

**002271.SZ**
**买入**

原评级: 买入

市场价格: 人民币 45.6

板块评级: 强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(10.6)	7.0	(6.9)	(12.1)
相对深证成指	11.5	14.4	12.1	4.5

发行股数(百万)	2,520
流通股(%)	78
总市值(人民币 百万)	114,895
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,081
净负债比率(%) (2022E)	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2022年4月11日收市价为标准

**相关研究报告**

《东方雨虹: 营收净利持续提升, 保障性住房、BIPV有望带来新增量》 20220118

 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: 装修建材**
**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

# 东方雨虹

## 营收高速增长, 公司未来看点颇多

公司于4月11日发布2021年年报, 全年营收319.3亿元, 同增47.0%; 归母净利42.0亿元, 同增24.1%; EPS 1.74元/股。公司营收利润双增长, 但毛利率有所下降, 我们认为主要是原材料价格持续上涨导致。

**支撑评级的要点**

- **2021年营收利润双增长, 毛利率有所下滑, 费用控制能力提升:** 2021年公司营收319.3亿元, 同增47.0%; 归母净利42.0亿元, 同增24.1%。2021年公司经营活动现金净流量为41.2亿元, 同增4.1%。公司综合毛利率30.5%, 同减6.5pct; 期间费用率为14.6%, 同减3.3pct, 公司费用控制能力有所提升。
- **竣工数据向好提升防水材料需求, 原材料价格持续上涨致毛利承压:** 2021年房地产竣工面积同比增速明显高于以往, 竣工数据转好带动防水材料需求提升, 但SBS改性沥青及原油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2021年公司防水卷材及防水涂料毛利率有所下滑, 拖累整体毛利率。
- **产能布局日臻完善, 公司未来看点颇多:** 2021年, 公司产能布局进一步完善, 提升服务能力的同时能够降本增效, 进一步提升经济效益。地产政策出现边际宽松背景下, 公司作为龙头企业将受益于行业集中度提升。保障性住房建设、基建项目发力及BIPV业务也为公司提供新的增长点, 公司未来看点颇多。

**估值**

- 考虑原材料价格持续上涨, 我们对调整盈利预测。预计2022-2024年公司收入为398.5、490.0、602.9亿元; 归母净利分别为55.6、68.7、89.0亿元; EPS分别为2.21、2.73、3.53元。维持公司**买入**评级。

**评级面临的主要风险**

- 沥青价格上涨挤压利润、项目投产不及预期、防水行业竞争格局恶化、应收账款回收风险。

**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)	21,730	31,934	39,849	48,999	60,289
变动(%)	20	47	25	23	23
净利润(人民币 百万)	3,389	4,205	5,557	6,869	8,898
全面摊薄每股收益(人民币)	1.345	1.669	2.206	2.726	3.531
变动(%)	58.2	24.1	32.2	23.6	29.5
市场预期每股收益(人民币)			2.150	2.730	
原先预测摊薄每股收益(人民币)			2.175	3.035	
调整幅度(%)			1.4	(10.2)	
全面摊薄市盈率(倍)	29.3	23.6	17.9	14.4	11.2
价格/每股现金流量(倍)	71.0	16.4	10.4	6.0	7.8
每股现金流量(人民币)	0.55	2.40	3.78	6.51	5.04
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.4	17.0	12.9	10.7	8.4
每股股息(人民币)	0.09	0.28	0.66	0.82	1.06
股息率(%)	0.2	0.7	1.7	2.1	2.7

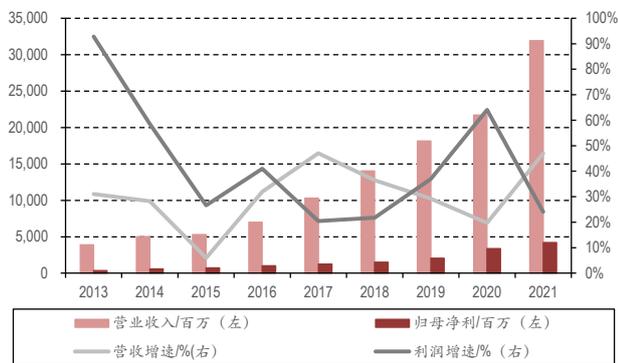
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 一、营收、净利持续增长，毛利率同比有所下降

