

000786.SZ
买入

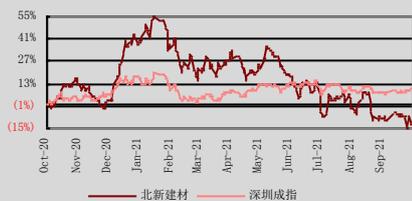
原评级: 买入

市场价格: 人民币 30.51

板块评级:

本报告要点

■ 北新建材 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	(25.9)	(5.2)	(18.1)	(11.6)
相对深证成指	(24.1)	(6.6)	(17.6)	(22.0)

发行股数(百万)	1,690
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	51,547
3个月日均交易额(人民币 百万)	520
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 10 月 26 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

前三季度现金流大增, 受成本影响毛利率下滑

公司发布 2021 年三季报, 三季度公司营收 57.97 亿, 同增 12.5%; 归母净利润 8.9 亿, 同减 19.7%。EPS0.52 元/股, 毛利率同比有所下滑。竣工数据向好带动石膏板需求提升, 固废及煤炭价格上涨给公司带来较大成本压力。

支撑评级的要点

- **Q3 营收同增, 利润同减, 前三季度现金流大增:** 2021Q3 营收 57.97 亿元, 同增 12.2%; 归母净利润 8.9 亿, 同减 19.7%; EPS0.52 元/股。综合毛利率 28.3%, 同减 7.2pct。三季度公司经营活动现金流量净额 8.5 亿元, 同比基本持平。前三季度经营现金流净额同比大增近 28 倍, 主要系本期收入和销售回款增加, 且无和解事项。
- **竣工向好提升石膏板需求, 成本压力或是毛利下降主因:** Q3 竣工面积同比增速较高, 提升石膏板需求。但固废和煤炭价格在三季度上涨明显, 受此影响纸企纷纷上调护面纸出厂价格, 给公司带来较大成本压力, 难以通过石膏板涨价完全转嫁。我们认为成本上升是公司毛利率有所下滑的主要原因。
- **“一体两翼”齐头并进, 助力公司高速发展:** 随着公司自产 40 万吨护面纸生产线逐渐投入使用, 节省石膏板生产成本, 且公司石膏板产能布局日臻完善, 服务能力进一步提升, 若竣工数据持续向好, 预计石膏板业务未来将有长足发展。此外, 公司于今年 9 月连续收购多家防水、涂料企业, 进一步完善“两翼”布局。“一体两翼”齐头并进, 助力公司未来可持续发展。

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 214.1、248.7、281.8 亿元; 归母净利润分别为 38.1、49.9、53.7 亿元; EPS 分别为 2.25、2.96、3.18 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	21,413	24,868	28,180
变动(%)	6	26	27	16	13
净利润(人民币 百万)	441	2,860	3,805	4,993	5,367
全面摊薄每股收益(人民币)	0.261	1.693	2.252	2.955	3.177
变动(%)	(82.1)	548.3	33.1	31.2	7.5
市场预期每股收益(人民币)			2.370	2.830	3.220
原先预测摊薄每股收益(人民币)			2.489	2.807	3.207
调整幅度(%)			(9.5)	5.3	(0.9)
全面摊薄市盈率(倍)	108.3	16.7	12.6	9.6	8.9
价格/每股现金流量(倍)	87.1	61.8	10.1	7.9	7.3
每股现金流量(人民币)	0.32	0.46	2.81	3.56	3.89
企业价值/息税折旧前利润(倍)	40.1	12.4	9.1	7.1	6.6
每股股息(人民币)	0.35	0.46	0.68	0.89	0.95
股息率(%)	1.2	1.6	2.4	3.1	3.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

一、三季度营收同增，利润同减

事件：公司发布 2021 年三季度，一至三季度公司营收 159.2 亿元，同增 31.5%；归母净利 27.2 亿元，同增 35.7%。EPS1.61 元/股。其中单三季度公司营收 57.97 亿元，同增 12.5%；归母净利 8.9 亿元，同减 19.7%；EPS0.52 元/股。三季度公司归母净利同比有所下滑。2021Q3 公司经营活动现金流量净额为 8.5 亿元，同比略微下降 4.2%，环比下滑 8.7%。主要系公司购买商品、接受劳务支付的现金相比 2020 年同期增幅稍大，为 27.1%；而三季度销售商品、提供劳务收到的现金仅增加了 15.6%。但 2021 年前三季度公司经营活动现金流量净额相比去年同期大幅增加 18.7 亿元，涨幅近 28 倍，主要因为报告期内公司收入增加、销售回款相应增加，且本期无支付和解费事项。

