

002271.SZ

买入

原评级：买入

市场价格：人民币 29.07

板块评级：强于大市

本报告要点

■ 东方雨虹 2023 年一季报点评

股价表现



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(13.0)	(12.7)	(23.8)	(33.1)
相对深圳成指	(13.7)	(8.8)	(17.1)	(42.7)

发行股数 (百万)	2,518.46
流通股 (百万)	1,986.20
总市值 (人民币 百万)	73,211.75
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	788.97
主要股东	
李卫国	22.69

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2023 年 4 月 26 日收市价为标准

相关研究报告

《东方雨虹》20230422
《东方雨虹》20230414
《东方雨虹》20221030

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：林祁桢

qizhen.lin@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300121080012

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

东方雨虹

营收净利双增长，毛利率持续回升

公司发布 2023 年一季报，2023Q1 公司营收 74.95 亿元，同增 18.8%；归母净利 3.86 亿元，同增 21.5%；EPS0.15 元，同增 15.4%。公司一季度开局稳健，营收净利实现双增长，毛利率环比不断提升，2023 年 2-4 季度在低基数作用下业绩弹性有望凸显。维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- 开局稳健，营收净利双增长：2023Q1 公司实现营收 74.95 亿元，同增 18.8%；归母净利 3.86 亿元，同增 21.5%；扣非归母净利 3.24 亿元，同增 9.3%；EPS0.15 元，同增 15.4%。2023Q1 公司营收净利双增长，开局稳健。
- 盈利能力提升，现金流有所好转：2023Q1 公司毛利率为 28.66%，同增 0.38pct，环比增长 3.11pct；归母净利率 5.14%，同增 0.11pct。公司盈利能力同比均有提升。2023Q1 公司经营活动现金流量净额为-38.06 亿元，净流出规模较上年同期缩小 20.5%，主要系 Q1 公司销售商品、提供劳务收到的现金同增 19.4%，同时支付其他与经营活动有关的现金减少 19.5% 所致。
- 部分商品提价叠加 C 端占比增加提升毛利率，下游需求有所回升。2023Q1 沥青价格同比提升，公司成本压力增加。但公司对部分产品进行提价，且公司 C 端零售业务占比进一步提升，使得毛利率同比止跌企稳，环比则有所增长。需求方面，一季度基建投资维持高速增长，各地保交楼项目持续推进，下游需求有所回升，产品销量同比实现较快增长。
- 公司看点颇多，业绩弹性有望凸显：1) 防水新规于 23 年 4 月 1 日正式施行，防水行业提质增量在即，龙头企业率先受益；2) 年初至今地产出现复苏迹象，若复苏持续则有望拉动防水材料需求；3) 公司 C 端渠道布局及产品品类持续完善，有望保持较快增速；4) 2022 年防水行业中小企业出清加速，公司市占率有望进一步提升。

估值

- 一季度公司业绩稳健增长，我们维持原有盈利预测。预计 2023-2025 年公司收入为 363.7、448.0、532.0 亿元；归母净利分别为 37.1、47.9、58.8 亿元；EPS 分别为 1.47、1.90、2.33 元。维持公司买入评级。

评级面临的主要风险

- 沥青价格上涨挤压利润、项目投产不及预期、应收账款回收风险。

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)	31,934	31,214	36,368	44,799	53,197
增长率(%)	47.0	(2.3)	16.5	23.2	18.7
EBITDA(人民币 百万)	5,409	3,202	5,272	6,672	8,103
归母净利润(人民币 百万)	4,205	2,120	3,709	4,794	5,875
增长率(%)	24.1	(49.6)	74.9	29.3	22.6
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.67	0.84	1.47	1.90	2.33
市盈率(倍)	17.4	34.5	19.7	15.3	12.5
市净率(倍)	2.8	2.7	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA(倍)	22.5	24.5	12.2	9.4	7.1
每股股息(人民币)	0.3	0.1	0.2	0.2	0.3
股息率(%)	0.6	0.3	0.6	0.8	1.0

