

002271.SZ

买入

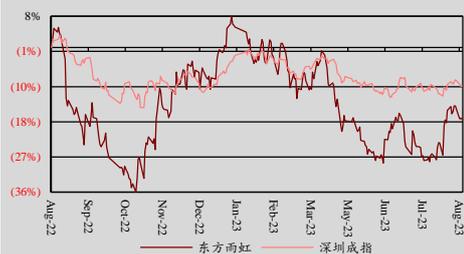
原评级: 买入

市场价格: 人民币 29.70

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 东方雨虹 2023 年中报点评

股价表现


(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(11.2)	14.0	3.1	(18.2)
相对深圳成指	(10.6)	13.0	3.9	(8.6)

发行股数(百万)	2,518.46
流通股(百万)	1,995.49
总市值(人民币 百万)	74,798.39
3 个月日均交易额(人民币 百万)	912.26
主要股东	
李卫国	22.69

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2023 年 8 月 10 日收市价为标准

相关研究报告

- 《东方雨虹》20230707
- 《东方雨虹》20230427
- 《东方雨虹》20230422

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

证券分析师: 林祁桢

qizhen.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523080001

联系人: 杨逸菲

yifei.yang@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122030023

联系人: 郝子禹

ziyu.hao@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122060027

东方雨虹

盈利能力持续回升, 渠道改革卓有成效

公司发布 2023 年中报, 2023H1 公司营收 168.52 亿元, 同增 10.10%; 归母净利 13.34 亿元, 同增 38.07%; EPS0.53 元, 同增 39.47%。上半年公司业绩大幅增长, 现金流明显好转, 盈利能力持续回升。维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- **净利大幅增长, 现金流明显好转:** 2023Q2 公司营收 93.58 亿元, 同增 3.99%; 归母净利 9.49 亿元, 同增 46.15%。23H1 经营现金流净额-39.43 亿元, 净流出规模同减 43.51%; 2023Q2 现金流净额-1.37 亿元, 净流出规模同减 93.76%, 主要系公司销售商品、提供劳务收到的现金增加。
- **盈利能力提升, 23Q2 费用率环比下降:** 2023H1 公司毛利率 28.90%, 同增 1.99pct; 归母净利率 7.92%, 同增 1.61pct。2023Q2 公司毛利率为 29.10%, 同增 3.16pct; 归母净利率 10.14%, 同增 2.93pct, 环比 23Q1 增长 5.00pct。2023H1 公司期间费用率为 16.44%, 同比小幅增加 0.09pct; 其中二季度公司期间费用率为 14.12%, 同减 0.32pct, 环比 23Q1 下降 5.20pct; 销售/管理/研发/财务费用率同比分别变动 0.82/-1.17/-0.14/0.18pct, 环比 23Q1 分别变动-2.27/-3.19/0.09/0.18pct。
- **砂粉业务占比提升, 渠道改革卓有成效。**分产品来看, 2023H1 涂料和砂浆粉料业务营收占比实现增长。砂浆粉料业务已经成为公司继防水卷材和涂料业务之后又一重要增长点, 上半年实现营收 19.05 亿元, 同增 42.99%, 占总营收的比重提高了 2.6pct 至 11.3%。分渠道来看, 上半年零售与工程渠道营收占比较上年同期增加了近 10 个百分点, 直销业务营收规模及占比均有下降, 公司渠道改革卓有成效。
- **公司未来看点丰富:** 1) 防水新规于 23 年 4 月 1 日正式施行, 防水行业提质增量在即, 龙头企业率先受益; 2) 公司 C 端渠道布局及产品品类持续完善, 有望保持较快增速; 3) 防水行业中小企业持续出清, 公司市占率有望进一步提升。

估值

- 公司上半年业绩基本符合我们预期, 我们维持原有盈利预测。预计 2023-2025 年公司收入为 363.3、407.0、479.8 亿元; 归母净利为 35.0、43.7、52.1 亿元; EPS 分别为 1.39、1.74、2.07 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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	31,934	31,214	36,331	40,699	47,982
增长率(%)	47.0	(2.3)	16.4	12.0	17.9
EBITDA(人民币 百万)	5,409	3,202	5,020	6,150	7,278
归母净利润(人民币 百万)	4,205	2,120	3,495	4,374	5,212
增长率(%)	24.1	(49.6)	64.8	25.2	19.2
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.67	0.84	1.39	1.74	2.07
市盈率(倍)	17.8	35.3	21.4	17.1	14.4
市净率(倍)	2.8	2.8	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA(倍)	22.5	24.5	13.1	10.3	8.2
每股股息(人民币)	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2
股息率(%)	0.6	0.3	0.6	0.7	0.8

