

**000786.SZ**

# 买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 27.07

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	(20.9)	(8.7)	(6.8)	(24.6)
相对深证成指	(4.5)	(7.6)	(16.6)	(9.9)

发行股数(百万)	1,690
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	45,735
3个月日均交易额(人民币 百万)	312
净负债比率(%) (2022E)	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2022年8月19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: 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: 林祁楨**

(8621)20328621

qizhen.lin@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300121080012

## 北新建材

### 上半年营收同比提升, 原料价格提高叠加需求放缓致毛利下滑

公司发布2022年中报, 上半年公司营收103.7亿元, 同增2.4%; 归母净利16.4亿元, 同减11.0%; EPS0.969元/股。考虑公司石膏板业务符合绿色建筑发展方向, 防水业务持续发展有望使公司获得更多市场份额, 维持公司买入评级。

**支撑评级的要点**

- **2022Q2 公司营收净利均有下滑, 经营活动现金流净额同比增加:** 2022Q2 公司营收57.6亿元, 同减3.2%; 归母净利10.8亿元, 同减18.1%。上半年公司经营活动现金流净额为8.5亿元, 同减21.3%, 但Q2经营现金流净额同增36.3%。上半年综合毛利率为30.04%, 同减3.77pct; 归母净利率为15.80%, 同减2.62pct; 期间费用率为13.57%, 同比小幅提升0.24pct。
- **成本增加、需求放缓是毛利率下滑主因:** 上半年公司石膏板、龙骨和防水业务毛利率均下滑, 主要系废纸、SBS 改性沥青、煤炭等原燃材料价格有所提高。并且, 上半年新开工及竣工数据表现持续疲软也导致下游需求出现放缓。
- **石膏板符合绿色建筑发展趋势, 防水业务持续发展:** 与传统建筑材料相比, 石膏板具有节能环保、耐火、轻质和经济等优点。随着国家绿色建筑发展战略贯彻实施, 石膏板将有较大发展空间。公司防水业务持续发展也有望使公司获得更多市场份额。

**估值**

- 公司二季度归母净利降幅稍大, 但考虑到下半年稳增长政策持续发力, 石膏板业务符合绿色建筑发展要求有较大发展空间, 我们部分调整盈利预测。预计2022-2024年公司收入为226.2、248.4、272.9亿元; 归母净利为39.0、45.5、50.6亿元; EPS为2.31、2.69、2.99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, 原材料价格上涨超预期, 下游需求持续放缓。

**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)	16,803	21,086	22,624	24,844	27,291
变动(%)	26	25	7	10	10
净利润(人民币 百万)	2,860	3,510	3,898	4,551	5,057
全面摊薄每股收益(人民币)	1.693	2.078	2.307	2.694	2.993
变动(%)	548.6	22.7	11.0	16.8	11.1
市场预期每股收益(人民币)			2.400	2.840	3.220
原先预测摊薄每股收益(人民币)			2.566	2.956	3.347
调整幅度(%)			(10.1)	(8.9)	(10.6)
全面摊薄市盈率(倍)	16.0	13.0	11.7	10.0	9.0
价格/每股现金流量(倍)	59.2	67.2	36.0	29.5	28.7
每股现金流量(人民币)	0.46	0.40	0.75	0.92	0.94
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.9	10.1	8.3	7.4	6.8
每股股息(人民币)	0.35	0.46	0.69	0.81	0.90
股息率(%)	1.3	1.7	2.5	3.0	3.3

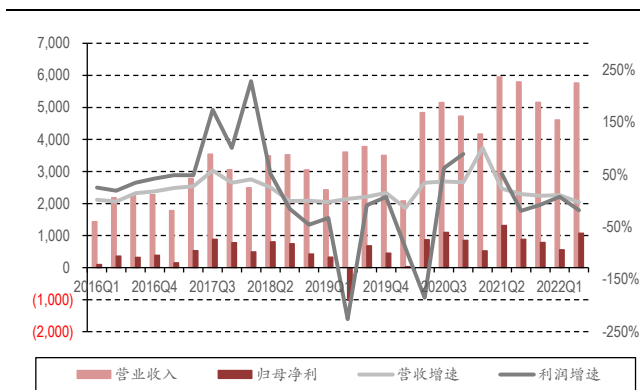
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 一、2022H1 公司营收同增净利同减，Q2 经营现金流同比增加

