

**002541.SZ**

# 增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 26.24

板块评级: 中性

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(13.0)	(19.8)	(11.6)	(1.6)
相对深圳成指	(5.1)	(11.9)	(5.4)	13.5

发行股数 (百万)	690.01
流通股 (百万)	495.82
总市值 (人民币 百万)	18,105.89
3个月日均交易额 (人民币 百万)	94.12
主要股东	
商晓波	36.16

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
 以2023年8月28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

**建筑装饰: 专业工程**
**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

## 鸿路钢构

### 业绩稳增, 吨盈利改善

公司发布2023年中报, 23H1营收110.7亿元, 同增24.4%, 归母净利5.5亿元, 同增8.1%, EPS0.80元, 同增8.1%; 23Q2营收60.5亿元, 同增12.5%, 归母净利3.5亿元, 同增2.3%。公司产能持续释放, 量增价跌, 吨盈利环比改善, 维持公司**增持**评级。

#### 支撑评级的要点

- **营收净利双增, 现金流增长延续。**23H1营收110.7亿元, 同增24.4%, 归母净利5.5亿元, 同增8.1%, EPS0.80元, 同增8.1%; 23Q2营收60.5亿元, 同增12.5%, 归母净利3.5亿元, 同增2.3%。23H1经营现金净额为6.5亿元, 同增156.0%, 23Q2经营现金净额为4.9亿元, 同增41.3%, 回款增加, 使得现金流大幅增长。
- **产能爬坡过程中, 量增价跌, 吨盈利环比改善。**23Q2公司钢结构产品吨售价5,103.3元, 同减16.2%, 环降6.7%; 吨成本4,500.7元, 同减15.1%, 环降9.4%; **吨毛利602.6元, 同减23.7%, 环增19.0%**; 吨费用261.8元, 同减23.5%, 环增3.1%; 吨归母净利296.5元, 同减23.8%, 环增35.3%; 吨扣非净利258.5元, 同减22.8%, 环增65.9%。
- **政府补助增长, 中长期推力不改。**23H1政府补助带来达1.3亿元, 同增32%, 23Q2政府补助达0.6亿元, 同减4.3%。剔除政府补助, 公司营业利润为5.3亿元, 同减2.3%。**随着公司阶段性产能扩张告一段落, 我们预计未来政府补助在归母净利中的占比将持续下降, 对公司业绩增长的支持将减弱。**中长期看, 一方面, 公司新建产能逐步爬坡, 产能利用率持续提高, **产能持续放量**将拉动公司业绩增长; 另一方面, 公司持续提高**智能化制造水平**, 引入激光切割机、焊接机器人, 并通过数字化协同内部管理平台, 有望持续提升产品质量、提升品牌影响力。

#### 估值

- 考虑公司新产能仍在爬坡, 部分下调盈利预测, 预计公司2023-2025年收入分别为249.0、282.1、332.4亿元, 归母净利分别为13.4、16.9、20.7亿元; EPS分别为1.95、2.45、3.00元, 市盈率为12.6、9.6、7.8倍。维持公司**增持**评级。

#### 评级面临的主要风险

- 原材料价格波动、产能利用率爬坡不及预期、下游需求复苏不及预期。

#### 投资摘要

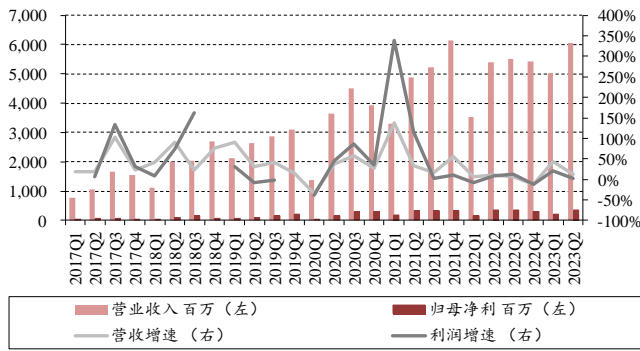
年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	19,515	19,848	24,900	28,209	33,244
增长率(%)	45.1	1.7	25.5	13.3	17.8
EBITDA(人民币 百万)	1,657	1,798	2,261	2,925	3,481
归母净利润(人民币 百万)	1,150	1,163	1,343	1,689	2,070
增长率(%)	43.9	1.1	15.5	25.8	22.6
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.67	1.69	1.95	2.45	3.00
原先预测摊薄每股收益(人民币)			2.18	2.57	3.24
调整幅度(%)			(10.55)	(4.67)	(7.41)
市盈率(倍)	12.0	15.5	13.4	10.6	8.7
市净率(倍)	1.9	2.2	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA(倍)	21.0	16.4	12.6	9.6	7.8
每股股息(人民币)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5
股息率(%)	0.6	0.9	1.2	1.5	1.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 一、营收净利双增，现金流增长延续

