

002271.SZ
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 42.12

板块评级: 中性

本报告要点

- 东方雨虹 2021 年三季报点评。

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	7.2	6.0	(6.7)	16.9
相对深证成指	10.2	5.7	(8.8)	8.4

发行股数(百万)	2,524
流通股(%)	69
总市值(人民币 百万)	106,292
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,408
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
李卫国	23

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2021 年 10 月 27 日收市价为标准

相关研究报告

《东方雨虹: 营收保持高速增长, 原料波动致利润率承压》 20210810

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

东方雨虹

营收利润双增长, 成本抬升压缩毛利率

公司发布 2021 年三季报, 三季度营收 84.5 亿, 同增 36.5%; 归母净利润 11.4 亿, 同增 10.4%; EPS 0.45 元/股。公司营收利润双增长, 但毛利率有所下降, 我们认为主要受原材料价格上涨导致。

支撑评级的要点

- **Q3 营收利润双增长, 毛利率同比下滑:** 2021Q3 公司营收 84.5 亿元, 同增 36.5%; 归母净利润 11.4 亿, 同增 10.4%。三季度公司综合毛利率 28.95%, 同减 11.2pct。剔除运输费用重分类影响后毛利率为 32.4%, 同减 7.8pct, 毛利率下滑幅度稍大。
- **材料采购支出增加, 公司经营活动现金流出额增加:** Q3 公司经营活动现金流量净额为 -27.9 亿元, 同比涨幅较大, 主要系报告期内原材料价格大幅上涨、且公司对原材料择机采购进行战略储备导致报告期内采购支出有明显提升, 现金流出额增加。
- **沥青价格上涨是公司毛利承压主要原因:** Q3 竣工数据转好带动防水材料需求提升, 但沥青价格上涨导致公司成本压力较大, 难以通过涨价完全转嫁, 导致三季度公司毛利率有所下滑。
- **公司产能布局日臻完善, 涉足 BIPV 领域:** 2021 年起, 公司对外投资总额超过 220 亿元, 覆盖内蒙古、湖南、贵州等多地, 全国布局日益完善, 服务能力有望进一步提升。近日公司与信义电源、晶澳科技分别签署为期五年的战略合作协议, 涉足 BIPV 领域。

估值

- 考虑沥青价格上涨, 我们小幅调整盈利预测。预计 2021-2023 年公司收入为 302.6、395.1、513.6 亿元; 归母净利润分别为 41.3、53.0、76.5 亿元; EPS 分别为 1.64、2.10、3.03 元。维持公司**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 基建与专项债推进不及预期、大宗商品保供稳价不及预期、区域内协同推进力度弱

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)	18,154	21,730	30,255	39,508	51,361
变动(%)	29	20	39	31	30
净利润(人民币 百万)	2,066	3,389	4,126	5,299	7,654
全面摊薄每股收益(人民币)	0.819	1.343	1.635	2.100	3.033
变动(%)	37.1	64.0	21.7	28.4	44.4
市场预期每股收益(人民币)			1.720	2.200	2.790
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.755	2.175	3.035
调整幅度(%)			(6.9)	(3.5)	(0.1)
全面摊薄市盈率(倍)	57.2	34.9	28.6	22.3	15.4
价格/每股现金流量(倍)	548.7	44.3	16.1	8.0	10.3
每股现金流量(人民币)	0.09	1.06	2.91	5.82	4.53
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.7	21.9	18.6	13.2	9.1
每股股息(人民币)	0.09	0.18	0.53	0.68	0.98
股息率(%)	0.2	0.4	1.1	1.5	2.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

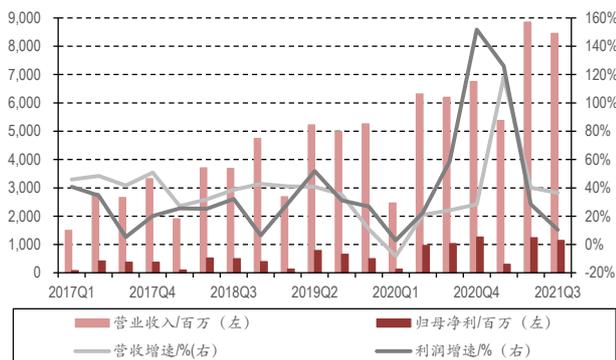
一、三季度营收、净利均增长，毛利率同比下降

事件：公司发布 2021 年三季报，2021 年一至三季度公司营收 226.8 亿元，同增 51.4%；归母净利润 26.8 亿元，同增 25.7%；EPS1.06 元/股。其中单三季度公司营收 84.5 亿元，同增 36.5%；归母净利润 11.4 亿元，同增 10.4%；EPS0.45 元/股。