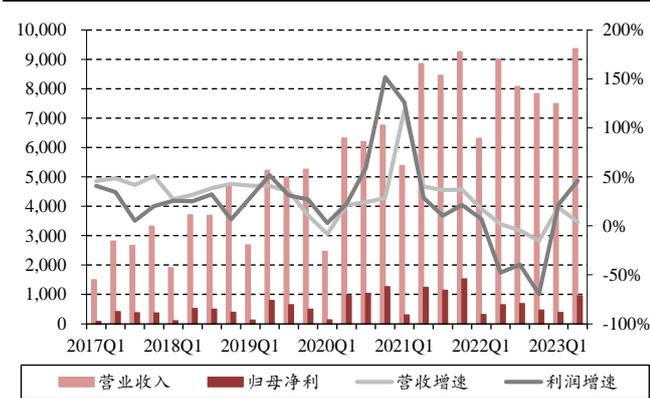
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

一、净利大幅增长，现金流明显好转

事件：8月9日晚，公司发布2023年中报。2023H1，公司实现营收168.52亿元，同增10.10%；归母净利润13.34亿元，同增38.07%；扣非归母净利润12.43亿元，同增39.59%；EPS0.53元，同增39.47%。其中2023Q2公司实现营收93.58亿元，同增3.99%；归母净利润9.49亿元，同增46.15%。现金流方面，上半年公司经营活动现金流量净额为-39.43亿元，净流出规模较上年同期收窄43.51%；其中二季度经营活动现金流净额为-1.37亿元，净流出规模同比大幅缩减93.76%。2023H1公司业绩增幅较大，经营现金流明显好转，主要系上半年公司销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。

盈利能力持续回升，2023Q2期间费用率环比降幅明显。2023H1公司毛利率为28.90%，同增1.99pct；归母净利率7.92%，同增1.61pct。其中二季度公司毛利率为29.10%，同增3.16pct，环比23Q1小幅增加0.44pct；二季度归母净利率为10.14%，同增2.93pct，环比23Q1增长5.00pct。上半年公司盈利能力持续回升。期间费用方面，2023H1公司期间费用率为16.44%，同比小幅增加0.09pct。公司销售/管理/研发/财务费用率同比分别变动0.59/-0.42/-0.14/0.07pct。其中二季度公司期间费用率为14.12%，同减0.32pct，环比23Q1下降5.20pct；销售/管理/研发/财务费用率同比分别变动0.82/-1.17/-0.14/0.18pct，环比23Q1分别变动-2.27/-3.19/0.09/0.18pct。上半年公司期间费用率同比基本稳定，但23Q2环比23Q1费用率水平明显下降。

图表 1. 2023H1 公司营收及归母净利润均实现增长
(单位：百万)



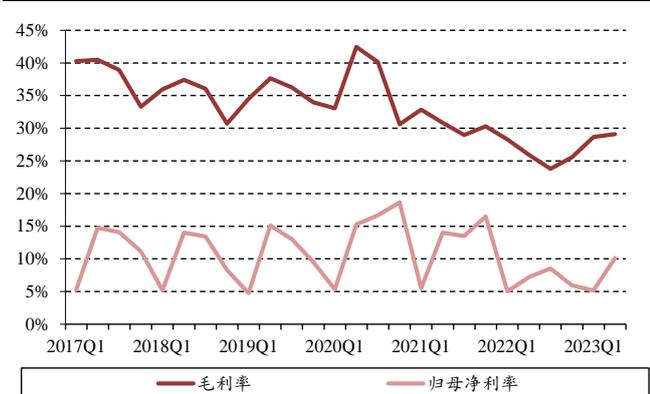
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 2023Q2 公司经营现金流表现明显好转
(单位：百万)



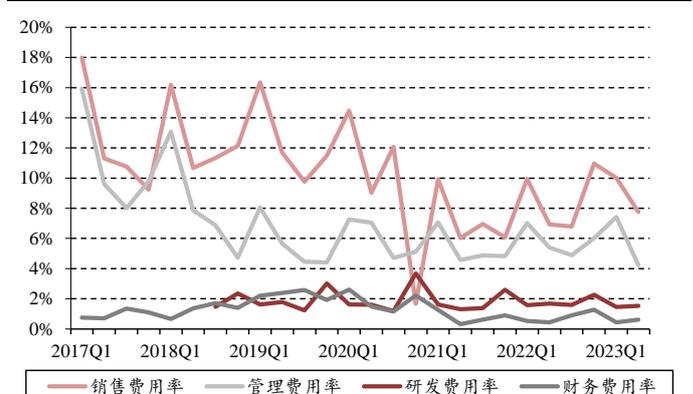
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 2023Q2 公司毛利率、归母净利率同环比均提升



