72)	(171.13)
002431.SZ	棕榈股份	园林	首亏	(200.00)	(150.00)	(286.48)	(239.86)	(83.50)	(179.67)
002775.SZ	文科园林	园林	略增	130.34	143.38	0.00	10.00	3.27	1.73
300197.SZ	铁汉生态	园林	预减	0.00	40.00	(100.00)	(89.61)	(59.81)	(35.00)
300237.SZ	美晨生态	园林	预减	100.00	192.00	(67.70)	(37.98)	(38.95)	(13.89)
300355.SZ	蒙草生态	园林	预减	66.35	123.22	(65.00)	(35.00)	(75.85)	25.85
300495.SZ	美尚生态	园林	续盈	120.66	164.28	(17.00)	13.00	36.13	(38.13)
300536.SZ	农尚环境	园林	略增	27.50	30.00	3.67	13.09	0.69	7.69
002178.SZ	延华智能	智能	首亏	(30.00)	(20.00)	(237.90)	(191.94)	(1,233.60)	1,018.68
300044.SZ	赛为智能	智能	略增	83.02	107.93	0.00	30.00	(58.61)	73.61
002504.SZ	弘高创意	装修	首亏	(65.00)	(45.00)	(719.84)	(529.12)	105.10	(729.58)
002713.SZ	东易日盛	装修	首亏	(67.00)	(55.00)	(710.76)	(601.37)	16.12	(672.18)
002822.SZ	中装建设	装修	预增	113.57	129.80	40.00	60.00	3.94	46.06
002830.SZ	名雕股份	装修	首亏	(2.00)	0.00	(120.23)	(100.00)	(10.94)	(99.18)
300506.SZ	名家汇	装修	略增	187.09	231.63	5.00	30.00	81.83	(64.33)
300592.SZ	华凯创意	装修	略减	5.50	8.00	(41.84)	(15.40)	(67.80)	39.19
300621.SZ	维业股份	装修	略增	58.00	70.00	1.77	22.83	(12.69)	24.99
002163.SZ	中航三鑫	装修	续亏	(38.00)	(28.00)	(137.18)	(74.76)	457.09	(563.07)

资料来源: 万得、中银国际证券

**分行业：房建与工建表现较好，园林板块下滑明显**

**设计：业绩增速下滑，基建加码预期下有望回升：**设计板块 17 家上市公司，9 家披露中报业绩预告，7 家预增，上半年平均利润增速为 5.75%，相比 2018 年和一季度都有所下滑。设计是行业内弹性较大的板块，未来基建稳增长加码预期下，设计板块业绩增速仍有望回升。

**装修：个股分化较为明显，总体战略收缩：**装修板块 25 家上市公司共 8 家披露业绩预告，其中 3 家业绩预增，5 家预计利润下滑。利润平均增速为-26.18%，相比一季度增速大幅下滑 126.67%，相比 2018 年也有明显下降。当前在地产资金趋紧以及政策宽松预计作用有限的环境下，大部分企业采取战略收缩的态度，现金流改善，利润增速放缓将是装修龙头的主要趋势。而棚改退坡、房屋竣工下滑也利空家装行业规模增长。

**园林：预计二季度边际改善，最艰难时间或已度过：**园林板块 22 家上市公司，10 家披露业绩预告，其中 6 家业绩预减，4 家业绩预增，一季度利润平均增速为-114.03%，相比 2018 年业绩继续下滑 73.08pct。但数据相比一季度有所好转，目前融资底已过，资金边际宽松，对园林板块企业来说，或许最艰难时刻已经度过。随着融资改善，企业订单将加速落地，预计板块业绩与估值的恢复弹性均较大。

**钢构：业绩弹性较大，政策助力钢结构需求提升：**钢结构 8 家上市公司 3 家公布一季报预告，3 家全部预增，上半年利润平均增速为 68.34%，增速相比 2018 年同期下滑 23.47pct，但相比 2018 年全年仍有所改善。随着钢结构住宅相关政策的发布，未来钢结构普及率依然有提升空间，行业需求增长空间依然较大。

**其他：经济数据企稳好转，预计房建与基建板块总体表现稳中向好：**建筑其他板块共有 6 家公司披露一季报预告，其中 4 家业绩预增，2 家业绩预减。因神州长城较大幅度亏损，建筑板块整体业绩受到较大影响。从建筑行业基本面数据来看，上半年基建投资总体不及预期，预计考虑基建大央企和各地方基建龙头后，基建板块业绩依然稳中有升，但预计增速有所下滑。考虑上半年施工增速持续高增以及投资增速不断改善，预计房建板块业绩总体表现稳中向好。