材料采购支出增加导致公司经营活动现金流量流出额提升：三季度公司经营活动产生的现金流量净额为-27.9 亿元，同比 2020Q3 流出有所增加。三季度公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增幅为 67.3%，收现比由上年同期的 89.4%提高到 109.6%；但同时公司购买商品、接受劳务支付的现金的同比增幅更大，为 191.7%。主要系报告期内原材料价格大幅上涨导致当期采购支出增加，同时公司根据生产经营需要对部分原材料择机采购进行战略储备，导致报告期内采购支出进一步增加，经营活动现金流出大幅增加。

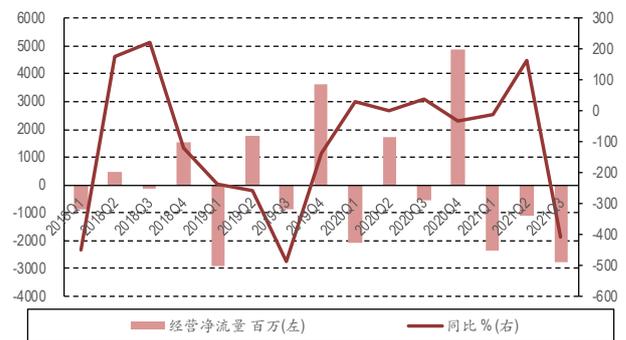
毛利率同比降幅稍大，剔除运输费用影响后毛利依然下降：三季度公司综合毛利率为 28.95%，同减 11.2pct，环比小幅下滑 1.9pct，毛利率同比降幅稍大。剔除原计入销售费用的运输装卸费用调整到营业成本的影响，公司三季度综合毛利率为 32.4%，同减 7.8pct。三季度公司期间费用率合计为 13.9%，同减 5.3pct，主要系运输装卸费用调整到营业成本中导致销售费用率同减 5.1pct。

图表 1. 公司营收、净利同比均有提升



资料来源：公司财报，中银证券

图表 2. 公司经营活动现金净流量下滑



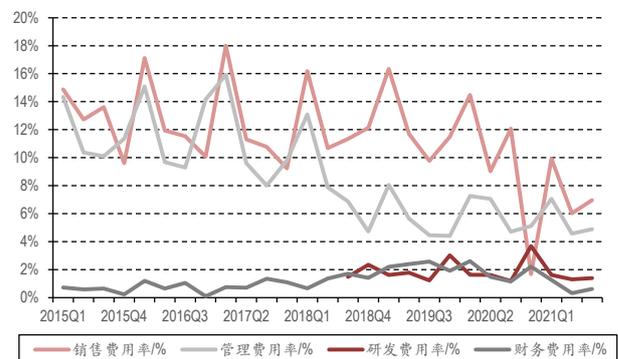
资料来源：公司财报，中银证券

图表 3. 公司净营运周期有所提升



资料来源：公司财报，中银证券

图表 4. 公司期间费用率明显下降



资料来源：公司财报，中银证券

二、沥青价格快速上涨，公司毛利承压

竣工数据转好带动防水材料需求增加，沥青价格上涨导致公司毛利下滑：2021 年 5 月份起，竣工数据持续向好，单月同比增速最高超过 66%。7—9 月房地产竣工面积同比增速分别为 25.7%、28.4%、1.0%，表现较好，带动防水材料需求提升。但沥青价格的明显提升也给公司带来了一定的成本压力。按照 SBS 改性沥青市场主流价格求平均来看，沥青平均价格从 2020 年第三季度的 3,387.6 元/吨震荡上涨，2021 年三季度最高超过 4000 元/吨，涨幅较大。东方雨虹在今年九月初再次发布涨价函，上调防水卷材和防水涂料价格，涨幅在 10%-20%不等。虽然东方雨虹作为防水龙头企业能够通过涨价适当转嫁成本压力，但防水卷材和涂料原材料价格的普遍上涨还是导致公司三季度毛利率有所下滑。

图表 5. 2020 年起沥青价格震荡上涨



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 2021Q3 房地产竣工数据明显转好



资料来源：万得，中银证券

三、产能布局日臻完善，公司涉足 BIPV

公司持续对外投资，全国产能布局进一步完善：2021 年起，公司发布的对外投资项目金额总计超过 220 亿元，在新疆、江苏、湖南、黑龙江等多地建立了建材基地或区域总部，进一步完善了公司在全国范围内的产能布局，进一步提升了公司的服务能力。公司在江苏扬州的 VAE 乳液、VAEP 胶粉项目有助于在原有业务基础上向水性涂料、特种砂浆等产品的上游领域自然延伸，保证部分关键性原材料供应稳定、降低原材料价格波动风险，逐步形成上下游产业链协同发展局面。

