



## 强于大市

# 工程机械行业 2019 年三季度报 综述

## 行业经营质量进一步夯实，龙头企业四季度及明年业绩有望延续中高速增长

前三季度工程机械行业延续高景气度，挖掘机同比增长 14.7%，经历二季度的个位数增长后三季度增速重回两位数，设备的开工小时数维持在高位，验证下游需求的真实性；中后期的工程机械品种开始接力挖掘机高增长，汽车起重机、混凝土机械、塔机销量增速更高；国产龙头企业竞争力逐渐增强，市场份额持续提升。2019 年前三季度工程机械行业营收增速 26.3%、归母净利润增速 79.1%，期间费用率继续下行，盈利能力进一步提升，资产质量明显优化，经营现金流再创同期新高；行业龙头三一重工的利润增速超 80%，而中联重科和徐工机械业绩基本均实现翻番以上的高增长，利润弹性在持续释放。展望四季度及 2020 年，我们对行业需求保持适度乐观，主要是基于专项债额度有望提前下发、基建投资逐渐发力、老旧小区改造、环保政策趋严、机器人、更新需求及海外市场拓展等因素的驱动，挖掘机预计 2020 年仍将有 5% 左右的正增长，汽车起重机销量预计维持在高位，混凝土泵车销量有望突破 9000 台，塔机由于装配式建筑渗透率提升有望保持持续高景气度。

### 支撑评级的要点

- **销量现状：**挖掘机三季度销量重回两位数增长，汽车起重机销量增速 9 月也重新转正，混凝土泵车和塔机销量增速虽略有回落，但仍保持高景气度。2019 年前三季度累计实现挖掘机销量 17.9 万台，同比增长 14.7%，销量再创同期历史新高，行业高景气度持续。随着二季度对年初透支需求的消化，三季度行业明显回暖，7-9 月连续三个月销量增速均保持在两位数以上水平，三季度作为行业需求淡季依旧实现 16.2% 的增长，体现出较强的需求韧性。汽车起重机经历 6-8 月销量下滑后，9 月销量增速重新转正，接近 10% 的水平；混凝土泵车和塔机销量增速三季度虽有所回落，但仍保持在较高水平，从主机厂中联的工作小时数可以验证下游需求的真实性。
- **经营业绩：**三季度业绩增速略有回落，行业经营质量不断提升。2019 年前三季度工程机械行业实现营收 1921.4 亿元，同比增长 26.3%，归母净利润 196.0 亿元，同比增长 79.1%，受三季度产品销量正常的季节性需求波动、同期基数较高及上半年部分产品需求透支的影响，三季度业绩增速略有回落，但行业的高景气度仍在持续。前三季度行业期间费用率降至 13.9%，毛利率和净利率分别提升至 27.1%、10.6%，盈利能力进一步提升；运营效率不断增强，存货和应收账款周转率分别提升至 2.8、2.2；本轮行业更加稳健和理性，更注重经营的质量和风险的把控，现金流大幅改善，前三季度行业经营净现金流为 248.4 亿元，再创同期新高，行业经营质量不断提升。
- **展望未来：**挖掘机和汽车起重机需求保持适当乐观，混凝土泵车需求高峰预计将持续到 2021 年，塔机产值预计将保持持续增长，龙头企业市场份额有望进一步提升。在国内流动性保持合理充裕及专项债额度提前下发的背景下，基建落地项目有所增加，而地产投资依旧保持较强韧性，另外在机器人带动应用场景的不断扩宽、环保升级带来的强制更新、自然更新及出口发力等多重因素的驱动下，对挖掘机四季度和 2020 年销量保持适当乐观，预计 2019 年销量有望达 23 万台，2020 年销量仍有望实现 5% 左右的正增长；汽车起重机四季度销量有望翘尾，明年销量预计将维持在高位，混凝土泵车需求高峰预计将持续到 2021 年，加强治超会带来混凝土搅拌车大量的需求增量，塔机由于装配式建筑渗透率提升需求预计持续旺盛。国内各产品行业竞争格局已比较清晰，龙头企业核心竞争力愈加突出，市场份额有望进一步提升，三一、中联、徐工的海外布局和拓展已初具成效，海外市场也将逐渐发力。

