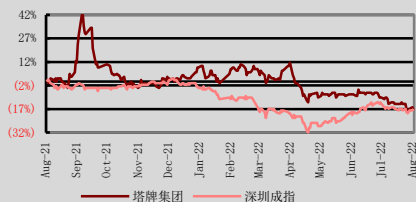


**002233.SZ**
**买入**

原评级: 买入

市场价格: 人民币 7.9

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	(22.1)	(8.5)	(9.6)	(17.6)
相对深证成指	(5.4)	(4.4)	(24.2)	(0.1)

发行股数(百万)	1,192
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	9,419
3个月日均交易额(人民币 百万)	74
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
钟烈华	17

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
 以 2022 年 8 月 9 日收市价为标准

**相关研究报告**

《塔牌集团: 多因素致 Q1 利润承压, 煤价回落业绩有望回补》 20220422

 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: 水泥**
**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: 林祁楨**

(8621)20328621

qizhen.lin@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300121080012

# 塔牌集团

## 弱需求、高煤价、强降水共致上半年业绩承压

公司于 8 月 9 日发布 2022 年中报, 上半年公司实现营收 25.9 亿元, 同减 28.6%; 归母净利润 1.7 亿元, 同减 80.9%。单二季度毛利率 17.7%, 同减 25.2pct; 净利率 9.1%, 同减 17.3pct。下半年需求恢复, 业绩有望回补, 维持公司买入评级。

**支撑评级的要点**

- **上半年量价齐减, 利润下滑:** 上半年公司营收 25.9 亿元, 同减 28.6%, 归母净利润 1.7 亿元, 同减 80.9%; 单二季度营收 13.4 亿元, 同减 37.3%; 归母净利润 1.2 亿元, 同减 78.3%。上半年公司水泥销量 728.8 万吨, 同减 27.8%, 我们测算公司二季度水泥吨单价 322.0 元, 同减 13.3%, 吨成本 266.3 元, 同增 28.4%, 吨毛利 55.7 元, 同减 66.1%。
- **弱需求、高煤价、强降水共致业绩承压:** 上半年在疫情防控、地产调控累积效应、强降水天气影响下粤东地区水泥需求疲弱。叠加煤炭成本维持高位、证券投资浮亏, 公司业绩承压。上半年煤炭价格高位宽幅震荡, 相比 2021 年同期价格区间抬升幅度约 50%。根据 WheatA 数据, 单二季度, 粤东及大湾区降水量较去年同期大幅增加, 多地同比增幅超过 90%, 异常的雨水天气阻碍了施工开展。
- **长期看煤价回归、施工恢复, 业绩有望回补:** 长期来看, 煤炭价格有望回归合理区间。随着雨季结束, 水泥需求或在项目施工恢复下得到支撑, 公司业绩有望回补。此外, 报告期内公司加快绿色转型, 环保处置、光伏发电项目均开始产生收益, 有助于公司降低能耗, 实现高质量发展。

**估值**

- 需求疲弱下公司业绩承压, 我们部分下调盈利预测。预计 2022-2024 年公司收入为 67.1、85.0、93.1 亿元; 归母净利润分别为 8.7、17.2、20.0 亿元; EPS 分别为 0.73、1.44、1.68 元。考虑下半年施工恢复业绩回补以及水泥在稳增长落地逻辑中的渡船作用, 维持公司买入评级。