图表 7. 公司近期对外投资项目梳理

公告日期	项目名称	省份	城市	投资额/亿	工期	用地面积/亩	产值：亿/年	纳税：亿/年
2021-01-05	山东区域总部项目及绿色建材基地	山东	济南	9	2021 年 11 月投产	208	15	2022 年起 1.2, 总部 0.5
2021-01-05	绿色建筑新材料基地	江西	南昌	20	18 个月	200	15	0.5
2021-01-14	绿色建材基地及辽宁区域总部	辽宁	沈阳	4.5	12 个月	90	5.6	0.23
2021-01-14	新材料生产基地	湖南	邵阳	7	18 个月	120	10	0.24
2021-02-02	新材料智能制造生产基地	山西	太原	15	24 个月	275	20	0.8
2021-02-09	绿色建材基地	江苏	宿迁	10	24 个月	260	15	0.3
2021-02-23	郑州东方雨虹路店研仓一体化基地及河南区域总部	河南	郑州	8	2 年	79		
2021-05-21	通辽绿色新材料基地	内蒙古	通辽	20	一期 2022 年 8 月投产，二、三期 2024 年投产	700	30	1.2
2021-05-21	乌鲁木齐绿色建材基地	新疆	乌鲁木齐	10	18 个月内投产	300	15	0.6
2021-05-27	张家港绿色建材智能基地	江苏	张家港	20	24 个月内投产	361	28	1.81
2021-06-07	绿色建材基地	湖南	郴州	10	24 个月内投产	300	25	0.15
2021-06-09	绿色新型建材研产基地	江苏	镇江	30	10 月内首条产线，24 个月全部建成	290	25	
2021-06-11	绿色新材料产业园及黑龙江区域总部	黑龙江	哈尔滨	6	两年内完工	150	9	0.45
2021-07-10	仪征绿色建材生产基地项目及研发基地项目	江苏	仪征	5	24 个月	150	7.5	0.42
2021-07-10	40 万吨/年 VAE 乳液、10 万吨/年 VAEP 胶粉项目	江苏	扬州	25	一期 16 个月，二期最晚于 2025 年 10 月 1 日前完成建设	186	9.3	0.56
2021-07-14	贵阳绿色建材生产基地及贵州区域总部建设项目	贵州	贵阳	12	一期 12 个月，二期 12 个月，总部项目建设周期 30 个月	350	32	1.45
2021-09-29	合肥绿色建材生产基地项目	安徽	合肥	12	24 个月	350	9	0.54

资料来源：公司公告，中银证券

与信义电源、晶澳科技展开深度合作，涉足BIPV领域：2021年9月，东方雨虹与信义电源、晶澳科技两家公司分别签订战略合作协议，共同研发光伏屋面一体化产品、共享市场销售渠道、推动光伏屋面市场销售工作。并且东方雨虹在与晶澳科技的合作中能够发挥自身在工民建、基建和修缮领域的推广优势，双方资源共享，从研发、生产、销售、施工服务一体化，形成完整的供应链闭环。

图表 8. 公司与信义电源、晶澳科技战略合作主要内容

	信义电源	晶澳科技
合作模式	1、双方优势互补，形成供应链合作，共同研发光伏屋面一体化产品（包括但不限于光伏基座核心组件、TPO 光伏预制件等） 2、东方雨虹在工业领域具有丰富经验，信义电源在能源开发领域有独特优势，双方资源共享，从研发、生产、销售、施工服务一体化，形成完整的供应链闭环。 3、信义电源负责“BAPV”和“BIPV”光伏发电项目 EPC 工程的设计、施工，东方雨虹负责有关“BAPV”和“BIPV”光伏发电项目屋顶防水设计方案并提供防水材料。双方市场销售渠道共享，共同推进既有 TPO 光伏系统。	1、双方共同研发光伏屋面一体化产品，加强深度合作。优势互补，形成供应链合作。 2、东方雨虹在工民建、基建、修缮领域具有丰富经验，晶澳科技在能源领域、工业建筑光伏应用领域具有综合优势，双方资源共享，从研发、生产、销售、施工服务一体化，形成完整的供应链闭环。 3、双方市场销售渠道共享，共同推进光伏组件的销售、TPO 光伏一体化、既有建筑光伏防水改造、修缮领域的市场拓展等。
合作范围	在协议有效期内在全国范围内共同推动“BAPV”和“BIPV”光伏发电项目	本协议有效期内在全国范围内共同推动“BAPV”和“BIPV”光伏发电项目。同时，在双方所辖业务渠道途径包含的各类建筑的 修缮类、加固类、翻新类 修缮项目，专项设备勘察技术咨询事项及由此衍生的 修缮材料供应及施工项目 。
合作期限	2021年9月10日至2026年9月9日	2021年9月29日至2026年9月29日
合作方式	双方可以通过采取“联合体”或成立“有限公司”、“有限合伙”公司等法律允许的方式进行开发建设“BAPV”和“BIPV”光伏发电项目。	双方可以通过采取“联合体”或成立“有限公司”、“有限合伙”等法律允许的方式进行开发建设“BAPV”和“BIPV”光伏发电项目等。

