

300715.SZ

增持

原评级：增持

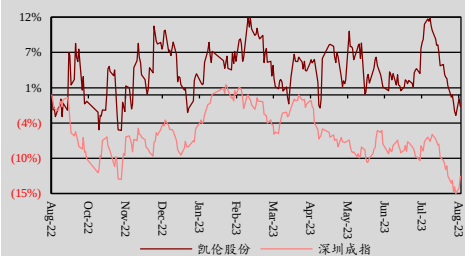
市场价格：人民币 13.48

板块评级：强于大市

本报告要点

■ 凯伦股份 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	(0.9)	(11.5)	(8.2)	(3.1)
相对深圳成指	5.1	(5.7)	(4.8)	9.9

发行股数 (百万)	384.91
流通股 (百万)	278.91
总市值 (人民币 百万)	5,188.58
3个月日均交易额 (人民币 百万)	28.08
主要股东	
凯伦控股投资有限公司	33.755

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2023 年 8 月 29 日收市价为标准

相关研究报告

《凯伦股份》20230501

《凯伦股份》20230206

《凯伦股份》20221028

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

凯伦股份

业绩大幅增长，盈利能力提升

公司发布 2023 年中报。上半年公司实现营收 13.07 亿元，同增 41.89%；归母净利 0.55 亿元，同增 156.54%；扣非归母净利 0.22 亿元，同减 34.26%；EPS0.15 元，同增 150.00%。公司聚焦高分子核心战略，持续推进渠道改革。维持公司**增持**评级。

支撑评级的要点

- **23Q2 业绩大幅增长**：23Q2 公司实现营收 8.00 亿元，同增 34.22%；归母净利 0.21 亿元，同增 61.11%。现金流方面，23H1 公司经营活动现金流量净额为-0.78 亿元，净流出规模较上年同期大幅收窄 76.39%；23Q2 公司经营现金流净额为-0.94 亿元，净流出规模较上年同期收窄 20.23%。上半年公司经营现金净流出规模同比收窄，主要系报告期内公司应收账款回收增加所致。
- **盈利能力增强，管理费用率降幅明显**。23H1 公司毛利率为 24.09%，同增 0.56pct；归母净利率为 4.22%，同增 1.88pct。23Q2 公司毛利率为 24.98%，同减 0.19pct；归母净利率 2.60%，同增 0.43pct。期间费用方面，上半年公司期间费用率为 19.16%，同减 1.61pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别变动 1.35/-5.12/0.23/1.93pct。上半年公司管理费用率降幅明显，主要系去年同期有股权激励股份支付事项，而今年无此事项所致。
- **沥青成本压力犹在，防水卷材毛利率小幅下滑**。分产品来看，上半年公司防水卷材营收占比 63.7%，防水涂料营收占比 24.3%，其中防水卷材毛利率为 26.50%，同减 1.55pct；防水涂料毛利率 31.85%，同增 12.38pct。上半年石油沥青平均价格为 3794 元/吨，较去年上半年 4400 元/吨左右的高位下滑了近 14%，但上半年沥青价格仍处于近五年以来的较高水平，导致公司仍有一定的成本压力。
- **聚焦高分子核心战略，持续推进渠道改革**。公司已投产及在建的生产基地能够辐射华东、华北、华中、西南、华南、西北绝大部分市场区域；公司设计产能一亿平方米的高分子产业园一期项目已进入生产阶段，有望进一步提升公司在高分子防水领域的领先地位。并且，公司继续大力发展经销商模式，通过渠道下沉，增加区域销售资源，大力拓展工业建筑、市政建筑、民用建筑广阔市场。

估值

- 公司上半年业绩表现较好，我们对应调整盈利预测。预计 2023-2025 年公司收入为 28.6、36.9、46.1 亿元；归母净利分别为 1.6、2.4、3.3 亿元；EPS 分别为 0.42、0.63、0.85 元。维持公司**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 原材料价格大幅上涨，需求扩容不及预期，应收账款周转困难。

