

002949.SZ
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 16.25

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	(12.9)	(3.8)	(8.5)	(54.2)
相对深证成指	(9.7)	0.4	(7.8)	(58.7)

发行股数(百万)	196
流通股(%)	48
总市值(人民币 百万)	3,186
3个月日均交易额(人民币 百万)	20
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
唐崇武	26

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2021 年 8 月 17 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: 房屋建设
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

华阳国际

营收大幅增长, 设计与造价订单同比提升

公司发布 2021 年中报, 上半年公司营收 10.5 亿, 同增 79.0%; 归母净利润 0.6 亿, 同增 65.2%。EPS0.32 元/股, 同增 58.1%。剔除施工业务后公司设计与造价业务综合毛利率提升, 二季度设计与造价订单金额同比增加。

支撑评级的要点

- **Q2 营收与经营活动现金流量同比大幅提升:** 2021Q2 营收 6.9 亿元, 同增 72.5%; 归母净利润 0.7 亿, 同增 10.6%。2021H1 公司经营活动现金流量净额 -1.5 亿元, 主要系公司支付跨期薪酬增加及上半年收款占比较低。
- **剔除施工业务后设计造价综合毛利率同比提升:** 公司 2020Q2 中标大额 EPC 项目于今年二季度形成营收, 该业务毛利率较低拖累公司整体毛利率。剔除施工业务后, 公司设计及造价业务毛利率有所提升, 营收及利润增幅表现较好。
- **二季度设计与造价业务新签订单金额同比提升但增速略不及以前水平:** 单二季度公司新签设计与造价订单金额同比提升但增速略低于以前水平, 主要系集中供地政策施行及开工竣工数据疲软导致项目减少, 行业竞争加剧。
- **装配式建筑设计和 BIM 技术是重要发展方向:** 公司较早开始装配式建筑设计与 BIM 技术研究, 先发优势明显, 装配式设计中的深化设计过程有望成为公司重要利润增长点。公司参编一系列建筑设计行业规范, 发展前景良好。

估值

- 考虑公司部分细分业务毛利率下滑, 我们小幅下调业绩预期。预计 2021-2023 年公司收入为 24.4、30.3、36.9 亿元; 归母净利润分别为 2.2、3.0、4.0 亿元; EPS 分别为 1.14、1.53、2.03 元。维持公司**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 装配式建筑增速下滑, 深化设计收费不及预期、人员流失严重, 业务扩张效果不及预期。

投资摘要

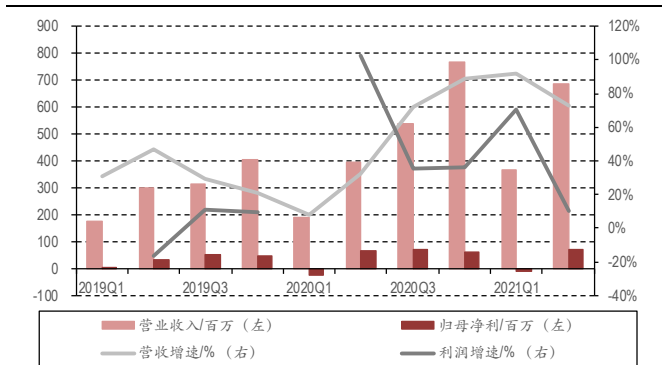
年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	1,195	1,894	2,435	3,027	3,692
变动(%)	30	59	29	24	22
净利润(人民币 百万)	136	173	224	301	398
全面摊薄每股收益(人民币)	0.695	0.884	1.142	1.533	2.031
变动(%)	7.7	27.2	29.3	34.2	32.4
市场预期每股收益(人民币)			1.160	1.520	1.950
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.192	1.600	2.119
调整幅度(%)			(4.2)	(4.2)	(4.2)
全面摊薄市盈率(倍)	23.4	18.4	14.2	10.6	8.0
价格/每股账面价值(倍)	(26.3)	(7.1)	13.6	9.9	7.3
每股现金流量(人民币)	(0.62)	(2.28)	1.20	1.64	2.22
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.6	12.5	9.7	7.5	5.9
每股股息(人民币)	0.26	0.46	0.34	0.46	0.61
股息率(%)	1.6	2.8	2.1	2.8	3.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

