

**000786.SZ**
**买入**

原评级: 买入

市场价格: 人民币 23.36

板块评级: 强于大市

**本报告要点**
**■ 北新建材事件点评**
**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	1.3	(22.3)	(7.6)	
相对深圳成指	3.6	(16.5)	5.8	

发行股数 (百万)	1,689.51
流通股 (百万)	1,632.45
总市值 (人民币 百万)	39,466.90
3个月日均交易额 (人民币 百万)	265.96
主要股东	
中国建材股份有限公司	37.83

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
以2023年12月29日收市价为标准

**相关研究报告**

- 《北新建材》20231031
- 《北新建材》20230925
- 《北新建材》20230822

 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

# 北新建材

## 嘉宝莉收购落地, 股权激励彰显公司发展信心

12月29日, 公司发布公告, 拟以现金收购嘉宝莉78.34%股权, 涂料板块羽翼日渐丰满; 同日发布2023年限制性股票激励计划, 较高业绩考核目标彰显公司未来发展信心。维持公司买入评级。

**支撑评级的要点**

- **嘉宝莉收购落地:** 北新建材拟以40.74亿元收购嘉宝莉78.34%的股份, 收购完成后北新建材将成为嘉宝莉控股股东。嘉宝莉承诺2024/2024-25/2024-26年税后净利润不低于4.13/8.75/13.94亿元, 对应2024-2026年每年税后净利润分别为4.13/4.62/5.19亿元。
- **股权激励目标较高, 彰显公司发展信心:** 同日北新建材发布首次限制性股票激励计划, 拟授予不超过1290万股限制性股票, 约占股本总额的0.764%。授予价格为每股13.96元, 激励对象不超过347人。此次激励计划业绩考核目标较高。以2022年归母扣非净利润为基准, 2024/2025/2026年复合增长率分别不低于27.7%/33.08%/25.43%, 对应2024-2026年每年归母扣非净利润分别为42.64/61.63/64.73亿元, 2025/2026年同比增速分别为44.53%/5.02%。同时2024/2025/2026年扣非净资产收益率不低于17%/18%/19%。
- **“一体两翼”加速推进, 公司未来发展可期:** 未来公司主要增长点包括: 1) 石膏板业务保持领军优势, 市场占有率有望进一步提升, 高端产品占比提升叠加公司注重对量本利考核将进一步提升石膏板业务盈利能力。2) 两翼业务加速推进。2023H1公司防水业务营收达19.6亿元, 盈利能力有所提升; 公司收购嘉宝莉后涂料产能将由目前的10.3万吨快速提升至130万吨以上。3) 石膏板+业务未来有望放量。公司正在进行传统石膏板与石膏板+业务之间的协同, 依托公司成熟销售渠道, 石膏板+未来有望快速放量。

**估值**

- 考虑嘉宝莉收购事宜尚未全部完成, 我们维持公司盈利预测。预计2023-2025年公司收入为221.1、248.3、285.8亿元; 归母净利为35.2、41.4、49.8亿元; EPS分别为2.08、2.45、2.95元。维持公司买入评级。

**评级面临的主要风险**

- 防水业务影响公司现金流, 原材料价格上涨超预期, 需求提振情况不佳。

**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)	21,086	19,934	22,105	24,828	28,581
增长率(%)	25.5	(5.5)	10.9	12.3	15.1
EBITDA(人民币 百万)	4,535	3,622	4,783	5,587	6,646
归母净利润(人民币 百万)	3,510	3,136	3,520	4,136	4,977
增长率(%)	22.7	(10.6)	12.2	17.5	20.3
最新股本摊薄每股收益(人民币)	2.08	1.86	2.08	2.45	2.95
市盈率(倍)	11.2	12.6	11.2	9.5	7.9
市净率(倍)	2.1	1.9	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA(倍)	13.5	11.6	7.8	6.2	4.9
每股股息(人民币)	0.7	0.7	0.7	0.9	1.0
股息率(%)	1.8	2.5	3.1	3.7	4.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 事件一：北新建材收购嘉宝莉落地，涂料业务羽翼日渐丰满