### 重点推荐

- 持续重点推荐国内主机龙头中联重科、三一重工、徐工机械及零部件恒立液压，建议关注塔机租赁龙头建设机械。

### 评级面临的主要风险

- 工程机械行业景气度大幅下滑，基建和地产投资不及预期，行业竞争恶化。

### 相关研究报告

《机械行业 2019 年三季度报前瞻：周期龙头业绩延续高增长，新兴成长板块开始减速》20191017  
《工程机械行业 2019 年半年报综述：行业经营质量整体向好，龙头企业业绩弹性和确定性较强》20190916

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

机械设备

杨绍辉

(8621)20328569

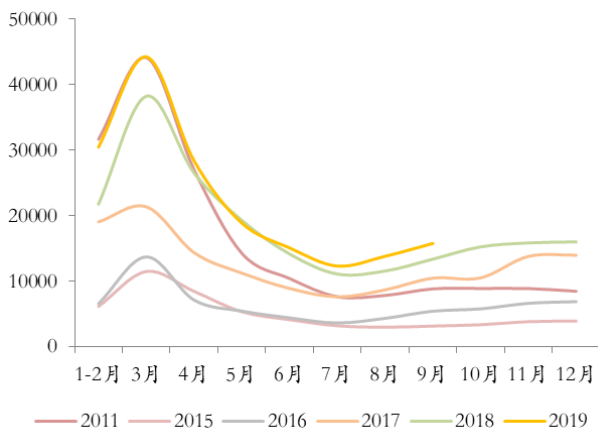
shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514080001

**销量情况：各工程机械品种具较强需求韧性，四季度及明年需求继续保持适当乐观**

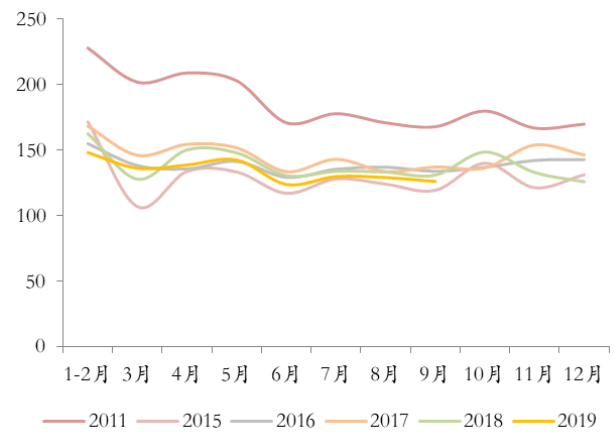
三季度挖掘机重回两位数增长凸显需求韧性，开工小时数验证下游需求的真实性。根据中国工程机械工业协会数据显示，2019年1-9月累计实现挖掘机销量17.9万台，同比增长14.7%，销量续创同期历史新高，行业高景气度持续。随着二季度对年初透支需求的消化，三季度行业明显回暖，7-9月连续三个月销量增速均保持在两位数以上水平，三季度作为行业需求淡季依旧实现16.2%的增长，体现出较强的需求韧性，销量强劲的背后是基建投资的拉动、环保政策的趋严、更新需求的延续以及机器换人等多因素的共振。从小松的挖掘机开工小时数来看，9月开工小时数126.3h，同比下降4.8h，今年1-9月各月的开工小时数与去年大致相当，考虑到小松在国内市场份额的持续下滑，同比略有下滑是正常现象，开工依然维持在较高水平，行业并未出现大幅透支销售的迹象，也进一步验证了下游需求的真实性。

图表 1. 挖掘机月销量走势 (台)



资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银国际证券

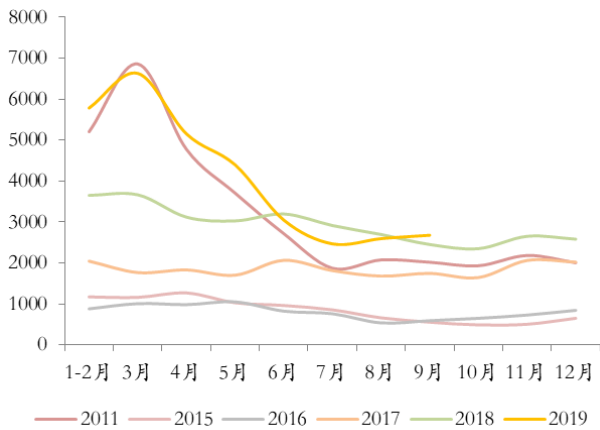
图表 2. 小松开工小时数 (小时)



