

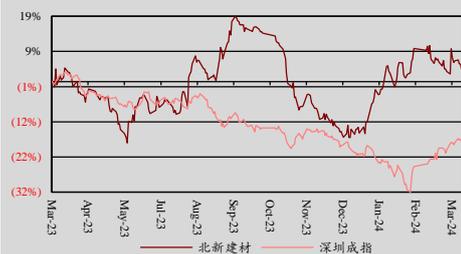
000786.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 27.45

板块评级: 强于大市

本报告要点
■ 北新建材 2023 年年报点评
股价表现


(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	11.1	(5.7)	21.9	(0.8)
相对深圳成指	9.4	(11.4)	18.2	16.0

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)	46,376.99
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	345.93
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 2024 年 3 月 22 日收市价为标准

相关研究报告

- 《北新建材》20240102
- 《北新建材》20231031
- 《北新建材》20230925

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

一体两翼携手并进, 未来成长空间可期

公司发布 2023 年年报, 2023 年公司营收 224.26 亿元, 同增 11.27%; 归母净利 35.24 亿元, 同增 12.07%; EPS 2.09 元, 同增 12.09%。公司营销结构持续调整, “一体两翼, 全球布局”战略不断推进。维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- **业绩稳步增长, 现金流持续好转。**2023 年公司营收 224.26 亿元, 同增 11.27%; 归母净利 35.24 亿元, 同增 12.07%。2023Q4 公司营收 53.77 亿元, 同增 16.28%; 归母净利 7.68 亿元, 同减 3.02%。2023 年公司经营现金流净额为 47.34 亿元, 同增 28.76%; 2023Q4 公司经营现金流净额为 27.73 亿元, 同增 28.31%。2023 年公司经营现金流情况持续好转。
- **公司盈利能力稳健, 费用控制能力增强。**2023 年公司毛利率为 29.88%, 同增 0.64pct; 归母净利率为 15.71%, 同比基本持平。2023Q4, 公司毛利率为 26.97%, 同减 0.47pct; 归母净利率 14.28%, 同减 2.84pct。期间费用方面, 2023 年公司期间费用率为 12.49%, 同减 1.31pct。其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.24%/3.63%/4.24%/0.38%, 同比分别变动 0.43/-1.51/-0.08/-0.15pct。2023Q4 公司期间费用率为 11.56%, 同减 3.89pct。其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.95%/2.17%/5.07%/0.36%, 同比分别变动-0.65/-3.75/0.72/-0.21pct。
- **石膏板、防水毛利率提升, 重组嘉宝莉补强涂料翼。**2023 年, 公司石膏板业务市占率约 67.6%, 继续维持行业龙头地位。据我们测算, 2023 年公司石膏板平均单价为 6.34 元/平, 同减 0.75%; 单位毛利 2.44 元/平, 同增 9.30%, 或主要系原材料成本下降。2023 年, 公司通过采购挖潜、原材料替代、优化产线、配方、管理等多种举措, 实现防水卷材业务毛利率同比提升。2023 年底公司对嘉宝莉实现联合重组, 补强涂料翼业务。2024 年 2 月 29 日, 嘉宝莉正式并表。
- **营销结构持续调整, 全球化布局加速推进。**公司持续实施工业品向消费品转型, 持续延伸产业链, 进一步拓展“石膏板+”新品类, 同时深耕家装业务渠道, 强化县乡级市场下沉。公司围绕非洲、中亚、中东、东南亚等新兴国际市场加强开拓, 国际业务布局稳步推进。

估值

- 考虑公司营销结构优化, 业务协同效应提升, 我们小幅上调盈利预测。预计 2024-2026 年公司收入 255.4、295.0、336.2 亿元; 归母净利 44.0、52.2、58.6 亿元; EPS 分别为 2.60、3.09、3.47 元; PE 分别为 10.5、8.9、7.9 倍。维持公司买入评级。

评级面临的主要风险

- 业务协同不及预期, 下游需求增长不及预期, 原材料价格上涨超预期。

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)	19,934	22,426	25,541	29,499	33,615
增长率(%)	(5.5)	12.5	13.9	15.5	14.0
EBITDA(人民币 百万)	3,622	4,589	5,686	6,674	7,460
归母净利润(人民币 百万)	3,136	3,524	4,398	5,215	5,858
增长率(%)	(10.6)	12.4	24.8	18.6	12.3
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.86	2.09	2.60	3.09	3.47
原先预测摊薄每股收益(人民币)			2.45	2.95	
调整幅度(%)			6.1	4.8	
市盈率(倍)	14.8	13.2	10.5	8.9	7.9
市净率(倍)	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA(倍)	11.6	8.2	7.4	5.9	5.0
每股股息(人民币)	0.7	0.8	1.0	1.2	1.4
股息率(%)	2.5	3.6	3.8	4.5	5.1

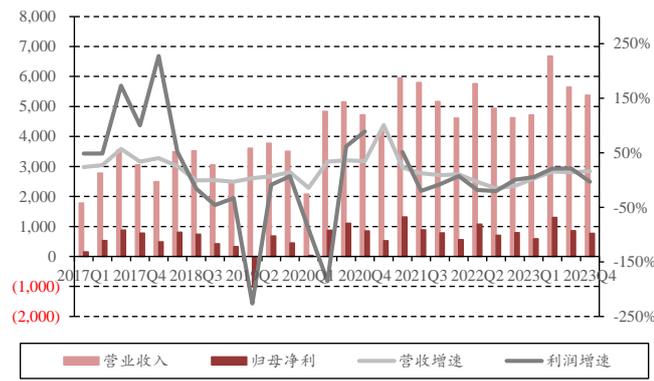
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

