

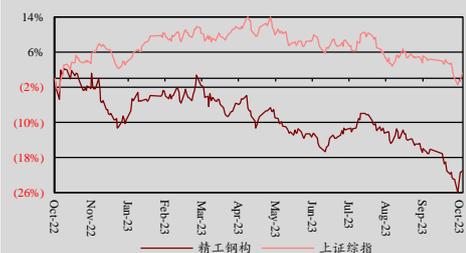
600496.SH

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 3.41

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	(15.6)	(4.7)	(12.8)	(21.8)
相对上证综指	(12.4)	(1.9)	(6.6)	(23.0)

发行股数(百万)	2,012.88
流通股(百万)	2,012.88
总市值(人民币 百万)	6,863.93
3个月日均交易额(人民币 百万)	48.95
主要股东	
精工控股集团(浙江)投资有限公司	14.9

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
 以2023年10月27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: 林祁楨

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

精工钢构

产销稳增, 业绩承压

公司发布2023年三季报, 1-3Q营收115.5亿元, 同增4.0%, 归母净利5.4亿元, 同减17.8%, EPS0.27元, 同减17.8%; 23Q3营收38.3亿元, 同增0.4%, 归母净利1.4亿元, 同减46.8%。公司订单稳增, 业绩承压, 维持公司**增持**评级。

支撑评级的要点

- **营收净利稳增, 现金流改善。**1-3Q营收115.5亿元, 同增4.0%, 归母净利5.4亿元, 同减17.8%, EPS0.27元, 同减17.8%; 23Q3营收38.3亿元, 同增0.4%, 归母净利1.4亿元, 同减46.8%。现金流方面, 1-3Q经营现金净额为-3.6亿元, 流出规模同比缩小, 23Q3经营现金净额为-4.3亿元, 流出规模同比扩大。
- **毛利率、净利率同环比下降。**1-3Q公司综合毛利率13.8%, 同减0.8pct, 净利率4.8%, 同减1.2pct; 23Q3毛利率13.1%, 同减2.6pct, 环降1.2pct, 净利率4.2%, 同减3.3pct, 环降1.1pct。
- **产销稳增, 订单承压。**1-3Q公司累计新签合同161.1亿元, 同增10.1%, 23Q3新签合同49.2亿元, 同减22.0%。1-3Q钢结构产品销量达90.2万吨, 同增11.4%, 23Q3钢结构产品销量达32.6万吨, 同增8.7%, 受公司新厂区搬迁及杭州亚运会带来的物流和停工要求, 季度内销量有所影响, 随着亚运会带来的管控解除, 四季度或有一定积压需求释放。
- **长期看, EPC转型仍是公司发展主要方向。**总承包大势所趋, 公司持续推进EPC总包转型, 通过产业链一体化, 提供从设计、制造到施工、维护的全链条服务, 持续提升公司品牌影响力, 有望凭借品牌+品质持续提高市场竞争力。

估值

考虑多方因素影响下公司业绩承压, EPC转型短期内或难见成效, 部分下调盈利预测, 预计公司2023-2025年收入分别为165.8、185.4、207.9亿元, 归母净利分别为7.7、9.2、10.8亿元; EPS分别为0.38、0.46、0.53元, 市盈率分别为8.9、7.5、6.4倍。维持公司**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 原材料价格大幅波动, BIPV业务拓展不及预期, 下游需求复苏不及预期。