2023年12月29日，北新建材发布公告，拟以现金40.74亿元收购嘉宝莉化工集团股份有限公司（以下简称“嘉宝莉”）78.34%的股份，嘉宝莉100%权益对应52亿元。收购完成后，北新建材将成为嘉宝莉控股股东。

嘉宝莉原始股东承诺，在会计年度2024年/2024-25年/2025-26年的税后净利润不得低于4.13/8.75/13.94亿元，对应2024/2025/2026年每年税后净利润分别为4.13/4.62/5.19亿元。如未完成业绩承诺，由原始股东向嘉宝莉进行业绩补偿，从当年应支付的剩余股份对价中直接扣除对应补偿金额。

此次股份转让价格将分三期完成支付，每期支付对价分别为股份转让价格的10%/60%/30%。其中第三期股份转让价格在交接完成后分三年支付，每年支付金额为第三期股份转让价格的三分之一。

图表 1. 北新建材收购嘉宝莉概况

交易必要性	涂料业务板块是“一体两翼，全球布局”发展战略的重要构成板块。涂料业务板块目前年产能10.3万吨，主要集中在华北地区，在规模与行业影响力方面亟待补强。本次联合重组是公司扩大涂料行业布局、实现“两翼齐飞”的重大战略举措，将实现公司涂料业务规模的大幅提升，提高市场影响力。
股份转让价格	各方同意在扣减嘉宝莉集团拟实施的分红后，确定嘉宝莉100%股份作价520,000.00万元人民币，标的股份的转让价格为407,382.26万元人民币。
支付方式	分期支付。 在本协议签署、且乙方和丙方完成本协议第1-3项先决条件后10个工作日内，甲方将向监管账户（甲方开立、由甲方与乙方共同监管的银行账户）继续支付诚意金，在已支付尽调诚意金1,000万元基础上，继续支付至股份转让价格的10%。在本协议生效后，监管账户中的诚意金自动转为第一期股份转让价格，并第二期股份转让价格支付条件达成后10个工作日内解除监管账户的资金监管，并进行支付。 在完成交接以及工商变更登记后10个工作日内，甲方支付第二期股份转让价格，金额为股份转让价格的60%。甲方向乙方和丙方支付第一期和第二期股份转让价格时有权暂扣未结清的关联方应收款，并按协议约定支付至嘉宝莉集团。 第三期股份转让价格为股份转让价格的30%，原始股东对应的第三期股份转让价格将为业绩承诺及其他或有事项提供保证，丙方中嘉宝莉集团员工（不含原始股东及仇东平）对应的第三期股份转让价格将为服务期限承诺提供保证。第三期股份转让价格在交接完成后分三年支付，每年支付金额为第三期股份转让价格的三分之一。在承诺期间，如嘉宝莉集团完成了当年承诺业绩，甲方应在2024-2026年每年审计报告出具之日起20个工作日内向乙方和丙方支付当期转让价格；若嘉宝莉集团未完成当年承诺业绩的或者相关员工违反服务期限离职的，则甲方根据本协议约定扣除相应金额款项后支付当年的剩余股份转让价格。
业绩承诺	原始股东承诺，嘉宝莉集团在会计年度2024年、2024-2025年、2024-2026年（以下合称承诺期间）的税后净利润不得低于4.13亿元、8.75亿元、13.94亿元。（扣非归母净利润） 承诺期间如嘉宝莉集团未实现承诺业绩，由原始股东向嘉宝莉集团进行业绩补偿，补偿金额按以下方式计算：当期补偿金=截至当期期末累积承诺税后净利润数-截至当期期末累积实现税后净利润数-截至当期期末原始股东累计支付的补偿金。如果经过计算当期补偿金为负值，则超额补偿部分予以退还（不超过原始股东累计支付的补偿金）。 原始股东承诺，嘉宝莉集团2023年8-12月经交接审计师审阅并排除股权激励而产生股份支付影响、扣除非经常性损益的税后净利润不低于1.15亿元，如低于前述金额甲方有权从向原始股东支付的第二期股份转让价格中直接扣减差额部分。
交易目的	通过本次交易，嘉宝莉将成为公司的控股子公司，公司涂料业务产能将由目前的10.3万吨跃升至130万吨以上，产能布局由华北地区扩展至全国，涂料板块业务将得到显著补强，其中建筑涂料业务将跃居国内行业领先地位。 本次交易完成后，双方将推进采购、生产、销售、研发等方面的协同发展，同时深挖与公司现有业务之间的协同潜力，进一步提升生产效率，扩大市场份额，提高公司的持续经营能力及抗风险能力，提升盈利能力。