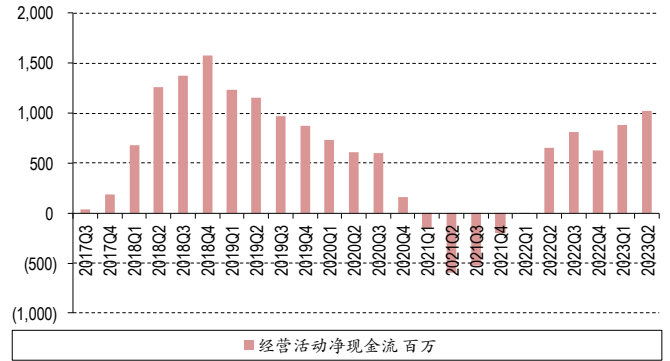
事件：公司发布 2023 年中报，23H1 营收 110.7 亿元，同增 24.4%，归母净利 5.5 亿元，同增 8.1%，EPS0.80 元，同增 8.1%；23Q2 营收 60.5 亿元，同增 12.5%，归母净利 3.5 亿元，同增 2.3%。23H1 经营现金净额为 6.5 亿元，同增 156.0%，23Q2 经营现金净额为 4.9 亿元，同增 41.3%，回款增加，使得现金流大幅增长。

图表 1. 公司营收净利双增



资料来源：公司公告，中银证券

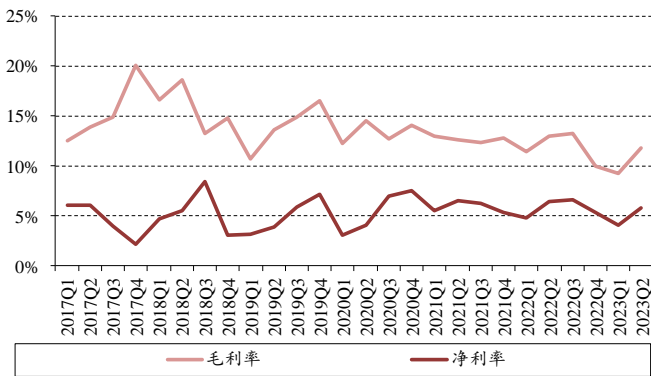
图表 2.ttm 口径下经营活动现金净额延续增长



资料来源：公司公告，中银证券

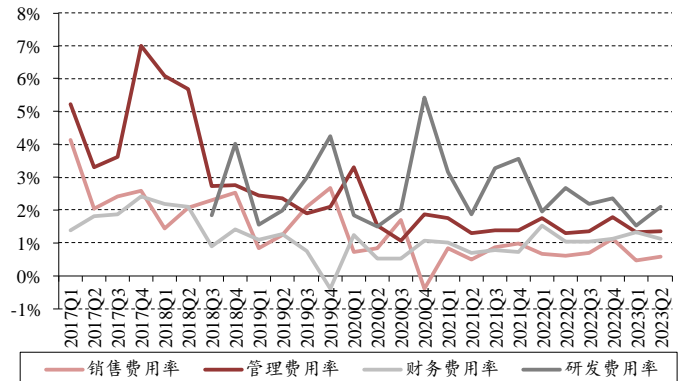
毛利率、净利率环比改善，费用率同比略有下降：23H1 公司综合毛利率 10.7%，同减 1.7pct，净利率 5.0%，同减 0.8pct；23Q2 毛利率 11.8%，同减 1.2pct，环增 2.6pct，净利率 5.8%，同减 0.6pct，环增 1.8pct。23H1 四项费用率 4.9%，同减 0.8pct，23Q2 四项费用率 5.1%，同减 0.5pct，23Q2 销售、管理、财务、研发费用率同比分别变化 0.0pct、0.0pct、0.1pct、-0.6pct，环比分别变化 0.1pct、0.0pct、-0.2pct、0.6pct。