投资摘要

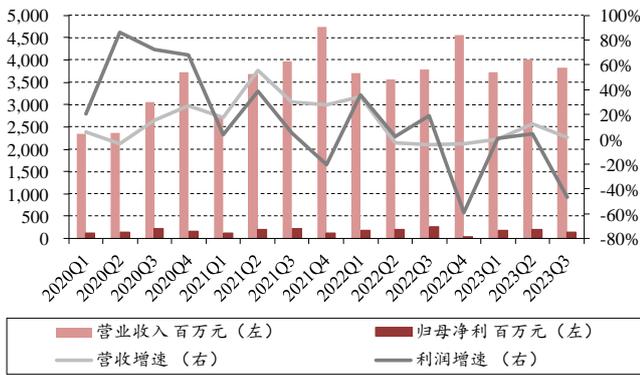
年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	15,141	15,618	16,582	18,538	20,790
增长率(%)	31.8	3.1	6.2	11.8	12.1
EBITDA(人民币 百万)	802	868	941	1,137	1,339
归母净利润(人民币 百万)	687	706	768	921	1,076
增长率(%)	6.0	2.8	8.8	19.9	16.8
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.34	0.35	0.38	0.46	0.53
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.42	0.53	0.65
调整幅度(%)			(9.52)	(13.21)	(18.46)
市盈率(倍)	10.0	9.7	8.9	7.5	6.4
市净率(倍)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(倍)	7.1	9.0	6.2	5.9	3.9
每股股息(人民币)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
股息率(%)	0.8	0.9	1.1	1.4	1.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

一、业绩承压

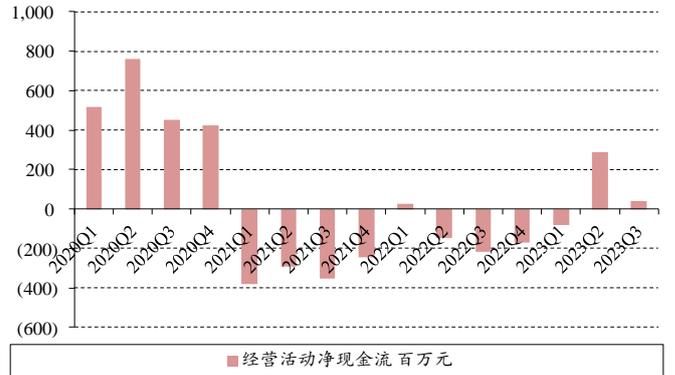
事件: 公司发布 2023 年三季报, 1-3Q 营收 115.5 亿元, 同增 4.0%, 归母净利 5.4 亿元, 同减 17.8%, EPS0.27 元, 同减 17.8%; 23Q3 营收 38.3 亿元, 同增 0.4%, 归母净利 1.4 亿元, 同减 46.8%。现金流方面, 1-3Q 经营现金净额为-3.6 亿元, 流出规模同比缩小, 23Q3 经营现金净额为-4.3 亿元, 流出规模同比扩大, 销售商品、提供劳务收到的现金减少, 使得经营现金净额转弱。

图表 1. 23Q3 公司业绩承压



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转弱



资料来源: 公司公告, 中银证券

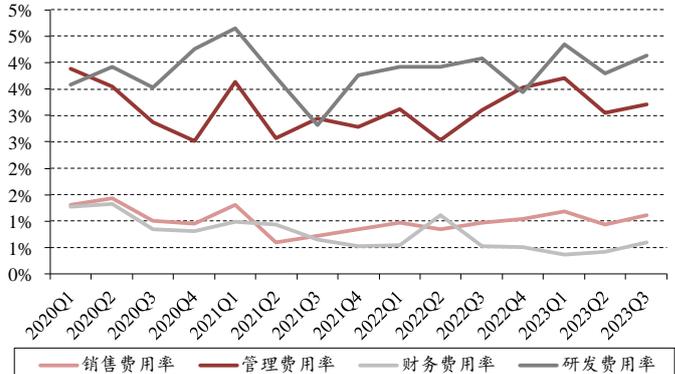
毛利率、净利率同环比下降, 费用率同环比上升: 1-3Q 公司综合毛利率 13.8%, 同减 0.8pct, 净利率 4.8%, 同减 1.2pct; 23Q3 毛利率 13.1%, 同减 2.6pct, 环降 1.2pct, 净利率 4.2%, 同减 3.3pct, 环降 1.1pct。1-3Q 公司四项费用率 8.9%, 同增 0.4pct; 23Q3 四项费用率 9.1%, 同增 0.5pct, 环升 0.9pct。