资料来源：公司公告，中银证券

嘉宝莉是建筑涂料领域领先企业，业务布局广泛，销售渠道较完善。嘉宝莉成立于1999年10月28日，是涂料行业领先企业，业务范围涵盖建筑涂料、木器涂料、工业涂料、地坪涂料、辅材辅料等多个领域。据《涂界》统计，2001-2022年嘉宝莉收入由0.8亿元增长至44.7亿元，规模增长迅速。截至2022年底，嘉宝莉在全国拥有8大生产基地，分别位于成都、上海、廊坊、西安、江门总部、江门杜阮、顺德以及泰兴，业务覆盖区域广阔。嘉宝莉拥有4千余名经销商，零售终端覆盖全国3000多个县镇市场，开设了超过2万余家门店。

收购完成后，北新建材涂料板块将在产能和布局方面得到显著补强。涂料业务是北新建材“一体两翼、全球布局”发展战略的重要构成板块。2021年7月，公司成立北新涂料，完成“龙牌”涂料业务整合，持有龙牌涂料100%股权，并于同年9月收购天津灯塔涂料49%股权；2023年4月，公司公告完成灯塔涂料剩余51%股权受让，交易完成后北新涂料持有灯塔涂料100%股权。2023H1北新建材工业及建筑涂料收入达到2.1亿元。目前公司涂料业务年产能为10.3万吨，主要集中在华北地区，在规模与行业影响力方面亟待补强。公司与嘉宝莉联合重组后，公司涂料业务产能将跃升至130万吨以上，产能布局由华北地区拓展到全国，涂料板块业务得到显著补强，其中建筑涂料业务将跃居国内行业领先地位。

## 事件二：公司首次限制性股票激励计划出台，较高业绩目标彰显发展信心

2023年12月29日，北新建材发布2023年限制性股票激励计划（草案），拟授予不超过1290万股限制性股票，约占激励计划草案公布时公司股本总额的0.764%。其中首次授予1082.6万股，预留207.4万股。本激励计划的激励对象不超过347人，包括公司董事、高级管理人员和核心骨干人员等。授予价格为每股13.96元，分三期解除限售，每期解除限售占比分别为34%/33%/33%。

本激励计划解除限售业绩考核目标较高，彰显公司发展信心。以2022年归母扣非净利润为基准，2024/2025/2026年复合增长率应分别不低于27.7%/33.08%/25.43%，且高于对标企业75分位值或同行业平均水平。即北新建材2024/2025/2026年归母扣非净利润分别应达到42.64/61.63/64.73亿元，2025/2026年同比增速分别为44.53%/5.02%。若不考虑嘉宝莉并表影响，北新建材2024-2026年扣非归母净利分别为38.5/57.0/59.5亿元，年均复合增速约24.3%。同时2024/2025/2026年扣非净资产收益率不低于17%/18%/19%，且高于对标企业75分位值或同行业平均水平。2024-2026年经济增加值改善值 $\Delta EVA > 0$ 。

其中，在计算“扣非净资产收益率”指标时，若公司在股权激励计划有效期内发生发行股份融资、发行股份收购资产、可转债转股等行为，则新增加的净资产及该等净资产产生的净利润不列入考核计算范围。

图表 2. 北新建材限制性股票激励计划主要内容

授予数量	不超过1,290万股
股本占比	约占本激励计划草案公告时公司股本总额168,950.78万股的0.764%
首次授予	1,082.6万股（约占股本总额的0.641%）
预留	207.4万股（约占股本总额的0.123%，约占本次授予权益总额的16.08%）
激励对象	不超过347人，约占公司2022年末在册员工人数13,090的2.65%
授予价格	13.96元/股
有效期	首次授予登记完成之日起至激励对象获授的限制性股票全部解除限售或回购之日止，最长不超过72个月