**事件:** 公司发布 2021 年年报, 2021 年公司营收 319.3 亿元, 同增 47.0%; 归母净利 42.0 亿元, 同增 24.1%; EPS1.74 元/股。其中单四季度公司营收 92.5 亿元, 同增 37.0%; 归母净利 15.3 亿元, 同增 21.3%。2021 年公司经营活动产生的现金流量净额为 41.2 亿元, 相比 2020 年小幅提升 4.1%。其中单四季度公司经营活动现金流量净额为 104.0 亿元, 同比 2020 年四季度大幅增长 114.0%。主要系四季度公司销售回款持续改善带来销售商品、提供劳务收到的现金同增 21.0%, 同时购买商品、接受劳务支付的现金同减 21.9%, 使得四季度公司现金流相比前三季度大幅好转。

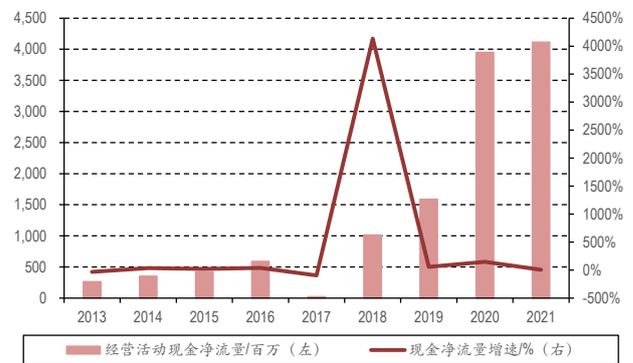
**毛利率同比降幅稍大, 费用控制能力有所提升:** 2021 年公司综合毛利率为 30.5%, 相比 2020 年下滑 6.5pct; 2021 年净利率为 13.2%, 同减 2.4pct。公司综合毛利率相比去年有较大幅度下滑, 我们认为主要原因是受防水卷材及防水涂料业务毛利率下降的拖累。2021 年公司防水卷材及防水涂料业务的毛利率分别为 31.1%、34.1%, 同减 8.1pct、7.1pct, 防水施工业务的毛利率与上年基本持平。对公司各项细分业务进行成本拆分可知, 防水卷材及涂料毛利率下滑的主要原因为原材料成本增幅较大。2021 年公司费用控制能力有所提升, 期间费用率为 14.6%, 同减 3.3pct。其中财务费用率为 0.7%, 同减 1.0pct, 主要系 2021 年利息费用减少和利息收入增加所致。

