

002949.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 15.42

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	(16.2)	(4.2)	(26.5)	(22.6)
相对深证成指	2.8	0.6	(9.9)	(8.2)

发行股数 (百万)	196
流通股 (%)	48
总市值 (人民币 百万)	3,023
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	109
净负债比率 (%) (2022E)	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 2022 年 4 月 7 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: 工程咨询服务 II

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

联系人: 林祁桢

(8621)20328621

qizhen.lin@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300121080012

华阳国际

大额减值拖累净利, 保障性住房建设有望进一步发挥公司优势

公司于 4 月 7 日发布 2021 年年报, 全年公司营收 28.8 亿元, 同增 51.9%; 归母净利 1.05 亿元, 同减 39.2%。EPS0.54 元/股。计提大额坏账准备或为净利下滑主要原因。公司经营性净现金流表现稳定, 费用控制能力增强。

支撑评级的要点

- 营收增幅较大, 计提大额坏账导致利润同比下滑: 公司发布 2021 年年报, 2021 年公司营收 28.76 亿元, 同增 51.9%; 归母净利 1.05 亿元, 同减 39.2%; EPS0.54 元/股, 同减 39.2%。2021 年公司归母净利同比明显下降或主要系公司针对个别客户应收类资产计提大额坏账准备。公司经营性净现金流为 2.38 亿元, 同比基本稳定; 综合费用率 11.2%, 费用控制能力提升。
- 建筑设计订单金额相对稳定, 装配式设计订单占比提升: 2021 年公司建筑设计业务新签合同额为 24.36 亿元, 同增 5.1%; 其中装配式建筑设计新签合同额为 10.86 亿元, 占比为 44.6%, 同比提升 4.9pct。建筑设计订单增幅不如往年主要系新开工面积下滑, 行业竞争加剧。
- 保障性住房建设有望进一步发挥公司优势: 公司在装配式建筑和 BIM 技术方面具有先发优势, 多年深耕大湾区, 参与制定深圳市住房保障政策并参与建设保障性住房项目。公司未来在保障性住房领域将持续推进新技术集成应用, 进一步提升综合实力。

估值

- 考虑房地产行业政策逐渐稳定, 我们调整业绩预期。预计 2022-2024 年公司收入为 30.4、37.1、45.1 亿元; 归母净利分别为 2.7、3.5、4.3 亿元; EPS 分别为 1.37、1.78、2.21 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, 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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入 (人民币 百万)	1,894	2,876	3,042	3,706	4,513
变动 (%)	59	52	6	22	22
净利润 (人民币 百万)	173	105	268	348	434
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.884	0.537	1.368	1.776	2.213
变动 (%)	22.8	(39.2)	154.5	29.9	24.6
市场预期每股收益 (人民币)			1.360	1.720	
全面摊薄市盈率 (倍)	17.4	28.7	11.3	8.7	7.0
价格/每股账面价值 (倍)	(6.7)	30.8	19.8	9.8	5.6
每股现金流量 (人民币)	(2.28)	0.50	0.78	1.57	2.74
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	11.9	16.1	7.8	6.0	4.9
每股股息 (人民币)	0.35	0.46	0.41	0.53	0.66
股息率 (%)	2.3	3.0	2.7	3.4	4.3

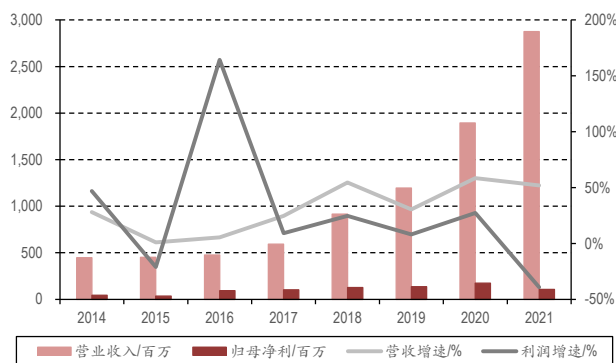
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

