

002302.SZ

买入

原评级：买入

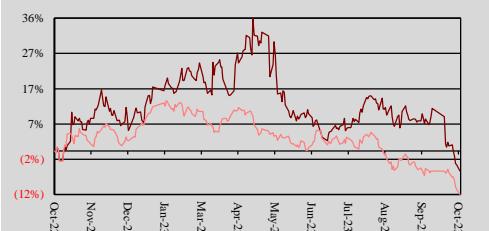
市场价格：人民币 6.38

板块评级：强于大市

本报告要点

- 西部建设 2023 年三季报点评

股价表现



	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(14.5)	(13.1)	(13.0)	(10.0)
相对深圳成指	0.7	(5.7)	(0.2)	3.7

发行股数 (百万)	1,262.35
流通股 (百万)	1,262.35
总市值 (人民币 百万)	8,053.82
3个月日均交易额 (人民币 百万)	74.86
主要股东	
中建新疆建工(集团)有限公司	31.43

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以2023年10月23日收市价为标准

相关研究报告

《西部建设》20230823

《西部建设》20230801

《西部建设》20230714

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：水泥

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

西部建设

盈利能力小幅提升，业务布局持续完善

公司发布 2023 年三季报，2023 1-3Q 公司实现营收 163.42 亿元，同减 10.4%；归母净利 3.55 亿元，同减 39.5%。公司业务布局持续完善，竞争力有望持续增强。维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- **业绩承压，现金流转好。**2023 1-3Q 公司营收 163.42 亿元，同减 10.40%；归母净利 3.55 亿元，同减 39.49%。2023Q3 公司营收 55.38 亿元，同减 13.21%；归母净利 1.90 亿元，同减 7.22%。现金流方面，2023 1-3Q 公司经营现金流净额-16.03 亿元，净流出规模同减 33.2%。其中三季度公司经营现金流净额-0.81 亿元，净流出规模同减 84.4%。三季度公司现金流表现明显转好。
- **盈利能力小幅提升，期间费用率同比增加。**2023 1-3Q 公司综合毛利率为 10.31%，同减 0.75pct；归母净利率 2.17%，同减 1.01pct。其中三季度公司综合毛利率为 11.85%，同增 0.15pct；归母净利率 3.44%，同增 0.30pct。三季度公司盈利能力同比实现小幅增长。期间费用率方面，2023 1-3Q 公司期间费用率为 6.25%，同增 0.97pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别增加 0.18/0.26/0.14/0.39pct。
- **2023 1-3Q 公司商混销售单价同比下滑，或主要系需求不振。**2023 1-3Q 公司商混签约方量 9629.97 万方，同增 0.24%；商混销售方量合计 4120.25 万方，同减 0.06%。2023Q3 公司商混签约方量和销售方量分别为 3705.94 万方、1485.10 万方，同比分别变动 17.94%、-0.45%。我们测算 2023 年一至三季度公司商品混凝土销售单价约为 384.7 元/方，同减 43.6 元/方。三季度商混销售单价约为 361.7 元/方，同减 52.4 元/方。我们认为主要原因是今年一至三季度地产开工数据低迷、基建实物工作量落地不及预期导致商混需求未明显恢复，销售单价难以上涨。
- **公司业务布局持续完善，竞争力有望增强。**2023 年 9 月 4 日，公司注册成立中建西建矿业有限公司，主营矿产资源（非媒矿山）开采、建筑用石加工等业务，有利于公司加快推进砂石产业规划落地，实现砂石业务专业化管理。2023 年 10 月 20 日，公司与中建科创、中建国际共同出资设立合资公司中国建筑碳中和研究院有限公司，有利于公司抢抓低碳领域发展机遇，推动实施“双碳”重大战略，加快完善业务布局，进一步提高公司的竞争力并适应市场需求。

估值

- 公司三季度业绩好于我们预期，我们对应调整公司盈利预测。预计 2023-2025 年公司收入为 225.5、248.7、275.7 亿元，归母净利润分别为 4.8、6.7、8.1 亿元；EPS 为 0.38、0.53、0.64 元。维持公司买入评级。