资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银国际证券

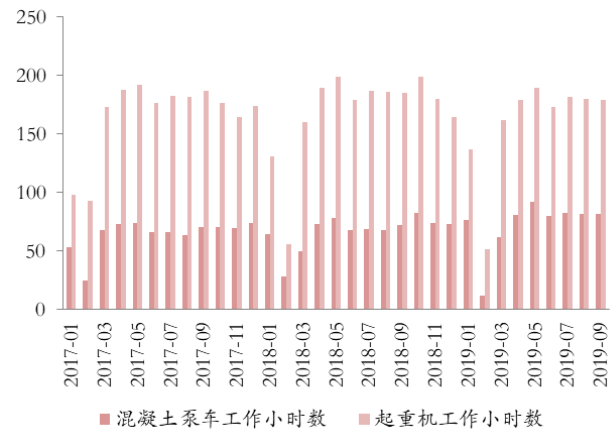
**汽车起重机 9 月销量增速重新转正，混凝土泵车、塔机等其他中后期工程机械品种需求依旧旺盛。**中后期工程机械品种由于景气周期错位，上半年开始接棒挖掘机高增长。据中国工程机械协会数据统计显示，前三季度汽车起重机销量约 3.3 万台，同比增长超 30%，经历 6-8 月销量下滑后，9 月销量增速重新转正，接近 10% 的水平，汽车起重机三季度销量增速下滑主要原因是：1) 去年产能紧张导致各月销量被拉平，季节性并不明显；2) 年初厂商的促销，客户对全年基建项目预期较乐观，加大设备的采购力度，销量出现一些透支；3) 三季度正常是汽车起重机需求淡季，新开工项目较少。混凝土泵车前三季度累计销量超 6000 台，同比增长超 80%，三季度泵车增速有所回落，但依旧保持近 40% 的高增长，塔机前三季度也实现翻番以上的高增长。从国内主机龙头企业中联重科的汽车起重机和混凝土泵车工作小时数来看，混凝土泵车今年各月工作小时数同比均有明显提升，9 月工作小时数约 82h，同比提升超 10h，汽车起重机各月工作小时数与去年同期大致相当，略有降低，但整体依旧维持在较高的水平，9 月工作小时数约 179h。

图表 3. 汽车起重机月销量走势 (台)



资料来源: 万得, 中国工程机械工业协会, 中银国际证券

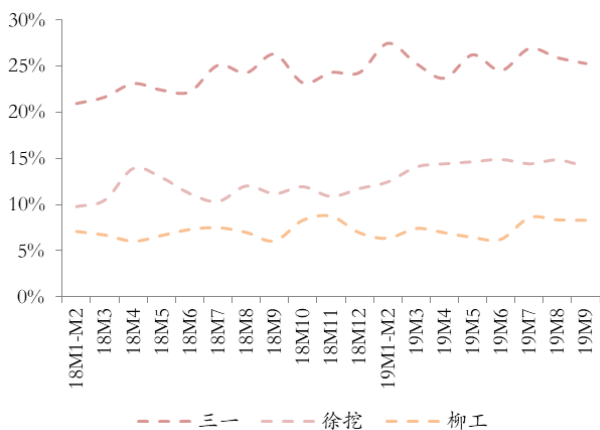
图表 4. 混凝土泵车和汽车起重机工作小时数 (小时)



资料来源: 中联重科演示材料, 中银国际证券

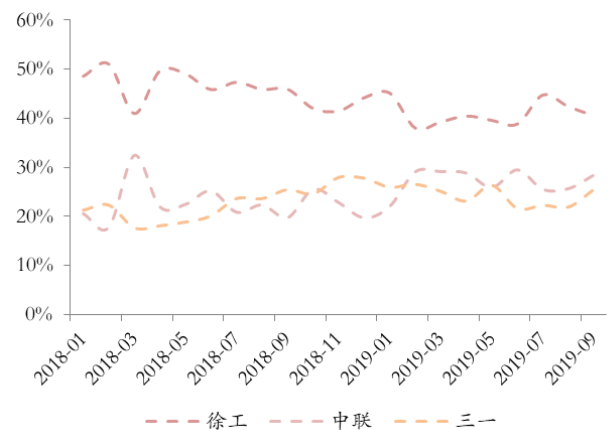
**行业龙头核心竞争力进一步加强, 市场份额持续提升。**国内龙头在产品、技术研发、服务、规模、渠道等多方面优势明显, 与外资品牌相比性价比优势愈来愈突出, 因而市场份额不断提升。据行业协会统计数据, 2019年1-9月, 三一、徐工、柳工挖掘机市场份额分别提升至25.6%、14.1%、7.2%, 分别较2018年提升2.5/2.6/0.2pct, 行业越来越向龙头企业集中; 汽车起重机三大厂商市场份额也由2018年的91.3%提升至93%左右水平, 其中中联和三一市场份额提升较明显, 中联汽车起重机市场份额2019年前三季度提升至28%左右, 三一市场份额也提升至25%左右, 而徐工市场份额下滑至40%左右, 随着公司新产品推出及加大营销力度, 三季度公司市场份额有所回暖, 我们认为未来行业市场份额还将进一步朝三大家集中, 行业竞争格局也将由之前的“一超两强”转变为“三分天下”。

