

000786.SZ
买入

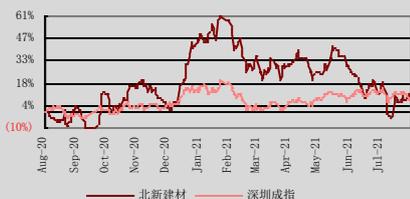
原评级: 买入

市场价格: 人民币 36.7

板块评级: 中性

本报告要点

- 北新建材 2021 年中报点评。

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(10.9)	(3.3)	(13.6)	12.4
相对深证成指	(8.6)	0.1	(13.7)	4.9

发行股数(百万)	1,690
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	62,005
3个月日均交易额(人民币 百万)	542
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
中国建材股份有限公司	38

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以 2021 年 8 月 19 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

建筑材料: 其他建材

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

北新建材

石膏板销量超预期, “一体两翼” 成长可期

公司发布 2021 年中报, 上半年公司营收 101.3 亿, 同增 46.8%; 归母净利 18.4 亿, 同增 103.4%。EPS1.09 元/股, 同增 103.4%。石膏板业务毛利率提升, 销量增速超预期, “一体两翼” 布局助力公司高速发展。

支撑评级的要点

- **业绩向好, 营收与利润增速均有提升:** 2021Q2 营收 59.5 亿元, 同增 22.9%; 归母净利 13.2 亿, 同增 51.3%; EPS0.78 元/股, 同增 52.9%。2021H1 公司经营活动现金流量净额 10.9 亿元, 同增 232.6%。主要系公司上半年收入增加、销售回款相应增加, 且公司所属子公司上年同期支付美国石膏板事项和解费, 而本期无此事项。
- **石膏板业务毛利率提升, 销量增速超预期:** 上半年石膏板业务毛利率 39.9%, 同增 7.8pct。预计上半年石膏板销量约 12 亿平, 同增 46.7%; 价格成本保持稳定; 龙骨销量 19.4 万吨, 同增 49.2%, 毛利率或受钢价影响有所下滑; 防水卷材销量约 7,750 万平, 增速约 30%, 毛利率受沥青影响有所下降。2021H1 石膏板销量增速超预期, 主要原因有二: 1. 2020H1 受疫情影响基数较低; 2. 竣工数据转好带动石膏板需求量上升。
- **“一体两翼” 布局助力公司高速发展:** 近期公司进一步调升石膏板价格 (泰山涨价 0.2 元/平, 其他 0.2-0.4 元/平不等), 若竣工数据持续回暖, 我们预计公司石膏板利润增速仍将保持快速增长。此外公司近期与科顺股份、凯伦股份成立防水合资公司, 又设立涂料子公司, 彰显公司发展防水和涂料业务的决心, 预计未来防水和涂料业务也有较好发展前景。

估值

- 考虑石膏板原材料价格上涨, 我们小幅调整业绩预期。预计 2021-2023 年公司收入为 228.6、254.2、288.7 亿元; 归母净利分别为 42.1、47.4、54.2 亿元; EPS 分别为 2.49、2.81、3.21 元。维持公司**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 防水业务影响公司现金流, 石膏板涨价落实情况不及预期。

投资摘要

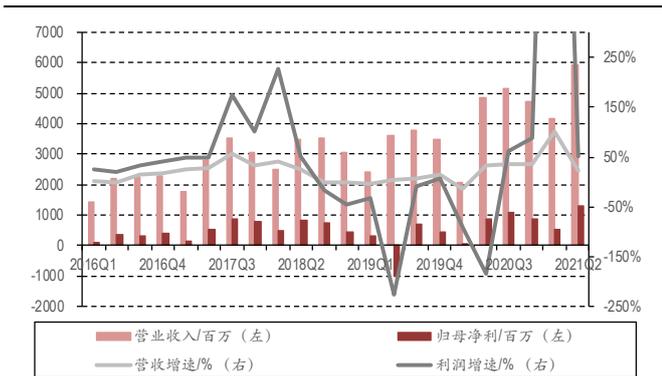
年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	13,323	16,803	22,858	25,416	28,865
变动(%)	6	26	36	11	14
净利润(人民币 百万)	441	2,860	4,205	4,743	5,418
全面摊薄每股收益(人民币)	0.261	1.693	2.489	2.807	3.207
变动(%)	(82.1)	548.3	47.0	12.8	14.2
市场预期每股收益(人民币)			2.280	2.700	3.100
原先预测摊薄每股收益(人民币)			2.422	2.924	3.557
调整幅度(%)			2.7	(4.0)	(9.9)
全面摊薄市盈率(倍)	140.6	21.7	14.7	13.1	11.4
价格/每股现金流量(倍)	113.0	80.2	12.7	10.3	9.3
每股现金流量(人民币)	0.32	0.46	2.89	3.58	3.96
企业价值/息税折旧前利润(倍)	52.0	16.1	10.6	9.5	8.5
每股股息(人民币)	0.35	0.46	0.75	0.84	0.96
股息率(%)	1.0	1.3	2.0	2.3	2.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