一、2021 年营收增幅较大，计提大额坏账导致利润同比下滑

事件：公司发布 2021 年年报，2021 年公司营收 28.76 亿元，同增 51.9%；归母净利 1.05 亿元，同减 39.2%；EPS0.54 元/股，同减 39.2%。其中，四季度公司营收 10.4 亿元，同增 35.5%；归母净利-0.36 亿元，同减 156.3%。2021 年，公司营业收入实现大幅增长，归母净利同比则有明显下降，主要系公司 2021 年针对恒大地产等个别客户应收类资产计提了坏账准备，总计金额为 1.01 亿元，导致公司归母净利承压。若无此事项，则公司归母净利有望同比增长 19.1%。

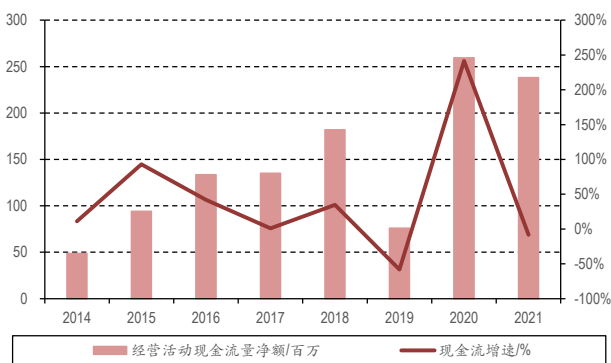
现金流相对稳定，毛利率、净利率有所下滑：2021 年公司经营活动现金流量净额为 2.38 亿元，相比 2020 年小幅下滑 8.3%。其中四季度公司经营活动现金净流量为 3.45 亿元，同增 12.9%。2014 年至今，公司经营性净现金流持续为正，表明公司现金流情况总体较好。2021 年公司期间费用率合计为 11.2%，相比 2020 年下降 1.5pct，2013 年至今公司的费用控制能力逐渐提升，期间费用水平总体呈下降趋势。2021 年公司毛利率和净利率均有所下滑，其中毛利率为 20.9%，同减 5.5pct；净利率 3.7%，同减 5.5pct。主要系 2021 年公司营业成本增幅高于营收增幅，且计提大额应收账款减值准备导致归母净利降幅明显。