图表 5. 国内三大主机厂挖掘机市场份额变化



资料来源: 万得, 中国工程机械工业协会, 中银国际证券

图表 6. 国内汽车起重机三大厂商市场份额变化



资料来源: 万得, 中国工程机械工业协会, 中银国际证券

**展望四季度及 2020 年销量:**

**挖掘机:** 在国内流动性保持合理充裕及专项债额度提前下发的背景下, 基建落地项目有所增加, 而地产投资依旧保持较强韧性, 另外在机器换人带动应用场景的不断扩宽、环保升级带来的强制更新、自然更新及出口发力等多重因素的驱动下, 对挖掘机四季度和 2020 年销量保持适当乐观, 预计 2019 年销量有望达 23 万台, 2020 年销量仍有望实现 5% 左右的正增长。

**汽车起重机：**汽车起重机由于保有量和应用场景相比挖掘机少、细分市场不如挖掘机成熟、区域市场相对更不平衡，因而导致汽车起重机销量相比挖掘机更容易呈现急涨急跌的趋势。9月行业销量已重新转正，四季度销量有望出现翘尾，全年销量突破4万台是大概率，根据协会数据我们测算汽车起重机保有量中国三及以下设备占比约40%，环保升级会带来较大的强制更新需求，影响明年将逐渐体现，基建投资也明显边际改善，因此对明年销量无需过度悲观，行业销量预计仍将维持在高位。

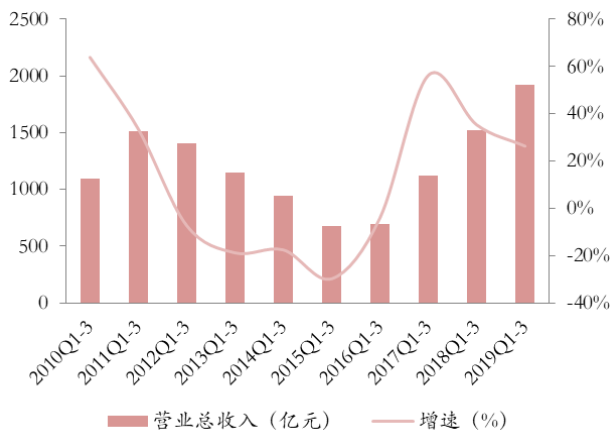
**混凝土机械：**混凝土泵车由于施工的后周期属性，叠加上一轮的过渡出清，实际上2018年行业才开始复苏，下游客户的资金状况有了明显的好转，二手机也基本出清，购置新机的意愿不断增强，我们预计全年销量7000多台，2020年销量有望突破9000台；另外在无锡超载事件发生后，对超载的治理力度会不断加大，从江苏向全国蔓延，以往标载8方的搅拌车实际装载18方甚至更多，从严治超后会带来搅拌车需求翻倍的增长。

**塔机：**虽然塔机行业保有量超40万台，但目前能用于装配式建筑的中大塔保有量不到4万台，装配式建筑渗透率的持续提升会带来中大塔需求的持续旺盛，按照装配式建筑发展目标，我们测算到2025年平均每年需新增9000台左右的中大塔，一台中大塔平均价值量等价于3台小塔，因此塔机行业总产值预计会持续向上，未来几年周期性相对会较弱。