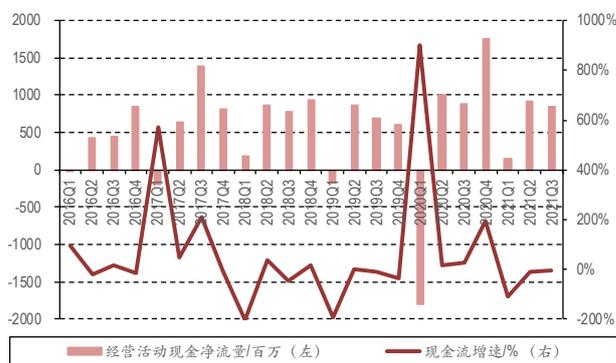
Q3 毛利率、净利率有所下滑，或主要受原材料价格上涨影响：单三季度公司综合毛利率为 28.3%，同减 7.2pct，环比 2021Q2 下降 7.6pct；Q3 公司净利率为 15.3%，同减 6.1pct，环比二季度下降 6.8pct。三季度公司毛利率、净利率降幅稍明显。我们认为报告期内原材料价格上涨幅度较大或是公司毛利率有所下滑的主要原因。三季度公司销售费用率、管理费用率和研发费用率相比上年同期均有所提高，其中销售费用率增幅更大，主要系公司主产品销量增加，人工成本相应增长；且公司加大宣传力度导致广告宣传费增加。

图表 1. 2021Q3 公司营收同增，净利略减



资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 三季度公司经营活动现金流净额同比相对稳定



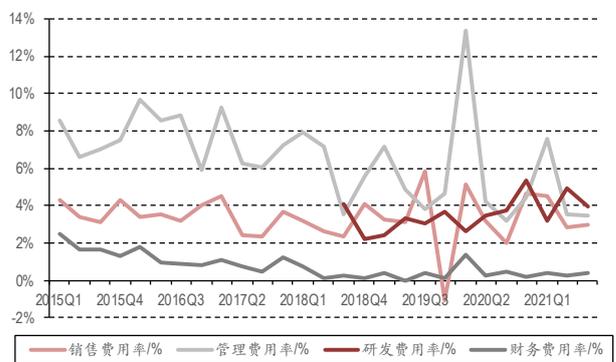
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 三季度公司毛利率、净利率均有下滑



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. Q3 公司期间费用率稳中有升



资料来源：公司公告，中银证券

二、综合毛利率下滑，或与原料价格上涨有关

竣工数据向好带动石膏板需求提升：2021年一至三季度，竣工面积合计为5.1亿平，相比2020年同期提升23.4%，相比2019年同期提升9.1%，整体表现较好，其中三季度竣工面积同比增速分别为25.7%、28.4%、1.0%。竣工数据向好带动石膏板需求有所提升。

成本压力较大或为毛利率下滑主要原因：国废均价和煤炭价格在三季度持续提升，给公司带来了不小的成本压力。按A级国废黄板纸求平均的价格来看，2021年三季度相比去年同期上涨了19.3%，涨幅较为明显。受此影响，山西强伟纸业和枣庄华润纸业等自10月12日起发布涨价函，均上调护面纸售价，涨幅500-600元/吨不等，这是继8月14日、15日两家纸企上调护面纸售价之后的又一次涨价。虽然今年8月15日公司再次上调石膏板、装饰板出厂价格，能够转嫁一定的成本压力，但我们认为成本变动的边际影响要大于价格上涨的边际影响，从而导致公司三季度毛利率有所下滑。

图表 5. 2021Q3 竣工同比增速持续向好



资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 国废均价和动力煤价格持续上涨



资料来源：万得，中银证券

三、“一体两翼”齐头并进，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2019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，进一步完善公司在全国范围内的石膏板产能布局。