图表 3. 2023Q2 毛利率、净利率环比改善



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 2023Q2 四项费用率同比略有下降

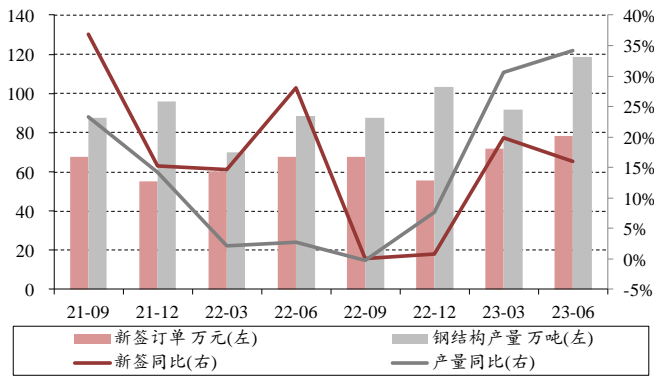


资料来源：公司公告，中银证券

## 二、量增价跌，吨盈利环比改善

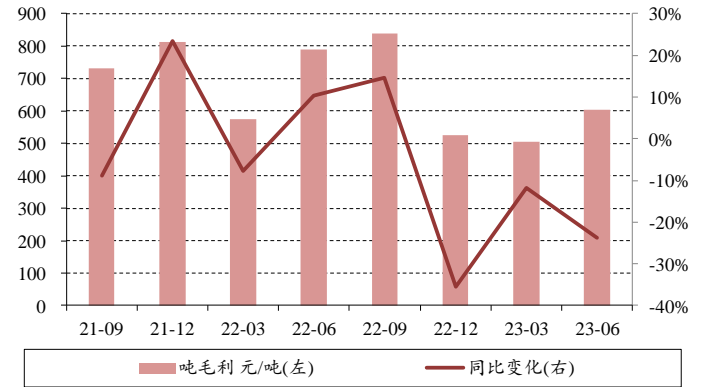
23H1 公司钢结构产品产量达 210.3 万吨，同增 32.6%，23Q2 产量达 118.6 万吨，同增 34.2%。产能爬坡过程中，量增价跌，吨盈利环比改善。23Q2 公司钢结构产品吨售价 5,103.3 元，同减 16.2%，下跌 986.8 元，环降 6.7%，下跌 368.0 元；吨成本 4,500.7 元，同减 15.1%，下跌 799.8 元，环降 9.4%，下跌 464.2 元；吨毛利 602.6 元，同减 23.7%，下降 187.1 元，环增 19.0%，上涨 96.2 元；吨费用 261.8 元，同减 23.5%，下降 80.4 元，环增 3.1%，上涨 7.8 元；吨归母净利 296.5 元，同减 23.8%，下降 92.7 元，环增 35.3%，上涨 77.4 元；吨扣非净利 258.5 元，同减 22.8%，下跌 76.5 元，环增 65.9%，上涨 102.6 元。

图表 5. 2023Q2 产量订单稳增



资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 2023Q2 吨毛利环增 19.0%



资料来源：公司公告，中银证券

### 三、政府补助增长

23H1 政府补助带来的其他收益达 1.3 亿元，同增 32%，23Q2 政府补助带来的其他收益达 0.6 亿元，同减 4.3%。剔除政府补助，公司营业利润为 5.3 亿元，同减 2.3%。随着公司阶段性产能扩张告一段落，我们预计未来政府补助在归母净利中的占比将持续下降，对公司业绩增长的支持将减弱。

图表 7. 近年公司收到的政府补助情况

项目	单位	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1
政府补助	百万元	50.85	142.89	104.68	260.98	101.03	153.44	133.38
营业利润	百万元	263.82	761.89	647.00	864.17	647.29	762.11	666.96
政府补助占营业利润比重	%	19.28	18.75	16.18	30.20	15.61	20.13	20.00
剔除政府补助后营业利润	百万元	212.96	619.00	542.32	603.19	546.26	608.67	533.58
同比增速	%	54.83	51.47	154.66	-2.55	0.73	0.91	-2.32

资料来源：公司公告，中银证券

中长期看，一方面，公司新建产能逐步爬坡，产能利用率持续提高，产能持续放量将拉动公司业绩增长；另一方面，公司持续提高智能化制造水平，引入激光切割机、焊接机器人，并通过数字化协同内部管理平台，有望持续提升产品质量、提升品牌影响力。