**事件：**公司发布 2022 年中期报告。2022 年上半年公司营收 103.7 亿元，同增 2.4%；归母净利 16.4 亿元，同减 11.0%；EPS0.969 元/股。其中二季度公司营收 57.6 亿元，同减 3.2%；归母净利 10.8 亿元，同减 18.1%。上半年公司经营活动现金流量净额为 8.5 亿元，同减 21.3%；二季度经营现金流净额为 12.7 亿元，同增 36.3%。

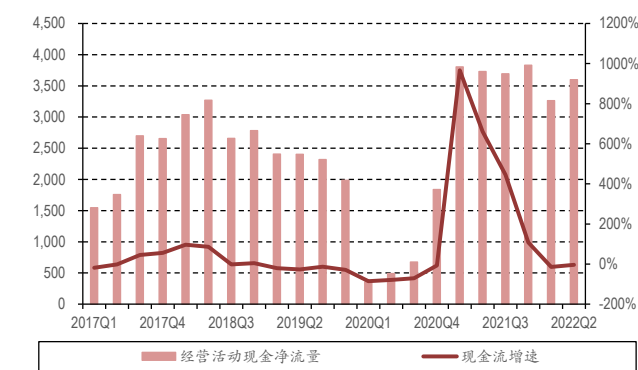
**2022H1 毛利率、净利率均有下降，期间费用率稳中有升：**上半年公司综合毛利率为 30.04%，同减 3.77pct；归母净利率为 15.80%，同比下滑 2.62pct；二季度公司综合毛利率为 31.36%，同减 4.53pct；归母净利率为 18.69%，同比下滑 3.42pct。2022H1 公司期间费用率合计 13.57%，同比小幅提升 0.24pct；二季度期间费用率合计 12.51%，同增 0.83pct。总体而言，上半年公司毛利率和归母净利率同比均有所下滑，期间费用率稳中有小幅增加。

图表 1.2022H1 公司营收同增净利同减（单位：百万）



资料来源：公司公告，中银证券

图表 2.ttm 口径下 Q2 经营活动现金流净额降幅缩小（单位：百万）



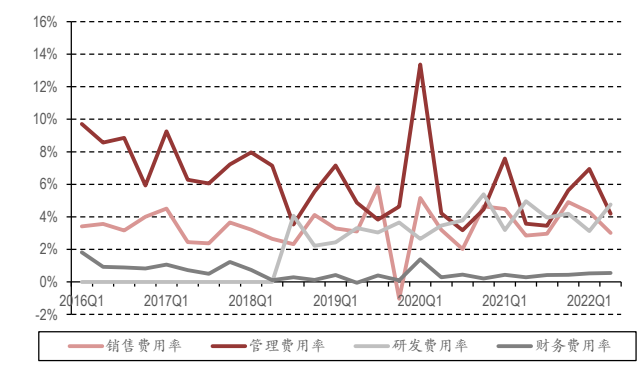
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 2022H1 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. 2022H1 公司期间费用率小幅增加



资料来源：公司公告，中银证券

## 二、公司主要产品原燃材料价格均有上升，开工竣工数据疲软致需求放缓

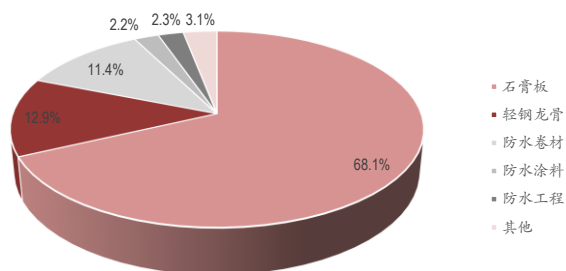
**石膏板、龙骨、防水卷材等主要产品毛利率均下滑，拖累公司整体毛利水平：**2022H1 公司综合毛利率为 30.04%，同减 3.77pct。分业务来看，上半年石膏板、轻钢龙骨和防水卷材的毛利率分别为 35.5%、19.7%和 17.7%，相比上年同期分别下滑了 4.4pct、1.5pct 和 9.5pct。由于石膏板、轻钢龙骨和防水卷材的营收合计占比超过 90%，因此主要产品毛利率的下滑导致公司综合毛利率有所下滑。2022 年上半年国废黄板纸平均价格为 2395.0 元/吨，相比去年同期小幅上涨 2.3%；SBS 改性沥青平均价格为 4564.0 元/吨，同增 24.2%；煤炭平均价格为 1350.2 元/吨，同比增长了 46.1%。总体而言，公司主要产品的原燃材料价格增幅都较为明显。除原燃材料价格同比上涨以外，由于石膏板业务与竣工关系较为紧密、防水卷材与开工关系较紧密，因此上半年新开工及竣工数据的疲软也导致下游产品需求放缓。

