

中性

建筑行业 2021 年中报前瞻

个股业绩分化明显，施工与装配式业绩趋稳

截至7月18日，建筑板块22家公司披露业绩预报/快报，15家预增，7家预减；6家超预期，6家不及预期。个股业绩分化明显，土建施工与装配式板块业绩趋稳。

- **业绩预增公司占比较高，板块业绩预计有边际好转：**截至7月18日，建筑板块98家重点关注上市公司中共有22家披露业绩预告/快报，其中15家预增，7家预减，预增公司数量大于预减公司数量。预计已发布预告的公司2021年2季度平均利润增速为21.3%，该增速相比2020年2季度有所提升，相比2021Q1下滑近40%。分板块看，土建施工、园林、装修板块公布业绩预告公司较多，专业工程、土建施工、装配式建筑板块平均业绩增速较快，央企业绩增速较为平稳。
- **个股业绩分化较为明显：**从业绩增速分布来看，个股业绩分化较为明显。发布业绩预告的22家公司中，超过100%或者低于-100%的业绩大幅波动个股有10个，波动幅度在50%-100%的个股有6个，20%-50%的温和增长个股数量为3个。
- **多数板块呈现增速同比改善趋势：**从各个细分板块来看，土建施工与装配式业绩增速相比去年同期较为平稳，其他板块已披露业绩预告的公司大部分均呈现增速同比改善态势。
- **土建施工与装配式相对平稳，装修与园林板块不及市场预期：**土建施工板块中多数企业业绩预增，山东路桥业绩表现较为突出，超出市场预期；设计板块中报利润增速环比降幅较大，华测检测业绩表现较好；装修与园林板块中业绩预减企业数量较多，未达到市场预期；装配式公司业绩基本保持稳定，预计未来行业需求仍有增长空间；专业工程与其他板块已披露预告公司业绩同比增速较高。
- **2021展望：基建投资相对平稳或使土建施工企业业绩趋稳，国家推进绿色建筑使装配式板块受益。**根据2021年基建、地产投资数据以及国家相关政策，我们认为土建施工与装配式板块值得关注：1.随着2021年经济持续复苏，基建投资的托底任务相对弱化，未来或保持低位稳定。基建投资相对稳定或使土建施工相关企业业绩也趋于稳定。2.国家持续推进绿色建筑发展，规定2025年装配式建筑渗透率达到30%，预计装配式企业将持续受益。3.5月开始竣工数据有所好转，6月大幅好转。若竣工数据表现持续向好，预计装修板块将受益。

