

002398.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 3.33

板块评级: 强于大市

本报告要点

■ 垒知集团 2024 年中报点评

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(30.8)	(4.3)	(26.5)	(38.4)
相对深圳成指	(17.6)	3.7	(10.7)	(17.1)

发行股数 (百万)	698.01
流通股 (百万)	579.36
总市值 (人民币 百万)	2,324.39
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	14.85
主要股东	
蔡永太	16.59

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2024 年 8 月 22 日收市价为标准

相关研究报告

- 《垒知集团》20231107
- 《垒知集团》20230830
- 《垒知集团》20230430

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

联系人: 郑静文

jingwen.zheng@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122110011

垒知集团

外加剂产能提升, 检测业务盈利能力增强

公司发布 2024 年中报, 2024H1 实现收入 11.79 亿元, 同减 21.06%; 归母净利润 0.72 亿元, 同减 42.02%; 扣非归母净利 0.60 亿元, 同减 48.19%; EPS0.10 元, 同减 44.44%。24H1 检测业务盈利能力增强, 外加剂业务产能规模持续提升。维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- 2024H1 公司归母净利润降幅较大。2024Q2 公司营收 6.58 亿元, 同减 22.91%; 归母净利润 0.31 亿元, 同减 60.30%。现金流方面, 2024H1 公司经营活动现金净流量 -0.74 亿元, 同比由净流入转为净流出; 其中二季度公司经营现金流净额为 -0.52 亿元, 同比由正转负。上半年公司经营现金流下滑主要系销售回款同比减少。
- 盈利能力同比下滑, 收入摊薄作用减弱。2024H1 公司毛利率为 23.42%, 同减 1.74pct; 归母净利率为 6.14%, 同减 2.22pct。2024Q2 公司毛利率为 22.26%, 同减 3.30pct; 归母净利率为 4.63%, 同减 4.36pct。2024H1 公司期间费用率为 19.53%, 同增 3.15pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别增加 1.19/1.05/0.66/0.25pct。单二季度公司期间费用率为 18.65%, 同增 3.26pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别增加 1.10/1.21/0.54/0.40pct。上半年营收下降导致期间费用摊薄作用减弱。
- 2024H1 健研检测集团盈利能力明显提升。2024H1 公司检测业务毛利率为 38.00%, 同增 3.56pct。全资子公司健研检测集团上半年营收为 0.97 亿元, 同增 12.92%; 净利润 0.21 亿元, 同比大增 118.69%; 净利率达到 22.12%, 同增 10.70pct。上半年检测业务盈利能力明显增强。但同期外加剂业务毛利率同比有所下降, 我们判断上半年环氧乙烷价格震荡上行未对公司外加剂业务造成显著成本压力, 行业需求下滑、相关期间费用难以摊薄或为外加剂业务盈利能力下滑主因。
- 外加剂产能提升, 检测业务资质齐全。截至 2024 年 6 月末, 公司国内外外加剂合成总产能达 148.9 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。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

- 上半年公司业务有所下滑, 我们对应调整盈利预测。预计 2024-2026 年公司收入为 30.7、33.1、35.1 亿元; 归母净利润分别为 1.5、1.8、2.1 亿元; EPS 分别为 0.21、0.26、0.30 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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	3,947	3,058	3,066	3,307	3,507
增长率(%)	(19.7)	(22.5)	0.2	7.9	6.1
EBITDA(人民币 百万)	289	218	252	312	364
归母净利润(人民币 百万)	211	159	147	182	213
增长率(%)	(22.3)	(24.8)	(7.6)	24.0	16.8
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.30	0.23	0.21	0.26	0.30
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.46	0.56	
调整幅度(%)			(54.3)	(53.6)	
市盈率(倍)	11.0	14.6	15.8	12.8	10.9
市净率(倍)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(倍)	13.2	13.9	6.8	5.0	3.6
每股股息(人民币)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
股息率(%)	1.4	1.7	2.3	2.8	3.3

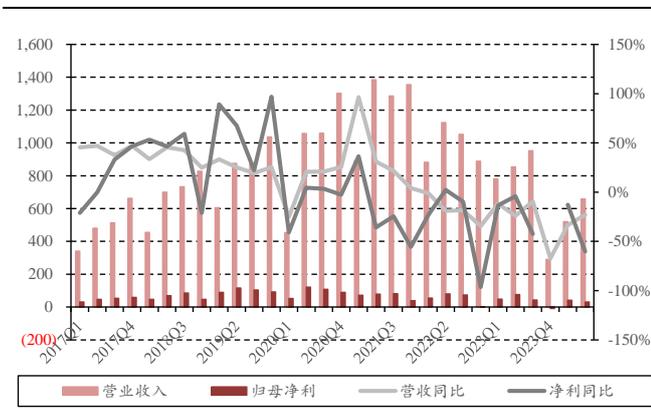
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