一、Q2 营收与经营活动现金流量同比大幅提升

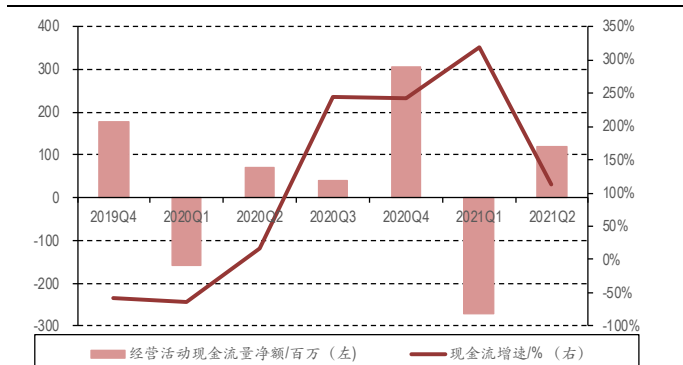
公司发布 2021 年中报，上半年公司营收 10.5 亿，同增 79.0%；归母净利 0.6 亿，同增 65.2%。EPS0.32 元/股，同增 58.1%。2021Q2 营收 6.9 亿元，同增 72.5%；归母净利 0.65 亿，同增 10.6%；EPS0.37 元/股，同增 8.8%。二季度公司营收增速较高，利润增速略低。2021 年上半年公司毛利率为 21.2%，同减 5.2pct；净利率 6.2%，同减 0.5pct。2021H1 公司经营活动现金流量净额为-1.5 亿元，同比降幅较大，主要系公司支付跨期薪酬增加、以及上半年收款占比较低。但二季度经营现金流量净额为 1.2 亿元，同增 66.5%，主要系公司 2 季度销售商品提供劳务收到的现金增加。

图表 1. 2021Q2 公司营收高速增长，利润增速稍低



资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 公司 2021Q2 现金流同比增幅较大

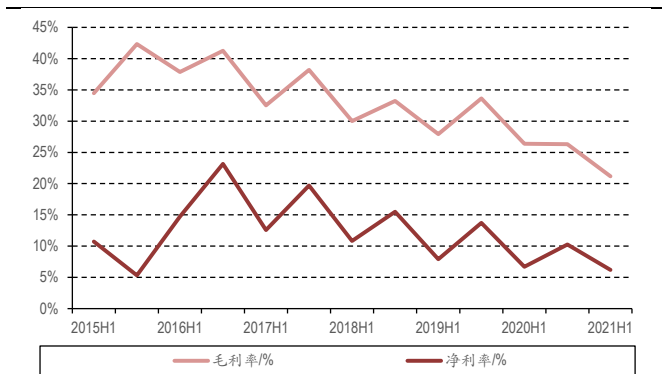


资料来源：公司公告，中银证券

二、剔除施工业务后公司设计与造价业务综合毛利率同比提升

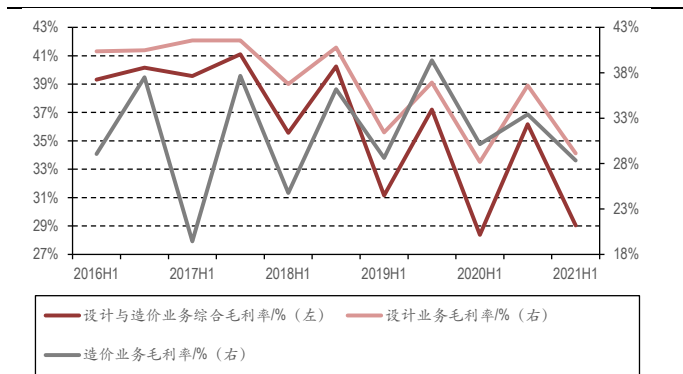
公司 2021H1 综合毛利率下滑，但剔除施工业务后设计造价业务毛利率同比提升。2021 年上半年公司毛利率为 21.2%，同减 5.2pct，降幅稍大。但需要注意的是，2020 年二季度公司中标了观澜中学改扩建、市第二十一高级中学、红山中学高中部工程总承包 (EPC) 项目，合计金额 15.5 亿元，今年上半年开始确认收入。2021H1 施工业务营收 3.1 亿元，营收占比 29.2%，但毛利率仅有 3.3%，对公司综合毛利率形成较大拖累。剔除施工业务之后，公司设计、造价业务综合毛利率为 29.0%，同比提升 0.6pct。其中设计和造价业务营收增幅分别为 30.7%和 41.0%，利润增速分别为 35.0%和 40.2%，增长速度较快，发展势头良好。