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 2023Q2 公司期间费用率环比有所下降



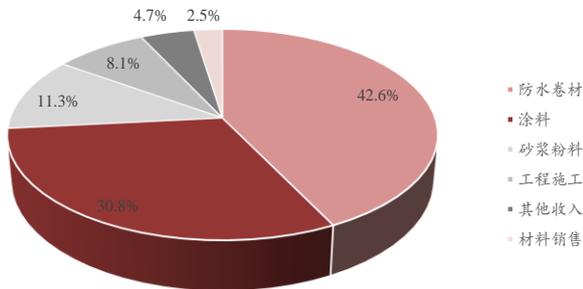
资料来源：公司公告，中银证券

二、盈利能力持续回升，渠道改革卓有成效

砂浆粉料成为公司又一重要增长点，毛利率较低的施工业务占比下降。分产品来看，2023H1 防水卷材和工程施工业务营收占比有所下滑，而涂料和砂浆粉料业务营收占比实现增长。砂浆粉料业务已经成为公司继防水卷材和涂料业务之后又一重要增长点，上半年已经在全国布局 700 余家砂粉专业工程渠道经销商。上半年砂粉业务实现营收 19.05 亿元，同比大幅增长 42.99%，占总营收的比重也从 2022H1 的 8.7% 提高到 11.3%。并且，公司在有意降低毛利率较低的工程施工业务的比重，施工收入占比从 2022H1 的 9.40% 下降到 2023H1 的 8.12%。

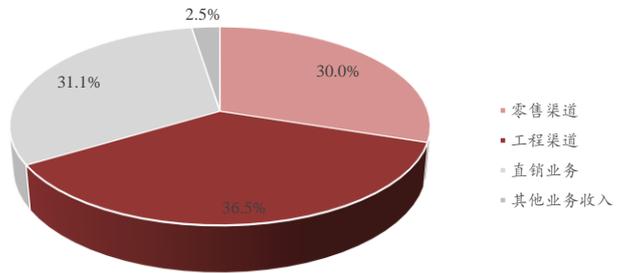
2023H1 公司渠道改革卓有成效。分渠道来看，零售和工程渠道营收占比提升，直销业务营收占比下降。上半年公司零售渠道实现营收 50.51 亿元，同增 32.21%，占总营收的比重达到 30%；工程渠道实现营收 61.42 亿元，同增 26.68%，占总营收的比重达到 36.45%。零售与工程渠道营收占比比较上年同期增加了近 10 个百分点。同时，上半年公司直销业务营收 52.38 亿元，同减 13.25%，营收占比也下降了 8.37 个百分点至 31.08%。上半年公司渠道改革卓有成效。

图表 5. 2023H1 砂浆粉料营收占比增加，施工业务占比下降



资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 2023H1 公司零售和工程渠道占比提升，直销业务占比下降



资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 公司各业务毛利率水平

(%)	2023H1	2022H1	毛利率比上年同期增减
防水卷材	27.44	27.29	0.15
涂料	37.56	30.14	7.42
工程施工	--	26.67	--
砂浆粉料	28.23	--	--

资料来源：公司公告，中银证券

三、公司未来看点丰富

新规落地，防水市场提质增量在即。防水新规自 2023 年 4 月 1 日起正式施行，山东、北京等地已经依据防水新规陆续制定了《山东省建筑防水工程技术导则》、《住宅工程防水施工和渗漏防治指南》等地方标准。依托于行业技术标准的提升，防水材料市场需求有望扩容，迎来提质增量的新发展阶段，率先利好龙头企业。

C 端有望保持快速增长。2023H1 公司民建集团实现营收 43.84 亿元，同增 34.69%，民建集团保持较快增速。建筑涂料零售和建筑修缮业务板块布局持续完善。截至 2023 年 6 月末，民建集团百万经销商签约增长近 700 家，分销网点近 20 万家，门头保有近 5 万家，“虹哥汇”会员数量突破 230 万人；德爱威建筑涂料在全国重点市场建立了 1700 余家专卖店，建筑修缮集团在全国已布局服务中心、社区服务站等 600 余家门店。随着公司渠道持续铺设、产品品类不断丰富，2023 年公司零售端有望保持快速增长态势。