资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 解除限售业绩考核条件

解除期	业绩考核目标
第一个解除限售期	2024 年较 2022 年归母扣非净利润复合增长率不低于 27.7%，且高于对标企业 75 分位值或同行业平均水平；2024 年扣非净资产收益率不低于 17%，且高于对标企业 75 分位值或同行业平均水平；2024 年经济增加值改善值 $\Delta\text{EVA}>0$ 。
第二个解除限售期	2025 年较 2022 年归母扣非净利润复合增长率不低于 33.08%，且高于对标企业 75 分位值或同行业平均水平；2025 年扣非净资产收益率不低于 18%，且高于对标企业 75 分位值或同行业平均水平；2025 年经济增加值改善值 $\Delta\text{EVA}>0$ 。
第三个解除限售期	2026 年较 2022 年归母扣非净利润复合增长率不低于 25.43%，且高于对标企业 75 分位值或同行业平均水平；2026 年扣非净资产收益率不低于 19%，且高于对标企业 75 分位值或同行业平均水平；2026 年经济增加值改善值 $\Delta\text{EVA}>0$ 。

资料来源：公司公告，中银证券

本次限制性股票激励计划为北新建材的首次股权激励，激励期限为 2024-2026 年。其中 2025 年公司预期扣非归母净利将跃上 60 亿大关，业绩增幅较大，彰显公司发展信心。未来公司主要增长点包括：

- 1) **石膏板业务保持领军优势**，市占率有望进一步提升，高端产品占比提升叠加公司注重对量本利考核将进一步提升石膏板业务盈利能力。
- 2) **两翼业务加速推进**。2023H1 公司防水业务营收达 19.6 亿元，盈利能力有所提升；公司收购嘉宝莉后涂料产能将由目前的 10.3 万吨快速提升至 130 万吨以上。
- 3) **石膏板+业务未来有望放量**。公司正在进行传统石膏板与石膏板+业务之间的协同，依托公司成熟经销渠道，石膏板+未来有望快速放量。

### 风险提示

防水业务影响公司现金流，原材料价格上涨超预期，需求提振情况不佳。

### 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	21,086	19,934	22,105	24,828	28,581
营业收入	21,086	19,934	22,105	24,828	28,581
营业成本	14,374	14,106	15,211	16,861	19,162
营业税金及附加	220	221	239	268	311
销售费用	782	760	774	912	1,046
管理费用	1,020	1,025	1,105	1,240	1,442
研发费用	875	861	919	1,045	1,208
财务费用	83	106	74	74	41
其他收益	56	112	72	80	88
资产减值损失	(5)	(55)	(4)	(3)	(3)
信用减值损失	(14)	(107)	(53)	(58)	(73)
资产处置收益	3	478	3	3	3
公允价值变动收益	(1)	(5)	(8)	(5)	(6)
投资收益	(3)	34	30	30	30
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	3,769	3,311	3,823	4,476	5,410
营业外收入	86	30	69	62	54
营业外支出	61	58	60	59	59
利润总额	3,794	3,283	3,832	4,479	5,404
所得税	242	140	204	214	273
净利润	3,552	3,144	3,628	4,264	5,131
少数股东损益	42	7	109	128	154
归母净利润	3,510	3,136	3,520	4,136	4,977
EBITDA	4,535	3,622	4,783	5,587	6,646
EPS(最新股本摊薄, 元)	2.08	1.86	2.08	2.45	2.95

