

003012.SZ

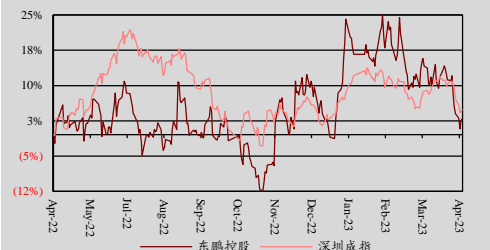
增持

原评级：增持

市场价格：人民币 8.17

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	4.2	(9.4)	(11.7)	0.9
相对深圳成指	3.3	(5.7)	(5.3)	(4.4)

发行股数 (百万)	1,173.00
流通股 (百万)	642.62
总市值 (人民币 百万)	9,583.41
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	62.84
主要股东	
宁波利坚创业投资合伙企业(有限合伙)	29.87

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2023 年 4 月 27 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：建筑陶瓷

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：郝子禹

ziyu.hao@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122060027

联系人：林祁桢

qizhen.lin@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300121080012

联系人：杨逸菲

yifei.yang@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030023

东鹏控股

瓷砖行业龙头，轻装上阵业绩修复

公司于 4 月 26 日发布 2022 年及 2023 年一季报。公司 Q1 利润率同比改善较多，我们维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- **2022 年营收下降 13.15%，四季度减值影响业绩。**2022 年公司主营收入 69.3 亿元，同比下降 13.15%；归母净利润 2.02 亿元，同比上升 31.5%；扣非净利润 2.04 亿元，同比上升 340.61%；其中 2022 年第四季度，公司单季度主营收入 18.74 亿元，同比下降 16.36%；单季度归母净利润 823.0 万元，同比上升 103.47%；单季度扣非净利润-51.8 万元，同比上升 99.79%；资产负债率 43.61%，财务费用-2947.05 万元，毛利率 29.73%。23Q1 东鹏控股实现营业收入约 11.44 亿元，同比增长 18.46%；实现归属于上市公司股东的净利润约 117.77 万元，同比增长 101.53%。公司 2022 年每 10 股现金分红 1 元。2022 年全年公司计提信用减值损失 1.53 亿元，资产减值损失 0.80 亿元；其中四季度计提信用减值损失 1.10 亿元，资产减值损失 0.51 亿元。公司 2022 年利润符合前期业绩预告水平。
- **销售量同比下降，单价与成本基本持平。**根据公司年报，2022 年公司共实现瓷砖产品销量 13,277.74 万方，同降 13.64%；洁具销售量 603.92 万件，同增 1.94%。我们测算公司瓷砖产品单价 43.4 元/方，成本 30.0 元/方，方毛利 13.4 元/方，单价、成本、毛利均基本同比持平。单位价格处于行业相对高位，单位净利处于盈利区间，在行业中相对较优。
- **2023 年格局有望优化，业绩有望修复。**根据公司年报，过去 2021 和 2022 两年间，全国关停陶企数量为 115 家，关停产线 275 条，减幅达到 9.96%，行业正加速出清。展望未来，行业节能减碳、绿色发展，加大低效产能出清，公司推动产业基础高级化，推动智能制造标准化体系建设，推动产业数字化升级。行业格局优化叠加公司内部治理改善，地产竣工修复以及存量房重装修需求逐渐释放，公司的业绩将逐渐修复。

估值

- 考虑公司一季度利润率改善较多，我们维持公司原有盈利预测。预计 2023-2025 年公司实现营收 85.20、101.16、119.61 亿元；归母净利 6.78、9.10、10.76 亿元；每股收益分别为 0.58、0.78、0.92 元，对应市盈率 14.1、10.5、8.9 倍。

评级面临的主要风险

- 成本上升，需求恢复不及预期。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	7,979	6,930	8,520	10,116	11,961
增长率(%)	11.5	(13.1)	22.9	18.7	18.2
EBITDA(人民币 百万)	403	665	1,384	1,738	2,032
归母净利润(人民币 百万)	154	202	678	910	1,076
增长率(%)	(82.0)	31.5	235.6	34.2	18.2
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.13	0.17	0.58	0.78	0.92
前次预测每股收益(人民币)			0.62	0.84	
变动幅度(%)			(6.8)	(7.7)	
市盈率(倍)	62.4	47.4	14.1	10.5	8.9
市净率(倍)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA(倍)	33.8	11.1	3.9	4.0	1.8

