

002398.SZ

增持

原评级：买入

市场价格：人民币 5.41

板块评级：强于大市

本报告要点

■ 垒知集团 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	(7.2)	(7.7)	(8.6)	(14.8)
相对深圳成指	(1.5)	(2.1)	(5.1)	(2.4)

发行股数 (百万)	716.45
流通股 (百万)	581.72
总市值 (人民币 百万)	3,875.98
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	47.02
主要股东	
蔡永太	16.25

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2023 年 8 月 30 日收市价为标准

相关研究报告

《垒知集团》20230430

《垒知集团》20230329

《垒知集团》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

垒知集团

业绩小幅下滑，外加剂业务盈利能力增强

公司发布 2023 年中报，2023H1 实现收入 18.15 亿元，同减 9.50%；归母净利润 1.25 亿元，同减 7.93%；扣非归母净利润 1.15 亿元，同减 7.36%；EPS0.18 元，同减 5.26%。23H1 外加剂业务盈利能力增强，市占率不断提升，维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- 23H1 公司营收净利均下滑，经营现金流有所下降。2023Q2 公司营收 10.35 亿元，同减 7.85%；归母净利润 0.77 亿元，同减 4.12%。现金流方面，23H1 公司经营现金流净额 0.62 亿元，同减 56.97%；2023Q2 公司经营现金流净额为 1.31 亿元，同减 10.77%。上半年公司经营现金流净额有所下降，主要系报告期内销售回款减少所致。
- 盈利能力小幅提升，期间费用率同比提升。2023H1 公司毛利率为 20.69%，同增 0.49pct；归母净利率为 6.88%，同增 0.12pct。23Q2 公司毛利率为 21.09%，同增 0.74pct；归母净利率为 7.42%，同增 0.29pct。2023H1 公司期间费用率为 13.48%，同增 1.51pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别变动 0.70/0.36/0.43/0.03pct。2023Q2 公司期间费用率为 12.69%，同增 1.40pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别变动 0.77/0.28/0.43/-0.08pct。
- 检测业务开拓顺利，外加剂业务盈利能力明显提升。2023H1 健研检测集团交通工程检测业务全国市场开拓顺利，电子电气检测中心检测资质持续扩项。上半年公司主要外加剂原材料环氧乙烷价格总体呈现持续下降趋势，公司成本压力持续减轻；公司外加剂新材料业务毛利率也实现同比增长，较 2022H1 增长 4.49pct 至 24.70%。
- 外加剂及检测业务优势显著，公司未来发展可期。截至 2023 年 6 月末，公司国内合成总产能截至本报告期末已达 138.9 万吨，科之杰新材料集团在福建、贵州、重庆、海南、陕西、上海的市场占有率均排名第一，其中，福建、海南在当地市场占有率均已超过 30%。检测业务领域，健研检测集团有限公司拥有多领域、全方位的检测与认证实力，具备高资质、高效率的技术服务平台，是国内较早实现“跨区域、跨领域”发展的检测与认证机构，发展优势显著。

估值

- 上半年公司业绩小幅下滑，我们对调整盈利预测。预计 2023-2025 年公司收入为 42.9、47.5、53.5 亿元；归母净利润分别为 3.1、3.8、4.4 亿元；EPS 分别为 0.43、0.52、0.62 元。维持公司买入评级。

评级面临的主要风险

- 产能投放不及预期，原材料价格上涨，需求不及预期。

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)	4,918	3,947	4,292	4,751	5,353
增长率(%)	27.0	(19.7)	8.7	10.7	12.7
EBITDA(人民币 百万)	333	289	420	526	619
归母净利润(人民币 百万)	272	211	306	375	443
增长率(%)	(27.0)	(22.5)	45.1	22.5	18.2
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.38	0.29	0.43	0.52	0.62
原先预测摊薄每股收益(人民币)		0.49	0.56	0.65	0.65
调整幅度(%)		(12.2)	(7.1)	(4.6)	
市盈率(倍)	14.3	18.4	12.7	10.3	8.8
市净率(倍)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA(倍)	12.9	13.2	6.5	6.7	3.9
每股股息(人民币)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
股息率(%)	1.1	1.4	2.1	2.6	3.1

