

002949.SZ

买入

原评级：买入

市场价格：人民币 13.07

板块评级：中性

本报告要点

■ 华阳国际 2023 年报点评

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(7.9)	26.0	(8.3)	(10.9)
相对深圳成指	(9.4)	24.9	(10.6)	8.8

发行股数(百万)	196.04
流通股(百万)	149.54
总市值(人民币 百万)	2,562.25
3个月日均交易额(人民币 百万)	49.23
主要股东	
唐崇武	26.48

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2024 年 4 月 3 日收市价为标准

相关研究报告

《华阳国际》20231031
《华阳国际》20230825
《华阳国际》20230427

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：工程咨询服务 II

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

联系人：郑静文

jingwen.zheng@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122110011

华阳国际

利润逆势增长，分红比例提升

公司发布 2023 年报，2023 年公司营收 15.07 亿元，同减 17.46%；归母净利 1.61 亿元，同增 43.82%；EPS0.83 元，同增 43.81%。2023 年公司业务结构及布局持续优化，盈利能力增强；公司具备装配式建筑和 BIM 技术先发优势，未来成长可期。维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- 营收下滑，归母净利逆势增长。2023 年公司营收 15.07 亿元，同减 17.46%；归母净利 1.61 亿元，同增 43.82%，实现逆势增长。2023Q4 公司营收 4.53 亿元，同减 14.35%；归母净利 0.22 亿元，同增 170.05%。2023 年公司经营现金净流量 2.87 亿元，同增 8.17%，连续四年经营现金净流入超过 2 亿元。2023Q4 公司经营现金净流量为 3.17 亿元，同减 10.26%。
- 公司盈利能力增强，费用控制能力提升。2023 年公司毛利率 32.22%，同增 3.01pct；归母净利率 10.71%，同增 4.57pct；期间费用率为 15.52%，同减 0.54pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别变动 0.25/-0.91/0.14/-0.01pct。费用控制能力总体有所提升。
- 业务结构及布局持续改善，人均创利大幅增长。2023 年公司建筑设计业务新签合同额 15.54 亿元，同增 2.46%。建筑设计中新签装配式建筑订单金额 8.78 亿元，同比大幅增长 42.85%。2023 年公司新签造价咨询业务订单金额 1.64 亿元，同减 22.63%；新签全过程工程咨询合同金额 0.37 亿元，同减 22.01%。2023 年毛利率水平较低的工程总承包业务收入占比进一步下降至 10.64%，同减 6.79pct；且公司业务集中于经济发展较好的华南地区，与深圳市建筑工务署、深圳市住建局等政府单位、华润、保利等品牌开发商和大疆、OPPO 等知名企业建立了良好的合作关系。公司人员规模进一步精简，2023 年末公司员工共计 3,281 名，同减 18.24%，但员工人均创收和人均创利同比均有所增长。2023 年员工人均创收 45.92 万元，同增 0.95%；人均创利 4.92 万元，同比大幅增长 75.71%。
- 持续加强装配式建筑与 BIM 技术研究，巩固技术优势。公司是最早开展装配式建筑设计和 BIM 技术研究的企业之一，具备先发优势；未来公司将持续加强装配式建筑、BIM、AI 技术等领域的研究和开发，巩固技术优势。

估值

- 公司盈利能力提升，考虑地产行业复苏情况仍有待观察，我们对调整业绩预期。预计 2024-2026 年公司收入为 16.4、17.7、18.8 亿元；归母净利为 2.0、2.2、2.6 亿元；EPS 为 0.99、1.14、1.31 元。维持公司买入评级。

评级面临的主要风险

- 装配式建筑增速下滑，下游需求恢复不及预期，业务扩张效果不及预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	1,825	1,507	1,643	1,769	1,880
增长率(%)	(36.5)	(17.5)	9.1	7.7	6.2
EBITDA(人民币 百万)	213	256	353	404	451
归母净利润(人民币 百万)	112	161	195	224	257
增长率(%)	6.5	43.8	20.7	15.3	14.5
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.57	0.82	0.99	1.14	1.31
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.06	1.28	
调整幅度(%)			(6.6)	(10.9)	
市盈率(倍)	22.8	15.9	13.2	11.4	10.0
市净率(倍)	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA(倍)	9.9	8.5	5.5	4.6	4.0
每股股息(人民币)	0.3	0.8	1.0	1.1	1.3
股息率(%)	2.3	5.7	7.4	8.5	9.8