一、归母净利降幅较大，盈利能力下滑

事件: 8月19日, 垒知集团发布2024年中期报告。上半年公司实现营业收入11.79亿元, 同减21.06%; 归母净利0.72亿元, 同减42.02%; 扣非归母净利0.60亿元, 同减48.19%; EPS0.10元, 同减44.44%。上半年公司业绩同比降幅较大, 且归母净利同比降幅高于营收降幅。2024Q2, 公司单季度实现营业收入6.58亿元, 同减22.91%; 归母净利0.31亿元, 同减60.30%。现金流方面, 上半年公司经营活动现金流量净额为-0.74亿元, 同比由净流入转为净流出; 其中二季度公司经营现金流净额为-0.52亿元, 同比由正转负。上半年公司经营现金流下滑主要系销售回款同比减少。

盈利能力同比下滑, 收入摊薄作用减弱。盈利能力方面, 上半年公司毛利率为23.42%, 同减1.74pct; 归母净利率为6.14%, 同减2.22pct。2024Q2, 公司单季度毛利率为22.26%, 同减3.30pct; 归母净利率为4.63%, 同减4.36pct。上半年公司毛利率及归母净利率同比均有下。期间费用方面, 上半年公司期间费用率为19.53%, 同增3.15pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别增加1.19/1.05/0.66/0.25pct。单二季度公司期间费用率为18.65%, 同增3.26pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别增加1.10/1.21/0.54/0.40pct。上半年营收下降导致期间费用摊薄作用减弱。

图表 1. 2024Q2 公司营收净利均有下滑 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 中银证券

图表 2. 2024Q2 公司经营现金流净额同比由正转负 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 中银证券

图表 3. 2024Q2 公司毛利率及归母净利率同比均有下滑



资料来源: Wind, 中银证券

图表 4. 2024Q2 公司期间费用率同比增加

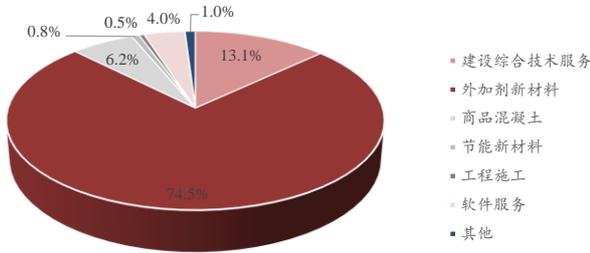


资料来源: Wind, 中银证券

二、24H1 健研检测集团盈利能力明显提升

2024年上半年，建设综合技术服务和外加剂新材料业务营收占比分别为13.06%、74.48%；业务毛利率分别为38.00%、20.32%，同比分别变动3.56pct、-4.38pct。上半年公司全资子公司健研检测集团有限公司继续推进“跨区域、跨领域”发展战略，加快建设工程全生命技术服务发展，不断推进横向业务延伸。2024H1 健研检测集团检测与认证业务实现营收9696.09万元，同增12.92%；净利润2144.45万元，同比大幅增长118.69%；净利率为22.12%，同增10.70pct。全资子公司科之杰新材料集团有限公司在强化风险控制的前提下积极开拓区域市场，通过提升产品质量、优化销售策略、提高产品附加值等措施提升公司盈利。2024H1 科之杰新材料集团实现营业收入13947.56万元，同减25.50%；净利润407.47万元，同减72.89%；净利率为2.92%，同减5.11pct。外加剂新材料所使用的主要原材料环氧乙烷现货价格在2024H1 虽有小幅上行，但我们判断尚未对公司外加剂业务造成明显的成本压力，行业需求下滑导致收入下降、相关期间费用难以摊薄应为外加剂业务盈利能力下降的主要原因。

图表 5. 2024H1 外加剂新材料和建设综合技术服务营收占比合计超 80%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 2024H1 环氧乙烷价格震荡小幅上涨（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

	2024H1	2023H1	毛利率同比变动
建设综合技术服务	38.00%	34.44%	3.56pct
外加剂新材料	20.32%	24.70%	(4.38pct)