资料来源：公司公告，中银证券

图表 9. 2021Q3 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2020Q3	2021Q3	同比增长(%)
营业收入	6,194.48	8,452.92	36.46
营业税及附加	49.79	46.53	(6.53)
净营业收入	6,144.69	8,406.38	36.81
营业成本	3,708.62	6,005.57	61.94
销售费用	747.92	588.45	(21.32)
管理费用	364.88	529.87	45.22
财务费用	71.94	52.59	(26.90)
资产减值损失	39.48	(23.44)	(159.38)
营业利润	1,276.14	1,417.69	11.09
营业外收入	5.32	2.29	(57.01)
营业外支出	7.94	8.80	10.79
利润总额	1,273.52	1,411.18	10.81
所得税	232.73	259.03	11.30
少数股东损益	7.31	11.45	56.62
归属母公司股东净利润	1,033.48	1,140.69	10.37
扣除非经常性损益的净利润	995.85	1,021.36	2.56
每股收益(元)	0.41	0.45	9.76
扣非后每股收益(元)	0.67	0.68	1.49
毛利率(%)	40.13	28.95	减少 11.18 个百分点
净利率(%)	16.80	13.63	减少 3.17 个百分点
销售费用率(%)	12.07	6.96	减少 5.11 个百分点
管理费用率(%)	5.89	6.27	增加 0.38 个百分点
财务费用率(%)	1.16	0.62	减少 0.54 个百分点

资料来源：万得，中银证券

图表 10. 2021Q1-3 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2020Q1-3	2021Q1-3	同比增长(%)
营业收入	14,977.55	22,682.21	51.44
营业税及附加	112.45	152.97	36.03
净营业收入	14,865.10	22,529.24	51.56
营业成本	8,994.16	15,736.80	74.97
销售费用	1,674.81	1,655.87	(1.13)
管理费用	1,130.90	1,516.69	34.11
财务费用	230.10	148.80	(35.33)
资产减值损失	246.76	234.02	(5.16)
营业利润	2,673.81	3,292.85	23.15
营业外收入	10.11	13.48	33.34
营业外支出	17.92	16.86	(5.94)
利润总额	2,666.00	3,289.48	23.39
所得税	533.17	608.27	14.09
少数股东损益	2.50	3.35	34.01
归属母公司股东净利润	2,130.33	2,677.86	25.70
扣除非经常性损益的净利润	2,033.53	2,468.65	21.40
每股收益(元)	0.84	1.06	26.19
扣非后每股收益(元)	1.36	1.65	21.32
毛利率(%)	39.95	30.62	减少 9.33 个百分点
净利率(%)	14.24	11.82	减少 2.42 个百分点
销售费用率(%)	27.04	19.59	减少 7.45 个百分点
管理费用率(%)	18.26	17.94	减少 0.31 个百分点
财务费用率(%)	3.71	1.76	减少 1.95 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	18,154	21,730	30,255	39,508	51,361
销售成本	11,665	13,681	20,618	26,695	33,679
经营费用	3,246	3,234	4,629	6,045	7,858
息税折旧前利润	3,365	5,023	5,921	8,352	12,119
折旧及摊销	369	486	855	1,634	2,371
经营利润(息税前利润)	2,996	4,537	5,067	6,717	9,748
净利息收入/(费用)	(413)	(380)	(94)	(331)	(524)
其他收益/(损失)	(25)	160	124	34	34
税前利润	2,583	4,157	4,973	6,387	9,224
所得税	517	769	847	1,088	1,571
少数股东权益	9	(2)	10	11	14
净利润	2,066	3,389	4,126	5,299	7,654
核心净利润	2,091	3,228	4,002	5,265	7,620
每股收益(人民币)	0.819	1.343	1.635	2.100	3.033
核心每股收益(人民币)	0.828	1.279	1.586	2.086	3.019
每股股息(人民币)	0.089	0.177	0.530	0.680	0.980
收入增长(%)	29	20	39	31	30
息税前利润增长(%)	49	51	12	33	45
息税折旧前利润增长(%)	47	49	18	41	45
每股收益增长(%)	37	64	22	28	44
核心每股收益增长(%)	58	54	24	32	45