公司市占率有望持续提升。2023 年以来防水行业下游需求仍未有明显好转，且沥青价格仍处于近 5 年以来的高位。双重挤压下，防水行业内中小企业出清速度加快，龙头企业市占率有所提升。预计随着公司不断整合优化直销及工程渠道营销网络，加强渠道下沉，不断消除空白市场与薄弱市场，公司市占率水平有望持续提高。

图表 8. 2023H1 石油沥青现货价格仍处于高位



资料来源: iFind, 中银证券

四、风险提示

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

图表 9. 2023H1 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022H1	2023H1	同比增长(%)
营业收入	15,306.71	16,851.93	10.10
营业税及附加	115.34	133.96	16.14
净营业收入	15,191.37	16,717.97	10.05
营业成本	11,188.16	11,981.28	7.09
销售费用	1,250.37	1,476.29	18.07
管理费用	1,179.95	1,203.66	2.01
财务费用	72.27	90.18	24.77
资产减值损失	1.00	9.00	800.00
营业利润	1,127.92	1,740.43	54.30
营业外收入	27.69	19.98	(27.84)
营业外支出	7.70	9.02	17.25
利润总额	1,147.92	1,751.39	52.57
所得税	200.62	417.87	108.29
少数股东损益	(19.10)	(0.75)	96.09
归属母公司股东净利润	966.40	1,334.27	38.07
扣除非经常性损益的净利润	890.39	1,242.93	39.59
每股收益(元)	0.38	0.53	39.47
扣非后每股收益(元)	0.35	0.49	40.00
毛利率(%)	26.91	28.90	增加 1.99 个百分点
归母净利率(%)	6.31	7.92	增加 1.61 个百分点
销售费用率(%)	8.17	8.76	增加 0.59 个百分点
管理费用率(%)	6.07	5.65	减少 0.42 个百分点
研发费用率(%)	1.64	1.50	减少 0.14 个百分点
财务费用率(%)	0.47	0.54	增加 0.07 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. 2023Q2 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022Q2	2023Q2	同比增长(%)
营业收入	8,998.13	9,357.38	3.99
营业税及附加	59.55	72.80	22.24
净营业收入	8,938.57	9,284.58	3.87
营业成本	6,663.91	6,634.71	(0.44)
销售费用	623.51	725.09	16.29
管理费用	637.58	539.05	(15.45)
财务费用	38.81	57.43	47.98
资产减值损失	1.00	(21.65)	(2,265.00)
营业利润	726.38	1,209.31	66.48
营业外收入	17.17	8.18	(52.38)
营业外支出	1.54	5.02	224.69
利润总额	742.01	1,212.47	63.40
所得税	105.66	256.63	142.89
少数股东损益	(12.82)	7.10	155.40
归属母公司股东净利润	649.17	948.73	46.15
扣除非经常性损益的净利润	593.75	918.60	54.71
每股收益(元)	0.26	0.38	46.15
扣非后每股收益(元)	0.24	0.36	50.00
毛利率(%)	25.94	29.10	增加 3.16 个百分点
归母净利率(%)	7.21	10.14	增加 2.93 个百分点
销售费用率(%)	6.93	7.75	增加 0.82 个百分点
管理费用率(%)	5.40	4.23	减少 1.17 个百分点
研发费用率(%)	1.68	1.54	减少 0.14 个百分点
财务费用率(%)	0.43	0.61	增加 0.18 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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	31,934	31,214	36,331	40,699	47,982
营业收入	31,934	31,214	36,331	40,699	47,982
营业成本	22,184	23,171	26,066	28,807	33,825
营业税金及附加	213	253	291	326	384
销售费用	2,218	2,658	2,979	3,337	3,934
管理费用	1,645	1,795	2,023	2,234	2,688
研发费用	559	556	686	736	876
财务费用	232	245	120	67	6
其他收益	508	453	416	459	442
资产减值损失	(14)	(78)	(46)	(46)	(56)
信用减值损失	(251)	(315)	(259)	(273)	(280)
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	(50)	(5)	0	0	0
投资收益	21	(12)	10	10	10
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	5,098	2,579	4,287	5,343	6,385
营业外收入	20	60	31	37	43
营业外支出	18	35	39	31	35
利润总额	5,100	2,603	4,280	5,349	6,392
所得税	887	486	778	967	1,170
净利润	4,213	2,118	3,502	4,383	5,223
少数股东损益	9	(2)	7	9	10
归母净利润	4,205	2,120	3,495	4,374	5,212
EBITDA	5,409	3,202	5,020	6,150	7,278
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.67	0.84	1.39	1.74	2.07