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)	2,586	2,128	2,859	3,692	4,607
增长率(%)	28.8	(17.7)	34.4	29.1	24.8
EBITDA(人民币 百万)	124	(107)	356	551	746
归母净利润(人民币 百万)	72	(159)	161	242	327
增长率(%)	(74.2)	(321.1)	(201.0)	51.0	35.0
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.19	(0.41)	0.42	0.63	0.85
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.40	0.59	0.74
调整幅度(%)			5.0	6.8	14.9
市盈率(倍)	72.1	(32.6)	32.3	21.4	15.9
市净率(倍)	1.8	2.2	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA(倍)	62.5	(65.6)	23.4	15.7	13.9
每股股息(人民币)	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
股息率(%)	3.2	0.0	0.0	0.0	0.0

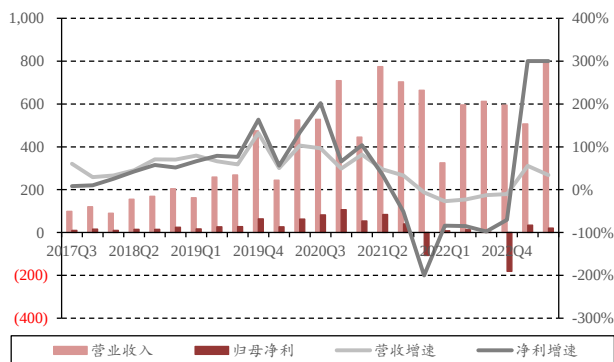
资料来源：公司公告，中银证券预测

一、盈利能力小幅提升，现金流持续好转

事件：8月28日，公司发布2023年中期业绩报告。上半年公司实现营收13.07亿元，同增41.89%；归母净利0.55亿元，同增156.54%；扣非归母净利0.22亿元，同减34.26%；EPS0.15元，同增150.00%。23Q2公司实现营收8.00亿元，同增34.22%；归母净利0.21亿元，同增61.11%。上半年公司营收及归母净利同比均有较大幅度增长。现金流方面，23H1公司经营活动现金流量净额为-0.78亿元，净流出规模较上年同期大幅收窄76.39%；23Q2公司经营现金流净额为-0.94亿元，净流出规模较上年同期收窄20.23%。上半年公司经营现金净流出规模同比收窄，主要系报告期内公司应收账款回收增加所致。

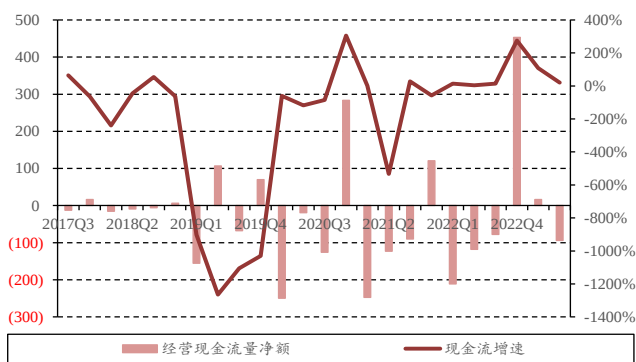
盈利能力增强，管理费用率降幅明显。盈利能力方面，上半年公司毛利率为24.09%，同增0.56pct；归母净利率为4.22%，同增1.88pct。23Q2公司毛利率为24.98%，同减0.19pct；归母净利率2.60%，同增0.43pct。期间费用方面，上半年公司期间费用率为19.16%，同减1.61pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别变动1.35/-5.12/0.23/1.93pct；2023Q2公司期间费用率为18.64%，同减2.16pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别变动1.40/-5.20/0.28/1.37pct。上半年公司管理费用率降幅明显，主要系去年同期有股权激励股份支付事项，而今年无此事项所致。