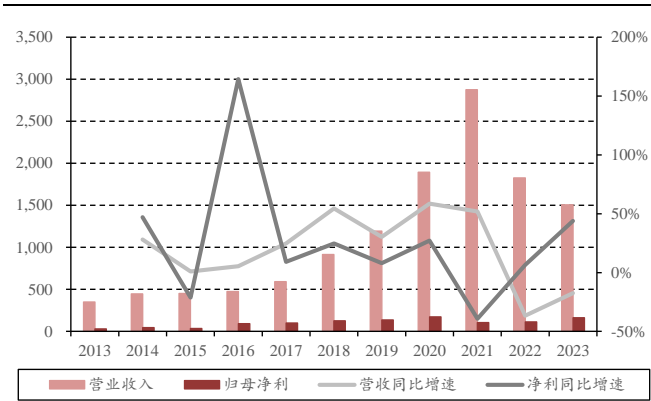
资料来源：公司公告，中银证券预测

一、净利润逆势增长，经营现金流持续好转

事件：公司发布 2023 年年报。2023 年，公司实现营业收入 15.07 亿元，同减 17.46%；归母净利 1.61 亿元，同比大幅增长 43.82%；扣非归母净利 1.29 亿元，同增 48.07%；EPS0.83 元，同增 43.81%。公司归母净利润实现逆势增长。2023Q4 公司实现营业收入 4.53 亿元，同减 14.35%；归母净利 0.22 亿元，同增 170.05%。现金流方面，2023 年公司经营活动现金净流量为 2.87 亿元，同增 8.17%，连续四年经营现金净流入超过 2 亿元。2023Q4 公司经营现金净流量为 3.17 亿元，同减 10.26%。公司经营现金流量表现相对稳健。2023 年公司拟现金分红 1.57 亿元，分红率超 97%。公司计划未来三年（2024-2026 年）每年以现金形式分配的股利不低于当年度实现的母公司可分配利润的 40%。

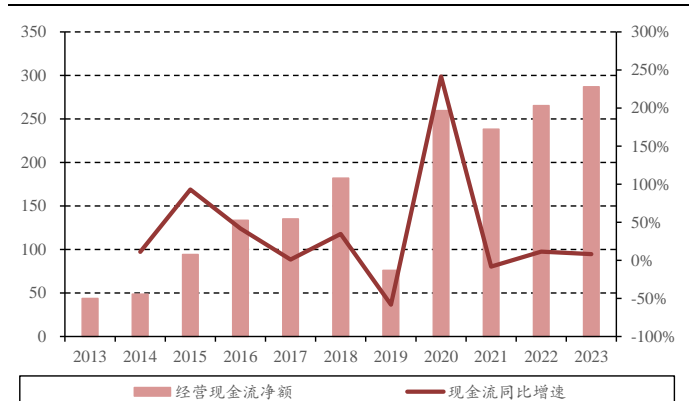
公司盈利能力增强，费用控制能力提升。2023 年，公司毛利率为 32.22%，同增 3.01pct；归母净利率为 10.71%，同增 4.57pct。2023Q4 公司毛利率为 32.87%，同增 5.46pct；归母净利率 4.94%，同比扭亏为盈。2023 年公司盈利能力同比增强。期间费用方面，2023 年公司期间费用率为 15.52%，同减 0.54pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别变动 0.25/-0.91/0.14/-0.01pct。费用控制能力总体有所提升。2023Q4 公司期间费用率为 12.47%，同减 3.63pct。其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别变动 0.79/-3.96/-0.40/-0.08pct。

图表 1. 2023 年公司营收下滑，归母净利逆势增长
(单位：百万元)