### 经营业绩：三季度业绩增速略有回落，行业经营质量不断提升

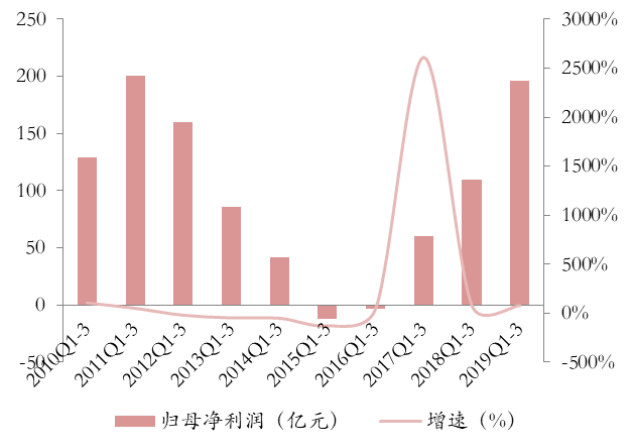
**三季度营收和归母净利润增速略有放缓，行业继续保持高景气度。**以我们统计的16家工程机械上市公司作为行业分析样本，2019年前三季度累计实现销售收入1921.4亿元，同比增长26.3%，归母净利润196.0亿元，同比增长79.1%，其中第三季度营收同比增长18.4%，归母净利润同比增长64.0%，增速相比上半年有所下滑，主要是三季度产品销量正常的季节性需求波动、同期基数较高及上半年部分产品需求透支所致，实际上行业的高景气度还在延续。

图表 7. 工程机械行业三季度营收及增长情况



资料来源：万得，中银国际证券

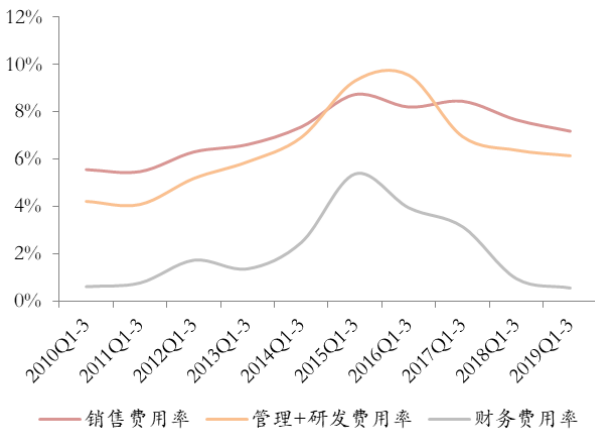
图表 8. 工程机械行业三季度归母净利润及增长情况



资料来源：万得，中银国际证券

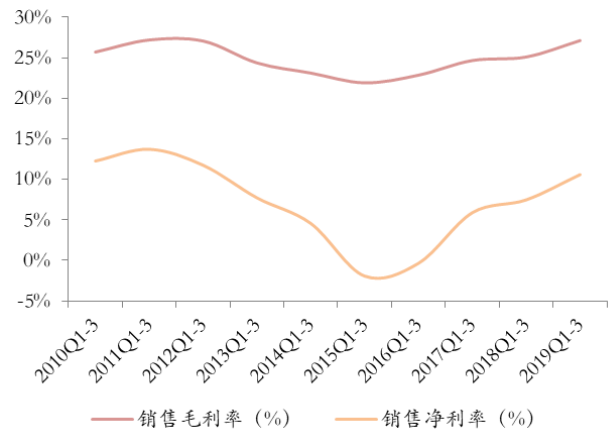
**期间费用率继续下行，毛利率和净利率进一步提升。**2019年前三季度工程机械行业期间费用率为13.9%，同比下降1.1pct，其中销售费用率、管理费用率（含研发）、财务费用率分别为7.2%、6.1%、0.6%，分别同比下降0.5、0.2、0.4pct，行业整体费用控制良好，加上规模化效应、汇兑损益的减少和利息净支出减少等因素，行业期间费用率继续下行；与此同时，行业盈利能力持续提升，前三季度整体毛利率为27.1%，同比增加2.0pct，净利率为10.6%，同比增加3.1pct，目前行业净利率水平与上轮周期相比仍有差距，未来还有一定的提升空间。