评级面临的主要风险

- 基建落地不及预期，业务扩张效果不及预期，战略合作效果不及预期。

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)	26,926	24,856	22,550	24,874	27,572
增长率(%)	15.0	(7.7)	(9.3)	10.3	10.8
EBITDA(人民币 百万)	1,845	1,742	1,589	1,921	2,194
归母净利润(人民币 百万)	845	551	477	668	808
增长率(%)	7.7	(34.8)	(13.3)	40.0	20.9
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.67	0.44	0.38	0.53	0.64
原先预测摊薄每股收益 (人民币)			0.28	0.47	0.65
调整幅度 (%)			35.7	12.8	(1.5)
市盈率(倍)	9.7	14.9	17.2	12.3	10.1
市净率(倍)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA(倍)	4.2	6.1	4.0	4.2	2.3
每股股息(人民币)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
股息率(%)	1.2	1.3	1.3	1.8	2.1

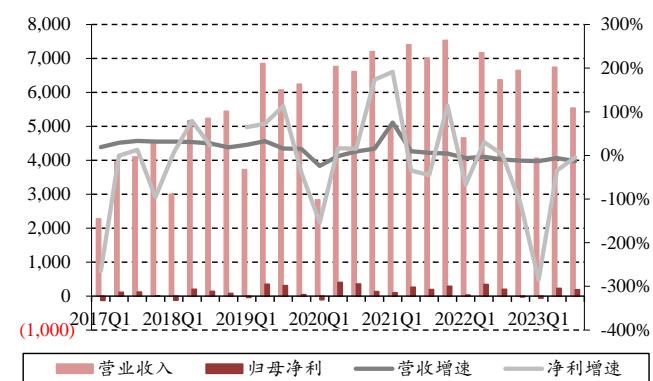
资料来源：公司公告，中银证券预测

一、三季度业绩承压，盈利能力小幅提升

事件：公司发布2023年三季报。2023年一至三季度，公司实现营业收入163.42亿元，同减10.40%；归母净利3.55亿元，同减39.49%。其中三季度公司实现营业收入55.38亿元，同减13.21%；归母净利1.90亿元，同减7.22%。三季度公司业绩同比持续下滑。现金流方面，2023年一至三季度公司经营活动现金流量净额合计流出16.03亿元，净流出规模较上年同期缩减33.2%。其中三季度公司经营活动现金流量净额为-0.81亿元，净流出规模较上年同期大幅缩减84.4%。三季度公司现金流表现明显转好。

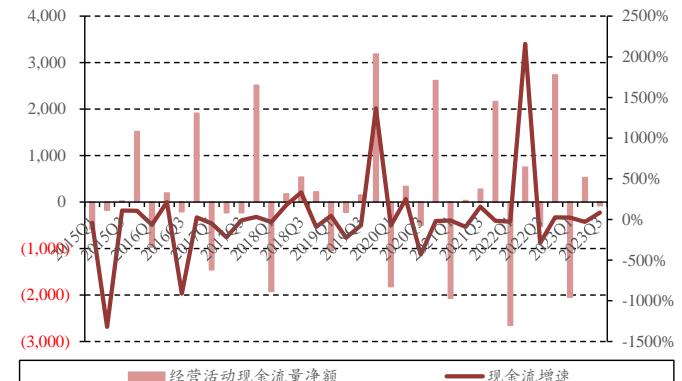
盈利能力小幅提升，期间费用率同比增加。2023年一至三季度公司综合毛利率为10.31%，同减0.75pct；归母净利率2.17%，同减1.01pct。其中三季度公司综合毛利率为11.85%，同增0.15pct；归母净利率3.44%，同增0.30pct。三季度公司盈利能力同比实现小幅增长。期间费用率方面，2023年一至三季度公司期间费用率为6.25%，同增0.97pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别增加0.18/0.26/0.14/0.39pct。2023Q3公司期间费用率为6.64%，同增0.80pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别增加0.02/0.20/0.30/0.28pct。三季度公司期间费用率较上年同期有小幅增长。

图表1. 2023Q3公司营收及归母净利均下滑
(单位：百万)



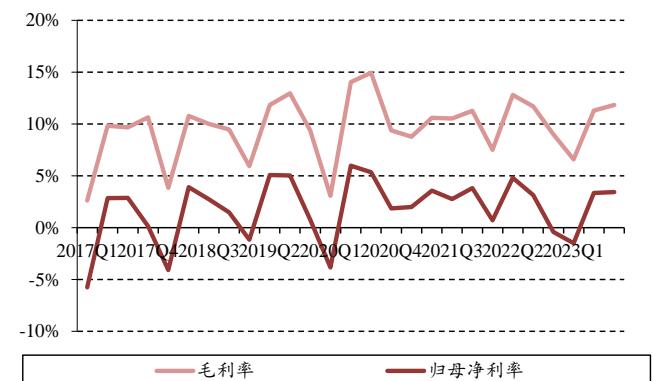
资料来源：公司财报，中银证券

图表2. 2023Q3经营现金流净流出规模同比大幅缩减
(单位：百万)