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>9,174</b>	<b>10,973</b>	<b>13,335</b>	<b>16,471</b>	<b>19,895</b>
现金及等价物	572	556	2,129	4,344	6,601
应收账款	1,869	1,991	2,289	2,519	3,016
应收票据	230	189	275	246	354
存货	2,632	2,727	3,052	3,354	3,927
预付账款	254	303	298	368	388
合同资产	269	237	308	296	391
其他流动资产	3,348	4,971	4,983	5,345	5,218
<b>非流动资产</b>	<b>17,400</b>	<b>17,631</b>	<b>18,219</b>	<b>18,724</b>	<b>19,114</b>
长期投资	391	413	413	413	413
固定资产	11,841	12,459	12,947	13,317	13,584
无形资产	2,310	2,502	2,564	2,611	2,643
其他长期资产	2,858	2,258	2,295	2,383	2,474
<b>资产合计</b>	<b>26,574</b>	<b>28,605</b>	<b>31,554</b>	<b>35,195</b>	<b>39,009</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,418</b>	<b>5,270</b>	<b>5,689</b>	<b>6,531</b>	<b>6,977</b>
短期借款	2,065	168	1,000	1,000	1,000
应付账款	1,716	1,684	1,983	2,082	2,538
其他流动负债	1,636	3,418	2,706	3,449	3,440
<b>非流动负债</b>	<b>1,630</b>	<b>1,891</b>	<b>2,035</b>	<b>2,029</b>	<b>2,022</b>
长期借款	179	490	600	600	600
其他长期负债	1,451	1,401	1,435	1,429	1,422
<b>负债合计</b>	<b>7,048</b>	<b>7,161</b>	<b>7,724</b>	<b>8,559</b>	<b>8,999</b>
股本	1,690	1,690	1,690	1,690	1,690
少数股东权益	581	488	597	725	879
归属母公司股东权益	18,945	20,956	23,233	25,910	29,131
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>26,574</b>	<b>28,605</b>	<b>31,554</b>	<b>35,195</b>	<b>39,009</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	3,552	3,144	3,628	4,264	5,131
折旧摊销	739	822	983	1,145	1,310
营运资金变动	(1,450)	1,259	(1,034)	(57)	(727)
其他	990	(1,561)	55	12	39
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,831</b>	<b>3,664</b>	<b>3,632</b>	<b>5,363</b>	<b>5,752</b>
资本支出	(1,628)	(1,301)	(1,520)	(1,630)	(1,730)
投资变动	(1,079)	(1,328)	(208)	(5)	(6)
其他	(444)	372	33	33	33
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,151)</b>	<b>(2,257)</b>	<b>(1,695)</b>	<b>(1,602)</b>	<b>(1,703)</b>
银行借款	795	(1,586)	942	0	0
股权融资	(2,355)	252	(1,242)	(1,459)	(1,756)
其他	850	(88)	(63)	(88)	(36)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(711)</b>	<b>(1,422)</b>	<b>(363)</b>	<b>(1,547)</b>	<b>(1,792)</b>
<b>净现金流</b>	<b>(31)</b>	<b>(15)</b>	<b>1,574</b>	<b>2,215</b>	<b>2,257</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(%)	25.5	(5.5)	10.9	12.3	15.1
营业利润增长率(%)	14.1	(12.1)	15.5	17.1	20.9
归属于母公司净利润增长率(%)	22.7	(10.6)	12.2	17.5	20.3
息税前利润增长(%)	14.3	(26.2)	35.7	16.9	20.1
息税折旧前利润增长(%)	15.3	(20.1)	32.0	16.8	19.0
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	22.7	(10.6)	12.2	17.5	20.3
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	18.0	14.0	17.2	17.9	18.7
营业利润率(%)	17.9	16.6	17.3	18.0	18.9
毛利率(%)	31.8	29.2	31.2	32.1	33.0
归母净利润率(%)	16.6	15.7	15.9	16.7	17.4
ROE(%)	18.5	15.0	15.1	16.0	17.1
ROIC(%)	17.5	13.5	16.8	19.2	21.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
净负债权益比	0.2	0.1	0.0	(0.1)	(0.1)
流动比率	1.7	2.1	2.3	2.5	2.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	11.1	10.3	10.3	10.3	10.3
应付账款周转率	12.9	11.7	12.1	12.2	12.4
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	3.7	3.8	3.5	3.7	3.7
管理费用率(%)	4.8	5.1	5.0	5.0	5.0
研发费用率(%)	4.1	4.3	4.2	4.2	4.2
财务费用率(%)	0.4	0.5	0.3	0.3	0.1
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.1	1.9	2.1	2.4	2.9
每股经营现金流(最新摊薄)	2.3	2.2	2.1	3.2	3.4
每股净资产(最新摊薄)	11.2	12.4	13.8	15.3	17.2
每股股息	0.7	0.7	0.7	0.9	1.0
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	11.2	12.6	11.2	9.5	7.9
P/B(最新摊薄)	2.1	1.9	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	13.5	11.6	7.8	6.2	4.9
价格/现金流(倍)	10.3	10.8	10.9	7.4	6.9

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予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。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