### 四、风险提示

原材料价格波动、产能利用率爬坡不及预期、下游需求复苏不及预期。

图表 7. 2023Q2 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022Q2	2023Q2	同比增长(%)
营业收入	5,382.48	6,053.55	12.47
营业税及附加	32.62	41.54	27.36
净营业收入	5,349.86	6,012.00	12.38
营业成本	4,684.58	5,338.77	13.96
销售费用	32.22	34.47	6.98
管理费用	214.31	208.55	(2.69)
财务费用	55.83	67.48	20.86
资产减值损失	(2.19)	1.47	167.05
营业利润	422.79	423.32	0.13
营业外收入	2.52	0.79	(68.55)
营业外支出	2.45	1.81	(25.99)
利润总额	400.82	416.19	3.83
所得税	56.94	64.54	13.35
少数股东损益	0.00	0.00	
归属母公司股东净利润	343.88	351.65	2.26
扣除非经常性损益的净利润	296.01	306.57	3.57
每股收益(元)	0.50	0.51	2.00
扣非后每股收益(元)	0.43	0.44	2.33
毛利率(%)	12.97	11.81	减少 1.16 个百分点
净利率(%)	6.39	5.81	减少 0.58 个百分点
销售费用率(%)	0.60	0.57	减少 0.03 个百分点
管理费用率(%)	1.31	1.34	增加 0.03 个百分点
研发费用率(%)	2.67	2.10	减少 0.57 个百分点
财务费用率(%)	1.04	1.11	增加 0.08 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. 2023H1 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022H1	2023H1	同比增长(%)
营业收入	8,901.08	11,071.25	24.38
营业税及附加	68.17	88.98	30.53
净营业收入	8,832.91	10,982.27	24.33
营业成本	7,799.92	9,892.11	26.82
销售费用	55.18	57.80	4.74
管理费用	131.77	147.33	11.80
财务费用	109.12	134.58	23.33
资产减值损失	(2.19)	1.47	167.05
营业利润	676.83	681.58	0.70
营业外收入	3.58	2.14	(40.23)
营业外支出	3.46	2.82	(18.55)
利润总额	647.42	666.28	2.91
所得税	136.36	113.72	(16.60)
少数股东损益	0.00	0.00	
归属母公司股东净利润	511.06	552.57	8.12
扣除非经常性损益的净利润	392.52	449.46	14.51
每股收益(元)	0.74	0.80	8.11
扣非后每股收益(元)	0.57	0.65	14.04
毛利率(%)	12.37	10.65	减少 1.72 个百分点
净利率(%)	5.74	4.99	减少 0.75 个百分点
销售费用率(%)	0.62	0.52	减少 0.10 个百分点
管理费用率(%)	1.48	1.33	减少 0.15 个百分点
研发费用率(%)	2.39	1.84	减少 0.55 个百分点
财务费用率(%)	1.23	1.22	减少 0.01 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	19,515	19,848	24,900	28,209	33,244
营业收入	19,515	19,848	24,900	28,209	33,244
营业成本	17,047	17,471	21,758	24,343	28,618
营业税金及附加	137	155	212	237	268
销售费用	156	155	199	226	266
管理费用	278	304	373	423	499
研发费用	583	462	573	621	731
财务费用	153	227	302	347	351
其他收益	366	254	300	200	150
资产减值损失	(9)	(8)	0	0	0
信用减值损失	6	80	(80)	(80)	(80)
资产处置收益	0	51	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(13)	(43)	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,511	1,409	1,702	2,133	2,581
营业外收入	9	5	6	7	6
营业外支出	8	8	8	8	8
利润总额	1,512	1,406	1,700	2,132	2,579
所得税	362	243	358	443	508
净利润	1,150	1,163	1,343	1,689	2,071
少数股东损益	0	0	0	0	1
归母净利润	1,150	1,163	1,343	1,689	2,070
EBITDA	1,657	1,798	2,261	2,925	3,481
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.67	1.69	1.95	2.45	3.00

