

002271.SZ

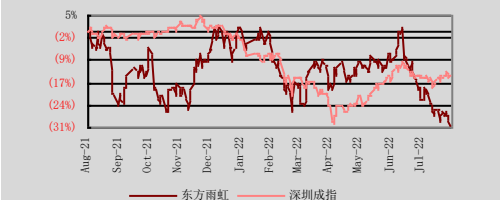
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 35.25

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     | (30.4) | (11.8) | (24.0) | (30.2) |
| 相对深证成指 | (15.0) | (12.7) | (33.2) | (17.9) |

|                    |        |
|--------------------|--------|
| 发行股数 (百万)          | 2,520  |
| 流通股 (%)            | 79     |
| 总市值 (人民币 百万)       | 88,817 |
| 3 个月日均交易额 (人民币 百万) | 1,186  |
| 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 8 月 22 日收市价为标准

### 相关研究报告

《东方雨虹: Q1 业绩相对稳定, 公司仍有一定成本压力》20220428

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

原料价格上涨致公司利润承压, C 端优先策略有望打造新增长点

公司发布 2022 年中报, 2022H1 公司营收 153.07 亿元, 同增 7.6%; 归母净利 9.66 亿元, 同减 37.1%; EPS0.38 元/股。上半年原材料价格大幅上涨致毛利率承压, 但 C 端优先策略有望成为公司新增长点。维持公司买入评级。

### 支撑评级的要点

- **Q2 净利降幅较大, 毛利率有所下滑:** Q2 公司营收 89.98 亿元, 同增 1.7%; 归母净利 6.49 亿元, 同减 47.7%。上半年公司经营活动现金流量净额为 -69.80 亿元, 同减 100.0%, 主要系上半年原材料价格大幅上涨导致当期采购支出增加较多。2022H1 公司综合毛利率 26.91%, 同减 4.70pct; 归母净利率为 6.19%, 同减 4.56pct; 期间费用率为 16.35%, 同比增加 1.24pct。
- **原料价格持续上涨致公司承受较大成本压力, 受疫情影响, 3 月份提价或未能在二季度完全落地:** 2022H1 沥青期货结算平均价为 3,923.7 元/吨, 同比上涨 33.3%, 原料价格涨幅较大使公司成本压力增加; 并且, 我们认为 3 月份提价受疫情影响或未能完全落地, 导致公司毛利率下滑。
- **产能布局持续完善, C 端优先策略打造新增长点:** 上半年公司在建工程项目较多, 涵盖多地生产基地项目及其他产品品类生产线; 公司民建集团业务持续快速发展, 销售网点数量超过 15 万个。C 端优先策略有望使公司在建筑修缮领域抢占发展先机。

### 估值

- 上半年公司净利降幅较大, 但考虑到下半年稳增长发力且公司 C 端业务的持续发展, 我们对应调整盈利预测。预计 2022-2024 年公司收入为 391.0、469.7、576.5 亿元; 归母净利分别为 43.8、57.0、72.8 亿元; EPS 分别为 1.74、2.26、2.89 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、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 | 39,101 | 46,969 | 57,649 |
| 变动 (%)           | 20     | 47     | 22     | 20     | 23     |
| 净利润 (人民币 百万)     | 3,389  | 4,205  | 4,382  | 5,696  | 7,276  |
| 全面摊薄每股收益 (人民币)   | 1.345  | 1.669  | 1.739  | 2.261  | 2.888  |
| 变动 (%)           | 58.2   | 24.1   | 4.2    | 30.0   | 27.7   |
| 市场预期每股收益 (人民币)   |        |        | 2.080  | 2.670  | 3.360  |
| 原先预测摊薄每股收益 (人民币) |        |        | 1.950  | 2.429  | 3.038  |
| 调整幅度 (%)         |        |        | (10.8) | (6.9)  | (4.9)  |
| 全面摊薄市盈率 (倍)      | 28.8   | 23.2   | 22.3   | 17.1   | 13.4   |
| 价格/每股现金流量 (倍)    | 69.7   | 16.1   | 12.5   | 10.7   | 9.2    |
| 每股现金流量 (人民币)     | 0.55   | 2.40   | 3.09   | 3.62   | 4.19   |
| 企业价值/息税折旧前利润 (倍) | 18.1   | 16.7   | 15.2   | 11.6   | 9.1    |
| 每股股息 (人民币)       | 0.09   | 0.28   | 0.52   | 0.68   | 0.87   |
| 股息率 (%)          | 0.2    | 0.7    | 1.3    | 1.8    | 2.2    |