一、业绩向好，净利增幅超过营收增幅

事件：公司发布 2021 年中报，上半年公司营收 101.3 亿，同增 45.8%；归母净利润 18.4 亿，同增 103.4%。EPS1.09 元/股，同增 103.4%。2021Q2 营收 59.5 亿元，同增 22.9%；归母净利润 13.2 亿，同增 51.3%；EPS0.78 元/股，同增 52.9%。二季度公司利润增速超过营收增速。2021 年上半年公司毛利率为 33.8%，同增 2.3pct；净利率 18.2%，同增 5.2pct。2021H1 公司经营活动现金流量净额为 10.9 亿元，同增 232.6%。主要系公司上半年收入增加、销售回款相应增加，且公司所属子公司上年同期支付美国石膏板事项和解费，而本期无此事项。

图表 1. 2021Q2 公司净利增速高于营收增速



资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 2021H1 公司经营活动现金流同比保持稳定



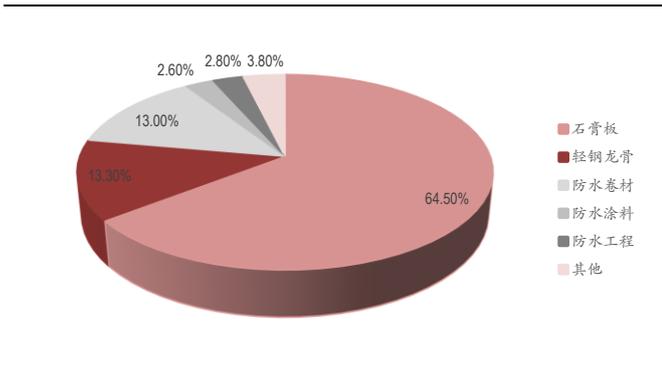
资料来源：公司公告，中银证券

二、石膏板毛利率提升，销量增速超预期

石膏板提价叠加成本控制能力较强，毛利率有明显提升。2021 年上半年，公司最主要业务仍为石膏板，营收占比接近 65%。报告期内公司石膏板业务毛利率为 39.9%，同增 7.8pct。2021 年以来，公司泰山牌、非泰山牌石膏板已经累计上调 0.9 元/平、1.1-1.5 元/平，最近一轮调价是 8 月 15 日，子公司泰山石膏发布涨价函，决定自 8 月 18 日起，上调全国石膏板、装饰板出厂价格，其中泰山牌系列上涨 0.2 元/平，非泰山系列分不同区域上涨 0.2-0.4 元/平不等，装饰板和 OEM 石膏板均上涨 0.3 元/平。产品提价体现公司强大的成本转嫁能力，本次涨价后，预计下半年公司毛利率将进一步提升。

“成本上涨+需求旺盛”或是提价主要原因。我们认为此次提价的主要原因有二：一是护面纸成本上升。强伟纸业与枣庄华润纸业分别宣布 8 月 14 日和 15 日上调护面纸出厂价 400 元/吨，原材料成本上涨使得北新建材需要适当提价传导成本压力；二是石膏板需求旺盛。2021 年 6 月份竣工数据大幅转好，7 月继续向好，石膏板需求提升。虽然护面纸和煤炭价格都在上涨，但公司可依靠靠近火电厂、降低脱硫石膏运输费用，以及泰山石膏自产护面纸带来的成本优势增强对成本的控制能力，使石膏板业务的毛利率有较明显提升。