资料来源：公司公告，中银证券预测

2022 年：业绩不及预告水平，主因非经常性损益项目

2022 年营收下降 13.15%，四季度减值影响业绩。2022 年公司主营收入 69.3 亿元，同比下降 13.15%；归母净利润 2.02 亿元，同比上升 31.5%；扣非净利润 2.04 亿元，同比上升 340.61%；其中 2022 年第四季度，公司单季度主营收入 18.74 亿元，同比下降 16.36%；单季度归母净利润 823.0 万元，同比上升 103.47%；单季度扣非净利润-51.8 万元，同比上升 99.79%；资产负债率 43.61%，投资收益 3893.38 万元，财务费用-2947.05 万元，毛利率 29.73%。23Q1 东鹏控股实现营业收入约 11.44 亿元，同比增长 18.46%；实现归属于上市公司股东的净利润约 117.77 万元，同比增长 101.53%。公司 2022 年每 10 股现金分红 1 元。**2022 年全年公司计提信用减值损失 1.53 亿元，资产减值损失 0.80 亿元；**其中四季度计提信用减值损失 1.10 亿元，资产减值损失 0.51 亿元。公司 2022 年利润符合前期业绩预告水平。

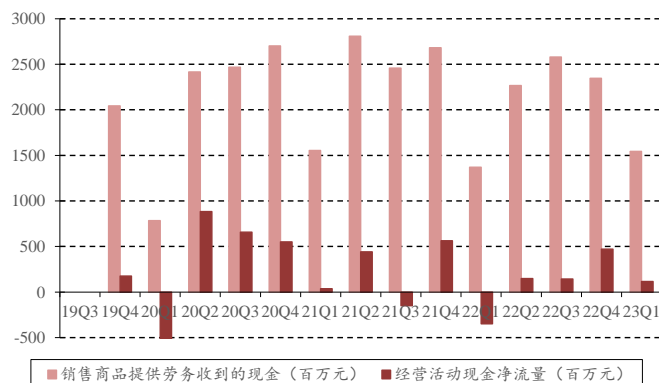
现金流表现尚可。公司 2022 年全年销售商品提供劳务收到的现金合计 85.62 亿元，经营活动现金净流量 4.16 亿元。一季度销售商品提供劳务收到的现金 15.45 亿元，现金净流量 1.17 亿元，现金流稳健。一季度公司销售、管理、研发、财务四项费用率分别为 14.5/8.1/2.6/-1.2%，同比分别 -6.4/-4.7/-0.6/0.0pct。一季度费用率同比下降较多。

图表 1. 一季度公司营收恢复增长



资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 四季度及一季度现金流均有所改善



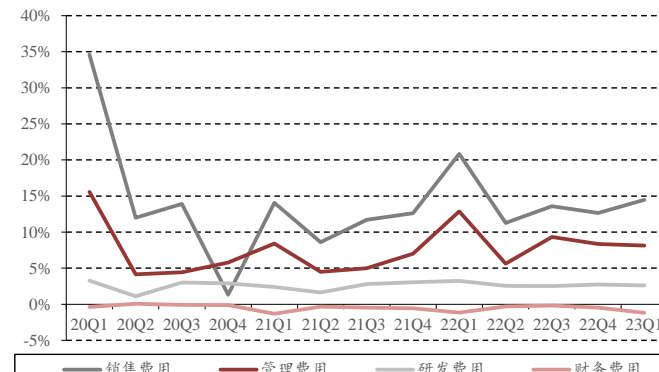
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 一季度毛利率环比下滑，同比稍有恢复