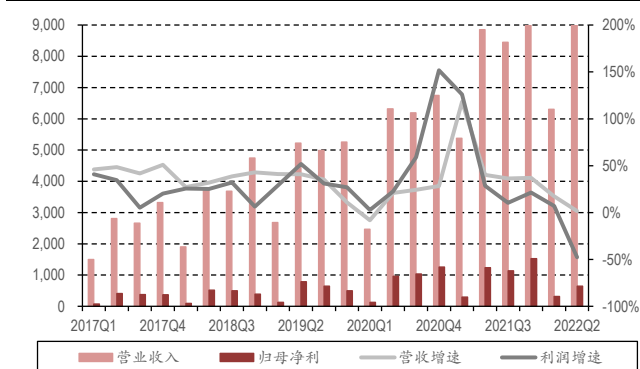
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 一、营收同增、净利降幅较大，毛利率同比有所下降

**事件：**公司发布 2022 年中报，上半年公司营收 153.07 亿元，同增 7.6%；归母净利 9.66 亿元，同减 37.1%；EPS0.38 元/股。二季度公司营收 89.98 亿元，同比小幅增长 1.7%；归母净利 6.49 亿元，同比下降 47.7%。上半年公司经营活动现金流量净额为-69.80 亿元，相比去年同期大幅下降 100.0%；二季度公司经营活动现金流量净额为-21.96 亿元，同比下降 96.4%。总体而言，上半年公司营业收入实现小幅增长，但归母净利的下降幅度明显；公司经营活动现金流呈现净流出态势，且流出规模同比明显扩大，主要系上半年原材料价格大幅上涨导致当期采购支出增加较多。

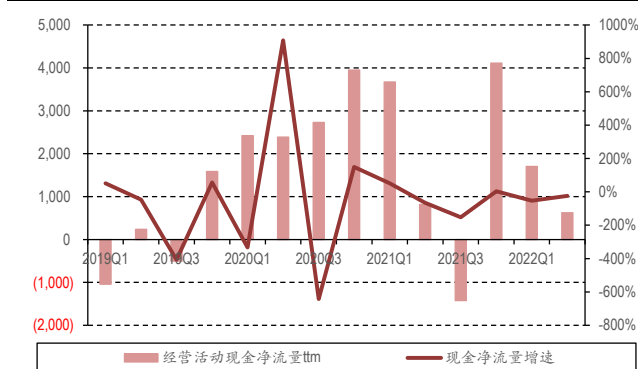
**毛利率和净利率同比有所下滑，费用控制能力相对维稳：**2022H1 公司综合毛利率为 26.91%，相比上年同期下滑 4.70pct；归母净利率为 6.19%，同比下滑 4.56pct；期间费用率为 16.35%，同比增加 1.24pct。二季度公司综合毛利率为 25.94%，同比下降 4.91pct；归母净利率为 7.21%，同减 6.80pct；期间费用率为 14.45%，同增 2.22pct，其中销售费用率同比增加 0.90pct。

图表 1. 2022H1 公司营收同增，归母净利降幅较大  
(单位：百万)



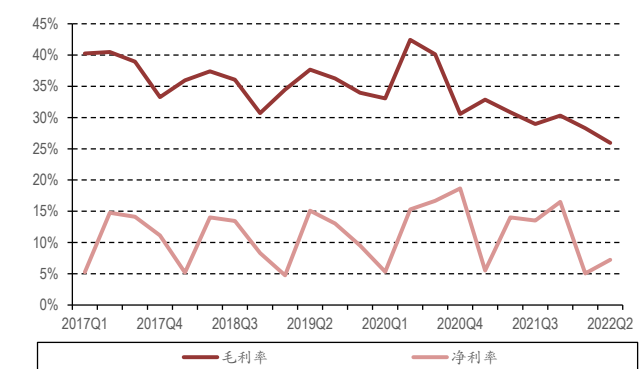
资料来源：公司财报，中银证券

图表 2. ttm 口径下上半年经营活动现金流净额同比下滑  
(单位：百万)