图表 5. 2022H1 主要产品毛利率与上年同期水平对比

(%)	2021H1	2022H1	毛利率比上年同期增减
石膏板	39.86	35.46	(4.40)
龙骨	21.26	19.73	(1.53)
防水卷材	27.26	17.73	(9.53)

资料来源：公司公告，中银证券

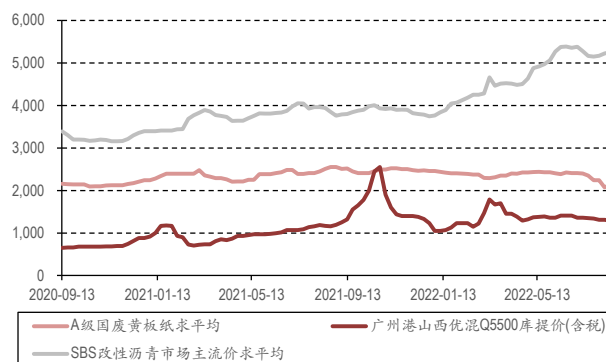
图表 6. 2022H1 各业务营收占比



资料来源：公司公告，中银证券

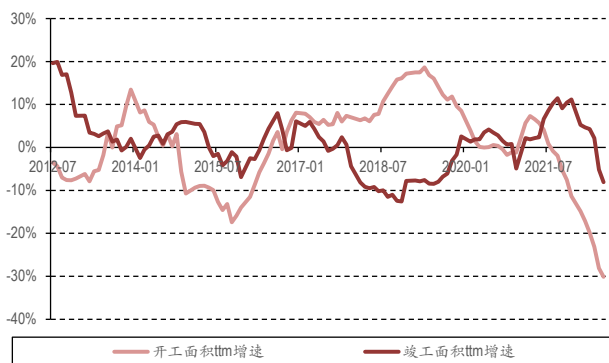
图表 7. 上半年公司主要原燃材料价格均有提升

(单位：元/吨)



资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 2022H1 新开工和竣工数据表现持续疲软



资料来源：公司公告，中银证券

图表 9. ttm 口径下上半年地产投资增速持续下滑



资料来源：公司公告，中银证券

### 三、石膏板符合绿色建筑发展要求，防水业务快速发展有望使公司获得更多市场份额

绿色建筑总体要求下，石膏板比传统建筑材料更有环保优势。公司以“绿色建筑未来”为产业理念，大力发展循环经济，推进建筑节能和装配式建筑，符合建筑业发展方向。石膏板业务是公司最主要营收来源，并且公司在石膏板行业的市占率超过 60%，具有明显优势。与传统建筑材料相比，石膏板具有节能环保、耐火、隔音、轻质和经济等优点。随着国家绿色发展战略的贯彻实施以及装配式建筑产业发展，预计石膏板将有较为广阔的发展空间。

防水业务快速发展有望使公司获得更多市场份额。公司自 2019 年起通过联合重组进入防水材料赛道，目前已推进 15 个防水材料生产基地布局。防水材料作为建筑工程中重要的功能性材料，应用场景广泛。但当前防水行业的集中度依然较低，行业生态仍有待改善。北新建材进入防水领域后的快速发展有望使公司获得更多的市场份额。

