

000786.SZ

买入

原评级：买入

市场价格：人民币 28.21

板块评级：强于大市

本报告要点

■ 北新建材 2022 年报点评

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	11.8	(8.0)	7.1	(3.1)
相对深圳成指	7.4	(5.7)	0.1	3.4

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)	47,661.02
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	226.27
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 3 月 23 日收市价为标准

相关研究报告

《北新建材》20221031
《北新建材》20220821
《北新建材》20220430

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

北新建材

业绩暂时承压，完善渠道布局奠定发展基础

公司 3 月 21 日晚发布 2022 年报，2022 年实现收入 199.3 亿元，同减 5.5%；归母净利 31.4 亿元，同减 10.7%；扣非归母净利 26.2 亿元，同减 23.4%。公司“一体两翼”战略持续推进，渠道布局持续完善，维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- 公司业绩小幅下滑。2022 年公司实现营收 199.3 亿元，同减 5.5%；归母净利 31.4 亿元，同减 10.7%；扣非归母净利 26.2 亿元，同减 23.4%。2022Q4 公司实现营收 46.2 亿元，同减 10.5%；归母净利 7.9 亿元，同增 0.6%；扣非归母净利 3.6 亿元，同减 51.6%。
- 毛利率小幅下降，公司计提大额减值。2022 年公司毛利率 29.2%，同减 2.6pct；归母净利率 15.7%，同减 0.9pct；期间费用率 13.8%，同增 0.7pct。公司经营现金流净额 36.6 亿元，同减 4.4%，现金流总体表现稳健。2022 年公司计提信用减值损失 1.07 亿元，计提资产减值损失 0.55 亿元，为上市以来最大减值规模；公司资产处置收益 4.78 亿元，同比大幅增长。
- 石膏板龙头地位不变，成本、需求共同挤压防水利润空间。2022 年公司石膏板销量 20.93 亿平米，同减 12.0%，市占率约 68.1%，行业龙头地位稳健。公司石膏板单平毛利 2.27 元，同增 5.2%，公司凭借龙头地位和强议价能力使得石膏板价格涨幅成功覆盖成本涨幅。公司轻钢龙骨业务毛利率 18.9%，同增 0.5pct；防水卷材毛利率 17.3%，同减 10.1pct，主要系沥青成本高企和下游需求不振共同挤压防水行业利润空间所致。
- 公司渠道布局不断完善，奠定进一步发展基础。公司加大新产品开发力度，持续推进“石膏板+”业务；不断优化渠道布局，加大力度拓展县乡、家装零售业务，提升城市更新、消费升级推动二次装修等新兴蓝海市场份额，加速主业产品向消费类建材转型。公司国际业务布局也在稳步推进。

估值

- 考虑 2023 年下游需求恢复情况有待观察，我们小幅下调盈利预测。预计 2023-2025 年公司收入为 221.1、248.3、285.8 亿元；归母净利分别为 35.2、41.0、49.0 亿元；EPS 分别为 2.08、2.43、2.90 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	5,539	6,555
归母净利润(人民币 百万)	3,510	3,136	3,522	4,098	4,898
增长率(%)	22.7	(10.6)	12.3	16.3	19.5
最新股本摊薄每股收益(人民币)	2.08	1.86	2.08	2.43	2.90
原先预测摊薄每股收益(人民币)			2.30	2.62	
调整幅度(%)			(9.6)	(7.3)	
市盈率(倍)	13.6	15.2	13.5	11.6	9.7
市净率(倍)	2.5	2.3	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA(倍)	13.5	11.6	9.5	7.8	6.2
每股股息(人民币)	0.7	0.7	0.7	0.9	1.0
股息率(%)	1.8	2.5	2.6	3.0	3.6