相关研究报告

《建筑行业周报：超高建筑建设受限，抗震设防规范趋严》20210712

《建筑行业周报：保障住房纳入基建REITs,关注中国化学新动态》20210705

《建筑行业周报：政府部门推进发展BIPV，发展前景向好》20210628

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

证券分析师：余斯杰

(8621)20328217

sijie.yu@bocichina.com.cn

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060001

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

投资建议

- 推荐装配式设计龙头**华阳国际**，建议关注制造业投资复苏下需求有望提升的**钢构、工业建筑龙头：东南网架、精工钢构、中国化学、中国中冶**。

评级面临的主要风险

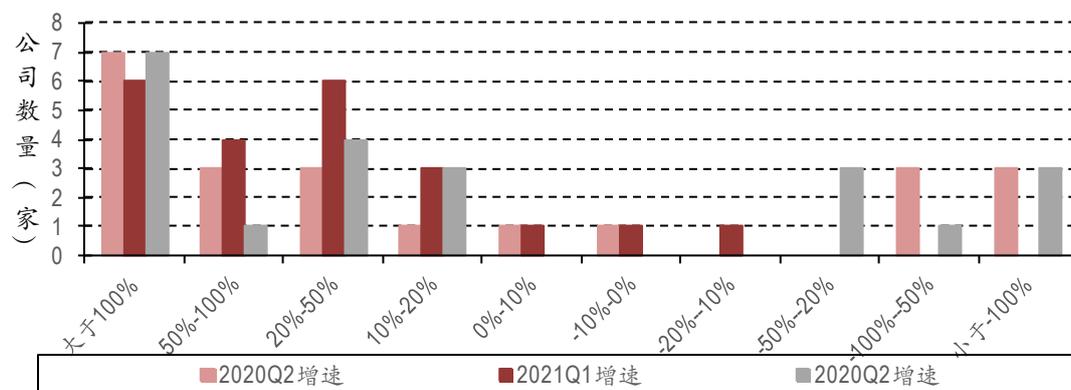
- **风险提示：**制造业投资放缓，装配式建筑推进不及预期，行业政策风险。

2021 年中报上市公司业绩预告小结

总体情况：2021 年 2 季度利润同比提升，环比 2021Q1 有所下滑

业绩预增公司占比较高，板块业绩预计有边际好转：截至 7 月 18 日，建筑板块 98 家重点关注上市公司中共有 22 家披露业绩预告/快报，其中 15 家预增，7 家预减，预增公司数量大于预减公司数量。预计已发布预告的公司 2021 年 2 季度平均利润增速为 21.3%，该增速相比 2020 年 2 季度有所提升，相比 2021Q1 下滑近 40%。分板块看，土建施工、园林、装修板块公布业绩预告公司较多，专业工程、土建施工、装配式建筑板块平均业绩增速较快，央企业绩增速较为平稳。

图表 1. 建筑板块预告业绩增速分布情况



资料来源：万得，中银证券

个股业绩分化较为明显：从业绩增速分布来看，个股业绩分化较为明显。发布业绩预告的 22 家公司中，超过 100% 或者低于 -100% 的业绩大幅波动个股有 10 个，波动幅度在 50%-100% 的个股有 6 个，20%-50% 的温和增长个股数量为 3 个。

图表 2. 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%
2020Q2 增速	7	3	3	1	1	1	0	0	3	3
2021Q1 增速	6	4	6	3	1	1	1	0	0	0
2020Q2 增速	7	1	4	3	0	0	0	3	1	3

资料来源：万得，中银证券

土建施工与装配式业绩表现相对平稳，多数板块呈现“同比改善、环比下滑”态势：从各个细分板块来看，土建施工与装配式业绩增速相比去年同期较为平稳。其他板块已披露业绩预告的公司大部分均呈现“同比改善、环比下滑”态势，环比增速下滑的主要原因是 2020Q1 基数过低。

图表 3.建筑板块上市公司业绩预告情况

代码	简称	细分行业	企业属性	预报类型	下限/百万	上限/百万	2021Q1 增速
601668.SH	中国建筑	大央企	央企	24,500.0	27,000.0	29.8	20.1
000498.SZ	山东路桥	土建施工	地方	779.7	779.7	94.8	102.8
002051.SZ	中工国际	土建施工	央企	150.0	170.0	88.4	47.8
002586.SZ	*ST 国海	土建施工	民企	15.5	23.0	162.8	476.8
000928.SZ	中钢国际	土建施工	央企	350.0	400.0	70.7	19.7
002941.SZ	新疆交建	土建施工	地方	65.0	95.0	(18.3)	(25.1)
002310.SZ	东方园林	园林	地方	(600.0)	(480.0)	(115.3)	(711.7)
002431.SZ	棕榈股份	园林	地方	14.0	21.0	(38.1)	(36.9)
002663.SZ	普邦股份	园林	民企	0.0	15.0	134.4	21.0
300237.SZ	美晨生态	园林	地方	(54.0)	(37.8)	(528.2)	(86.0)
002469.SZ	三维化学	专业工程	民企	115.0	140.0	358.2	217.0
002116.SZ	中国海诚	专业工程	央企	67.0	95.0	223.5	155.8
002541.SZ	鸿路钢构	装配	民企	416.1	510.6	145.0	90.5
002949.SZ	华阳国际	装配	民企	61.5	68.0	64.8	10.4
002135.SZ	东南网架	装配	民企	332.4	379.8	50.0	48.9
002713.SZ	东易日盛	装修	民企	(153.0)	(113.0)	45.9	793.2
002781.SZ	奇信股份	装修	地方	(49.3)	(42.3)	(4.8)	(39.7)
002830.SZ	名雕股份	装修	民企	2.6	3.9	117.2	176.2
002504.SZ	弘高创意	装修	民企	(60.0)	(45.0)	(326.0)	(1,315.0)
002856.SZ	美芝股份	装修	地方	(15.8)	(10.5)	(639.7)	(199.8)
300012.SZ	华测检测	咨询	民企	296.0	306.0	56.6	12.2
300746.SZ	汉嘉设计	咨询	海外	74.4	82.6	90.0	157.5