图表 1. 2021 年公司营收快速提升，净利降幅稍大



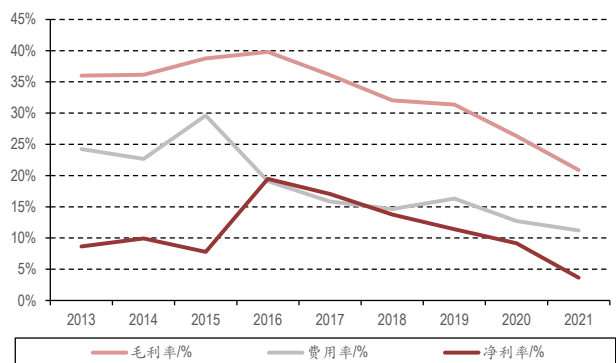
资料来源：公司财报，中银证券

图表 2. 公司现金流持续为正，总体表现较好



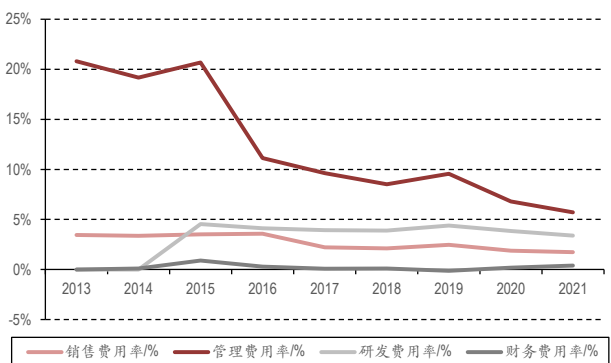
资料来源：公司财报，中银证券

图表 3. 2021 年公司毛利率、净利率同比均有下滑



资料来源：公司财报，中银证券

图表 4. 公司费用控制能力提升，期间费用率同比下降



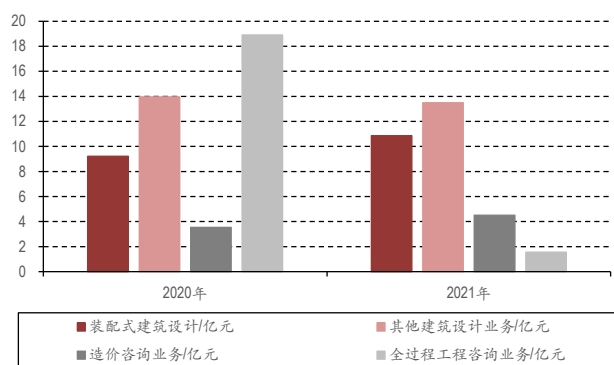
资料来源：公司财报，中银证券

二、2021 年建筑设计订单增速相对稳定，装配式业务营收快速增长

2021 年公司建筑设计新签合同额相对稳定，装配式建筑设计订单占比提升：2021 年公司建筑设计业务新签合同额为 24.36 亿元，相比 2020 年小幅提升 5.1%；其中装配式建筑设计新签合同额为 10.86 亿元，同比提升 17.9%。2021 年装配式建筑设计订单在建筑设计订单总额中占比有所提升，为 44.6%，同比提升 4.9pct。2021 年公司造价咨询业务新签合同额为 4.5 亿元，同增 27.3%；全过程工程咨询等业务同比有较大幅度下滑，主要系公司在 2020 年签订了 15.5 亿元的大额 EPC 项目导致基数较大。我们认为，2021 年公司建筑设计订单增幅较小的主要原因是当年房地产新开工面积同比有较大幅度下滑，导致建筑设计企业获得的订单减少，行业竞争加剧。

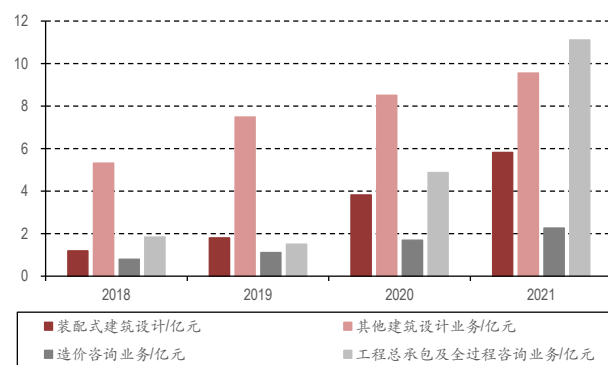
装配式建筑业务快速增长，工程总承包业务毛利率较低导致总体毛利率承压：各细分业务营收方面，2021 年公司装配式建筑设计业务、其他建筑设计业务、造价咨询业务和工程总承包业务等营收规模均有较大幅度增长，其中装配式设计营收同增 52.4%，表明公司装配式建筑业务快速发展。报告期内公司工程总承包业务营收大幅同增 128.1%，我们认为主要原因是 2020 年签订的大额 EPC 项目在 2021 年逐渐确认收入，使得该项业务营收大幅增长。但是，工程总承包业务毛利率仅有 2.7%，该项业务营收占比高而毛利率较低，导致公司总体毛利率承受较大压力。