图表 3. 毛利率、净利率环比下降



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 4. 23Q3 费用率同环比上升

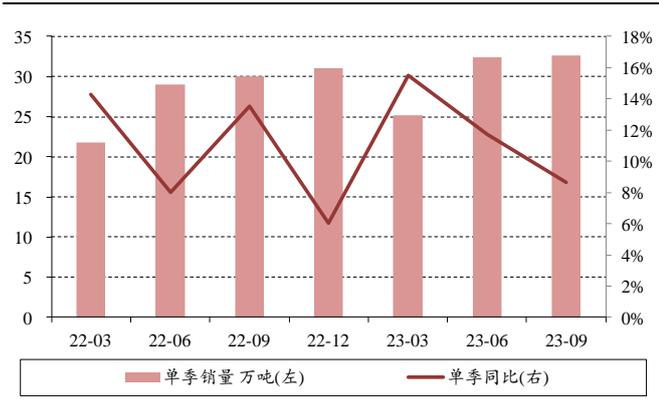


资料来源: 公司公告, 中银证券

二、产销稳增, 订单有所承压

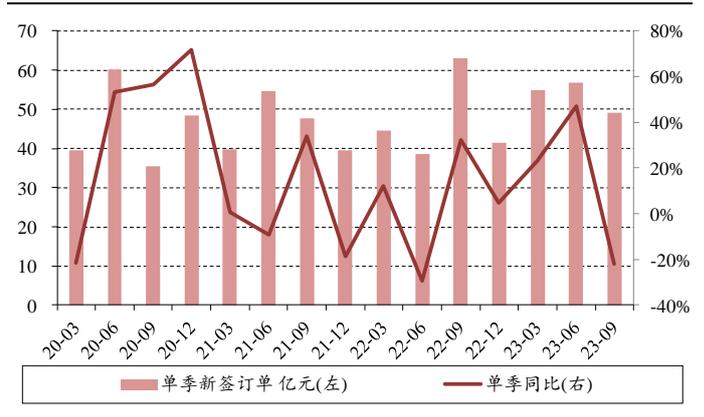
产销稳增, 订单承压。 1-3Q 公司累计新签合同 161.1 亿元, 同增 10.1%, 23Q3 新签合同 49.2 亿元, 同减 22.0%。1-3Q 钢结构产品销量达 90.2 万吨, 同增 11.4%, 23Q3 钢结构产品销量达 32.6 万吨, 同增 8.7%, 受公司新厂区搬迁及杭州亚运会带来的物流和停工要求, 季度内销量有所影响, 随着亚运会带来的管控解除, 四季度或有一定积压需求释放。