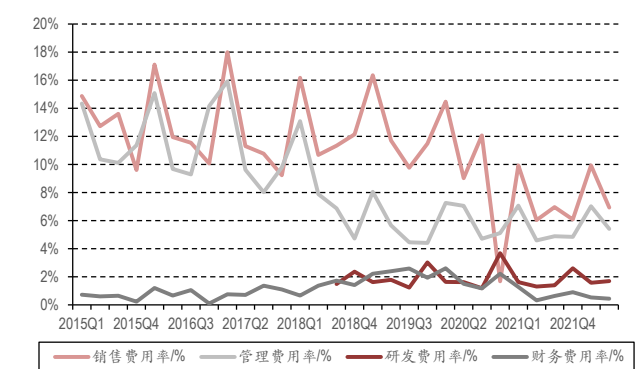
资料来源：公司财报，中银证券

图表 3. 2022H1 公司毛利率、净利率均有下滑



资料来源：公司财报，中银证券

图表 4. 2022H1 公司期间费用率同比小幅增加

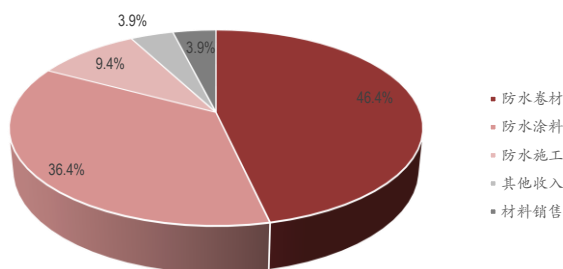


资料来源：公司财报，中银证券

## 二、沥青价格持续上涨致公司毛利承压

**原料价格持续上涨致公司承受较大成本压力，受疫情影响，3 月份提价或未能在二季度完全落地：**2022 年上半年，防水卷材依然是公司主要营收来源，占总营收的比重达到 46.4%；防水涂料和防水施工的营收占比也较高，分别为 36.4%、9.4%。但三项业务的毛利率相比上年同期均有所下滑，分别下降 5.8、4.6 和 1.9pct。我们认为毛利率下降的主要原因之一是沥青价格的持续上涨。2022H1 沥青期货结算平均价为 3,923.7 元/吨，相比 2021 年同期上涨了 33.3%，给公司带来了较大的成本压力，也使得公司当期采购原材料的支出增加较多。2022 年 3 月 16 日起公司上调沥青卷材、高分子卷材和聚氨酯涂料等部分产品的价格，但受到疫情影响，该调价在二季度或许未能完全落地。

图表 5. 2022H1 公司各业务营收占比



资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 2022H1 沥青价格持续上涨



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 2022H1 主要产品毛利率与上年同期水平对比

|      | 2022H1(%) | 2021H1(%) | 毛利率比上年同期增减 |
|------|-----------|-----------|------------|
| 防水卷材 | 27.3      | 33.1      | (5.8pct)   |
| 防水涂料 | 30.1      | 34.7      | (4.6pct)   |
| 防水施工 | 26.7      | 28.6      | (1.9pct)   |

资料来源：公司公告，中银证券

### 三、产能布局持续完善，C 端优先策略有望打造新增长点

**全国产能布局持续完善，产品品类不断拓展：**公司中报显示，上半年公司有超过 30 个在建工程项目。其中既包括在重庆、太原、保定、吉林等地的生产基地项目，又包括干粉砂浆、功能薄膜、VAE 乳液、保温密封材料和绿色新材料等项目。在进一步提高公司市场占有率的同时，也持续拓展公司产品品类，在房地产行业相对疲软、基建项目建设情况仍有待观察的背景下寻找新的业绩增长点。

**C 端优先策略有望使公司在建筑修缮领域抢先起跑：**上半年公司坚持 C 端优先战略，民建集团聚焦防水防潮系统和铺贴美缝系统的双主业发展战略，引领防水涂料和防水卷材行业新发展；并且，上半年公司设立的分销网点已超过 15 万家，与工人工长等专业人士合作的“虹哥汇”会员数量已达 170 万余人，销售渠道进一步下沉。我们认为公司注重 C 端的战略符合当下建筑修缮的需求，在地产新开工表现仍相对疲软且修缮市场尚未完全发展的情况下，对 C 端的重视有望使公司在建筑修缮领域抢占发展先机。