图表 1. 2023Q2 公司营收及归母净利同比均大幅增长（单位：百万）



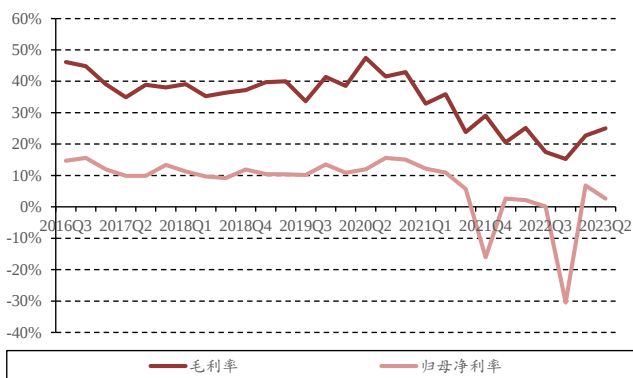
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 2023Q2 公司经营现金流净流出规模同比收窄（单位：百万）



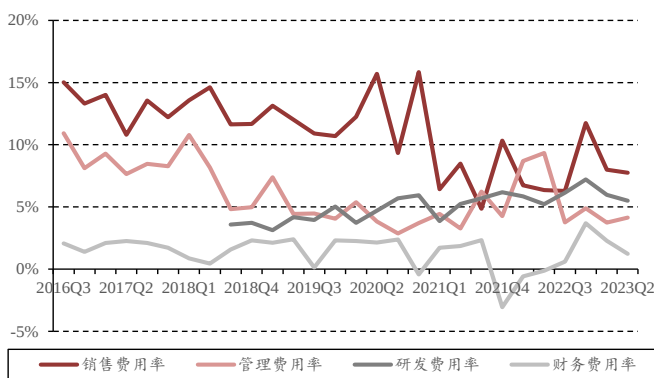
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 2023Q2 公司毛利率同减，归母净利率同增



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 2023Q2 公司期间费用率同比下降

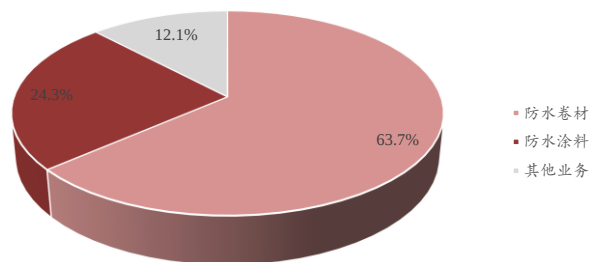


资料来源：公司公告，中银证券

二、沥青成本压力犹在，防水卷材毛利率小幅下滑

分产品来看，上半年公司防水卷材营收占比63.7%，防水涂料营收占比24.3%，其中防水卷材毛利率为26.50%，同减1.55pct；防水涂料毛利率31.85%，同增12.38pct。上半年石油沥青平均价格为3794元/吨，较去年上半年4400元/吨左右的高位下滑了近14%，但上半年沥青价格仍处于近五年以来的较高水平，导致公司仍有一定的成本压力。

图表 5. 2023H1 防水卷材营收占比超 60%
(单位: 元/吨)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 2023H1 石油沥青价格仍处于较高水平, 公司成本压力仍在 (单位: 元/吨)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 7. 2023H1 公司防水卷材毛利率同比下滑, 防水涂料毛利率同比大幅提升

	2023H1	2022H1	毛利率同比变动
防水卷材	26.50%	28.05%	-1.55pct
防水涂料	31.85%	19.47%	12.38pct
其他业务	-4.22%	1.24%	-5.46pct

资料来源: 公司公告, 中银证券

三、聚焦高分子核心战略, 持续推进渠道改革

公司聚焦高分子防水核心战略, 高分子防水材料保持较快发展势头。公司在江苏苏州、河北唐山、湖北黄冈、四川南充生产四个基地已陆续投产, 在广西贵港、江苏宿迁的生产基地也在陆续建设中, 生产基地能够辐射华东、华北、华中、西南、华南、西北绝大部分的市场区域。公司在苏州投资 15 亿元、设计产能一亿平米的高分子产业园一期项目已进入生产阶段, 有望进一步提升公司在高分子防水领域的领先地位。

渠道方面, 公司继续大力发展经销商模式, 通过渠道下沉, 增加区域销售资源, 大力拓展工业建筑、市政建筑、民用建筑广阔市场。公司将更好地赋能经销商, 使销售渠道更加均衡, 客户更加多元化。此外, 公司外贸业务继续保持了稳健发展势头, 产品已出口 60 多个国家和地区, 出口产品类别也呈现多元化趋势。