**评级面临的主要风险**

- 煤价持续上升, 基建投资增速不及预期, 地产开工持续低迷, 异常雨热气候影响施工。

**投资摘要**

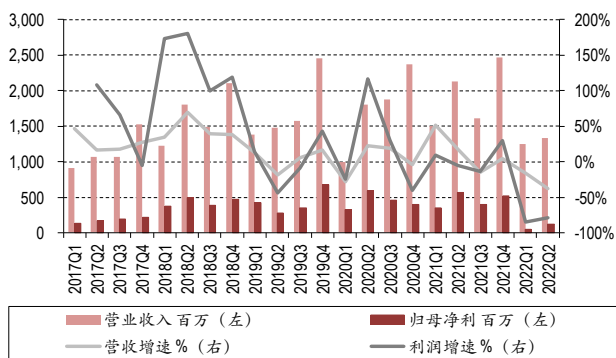
年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	7,047	7,713	6,712	8,502	9,309
变动(%)	2	9	(13)	27	9
净利润(人民币 百万)	1,782	1,836	872	1,720	1,997
全面摊薄每股收益(人民币)	1.495	1.540	0.731	1.443	1.675
变动(%)	2.6	3.0	(52.5)	97.2	16.1
原先预测每股收益(人民币)			1.745	1.873	2.058
变动(%)			(58.1)	(23.0)	(18.6)
全面摊薄市盈率(倍)	5.3	5.1	10.8	5.5	4.7
价格/每股现金流量(倍)	5.6	(133.5)	9.2	4.8	3.9
每股现金流量(人民币)	1.40	(0.06)	0.86	1.66	2.02
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.3	3.3	6.1	3.5	3.1
每股股息(人民币)	0.43	0.62	0.22	0.43	0.50
股息率(%)	5.4	7.8	2.8	5.4	6.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 一、Q2 营收净利同减，利润下滑

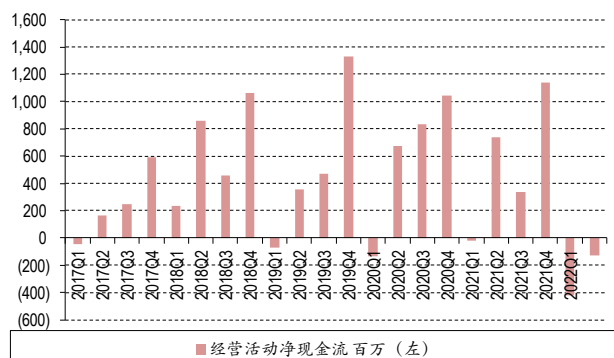
事件：公司发布 2022 年中报，上半年公司营收 25.9 亿元，同减 28.6%；归母净利润 1.7 亿元，同减 80.9%；受投资收益转负影响，公司非经常性损益同比减少 1.1 亿元，扣非归母净利 2.1 亿元，同减 75.4%。单二季度，公司营收 13.4 亿元，同减 37.3%；归母净利润 1.2 亿元，同减 78.3%；经营活动现金净流量为净流出 1.3 亿元，流出规模环比减小。