### 四、风险提示

防水业务影响公司现金流，原材料价格上涨超预期，下游需求持续放缓。

图表 10. 2022H1 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021H1	2022H1	同比增长(%)
营业收入	10,125.10	10,372.87	2.45
营业税及附加	103.67	108.63	4.78
净营业收入	10,021.43	10,264.24	2.42
营业成本	6,701.52	7,256.88	8.29
销售费用	356.50	371.63	4.25
管理费用	957.58	979.88	2.33
财务费用	35.44	55.88	57.69
资产减值损失	1.05	1.00	(4.36)
营业利润	1,999.32	1,694.37	(15.25)
营业外收入	35.58	15.63	(56.07)
营业外支出	13.33	17.78	33.40
利润总额	2,021.57	1,692.21	(16.29)
所得税	156.97	53.34	(66.02)
少数股东损益	27.10	1.99	(92.64)
归属母公司股东净利润	1,837.50	1,636.88	(10.92)
扣除非经常性损益的净利润	1,786.80	1,535.71	(14.05)
每股收益(元)	1.09	0.97	(11.01)
扣非后每股收益(元)	1.06	0.91	(14.15)
毛利率(%)	33.81	30.04	减少 3.77 个百分点
净利率(%)	18.42	15.80	减少 2.62 个百分点
销售费用率(%)	3.52	3.58	增加 0.06 个百分点
管理费用率(%)	9.46	9.45	减少 0.01 个百分点
财务费用率(%)	0.35	0.54	增加 0.19 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 11. 2022Q2 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021Q2	2022Q2	同比增长(%)
营业收入	5,951.98	5,763.02	(3.17)
营业税及附加	59.49	57.51	(3.34)
净营业收入	5,892.48	5,705.51	(3.17)
营业成本	3,815.79	3,955.86	3.67
销售费用	169.25	173.42	2.46
管理费用	508.25	515.99	1.52
财务费用	17.32	31.47	81.72
资产减值损失	1.02	(21.65)	(2,231.79)
营业利润	1,408.91	1,110.46	(21.18)
营业外收入	29.40	(6.53)	(122.22)
营业外支出	5.36	5.16	(3.59)
利润总额	1,432.96	1,098.76	(23.32)
所得税	97.34	17.66	(81.86)
少数股东损益	20.08	4.18	(79.21)
归属母公司股东净利润	1,315.53	1,076.93	(18.14)
扣除非经常性损益的净利润	1,270.22	995.40	(21.64)
每股收益(元)	0.78	0.64	(17.95)
扣非后每股收益(元)	0.75	0.59	(21.33)
毛利率(%)	35.89	31.36	减少 4.53 个百分点
净利率(%)	22.44	18.76	减少 3.68 个百分点
销售费用率(%)	2.84	3.01	增加 0.17 个百分点
管理费用率(%)	8.54	8.95	增加 0.41 个百分点
财务费用率(%)	0.29	0.55	增加 0.26 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	16,803	21,086	22,624	24,844	27,291
销售成本	11,143	14,374	15,239	16,371	17,840
经营费用	1,626	2,022	2,172	2,410	2,675
<b>息税折旧前利润</b>	<b>3,846</b>	<b>4,550</b>	<b>5,485</b>	<b>6,195</b>	<b>6,748</b>
折旧及摊销	594	715	1,202	1,202	1,202
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>3,252</b>	<b>3,835</b>	<b>4,283</b>	<b>4,993</b>	<b>5,547</b>
净利息收入/(费用)	(75)	(83)	(113)	(124)	(136)
其他收益/(损失)	48	21	78	86	92
<b>税前利润</b>	<b>3,177</b>	<b>3,752</b>	<b>4,170</b>	<b>4,869</b>	<b>5,410</b>
所得税	317	242	272	318	353
少数股东权益	164	42	19	21	21
<b>净利润</b>	<b>2,860</b>	<b>3,510</b>	<b>3,898</b>	<b>4,551</b>	<b>5,057</b>
<b>核心净利润</b>	<b>2,812</b>	<b>3,489</b>	<b>3,820</b>	<b>4,465</b>	<b>4,965</b>
每股收益(人民币)	1.693	2.078	2.307	2.694	2.993
核心每股收益(人民币)	1.665	2.065	2.261	2.643	2.939
每股股息(人民币)	0.350	0.460	0.690	0.810	0.900
收入增长(%)	26	25	7	10	10
息税前利润增长(%)	376	18	12	17	11
息税折旧前利润增长(%)	219	18	21	13	9
每股收益增长(%)	549	23	11	17	11
核心每股收益增长(%)	19	24	9	17	11