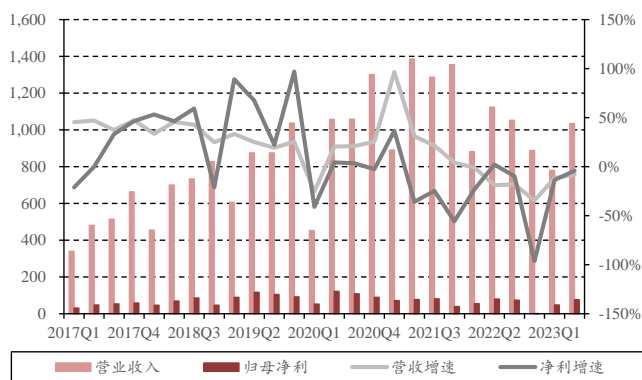
资料来源：公司公告，中银证券预测

一、营收净利均有下滑，盈利能力小幅提升

事件: 8月28日, 垒知集团发布 2023 年中期报告。上半年公司实现营业收入 18.15 亿元, 同减 9.50%; 归母净利 1.25 亿元, 同减 7.93%; 扣非归母净利 1.15 亿元, 同减 7.36%; EPS0.18 元, 同减 5.26%。其中 2023Q2 公司实现营收 10.35 亿元, 同减 7.85%; 归母净利 0.77 亿元, 同减 4.12%。上半年公司营收及归母净利均有小幅下降。现金流方面, 上半年公司经营现金流净额为 0.62 亿元, 同减 56.97%; 2023Q2 公司经营现金流净额为 1.31 亿元, 同减 10.77%。上半年公司经营现金流净额有所下降, 主要系报告期内销售回款减少所致。

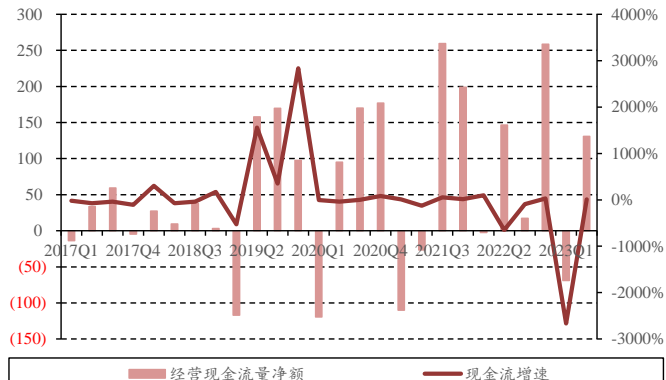
盈利能力小幅提升, 期间费用率同比提升。 盈利能力方面, 2023H1 公司毛利率为 20.69%, 同增 0.49pct; 归母净利率为 6.88%, 同增 0.12pct。23Q2 公司毛利率为 21.09%, 同增 0.74pct; 归母净利率为 7.42%, 同增 0.29pct。上半年公司盈利能力小幅提升。期间费用方面, 2023H1 公司期间费用率为 13.48%, 同增 1.51pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别变动 0.70/0.36/0.43/0.03pct。2023Q2 公司期间费用率为 12.69%, 同增 1.40pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别变动 0.77/0.28/0.43/-0.08pct。上半年公司期间费用率同比有所增加。

图表 1. 2023Q2 公司营收净利均有下滑 (单位: 百万)



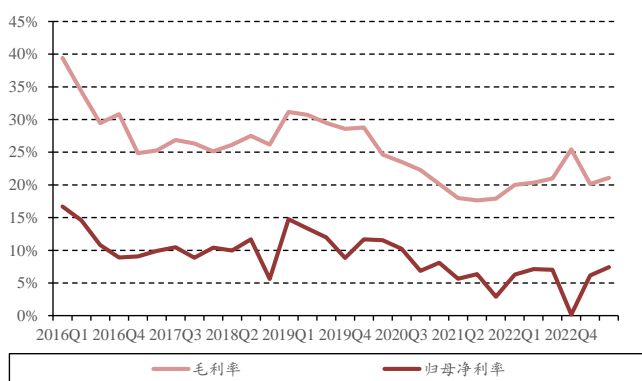
资料来源: Wind, 中银证券

图表 2. 2023Q2 公司经营现金流净额小幅减少 (单位: 百万)