资料来源：公司公告，中银证券预测

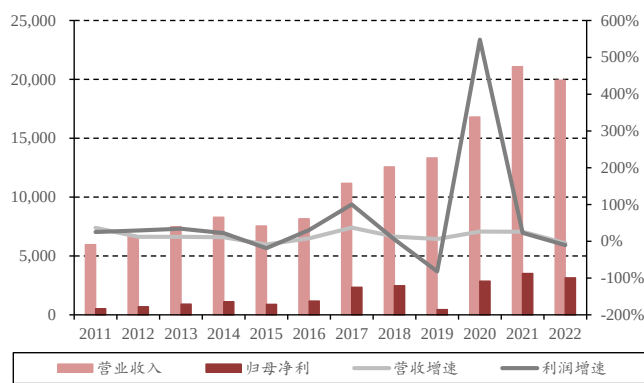
一、公司业绩小幅下滑，计提减值规模较大

事件：2022 年公司实现营收 199.3 亿元，同减 5.5%；归母净利 31.4 亿元，同减 10.7%；扣非归母净利 26.2 亿元，同减 23.4%。Q4 公司实现营收 46.2 亿元，同减 10.5%；归母净利 7.9 亿元，同增 0.6%；扣非归母净利 3.6 亿元，同减 51.6%。2022 年公司业绩有所下滑。现金流方面，2022 年公司经营活动现金流净额为 36.6 亿元，同减 4.4%；Q4 经营现金流净额为 21.6 亿元，同增 13.9%。公司经营现金流总体表现仍较为稳健。

2022 年毛利率、净利率小幅下降，期间费用率同比相对稳定：2022 年公司综合毛利率为 29.2%，同减 2.6pct；归母净利率为 15.7%，同减 0.9pct；期间费用率 13.8%，同增 0.7pct。Q4 公司综合毛利率为 27.4%，同减 4.5pct；归母净利率 17.1%，同增 1.9pct；期间费用率 15.4%，同增 0.3pct。总体而言，2022 年公司毛利率和净利率均有小幅下降，但 22Q4 归母净利率则实现了同比增长。

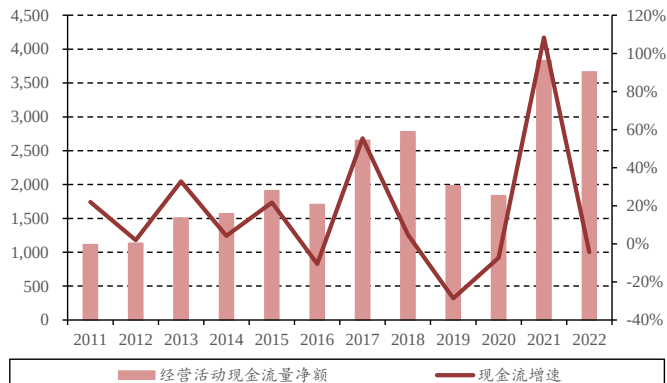
2022 年公司计提了较大规模的减值损失。其中信用减值损失 1.07 亿元，主要系公司所属子公司计提的应收款项坏账损失同比增加；资产减值损失 0.55 亿元，主要系 2022 年公司发生商誉减值，产生商誉减值损失。2022 年公司非经常性损益主要包括资产处置收益 4.78 亿元，相比上年大幅增长 15,011.4%，主要系 2022 年政府回购土地，产生无形资产及固定资产收益所致。