**图表 13.各细分行业业绩预告披露情况**

	钢构	海外	基建	设计	园林	智能	装修	全体
公司数量	8	5	23	17	22	4	25	123
披露数量	3	1	3	9	10	2	8	36
预增数量	3	0	3	7	4	1	3	21
预减数量	0	1	0	2	6	1	5	15
增速中值(%)	68.34	(863.89)	15.77	5.75	(114.03)	(32.74)	(26.18)	(88.89)
同比改善(%)	(23.47)	(817.50)	(72.55)	(29.85)	(118.77)	(171.96)	(75.72)	(108.37)
环比改善(%)	21.81	894.40	50.73	(25.47)	(39.57)	260.24	(89.75)	(1.58)
比 2018 改善(%)	3.77	(315.38)	19.31	(26.94)	(73.08)	168.85	(84.17)	(44.21)

资料来源：万得、中银国际证券

**建筑行业集中度更高，上市企业业绩增速低于建材行业：**参考建筑行业与建材行业的业绩预告情况，随着资金压力越来越大，下游投资需求疲软，建筑建材行业都面临着行业加速集中的现状；建筑和建材板块披露业绩预告的公司均以民营企业为主，已披露公司中，建筑企业近年营收却逐步下滑，但建材企业近年营收却稳步上升。对此我们认为建筑行业集中的速度更快，大央企成为行业加速集中的受益者，作为行业“第二梯队”的建筑上市民营企业由于资金压力显现，订单下滑等原因市场份额或许已经受到大央企的挤压。建材行业同样处于行业加速集中，但目前集中度相对建筑企业更低，上市企业已经作为行业头部可以享受行业集中的红利了。

图表 14. 各类型企业业绩预告披露情况

	央企	地方	民企	全体
公司数量	19	22	81	123
披露数量	1	4	31	36
预增数量	0	3	18	21
预减数量	1	1	13	15
增速中值(%)	(105.97)	173.44	(99.06)	(88.89)
同比改善(%)	(165.65)	150.87	(117.26)	(108.37)
环比改善(%)	(165.07)	62.17	(2.85)	(1.58)
比 2018 改善(%)	(563.07)	98.89	(49.06)	(44.21)

资料来源：万得，中银国际证券

附录图表 15. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
002717.SZ	岭南股份	买入	4.87	74.86	0.51	1.16	9.6	4.2	4.32
603359.SH	东珠生态	买入	16.92	53.91	1.02	1.63	16.5	10.4	8.46
601117.SH	中国化学	买入	5.85	288.58	0.39	0.55	14.9	10.6	6.18
601668.SH	中国建筑	增持	5.85	2,455.90	0.91	0.99	6.4	5.9	5.50
601186.SH	中国铁建	增持	9.69	1,280.52	1.32	1.61	7.3	6.0	11.32
002081.SZ	金螳螂	增持	10.45	279.68	0.79	1.00	13.2	10.5	5.17
002482.SZ	广田集团	增持	5.14	79.02	0.23	0.38	22.7	13.5	4.52
300284.SZ	苏交科	增持	9.02	87.62	0.64	0.97	14.1	9.3	5.34
300197.SZ	铁汉生态	增持	3.41	80.01	0.13	0.31	26.3	11.0	2.71
300495.SZ	美尚生态	增持	12.41	83.68	0.57	0.79	21.6	15.7	6.09
000498.SZ	山东路桥	增持	5.10	57.13	0.59	0.67	8.6	7.6	4.57
600039.SH	四川路桥	增持	3.54	127.81	0.32	0.46	10.9	7.7	3.98
601800.SH	中国交建	未有评级	10.93	1,544.36	1.22	1.38	9.0	7.9	11.09
601390.SH	中国中铁	未有评级	6.43	1,405.17	0.75	0.86	8.5	7.5	7.17
600068.SH	葛洲坝	未有评级	6.09	280.43	1.01	1.13	6.0	5.4	5.98
600502.SH	安徽水利	未有评级	4.47	76.94	0.46	0.56	9.6	8.0	4.05
002713.SZ	东易日盛	未有评级	9.60	40.34	0.60	0.76	16.0	12.7	4.24
002310.SZ	东方园林	未有评级	6.00	161.13	0.59	0.73	10.1	8.3	4.65
300355.SZ	蒙草生态	未有评级	3.85	61.76	0.13		30.3		2.30
603017.SH	中衡设计	未有评级	13.26	36.48	0.61	0.82	21.7	16.2	6.51
603018.SH	中设集团	未有评级	12.45	57.82	0.85	1.11	14.6	11.2	8.04
600477.SH	杭萧钢构	未有评级	3.16	67.90	0.26	0.24	12.0	13.3	1.85
000928.SZ	中钢国际	未有评级	5.53	69.49	0.35	0.45	15.8	12.2	3.74
002051.SZ	中工国际	未有评级	11.29	139.70	0.97	1.12	11.6	10.1	8.33

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日 2019 年 7 月 12 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



## 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：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6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个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6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士，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