图表 5. 23Q3 公司销量稳增



资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 23Q3 公司新签订单同减 22.0%



资料来源：公司公告，中银证券

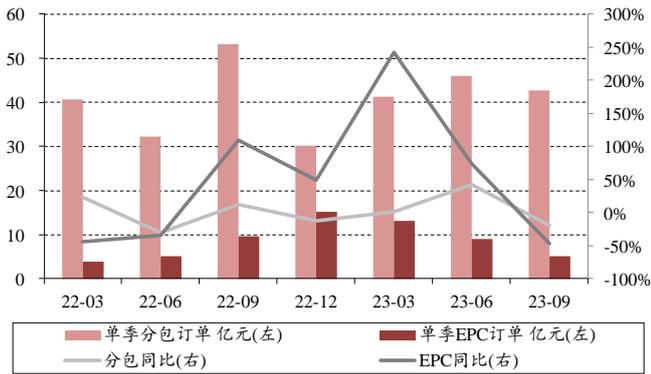
图表 7. 亚运会期间对杭州市域内货车通行管控



资料来源：浙江省人民政府，中银证券

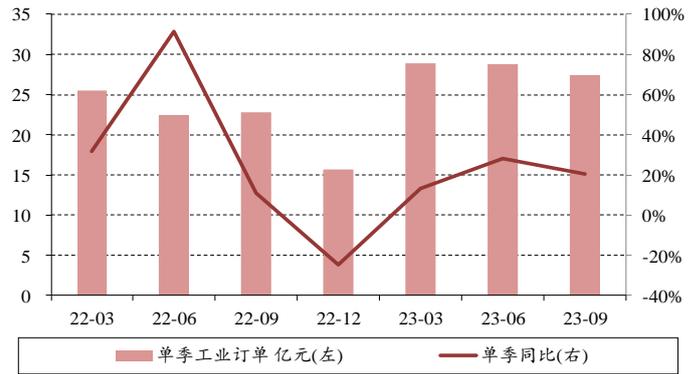
订单结构方面，工业类订单维持较高增速，公建、EPC 有所承压。23Q3 新签分包订单 42.7 亿元，同减 19.7%，其中，新签工业类订单 27.4 亿元，同增 20.4%，维持较高增速，新能源汽车、机器人等行业的积极扩张带来了持续的新建厂房需求；新签公建类订单 15.3 亿元，同减 49.8%，录得较大降幅主要系 22Q3 高基数所致。新兴业务新签订单 6.1 亿元，同减 35.9%，其中，新签 EPC 及装配式工程订单 5.1 亿元，同减 44.2%，由于单个项目金额大，公司仍处于业务转型阶段，EPC 业务季度间波动较大；新签工业连锁及战略加盟金额 0.3 亿元，同减 17.8%；公司积极开拓分布式光伏等新能源增值业务，新签分布式光伏业务 0.7 亿元，环比增长 110%。

图表 8. 相比分包订单，EPC 体量较小且季度波动大



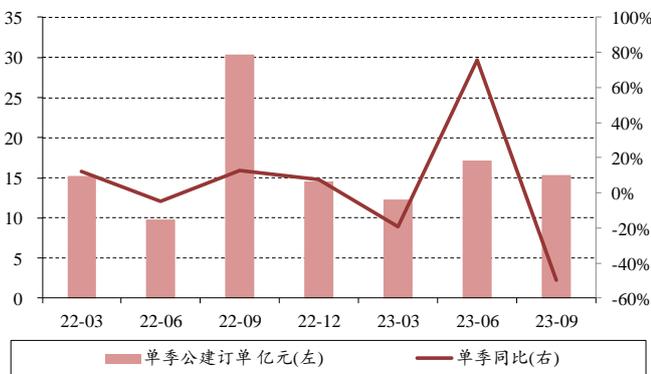
资料来源：公司公告，中银证券

图表 9. 23Q3 公司新签工业订单同增 20.4%



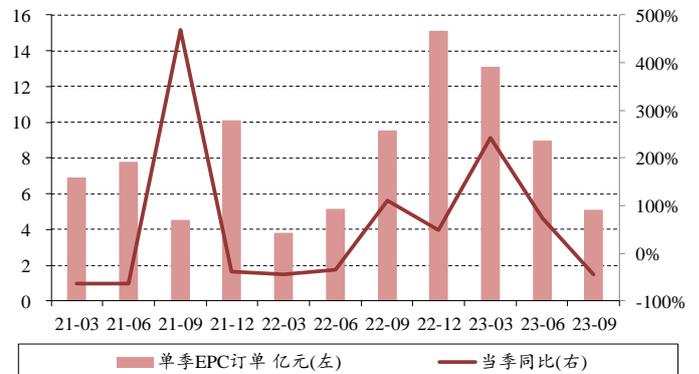
资料来源：公司公告，中银证券

图表 10. 23Q3 公司新签公建订单同减 49.7%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 11. 23Q3 公司新签 EPC 订单同减 44.2%



资料来源：公司公告，中银证券

三、短期看光储协同，长期看 EPC 转型

短期看，公司作为大型工业厂房承建方，具备 BIPV、储能等业务引流能力。公司作为具备全产业链竞争优势的承建方，不仅掌握业务流量入口，还可以为客户提供新能源设施的建设解决方案，通过光储协同的增值服务，提升单个订单价值量。随着年内组件价格持续下行，分布式光伏业务有望迎来订单释放，增厚公司利润。

长期看，EPC 转型仍是公司发展主要方向。总承包大势所趋，2022 年 2 月，住建部发布了《建筑业企业资质标准（征求意见稿）》，新标准中取消了钢结构工程专业承包资质，并入施工综合资质、建筑工程施工总承包资质和建筑机电工程专业承包资质中。公司持续推进 EPC 总包转型，通过产业链一体化，提供从设计、制造到施工、维护的全链条服务，持续提升公司品牌影响力，有望凭借品牌+品质持续提高市场竞争力。