### 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. 2022H1 业绩摘要表

| (人民币, 百万)    | 2021H1    | 2022H1    | 同比增长(%)      |
|--------------|-----------|-----------|--------------|
| 营业收入         | 14,229.30 | 15,306.71 | 7.57         |
| 营业税及附加       | 106.44    | 115.34    | 8.37         |
| 净营业收入        | 14,122.86 | 15,191.37 | 7.57         |
| 营业成本         | 9,731.23  | 11,188.16 | 14.97        |
| 销售费用         | 1,067.42  | 1,250.37  | 17.14        |
| 管理费用         | 986.82    | 1,179.95  | 19.57        |
| 财务费用         | 96.21     | 72.27     | (24.88)      |
| 资产减值损失       | (475.69)  | (293.76)  | 38.25        |
| 营业利润         | 1,875.16  | 1,127.92  | (39.85)      |
| 营业外收入        | 11.19     | 27.69     | 147.39       |
| 营业外支出        | 8.06      | 7.70      | (4.52)       |
| 利润总额         | 1,878.30  | 1,147.92  | (38.89)      |
| 所得税          | 349.24    | 200.62    | (42.55)      |
| 少数股东损益       | (8.11)    | (19.10)   | (135.58)     |
| 归属母公司股东净利润   | 1,537.17  | 966.40    | (37.13)      |
| 扣除非经常性损益的净利润 | 1,447.29  | 890.39    | (38.48)      |
| 每股收益(元)      | 0.61      | 0.38      | (37.70)      |
| 扣非后每股收益(元)   | 0.97      | 0.60      | (38.14)      |
| 毛利率(%)       | 31.61     | 26.91     | 减少 4.70 个百分点 |
| 净利率(%)       | 10.80     | 6.19      | 减少 4.61 个百分点 |
| 销售费用率(%)     | 7.50      | 8.17      | 增加 0.67 个百分点 |
| 管理费用率(%)     | 6.94      | 7.71      | 增加 0.77 个百分点 |
| 财务费用率(%)     | 0.68      | 0.47      | 减少 0.20 个百分点 |