图表 3. 2021H1 公司毛利率和净利率均有下滑



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 设计和造价业务综合毛利率同比提升



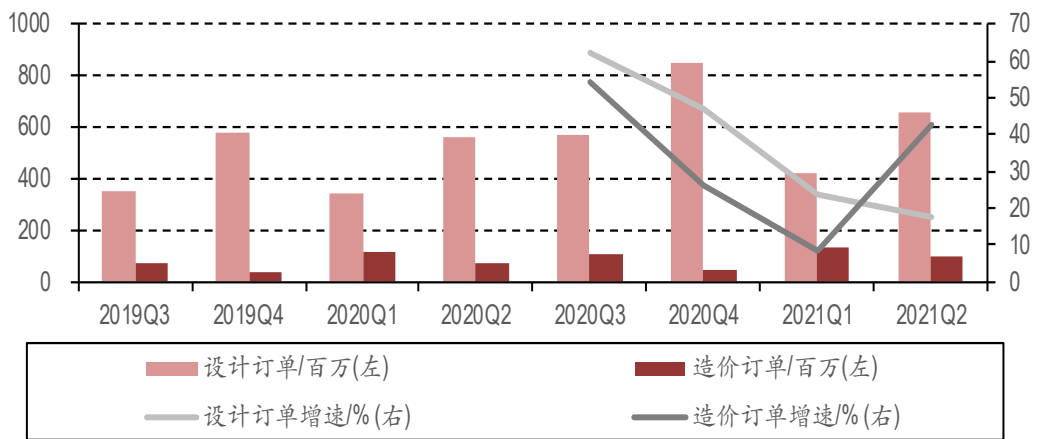
资料来源：公司公告，中银证券

三、二季度设计与造价新签订单金额同比提升，但增速略低于以前水平

设计与造价新签订单合计金额同比增速超预期，但相比以前略有下降。2021年上半年，公司建筑设计业务新签合同额为10.8亿元，同增18.9%；造价咨询业务新签合同额2.3亿元，同增21.2%；全过程工程咨询等其他业务新签合同额为0.7亿元，同减97.2%。2020年二季度公司中标大额EPC项目使得当期新签合同额大幅提升，但我们认为这种情况可能不具有持续性。剔除施工订单之后，公司单二季度建筑设计及造价业务新签订单金额分别为6.6亿元、1.0亿元，同增17.0%、40.3%，设计与造价新签订单合计金额同增20.6%，超出我们预估的10%，但不及以前增速水平。

集中供地政策及开工竣工数据疲软或为二季度订单增速下滑主要原因。公司二季度新签设计与施工合同金额同比提升，但增速略有下滑，我们认为主要原因是上半年集中供地开启导致土地资源供应量下降，房地产企业土地储备减少，使得建筑设计企业获得的订单数量有所减少。同时，今年开工竣工数据表现较弱，建筑行业整体发展受限，行业竞争趋于白热化，导致公司二季度订单增速有所下降。