四、风险提示

原材料价格大幅波动，BIPV 业务拓展不及预期，下游需求复苏不及预期。

图表 12. 2023Q3 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022Q3	2023Q3	同比增长(%)
营业收入	3,812.84	3,829.76	0.44
营业税及附加	13.00	15.14	16.45
净营业收入	3,799.83	3,814.61	0.39
营业成本	3,213.39	3,328.11	3.57
销售费用	36.41	42.69	17.26
管理费用	272.89	281.18	3.04
财务费用	19.84	23.00	15.95
资产减值损失	(18.91)	(24.09)	(27.42)
营业利润	247.87	164.60	(33.59)
营业外收入	2.01	3.48	73.20
营业外支出	0.41	0.63	53.38
利润总额	269.35	167.45	(37.83)
所得税	(13.60)	6.87	150.47
少数股东损益	10.99	15.90	44.68
归属母公司股东净利润	271.96	144.68	(46.80)
扣除非经常性损益的净利润	253.78	121.22	(52.23)
每股收益(元)	0.14	0.07	(50.00)
扣非后每股收益(元)	0.13	0.06	(53.85)
毛利率(%)	15.72	13.10	减少 2.62 个百分点
净利率(%)	7.44	4.19	减少 3.25 个百分点
销售费用率(%)	0.95	1.11	增加 0.16 个百分点
管理费用率(%)	3.07	3.21	增加 0.14 个百分点
研发费用率(%)	4.04	4.13	增加 0.09 个百分点
财务费用率(%)	0.52	0.60	增加 0.08 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 13. 2023 1-3Q 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022Q1-3	2023Q1-3	同比增长(%)
营业收入	11,109.44	11,553.72	4.00
营业税及附加	28.19	36.74	30.30
净营业收入	11,081.25	11,516.98	3.93
营业成本	9,486.99	9,959.04	4.98
销售费用	102.36	123.90	21.05
管理费用	323.19	383.10	18.53
财务费用	79.22	53.69	(32.23)
资产减值损失	(47.85)	(4.92)	89.72
营业利润	627.10	582.66	(7.09)
营业外收入	7.45	9.01	20.94
营业外支出	0.82	2.92	254.14
利润总额	682.93	591.13	(13.44)
所得税	21.04	37.85	79.86
少数股东损益	10.18	17.57	72.62
归属母公司股东净利润	651.70	535.71	(17.80)
扣除非经常性损益的净利润	616.15	489.07	(20.63)
每股收益(元)	0.32	0.27	(17.80)
扣非后每股收益(元)	0.31	0.24	(22.58)
毛利率(%)	14.60	13.80	减少 0.80 个百分点
净利率(%)	5.98	4.79	减少 1.19 个百分点
销售费用率(%)	0.92	1.07	增加 0.15 个百分点
管理费用率(%)	2.91	3.32	增加 0.41 个百分点
研发费用率(%)	3.96	4.08	增加 0.12 个百分点
财务费用率(%)	0.71	0.46	减少 0.25 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	15,141	15,618	16,582	18,538	20,790
营业收入	15,141	15,618	16,582	18,538	20,790
营业成本	13,113	13,411	14,243	15,862	17,738
营业税金及附加	38	52	56	59	70
销售费用	127	150	166	185	208
管理费用	443	484	497	556	624
研发费用	555	597	630	704	790
财务费用	113	102	118	132	146
其他收益	38	36	35	35	35
资产减值损失	(26)	(29)	(30)	(30)	(30)
信用减值损失	(151)	(165)	(170)	(170)	(170)
资产处置收益	4	(8)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	84	76	80	80	80
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	704	732	786	955	1,129
营业外收入	22	10	17	19	19
营业外支出	5	1	4	4	4
利润总额	721	741	800	969	1,144
所得税	21	28	24	29	34
净利润	699	713	776	940	1,109
少数股东损益	13	7	8	19	33
归母净利润	687	706	768	921	1,076
EBITDA	802	868	941	1,137	1,339
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.34	0.35	0.38	0.46	0.53