资料来源：公司公告，中银证券

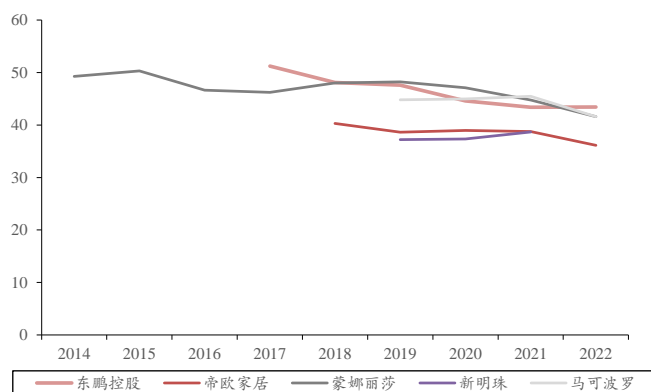
图表 4. 一季度费用率同比下降较多



资料来源：公司公告，中银证券

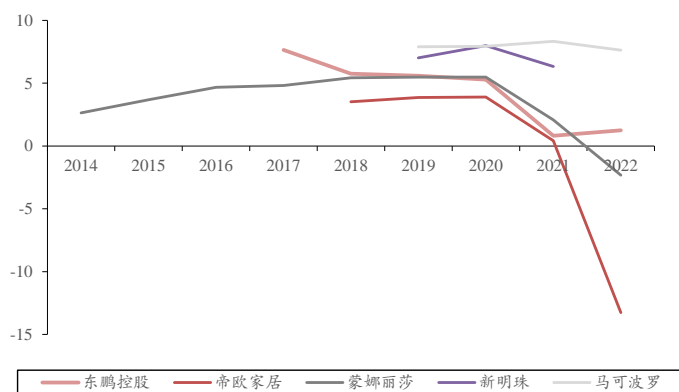
销售量同比下降，单价与成本基本持平。根据公司年报，2022 年公司共实现瓷砖产品销量 13,277.74 万方，同降 13.64%；洁具销售量 603.92 万件，同增 1.94%。我们测算公司瓷砖产品单价 43.4 元/方，成本 30.0 元/方，方毛利 13.4 元/方，单价、成本、毛利均基本同比持平。单位价格处于行业相对高位，单位净利处于盈利区间，在行业中相对较优。

图表 5. 公司单位瓷砖价格处于行业较高水平 (元/方)



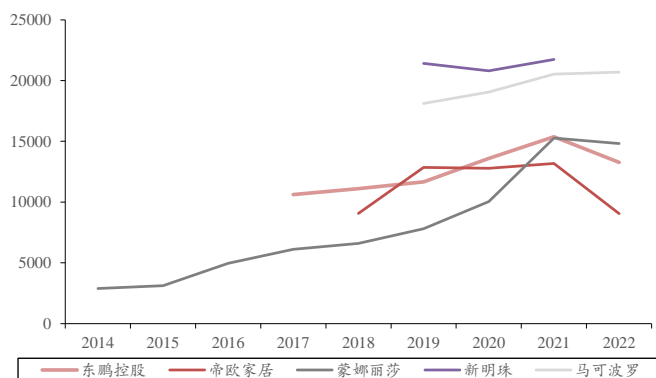
资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 单位瓷砖仍有盈利，处于较优位置 (元/方)



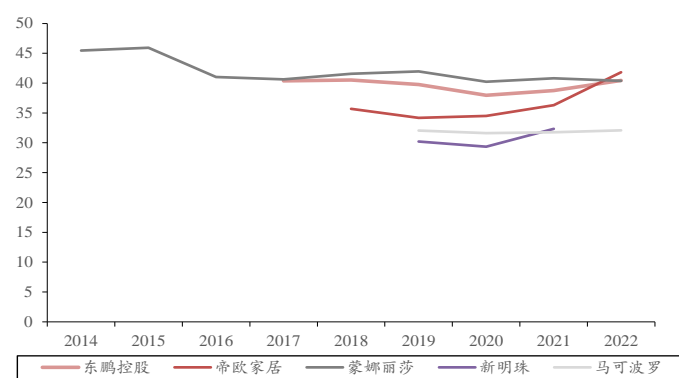
资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 2022 年瓷砖销量下滑 (万方)



资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 公司单位成本+费用表现相对稳定 (元/方)



资料来源：公司公告，中银证券

减值已相对充分，2023 年轻装上阵。2022 年度计提各项减值损失共计 23,393.42 万元。其中，信用减值损失合计 15,360.88 万元。具体减值情况如下，减值幅度已相对充分。

图表 9. 公司信用减值情况一览 (万元)

客户名称	应收账款余额	应收票据余额	其他应收款余额	合计	计提比例(%)	期末信用减值准备余额
恒大	57,658.50	-	15,000.00	72,658.50	86.66	62,962.92
融创	1,422.71	359.37	22,130.51	23,912.59	40.00	9,565.04
华夏幸福	4,057.69	-	-	4,057.69	96.83	3,928.94
蓝光	4,779.54	-	-	4,779.54	67.75	3,238.07
世茂	3,398.27	-	1,000.00	4,398.27	69.00	3,034.66
金科	6,976.88	158.60	15.00	7,150.48	41.95	2,999.84
阳光城	3,390.57	-	15.00	3,405.57	69.03	2,350.89
中南	-	-	5,073.60	5,073.60	43.92	2,228.44
荣盛	7,773.09	-	10.00	7,783.09	23.26	1,810.72
泰禾	593.70	-	-	593.70	100.00	593.70
奥园	921.09	-	-	921.09	50.00	460.54
富力	295.02	7.31	-	302.33	100.00	302.33
其他客户	1,038.94	-	-	1,038.94	100.00	1,038.94
合计	92,306.00	525.28	43,244.11	136,075.39		94,515.03