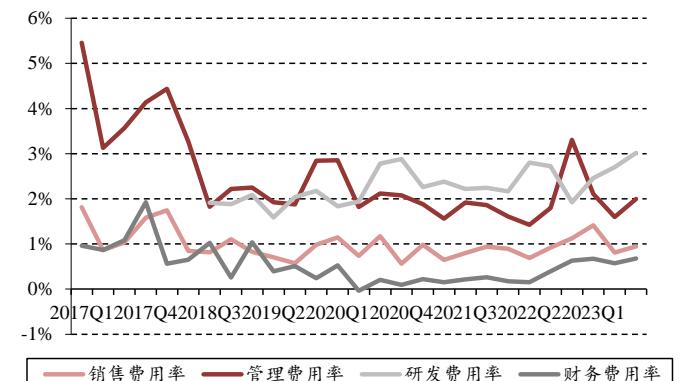
资料来源：公司财报，中银证券

图表3. 2023Q3公司毛利率及归母净利率均同比提升



资料来源：公司财报，中银证券

图表4. 2023Q3公司期间费用率同比增加

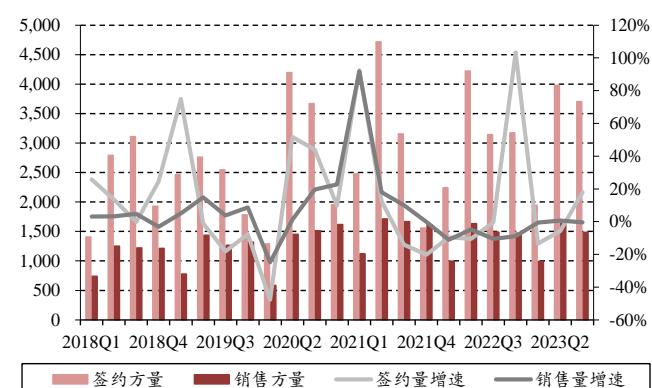


资料来源：公司财报，中银证券

二、需求不振致单价下滑，公司在手订单较为充足

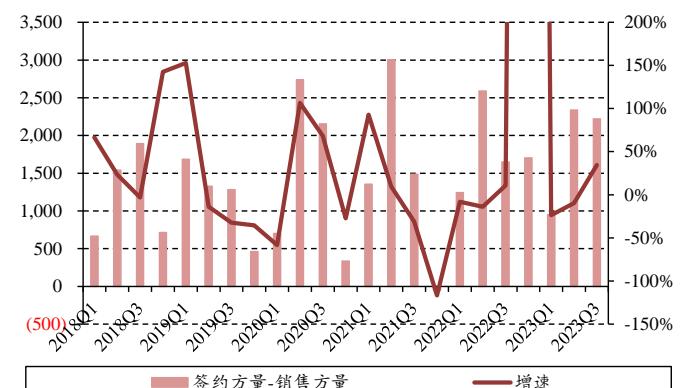
2023 1-3Q 公司商砼销售单价同比下滑，或主要系需求不振。2023 年一至三季度公司商品混凝土签约方量合计 9629.97 万方，同增 0.24%；商砼签约方量合计 4120.25 万方，同减 0.06%。公司商砼签约方量及销售方量同比维持相对稳定。其中三季度公司商品混凝土签约方量和销售方量分别为 3705.94 万方、1485.10 万方，同比分别变动 17.94%、-0.45%。三季度公司商砼签约方量明显提升但销售方量相对稳定。我们测算 2023 年一至三季度公司商品混凝土销售单价约为 384.7 元/方，同减 43.6 元/方。其中三季度商砼销售单价约为 361.7 元/方，同减 52.4 元/方。我们认为主要原因是今年一至三季度地产开工数据低迷、基建实物工作量落地不及预期导致商砼需求未明显恢复，销售单价难以上涨。但公司在手订单仍较为充足，若下游需求提振有望快速转化为业绩。

图表 5. 2023Q3 公司商砼签约方量明显提升，销售方量持平（单位：万方）



资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 公司商砼“签约方量-销售方量”差额情况（单位：万方）