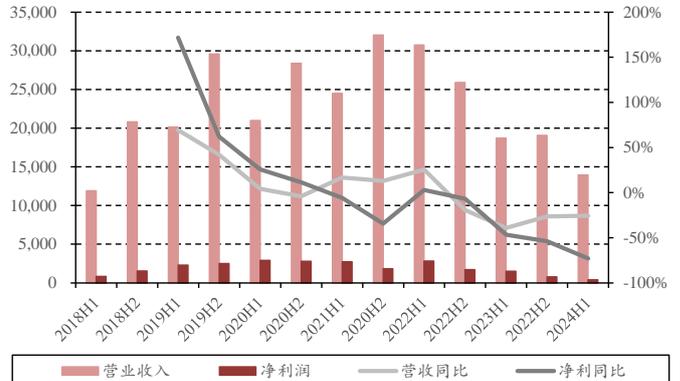
资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 2018-2024H1 健研检测集团营收净利金额及同比变动（单位：万元）



资料来源：公司公告，中银证券

图表 9. 2018-2024H1 科之杰集团营收净利金额及同比变动（单位：万元）



资料来源：Wind，中银证券

图表 10. 2024H1 健研检测集团净利率有所抬升



资料来源：公司公告，中银证券

三、外加剂产能提升，检测业务资质齐全

外加剂业务产能及市占率不断提升，检测业务品类持续拓展。外加剂业务领域，公司产业布局较为完善，分布在福建、四川、重庆等 16 个省及直辖市，并领先同行在海外布局，设立老挝外加剂产业基地。截至 2024 年 6 月末，公司国内合成总产能已达 148.9 万吨，较 2023 年末新增 10 万吨产能，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 11. 2024H1 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2023H1	2024H1	同比增长(%)
营业收入	1,493.42	1,178.83	(21.06)
营业税及附加	9.96	7.75	(22.19)
净营业收入	1,503.38	1,171.08	(22.10)
营业成本	1,117.79	902.79	(19.23)
销售费用	87.45	83.07	(5.02)
管理费用	150.58	138.99	(7.69)
财务费用	6.63	8.18	23.41
资产减值损失	9.00	17.00	88.89
营业利润	133.48	73.39	(45.02)
营业外收入	1.01	3.62	257.72
营业外支出	0.19	0.28	46.38
利润总额	134.30	76.72	(42.87)
所得税	12.91	5.07	(60.71)
少数股东损益	(3.45)	(0.73)	78.86
归属母公司股东净利润	124.83	72.38	(42.02)
扣除非经常性损益的净利润	115.47	59.82	(48.19)
每股收益(元)	0.18	0.10	(44.44)
毛利率(%)	25.15	23.42	减少 1.74 个百分点
净利率(%)	8.13	6.08	减少 2.05 个百分点
销售费用率(%)	5.86	7.05	增加 1.19 个百分点
管理费用率(%)	4.71	5.76	增加 1.05 个百分点
研发费用率(%)	5.37	6.03	增加 0.66 个百分点
财务费用率(%)	0.44	0.69	增加 0.25 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 2024Q2 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2023Q2	2024Q2	同比增长(%)
营业收入	853.89	658.29	(22.91)
营业税及附加	5.30	4.02	(24.15)
净营业收入	859.19	654.27	(23.85)
营业成本	635.59	511.74	(19.49)
销售费用	50.11	45.89	(8.42)
管理费用	80.32	73.46	(8.54)
财务费用	0.94	3.38	260.49
资产减值损失	5.00	9.00	80.00
营业利润	75.36	26.06	(65.42)
营业外收入	0.12	2.53	1,937.88
营业外支出	0.11	0.13	15.93
利润总额	75.37	28.46	(62.24)
所得税	(0.02)	(1.62)	(8,465.69)
少数股东损益	(1.44)	(0.42)	70.51
归属母公司股东净利润	76.82	30.50	(60.30)
扣除非经常性损益的净利润	73.11	25.07	(65.71)
每股收益(元)	0.11	0.04	(63.64)
毛利率(%)	25.57	22.26	减少 3.30 个百分点
净利率(%)	8.83	4.57	减少 4.26 个百分点
销售费用率(%)	5.87	6.97	增加 1.10 个百分点
管理费用率(%)	4.22	5.43	增加 1.21 个百分点
研发费用率(%)	5.19	5.73	增加 0.54 个百分点
财务费用率(%)	0.11	0.51	增加 0.40 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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,947	3,058	3,066	3,307	3,507
营业收入	3,947	3,058	3,066	3,307	3,507
营业成本	3,095	2,298	2,315	2,491	2,619
营业税金及附加	21	19	20	21	23
销售费用	191	205	199	215	228
管理费用	159	154	159	172	189
研发费用	188	172	169	182	203
财务费用	13	14	9	4	0
其他收益	27	18	25	23	22
资产减值损失	(51)	(40)	(35)	(30)	(25)
信用减值损失	(54)	(56)	(55)	(50)	(45)
资产处置收益	3	32	12	16	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	27	21	23	24	23
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	233	170	165	205	240
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	4	2	2	2	2
利润总额	229	170	166	205	240
所得税	21	18	17	21	24
净利润	208	153	149	185	216
少数股东损益	(4)	(6)	2	3	3
归母净利润	211	159	147	182	213
EBITDA	289	218	252	312	364
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.30	0.23	0.21	0.26	0.30