图表 1. Q2 公司营收净利同减，环比略增



资料来源：公司财报，中银证券

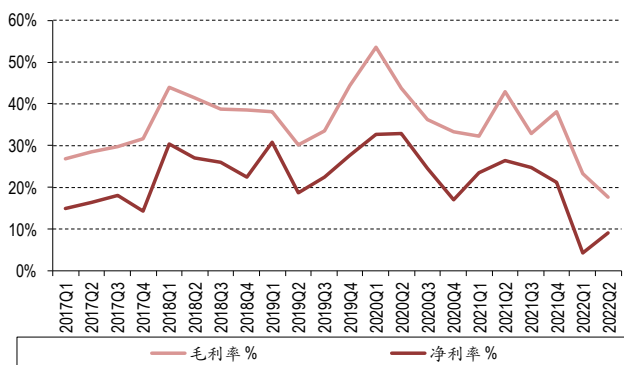
图表 2. Q2 经营活动现金净流出 1.33 亿元



资料来源：公司财报，中银证券

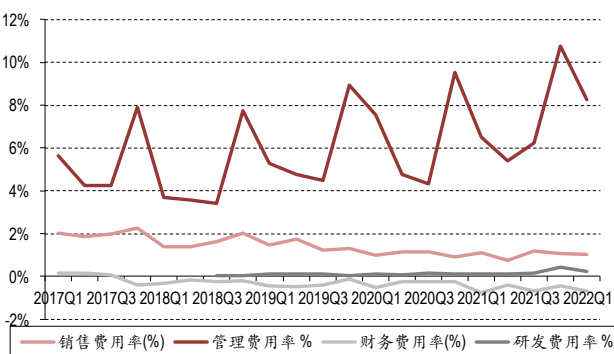
上半年利润持续承压，费用率同比上升：原燃料涨价和水泥销量下降共同削弱公司利润。上半年公司综合毛利率 20.4%，同减 18.1pct；净利率 6.8%，同减 18.4pct；四项费用率 8.5%，同增 2.2pct。单二季度公司综合毛利率 17.7%，同减 25.2pct，环比下降 5.6pct；净利率 9.1%，同减 17.3pct，环比上升 4.9pct；四项费用率 8.2%，同增 2.4pct，管理、销售、财务、研发费用率同比分别变化 1.9pct、0.6pct、-0.3pct、0.2pct，环比分别变化 -0.9pct、0.4pct、-0.1pct、0.0pct。

图表 3. Q2 毛利率同环比下降，净利率环比改善



资料来源：公司财报，中银证券

图表 4. Q2 四项费用率同比上升环比下降，管理费用率同比上升

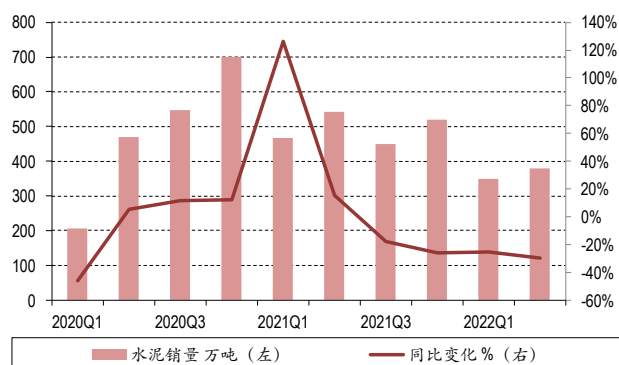


资料来源：公司财报，中银证券

## 二、弱需求、高煤价、强降水共致业绩承压

上半年，水泥需求疲弱，公司销量下降，价格回落，煤价高位运行，成本上涨。上半年公司水泥销量 728.8 万吨，同减 27.8%，单二季度销量 380.4 万吨，同减 29.9%。我们测算公司二季度水泥吨单价 322.0 元，同减 13.3%，下跌 49.5 元，环比减少 2.3%，下跌 7.5 元；吨成本 266.3 元，同增 28.4%，上涨 58.9 元，环比增长 5.4%，上涨 13.7 元；吨毛利 55.7 元，同减 66.1%，下降 108.4 元，环比减少 27.6%，下降 21.2 元。上半年煤炭价格高位宽幅震荡，价格运行在每吨 1,050-1,790 元区间，相比 2021 年同期价格区间抬升幅度约 50%。