资料来源：公司公告，中银证券

三、公司业务布局持续完善，竞争力有望增强

公司对外投资成立砂石公司，参股碳中和研究院，业务布局持续完善，竞争力有望增强。2023 年 9 月 4 日，公司发布公告在成都市以自有资金 9000 万元注册成立中建西建矿业有限公司，主营矿产资源（非媒矿山）开采、建筑用石加工、建筑材料销售等业务。此次对外投资符合公司战略发展和实际经营需要，有利于公司加快推进砂石产业规划落地，实现砂石业务专业化管理，进一步提高公司竞争力。2023 年 10 月 20 日，公司发布公告与中建科创、中建国际共同出资设立合资公司中国建筑碳中和研究院有限公司，其中西部建设出资 5000 万元，持股 10%。此次对外投资有利于公司抢抓低碳领域发展机遇，推动实施“双碳”重大战略，加快完善业务布局，进一步提高公司的竞争力并适应市场需求。

四、风险提示

基建落地不及预期，业务扩张效果不及预期，战略合作效果不及预期

图表 7. 2023 1-3Q 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022 1-3Q	2023 1-3Q	同比增长(%)
营业收入	18,238.08	16,341.72	(10.40)
营业税及附加	111.71	105.92	(5.18)
净营业收入	18,092.47	16,235.80	(10.26)
营业成本	16,190.05	14,656.16	(9.47)
销售费用	149.56	164.20	9.78
管理费用	766.83	753.06	(1.80)
财务费用	44.23	103.47	133.94
资产减值损失	3.00	15.00	400.00
营业利润	838.92	501.27	(40.25)
营业外收入	29.79	19.61	(34.18)
营业外支出	8.42	8.56	1.65
利润总额	860.28	512.31	(40.45)
所得税	151.38	111.89	(26.08)
少数股东损益	130.76	45.11	(65.50)
归属母公司股东净利润	587.18	355.31	(39.49)
扣除非经常性损益的净利润	520.38	317.25	(39.04)
每股收益(元)	0.45	0.26	(41.15)
扣非后每股收益(元)	0.41	0.25	(39.02)
毛利率(%)	11.06	10.31	减少 0.75 个百分点
净利率(%)	3.89	2.45	减少 1.44 个百分点
销售费用率(%)	0.82	1.00	增加 0.18 个百分点
管理费用率(%)	1.60	1.86	增加 0.26 个百分点
研发费用率(%)	2.61	2.75	增加 0.14 个百分点
财务费用率(%)	0.24	0.63	增加 0.39 个百分点

资料来源：万得，中银证券

图表 8. 2023Q3 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022Q3	2023Q3	同比增长(%)
营业收入	6,380.64	5,537.66	(13.21)
营业税及附加	35.81	30.98	(13.48)
净营业收入	6,333.39	5,506.68	(13.05)
营业成本	5,623.94	4,881.67	(13.20)
销售费用	58.54	52.27	(10.72)
管理费用	287.88	277.73	(3.53)
财务费用	25.17	37.54	49.16
资产减值损失	2.00	6.00	200.00
营业利润	308.00	252.98	(17.87)
营业外收入	3.27	12.86	293.21
营业外支出	5.95	2.51	(57.77)
利润总额	305.32	263.32	(13.76)
所得税	54.46	50.50	(7.28)
少数股东损益	50.98	22.48	(55.92)
归属母公司股东净利润	205.16	190.35	(7.22)
扣除非经常性损益的净利润	193.98	172.21	(11.22)
每股收益(元)	0.16	0.15	(6.25)
扣非后每股收益(元)	0.15	0.14	(6.67)
毛利率(%)	11.70	11.85	增加 0.15 个百分点
净利率(%)	3.94	3.84	减少 0.10 个百分点
销售费用率(%)	0.92	0.94	增加 0.02 个百分点
管理费用率(%)	1.80	2.00	增加 0.20 个百分点
研发费用率(%)	2.72	3.02	增加 0.30 个百分点
财务费用率(%)	0.40	0.68	增加 0.28 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
营业收入	26,926	24,856	22,550	24,874	27,572
营业收入	26,926	24,856	22,550	24,874	27,572
营业成本	24,116	22,243	20,235	22,141	24,456
营业税金及附加	147	149	135	149	165
销售费用	223	225	248	298	331
管理费用	484	512	451	497	551
研发费用	614	603	620	684	758
财务费用	57	86	54	29	24
其他收益	24	27	27	26	27
资产减值损失	0	(1)	(5)	(5)	(5)
信用减值损失	(99)	(144)	(114)	(107)	(110)
资产处置收益	8	13	19	13	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(65)	(68)	(68)	(67)	(68)
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,153	865	664	936	1,144
营业外收入	45	38	35	40	38
营业外支出	11	17	14	14	15
利润总额	1,187	886	686	961	1,167
所得税	206	171	124	175	216
净利润	981	715	561	786	950
少数股东损益	136	165	84	118	143
归母净利润	845	551	477	668	808
EBITDA	1,845	1,742	1,589	1,921	2,194
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.67	0.44	0.38	0.53	0.64