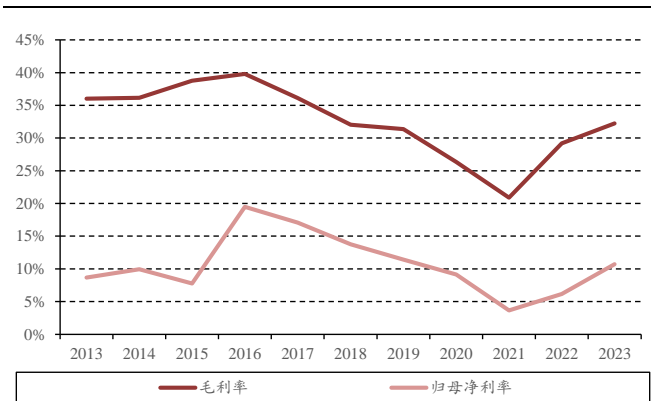
资料来源：Wind，中银证券

图表 2. 2023 年公司经营现金流净额同比增长
(单位：百万元)



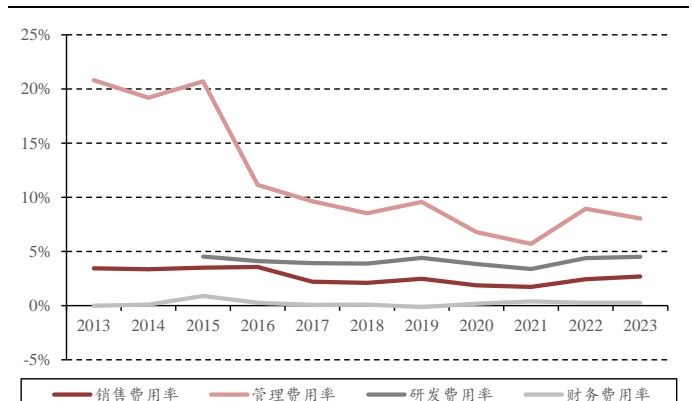
资料来源：Wind，中银证券

图表 3. 2023 年公司毛利率及归母净利率均有回升



资料来源：Wind，中银证券

图表 4. 2023 年公司期间费用率同比下降



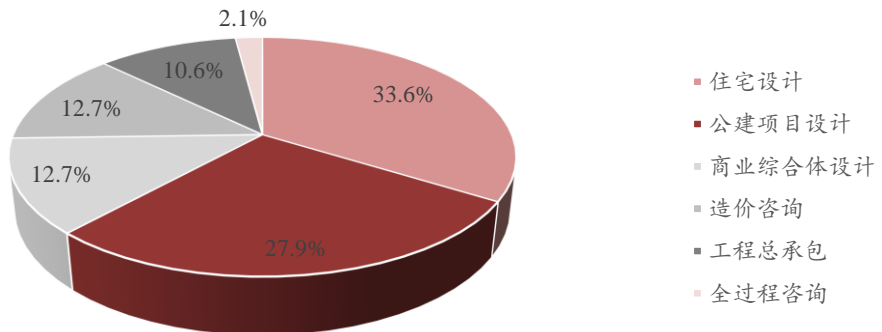
资料来源：Wind，中银证券

二、业务结构及布局持续改善，人均创利大幅增长

EPC 订单继续下降，业务结构及布局持续改善。新签订单方面，2023 年公司建筑设计业务新签合同额 15.54 亿元，同增 2.46%。建筑设计中新签装配式建筑订单金额 8.78 亿元，同比大幅增长 42.85%。2023 年公司新签造价咨询业务订单金额 1.64 亿元，同减 22.63%；新签全过程工程咨询合同金额 0.37 亿元，同减 22.01%。2023 年公司归母净利润实现逆势增长，主要系业务结构和布局持续调整改善。2023 年毛利率水平较低的工程总承包业务收入占比进一步下降至 10.64%，同减 6.79pct；且公司业务集中于经济发展较好的华南地区，与深圳市建筑工务署、深圳市住建局等政府单位、华润、保利等品牌开发商和大疆、OPPO 等知名企业建立了良好的合作关系。华阳国际坚持“设计+科技”战略，深耕装配式建筑、BIM、AI 技术等的研究开发，持续提升设计方案质量，未来发展空间较为广阔。