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

通过收购有关企业持续完善防水、涂料“两翼”：公司在2021年9月份连续发布公告，宣布收购四川蜀羊防水剩余30%的股权，对其持股比例提高到100%；分别收购成都赛特防水和天津滨海澳泰防水70%的股权，进一步完善了公司防水业务布局；在“涂料翼”方面，公司于2021年9月收购天津灯塔涂料工业发展有限公司49%的股份，进一步增强公司涂料业务发展能力，使得公司在石膏板战略主体和防水、涂料两翼上均有可持续发展。

图表 8.2020 年以来公司投资项目及设立子公司情况

事项	标的公司	交易股权比例	交易对价/亿元	交易后持股比例
收购	四川蜀羊防水材料有限公司	20%	2.3	100%
联合重组	成都赛特防水材料有限责任公司	70%	0.38	70%
联合重组	天津滨海澳泰防水材料有限公司	70%	0.77	70%
收购	天津灯塔涂料工业发展有限公司	49%	0.59	49%

资料来源：公司公告，中银证券

“一体两翼”齐头并进，看好公司未来发展：随着竣工数据表现向好，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，同时公司的石膏板产能布局日臻完善，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、持续收购防水和涂料企业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 9. 2021Q3 业绩摘要表

(人民币，百万)	2020Q3	2021Q3	同比增长(%)
营业收入	5,154.91	5,797.59	12.47
营业税及附加	54.90	59.27	7.96
净营业收入	5,100.01	5,738.32	12.52
营业成本	3,323.59	4,157.32	25.09
销售费用	104.00	171.98	65.35
管理费用	358.35	429.57	19.88
财务费用	23.07	24.33	5.45
资产减值损失	0.04	0.01	(66.65)
营业利润	1,298.64	948.91	(26.93)
营业外收入	24.78	26.19	5.71
营业外支出	14.45	29.17	101.78
利润总额	1,308.96	945.93	(27.73)
所得税	148.79	47.74	(67.92)
少数股东损益	57.17	12.36	(78.38)
归属母公司股东净利润	1,103.00	885.83	(19.69)
扣除非经常性损益的净利润	1,085.43	878.75	(19.04)
每股收益(元)	0.65	0.52	(20.00)
扣非后每股收益(元)	0.64	0.52	(18.75)
毛利率(%)	35.53	28.29	减少 7.23 个百分点
净利率(%)	22.51	15.49	减少 7.01 个百分点
销售费用率(%)	2.02	2.97	增加 0.95 个百分点
管理费用率(%)	6.95	7.41	增加 0.46 个百分点
财务费用率(%)	0.45	0.42	减少 0.03 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	12,076.80	15,922.69	31.85
营业税及附加	133.31	162.94	22.23
净营业收入	11,943.49	15,759.75	31.95
营业成本	8,066.55	10,858.84	34.62
销售费用	366.63	528.47	44.14
管理费用	1,063.19	1,387.15	30.47
财务费用	65.60	59.77	(8.89)
资产减值损失	(4.78)	38.17	898.90
营业利润	2,403.03	2,948.23	22.69
营业外收入	43.21	61.77	42.96
营业外支出	44.17	42.50	(3.79)
利润总额	2,402.06	2,967.50	23.54
所得税	269.28	204.71	(23.98)
少数股东损益	127.02	39.46	(68.94)
归属母公司股东净利润	2,005.76	2,723.33	35.78
扣除非经常性损益的净利润	1,967.96	2,665.55	35.45
每股收益(元)	1.19	1.61	35.29
扣非后每股收益(元)	1.16	1.58	36.21
毛利率(%)	33.21	31.80	减少 1.40 个百分点
净利率(%)	17.66	17.35	减少 0.31 个百分点
销售费用率(%)	7.11	9.12	增加 2.00 个百分点
管理费用率(%)	20.62	23.93	增加 3.30 个百分点
财务费用率(%)	1.27	1.03	减少 0.24 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	21,413	24,868	28,180
销售成本	9,079	11,143	14,891	16,325	18,471
经营费用	1,190	1,626	2,377	3,009	3,692
息税折旧前利润	1,191	3,846	5,268	6,700	7,193
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	4,118	5,486	5,960
净利息收入/(费用)	(26)	(75)	(47)	(56)	(59)
其他收益/(损失)	(1,987)	48	77	77	77
税前利润	641	3,177	4,072	5,430	5,901
所得税	200	317	267	437	534
少数股东权益	15	164	29	34	32
净利润	441	2,860	3,805	4,993	5,367
核心净利润	2,428	2,812	3,728	4,916	5,290
每股收益(人民币)	0.261	1.693	2.252	2.955	3.177
核心每股收益(人民币)	1.437	1.665	2.207	2.910	3.131
每股股息(人民币)	0.350	0.460	0.680	0.890	0.950
收入增长(%)	6	26	27	16	13
息税前利润增长(%)	(77)	387	27	33	9
息税折旧前利润增长(%)	(64)	223	37	27	7
每股收益增长(%)	(82)	548	33	31	7
核心每股收益增长(%)	(5)	16	33	32	8