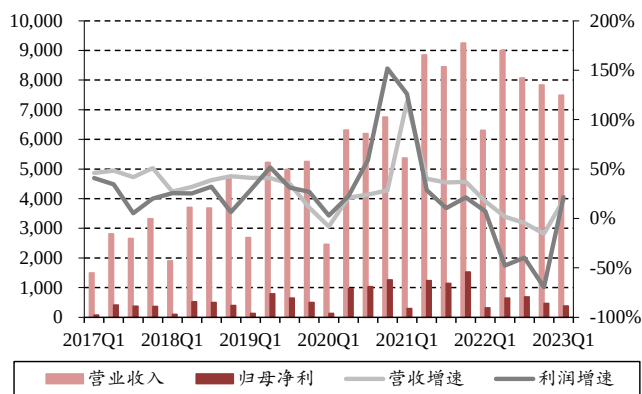
资料来源：公司公告，中银证券预测

一、营收净利双增长，经营现金净流出规模缩减

事件：4月25日晚，公司发布2023年一季度报。2023Q1，公司实现营收74.95亿元，同增18.8%；归母净利润3.86亿元，同增21.5%；扣非归母净利润3.24亿元，同增9.3%；EPS 0.15元，同增15.4%。在去年同期公司正常经营、营收净利均实现增长的较高基数下，2023Q1实现业绩增长实属不易。现金流方面，2023Q1公司经营活动现金流量净额为-38.06亿元，净流出规模较上年同期缩小20.5%，主要系Q1公司销售商品、提供劳务收到的现金同增19.4%，同时支付其他与经营活动有关的现金减少19.5%所致。

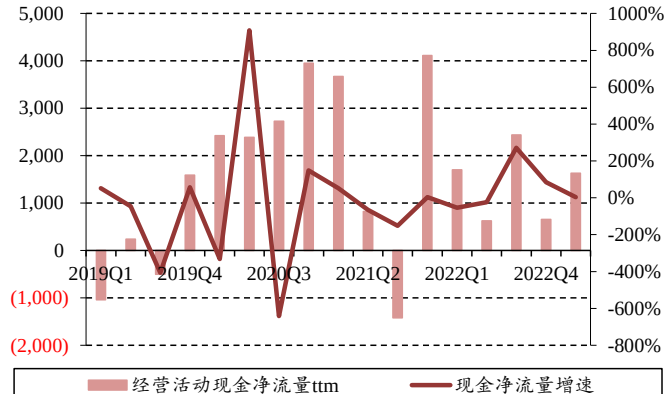
23Q1 毛利率持续回升，归母净利率同比增加：2023Q1公司毛利率为28.66%，同增0.38pct，环比22Q4增加3.11pct。公司毛利率水平自2023Q3触底后开始逐渐回升。公司归母净利率为5.14%，同增0.11pct；环比22Q4下滑0.80pct。期间费用方面，2023Q1公司期间费用率为19.33%，同比小幅增加0.27pct，环比22Q4下滑1.18pct。公司销售/管理/研发/财务费用同比分别变动0.09/0.39/-0.12/-0.09pct，环比分别变动-0.93/1.41/-0.82/-0.84pct。公司期间费用率总体保持相对稳定，其中管理费用率同环比均有增长。

图表 1. 2023Q1 公司营收及归母净利均实现增长
(单位：百万)



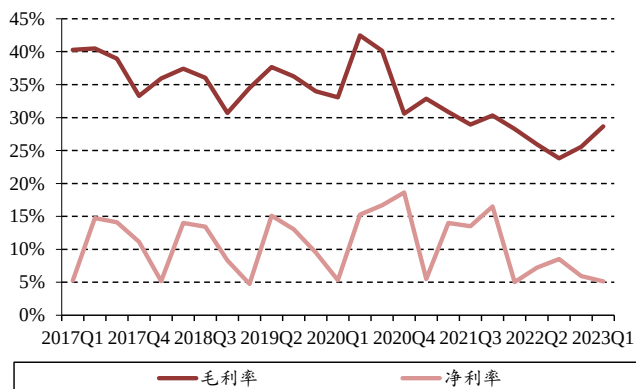
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 2023Q1 公司经营现金流表现有所好转
(单位：百万)