图表 3. 2021H1 石膏板仍是公司主要业务



资料来源：公司公告，中银证券

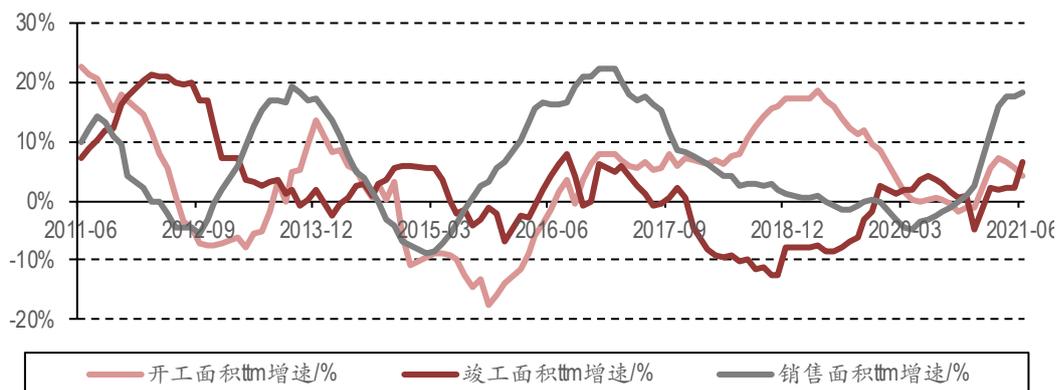
图表 4. 2020 年中开始国废均价和动力煤价格持续上涨



资料来源：万得，中银证券

基数较低叠加竣工数据转好拉动需求或是销量超预期原因。据我们测算，2021年上半年，公司石膏板销量为12.1亿平，同增46.6%；其中龙牌、泰山和梦牌石膏板销量分别为2.4、9.4和0.4亿平，同增46.9%、48.4%和14.7%。总体而言公司石膏板销量增速超出我们预期。我们认为公司石膏板销量高增主要有两个原因：一是2020年上半年受疫情影响导致基数较低；二是2021年1-6月竣工转好使得需求旺盛。2021H1竣工面积3.65亿平，同比增长25.7%。其中6月份竣工面积为0.89亿平，同比大幅增长66.6%。竣工数据转好使得石膏板需求增加，公司石膏板发货量增速较高。

图表 5. 竣工数据转好带动石膏板需求增长



资料来源：万得，中银证券

未来龙骨业务仍有提升空间：除主营石膏板业务之外，公司龙骨和防水业绩也有所提升。2021年上半年，公司龙骨销量为19.4万吨，同增49.2%。公司目前龙骨与石膏板配套率不足10%，公司战略目标是将轻钢龙骨产能扩大到100万吨，龙骨与石膏板配套率达到80%，预计公司龙骨业务未来将有较大发展空间。

防水业务保持平稳向好增长：据我们测算，报告期内公司防水卷材销量为7748万平，同增30%；防水涂料销量4.0万吨，同增54.6%。在多家建材企业跨界进入防水行业且防水行业呈现加速集中态势下，公司防水业务销量增速表现相对平稳，还有较大的上升空间。公司设立北新防水有限公司，于2021年上半年完成对禹王、蜀羊、金拇指三家公司的收购，并在7月份与科顺股份、凯伦股份成立防水合资公司，发挥集中采购优势，降低防水产品成本。目前公司已有12个防水材料产业基地，预计未来防水业务也将有较大规模增长。

图表 6. 公司主要产品销售情况测算

		2020H1	2021H1	同比变化
石膏板				
销量	亿平	8.2	12.1	46.7
单平价格	元/平	5.4	5.4	(0.0)
单平成本	元/平	3.7	3.3	(0.4)
龙骨				
销量	万吨	13.0	19.4	49.2
吨单价	元/吨	6,315.4	6,940.6	625.2
吨成本	元/吨	4,661.5	5,464.9	803.3
卷材				
销量	万平	5,960.0	7,748.0	30.0
单平价格	元/平	17.5	16.9	(0.5)
单平成本	元/平	11.0	12.3	1.3

资料来源：公司公告，中银证券预测

三、“一体两翼”战略布局助力公司高速发展

“一体两翼、全球布局”助力公司高速发展。公司于2020年提出“一体两翼、全球布局”的战略发展规划，计划将石膏板全球业务产能布局扩大至50亿平方米左右，配套进行100万吨龙骨产能布局，将粉料砂浆业务产能扩大至400万吨，将防水材料产业基地发展至30个、涂料产业基地发展至20个。2020年起，公司在海南东方、山东惠民等多地投资建设石膏板生产线，与科顺股份、凯伦股份成立防水合资公司，设立北新涂料有限公司，在战略主体和两翼上都有所发展。

随着竣工数据回暖，石膏板需求量提升，公司自产40万吨护面纸生产线逐渐投入使用，节省石膏板生产成本，同时公司能够通过产品涨价顺利传导成本上涨压力，公司作为石膏板行业市占率60%的龙头，预计未来石膏板业务会有长足发展。此外，公司防水、涂料业务稳步推进，虽然目前营收占比不大，但我们认为设立防水合资公司和涂料子公司都彰显了公司发展这两项业务的决心，看好公司未来防水和涂料业务的发展。