2023 年公司人均创收同比基本持平，人均创利大幅提升。公司人员规模进一步精简，2023 年末公司员工共计 3,281 名，同减 18.24%，但员工人均创收和人均创利均有所增长。2023 年员工人均创收 45.92 万元，同增 0.95%；人均创利 4.92 万元，同比大幅增长 75.71%。

图表 5. 2023 年公司业务构成



资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 公司建筑设计、造价咨询等主要业务毛利率有所提升

	2023 年	2022 年	毛利率同比变动
建筑设计	35.06%	34.60%	0.46pct
其中：住宅	34.35%	36.11%	(1.76pct)
公建项目	38.77%	39.21%	(0.44pct)
商业综合体	28.78%	23.96%	4.82pct
工程总承包	0.96%	3.16%	(2.20pct)
造价咨询	42.19%	38.36%	3.83pct
全过程咨询	29.47%	19.93%	9.54pct

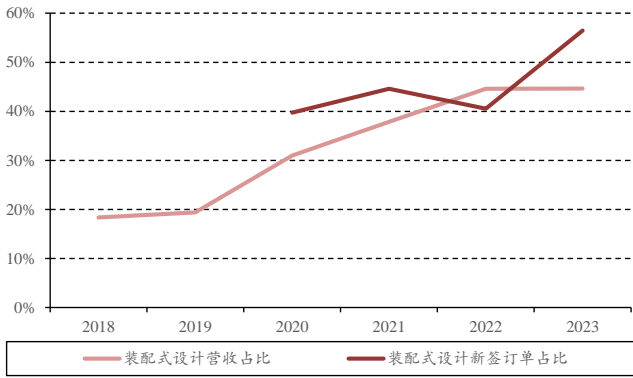
资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 2021-2023 年公司新签订单情况（单位：百万元）

	2021	2022	2023
建筑设计	2,435.79	1,516.46	1,553.81
其中：装配式设计	1,086.36	614.51	877.82
造价咨询	450.54	212.56	164.47
工程总承包及全过程咨询	156.16	47.76	37.25
合计	3,042.49	1,776.78	1,755.53

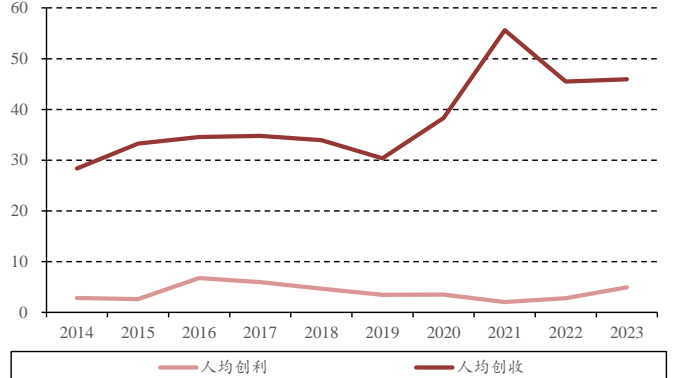
资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 公司装配式设计业务营收及新签订单占比持续提升



资料来源: Wind, 中银证券

图表 9. 2023 年人均创利同比回升 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 中银证券

三、深耕装配式建筑与 BIM，未来发展可期

公司作为最早开展装配式建筑设计和 BIM 技术研究的企业之一，未来公司将持续加强装配式建筑、BIM、AI 技术等领域的研究和开发，巩固技术优势。公司打造了华阳速建等正向设计平台，以 iBIM 平台为支撑，以工程项目为中心整合多源数据，通过云端项目管理及多方在线协同的方式实现数据流转，为全产业链生态融合提供数字化解决方案。2022 年，公司与中望软件合作，积极投资国产 BIM 软件的研发，为建筑数字化转型及高质量发展提供信息安全保障。此外，公司也在积极探索人工智能在建筑设计中的应用场景，推进人工智能在设计领域的应用。