图表 1. 2022 年公司收入净利同比均有下降



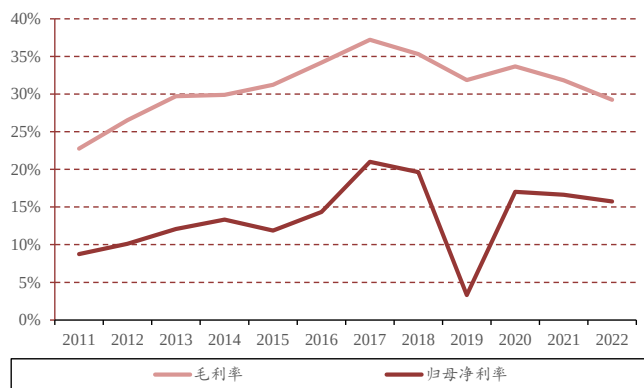
资料来源：Wind，中银证券

图表 2. 2022 年公司经营现金流表现总体稳健



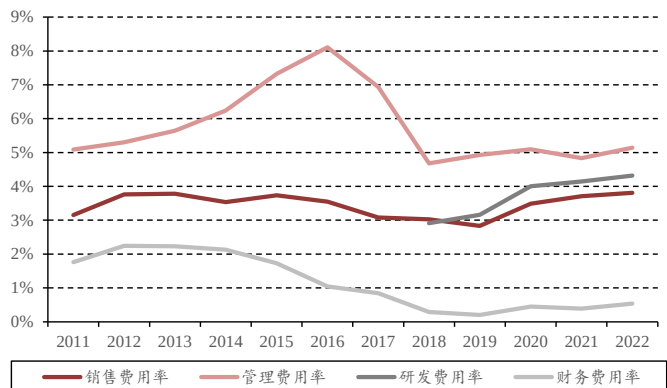
资料来源：Wind，中银证券

图表 3. 2022 年公司毛利率和归母净利率小幅下滑



资料来源：Wind，中银证券

图表 4. 2022 年公司期间费用率保持相对稳定



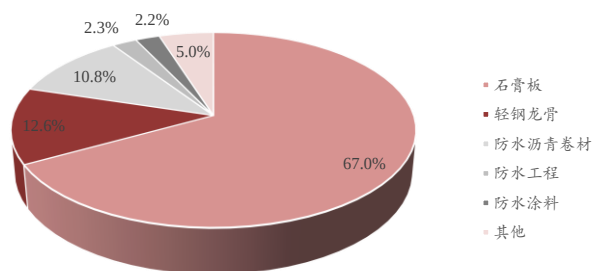
资料来源：Wind，中银证券

二、石膏板龙头地位不变，成本、需求共同挤压防水利润空间

2022 年，公司石膏板/轻钢龙骨/防水沥青卷材业务营收占比分别为 67.0%/12.6%/10.8%，为公司三大最主要业务；三大业务毛利率分别为 34.95%/18.94%/17.25%，同比分别变动-2.31pct/+0.51pct/-10.10pct。石膏板和轻钢龙骨业务毛利率相对稳定，防水沥青卷材业务毛利率降幅明显。

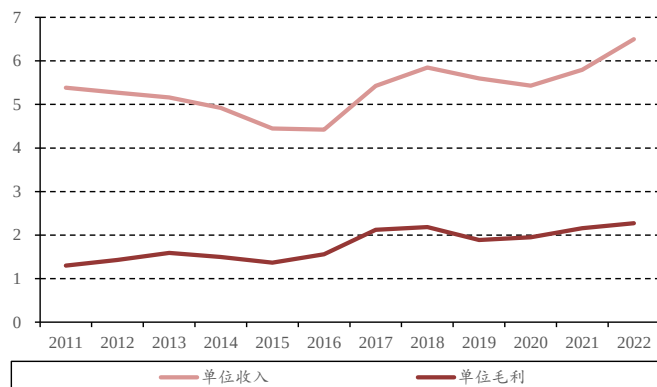
石膏板行业龙头地位不改，防水利润空间受成本和需求两端挤压。2022 年全国石膏板产销量 30.73 亿平米，同减 12.45%；公司石膏板产量 20.95 亿平米，同减 13.53%；石膏板销量 20.93 亿平米，同减 12.01%。公司石膏板业务市占率约为 68.1%，维持行业龙头地位，且公司石膏板业务增速表现稍好于行业整体表现。2022 年公司石膏板平均单价 6.50 元/平，同增 12.2%；单位毛利 2.27 元/平，同增 5.2%，在成本上涨的情况下，公司凭借领先的市场地位和强大的议价能力维持了石膏板业务毛利的相对稳定。轻钢龙骨业务毛利率为 18.94%，同增 0.51pct，基本维稳；防水沥青卷材业务毛利率为 17.25%，同减 10.10pct，主要系 2022 年沥青价格涨幅明显，叠加开工数据疲软所导致的下游需求不振，成本、需求两端同时挤压，导致公司防水卷材业务毛利率降幅较大。