图表 9.工程机械行业期间费用率继续下行



资料来源：万得，中银国际证券

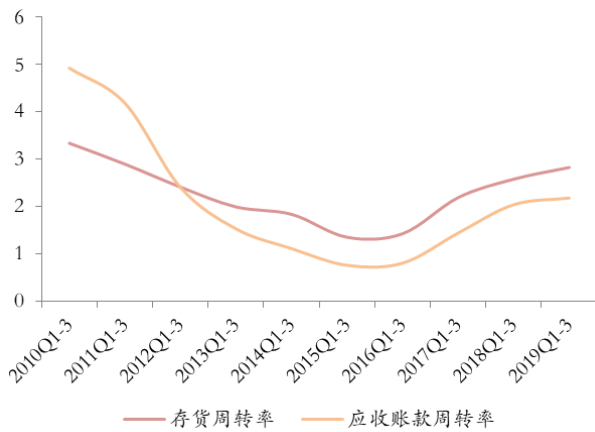
图表 10.工程机械行业盈利能力持续提升



资料来源：万得，中银国际证券

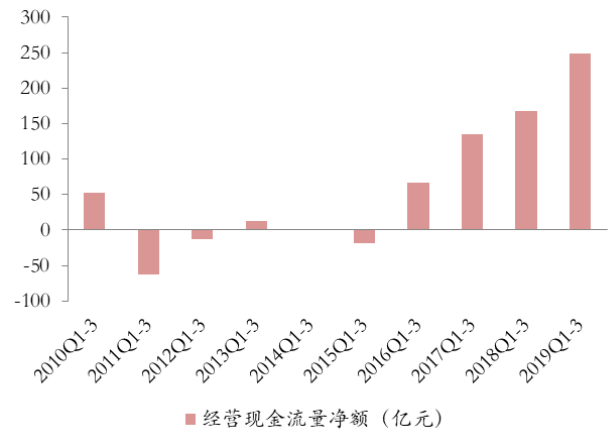
**营运能力进一步提升，经营现金流再创同期新高。**三季度行业的资金回流延续上半年的趋势，回流明显加快，运营效率增强，存货和应收账款周转率分别为 2.8、2.2，分别同比提升 0.2、0.1。与上一轮景气周期相比，本轮行业更加稳健和理性，更注重高质量的经营，建立了较为完善的风控体系，资产质量不断提升，现金流大幅改善，前三季度行业经营净现金流为 248.4 亿元，再创同期新高，从现金流与营收的占比来看，前三季度为 12.9%，同样是历史同期最高水平。

图表 11.工程机械行业资产周转率进一步提升



资料来源：万得，中银国际证券

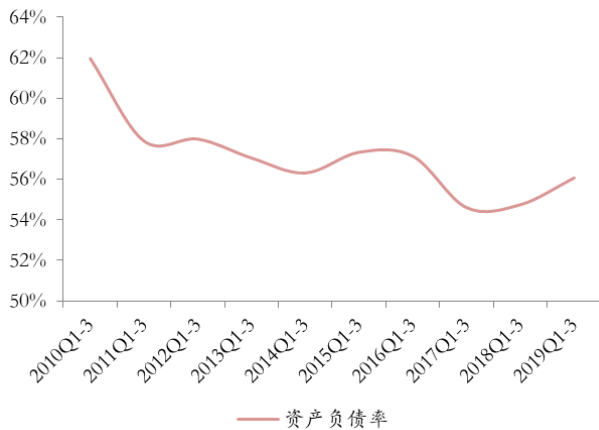
图表 12.工程机械行业经营现金流再创同期历史新高



资料来源：万得，中银国际证券

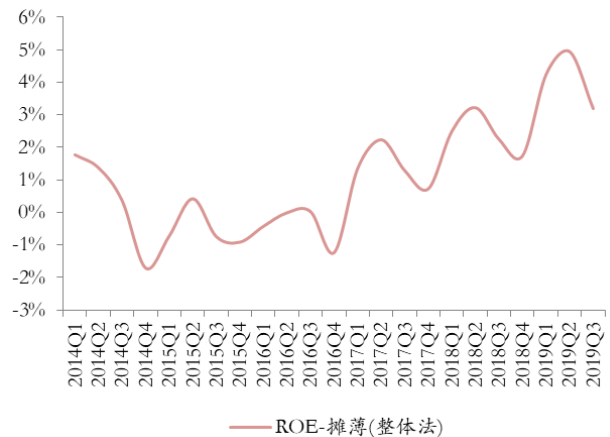
**资产负债率同比略有提升，单季度 ROE 震荡攀升。**2019 年前三季度工程机械行业资产负债率为 56.1%，相比上半年降低 1.1pct，同比略有提升，但与上一轮景气周期相比，杠杆水平明显降低。从 2016Q4 以来，单季度 ROE 保持震荡攀升的趋势，单季度 ROE 同比都有明显的改善，前三季度行业 ROE 为 12.1%，其中一季度为 4.2%，二季度为 4.9%，三季度为 3.2%，在负债率保持相对稳定、销售净利率和资产周转率不断提升的背景下，ROE 接下来还有一定的修复空间。