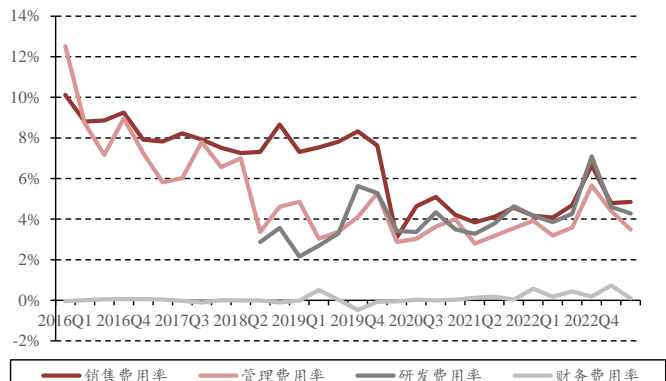
资料来源: Wind, 中银证券

图表 3. 2023Q2 公司毛利率及归母净利率同比小幅提升



资料来源: Wind, 中银证券

图表 4. 2023Q2 公司期间费用率同比增加

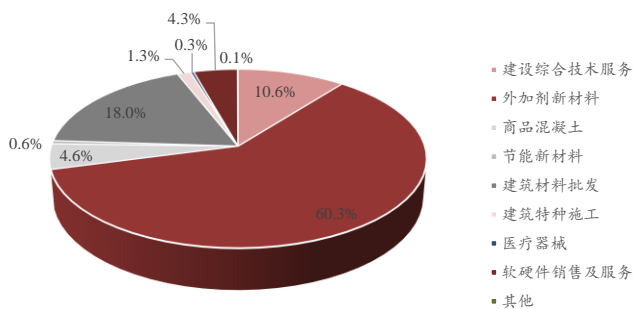


资料来源: Wind, 中银证券

二、23H1 外加剂业务盈利能力明显提升

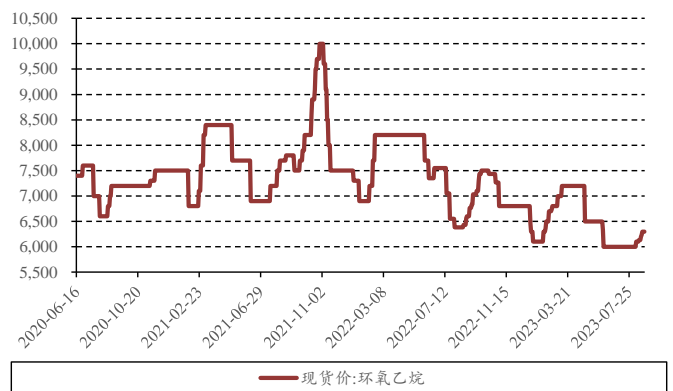
检测业务开拓顺利，外加剂业务盈利能力明显提升。2023 年上半年，建设综合技术服务和外加剂新材料仍为公司最主要业务，营收占比分别为 10.6%、60.3%。2023H1 健研检测集团交通工程检测业务全国市场开拓顺利，电子电气检测中心检测资质持续扩项，检测品类已从通信电子、汽车电子领域，拓展至工业及新能源汽车电子、医疗电子、军工电子、光储一体化产品等领域。上半年公司主要外加剂原材料环氧乙烷价格总体呈现持续下降趋势，公司成本压力持续减轻；成本压力下降或导致公司外加剂新材料销售单价下调，进而导致公司外加剂业务收入小幅下滑。2023H1 公司下属子集团科之杰集团外加剂新材料业务实现营业收入 10.96 亿元，同比下降 7.16%；净利润 0.96 亿元，同增 36.16%，净利润增长较为明显。上半年公司外加剂新材料业务毛利率也实现同比增长，较 2022H1 增长 4.49pct 至 24.70%。

图表 5. 2023H1 外加剂新材料和建设综合技术服务为公司主要业务，合计占比超 70%



资料来源：Wind，中银证券

图表 6. 2023Q2 环氧乙烷价格持续下降，公司成本压力减轻（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中银证券

图表 7. 公司主要业务毛利率水平变动情况

	2023H1 (%)	2022H1 (%)	毛利率同比变动(pct)
建设综合技术服务	34.44	38.75	(4.31)
外加剂新材料	24.70	20.21	4.49
建筑材料批发	3.06	4.38	(1.32)