图表 7.2020 年以来公司投资项目及设立子公司情况

	投资项目名称	地点	投资总额/亿元	出资方式
2020.08	综合利用工业副产石膏年产3000万平方米纸面石膏板生产线项目	海南东方	2.39	自有资金
2020.12	综合利用工业副产石膏年产6000万平方米纸面石膏板生产线及配套年产1万吨轻钢龙骨生产线项目	山东惠民	3.10	自有资金及银行贷款
2020.12	综合利用工业副产石膏年产5000万平方米纸面石膏板生产线基地项目	山东邹平	2.80	自有资金及银行贷款
2021.04	综合利用工业副产石膏年产3000万平方米纸面石膏板生产线及配套年产1万吨轻钢龙骨生产线项目	广西贺州	2.88	自有资金及银行贷款
2021.07	子公司北新防水与科顺股份、凯伦股份成立合资公司，负责股东各方通用共性原材料、设备、备品备件的统一采购			
2021.07	设立北新涂料有限公司，整合公司现有涂料业务，开展建筑涂料、工业涂料及相关材料产业的全国布局 and 全球发展			
2021.08	综合利用工业副产石膏年产4000万平方米纸面石膏板生产线项目	广西崇左	2.53	自有资金及银行贷款

资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 2021Q2 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2020Q2	2021Q2	同比增长(%)
营业收入	4,841.63	5,951.98	22.93
营业税及附加	48.77	59.49	22.00
净营业收入	4,792.87	5,892.48	22.94
营业成本	3,200.60	3,815.79	19.22
销售费用	155.16	169.25	9.08
管理费用	371.81	508.25	36.70
财务费用	13.55	17.32	27.84
资产减值损失	(19.97)	1.02	105.09
营业利润	1,059.74	1,408.91	32.95
营业外收入	8.00	29.40	267.26
营业外支出	14.72	5.36	(63.60)
利润总额	1,053.03	1,432.96	36.08
所得税	113.97	97.34	(14.59)
少数股东损益	69.54	20.08	(71.12)
归属母公司股东净利润	869.53	1,315.53	51.29
扣除非经常性损益的净利润	852.57	1,270.22	48.99
每股收益(元)	0.51	0.78	52.94
扣非后每股收益(元)	0.50	0.75	50.00
毛利率(%)	33.89	35.89	增加 2.00 个百分点
净利率(%)	19.40	22.44	增加 3.04 个百分点
销售费用率(%)	3.20	2.84	减少 0.36 个百分点
管理费用率(%)	7.68	8.54	增加 0.86 个百分点
财务费用率(%)	0.28	0.29	增加 0.01 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 9. 2021H1 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2020H1	2021H1	同比增长(%)
营业收入	6,921.89	10,125.10	46.28
营业税及附加	78.41	103.67	32.21
净营业收入	6,843.48	10,021.43	46.44
营业成本	4,742.96	6,701.52	41.29
销售费用	262.62	356.50	35.74
管理费用	704.84	957.58	35.86
财务费用	42.53	35.44	(16.68)
资产减值损失	(4.82)	38.15	891.31
营业利润	1,104.39	1,999.32	81.03
营业外收入	18.43	35.58	93.03
营业外支出	29.72	13.33	(55.14)
利润总额	1,093.11	2,021.57	84.94
所得税	120.49	156.97	30.28
少数股东损益	69.85	27.10	(61.21)
归属母公司股东净利润	902.76	1,837.50	103.54
扣除非经常性损益的净利润	882.52	1,786.80	102.46
每股收益(元)	0.53	1.09	105.66
扣非后每股收益(元)	0.52	1.06	103.85
毛利率(%)	31.48	33.81	增加 2.33 个百分点
净利率(%)	14.05	18.42	增加 4.36 个百分点
销售费用率(%)	3.79	3.52	减少 0.27 个百分点
管理费用率(%)	10.18	9.46	减少 0.73 个百分点
财务费用率(%)	0.61	0.35	减少 0.26 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	13,323	16,803	22,858	25,416	28,865
销售成本	9,079	11,143	15,103	16,706	18,948
经营费用	1,190	1,626	2,949	3,279	3,724
息税折旧前利润	1,191	3,846	5,871	6,543	7,315
折旧及摊销	524	594	1,150	1,214	1,233
经营利润(息税前利润)	668	3,252	4,722	5,330	6,082
净利息收入/(费用)	(26)	(75)	(47)	(56)	(59)
其他收益/(损失)	(1,987)	48	25	25	25
税前利润	641	3,177	4,675	5,273	6,023
所得税	200	317	471	531	606
少数股东权益	15	164	32	32	33
净利润	441	2,860	4,205	4,743	5,418
核心净利润	2,428	2,812	4,180	4,718	5,393
每股收益(人民币)	0.261	1.693	2.489	2.807	3.207
核心每股收益(人民币)	1.437	1.665	2.474	2.793	3.192
每股股息(人民币)	0.350	0.460	0.750	0.840	0.960
收入增长(%)	6	26	36	11	14
息税前利润增长(%)	(77)	387	45	13	14
息税折旧前利润增长(%)	(64)	223	53	11	12
每股收益增长(%)	(82)	548	47	13	14
核心每股收益增长(%)	(5)	16	49	13	14