资料来源：万得，中银证券

图表 4.各类型企业业绩预告披露情况

细分行业	央企	地方	民企	海外	全体
公司数量	19	28	50	1	98
披露数量	4	7	10	1	22
预增数量	4	1	9	1	15
预减数量	0	6	1	0	7
超预期	1	1	4	0	6
不及预期	2	3	1	0	6
Q2 增速中值	21.5	(20.1)	70.0	157.5	21.3
Q2 同比改善	16.7	21.7	44.1	147.0	20.5
Q2 环比改善	(25.7)	(46.7)	(138.7)	147.4	(39.1)

资料来源：万得，中银证券

分行业：土建施工与装配式相对平稳，装修与园林板块不及市场预期

土建施工：多数企业业绩预增，山东路桥业绩表现超出市场预期：8家大央企中，1家披露2021年中报业绩预告；土建施工板块24家上市公司，5家披露2021H1业绩预告。6家全部预增，土建施工2季度平均业绩增速为55.0%，央企与土建施工板块Q2增速均同比改善环比下滑。分公司看，中国建筑业绩表现较为平稳，2季度归母净利润规模与2020年同期相差不大；山东路桥2021H1利润同比增速达94.8%，其中二季度同比增速高达338.0%，业绩表现较好，超出市场预期；新疆交建2021H1利润相比去年同期小幅下滑，但二季度利润增速超过200%。总体而言土建施工板块业绩表现相对平稳，山东路桥业绩较出色。

图表 5. 建筑施工行业中报预期披露情况(中报预期按照万得一致预期与最近三年中报利润占比估算)

简称	企业属性	2021H1/百万	2021H1 增速/%	2021Q2/百万	2021Q2 增速/%	中报市场预期/百万	超预期/%
中国建筑	央企	25,750.0	29.8	14,735.8	7.1	25,575.2	0.7
山东路桥	地方	779.7	94.8	620.3	338.0	565.2	37.9
中工国际	央企	160.0	88.4	91.9	(77.4)	263.5	(39.3)
*ST 国海	民企	19.3	162.8	31.1	(167.5)		
中钢国际	央企	375.0	70.7	252.4	109.5	412.0	(9.0)
新疆交建	地方	80.0	(18.3)	104.2	219.7		

资料来源: 万得, 中银证券

设计: 中报利润增速环比降幅较大, 华测检测业绩表现超预期: 设计咨询板块 18 家上市公司, 2 家披露 2021 年中报业绩预告, 2 家全部预增。预计 2 季度平均业绩增速为 28.3%, 增速同比环比均有下滑, 其中环比下滑幅度较大, 为 248.4%。分公司看, 华测检测 2021H1 归母净利润同比增速超过 50%, Q2 单季度同比增速也超过 50%, 业绩表现较为出色, 超出市场预期; 汉嘉设计 2021H1 归母净利润增速达 90%, 但 2 季度同比增速仅有 10.5%。我们认为, 在基建和地产投资表现相对平稳的背景下, 设计板块依然有望保持平稳增长。

图表 6. 设计咨询行业中报预期披露情况(中报预期按照万得一致预期与最近三年中报利润占比估算)

简称	企业属性	2021H1/百万	2021H1 增速/%	2021Q2/百万	2021Q2 增速/%	中报市场预期/百万	超预期/%
华测检测	民企	301.0	56.6	201.0	56.3	203.6	47.9
汉嘉设计	海外	78.5	90.0	57.7	10.5		

资料来源: 万得, 中银证券

园林: 板块 Q2 增速同比降幅较大, 总体业绩表现不及市场预期: 园林板块 18 家上市公司, 4 家披露业绩预告/快报, 其中 2 家业绩预增, 2 家业绩预减。板块 2 季度利润平均增速为 -109.9%, 同比下滑 280.4%, 环比下滑 122.5%。分公司看, 东方园林和美晨生态 2021H1 分别亏损 5.4 和 0.5 亿元, 大幅不及市场预期; 棕榈股份 2021H1 归母净利润同比增速有所下滑, 但 Q2 表现较好, 单季度同比增速达 1,158.5%; 普邦股份 2021H1 归母净利润及同比增速均为正, 但 Q2 业绩不及去年同期。总体而言园林板块业绩表现不及市场预期。但“碳达峰、碳中和”政策的施行和碳交易市场的开启或许会带来新的发展机遇。