图表 1. 公司营收、净利同比持续提升



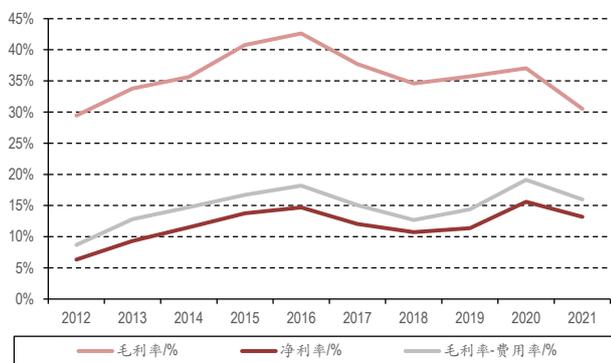
资料来源: 公司财报, 中银证券

图表 2. 公司经营活动现金流净额同比相对稳定



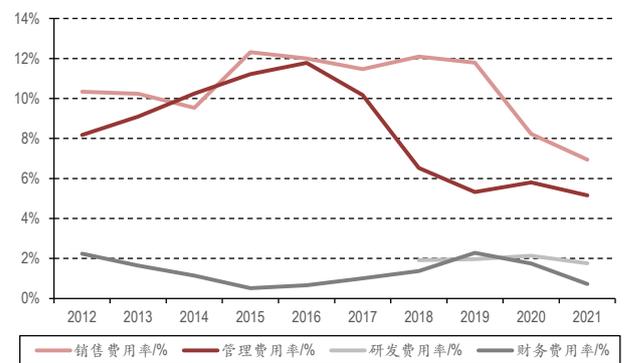
资料来源: 公司财报, 中银证券

图表 3. 2021 年公司毛利率、净利率均有下滑



资料来源: 公司财报, 中银证券

图表 4. 2021 年期间费用率明显下降, 费用控制能力提升



资料来源: 公司财报, 中银证券

## 二、原材料价格持续上涨，公司毛利承受较大压力

**房地产竣工数据转好带动防水材料需求增加，公司防水材料营收同比增幅较大：**2021年，房地产竣工数据表现明显向好。房地产全年竣工面积为10.14亿平方米，同比2020年提升11.2%，增速明显高于以往水平。竣工数据向好也带动防水材料需求持续提升，公司防水卷材和防水涂料营收同比均有较大幅度提升，增幅分别为51.7%、27.7%。

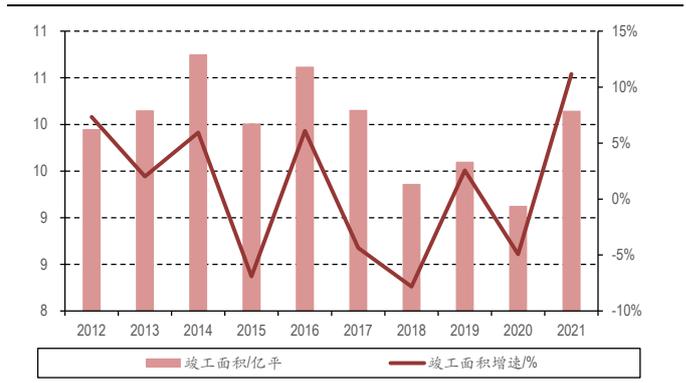
**原料价格上涨导致公司成本压力较大、毛利率下滑：**2020年以来，SBS改性沥青市场价格持续震荡上涨，2021年单吨价格一度超过4000元；与防水原材料涨幅关系密切的原油价格也一路走高，给公司造成较大的成本压力。2021年，公司在3月、4月、9月、11月分别发布涨价函，上调各产品价格。虽然公司作为防水龙头企业能够通过涨价适当转嫁成本压力，但原材料价格的普遍上涨还是导致公司2021年毛利率有所下滑。

图表 5. 2020 年起沥青、原油价格持续上涨



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 2021 年房地产竣工面积增速明显高于以往



资料来源：万得，中银证券

## 三、产能布局完善助力降本增效，公司未来增长点较多

**全国产能布局进一步完善，有助于降本增效：**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，同时有利于降低运输成本并充分摊薄固定成本，进一步提升公司经济效益。

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个月全面建成	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

**公司受益于地产行业集中度提升, 基建发力有望带动公司非房业务成长:** 自 2021 年 12 月中央经济工作会议以来, 地产相关政策出现边际宽松趋势, 行业逐渐回暖, 且更加注重建筑品质。东方雨虹作为防水行业龙头企业, 产品质量、施工能力等更有保障, 在房地产行业集中度不断提升的背景下, 公司发展更有优势。此外, 国家对保障性住房的大力推广以及公司开始涉足 BIPV 领域也为公司提供了新的增长点, 各地基建项目的发力也有望带动公司非房业务的成长。