四、风险提示

原材料价格大幅上涨, 需求扩容不及预期, 应收账款周转困难

图表 8. 2023H1 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022H1	2023H1	同比增长(%)
营业收入	921.07	1,306.88	41.89
营业税及附加	7.01	6.18	(11.83)
净营业收入	914.06	1,300.70	42.30
营业成本	704.32	992.09	40.86
销售费用	59.83	102.62	71.52
管理费用	134.10	126.43	(5.72)
财务费用	(2.65)	21.42	909.64
资产减值损失	1.00	9.00	800.00
营业利润	31.89	56.64	77.59
营业外收入	0.35	0.13	(61.57)
营业外支出	1.58	0.01	(99.36)
利润总额	30.66	56.76	85.13
所得税	10.05	(1.75)	(117.40)
少数股东损益	(0.91)	3.31	465.49
归属母公司股东净利润	21.52	55.20	156.54
扣除非经常性损益的净利润	32.76	21.54	(34.26)
每股收益(元)	0.06	0.15	150.00
毛利率(%)	23.53	24.09	增加 0.55 个百分点
净利率(%)	2.24	4.48	增加 2.24 个百分点
销售费用率(%)	6.50	7.85	增加 1.35 个百分点
管理费用率(%)	9.11	3.99	减少 5.12 个百分点
研发费用率(%)	5.45	5.68	增加 0.23 个百分点
财务费用率(%)	(0.29)	1.64	增加 1.93 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 9. 2023Q2 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022Q2	2023Q2	同比增长(%)
营业收入	595.47	799.84	34.32
营业税及附加	3.14	4.05	28.88
净营业收入	592.33	795.80	34.35
营业成本	445.60	600.05	34.66
销售费用	37.86	62.05	63.90
管理费用	86.75	77.16	(11.05)
财务费用	(0.76)	9.90	1,395.29
资产减值损失	1.00	5.00	400.00
营业利润	20.26	17.76	(12.32)
营业外收入	0.06	0.07	20.95
营业外支出	(0.00)	0.01	2,282.91
利润总额	20.31	17.82	(12.27)
所得税	7.54	(5.93)	(178.65)
少数股东损益	(0.16)	2.92	1,926.11
归属母公司股东净利润	12.93	20.83	61.11
扣除非经常性损益的净利润	30.85	18.98	(38.49)
每股收益(元)	0.03	0.05	66.67
毛利率(%)	25.17	24.98	减少 0.19 个百分点
净利率(%)	2.14	2.97	增加 0.83 个百分点
销售费用率(%)	6.36	7.76	增加 1.40 个百分点
管理费用率(%)	9.34	4.14	减少 5.20 个百分点
研发费用率(%)	5.22	5.50	增加 0.28 个百分点
财务费用率(%)	(0.13)	1.24	增加 1.37 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	2,586	2,128	2,859	3,692	4,607
营业收入	2,586	2,128	2,859	3,692	4,607
营业成本	1,801	1,713	2,103	2,666	3,291
营业税金及附加	12	14	17	18	23
销售费用	197	168	217	270	336
管理费用	117	136	114	148	184
研发费用	139	131	143	185	230
财务费用	18	23	63	117	157
其他收益	36	28	24	30	27
资产减值损失	(4)	(30)	(2)	(2)	(2)
信用减值损失	(252)	(127)	(40)	(40)	(40)
资产处置收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(4)	(0)	(2)	(2)	(1)
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	78	(186)	182	274	370
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	3	2	2	3
利润总额	76	(189)	180	272	367
所得税	5	(28)	18	27	37
净利润	71	(161)	162	245	330
少数股东损益	(1)	(2)	2	2	3
归母净利润	72	(159)	161	242	327
EBITDA	124	(107)	356	551	746
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.19	(0.41)	0.42	0.63	0.85