图表 5. Q2 水泥销量同减 29.9%



资料来源：公司财报，中银证券

图表 6. Q2 吨毛利同环比下降



资料来源：公司财报，中银证券

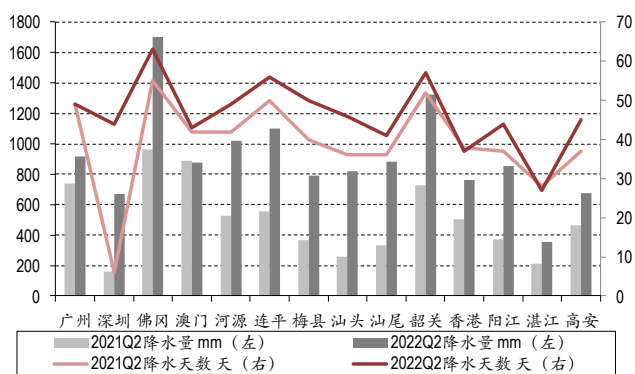
图表 7. 上半年广东地区煤炭价格同比变化

煤炭	
元/吨	
2021H1 价格区间	705-1180
2022H1 价格区间	1050-1790
价格区间抬升幅度	48.9%-51.7%

资料来源：万得，中银证券

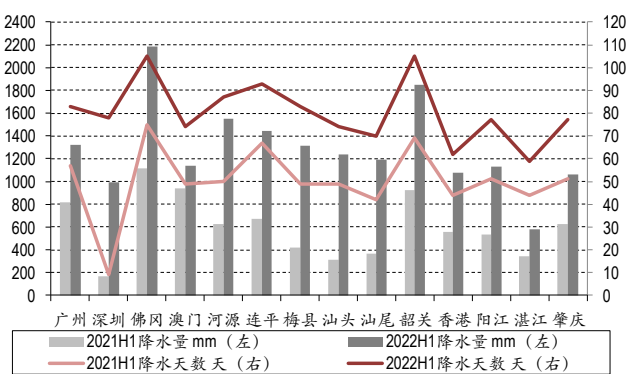
**持续降水影响区域施工，水泥销售承压。**相比 2021 年同期，2022 年二季度，广东省内降水天数增多，总降水量增加。根据 WheatA 数据，位于公司所在粤东地区的梅县、河源、连平、汕头、汕尾、佛冈气象台分别录得累计降水天数增加 10、7、6、10、5、8 天，位于大湾区核心区的广州、深圳、香港、澳门气象台分别录得累计降水天数变化 0、38、-1、1 天。省内降水天数较往年有所增加的同时，**当季降水量增幅较大**，粤东地区的梅县、河源、连平、汕头、汕尾、佛冈气象台分别录得降水量同比变动 114.6%、94.2%、97.4%、214.0%、165.2%、77.0%，大湾区核心区的广州、深圳、香港、澳门气象台分别录得降水量同比变动 24.4%、317.8%、51.2%、-1.6%。异常的雨水天气阻碍了施工开展。

图表 8. 2022Q2 相比 2021Q2 广东省内降水天数、降水量增加



资料来源：WheatA，中银证券

图表 9. 2022H1，广东省内降水天数、降水量相比 2021H1 大幅增加

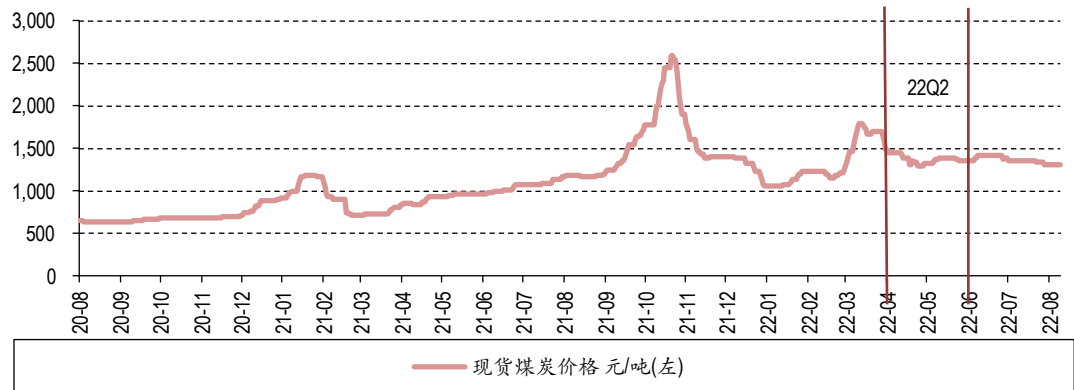


资料来源：WheatA，中银证券

### 三、长期看煤价回归、施工恢复，业绩有望回补

煤炭价格仍维持高位，运行在每吨 1,300-1,500 元区间，相比 21 年同期增长约 50%。长期来看，在保供稳价和产能增加下，煤炭价格有望逐渐回归合理区间。随着雨季结束，水泥需求或在项目施工恢复下得到支撑，公司业绩有望回补。此外，报告期内公司加快绿色转型，环保处置、光伏发电项目均开始产生收益，有助于公司降低能耗，实现高质量发展。