图表 13. 工程机械行业资产负债率前三季度略有提升



资料来源：万得，中银国际证券

图表 14. 工程机械行业单季度 ROE 震荡盘升



资料来源：万得，中银国际证券

### 风险提示

- 1) **基建和地产投资大幅低于预期。**机械设备子行业大多是顺周期属性，景气度较依赖基建、地产等固定资产投资情况，基建和地产投资大幅低于预期将会抑制下游的资本开支。
- 2) **工程机械行业景气度不及预期。**行业从 2016 年 7 月见底以来，行业景气周期已持续近 40 个月，挖掘机销量从高速增长降至中低速增长，汽车起重机 6-8 月连续 3 月销量同比下滑，未来行业景气周期可能不及预期。
- 3) **行业竞争加剧。**近两年部分行业的复苏伴随着一些新进入者的涌入，部分设备开始降价，若后续行业需求下滑，各大厂商为保市场份额可能出现价格的恶性竞争。

图表 15. 工程机械行业上市公司 2019Q1-3 业绩情况

股票代码	公司名称	2019Q1-3 营收 (亿元)	同比 (%)	2019Q1-3 归母净利润(亿元)	同比 (%)	2019Q1-3 毛利率 (%)	同增 (%)	2019Q1-3 净利率 (%)	同增 (%)
600031.SH	三一重工	586.91	42.88	91.59	87.56	32.54	1.38	16.03	3.70
000425.SZ	徐工机械	432.39	26.89	30.20	100.28	18.57	0.65	7.02	2.58
002097.SZ	山河智能	51.64	30.29	4.27	7.23	30.04	(2.60)	8.35	(2.14)
000923.SZ	河北宣工	41.02	16.10	4.07	466.21	64.19	0.78	16.14	13.30
000157.SZ	中联重科	317.55	50.96	34.80	167.08	29.82	3.45	10.90	4.78
000528.SZ	柳工	142.19	5.59	8.82	23.31	23.98	1.02	6.63	0.96
601100.SH	恒立液压	38.34	21.32	9.17	27.49	36.55	0.68	23.96	1.15
603638.SH	艾迪精密	10.68	42.44	2.58	47.28	42.46	(1.82)	24.13	0.79
600815.SH	*ST厦工	13.38	(10.44)	(2.66)	(314.99)	27.18	(2.11)	(20.37)	(28.55)
000680.SZ	山推股份	48.07	(22.40)	0.90	6.15	15.01	0.00	2.08	0.56
600984.SH	建设机械	22.88	47.07	3.82	227.89	39.19	7.40	16.68	9.19
600761.SH	安徽合力	74.84	0.31	4.84	4.15	21.36	2.14	7.61	0.52
603298.SH	杭叉集团	67.50	4.47	4.78	11.20	20.90	0.45	7.87	0.56
002459.SZ	天业通联	1.90	(22.42)	(0.40)	(393.98)	23.88	5.85	(20.85)	(26.35)
600375.SH	华菱星马	49.81	(1.09)	0.10	(30.65)	14.06	0.68	0.11	(0.10)
603611.SH	诺力股份	20.69	13.80	1.88	21.33	23.88	(0.14)	9.41	0.59

资料来源：公司公告，万得，中银国际证券



图表 16. 报告中提及上市公司估值表

公司简称	股票代码	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(倍)		最新每股净资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
恒立液压	601100.SH	买入	39.80	351.04	0.95	1.34	41.9	29.7	5.89
三一重工	600031.SH	买入	14.09	1185.88	0.73	1.37	19.3	10.3	5.03
徐工机械	000425.SZ	买入	4.54	355.65	0.26	0.50	17.5	9.1	3.56
中联重科	000157.SZ	买入	5.93	455.61	0.26	0.56	22.8	10.6	4.81
建设机械	600984.SH	未有评级	10.45	86.50	0.19	0.64	55.0	16.3	4.53
艾迪精密	603638.SH	未有评级	28.37	109.37	0.58	0.86	48.9	33.0	3.19

资料来源: Wind, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 11 月 4 日, 未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