资料来源: 万得, 中银证券

图表 9. 2022Q2 业绩摘要表

| (人民币, 百万)    | 2021Q2   | 2022Q2   | 同比增长(%)      |
|--------------|----------|----------|--------------|
| 营业收入         | 8,851.80 | 8,998.13 | 1.65         |
| 营业税及附加       | 59.56    | 59.55    | (0.01)       |
| 净营业收入        | 8,792.24 | 8,938.57 | 1.66         |
| 营业成本         | 6,121.14 | 6,663.91 | 8.87         |
| 销售费用         | 533.64   | 623.51   | 16.84        |
| 管理费用         | 520.46   | 637.58   | 22.50        |
| 财务费用         | 28.25    | 38.81    | 37.38        |
| 资产减值损失       | (174.22) | (146.38) | 15.98        |
| 营业利润         | 1,486.51 | 726.38   | (51.14)      |
| 营业外收入        | 7.70     | 17.17    | 123.02       |
| 营业外支出        | 3.69     | 1.54     | (58.13)      |
| 利润总额         | 1,490.52 | 742.01   | (50.22)      |
| 所得税          | 250.14   | 105.66   | (57.76)      |
| 少数股东损益       | (0.50)   | (12.82)  | (2,462.70)   |
| 归属母公司股东净利润   | 1,240.88 | 649.17   | (47.68)      |
| 扣除非经常性损益的净利润 | 1,173.94 | 593.75   | (49.42)      |
| 每股收益(元)      | 0.49     | 0.26     | (46.94)      |
| 扣非后每股收益(元)   | 0.50     | 0.24     | (52.00)      |
| 毛利率(%)       | 30.85    | 25.94    | 减少 4.91 个百分点 |
| 净利率(%)       | 14.02    | 7.21     | 减少 6.80 个百分点 |
| 销售费用率(%)     | 6.03     | 6.93     | 增加 0.90 个百分点 |
| 管理费用率(%)     | 5.88     | 7.09     | 增加 1.21 个百分点 |
| 财务费用率(%)     | 0.32     | 0.43     | 增加 0.11 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 | 39,101 | 46,969 | 57,649 |
| 销售成本         | 13,681 | 22,184 | 27,330 | 32,298 | 39,334 |
| 经营费用         | 3,234  | 4,075  | 5,005  | 6,012  | 7,379  |
| 息税折旧前利润      | 5,023  | 5,842  | 6,434  | 8,407  | 10,669 |
| 折旧及摊销        | 486    | 518    | 761    | 1,072  | 1,323  |
| 经营利润(息税前利润)  | 4,537  | 5,323  | 5,672  | 7,335  | 9,346  |
| 净利息收入/(费用)   | (380)  | (232)  | (391)  | (470)  | (576)  |
| 其他收益/(损失)    | 160    | (26)   | 18     | 18     | 18     |
| 税前利润         | 4,157  | 5,092  | 5,281  | 6,866  | 8,770  |
| 所得税          | 769    | 887    | 900    | 1,169  | 1,493  |
| 少数股东权益       | (2)    | 9      | 11     | 13     | 15     |
| 净利润          | 3,389  | 4,205  | 4,382  | 5,696  | 7,276  |
| 核心净利润        | 3,228  | 4,231  | 4,363  | 5,678  | 7,258  |
| 每股收益(人民币)    | 1.345  | 1.669  | 1.739  | 2.261  | 2.888  |
| 核心每股收益(人民币)  | 1.281  | 1.679  | 1.732  | 2.253  | 2.881  |
| 每股股息(人民币)    | 0.089  | 0.280  | 0.520  | 0.680  | 0.870  |
| 收入增长(%)      | 20     | 47     | 22     | 20     | 23     |
| 息税前利润增长(%)   | 51     | 17     | 7      | 29     | 27     |
| 息税折旧前利润增长(%) | 49     | 16     | 10     | 31     | 27     |
| 每股收益增长(%)    | 58     | 24     | 4      | 30     | 28     |
| 核心每股收益增长(%)  | 72     | 31     | 3      | 30     | 28     |

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   | 5,281   | 6,866   | 8,770   |
| 折旧与摊销       | 486     | 518     | 761     | 1,072   | 1,323   |
| 净利息费用       | 380     | 232     | 391     | 470     | 576     |
| 运营资本变动      | (298)   | (3,508) | (820)   | (166)   | 668     |
| 税金          | 1,653   | 2,298   | 782     | 903     | 1,017   |
| 其他经营现金流     | (3,022) | (7,533) | (537)   | (665)   | (818)   |
| 经营活动产生的现金流  | 3,952   | 4,115   | 7,499   | 8,811   | 10,201  |
| 购买固定资产净值    | 1,520   | 4,502   | 4,031   | 3,026   | 2,521   |
| 投资减少/增加     | 263     | 1,165   | (8)     | (8)     | (8)     |
| 其他投资现金流     | 39      | 8,048   | 4,316   | 3,334   | 2,871   |
| 投资活动产生的现金流  | (1,744) | 2,381   | 293     | 316     | 358     |
| 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     | 1,311   | 1,714   | 2,193   |
| 其他融资现金流     | (350)   | 289     | (327)   | (413)   | (475)   |
| 融资活动产生的现金流  | (818)   | 10,799  | (1,438) | (2,027) | (2,568) |
| 现金变动        | 1,360   | 9,287   | 2,322   | 4,074   | 5,470   |
| 期初现金        | 5,494   | 7,623   | 18,614  | 19,362  | 21,637  |
| 公司自由现金流     | 2,208   | 6,496   | 7,792   | 9,127   | 10,559  |
| 权益自由现金流     | 1,761   | 10,766  | 7,665   | 8,815   | 10,185  |