图表 5. 2019Q3 至今公司单季度新签订单情况

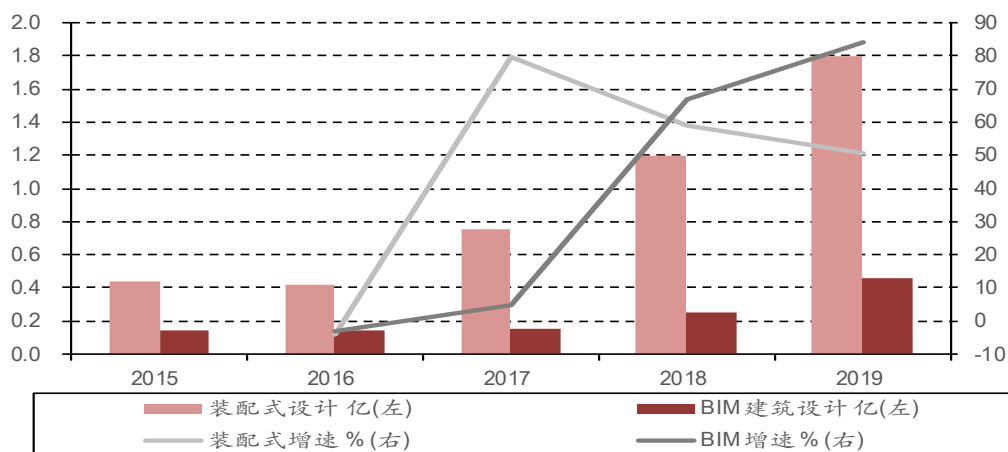


资料来源：公司公告，中银证券

四、装配式建筑设计和 BIM 技术是重要发展方向

公司较早开始装配式建筑与 BIM 技术研究，深化设计差异化收费预期成为利润增长点。公司从 2008 年开始 BIM 技术的研究，是国内较早开始 BIM 技术研究的公司，已经积累了 50 多个项目和超过百万平方米的项目设计咨询经验，先发优势明显。2021H1 装配式设计新签订单金额为 3.7 亿元，占建筑设计新签订单总额的 34.2%，同比提升 35.9%。由于装配式建筑设计中的深化设计过程尚未形成国家统一收费标准，因此公司可以针对深化设计进行差异化收费，预计将成为公司的重要利润增长点。

图表 6. 公司装配式与 BIM 设计持续高速增长



资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 上海市装配式建筑专项设计收费情况

预制率	建筑面积/万平					
	住宅、公寓			公共、工业建筑		
	<10	>10 且 <20	>20	<10	>10 且 <20	>20
<20%	12	10	8	14	12	10
>20% 且 <40%	13	12	10	15	13	11
>40%	15	14	13	17	15	13

资料来源：上海市住建委，中银证券

公司参编一系列行业规范，是业内标杆企业，双碳政策下发展前景良好。公司参与了一系列装配式建筑设计、BIM 设计相关规范和图集的编制，在行业内起到技术标杆的作用。在“碳达峰、碳中和”政策背景下，国家对绿色建筑的重视程度不断提高，装配式建筑和 BIM 技术的需求逐渐增加，公司未来有望获得更多相关订单，持续提升营收水平。

图表 8. 公司参编主编装配式与 BIM 设计一系列重要规范与图集

领域	名称	等级	职责	领域	名称	等级	职责
装配式	《装配式混凝土结构技术规程》	国标	参编	设计图集	《公共租赁住房标准设计样图》	国家级	参编
装配式	《装配式住宅建筑设计规程》	国标	参编	设计图集	《装配式混凝土结构住宅建筑设计（剪力墙）》	国家级	参编
装配式	《工业化建筑评价标准》	国标	参编	设计图集	《预制混凝土剪力墙外墙板》	国家级	参编
装配式	《装配式建筑评价标准》	国标	参编	设计图集	《预制混凝土剪力墙内墙板》	国家级	参审
装配式	《装配式混凝土建筑技术规范》	国标	参编	设计图集	《深圳保障房标准化设计图集-套型及组合图》	市级	主编
BIM	《建筑工程设计信息模型交付标准》	国标	参编	设计图集	《深圳保障房标准化设计图集-公租房普通工法》	市级	主编
BIM	《BIM 分类和编码标准》	国标	参编	设计图集	《深圳保障房标准化设计图集-公租房工业工法》	市级	主编
BIM	《建筑工程设计信息模型制图标准》	国标	参编	设计图集	《深圳保障房标准化设计图集-安居房普通工法》	市级	主编
BIM	《深圳市工务署 BIM 实施管理标准》	市标	主编	设计图集	《深圳保障房标准化设计图集-安居房工业工法》	市级	主编
BIM	《深圳市政府建筑工程 BIM 标准》	市标	主编	设计图集	《深圳保障房标准化设计图集-一次性装修》	市级	主编
BIM	《深圳市政府建筑工程 BIM 平台导则》	市标	主编	设计图集	《装配式住宅外围护墙板》	市级	主编