四、风险提示

装配式建筑增速下滑，建筑设计需求恢复不及预期，业务扩张效果不及预期。

图表 10. 2023 年业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022	2023	同比增长(%)
营业收入	1,825.50	1,506.75	(17.46)
营业税及附加	12.51	11.88	(5.00)
净营业收入	1,812.99	1,494.86	(17.55)
营业成本	1,292.35	1,021.20	(20.98)
销售费用	44.75	40.68	(9.11)
管理费用	243.39	189.24	(22.25)
财务费用	5.01	3.95	(21.07)
资产减值损失	6.00	22.00	266.67
营业利润	152.66	208.17	36.36
营业外收入	0.12	0.24	95.38
营业外支出	11.37	2.95	(74.04)
利润总额	160.29	214.71	33.95
所得税	15.75	25.40	61.24
少数股东损益	32.36	27.98	(13.54)
归属母公司股东净利润	112.18	161.33	43.82
扣除非经常性损益的净利润	87.20	129.12	48.07
每股收益(元)	0.57	0.82	43.86
扣非后每股收益(元)	0.44	0.66	50.00
毛利率(%)	29.21	32.22	增加 3.01 个百分点
净利率(%)	7.92	12.56	增加 4.65 个百分点
销售费用率(%)	2.45	2.70	增加 0.25 个百分点
管理费用率(%)	8.95	8.04	减少 0.91 个百分点
研发费用率(%)	4.38	4.52	增加 0.14 个百分点
财务费用率(%)	0.27	0.26	减少 0.01 个百分点

资料来源: Wind, 中银证券

图表 11. 2023Q4 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022Q4	2023Q4	同比增长(%)
营业收入	529.38	453.43	(14.35)
营业税及附加	4.72	5.88	24.59
净营业收入	524.67	447.55	(14.70)
营业成本	384.30	304.37	(20.80)
销售费用	12.14	14.00	15.32
管理费用	72.09	42.02	(41.71)
财务费用	1.03	0.53	(48.37)
资产减值损失	3.00	7.00	133.33
营业利润	(10.93)	41.57	480.32
营业外收入	0.05	0.07	50.38
营业外支出	10.40	0.85	(91.86)
利润总额	(17.33)	40.30	332.60
所得税	(7.39)	1.44	119.49
少数股东损益	22.06	16.45	(25.44)
归属母公司股东净利润	(32.00)	22.41	170.05
扣除非经常性损益的净利润	(29.34)	24.61	183.87
每股收益(元)	(0.16)	0.11	168.75
扣非后每股收益(元)	(0.15)	0.13	186.67
毛利率(%)	27.41	32.87	增加 5.46 个百分点
净利率(%)	(1.88)	8.57	增加 10.45 个百分点
销售费用率(%)	2.29	3.09	增加 0.79 个百分点
管理费用率(%)	10.26	6.30	减少 3.96 个百分点
研发费用率(%)	3.36	2.96	减少 0.40 个百分点
财务费用率(%)	0.19	0.12	减少 0.08 个百分点

资料来源: Wind, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,825	1,507	1,643	1,769	1,880
营业收入	1,825	1,507	1,643	1,769	1,880
营业成本	1,292	1,021	1,116	1,184	1,240
营业税金及附加	13	12	13	14	15
销售费用	45	41	41	44	47
管理费用	163	121	131	142	150
研发费用	80	68	74	80	85
财务费用	5	4	(1)	(2)	(2)
其他收益	21	20	21	21	21
资产减值损失	(35)	(26)	(22)	(20)	(18)
信用减值损失	(62)	(31)	(21)	(19)	(16)
资产处置收益	1	6	3	3	4
公允价值变动收益	4	1	0	0	0
投资收益	15	8	13	12	11
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	172	217	264	305	346
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	11	3	5	6	5
利润总额	160	215	259	298	342
所得税	16	25	30	34	39
净利润	145	189	229	264	302
少数股东损益	32	28	34	40	45
归母净利润	112	161	195	224	257
EBITDA	213	256	353	404	451
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.57	0.82	0.99	1.14	1.31