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 | 19,362 | 21,637 | 25,028 |
| 应收帐款            | 7,979  | 11,300 | 13,888 | 16,721 | 20,578 |
| 库存              | 1,199  | 1,421  | 1,805  | 2,226  | 2,799  |
| 其他流动资产          | 905    | 979    | 1,568  | 1,568  | 1,568  |
| 流动资产总计          | 17,780 | 32,902 | 36,623 | 42,152 | 49,972 |
| 固定资产            | 4,755  | 5,610  | 9,195  | 11,592 | 13,127 |
| 无形资产            | 1,491  | 1,654  | 1,795  | 1,930  | 2,009  |
| 其他长期资产          | 1,742  | 6,160  | 5,904  | 5,526  | 5,261  |
| 长期资产总计          | 7,989  | 13,423 | 16,894 | 19,048 | 20,396 |
| 总资产             | 25,769 | 46,325 | 53,516 | 61,200 | 70,369 |
| 应付帐款            | 3,643  | 5,943  | 7,353  | 8,714  | 10,642 |
| 短期债务            | 2,525  | 6,128  | 8,128  | 9,628  | 10,628 |
| 其他流动负债          | 3,887  | 5,816  | 6,199  | 6,758  | 7,592  |
| 流动负债总计          | 10,055 | 17,887 | 21,680 | 25,100 | 28,861 |
| 长期借款            | 422    | 1,104  | 1,304  | 1,404  | 1,504  |
| 其他长期负债          | 461    | 651    | 769    | 939    | 1,148  |
| 股本              | 2,349  | 2,521  | 2,520  | 2,520  | 2,520  |
| 储备              | 12,482 | 24,162 | 27,244 | 31,238 | 36,336 |
| 股东权益            | 14,831 | 26,684 | 29,764 | 33,758 | 38,856 |
| 少数股东权益          | 217    | 389    | 400    | 413    | 428    |
| 总负债及权益          | 25,769 | 46,325 | 53,516 | 61,200 | 70,369 |
| 每股帐面价值(人民币)     | 5.80   | 10.44  | 11.65  | 13.23  | 15.25  |
| 每股有形资产(人民币)     | 5.98   | 16.27  | 20.26  | 23.26  | 26.86  |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (1.06) | (3.97) | (3.64) | (3.84) | (4.66) |

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   | 16.5   | 17.9   | 18.5   |
| 息税前利润率(%)       | 20.9   | 16.7   | 14.5   | 15.6   | 16.2   |
| 税前利润率(%)        | 19.1   | 15.9   | 13.5   | 14.6   | 15.2   |
| 净利率(%)          | 15.6   | 13.2   | 11.2   | 12.2   | 12.6   |
| 流动性             |        |        |        |        |        |
| 流动比率(倍)         | 1.8    | 1.8    | 1.7    | 1.7    | 1.7    |
| 利息覆盖率(倍)        | 13.2   | 25.2   | 16.5   | 17.9   | 18.5   |
| 净权益负债率(%)       | (28.4) | (40.2) | (30.8) | (28.6) | (30.2) |
| 速动比率(倍)         | 1.6    | 1.8    | 1.6    | 1.6    | 1.6    |
| 估值              |        |        |        |        |        |
| 市盈率(倍)          | 28.8   | 23.2   | 22.3   | 17.1   | 13.4   |
| 核心业务市盈率(倍)      | 30.2   | 23.0   | 22.3   | 17.2   | 13.4   |
| 市净率(倍)          | 6.7    | 3.7    | 3.3    | 2.9    | 2.5    |
| 价格/现金流(倍)       | 69.7   | 16.1   | 12.5   | 10.7   | 9.2    |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 18.1   | 16.7   | 15.2   | 11.6   | 9.1    |
| 周转率             |        |        |        |        |        |
| 存货周转天数          | 20.1   | 16.2   | 16.9   | 17.3   | 17.7   |
| 应收帐款周转天数        | 134.0  | 129.2  | 129.6  | 129.9  | 130.3  |
| 应付帐款周转天数        | 97.2   | 97.8   | 98.2   | 98.5   | 98.7   |
| 回报率             |        |        |        |        |        |
| 股息支付率(%)        | 6.6    | 16.8   | 29.9   | 30.1   | 30.1   |
| 净资产收益率(%)       | 22.8   | 15.8   | 14.8   | 16.9   | 18.8   |
| 资产收益率(%)        | 13.1   | 9.1    | 8.2    | 9.3    | 10.4   |
| 已运用资本收益率(%)     | 20.3   | 12.7   | 11.8   | 13.3   | 14.9   |

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