图表 7. 园林行业中报预期披露情况(中报预期按照万得一致预期与最近三年中报利润占比估算)

简称	企业属性	2021H1/百万	2021H1 增速/%	2021Q2/百万	2021Q2 增速/%	中报市场预期/百万	超预期/%
东方园林	地方	(540.0)	(115.3)	(221.4)	105.8	89.6	(702.7)
棕榈股份	地方	17.5	(38.1)	160.1	1,158.5	23.8	(26.3)
普邦股份	民企	7.5	134.4	16.0	(83.5)		
美晨生态	地方	(45.9)	(528.2)	8.9	28.3	30.3	(251.5)

资料来源: 万得, 中银证券

装修: 披露个股利润平均增速同比环比均有改善: 装修板块 16 家上市公司共 5 家披露业绩预告, 其中 2 家业绩预增, 3 家业绩预减。2 季度利润平均增速为 1,063.6%, 相比 2020 年同期改善 1,163.7%, 环比改善 1,049.2%。分公司来看, 东易日盛、奇信股份、弘高创意、美芝股份出现亏损, 但弘高创意和美芝股份 2020Q2 增速均超过 80%; 东易日盛业绩表现不及市场预期。随着 6 月份竣工数据大幅好转, 预计装修板块业绩将快速回升。

图表 8. 装修行业中报预期披露情况(中报预期按照万得一致预期与最近三年中报利润占比估算)

简称	企业属性	2021H1/百万	2021H1 增速/%	2021Q2/百万	2021Q2 增速/%	中报市场预期/百万	超预期/%
东易日盛	民企	(133.0)	45.9	87.5		31.9	(516.8)
奇信股份	地方	(45.8)	(4.8)	(20.8)	(100.8)		
名雕股份	民企	3.3	117.2	19.1	(54.9)		
弘高创意	民企	(52.5)	(326.0)	(42.9)	106.5		
美芝股份	地方	(13.1)	(639.7)	(14.0)	80.6		

资料来源: 万得, 中银证券

装配式: 板块业绩基本符合市场预期, 行业需求仍有增长空间: 装配式建筑 6 家上市公司 3 家公布 2021 年半年度业绩预告, 3 家全部预增。2021 年 2 季度利润平均增速为 59.3%, 同比提升 13.3pct。分公司看, 3 家公司 2021H1 利润增速全部超过 50%, 其中, 鸿路钢构归母净利润为 4.6 亿元, 同比增速达 145.0%, 2 季度利润增速为 45.1%, 基本符合市场预期。华阳国际 2021H1 利润增速超过 60%, 其中 2 季度利润增速达 102.9%。装配式板块业绩表现与市场预期相差不大, 随着国家对绿色建筑不断推进, 预计装配式(尤其是装配式钢结构)建筑未来需求增长的空间较大, 板块内企业业绩提升的可能性也较大。

图表 9. 装修行业中报预期披露情况(中报预期按照万得一致预期与最近三年中报利润占比估算)

简称	企业属性	2021H1/百万	2021H1 增速/%	2021Q2/百万	2021Q2 增速/%	中报市场预期/百万	超预期/%
鸿路钢构	民企	463.3	145.0	281.1	45.1	455.9	1.6
华阳国际	民企	64.8	64.8	72.5	102.9	64.1	1.0
东南网架	民企	356.1	50.0	201.6	29.3	341.9	4.2

资料来源: 万得, 中银证券

专业工程与其他: 已披露预告公司业绩同比增速较高: 专业工程板块共有 2 家公司披露业绩预告, 2 家公司全部预增, 且 2021H1 利润增速均超过 220%。2021 年 2 季度板块利润平均增速为 286.9%, 同比提升 488.9pct, 环比提升 110.0%。其中三维化学业绩表现较好, 2 季度归母净利润为 0.8 亿元, 同增 51.2%; 中国海诚 2 季度利润同比增长超过 280%, 幅度较大。

图表 10. 其他建筑企业中报预期披露情况(中报预期按照万得一致预期与最近三年中报利润占比估算)

简称	企业属性	2021H1/百万	2021H1 增速/%	2021Q2/百万	2021Q2 增速/%	中报市场预期/百万	超预期/%
三维化学	民企	127.5	358.2	75.2	51.2		
中国海诚	央企	81.0	223.5	51.0	280.7		