#### 四、风险提示

沥青价格上涨挤压利润、项目投产不及预期、防水行业竞争格局恶化、应收账款回收风险。

图表 8. 2021Q4 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2020Q4	2021Q4	同比增长(%)
营业收入	6,752.82	9,251.99	37.01
营业税及附加	73.44	59.53	(18.95)
净营业收入	6,679.38	9,192.46	37.62
营业成本	4,686.68	6,447.64	37.57
销售费用	112.87	561.86	397.78
管理费用	593.34	687.17	15.82
财务费用	149.76	83.04	(44.55)
资产减值损失	113.31	187.27	65.27
营业利润	1,529.71	1,805.39	18.02
营业外收入	3.65	6.78	85.78
营业外支出	44.04	1.48	(96.63)
利润总额	1,489.32	1,810.69	21.58
所得税	235.34	278.58	18.37
少数股东损益	(4.56)	5.27	215.60
归属母公司股东净利润	1,258.54	1,526.84	21.32
扣除非经常性损益的净利润	1,057.85	1,398.78	32.23
每股收益(元)	0.50	0.61	22.00
扣非后每股收益(元)	0.71	0.94	32.39
毛利率(%)	30.60	30.31	减少 0.29 个百分点
净利率(%)	18.57	16.56	减少 2.01 个百分点
销售费用率(%)	1.67	6.07	增加 4.40 个百分点
管理费用率(%)	8.79	7.43	减少 1.36 个百分点
财务费用率(%)	2.22	0.90	减少 1.32 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 9. 2021 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2020	2021	同比增长(%)
营业收入	21,730.37	31,934.20	46.96
营业税及附加	185.90	212.50	14.31
净营业收入	21,544.48	31,721.70	47.24
营业成本	13,680.83	22,184.43	62.16
销售费用	1,787.69	2,217.74	24.06
管理费用	1,724.23	2,203.86	27.82
财务费用	379.86	231.84	(38.97)
资产减值损失	(266.90)	(264.98)	0.72
营业利润	4,203.51	5,098.24	21.29
营业外收入	13.76	20.27	47.25
营业外支出	61.96	18.34	(70.40)
利润总额	4,155.32	5,100.16	22.74
所得税	768.51	886.85	15.40
少数股东损益	(2.06)	8.61	518.03
归属母公司股东净利润	3,388.87	4,204.70	24.07
扣除非经常性损益的净利润	3,091.37	3,867.43	25.10
每股收益(元)	1.34	1.67	24.63
扣非后每股收益(元)	1.97	2.46	24.87
毛利率(%)	37.04	30.53	减少 6.51 个百分点
净利率(%)	15.59	13.19	减少 2.39 个百分点
销售费用率(%)	8.23	6.94	减少 1.28 个百分点
管理费用率(%)	7.93	6.90	减少 1.03 个百分点
财务费用率(%)	1.75	0.73	减少 1.02 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	21,730	31,934	39,849	48,999	60,289
销售成本	13,681	22,184	26,439	32,436	39,402
经营费用	3,234	4,075	5,300	6,517	8,018
息税折旧前利润	5,023	5,842	7,676	9,267	11,812
折旧及摊销	486	518	588	588	588
经营利润(息税前利润)	4,537	5,323	6,998	8,679	11,224
净利息收入/(费用)	(380)	(232)	(300)	(400)	(500)
其他收益/(损失)	160	(26)	18	18	18
税前利润	4,157	5,092	6,698	8,279	10,724
所得税	769	887	1,141	1,410	1,826
少数股东权益	(2)	9	14	15	18
净利润	3,389	4,205	5,557	6,869	8,898
核心净利润	3,228	4,231	5,539	6,850	8,879
每股收益(人民币)	1.345	1.669	2.206	2.726	3.531
核心每股收益(人民币)	1.281	1.679	2.198	2.719	3.524
每股股息(人民币)	0.089	0.280	0.660	0.820	1.060
收入增长(%)	20	47	25	23	23
息税前利润增长(%)	51	17	31	24	29
息税折旧前利润增长(%)	49	16	31	21	27
每股收益增长(%)	58	24	32	24	30
核心每股收益增长(%)	72	31	31	24	30