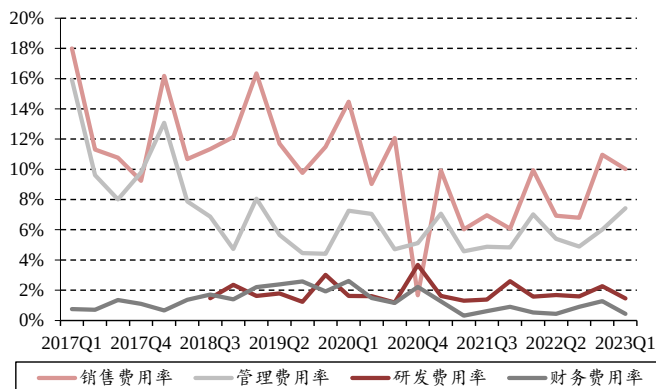
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 2023Q1 公司毛利率、归母净利率同比均提升



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 2023Q1 公司期间费用率同比小幅增加



资料来源：公司公告，中银证券

二、毛利率同比止跌企稳，下游需求转好

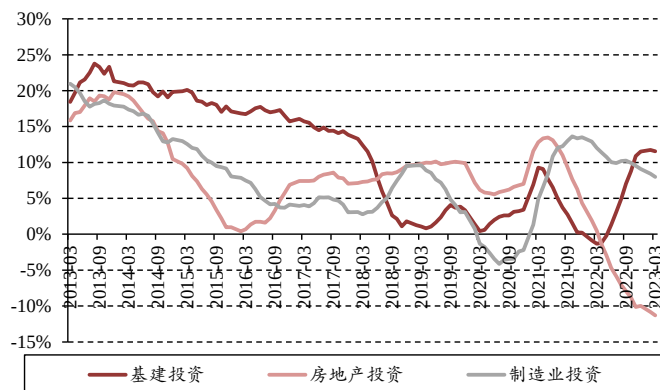
部分商品提价叠加 C 端占比增加提升毛利率，下游需求有所回升。2023 年一季度，公司主要原材料沥青价格同比提高。2023Q1 沥青期货结算平均价为 3779.5 元/吨，同增 132.5 元/吨，公司成本压力有所增加。但一季度公司部分产品销售价格同比增长，且公司 C 端零售业务占比进一步提升，使得毛利率同比止跌企稳，环比则有所增长。需求方面，一季度基建投资维持高速增长，各地保交楼项目持续推进，下游需求有所回升，产品销量同比实现较快增长。并且，公司充分发挥产品品类丰富、全国性产能布局和多层次市场营销渠道网络优势，市场份额进一步提升。

图表 5. 2023Q1 公司部分商品提价，减轻成本压力
(单位：元/吨)



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 2023Q1 基建投资保持较高增速



资料来源：万得，中银证券

三、看点颇多，业绩弹性有望凸显

新规落地，防水市场提质增量在即。防水新规自 2023 年 4 月 1 日起正式施行，山东、北京等地已经依据防水新规陆续制定了《山东省建筑防水工程技术导则》、《住宅工程防水施工和渗漏防治指南》等地方标准。依托于行业技术标准的提升，防水材料市场需求有望扩容，迎来提质增量的新发展阶段，率先利好龙头企业。

C 端有望保持快速增长。2022 年公司民建集团实现营收 60.78 亿元，同增 58%，建筑涂料零售和建筑修缮业务板块布局持续完善。截至 2022 年末，民建集团发展经销商数量已突破 4000 家，分销网点 16 余万家，分销门头近 4 万家，“虹哥汇”会员数量突破 200 万人；德爱威建筑涂料在全国重点市场建立了 1400 余家专卖店，建筑修缮集团在全国已布局服务中心、社区服务站等 500 余家门店。随着公司渠道持续铺设、产品品类不断丰富，预计 2023 年 C 端有望保持快速增长态势。

公司市占率有望持续提升。2022 年受到需求下滑、沥青成本高涨的双重挤压下，防水行业内中小企业出清速度加快，龙头企业市占率有所提升。预计随着公司不断整合优化直销及工程渠道营销网络，加强渠道下沉，不断消除空白市场与薄弱市场，公司市占率水平有望持续提高。