资料来源: 万得, 中银证券

图表 11. 各细分行业业绩预告披露情况

细分行业	大央企	土建施工	园林	专业工程	装配	装修	咨询
公司数量	8	24	18	8	6	16	18
披露数量	1	5	4	2	3	5	2
预增数量	1	4	1	2	3	2	2
预减数量	0	0	3	0	0	3	0
超预期	1	1	0	0	3	0	1
不及预期	0	2	3	0	0	1	0
Q2 增速中值	20.1	55.0	(109.9)	286.9	59.3	1,063.6	28.3
Q2 同比改善	13.0	13.6	(280.4)	488.9	13.3	1,163.7	(21.1)
Q2 环比改善	(25.3)	(347.0)	(122.5)	110.0	(121.5)	1,049.2	(248.4)

资料来源: 万得, 中银证券

2021 展望：基建投资相对平稳或使土建施工企业业绩趋稳，国家推进绿色建筑使装配式板块受益，看好竣工相关细分产业复苏。参考建筑行业的业绩预告情况，可以看出土建施工板块与装配式板块的业绩相对稳定。根据 2021 年基建、地产投资数据以及国家相关政策，我们认为土建施工与装配式板块值得关注：1.随着 2021 年经济持续复苏，基建投资的托底任务相对弱化，未来或保持低位稳定。基建投资相对稳定或使土建施工相关企业业绩也趋于稳定。2.国家持续推进绿色建筑发展，规定 2025 年装配式建筑渗透率达到 30%，预计装配式企业将持续受益。3.2021 年 1-4 月竣工数据相对疲软，但 5 月开始竣工数据有所好转，6 月大幅好转。若竣工数据表现持续向好，预计装修板块将受益。

风险提示

1. **装配式建筑推进不及预期：**2020 年是“十三五”规划收官之年，也是装配式建筑推进的重要节点的一年。后续包括“十四五”规划对装配式建筑渗透率提升仍有要求，但目前行业增长动力仍部分依靠政策引导，短期或存在推进放缓风险
2. **制造业投资增速回升不及预期：**制造业投资占固定资产投资比重最大，且对轻钢结构，工业建筑施工等形成巨大的需求。制造业投资包括工业企业利润增速等相关指标已经有较长时间持续下滑。目前制造业投资回升尚未形成确立趋势。
3. **宏观流动性收紧：**随着经济持续复苏，基建托底需求弱化，流动性宽松信用扩张的背景一旦改变，则有宏观流动性收紧的风险。建筑行业对资金有较大需求，或将受到影响。

附录图表 12. 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)
					2020A	2021E	2020A	2021E	
002949.SZ	华阳国际	买入	16.89	33.1	0.88	1.17	19.1	14.4	6.51
002325.SZ	洪涛股份	增持	2.41	30.6	(0.28)	0.12	(8.8)	20.7	2.16
601668.SH	中国建筑	未有评级	4.67	1,959.0	1.07	1.19	4.4	3.9	7.18
601186.SH	中国铁建	未有评级	7.29	925.6	1.65	1.86	4.4	3.9	14.00
601117.SH	中国化学	未有评级	8.98	443.0	0.74	0.92	12.1	9.8	7.23
601669.SH	中国电建	未有评级	3.99	610.4	0.52	0.57	7.6	7.1	6.21
601390.SH	中国中铁	未有评级	5.21	1,198.7	1.03	1.15	5.1	4.5	8.73
601800.SH	中国交建	未有评级	6.27	873.1	1.00	1.19	6.3	5.3	13.45
601618.SH	中国中冶	未有评级	3.19	617.6	0.38	0.43	8.4	7.3	3.84
600068.SH	葛洲坝	未有评级	8.15	375.3	0.93	1.30	8.8	6.3	7.37
002541.SZ	鸿路钢构	未有评级	54.34	285.3	1.52	2.14	35.7	25.4	11.10
600477.SH	杭萧钢构	未有评级	3.60	77.5	0.34	0.32	10.7	11.2	1.92
600496.SH	精工钢构	未有评级	4.02	80.9	0.32	0.40	12.5	10.1	3.46
002949.SZ	东南网架	未有评级	16.89	33.1	0.88	1.17	19.1	14.4	6.51
002950.SZ	金螳螂	未有评级	7.73	207.4	0.88	1.03	8.7	7.5	6.48

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2021 年 7 月 16 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