图表 5.2021 年建筑设计业务新签合同额相对稳定



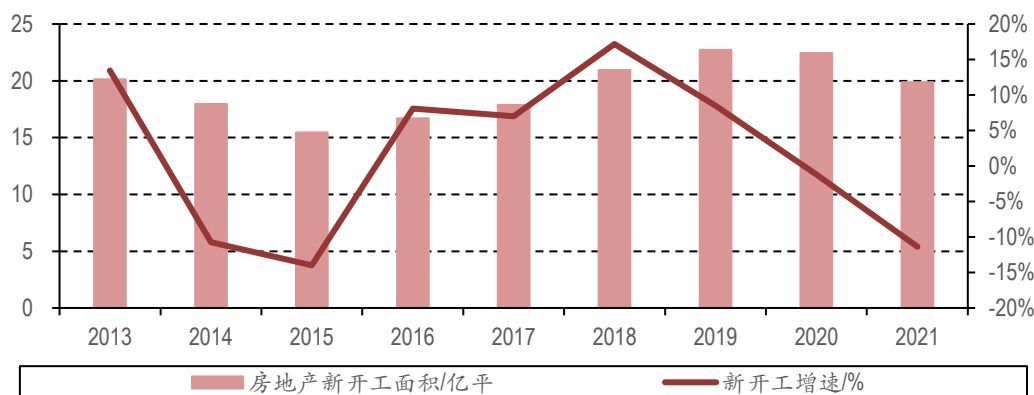
资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 装配式建筑设计营收持续快速增长



资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 2021 年房地产新开工面积同比降幅明显



资料来源：万得，中银证券

三、保障性住房建设有望进一步发挥公司优势

公司在装配式建筑和 BIM 技术方面具有先发优势，深圳保障性住房建设有望进一步展示公司实力：公司是国内较早启动 BIM 专项研究的设计企业之一，2008 年公司即启动 BIM 专项研究，参与了多项国家、市级标准的制定以及市级专项课题研究；公司装配式建筑新签合同金额及营收规模均也在快速提升。2021 年，公司完成了多项装配式建筑和 BIM 相关的研发项目，有望进一步提升 BIM 模型的创建效率和精准度，降低成本。

此外，公司一直参与制定深圳市住房保障政策、城市保障性住房设计标准，并参与建设了保障性住房项目。当前，深圳市将保障性住房建设作为城市高质量建设的重要抓手之一，要求在保障性住房建设中采用装配式技术，因此未来在保障性住房领域，公司将持续进行新技术集成应用，在预制构件、绿色建筑、装配式建筑、装配式装修等方面形成集成服务体系，进一步提升综合实力。

图表 8.2021 年公司部分研发项目

项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
装配式建筑 BIM 自动成图研究	将公司已有的预制构件出图标准拆解为可识别的参数，并与 BIM 模型数据关联，通过读取 BIM 模型数据，自动成图，形成效率工具	已完成	提高装配式深化设计师在出图环节的工作效率，提升深化设计图纸质量	1、通过工具研发提高设计师在装配式建筑项目的绘图效率，降低人工成本；2、大幅提升公司市场竞争力
基于 BIM 的结构构件识别及模型转化工具研究	提高建筑信息模型结构构件的创建效率	已完成	1、对现有二维设计图纸自动化、批量化、标准化的分析；2、利用提取的图纸信息快速生成结构 BIM 模型	1、加快 BIM 模型创建工作效率；2、通过标准化模型，创建流程，提升模型准确度，提高项目成果质量
基于 BIM 的深圳市装配式评价指标计算工具研究	将深圳市装配式建筑评价指标各技术项拆解成数据计算规则，并关联 BIM 模型数据，快速计算指标，形成效率工具	已完成	提高装配式深化设计师在指标计算环节的工作效率	1、形成地区装配式指标计算框架，根据公司未来业务需求快速扩展相应功能；2、积累项目计算数据，形成公司装配式指标大数据分析基础
基于 BIM 的跨企业三维设计协同研究	基于 Revitserver 云服务为基础，以云平台承载核心业务功能，解决实现跨企业在线协同设计场景	已完成	实现跨企业、跨区域在线协同设计，满足总分包协同设计管理模式	1、提高企业与外部单位的协同效率；2、实现设计协同线上化，支持随时随地开展设计工作
基于 P2P 文件分发网络的 BIM 协同设计研究	通过在协同设计系统中采用 P2P 的传输方式，利用客户端之间直连进行文件分发，极大的减少了客户端与协同服务器之间的文件传输量，降低云端服务器所需的带宽流量	已完成	提高文件传输分发速度和效率，实现跨区域、跨企业协同设计，为现跨区域协同设计	公司拓展提供生产基础平台