图表 10. 二季度煤炭价格有所回落，但仍处高位



资料来源：万得，中银证券

### 四、风险提示

煤价持续上升，基建投资增速不及预期，地产开工持续低迷，异常雨热气候影响施工。

图表 11. 2022Q2 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021Q2	2022Q2	同比增长(%)
营业收入	2,133.19	1,338.28	(37.26)
营业税及附加	34.01	16.73	(50.81)
净营业收入	2,099.18	1,321.56	(37.04)
营业成本	1,217.23	1,101.08	(9.54)
销售费用	15.70	18.44	17.42
管理费用	117.31	101.54	(13.44)
财务费用	(8.79)	(9.93)	(13.04)
资产减值损失	(0.52)	(2.28)	(338.10)
营业利润	763.19	167.67	(78.03)
营业外收入	0.79	1.42	80.25
营业外支出	19.73	7.82	(60.37)
利润总额	744.24	161.27	(78.33)
所得税	181.12	39.04	(78.45)
少数股东损益	0.26	0.15	(41.63)
归属母公司股东净利润	562.86	122.08	(78.31)
扣除非经常性损益的净利润	573.08	90.57	(84.20)
每股收益(元)	0.47	0.10	(78.72)
扣非后每股收益(元)	0.48	0.08	(83.33)
毛利率(%)	42.94	17.72	减少 25.21 个百分点
净利率(%)	26.40	9.13	减少 17.26 个百分点
销售费用率(%)	0.74	1.38	增加 0.64 个百分点
管理费用率(%)	5.50	7.59	增加 2.09 个百分点
财务费用率(%)	(0.41)	(0.74)	减少 0.33 个百分点

资料来源：万得，中银证券

图表 12. 2022H1 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021H1	2022H1	同比增长(%)
营业收入	3,633.56	2,593.03	(28.64)
营业税及附加	60.44	37.64	(37.72)
净营业收入	3,573.12	2,555.39	(28.48)
营业成本	2,233.26	2,062.89	(7.63)
销售费用	32.34	31.15	(3.68)
管理费用	217.08	207.87	(4.24)
财务费用	(20.25)	(18.51)	8.61
资产减值损失	0.77	(3.30)	(530.77)
营业利润	1,240.24	249.58	(79.88)
营业外收入	1.31	7.61	483.02
营业外支出	35.68	20.84	(41.58)
利润总额	1,205.87	236.35	(80.40)
所得税	290.69	60.37	(79.23)
少数股东损益	0.58	1.28	121.56
归属母公司股东净利润	914.61	174.71	(80.90)
扣除非经常性损益的净利润	839.34	205.28	(75.54)
每股收益(元)	0.77	0.15	(80.52)
扣非后每股收益(元)	0.70	0.17	(75.71)
毛利率(%)	38.54	20.44	减少 18.09 个百分点
净利率(%)	25.19	6.79	减少 18.40 个百分点
销售费用率(%)	0.89	1.20	增加 0.31 个百分点
管理费用率(%)	5.97	8.02	增加 2.04 个百分点
财务费用率(%)	(0.56)	(0.71)	减少 0.16 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	7,047	7,713	6,712	8,502	9,309
销售成本	4,252	4,843	4,982	5,464	5,820
经营费用	653	793	688	872	956
息税折旧前利润	2,812	2,890	1,544	2,669	3,036
折旧及摊销	462	511	404	407	408
经营利润(息税前利润)	2,350	2,379	1,140	2,262	2,628
净利息收入/(费用)	20	41	20	26	28
其他收益/(损失)	194	294	98	98	98
税前利润	2,370	2,420	1,160	2,288	2,656
所得税	588	584	288	568	659
少数股东权益	1	1	1	2	3
净利润	1,782	1,836	872	1,720	1,997
核心净利润	1,588	1,543	774	1,622	1,898
每股收益(人民币)	1.495	1.540	0.731	1.443	1.675
核心每股收益(人民币)	1.332	1.294	0.649	1.360	1.592
每股股息(人民币)	0.430	0.620	0.220	0.430	0.500
收入增长(%)	2	9	(13)	27	9
息税前利润增长(%)	3	1	(52)	98	16
息税折旧前利润增长(%)	4	3	(47)	73	14
每股收益增长(%)	3	3	(53)	97	16
核心每股收益增长(%)	6	(3)	(50)	110	17