资料来源：公司招股说明书，中银证券

图表 11. 2021Q2 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2020Q2	2021Q2	同比增长(%)
营业收入	397.01	685.41	72.64
营业税及附加	3.44	3.28	(4.83)
净营业收入	393.57	682.13	73.32
营业成本	262.67	519.66	97.84
销售费用	6.31	12.02	90.57
管理费用	40.67	61.23	50.57
财务费用	0.61	2.88	368.61
资产减值损失	(10.26)	(12.18)	(18.77)
营业利润	76.00	85.29	12.23
营业外收入	0.10	0.13	31.08
营业外支出	0.75	0.15	(80.56)
利润总额	75.35	85.28	13.17
所得税	7.88	10.45	32.50
少数股东损益	1.80	2.19	21.83
归属母公司股东净利润	65.66	72.64	10.62
扣除非经常性损益的净利润	63.62	45.87	(27.90)
每股收益(元)	0.33	0.37	12.12
扣非后每股收益(元)	0.32	0.23	(28.13)
毛利率(%)	33.84	24.18	减少 9.66 个百分点
净利率(%)	16.99	10.92	减少 6.08 个百分点
销售费用率(%)	1.59	1.75	增加 0.16 个百分点
管理费用率(%)	10.24	8.93	减少 1.31 个百分点
财务费用率(%)	0.15	0.42	增加 0.27 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 2021H1 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2020H1	2021H1	同比增长(%)
营业收入	586.96	1,050.35	78.95
营业税及附加	4.74	5.44	14.76
净营业收入	582.22	1,044.91	79.47
营业成本	432.04	828.06	91.66
销售费用	12.16	19.68	61.84
管理费用	85.68	114.67	33.83
财务费用	0.60	5.75	860.42
资产减值损失	11.54	5.79	(49.79)
营业利润	46.30	75.91	63.96
营业外收入	0.13	0.23	74.37
营业外支出	0.76	0.21	(71.84)
利润总额	45.67	75.93	66.24
所得税	3.69	8.68	135.40
少数股东损益	2.70	2.35	(12.97)
归属母公司股东净利润	39.29	64.90	65.20
扣除非经常性损益的净利润	33.09	33.09	0.00
每股收益(元)	0.20	0.33	65.00
扣非后每股收益(元)	0.17	0.17	0.00
毛利率(%)	26.39	21.16	减少 5.23 个百分点
净利率(%)	7.15	6.40	减少 0.75 个百分点
销售费用率(%)	2.07	1.87	减少 0.20 个百分点
管理费用率(%)	14.60	10.92	减少 3.68 个百分点
财务费用率(%)	0.10	0.55	增加 0.45 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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	1,195	1,894	2,435	3,027	3,692
销售成本	820	1,395	1,806	2,224	2,671
经营费用	152	177	324	403	491
息税折旧前利润	192	254	327	424	542
折旧及摊销	34	49	44	48	49
经营利润(息税前利润)	158	205	283	376	493
净利息收入/(费用)	1	(4)	(22)	(26)	(28)
其他收益/(损失)	13	13	2	5	5
税前利润	159	202	261	350	465
所得税	23	29	37	50	66
少数股东权益	12	18	15	18	28
净利润	136	173	224	301	398
核心净利润	123	161	222	296	393
每股收益(人民币)	0.695	0.884	1.142	1.533	2.031
核心每股收益(人民币)	0.626	0.819	1.130	1.508	2.006
每股股息(人民币)	0.262	0.460	0.340	0.460	0.610
收入增长(%)	30	59	29	24	22
息税前利润增长(%)	(1)	30	38	33	31
息税折旧前利润增长(%)	9	32	29	30	28
每股收益增长(%)	8	27	29	34	32
核心每股收益增长(%)	9	31	38	33	33