资料来源：万得，中银证券

2023 年：产能加速出清，龙头“剩者为王”

2023 年格局有望优化。根据公司年报，过去 2021 和 2022 两年间，全国关停陶企数量为 115 家，关停产线 275 条，减幅达到 9.96%，行业正加速出清。展望未来，行业节能减碳、绿色发展，加大低效产能出清，公司推动产业基础高级化，推动智能制造标准化体系建设，推动产业数字化升级。行业格局优化叠加公司内部治理改善，地产竣工修复以及存量房重装修需求逐渐释放，公司的业绩将逐渐修复。

风险提示：成本上升，需求恢复不及预期。

图表 10. 2023Q1 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022Q1	2023Q1	同比增长(%)
营业收入	966.15	1,144.47	18.46
营业税及附加	11.87	16.53	39.29
净营业收入	954.29	1,127.94	18.20
营业成本	739.60	860.18	16.30
销售费用	201.27	165.69	(17.68)
管理费用	124.23	93.22	(24.97)
研发费用	31.26	29.86	(4.49)
财务费用	(11.06)	(13.51)	(22.15)
资产减值损失	763.18	128.42	(83.17)
营业利润	(111.59)	(7.49)	93.29
营业外收入	3.90	5.92	51.76
营业外支出	2.72	2.84	4.30
利润总额	(110.41)	(4.42)	96.00
所得税	(32.15)	(5.26)	83.65
少数股东损益	(1.22)	(0.34)	72.30
归属母公司股东净利润	(77.04)	1.18	101.53
扣除非经常性损益的净利润	(73.61)	(18.32)	75.11
每股收益(元)	(0.06)	0.00	100.00
毛利率(%)	23.45	24.84	增加 1.39 个百分点
净利率(%)	(8.10)	0.07	增加 8.17 个百分点
销售费用率(%)	20.83	14.48	减少 6.36 个百分点
管理费用率(%)	12.86	8.14	减少 4.71 个百分点
研发费用率(%)	3.24	2.61	减少 0.63 个百分点
财务费用率(%)	(1.15)	(1.18)	减少 0.04 个百分点

资料来源：万得，中银证券

图表 11. 2022A 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021A	2022A	同比增长(%)
营业收入	7,978.66	6,929.86	(13.15)
营业税及附加	84.48	66.76	(20.98)
净营业收入	7,894.18	6,863.10	(13.06)
营业成本	5,619.16	4,869.42	(13.34)
销售费用	904.33	944.19	4.41
管理费用	470.73	582.38	23.72
研发费用	196.35	186.25	(5.14)
财务费用	(45.53)	(29.47)	35.27
资产减值损失	(844.66)	(233.93)	72.30
营业利润	62.73	173.68	176.86
营业外收入	28.82	23.50	(18.46)
营业外支出	30.43	24.91	(18.14)
利润总额	61.13	172.28	181.82
所得税	(89.90)	(26.73)	70.27
少数股东损益	(2.59)	(3.00)	(16.03)
归属母公司股东净利润	153.62	202.01	31.50
扣除非经常性损益的净利润	46.21	203.62	340.61
每股收益(元)	0.13	0.17	30.77
毛利率(%)	29.57	29.73	增加 0.16 个百分点
净利率(%)	1.89	2.87	增加 0.98 个百分点
销售费用率(%)	11.33	13.62	增加 2.29 个百分点
管理费用率(%)	5.90	8.40	增加 2.50 个百分点
研发费用率(%)	2.46	2.69	增加 0.23 个百分点
财务费用率(%)	(0.57)	(0.43)	增加 0.15 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7,979	6,930	8,520	10,116	11,961
营业收入	7,979	6,930	8,520	10,116	11,961
营业成本	5,619	4,869	5,822	6,698	7,886
营业税金及附加	84	67	82	101	117
销售费用	904	944	980	1,229	1,486
管理费用	471	582	682	830	981
研发费用	196	186	227	263	317
财务费用	(46)	(29)	(32)	(36)	(51)
其他收益	106	56	60	60	60
资产减值损失	(73)	(80)	(30)	(30)	(30)
信用减值损失	(772)	(154)	(50)	(50)	(50)
资产处置收益	24	2	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	29	39	40	40	40
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	63	174	789	1,061	1,255
营业外收入	29	24	20	20	20
营业外支出	30	25	15	15	15
利润总额	61	172	794	1,066	1,260
所得税	(90)	(27)	95	128	151
净利润	151	199	699	938	1,109
少数股东损益	(3)	(3)	21	28	33
归母净利润	154	202	678	910	1,076
EBITDA	403	665	1,384	1,738	2,032
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.13	0.17	0.58	0.78	0.92