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	4,328	4,239	5,365	5,742	8,095
现金及等价物	1,532	1,620	858	1,108	1,382
应收账款	1,681	1,698	2,842	3,021	4,295
应收票据	338	253	541	484	795
存货	229	143	313	265	449
预付账款	70	69	101	114	151
合同资产	87	107	131	171	202
其他流动资产	393	350	578	579	821
非流动资产	1,300	1,903	2,062	2,431	2,776
长期投资	12	26	26	26	26
固定资产	834	1,014	1,275	1,535	1,816
无形资产	154	149	171	189	205
其他长期资产	300	714	589	681	729
资产合计	5,628	6,142	7,426	8,173	10,870
流动负债	2,142	2,652	3,643	4,019	5,849
短期借款	696	1,182	1,486	1,770	2,743
应付账款	494	645	753	1,020	1,168
其他流动负债	953	824	1,404	1,229	1,938
非流动负债	669	1,123	1,253	1,380	1,916
长期借款	604	1,063	1,191	1,318	1,854
其他长期负债	64	60	63	61	62
负债合计	2,811	3,775	4,897	5,398	7,765
股本	390	385	385	385	385
少数股东权益	2	2	4	6	10
归属母公司股东权益	2,815	2,365	2,525	2,768	3,095
负债和股东权益合计	5,628	6,142	7,426	8,173	10,870

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	71	(161)	162	245	330
折旧摊销	60	84	133	188	245
营运资金变动	(721)	100	(1,150)	(60)	(1,209)
其他	250	23	170	66	185
经营活动现金流	(339)	46	(685)	438	(449)
资本支出	(347)	(605)	(396)	(506)	(616)
投资变动	(12)	(14)	0	0	0
其他	(1,053)	(26)	(2)	(2)	(1)
投资活动现金流	(1,412)	(645)	(397)	(508)	(617)
银行借款	402	946	432	411	1,509
股权融资	1,174	(352)	0	0	0
其他	54	78	(113)	(92)	(169)
筹资活动现金流	1,630	672	319	319	1,340
净现金流	(122)	73	(763)	250	274

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(%)	28.8	(17.7)	34.4	29.1	24.8
营业利润增长率(%)	(75.5)	(339.1)	(198.0)	50.3	34.7
归属于母公司净利润增长率(%)	(74.2)	(321.1)	(201.0)	51.0	35.0
息税前利润增长(%)	(80.9)	(398.7)	(216.4)	63.5	37.6
息税折旧前利润增长(%)	(66.3)	(186.5)	(432.6)	55.0	35.2
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	(74.2)	(321.1)	(201.0)	51.0	35.0
获利能力					
息税前利润率(%)	2.5	(9.0)	7.8	9.8	10.9
营业利润率(%)	3.0	(8.8)	6.4	7.4	8.0
毛利率(%)	30.3	19.5	26.5	27.8	28.6
归母净利润率(%)	2.8	(7.5)	5.6	6.6	7.1
ROE(%)	2.6	(6.7)	6.4	8.8	10.6
ROIC(%)	1.8	(3.9)	3.5	5.3	5.4
偿债能力					
资产负债率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
净负债权益比	(0.1)	0.3	0.8	0.8	1.1
流动比率	2.0	1.6	1.5	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	2.0	1.3	1.3	1.3	1.3
应付账款周转率	4.9	3.7	4.1	4.2	4.2
费用率					
销售费用率(%)	7.6	7.9	7.6	7.3	7.3
管理费用率(%)	4.5	6.4	4.0	4.0	4.0
研发费用率(%)	5.4	6.1	5.0	5.0	5.0
财务费用率(%)	0.7	1.1	2.2	3.2	3.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.2	(0.4)	0.4	0.6	0.9
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.9)	0.1	(1.8)	1.1	(1.2)
每股净资产(最新摊薄)	7.3	6.1	6.6	7.2	8.0
每股股息	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	72.1	(32.6)	32.3	21.4	15.9
P/B(最新摊薄)	1.8	2.2	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	62.5	(65.6)	23.4	15.7	13.9
价格/现金流(倍)	(15.3)	111.9	(7.6)	11.8	(11.6)

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