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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	159	202	261	350	465
折旧与摊销	34	49	44	48	49
净利息费用	(1)	4	22	26	28
运营资本变动	(163)	129	74	74	72
税金	65	102	44	52	60
其他经营现金流	(345)	32	(65)	(82)	(98)
经营活动产生的现金流	76	260	233	320	432
购买固定资产净值	197	228	1	0	0
投资减少/增加	(13)	(9)	(3)	(3)	(3)
其他投资现金流	(52)	(488)	0	0	(0)
投资活动产生的现金流	(237)	(707)	2	3	3
净增权益	473	(2)	0	0	0
净增债务	10	520	450	0	0
支付股息	69	90	67	90	120
其他融资现金流	7	49	(21)	(25)	(28)
融资活动产生的现金流	421	476	362	(115)	(147)
现金变动	259	27	597	207	288
期初现金	152	415	239	836	1,043
公司自由现金流	(161)	(448)	235	322	435
权益自由现金流	(145)	120	663	297	407

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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	415	239	836	1,043	1,331
应收帐款	499	531	671	821	990
库存	17	1	8	16	24
其他流动资产	277	770	770	770	770
流动资产总计	1,208	1,541	2,284	2,650	3,115
固定资产	386	362	403	385	350
无形资产	74	199	193	186	180
其他长期资产	212	273	195	172	165
长期资产总计	672	834	791	744	694
总资产	1,879	2,375	3,076	3,394	3,810
应付帐款	120	182	238	296	357
短期债务	11	69	69	69	69
其他流动负债	565	334	351	378	422
流动负债总计	696	586	659	743	848
长期借款	0	5	5	5	5
其他长期负债	5	338	793	798	803
股本	196	196	196	196	196
储备	982	1,250	1,423	1,651	1,957
股东权益	1,178	1,446	1,619	1,847	2,153
少数股东权益	28	46	61	80	107
总负债及权益	1,879	2,375	3,076	3,394	3,810
每股帐面价值(人民币)	5.87	7.14	7.94	9.02	10.44
每股有形资产(人民币)	6.82	10.99	14.60	16.25	18.41
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.53)	0.88	0.16	(0.87)	(2.32)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	16.1	13.4	13.4	14.0	14.7
息税前利润率(%)	13.2	10.8	11.6	12.4	13.3
税前利润率(%)	13.3	10.7	10.7	11.6	12.6
净利率(%)	12.4	10.1	9.8	10.5	11.5
流动性					
流动比率(倍)	1.7	2.6	3.5	3.6	3.7
利息覆盖率(倍)	129.9	71.3	15.1	16.5	19.3
净权益负债率(%)	(33.9)	12.0	1.9	(9.2)	(21.1)
速动比率(倍)	1.7	2.6	3.5	3.5	3.6
估值					
市盈率(倍)	23.4	18.4	14.2	10.6	8.0
核心业务市盈率(倍)	25.9	19.8	14.4	10.8	8.1
市净率(倍)	2.8	2.3	2.0	1.8	1.6
价格/现金流(倍)	(26.3)	(7.1)	13.6	9.9	7.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.6	12.5	9.7	7.5	5.9
周转率					
存货周转天数	5.2	0.1	1.2	1.9	2.4
应收帐款周转天数	152.4	102.4	100.5	99.1	97.9
应付帐款周转天数	53.6	47.6	48.2	48.5	48.8
回报率					
股息支付率(%)	37.8	52.0	29.8	30.0	30.0
净资产收益率(%)	12.6	13.2	14.8	17.3	19.8
资产收益率(%)	7.9	8.0	7.8	9.4	11.2
已运用资本收益率(%)	11.3	9.5	9.8	11.9	13.9

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