图表 5. 石膏板、轻钢龙骨、防水卷材为公司主要业务



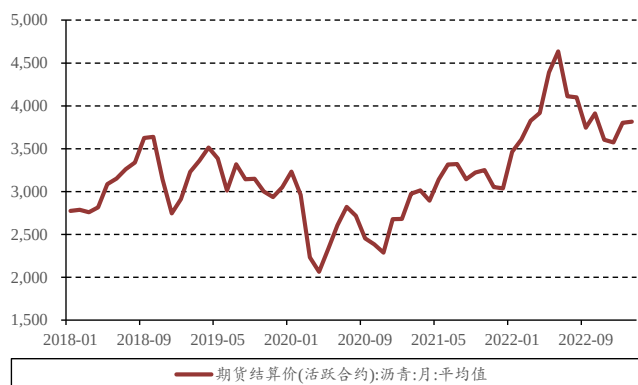
资料来源：Wind，中银证券

图表 6. 石膏板业务毛利相对稳定



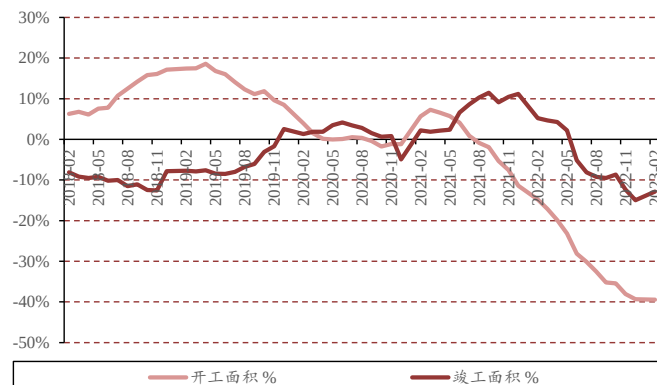
资料来源：Wind，中银证券

图表 7. 2022 年沥青价格一路走高，防水业务成本承压



资料来源：Wind，中银证券

图表 8. 2022 年开工竣工数据疲软，下游需求不振



资料来源：Wind，中银证券

三、“一体两翼”战略持续推进，渠道布局不断完善

公司渠道、产品持续完善，对冲传统领域下行压力，奠定持续发展基础。2022 年，公司不断优化渠道布局，积极围绕“纵向更深入、横向更丰富”增加渠道数量和丰富渠道类型，推动“一体两翼”产品转变为整体应用解决系统。公司加速主业产品向消费类建材转型，加大力度拓展县乡、家装零售业务，抢占机遇提升城市更新、老房翻新、消费升级推动二次装修等新兴蓝海市场份额。同时公司国际业务布局稳步推进，坦桑尼亚基地实现业绩增长，乌兹别克斯坦、泰国等地项目有序进行，在对冲传统领域下行压力的同时也奠定了持续发展的基础。

“一体两翼”战略持续推进。石膏板业务方面，公司持续推进石膏板吊顶、隔墙系统等“石膏板+”业务，加大新产品开发力度，推广龙牌金刚板、洁净板等新产品，持续研发鲁班万能板全屋装配体系，公司产品和技术解决方案更加完善。防水业务方面，《建筑与市政通用防水规范》将于 4 月 1 日起正式实施，防水材料需求空间有望扩容，北新防水作为防水行业领军企业之一有望受益。涂料业务方面，2023 年公司将通过自我发展和联合重组，稳步推进涂料业务发展，做专涂料。

四、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。

图表 9. 2022 年业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021	2022	同比增长(%)
营业收入	21,085.69	19,934.31	(5.46)
营业税及附加	220.10	220.56	0.21
净营业收入	20,865.59	19,713.75	(5.52)
营业成本	14,374.19	14,105.78	(1.87)
销售费用	782.19	759.58	(2.89)
管理费用	1,894.47	1,885.80	(0.46)
财务费用	82.54	106.30	28.78
资产减值损失	(18.46)	6.00	132.50
营业利润	3,768.71	3,311.36	(12.14)
营业外收入	86.40	30.24	(65.00)
营业外支出	60.93	58.18	(4.52)
利润总额	3,794.19	3,283.42	(13.46)
所得税	242.28	139.72	(42.33)
少数股东损益	41.71	7.30	(82.49)
归属母公司股东净利润	3,510.19	3,136.40	(10.65)
扣除非经常性损益的净利润	3,413.79	2,615.35	(23.39)
每股收益(元)	2.08	1.86	(10.58)
扣非后每股收益(元)	2.02	1.55	(23.27)
毛利率(%)	31.83	29.24	减少 2.59 个百分点
净利率(%)	16.85	15.77	减少 1.07 个百分点
销售费用率(%)	3.71	3.81	增加 0.10 个百分点
管理费用率(%)	8.98	9.46	增加 0.48 个百分点
财务费用率(%)	0.39	0.53	增加 0.14 个百分点