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	4,157	5,092	6,698	8,279	10,724
折旧与摊销	486	518	588	588	588
净利息费用	380	232	300	400	500
运营资本变动	(298)	(3,508)	(1,487)	(6,669)	(447)
税金	1,653	2,298	766	884	991
其他经营现金流	(3,022)	(7,533)	(708)	(830)	(1,079)
经营活动产生的现金流	3,952	4,115	9,221	15,990	12,171
购买固定资产净值	1,520	4,502	4,017	3,000	2,500
投资减少/增加	263	1,165	(8)	(8)	(8)
其他投资现金流	39	8,048	4,326	3,414	3,032
投资活动产生的现金流	(1,744)	2,381	317	422	540
净增权益	(19)	7,285	0	0	0
净增债务	(97)	3,982	200	100	100
支付股息	352	756	1,664	2,067	2,672
其他融资现金流	(350)	289	(369)	(601)	(797)
融资活动产生的现金流	(818)	10,799	(2,058)	(2,669)	(3,470)
现金变动	1,360	9,287	3,464	10,743	6,742
期初现金	5,494	7,623	18,614	22,562	32,635
公司自由现金流	2,208	6,496	9,539	16,412	12,711
权益自由现金流	1,761	10,766	9,170	15,811	11,914

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	7,623	18,614	22,562	32,635	38,263
应收帐款	7,979	11,300	14,227	17,611	21,787
库存	1,199	1,421	1,854	2,356	2,974
其他流动资产	905	979	1,568	1,568	1,568
流动资产总计	17,780	32,902	40,211	54,169	64,592
固定资产	4,755	5,610	9,354	10,921	12,138
无形资产	1,491	1,654	1,795	1,930	2,009
其他长期资产	1,742	6,160	4,066	4,066	4,067
长期资产总计	7,989	13,423	15,019	16,531	17,693
总资产	25,769	46,325	55,230	70,700	82,285
应付帐款	3,643	5,943	7,109	8,752	10,660
短期债务	2,525	6,128	8,128	9,628	10,628
其他流动负债	3,887	5,816	6,499	7,410	8,744
流动负债总计	10,055	17,887	22,736	33,290	38,532
长期借款	422	1,104	1,304	1,404	1,504
其他长期负债	461	651	751	850	950
股本	2,349	2,521	2,521	2,521	2,521
储备	12,482	24,162	28,069	32,886	39,129
股东权益	14,831	26,684	30,590	35,407	41,650
少数股东权益	217	389	403	418	435
总负债及权益	25,769	46,325	55,230	70,700	82,285
每股帐面价值(人民币)	5.80	10.44	11.97	13.88	16.35
每股有形资产(人民币)	5.98	16.27	21.01	27.16	31.78
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.06)	(3.97)	(4.59)	(5.38)	(6.77)

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(%)	23.1	18.3	19.3	18.9	19.6
息税前利润率(%)	20.9	16.7	17.6	17.7	18.6
税前利润率(%)	19.1	15.9	16.8	16.9	17.8
净利率(%)	15.6	13.2	14.0	14.0	14.8
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.8	1.8	1.6	1.7
利息覆盖率(倍)	13.2	25.2	25.6	23.2	23.6
净权益负债率(%)	(28.4)	(40.2)	(37.8)	(38.2)	(41.0)
速动比率(倍)	1.6	1.8	1.7	1.6	1.6
估值					
市盈率(倍)	29.3	23.6	17.9	14.4	11.2
核心业务市盈率(倍)	30.7	23.5	17.9	14.5	11.2
市净率(倍)	6.8	3.8	3.3	2.8	2.4
价格/现金流(倍)	71.0	16.4	10.4	6.0	7.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.4	17.0	12.9	10.7	8.4
周转率					
存货周转天数	20.1	16.2	17.0	17.5	18.0
应收帐款周转天数	134.0	129.2	130.3	131.2	131.9
应付帐款周转天数	97.2	97.8	98.1	98.5	98.8
回报率					
股息支付率(%)	6.6	16.8	29.9	30.1	30.0
净资产收益率(%)	22.8	15.8	18.2	19.4	21.4
资产收益率(%)	13.1	9.1	10.2	9.7	10.8
已运用资本收益率(%)	20.3	12.7	14.1	13.2	14.8

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