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	4,744	4,707	4,456	5,100	4,846
现金及等价物	350	320	501	690	946
应收账款	3,149	2,979	2,811	2,884	2,572
应收票据	249	128	213	155	235
存货	129	120	99	150	115
预付账款	22	21	20	27	21
合同资产	1	5	1	5	1
其他流动资产	843	1,135	811	1,189	955
非流动资产	1,655	1,765	1,757	1,738	1,711
长期投资	245	210	210	210	210
固定资产	645	607	779	848	865
无形资产	268	260	297	329	356
其他长期资产	497	688	471	350	280
资产合计	6,399	6,472	6,213	6,837	6,557
流动负债	2,242	2,266	1,989	2,495	2,074
短期借款	5	0	20	20	20
应付账款	1,602	1,874	1,469	1,991	1,501
其他流动负债	635	391	500	485	554
非流动负债	473	479	431	430	431
长期借款	57	70	20	20	20
其他长期负债	417	409	411	410	411
负债合计	2,715	2,745	2,420	2,925	2,505
股本	717	714	698	698	698
少数股东权益	67	40	42	45	48
归属母公司股东权益	3,616	3,688	3,751	3,867	4,003
负债和股东权益合计	6,399	6,472	6,213	6,837	6,557

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	208	153	149	185	216
折旧摊销	100	104	139	166	189
营运资金变动	(286)	272	137	51	90
其他	399	(91)	20	(12)	(14)
经营活动现金流	420	437	444	390	480
资本支出	(216)	(212)	(164)	(177)	(187)
投资变动	(219)	(203)	0	0	0
其他	24	28	36	39	43
投资活动现金流	(412)	(386)	(128)	(138)	(144)
银行借款	(165)	9	(30)	0	0
股权融资	(224)	(73)	(84)	(65)	(76)
其他	322	5	(20)	2	(3)
筹资活动现金流	(66)	(59)	(134)	(64)	(80)
净现金流	(58)	(8)	182	189	256

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(%)	(19.7)	(22.5)	0.2	7.9	6.1
营业利润增长率(%)	(22.2)	(26.8)	(2.9)	24.0	16.8
归属于母公司净利润增长率(%)	(22.3)	(24.8)	(7.6)	24.0	16.8
息税前利润增长(%)	(24.4)	(39.8)	0.2	28.2	20.0
息税折旧前利润增长(%)	(13.2)	(24.6)	15.9	23.4	16.9
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	(22.3)	(24.8)	(7.6)	24.0	16.8
获利能力					
息税前利润率(%)	4.8	3.7	3.7	4.4	5.0
营业利润率(%)	5.9	5.6	5.4	6.2	6.8
毛利率(%)	21.6	24.8	24.5	24.7	25.3
归母净利润率(%)	5.4	5.2	4.8	5.5	6.1
ROE(%)	5.8	4.3	3.9	4.7	5.3
ROIC(%)	5.1	3.0	3.2	4.2	5.2
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
净负债权益比	0.0	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.1)
流动比率	2.1	2.1	2.2	2.0	2.3
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	1.3	1.0	1.1	1.2	1.3
应付账款周转率	2.8	1.8	1.8	1.9	2.0
费用率					
销售费用率(%)	4.8	6.7	6.5	6.5	6.5
管理费用率(%)	4.0	5.0	5.2	5.2	5.4
研发费用率(%)	4.8	5.6	5.5	5.5	5.8
财务费用率(%)	0.3	0.5	0.3	0.1	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
每股经营现金流(最新摊薄)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
每股净资产(最新摊薄)	5.2	5.3	5.4	5.5	5.7
每股股息	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
估值比率					
P/E(最新摊薄)	11.0	14.6	15.8	12.8	10.9
P/B(最新摊薄)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	13.2	13.9	6.8	5.0	3.6
价格/现金流(倍)	5.5	5.3	5.2	6.0	4.8

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