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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	7,150	6,441	9,712	9,010	12,998
货币资金	3,389	2,989	5,354	4,046	7,017
应收账款	1,238	1,148	1,786	1,698	2,422
应收票据	258	112	361	482	515
存货	1,624	1,796	1,439	2,208	2,086
预付账款	72	68	94	92	127
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	570	328	678	484	831
非流动资产	5,896	6,319	6,359	6,362	6,221
长期投资	23	228	265	292	319
固定资产	4,117	4,225	4,208	4,127	3,984
无形资产	850	909	934	953	967
其他长期资产	906	956	951	990	951
资产合计	13,046	12,760	16,070	15,372	19,218
流动负债	5,400	5,249	8,253	7,145	10,507
短期借款	250	1,122	1,200	1,395	1,200
应付账款	1,420	1,210	2,025	1,622	2,671
其他流动负债	3,730	2,917	5,028	4,128	6,636
非流动负债	319	316	318	317	317
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	319	316	318	317	317
负债合计	5,719	5,565	8,570	7,462	10,824
股本	1,191	1,173	1,173	1,173	1,173
少数股东权益	14	9	30	58	91
归属母公司股东权益	7,313	7,186	7,470	7,852	8,303
负债和股东权益合计	13,046	12,760	16,070	15,372	19,218

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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	151	199	699	938	1,109
折旧摊销	544	618	737	824	938
营运资金变动	256	(711)	2,018	(1,907)	2,540
其他	(61)	310	(33)	(89)	(78)
经营活动现金流	891	416	3,421	(234)	4,509
资本支出	(1,124)	(829)	(790)	(790)	(790)
投资变动	220	(408)	(41)	(31)	(31)
其他	(831)	108	49	49	49
投资活动现金流	(1,735)	(1,129)	(782)	(772)	(772)
银行借款	(60)	872	78	195	(195)
股权融资	(455)	(763)	(394)	(528)	(625)
其他	199	11	41	32	54
筹资活动现金流	(316)	120	(274)	(301)	(766)
净现金流	(1,160)	(593)	2,365	(1,307)	2,971

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	11.5	(13.1)	22.9	18.7	18.2
营业利润增长率(%)	(93.7)	176.9	354.4	34.4	18.3
归属于母公司净利润增长率(%)	(82.0)	31.5	235.6	34.2	18.2
息税前利润增长率(%)	(116.7)	(133.3)	1,279.1	41.3	19.6
息税折旧前利润增长率(%)	(68.0)	64.9	108.1	25.6	16.9
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(82.0)	31.5	235.6	34.2	18.2
获利能力					
息税前利润率(%)	(1.8)	0.7	7.6	9.0	9.1
营业利润率(%)	0.8	2.5	9.3	10.5	10.5
毛利率(%)	29.6	29.7	31.7	33.8	34.1
归母净利润率(%)	1.9	2.9	8.0	9.0	9.0
ROE(%)	2.1	2.8	9.1	11.6	13.0
ROIC(%)	(7.5)	1.0	17.0	15.3	37.7
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
净负债权益比	(0.4)	(0.2)	(0.5)	(0.3)	(0.7)
流动比率	1.3	1.2	1.2	1.3	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	6.8	5.8	5.8	5.8	5.8
应付账款周转率	5.9	5.3	5.3	5.5	5.6
费用率					
销售费用率(%)	11.3	13.6	11.5	12.2	12.4
管理费用率(%)	5.9	8.4	8.0	8.2	8.2
研发费用率(%)	2.5	2.7	2.7	2.6	2.7
财务费用率(%)	(0.6)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.1	0.2	0.6	0.8	0.9
每股经营现金流(最新摊薄)	0.8	0.4	2.9	(0.2)	3.8
每股净资产(最新摊薄)	6.2	6.1	6.4	6.7	7.1
每股股息	0.2	0.1	0.3	0.5	0.5
估值比率					
P/E(最新摊薄)	62.4	47.4	14.1	10.5	8.9
P/B(最新摊薄)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	33.8	11.1	3.9	4.0	1.8
价格/现金流(倍)	10.8	23.0	2.8	(40.9)	2.1

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任何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