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	13,993	17,197	16,529	21,209	20,759
货币资金	2,766	4,391	4,662	5,212	5,845
应收账款	2,301	2,621	2,077	3,072	2,587
应收票据	100	146	158	254	93
存货	1,359	1,327	1,332	1,629	1,682
预付账款	745	503	1,317	886	1,085
合同资产	6,191	7,636	6,370	9,492	8,738
其他流动资产	531	574	613	665	729
非流动资产	4,363	4,712	4,664	4,697	4,719
长期投资	1,626	1,408	1,408	1,408	1,408
固定资产	969	1,193	1,288	1,364	1,423
无形资产	366	404	377	350	323
其他长期资产	1,402	1,706	1,590	1,575	1,565
资产合计	18,357	21,909	21,193	25,906	25,477
流动负债	10,475	11,078	10,006	13,506	12,462
短期借款	1,950	1,283	1,337	2,067	1,916
应付账款	4,024	4,735	3,574	5,238	4,123
其他流动负债	4,501	5,061	5,095	6,201	6,423
非流动负债	326	2,823	2,482	2,850	2,466
长期借款	162	649	380	720	350
其他长期负债	163	2,174	2,102	2,130	2,116
负债合计	10,801	13,901	12,488	16,356	14,928
股本	2,013	2,013	2,013	2,013	2,013
少数股东权益	37	27	35	54	87
归属母公司股东权益	7,519	7,980	8,670	9,496	10,462
负债和股东权益合计	18,357	21,909	21,193	25,906	25,477

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	699	713	776	940	1,109
折旧摊销	112	137	152	165	179
营运资金变动	(439)	(334)	(166)	(1,371)	196
其他	(615)	(687)	(32)	86	49
经营活动现金流	(243)	(170)	730	(179)	1,533
资本支出	(202)	(556)	(100)	(200)	(200)
投资变动	(304)	203	0	0	0
其他	117	(243)	80	80	80
投资活动现金流	(389)	(596)	(20)	(120)	(120)
银行借款	328	(180)	(214)	1,069	(520)
股权融资	(304)	130	(79)	(95)	(110)
其他	6	1,797	(146)	(126)	(149)
筹资活动现金流	31	1,746	(439)	849	(780)
净现金流	(601)	980	271	550	633

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(%)	31.8	3.1	6.2	11.8	12.1
营业利润增长率(%)	5.7	4.1	7.4	21.4	18.3
归属于母公司净利润增长率(%)	6.0	2.8	8.8	19.9	16.8
息税前利润增长率(%)	3.0	6.0	8.0	23.1	19.5
息税折旧前利润增长率(%)	2.2	8.3	8.3	20.8	17.8
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	6.0	2.8	8.8	19.9	16.8
获利能力					
息税前利润率(%)	4.6	4.7	4.8	5.2	5.6
营业利润率(%)	4.6	4.7	4.7	5.1	5.4
毛利率(%)	13.4	14.1	14.1	14.4	14.7
归母净利润率(%)	4.5	4.5	4.6	5.0	5.2
ROE(%)	9.1	8.8	8.9	9.7	10.3
ROIC(%)	14.3	8.9	10.0	10.0	12.7
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
净负债权益比	(0.1)	(0.1)	(0.1)	0.0	(0.2)
流动比率	1.3	1.6	1.7	1.6	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	6.9	6.3	7.1	7.2	7.3
应付账款周转率	4.3	3.6	4.0	4.2	4.4
费用率					
销售费用率(%)	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0
管理费用率(%)	2.9	3.1	3.0	3.0	3.0
研发费用率(%)	3.7	3.8	3.8	3.8	3.8
财务费用率(%)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.1)	(0.1)	0.4	(0.1)	0.8
每股净资产(最新摊薄)	3.7	4.0	4.3	4.7	5.2
每股股息	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
估值比率					
P/E(最新摊薄)	10.0	9.7	8.9	7.5	6.4
P/B(最新摊薄)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	7.1	9.0	6.2	5.9	3.9
价格/现金流(倍)	(28.3)	(40.3)	9.4	(38.4)	4.5

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