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
<b>流动资产</b>	<b>13,098</b>	<b>12,639</b>	<b>14,504</b>	<b>15,550</b>	<b>18,465</b>
货币资金	2,114	913	1,146	1,298	1,530
应收账款	2,140	2,117	2,171	2,530	3,011
应收票据	10	13	16	17	22
存货	7,500	8,284	9,848	10,438	12,616
预付账款	469	633	576	641	631
合同资产	413	335	269	204	114
其他流动资产	452	343	478	422	543
<b>非流动资产</b>	<b>6,478</b>	<b>7,951</b>	<b>9,096</b>	<b>9,800</b>	<b>9,876</b>
长期投资	34	32	32	32	32
固定资产	4,728	5,873	7,330	8,031	8,167
无形资产	948	1,048	1,025	1,003	980
其他长期资产	768	998	709	734	697
<b>资产合计</b>	<b>19,576</b>	<b>20,589</b>	<b>23,600</b>	<b>25,350</b>	<b>28,341</b>
<b>流动负债</b>	<b>8,525</b>	<b>8,006</b>	<b>9,564</b>	<b>10,391</b>	<b>12,193</b>
短期借款	1,676	1,870	2,971	3,514	4,217
应付账款	805	733	476	741	690
其他流动负债	6,044	5,403	6,117	6,135	7,287
<b>非流动负债</b>	<b>3,781</b>	<b>4,324</b>	<b>4,641</b>	<b>4,135</b>	<b>3,573</b>
长期借款	1,665	2,225	2,533	2,032	1,468
其他长期负债	2,116	2,099	2,108	2,103	2,105
<b>负债合计</b>	<b>12,305</b>	<b>12,330</b>	<b>14,205</b>	<b>14,526</b>	<b>15,766</b>
股本	531	690	690	690	690
少数股东权益	0	0	0	0	1
归属母公司股东权益	7,271	8,260	9,395	10,824	12,574
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>19,576</b>	<b>20,589</b>	<b>23,600</b>	<b>25,350</b>	<b>28,341</b>

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	1,150	1,163	1,343	1,689	2,071
折旧摊销	347	424	557	645	699
营运资金变动	(1,543)	(1,659)	(1,074)	(661)	(1,558)
其他	(156)	694	435	280	384
<b>经营活动现金流</b>	<b>(202)</b>	<b>622</b>	<b>1,261</b>	<b>1,954</b>	<b>1,596</b>
资本支出	(1,661)	(1,872)	(1,800)	(1,300)	(800)
投资变动	6	9	0	0	0
其他	49	49	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,606)</b>	<b>(1,815)</b>	<b>(1,800)</b>	<b>(1,300)</b>	<b>(800)</b>
银行借款	905	754	1,410	42	138
股权融资	178	(150)	(207)	(261)	(319)
其他	(251)	32	(431)	(283)	(383)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>832</b>	<b>636</b>	<b>771</b>	<b>(501)</b>	<b>(564)</b>
<b>净现金流</b>	<b>(977)</b>	<b>(557)</b>	<b>232</b>	<b>152</b>	<b>232</b>

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
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	45.1	1.7	25.5	13.3	17.8
营业利润增长率(%)	47.3	(6.7)	20.8	25.3	21.0
归属于母公司净利润增长率(%)	43.9	1.1	15.5	25.8	22.6
息税前利润增长率(%)	38.1	4.8	24.1	33.8	22.0
息税折旧前利润增长率(%)	34.8	8.5	25.8	29.4	19.0
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	43.9	1.1	15.5	25.8	22.6
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	6.7	6.9	6.8	8.1	8.4
营业利润率(%)	7.7	7.1	6.8	7.6	7.8
毛利率(%)	12.6	12.0	12.6	13.7	13.9
归母净利润率(%)	5.9	5.9	5.4	6.0	6.2
ROE(%)	15.8	14.1	14.3	15.6	16.5
ROIC(%)	7.3	6.5	6.7	8.7	10.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
净负债权益比	0.4	0.6	0.6	0.5	0.5
流动比率	1.5	1.6	1.5	1.5	1.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.0	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	10.6	9.3	11.6	12.0	12.0
应付账款周转率	19.3	25.8	41.2	46.4	46.5
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
管理费用率(%)	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
研发费用率(%)	3.0	2.3	2.3	2.2	2.2
财务费用率(%)	0.8	1.1	1.2	1.2	1.1
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.7	1.7	1.9	2.4	3.0
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.3)	0.9	1.8	2.8	2.3
每股净资产(最新摊薄)	10.5	12.0	13.6	15.7	18.2
每股股息	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	12.0	15.5	13.4	10.6	8.7
P/B(最新摊薄)	1.9	2.2	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA	21.0	16.4	12.6	9.6	7.8
价格/现金流(倍)	(68.4)	28.9	14.2	9.2	11.3

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