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	25,738	28,292	21,737	32,755	28,415
现金及等价物	5,339	4,642	4,659	4,975	6,493
应收账款	17,906	21,343	14,988	25,087	19,334
应收票据	458	193	398	254	468
存货	358	377	292	440	369
预付账款	74	44	64	54	76
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,602	1,695	1,336	1,946	1,676
非流动资产	4,282	5,011	4,461	3,913	3,297
长期投资	390	403	403	403	403
固定资产	1,968	2,154	2,058	1,910	1,732
无形资产	476	514	524	530	532
其他长期资产	1,448	1,941	1,476	1,070	629
资产合计	30,020	33,304	26,198	36,669	31,712
流动负债	17,254	20,488	14,237	23,280	17,965
短期借款	82	856	100	684	100
应付账款	13,836	15,949	11,147	18,501	14,248
其他流动负债	3,337	3,682	2,989	4,095	3,617
非流动负债	1,307	2,385	1,072	1,859	1,443
长期借款	58	585	50	502	50
其他长期负债	1,249	1,800	1,022	1,357	1,393
负债合计	18,561	22,872	15,309	25,139	19,408
股本	1,262	1,262	1,262	1,262	1,262
少数股东权益	2,304	870	955	1,072	1,215
归属母公司股东权益	9,154	9,561	9,935	10,457	11,089
负债和股东权益合计	30,020	33,304	26,198	36,669	31,712

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	981	715	561	786	950
折旧摊销	602	762	848	928	1,000
营运资金变动	(836)	(910)	1,032	(2,174)	1,096
其他	(343)	(258)	184	71	69
经营活动现金流	404	309	2,625	(389)	3,116
资本支出	(204)	(192)	(357)	(367)	(377)
投资变动	(21)	(16)	(3)	(3)	(3)
其他	18	25	(48)	(55)	(53)
投资活动现金流	(207)	(183)	(408)	(425)	(433)
银行借款	(191)	1,301	(1,291)	1,036	(1,036)
股权融资	(581)	(2,720)	(104)	(145)	(176)
其他	802	610	(805)	239	47
筹资活动现金流	29	(809)	(2,200)	1,130	(1,165)
净现金流	226	(682)	17	316	1,518

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(%)	15.0	(7.7)	(9.3)	10.3	10.8
营业利润增长率(%)	1.1	(25.0)	(23.2)	40.9	22.2
归属于母公司净利润增长率(%)	7.7	(34.8)	(13.3)	40.0	20.9
息税前利润增长(%)	5.2	(21.2)	(24.3)	33.9	20.3
息税折旧前利润增长(%)	19.8	(5.6)	(8.7)	20.9	14.2
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	7.7	(34.8)	(13.3)	40.0	20.9
盈利能力					
息税前利润率(%)	4.6	3.9	3.3	4.0	4.3
营业利润率(%)	4.3	3.5	2.9	3.8	4.1
毛利率(%)	10.4	10.5	10.3	11.0	11.3
归母净利润率(%)	3.1	2.2	2.1	2.7	2.9
ROE(%)	9.2	5.8	4.8	6.4	7.3
ROIC(%)	11.4	6.7	6.8	7.2	10.5
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.7	0.6	0.7	0.6
净负债权益比	(0.3)	(0.1)	(0.3)	(0.2)	(0.4)
流动比率	1.5	1.4	1.5	1.4	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	1.9	1.3	1.2	1.2	1.2
应付账款周转率	2.2	1.7	1.7	1.7	1.7
费用率					
销售费用率(%)	0.8	0.9	1.1	1.2	1.2
管理费用率(%)	1.8	2.1	2.0	2.0	2.0
研发费用率(%)	2.3	2.4	2.8	2.8	2.8
财务费用率(%)	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.7	0.4	0.4	0.5	0.6
每股经营现金流(最新摊薄)	0.3	0.2	2.1	(0.3)	2.5
每股净资产(最新摊薄)	7.3	7.6	7.9	8.3	8.8
每股股息	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
估值比率					
P/E(最新摊薄)	9.7	14.9	17.2	12.3	10.1
P/B(最新摊薄)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.2	6.1	4.0	4.2	2.3
价格/现金流(倍)	20.3	26.5	3.1	(21.0)	2.6

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