资料来源：公司公告，中银证券

四、风险提示

装配式建筑增速下滑，设计收费不及预期、人员流失严重，业务扩张效果不及预期。

图表 9. 2021Q4 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2020Q4	2021Q4	同比增长(%)
营业收入	768.31	1,041.03	35.50
营业税及附加	4.73	5.75	21.68
净营业收入	763.59	1,035.28	35.58
营业成本	579.71	841.04	45.08
销售费用	14.62	17.07	16.69
管理费用	62.83	77.58	23.47
财务费用	1.83	2.41	31.68
资产减值损失	(19.98)	(128.09)	(541.04)
营业利润	90.48	(18.59)	(120.55)
营业外收入	0.01	0.05	311.55
营业外支出	0.48	0.55	15.37
利润总额	90.01	(19.10)	(121.22)
所得税	15.05	(2.75)	(118.29)
少数股东损益	11.57	19.32	66.99
归属母公司股东净利润	63.39	(35.67)	(156.26)
扣除非经常性损益的净利润	(61.97)	44.10	171.17
每股收益(元)	0.32	(0.18)	(156.25)
扣非后每股收益(元)	(0.32)	0.22	168.75
毛利率(%)	24.55	19.21	减少 5.34 个百分点
净利率(%)	9.76	(1.57)	减少 11.33 个百分点
销售费用率(%)	1.90	1.64	减少 0.26 个百分点
管理费用率(%)	8.18	7.45	减少 0.73 个百分点
财务费用率(%)	0.24	0.23	减少 0.01 个百分点

资料来源：万得，中银证券

图表 10. 2021 年业绩摘要表

(人民币, 百万)	2020	2021	同比增长(%)
营业收入	1,894.09	2,876.48	51.87
营业税及附加	12.22	15.09	23.45
净营业收入	1,881.87	2,861.39	52.05
营业成本	1,395.28	2,275.84	63.11
销售费用	35.67	49.73	39.44
管理费用	201.57	261.40	29.69
财务费用	3.57	11.10	211.35
资产减值损失	(45.12)	(157.94)	(250.09)
营业利润	220.98	147.92	(33.06)
营业外收入	0.19	0.32	65.62
营业外支出	1.44	1.19	(17.68)
利润总额	219.73	147.06	(33.07)
所得税	28.53	16.50	(42.16)
少数股东损益	17.92	25.20	40.59
归属母公司股东净利润	173.27	105.35	(39.20)
扣除非经常性损益的净利润	161.26	76.49	(52.57)
每股收益(元)	0.88	0.54	(38.64)
扣非后每股收益(元)	0.82	0.39	(52.44)
毛利率(%)	26.34	20.88	减少 5.45 个百分点
净利率(%)	10.09	4.54	减少 5.56 个百分点
销售费用率(%)	1.88	1.73	减少 0.15 个百分点
管理费用率(%)	10.64	9.09	减少 1.55 个百分点
财务费用率(%)	0.19	0.39	增加 0.20 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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	1,894	2,876	3,042	3,706	4,513
销售成本	1,395	2,276	2,208	2,654	3,194
经营费用	177	229	329	400	487
息税折旧前利润	254	188	387	502	621
折旧及摊销	49	55	58	78	95
经营利润(息税前利润)	205	133	329	424	526
净利息收入/(费用)	(4)	(11)	(20)	(24)	(27)
其他收益/(损失)	13	18	15	17	17
税前利润	202	122	308	400	499
所得税	29	17	40	52	65
少数股东权益	18	25	26	31	45
净利润	173	105	268	348	434
核心净利润	161	88	254	331	417
每股收益(人民币)	0.884	0.537	1.368	1.776	2.213
核心每股收益(人民币)	0.819	0.447	1.294	1.690	2.126
每股股息(人民币)	0.350	0.460	0.410	0.530	0.660
收入增长(%)	59	52	6	22	22
息税前利润增长(%)	21	(35)	147	29	24
息税折旧前利润增长(%)	24	(26)	105	30	24
每股收益增长(%)	23	(39)	155	30	25
核心每股收益增长(%)	41	(45)	189	31	26