资料来源：公司公告，中银证券

三、外加剂及检测业务优势显著，公司未来发展可期

外加剂业务市占率不断提升，检测业务品类持续拓展。外加剂业务领域，公司在嘉善、重庆、四川、云南、安徽等新增产能释放的推动下，加大区域拓展力度，进一步提升市场占有率。截至 2023 年 6 月末，公司国内合成总产能截至本报告期末已达 138.9 万吨，可提供 100 余种混凝土外加剂及相关产品。科之杰新材料集团在福建、贵州、重庆、海南、陕西、上海的市场占有率均排名第一，其中，福建、海南在当地市场占有率均已超过 30%。检测业务领域，健研检测集团有限公司拥有多领域、全方位的检测与认证实力，具备高资质、高效率的技术服务平台，是国内较早实现“跨区域、跨领域”发展的检测与认证机构，服务范围涵盖建设工程、交通工程、电子电气、新能源汽车电子、生态环境及消防安全等领域；此外，凭借多年从事绿色建筑、建筑节能及新能源解决方案的科技研发及成果转化，垒知光合已拥有在建筑节能及新能源应用领域的技术研发及应用实力。

四、风险提示

产能投放不及预期，原材料价格上涨，需求不及预期

图表 8. 2023H1 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022H1	2023H1	同比增长(%)
营业收入	2,005.97	1,815.42	(9.50)
营业税及附加	9.51	9.96	4.78
净营业收入	1,996.46	1,805.45	(9.57)
营业成本	1,600.76	1,439.79	(10.06)
销售费用	82.56	87.45	5.93
管理费用	150.63	150.58	(0.04)
财务费用	6.91	6.63	(4.13)
资产减值损失	1.00	9.00	800.00
营业利润	155.92	133.48	(14.39)
营业外收入	0.17	1.01	497.96
营业外支出	0.68	0.19	(72.07)
利润总额	155.41	134.30	(13.58)
所得税	19.56	12.91	(33.99)
少数股东损益	0.27	(3.45)	(1,394.95)
归属母公司股东净利润	135.58	124.83	(7.93)
扣除非经常性损益的净利润	124.65	115.47	(7.36)
每股收益(元)	0.19	0.18	(5.26)
扣非后每股收益(元)	0.18	0.17	(5.56)
毛利率(%)	20.20	20.69	增加 0.49 个百分点
净利率(%)	6.77	6.69	减少 0.09 个百分点
销售费用率(%)	4.12	4.82	增加 0.70 个百分点
管理费用率(%)	3.52	3.88	增加 0.36 个百分点
研发费用率(%)	3.99	4.42	增加 0.43 个百分点
财务费用率(%)	0.34	0.37	增加 0.03 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	1,123.34	1,035.10	(7.85)
营业税及附加	4.89	5.30	8.49
净营业收入	1,118.45	1,029.80	(7.93)
营业成本	894.70	816.80	(8.71)
销售费用	45.74	50.11	9.55
管理费用	79.25	80.32	1.34
财务费用	1.88	0.94	(50.09)
资产减值损失	1.00	5.00	400.00
营业利润	89.62	75.36	(15.92)
营业外收入	0.14	0.12	(10.33)
营业外支出	0.26	0.11	(55.90)
利润总额	89.50	75.37	(15.79)
所得税	9.66	(0.02)	(100.20)
少数股东损益	(0.28)	(1.44)	(407.45)
归属母公司股东净利润	80.12	76.82	(4.12)
扣除非经常性损益的净利润	73.61	73.11	(0.68)
每股收益(元)	0.11	0.11	0.00
扣非后每股收益(元)	0.11	0.11	0.00
毛利率(%)	20.35	21.09	增加 0.74 个百分点
净利率(%)	7.11	7.28	增加 0.18 个百分点
销售费用率(%)	4.07	4.84	增加 0.77 个百分点
管理费用率(%)	3.20	3.48	增加 0.28 个百分点
研发费用率(%)	3.85	4.28	增加 0.43 个百分点
财务费用率(%)	0.17	0.09	减少 0.08 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	4,918	3,947	4,292	4,751	5,353
营业收入	4,918	3,947	4,292	4,751	5,353
营业成本	4,019	3,095	3,313	3,630	4,066
营业税金及附加	20	21	24	26	29
销售费用	205	191	223	238	268
管理费用	163	159	193	209	236
研发费用	188	188	206	228	257
财务费用	5	13	3	11	8
其他收益	29	27	28	28	28
资产减值损失	(7)	(51)	(10)	(10)	(10)
信用减值损失	(64)	(54)	(25)	(28)	(32)
资产处置收益	2	3	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	23	27	24	25	25
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	299	233	349	426	503
营业外收入	5	1	1	1	1
营业外支出	2	4	4	4	4
利润总额	301	229	345	423	499
所得税	27	21	35	42	50
净利润	275	207	311	380	449
少数股东损益	3	(4)	5	6	7
归母净利润	272	211	306	375	443
EBITDA	333	289	420	526	619
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.38	0.29	0.43	0.52	0.62