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	35,595	32,346	36,609	39,125	49,175
现金及等价物	16,446	10,539	10,899	12,210	14,395
应收账款	8,764	10,879	11,984	13,628	16,567
应收票据	1,657	508	2,012	811	2,518
存货	1,421	1,575	1,795	1,929	2,443
预付账款	1,097	845	1,340	1,075	1,760
合同资产	2,702	3,039	3,420	3,719	4,663
其他流动资产	3,508	4,961	5,159	5,754	6,830
非流动资产	14,138	18,209	18,215	18,789	18,238
长期投资	689	2,198	2,213	2,228	2,243
固定资产	5,610	8,563	9,405	9,659	9,533
无形资产	1,654	2,191	2,594	2,857	2,989
其他长期资产	6,185	5,257	4,003	4,046	3,473
资产合计	49,733	50,556	54,824	57,914	67,414
流动负债	21,111	21,961	23,329	22,470	27,376
短期借款	6,128	6,254	4,188	3,368	1,667
应付账款	3,618	3,901	4,557	4,790	6,185
其他流动负债	11,365	11,806	14,584	14,312	19,524
非流动负债	1,939	1,406	1,219	1,305	1,296
长期借款	1,104	544	500	500	500
其他长期负债	835	862	719	805	796
负债合计	23,050	23,367	24,549	23,775	28,672
股本	2,521	2,518	2,518	2,518	2,518
少数股东权益	389	381	388	397	408
归属母公司股东权益	26,294	26,807	29,887	33,741	38,334
负债和股东权益合计	49,733	50,556	54,824	57,914	67,414

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	4,213	2,118	3,502	4,383	5,223
折旧摊销	559	814	1,039	1,209	1,340
营运资金变动	(324)	(1,883)	(259)	(1,234)	(1,335)
其他	(333)	(395)	388	(446)	237
经营活动现金流	4,115	654	4,670	3,911	5,465
资本支出	(4,502)	(4,223)	(1,415)	(1,215)	(1,015)
投资变动	91	(2,015)	(15)	(15)	(15)
其他	(1,240)	1,509	13	9	11
投资活动现金流	(5,651)	(4,729)	(1,417)	(1,221)	(1,019)
银行借款	4,285	(433)	(2,110)	(820)	(1,701)
股权融资	6,833	(767)	(415)	(520)	(619)
其他	(319)	171	(368)	(40)	59
筹资活动现金流	10,799	(1,029)	(2,894)	(1,379)	(2,261)
净现金流	9,263	(5,104)	360	1,311	2,185

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(%)	47.0	(2.3)	16.4	12.0	17.9
营业利润增长率(%)	21.3	(49.4)	66.2	24.6	19.5
归属于母公司净利润增长率(%)	24.1	(49.6)	64.8	25.2	19.2
息税前利润增长(%)	18.7	(50.8)	66.7	24.1	20.2
息税折旧前利润增长(%)	18.3	(40.8)	56.8	22.5	18.4
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	24.1	(49.6)	64.8	25.2	19.2
获利能力					
息税前利润率(%)	15.2	7.7	11.0	12.1	12.4
营业利润率(%)	16.0	8.3	11.8	13.1	13.3
毛利率(%)	30.5	25.8	28.3	29.2	29.5
归母净利润率(%)	13.2	6.8	9.6	10.7	10.9
ROE(%)	16.0	7.9	11.7	13.0	13.6
ROIC(%)	25.5	9.2	15.3	17.9	20.5
偿债能力					
资产负债率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
净负债权益比	(0.3)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.3)
流动比率	1.7	1.5	1.6	1.7	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	4.3	3.2	3.2	3.2	3.2
应付账款周转率	9.5	8.3	8.6	8.7	8.7
费用率					
销售费用率(%)	6.9	8.5	8.2	8.2	8.2
管理费用率(%)	5.1	5.8	5.6	5.5	5.6
研发费用率(%)	1.8	1.8	1.9	1.8	1.8
财务费用率(%)	0.7	0.8	0.3	0.2	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.7	0.8	1.4	1.7	2.1
每股经营现金流(最新摊薄)	1.6	0.3	1.9	1.6	2.2
每股净资产(最新摊薄)	10.4	10.6	11.9	13.4	15.2
每股股息	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2
估值比率					
P/E(最新摊薄)	17.8	35.3	21.4	17.1	14.4
P/B(最新摊薄)	2.8	2.8	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	22.5	24.5	13.1	10.3	8.2
价格/现金流(倍)	18.2	114.4	16.0	19.1	13.7

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转载或转发的，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