四、风险提示

沥青价格上涨挤压利润、项目投产不及预期、应收账款回收风险

图表 7. 2022 年业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021	2022	同比增长(%)
营业收入	31,934.20	31,213.84	(2.26)
营业税及附加	212.50	252.77	18.95
净营业收入	31,721.70	30,961.07	(2.40)
营业成本	22,184.43	23,171.49	4.45
销售费用	2,217.74	2,657.68	19.84
管理费用	2,203.86	2,351.18	6.68
财务费用	231.84	245.23	5.77
资产减值损失	36.51	6.00	(83.57)
营业利润	5,098.24	2,579.01	(49.41)
营业外收入	20.27	59.73	194.73
营业外支出	18.34	35.34	92.69
利润总额	5,100.16	2,603.39	(48.95)
所得税	886.85	485.55	(45.25)
少数股东损益	8.61	(2.45)	(128.50)
归属母公司股东净利润	4,204.70	2,120.30	(49.57)
扣除非经常性损益的净利润	3,867.43	1,802.76	(53.39)
每股收益(元)	1.74	0.85	(51.15)
扣非后每股收益(元)	2.46	1.15	(53.25)
毛利率(%)	30.53	25.77	减少 4.76 个百分点
归母净利率(%)	13.19	6.78	减少 6.41 个百分点
销售费用率(%)	6.94	8.51	增加 1.57 个百分点
管理费用率(%)	5.15	5.75	增加 0.60 个百分点
研发费用率(%)	1.75	1.78	增加 0.03 个百分点
财务费用率(%)	0.73	0.79	增加 0.06 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. 2023Q1 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022Q1	2023Q1	同比增长(%)
营业收入	6,308.59	7,494.55	18.80
营业税及附加	55.79	61.16	9.63
净营业收入	6,252.80	7,433.39	18.88
营业成本	4,524.25	5,346.57	18.18
销售费用	626.86	751.20	19.84
管理费用	542.37	664.61	22.54
财务费用	33.46	32.74	(2.15)
资产减值损失		4.00	
营业利润	401.54	531.13	32.27
营业外收入	10.52	11.81	12.23
营业外支出	6.15	4.01	(34.85)
利润总额	405.91	538.92	32.77
所得税	94.96	161.24	69.79
少数股东损益	(6.28)	(7.85)	(24.98)
归属母公司股东净利润	317.23	385.54	21.53
扣除非经常性损益的净利润	296.64	324.32	9.33
每股收益(元)	0.13	0.15	15.38
扣非后每股收益(元)	0.20	0.22	10.00
毛利率(%)	28.28	28.66	增加 0.38 个百分点
归母净利率(%)	4.93	5.04	增加 0.11 个百分点
销售费用率(%)	9.94	10.02	增加 0.09 个百分点
管理费用率(%)	7.02	7.42	增加 0.30 个百分点
研发费用率(%)	1.57	1.45	减少 0.12 个百分点
财务费用率(%)	0.53	0.44	减少 0.09 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
营业总收入	31,934	31,214	36,368	44,799	53,197
营业收入	31,934	31,214	36,368	44,799	53,197
营业成本	22,184	23,171	25,846	31,717	37,359
营业税金及附加	213	253	291	358	426
销售费用	2,218	2,658	2,982	3,674	4,362
管理费用	1,645	1,795	2,025	2,459	2,980
研发费用	559	556	687	810	972
财务费用	232	245	119	84	27
其他收益	508	453	416	459	442
资产减值损失	(14)	(78)	(46)	(46)	(56)
信用减值损失	(251)	(315)	(259)	(273)	(280)
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	(50)	(5)	0	0	0
投资收益	21	(12)	20	20	20
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	5,098	2,579	4,549	5,857	7,198
营业外收入	20	60	31	37	43
营业外支出	18	35	39	31	35
利润总额	5,100	2,603	4,542	5,864	7,206
所得税	887	486	826	1,060	1,319
净利润	4,213	2,118	3,716	4,804	5,887
少数股东损益	9	(2)	7	10	12
归母净利润	4,205	2,120	3,709	4,794	5,875
EBITDA	5,409	3,202	5,272	6,672	8,103
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.67	0.84	1.47	1.90	2.33