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	590	572	2,588	3,218	3,172
应收帐款	2,278	2,561	2,751	3,024	3,326
库存	1,746	2,632	3,159	3,475	3,822
其他流动资产	2,241	3,408	4,135	5,018	6,077
<b>流动资产总计</b>	<b>6,856</b>	<b>9,174</b>	<b>12,633</b>	<b>14,735</b>	<b>16,397</b>
固定资产	10,830	11,841	12,328	13,561	15,595
无形资产	2,145	2,310	2,379	2,450	2,524
其他长期资产	3,084	3,249	1,713	1,823	1,923
<b>长期资产总计</b>	<b>16,060</b>	<b>17,400</b>	<b>16,420</b>	<b>17,834</b>	<b>20,042</b>
<b>总资产</b>	<b>22,915</b>	<b>26,574</b>	<b>29,053</b>	<b>32,569</b>	<b>36,439</b>
应付帐款	1,589	1,824	1,942	2,097	2,299
短期债务	1,329	2,065	2,565	3,065	3,565
其他流动负债	1,967	1,529	876	823	823
<b>流动负债总计</b>	<b>4,885</b>	<b>5,418</b>	<b>5,384</b>	<b>5,985</b>	<b>6,687</b>
长期借款	120	179	200	170	140
其他长期负债	455	1,451	1,192	932	573
股本	1,690	1,690	1,690	1,690	1,690
储备	15,765	17,836	20,588	23,792	27,349
<b>股东权益</b>	<b>17,455</b>	<b>19,526</b>	<b>22,277</b>	<b>25,482</b>	<b>29,039</b>
少数股东权益	788	581	601	622	643
<b>总负债及权益</b>	<b>22,915</b>	<b>26,574</b>	<b>29,053</b>	<b>32,569</b>	<b>36,439</b>
每股帐面价值(人民币)	9.87	11.21	12.83	14.71	16.81
每股有形资产(人民币)	12.08	14.10	15.53	17.56	19.81
每股净负债(现金)(人民币)	0.78	1.85	0.81	0.56	0.65

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	3,177	3,752	4,170	4,869	5,410
折旧与摊销	594	715	1,202	1,202	1,202
净利息费用	75	83	113	124	136
运营资本变动	1,597	785	950	238	248
税金	910	849	326	515	655
其他经营现金流	(1,321)	(783)	692	751	1,605
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>1,839</b>	<b>3,831</b>	<b>5,553</b>	<b>7,224</b>	<b>8,762</b>
购买固定资产净值	1,354	1,624	1,928	2,328	2,828
投资减少/增加	(298)	1,517	2,353	3,345	4,339
其他投资现金流	(10)	(10)	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(1,065)</b>	<b>(3,151)</b>	<b>(4,281)</b>	<b>(5,673)</b>	<b>(7,167)</b>
净增权益	(556)	(933)	(506)	(506)	(506)
净增债务	(7)	1,219	1,219	1,219	1,219
支付股息	591	777	1,166	1,369	1,521
其他融资现金流	370	(220)	(137)	(150)	(149)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>(784)</b>	<b>(711)</b>	<b>(588)</b>	<b>(804)</b>	<b>(955)</b>
现金变动	(4)	(33)	683	746	639
期初现金	623	590	572	2,588	3,218
公司自由现金流	773	680	1,271	1,550	1,594
权益自由现金流	1,137	1,680	2,354	2,620	2,665

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
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	22.9	21.6	24.2	24.9	24.7
息税前利润率(%)	19.4	18.2	18.9	20.1	20.3
税前利润率(%)	18.9	17.8	18.4	19.6	19.8
净利率(%)	18.0	16.8	17.3	18.4	18.6
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.4	1.7	2.3	2.5	2.5
利息覆盖率(倍)	51.1	55.1	48.5	49.9	49.5
净权益负债率(%)	7.5	16.0	6.1	3.7	3.8
速动比率(倍)	1.0	1.2	1.8	1.9	1.9
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	16.0	13.0	11.7	10.0	9.0
核心业务市盈率(倍)	16.3	13.1	12.0	10.2	9.2
市净率(倍)	2.7	2.4	2.1	1.8	1.6
价格/现金流(倍)	59.2	67.2	36.0	29.5	28.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.9	10.1	8.3	7.4	6.8
<b>周转率</b>					
存货周转天数	37.9	45.6	51.0	51.1	51.1
应收帐款周转天数	49.5	44.3	44.4	44.4	44.5
应付帐款周转天数	52.1	46.3	46.5	46.8	47.0
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	20.7	22.1	29.9	30.1	30.1
净资产收益率(%)	17.3	18.2	17.6	17.9	17.5
资产收益率(%)	13.2	13.4	13.5	14.0	13.9
已运用资本收益率(%)	15.1	15.4	15.3	15.7	15.6

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