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,035	1,952	2,231	2,212	2,494
现金及等价物	625	809	857	937	1,007
应收账款	602	445	696	532	773
应收票据	9	4	11	6	12
存货	0	0	0	0	0
预付账款	8	9	9	10	10
合同资产	240	331	293	369	325
其他流动资产	551	354	364	358	367
非流动资产	1,186	1,311	1,308	1,303	1,289
长期投资	52	55	55	55	55
固定资产	402	326	499	568	584
无形资产	191	187	199	210	218
其他长期资产	541	743	555	471	432
资产合计	3,221	3,263	3,539	3,515	3,783
流动负债	1,220	1,182	1,422	1,347	1,565
短期借款	2	4	1	1	1
应付账款	214	252	257	283	283
其他流动负债	1,003	926	1,163	1,063	1,280
非流动负债	422	415	412	416	414
长期借款	0	0	5	5	5
其他长期负债	422	415	407	411	409
负债合计	1,641	1,597	1,833	1,763	1,978
股本	196	196	196	196	196
少数股东权益	99	83	118	157	203
归属母公司股东权益	1,480	1,583	1,589	1,595	1,602
负债和股东权益合计	3,221	3,263	3,539	3,515	3,783

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	145	189	229	264	302
折旧摊销	78	69	128	138	143
营运资金变动	77	44	9	26	5
其他	(34)	(16)	(10)	(20)	(16)
经营活动现金流	265	287	356	407	435
资本支出	(156)	(70)	(130)	(130)	(130)
投资变动	222	112	0	0	0
其他	18	(170)	16	15	15
投资活动现金流	84	(128)	(114)	(115)	(115)
银行借款	(22)	1	2	0	0
股权融资	(51)	(122)	(189)	(218)	(250)
其他	(32)	(12)	(6)	5	1
筹资活动现金流	(105)	(133)	(193)	(213)	(249)
净现金流	244	26	48	80	70

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(36.5)	(17.5)	9.1	7.7	6.2
营业利润增长率(%)	16.0	26.7	21.3	15.5	13.6
归属于母公司净利润增长率(%)	6.5	43.8	20.7	15.3	14.5
息税前利润增长(%)	16.0	38.2	20.6	18.6	15.4
息税折旧前利润增长(%)	1.9	20.2	38.1	14.5	11.6
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	6.5	43.8	20.7	15.3	14.5
获利能力					
息税前利润率(%)	7.4	12.4	13.7	15.1	16.4
营业利润率(%)	9.4	14.4	16.1	17.2	18.4
毛利率(%)	29.2	32.2	32.1	33.1	34.0
归母净利润率(%)	6.1	10.7	11.8	12.7	13.7
ROE(%)	7.6	10.2	12.3	14.1	16.0
ROIC(%)	10.9	14.9	18.2	22.2	26.1
偿债能力					
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
净负债权益比	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.3)
流动比率	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	3.3	2.9	2.9	2.9	2.9
应付账款周转率	9.7	6.5	6.4	6.5	6.6
费用率					
销售费用率(%)	2.5	2.7	2.5	2.5	2.5
管理费用率(%)	9.0	8.0	8.0	8.0	8.0
研发费用率(%)	4.4	4.5	4.5	4.5	4.5
财务费用率(%)	0.3	0.3	(0.1)	(0.1)	(0.1)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.6	0.8	1.0	1.1	1.3
每股经营现金流(最新摊薄)	1.4	1.5	1.8	2.1	2.2
每股净资产(最新摊薄)	7.6	8.1	8.1	8.1	8.2
每股股息	0.3	0.8	1.0	1.1	1.3
估值比率					
P/E(最新摊薄)	22.8	15.9	13.2	11.4	10.0
P/B(最新摊薄)	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA	9.9	8.5	5.5	4.6	4.0
价格/现金流(倍)	9.7	8.9	7.2	6.3	5.9

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