资料来源：万得，中银证券

图表 10. 2022Q4 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021Q4	2022Q4	同比增长(%)
营业收入	5,163.00	4,623.98	(10.44)
营业税及附加	57.16	58.59	2.51
净营业收入	5,105.84	4,565.39	(10.58)
营业成本	3,515.35	3,355.18	(4.56)
销售费用	253.72	212.81	(16.12)
管理费用	507.31	474.82	(6.41)
财务费用	22.77	26.53	16.50
资产减值损失	(19.52)	(21.65)	(10.89)
营业利润	820.48	830.50	1.22
营业外收入	24.64	9.33	(62.13)
营业外支出	18.43	0.73	(96.05)
利润总额	826.68	839.10	1.50
所得税	37.57	42.57	13.31
少数股东损益	2.25	4.63	105.66
归属母公司股东净利润	786.86	791.90	0.64
扣除非经常性损益的净利润	748.24	362.14	(51.60)
每股收益(元)	0.47	0.47	0.00
扣非后每股收益(元)	0.44	0.21	(52.27)
毛利率(%)	31.91	27.44	减少 4.47 个百分点
净利率(%)	15.28	17.23	增加 1.94 个百分点
销售费用率(%)	4.91	4.60	减少 0.31 个百分点
管理费用率(%)	9.83	10.27	增加 0.44 个百分点
财务费用率(%)	0.44	0.57	增加 0.13 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	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	16,909	19,252
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	71	69	36
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	3,826	4,434	5,324
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	3,835	4,437	5,319
所得税	242	140	204	212	269
净利润	3,552	3,144	3,631	4,224	5,050
少数股东损益	42	7	109	127	151
归母净利润	3,510	3,136	3,522	4,098	4,898
EBITDA	4,535	3,622	4,783	5,539	6,555
EPS(最新股本摊薄, 元)	2.08	1.86	2.08	2.43	2.90

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	9,174	10,973	13,237	16,364	19,733
现金及等价物	572	556	2,031	4,215	6,419
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	3,372	3,943
预付账款	254	303	298	370	390
合同资产	269	237	308	297	392
其他流动资产	3,348	4,971	4,983	5,345	5,218
非流动资产	17,400	17,631	18,219	18,724	19,114
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
资产合计	26,574	28,605	31,456	35,088	38,847
流动负债	5,418	5,270	5,689	6,548	6,993
短期借款	2,065	168	1,000	1,000	1,000
应付账款	1,716	1,684	1,983	2,093	2,548
其他流动负债	1,636	3,418	2,706	3,455	3,445
非流动负债	1,630	1,891	1,935	1,929	1,922
长期借款	179	490	500	500	500
其他长期负债	1,451	1,401	1,435	1,429	1,422
负债合计	7,048	7,161	7,624	8,477	8,915
股本	1,690	1,690	1,690	1,690	1,690
少数股东权益	581	488	597	724	875
归属母公司股东权益	18,945	20,956	23,235	25,887	29,057
负债和股东权益合计	26,574	28,605	31,456	35,088	38,847

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	3,631	4,224	5,050
折旧摊销	739	822	983	1,145	1,310
营运资金变动	(1,450)	1,259	(1,034)	(62)	(727)
其他	990	(1,561)	52	6	34
经营活动现金流	3,831	3,664	3,632	5,313	5,666
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
投资活动现金流	(3,151)	(2,257)	(1,695)	(1,602)	(1,703)
银行借款	795	(1,586)	842	0	0
股权融资	(2,355)	252	(1,243)	(1,446)	(1,728)
其他	850	(88)	(60)	(82)	(31)
筹资活动现金流	(711)	(1,422)	(461)	(1,528)	(1,759)
净现金流	(31)	(15)	1,476	2,184	2,204

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(%)	25.5	(5.5)	10.9	12.3	15.1
营业利润增长率(%)	14.1	(12.1)	15.5	15.9	20.1
归属于母公司净利润增长率(%)	22.7	(10.6)	12.3	16.3	19.5
息税前利润增长(%)	14.3	(26.2)	35.7	15.6	19.4
息税折旧前利润增长(%)	15.3	(20.1)	32.0	15.8	18.3
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	22.7	(10.6)	12.3	16.3	19.5
获利能力					
息税前利润率(%)	18.0	14.0	17.2	17.7	18.4
营业利润率(%)	17.9	16.6	17.8	18.6	19.5
毛利率(%)	31.8	29.2	31.2	31.9	32.6
归母净利润率(%)	16.6	15.7	15.9	16.5	17.1
ROE(%)	18.5	15.0	15.2	15.8	16.9
ROIC(%)	17.5	13.5	16.8	19.1	21.6
偿债能力					
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	2.8
营运能力					
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	12.3
费用率					
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
每股指标(元)					
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	3.1	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
估值比率					
P/E(最新摊薄)	13.6	15.2	13.5	11.6	9.7
P/B(最新摊薄)	2.5	2.3	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	13.5	11.6	9.5	7.8	6.2
价格/现金流(倍)	12.4	13.0	13.1	9.0	8.4

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