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	4,903	4,744	4,755	5,608	6,329
现金及等价物	577	350	790	380	1,237
应收账款	3,142	3,149	2,573	3,761	3,376
应收票据	430	249	610	287	714
存货	170	129	158	160	207
预付账款	41	22	28	31	39
合同资产	3	1	7	1	7
其他流动资产	541	843	587	987	748
非流动资产	1,610	1,655	1,688	1,712	1,726
长期投资	296	245	245	245	245
固定资产	515	645	711	742	753
无形资产	167	268	306	339	367
其他长期资产	631	497	426	385	360
资产合计	6,513	6,399	6,443	7,320	8,055
流动负债	2,952	2,242	2,270	2,768	3,231
短期借款	226	5	20	166	20
应付账款	1,233	1,602	425	1,793	1,106
其他流动负债	1,493	635	1,825	809	2,104
非流动负债	70	473	262	363	306
长期借款	0	57	20	33	20
其他长期负债	70	417	242	329	286
负债合计	3,022	2,715	2,532	3,131	3,537
股本	720	717	716	716	716
少数股东权益	78	67	72	78	84
归属母公司股东权益	3,413	3,616	3,839	4,112	4,434
负债和股东权益合计	6,513	6,399	6,443	7,320	8,055

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	275	207	311	380	449
折旧摊销	83	100	122	143	163
营运资金变动	(315)	(286)	443	(912)	745
其他	279	399	(20)	(2)	(12)
经营活动现金流	322	420	855	(391)	1,346
资本支出	(109)	(216)	(164)	(177)	(187)
投资变动	176	(219)	0	0	0
其他	(8)	24	26	27	27
投资活动现金流	59	(412)	(138)	(150)	(160)
银行借款	223	(165)	(21)	159	(159)
股权融资	(526)	(224)	(83)	(102)	(120)
其他	36	322	(172)	74	(50)
筹资活动现金流	(268)	(66)	(276)	131	(330)
净现金流	113	(58)	440	(410)	857

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(%)	27.0	(19.7)	8.7	10.7	12.7
营业利润增长率(%)	(29.9)	(22.2)	50.0	22.2	18.0
归属于母公司净利润增长率(%)	(27.0)	(22.5)	45.1	22.5	18.2
息税前利润增长(%)	(33.3)	(24.4)	57.7	28.5	19.1
息税折旧前利润增长(%)	(24.6)	(13.2)	45.4	25.2	17.8
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	(27.0)	(22.5)	45.1	22.5	18.2
获利能力					
息税前利润率(%)	5.1	4.8	6.9	8.1	8.5
营业利润率(%)	6.1	5.9	8.1	9.0	9.4
毛利率(%)	18.3	21.6	22.8	23.6	24.0
归母净利润率(%)	5.5	5.3	7.1	7.9	8.3
ROE(%)	8.0	5.8	8.0	9.1	10.0
ROIC(%)	9.0	5.1	9.7	9.0	13.5
偿债能力					
资产负债率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
净负债权益比	(0.1)	0.0	(0.1)	0.0	(0.2)
流动比率	1.7	2.1	2.1	2.0	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	1.8	1.3	1.5	1.5	1.5
应付账款周转率	5.1	2.8	4.2	4.3	3.7
费用率					
销售费用率(%)	4.2	4.8	5.2	5.0	5.0
管理费用率(%)	3.3	4.0	4.5	4.4	4.4
研发费用率(%)	3.8	4.8	4.8	4.8	4.8
财务费用率(%)	0.1	0.3	0.1	0.2	0.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6
每股经营现金流(最新摊薄)	0.4	0.6	1.2	(0.5)	1.9
每股净资产(最新摊薄)	4.8	5.0	5.4	5.7	6.2
每股股息	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
估值比率					
P/E(最新摊薄)	14.3	18.4	12.7	10.3	8.8
P/B(最新摊薄)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	12.9	13.2	6.5	6.7	3.9
价格/现金流(倍)	12.1	9.2	4.5	(9.9)	2.9

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任何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