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	35,595	32,346	36,552	45,518	51,981
现金及等价物	16,446	10,539	10,910	13,440	15,959
应收账款	8,764	10,879	12,007	16,184	17,292
应收票据	1,657	508	2,015	1,093	2,598
存货	1,421	1,575	1,766	2,334	2,496
预付账款	1,097	845	1,321	1,337	1,794
合同资产	2,702	3,039	3,365	4,494	4,763
其他流动资产	3,508	4,961	5,167	6,635	7,080
非流动资产	14,138	18,209	18,245	18,849	18,328
长期投资	689	2,198	2,213	2,228	2,243
固定资产	5,610	8,563	9,405	9,659	9,533
无形资产	1,654	2,191	2,594	2,857	2,989
其他长期资产	6,185	5,257	4,033	4,106	3,563
资产合计	49,733	50,556	54,797	64,367	70,310
流动负债	21,111	21,961	23,114	28,137	29,126
短期借款	6,128	6,254	4,162	5,127	2,747
应付账款	3,618	3,901	4,486	5,806	6,316
其他流动负债	11,365	11,806	14,466	17,204	20,063
非流动负债	1,939	1,406	1,219	1,531	1,296
长期借款	1,104	544	500	725	500
其他长期负债	835	862	719	805	796
负债合计	23,050	23,367	24,333	29,668	30,422
股本	2,521	2,518	2,518	2,518	2,518
少数股东权益	389	381	389	398	410
归属母公司股东权益	26,294	26,807	30,075	34,300	39,478
负债和股东权益合计	49,733	50,556	54,797	64,367	70,310

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	4,213	2,118	3,716	4,804	5,887
折旧摊销	559	814	1,039	1,209	1,340
营运资金变动	(324)	(1,883)	(381)	(2,367)	(652)
其他	(333)	(395)	377	(438)	249
经营活动现金流	4,115	654	4,752	3,208	6,824
资本支出	(4,502)	(4,223)	(1,415)	(1,215)	(1,015)
投资变动	91	(2,015)	(15)	(15)	(15)
其他	(1,240)	1,509	(7)	(11)	(9)
投资活动现金流	(5,651)	(4,729)	(1,437)	(1,241)	(1,039)
银行借款	4,285	(433)	(2,136)	1,190	(2,606)
股权融资	6,833	(767)	(441)	(569)	(698)
其他	(319)	171	(368)	(58)	38
筹资活动现金流	10,799	(1,029)	(2,944)	563	(3,266)
净现金流	9,263	(5,104)	371	2,529	2,519

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(%)	47.0	(2.3)	16.5	23.2	18.7
营业利润增长率(%)	21.3	(49.4)	76.4	28.8	22.9
归属于母公司净利润增长率(%)	24.1	(49.6)	74.9	29.3	22.6
息税前利润增长(%)	18.7	(50.8)	77.2	29.1	23.8
息税折旧前利润增长(%)	18.3	(40.8)	64.7	26.6	21.5
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	24.1	(49.6)	74.9	29.3	22.6
获利能力					
息税前利润率(%)	15.2	7.7	11.6	12.2	12.7
营业利润率(%)	16.0	8.3	12.5	13.1	13.5
毛利率(%)	30.5	25.8	28.9	29.2	29.8
归母净利润率(%)	13.2	6.8	10.2	10.7	11.0
ROE(%)	16.0	7.9	12.3	14.0	14.9
ROIC(%)	25.5	9.2	16.2	18.6	22.8
偿债能力					
资产负债率	0.5	0.5	0.4	0.5	0.4
净负债权益比	(0.3)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.3)
流动比率	1.7	1.5	1.6	1.6	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	4.3	3.2	3.2	3.2	3.2
应付账款周转率	9.5	8.3	8.7	8.7	8.8
费用率					
销售费用率(%)	6.9	8.5	8.2	8.2	8.2
管理费用率(%)	5.1	5.8	5.6	5.5	5.6
研发费用率(%)	1.8	1.8	1.9	1.8	1.8
财务费用率(%)	0.7	0.8	0.3	0.2	0.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.7	0.8	1.5	1.9	2.3
每股经营现金流(最新摊薄)	1.6	0.3	1.9	1.3	2.7
每股净资产(最新摊薄)	10.4	10.6	11.9	13.6	15.7
每股股息	0.3	0.1	0.2	0.2	0.3
估值比率					
P/E(最新摊薄)	17.4	34.5	19.7	15.3	12.5
P/B(最新摊薄)	2.8	2.7	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	22.5	24.5	12.2	9.4	7.1
价格/现金流(倍)	17.8	111.9	15.4	22.8	10.7

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得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