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	4,072	5,430	5,901
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	348	362	227
税金	687	910	335	515	653
其他经营现金流	(1,899)	(1,408)	(538)	(862)	(1,086)
经营活动产生的现金流	1,985	1,839	4,717	5,990	6,533
购买固定资产净值	2,109	1,354	14	4	1
投资减少/增加	(721)	(298)	(37)	(37)	(37)
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)	23	33	36
净增权益	(8)	(556)	0	0	0
净增债务	385	(7)	0	0	0
支付股息	591	777	1,149	1,504	1,605
其他融资现金流	(238)	556	(46)	(55)	(58)
融资活动产生的现金流	(452)	(784)	(1,195)	(1,559)	(1,663)
现金变动	97	(4)	3,546	4,464	4,906
期初现金	490	632	677	4,222	8,687
公司自由现金流	549	773	4,740	6,023	6,569
权益自由现金流	696	1,322	4,694	5,968	6,511

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	4,222	8,687	13,593
应收帐款	1,433	2,091	2,624	3,008	3,369
库存	1,612	1,746	2,212	2,543	2,852
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	11,098	16,278	21,853
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	25,726	29,696	34,040
应付帐款	1,598	1,589	2,103	2,299	2,593
短期债务	1,580	1,329	1,329	1,329	1,329
其他流动负债	2,652	1,479	1,617	1,772	1,922
流动负债总计	5,830	4,398	5,049	5,401	5,844
长期借款	236	120	120	120	120
其他长期负债	409	345	417	511	618
股本	1,690	1,690	1,690	1,690	1,690
储备	12,853	15,765	18,450	21,974	25,769
股东权益	14,542	17,455	20,140	23,664	27,458
少数股东权益	591	788	816	851	884
总负债及权益	21,018	22,317	25,726	29,696	34,040
每股帐面价值(人民币)	8.26	9.87	11.44	13.50	15.73
每股有形资产(人民币)	11.02	11.73	13.79	16.18	18.79
每股净负债/(现金)(人民币)	0.94	0.66	(1.39)	(3.98)	(6.82)

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	24.6	26.9	25.5
息税前利润率(%)	5.0	19.4	19.2	22.1	21.1
税前利润率(%)	4.8	18.9	19.0	21.8	20.9
净利率(%)	3.4	18.0	17.9	20.2	19.2
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.5	2.2	3.0	3.7
利息覆盖率(倍)	45.1	51.1	113.0	119.2	121.7
净权益负债率(%)	11.0	6.4	(11.7)	(28.4)	(42.0)
速动比率(倍)	0.8	1.1	1.8	2.5	3.3
估值					
市盈率(倍)	108.3	16.7	12.6	9.6	8.9
核心业务市盈率(倍)	19.7	17.0	12.8	9.7	9.0
市净率(倍)	3.4	2.9	2.5	2.1	1.8
价格/现金流(倍)	87.1	61.8	10.1	7.9	7.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	40.1	12.4	9.1	7.1	6.6
周转率					
存货周转天数	44.2	37.9	37.7	37.3	36.9
应收帐款周转天数	39.3	45.4	44.7	44.2	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	30.2	30.1	29.9
净资产收益率(%)	3.1	17.3	19.0	21.2	19.7
资产收益率(%)	2.2	13.6	14.9	16.9	15.9
已运用资本收益率(%)	2.7	15.2	17.5	19.7	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