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	2,583	4,157	4,973	6,387	9,224
折旧与摊销	369	486	855	1,634	2,371
净利息费用	413	380	94	331	524
运营资本变动	914	(298)	(1,551)	(6,114)	336
税金	1,408	1,653	804	922	1,023
其他经营现金流	(2,270)	(3,022)	(1,531)	(1,762)	(2,226)
经营活动产生的现金流	1,589	3,952	6,745	13,625	10,580
购买固定资产净值	1,301	1,520	12,036	11,568	6,564
投资减少/增加	107	263	(24)	(24)	(24)
其他投资现金流	34	2,038	12,101	11,584	6,591
投资活动产生的现金流	(1,374)	255	89	40	51
净增权益	287	(19)	0	0	0
净增债务	(214)	(97)	0	0	0
支付股息	223	705	1,245	1,597	2,302
其他融资现金流	(513)	2	(155)	(340)	(540)
融资活动产生的现金流	(664)	(818)	(1,400)	(1,938)	(2,842)
现金变动	(419)	1,360	(6,603)	160	1,225
期初现金	4,855	5,494	7,623	1,020	1,180
公司自由现金流	215	4,206	6,834	13,666	10,631
权益自由现金流	(513)	4,112	6,678	13,325	10,091

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	5,494	7,623	1,020	1,180	2,405
应收帐款	7,308	7,979	11,084	14,443	18,744
库存	2,016	1,199	1,659	2,157	2,794
其他流动资产	643	905	979	979	979
流动资产总计	15,724	17,780	14,742	18,759	24,922
固定资产	4,349	4,755	12,874	22,063	27,569
无形资产	991	1,491	1,442	1,392	1,342
其他长期资产	1,353	1,742	4,856	5,649	4,386
长期资产总计	6,692	7,989	19,171	29,104	33,298
总资产	22,416	25,769	33,913	47,863	58,220
应付帐款	3,292	3,643	5,544	7,209	9,122
短期债务	3,093	2,525	5,525	13,525	15,525
其他流动负债	3,701	3,887	4,102	4,407	5,096
流动负债总计	10,086	10,055	15,171	25,141	29,743
长期借款	408	422	422	422	422
其他长期负债	1,962	461	599	866	1,255
股本	1,488	2,349	2,349	2,349	2,349
储备	8,472	12,482	15,373	19,086	24,451
股东权益	9,960	14,831	17,722	21,435	26,801
少数股东权益	220	217	227	238	252
总负债及权益	22,416	25,769	33,913	47,863	58,220
每股帐面价值(人民币)	3.86	5.79	7.45	9.02	11.30
每股有形资产(人民币)	8.38	5.97	13.62	19.58	24.01
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.01)	(1.06)	2.35	5.80	6.30

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(%)	18.5	23.1	19.6	21.1	23.6
息税前利润率(%)	16.5	20.9	16.7	17.0	19.0
税前利润率(%)	14.2	19.1	16.4	16.2	18.0
净利率(%)	11.4	15.6	13.7	13.4	14.9
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.8	1.0	0.7	0.8
利息覆盖率(倍)	8.1	13.2	63.2	25.3	23.1
净权益负债率(%)	(0.3)	(28.4)	31.2	63.6	55.2
速动比率(倍)	1.4	1.6	0.9	0.7	0.7
估值					
市盈率(倍)	57.2	34.9	28.6	22.3	15.4
核心业务市盈率(倍)	56.5	36.6	29.5	22.4	15.5
市净率(倍)	12.1	8.1	6.3	5.2	4.1
价格/现金流(倍)	548.7	44.3	16.1	8.0	10.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.7	21.9	18.6	13.2	9.1
周转率					
存货周转天数	40.5	20.1	20.0	19.9	19.9
应收帐款周转天数	146.9	134.0	133.7	133.4	133.2
应付帐款周转天数	103.0	97.2	98.1	98.6	98.9
回报率					
股息支付率(%)	10.8	13.2	32.4	32.4	32.3
净资产收益率(%)	20.8	22.8	23.3	24.8	28.6
资产收益率(%)	9.3	13.1	12.2	11.1	13.2
已运用资本收益率(%)	15.5	20.3	17.3	15.4	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