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	2,370	2,420	1,160	2,288	2,656
折旧与摊销	462	511	404	407	408
净利息费用	(20)	(41)	(20)	(26)	(28)
运营资本变动	(137)	(225)	297	218	66
税金	1,063	1,077	796	818	841
其他经营现金流	(1,593)	(1,994)	(1,146)	(1,415)	(1,530)
经营活动产生的现金流	2,419	2,197	897	1,854	2,281
购买固定资产净值	787	802	1	0	0
投资减少/增加	(38)	1,467	(128)	(128)	(128)
其他投资现金流	(1)	2	(0)	0	0
投资活动产生的现金流	(750)	(2,268)	128	128	128
净增权益	(315)	(315)	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	513	739	262	513	596
其他融资现金流	(415)	354	1	0	0
融资活动产生的现金流	(1,243)	(700)	(261)	(512)	(596)
现金变动	427	(771)	763	1,469	1,813
期初现金	1,287	2,025	1,444	2,260	3,759
公司自由现金流	1,670	(71)	1,025	1,982	2,409
权益自由现金流	1,255	283	1,025	1,982	2,409

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	2,025	1,444	2,260	3,759	5,603
应收帐款	91	50	36	60	71
库存	572	672	586	730	793
其他流动资产	3,372	3,268	3,735	3,735	3,735
流动资产总计	5,957	5,901	6,617	8,284	10,202
固定资产	3,922	3,953	3,632	3,268	2,892
无形资产	679	781	755	729	703
其他长期资产	2,053	3,194	3,139	3,122	3,118
长期资产总计	6,653	7,928	7,525	7,119	6,712
总资产	12,611	13,828	14,143	15,403	16,914
应付帐款	990	828	891	1,003	1,086
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	900	968	508	346	270
流动负债总计	1,890	1,796	1,399	1,349	1,356
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	265	282	382	483	584
股本	1,192	1,192	1,192	1,192	1,192
储备	9,263	10,558	11,169	12,378	13,781
股东权益	10,456	11,750	12,361	13,571	14,974
少数股东权益	10	31	32	34	37
总负债及权益	12,611	13,828	14,143	15,403	16,914
每股帐面价值(人民币)	8.76	9.83	10.34	11.35	12.53
每股有形资产(人民币)	9.97	10.90	11.19	12.26	13.55
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.48)	(0.97)	(1.58)	(2.75)	(4.21)

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(%)	39.9	37.5	23.0	31.4	32.6
息税前利润率(%)	33.3	30.8	17.0	26.6	28.2
税前利润率(%)	33.6	31.4	17.3	26.9	28.5
净利率(%)	25.3	23.8	13.0	20.3	21.5
流动性					
流动比率(倍)	3.2	3.3	4.7	6.1	7.5
利息覆盖率(倍)	139.9	69.8	76.7	104.6	108.7
净权益负债率(%)	(16.8)	(9.9)	(15.2)	(24.1)	(33.5)
速动比率(倍)	2.8	2.9	4.3	5.6	6.9
估值					
市盈率(倍)	5.3	5.1	10.8	5.5	4.7
核心业务市盈率(倍)	5.9	6.1	12.2	5.8	5.0
市净率(倍)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
价格/现金流(倍)	5.6	(133.5)	9.2	4.8	3.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.3	3.3	6.1	3.5	3.1
周转率					
存货周转天数	29.6	31.8	31.9	31.4	31.1
应收帐款周转天数	4.7	2.4	1.9	2.6	2.8
应付帐款周转天数	85.0	62.4	65.3	67.0	68.1
回报率					
股息支付率(%)	28.8	40.3	30.1	29.8	29.9
净资产收益率(%)	17.1	15.6	7.1	12.7	13.4
资产收益率(%)	14.1	13.3	6.2	11.2	11.8
已运用资本收益率(%)	16.5	15.0	6.7	12.1	12.7

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