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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	202	122	308	400	499
折旧与摊销	49	55	58	78	95
净利息费用	4	11	20	24	27
运营资本变动	129	(30)	18	81	94
税金	102	134	42	49	57
其他经营现金流	32	(114)	41	75	131
经营活动产生的现金流	260	238	451	546	715
购买固定资产净值	228	146	301	241	181
投资减少/增加	(9)	(14)	(3)	(3)	(3)
其他投资现金流	(488)	(8)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(707)	(140)	(299)	(239)	(178)
净增权益	(2)	(37)	0	0	0
净增债务	520	(36)	450	0	0
支付股息	69	90	80	104	129
其他融资现金流	27	4	(20)	(24)	(26)
融资活动产生的现金流	476	(159)	350	(127)	(156)
现金变动	27	(60)	502	180	381
期初现金	415	239	204	562	552
公司自由现金流	(448)	98	153	307	537
权益自由现金流	99	67	583	283	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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	239	204	562	552	681
应收帐款	531	567	604	775	983
库存	1	0	2	11	22
其他流动资产	770	779	829	879	929
流动资产总计	1,541	1,550	1,997	2,217	2,616
固定资产	362	427	633	781	867
无形资产	199	195	238	269	289
其他长期资产	273	361	356	339	320
长期资产总计	834	983	1,226	1,390	1,476
总资产	2,375	2,533	3,224	3,607	4,091
应付帐款	182	163	153	214	288
短期债务	69	24	29	34	39
其他流动负债	334	467	492	525	572
流动负债总计	586	654	674	774	899
长期借款	5	0	0	0	0
其他长期负债	338	381	837	845	855
股本	196	196	196	196	196
储备	1,250	1,302	1,516	1,792	2,141
股东权益	1,446	1,498	1,712	1,988	2,337
少数股东权益	46	67	93	125	170
总负债及权益	2,375	2,533	3,224	3,607	4,091
每股帐面价值(人民币)	7.14	7.30	8.26	9.50	11.06
每股有形资产(人民币)	10.99	11.62	14.92	16.72	19.09
每股净负债/(现金)(人民币)	0.88	1.03	1.55	1.67	1.09

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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	13.4	6.5	12.7	13.6	13.8
息税前利润率(%)	10.8	4.6	10.8	11.4	11.7
税前利润率(%)	10.7	4.2	10.1	10.8	11.1
净利率(%)	10.1	4.5	9.7	10.2	10.6
流动性					
流动比率(倍)	2.6	2.4	3.0	2.9	2.9
利息覆盖率(倍)	71.3	17.0	19.0	20.9	23.2
净权益负债率(%)	12.0	13.4	17.7	16.5	9.1
速动比率(倍)	2.6	2.4	3.0	2.9	2.9
估值					
市盈率(倍)	17.4	28.7	11.3	8.7	7.0
核心业务市盈率(倍)	18.8	34.5	11.9	9.1	7.3
市净率(倍)	2.2	2.1	1.9	1.6	1.4
价格/现金流(倍)	(6.7)	30.8	19.8	9.8	5.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.9	16.1	7.8	6.0	4.9
周转率					
存货周转天数	0.1	#DIV/0!	0.3	1.1	1.8
应收帐款周转天数	102.4	72.0	72.5	76.4	79.5
应付帐款周转天数	47.6	26.1	25.3	29.5	33.0
回报率					
股息支付率(%)	39.6	85.6	30.0	29.8	29.8
净资产收益率(%)	13.2	8.7	17.2	19.1	20.5
资产收益率(%)	8.0	5.2	9.1	10.5	11.7
已运用资本收益率(%)	9.5	6.0	11.1	12.9	14.1

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得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