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	632	677	4,251	8,818	13,823
应收帐款	1,433	2,091	2,801	3,072	3,449
库存	1,612	1,746	2,369	2,599	2,922
其他流动资产	2,476	2,039	2,039	2,039	2,039
流动资产总计	6,154	6,554	11,460	16,529	22,233
固定资产	9,055	10,830	10,995	10,229	9,181
无形资产	2,034	2,145	2,074	2,002	1,931
其他长期资产	3,774	2,788	1,559	1,188	1,076
长期资产总计	14,864	15,764	14,628	13,419	12,187
总资产	21,018	22,317	26,088	29,948	34,420
应付帐款	1,598	1,589	2,132	2,352	2,659
短期债务	1,580	1,329	1,329	1,329	1,329
其他流动负债	2,652	1,479	1,627	1,793	2,012
流动负债总计	5,830	4,398	5,088	5,474	6,000
长期借款	236	120	120	120	120
其他长期负债	409	345	456	573	692
股本	1,690	1,690	1,690	1,690	1,690
储备	12,853	15,765	18,734	22,091	25,919
股东权益	14,542	17,455	20,424	23,781	27,609
少数股东权益	591	788	819	852	885
总负债及权益	21,018	22,317	26,088	29,948	34,420
每股帐面价值(人民币)	8.26	9.87	11.60	13.57	15.82
每股有形资产(人民币)	11.02	11.73	14.00	16.33	19.02
每股净负债/(现金)(人民币)	0.94	0.66	(1.39)	(4.02)	(6.91)

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	641	3,177	4,675	5,273	6,023
折旧与摊销	524	594	1,150	1,214	1,233
净利息费用	26	75	47	56	59
运营资本变动	(2,006)	1,510	642	116	173
税金	687	910	522	593	661
其他经营现金流	(1,899)	(1,408)	(866)	(991)	(1,132)
经营活动产生的现金流	1,985	1,839	4,886	6,030	6,671
购买固定资产净值	2,109	1,354	14	4	1
投资减少/增加	(721)	(298)	(15)	(15)	(15)
其他投资现金流	(48)	(10)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(1,436)	(1,065)	1	11	13
净增权益	(8)	(556)	0	0	0
净增债务	385	(7)	0	0	0
支付股息	591	777	1,267	1,419	1,622
其他融资现金流	(238)	556	(46)	(55)	(58)
融资活动产生的现金流	(452)	(784)	(1,313)	(1,474)	(1,680)
现金变动	97	(4)	3,574	4,566	5,005
期初现金	490	632	677	4,251	8,818
公司自由现金流	549	773	4,887	6,040	6,685
权益自由现金流	696	1,322	4,841	5,985	6,627

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(%)	8.9	22.9	25.7	25.7	25.3
息税前利润率(%)	5.0	19.4	20.7	21.0	21.1
税前利润率(%)	4.8	18.9	20.5	20.7	20.9
净利率(%)	3.4	18.0	18.5	18.8	18.9
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.5	2.3	3.0	3.7
利息覆盖率(倍)	45.1	51.1	126.0	116.4	123.7
净权益负债率(%)	11.0	6.4	(11.5)	(28.6)	(42.3)
速动比率(倍)	0.8	1.1	1.8	2.5	3.2
估值					
市盈率(倍)	140.6	21.7	14.7	13.1	11.4
核心业务市盈率(倍)	25.5	22.0	14.8	13.1	11.5
市净率(倍)	4.4	3.7	3.2	2.7	2.3
价格/现金流(倍)	113.0	80.2	12.7	10.3	9.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	52.0	16.1	10.6	9.5	8.5
周转率					
存货周转天数	44.2	37.9	37.8	37.3	37.0
应收帐款周转天数	39.3	45.4	44.7	44.1	43.6
应付帐款周转天数	64.2	52.1	51.5	51.4	51.2
回报率					
股息支付率(%)	134.0	27.2	30.1	29.9	29.9
净资产收益率(%)	3.1	17.3	20.7	20.1	19.7
资产收益率(%)	2.2	13.6	16.2	15.9	15.8
已运用资本收益率(%)	2.7	15.2	19.0	18.6	18.4

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