一、业绩稳步增长，费用控制能力增强

事件：3月19日晚，公司发布2023年年报。2023年，公司实现营业收入224.26亿元，同增11.27%；归母净利35.24亿元，同增12.07%；扣非归母净利34.95亿元，同增31.75%；EPS2.09元，同增12.09%。其中四季度公司实现营业收入53.77亿元，同增16.28%；归母净利7.68亿元，同减3.02%。公司2023年业绩实现稳健增长。现金流方面，2023年公司经营活动现金流量净额为47.34亿元，同比增长28.76%；其中四季度公司经营现金流净额为27.73亿元，同增28.31%。2023年公司经营现金流情况持续好转。

公司盈利能力稳健，费用控制能力增强。2023年，公司毛利率为29.88%，同增0.64pct；归母净利率为15.71%，同比基本持平。2023Q4，公司毛利率为26.97%，同减0.47pct；归母净利率14.28%，同减2.84pct。2023年公司盈利能力总体保持相对稳定。期间费用方面，2023年公司期间费用率为12.49%，同减1.31pct，费用控制能力进一步增强。其中销售/管理/研发/财务费用率分别为4.24%/3.63%/4.24%/0.38%，同比分别变动0.43/-1.51/-0.08/-0.15pct。2023Q4公司期间费用率为11.56%，同减3.89pct。其中销售/管理/研发/财务费用率分别为3.95%/2.17%/5.07%/0.36%，同比分别变动-0.65/-3.75/0.72/-0.21pct。2023年公司期间费用率（尤其是管理费用率）降幅较为明显，表明公司“一毛钱”节约计划成果显著。

图表 1. 2023 年公司营收净利稳步增长（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实现增长且增幅较大（单位：百万元）



资料来源：Wind，中银证券

图表 3. 2023 年公司盈利能力较稳



资料来源：Wind，中银证券

图表 4. 2023 年公司费用控制能力进一步增强



资料来源：Wind，中银证券

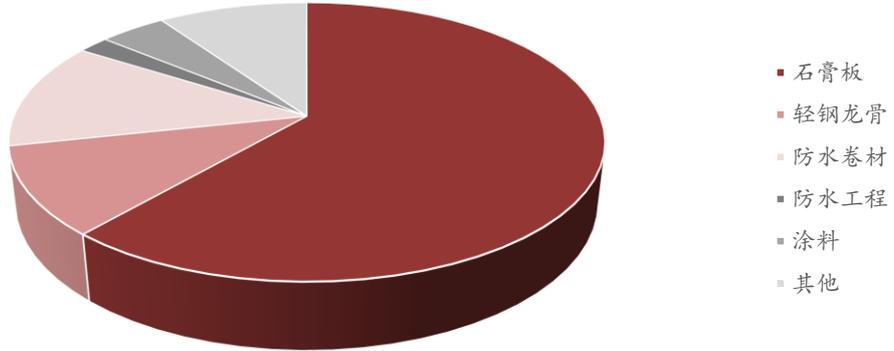
二、石膏板、防水毛利率提升，重组嘉宝莉补强涂料翼

2023年，公司石膏板/轻钢龙骨/防水沥青卷材营收占比分别为61.4%/10.2%/12.4%，为公司三大最主要业务；业务毛利率分别为38.49%/18.70%/18.72%，同比分别变动3.54/-0.24/1.47pct。

2023年全国石膏板销量为32.11亿㎡，同增4.49%；公司石膏板产量21.65亿㎡，同增3.34%；石膏板销量21.72亿㎡，同增3.78%。从销量口径来看，北新建材石膏板业务市占率约为67.6%，继续维持行业龙头地位。据我们测算，2023年公司石膏板平均单价为6.34元/平，同减0.75%；单位毛利2.44元/平，同增9.30%。公司石膏板单平价格下降但毛利上升，我们认为主要原因或为原材料成本的下降。2023年公司防水沥青卷材业务毛利率实现同比提升，主要系公司通过采购挖潜、原材料替代、优化产线、配方、管理等多种举措，实现降本增效。

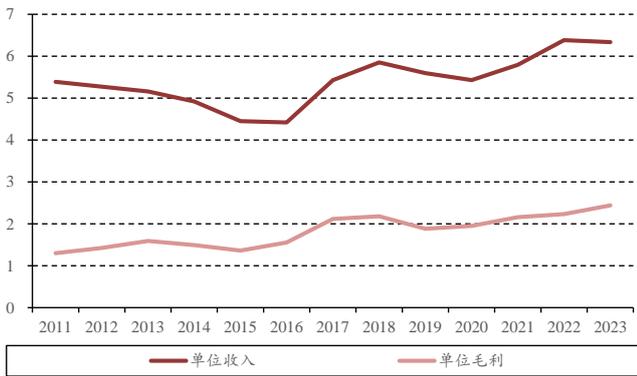
涂料业务方面，公司多措并举，加快涂料翼发展。2023年公司涂料业务实现营业收入9.68亿元，毛利率为29.22%。公司秉持“做强工业涂料、做大建筑涂料”，在2023年完成了灯塔涂料51%股权的受让，持有灯塔涂料100%的股权，并建成了灯塔涂料天津南港5万吨工业涂料、2万吨树脂生产基地，进一步完善布局；2023年底，公司对嘉宝莉化工集团股份有限公司实现联合重组，补强涂料翼业务。2024年2月29日，嘉宝莉正式并表。

图表 5. 2023 年公司收入结构



资料来源：公司财报，中银证券

图表 6. 2023 年公司石膏板单平毛利持续提升 (单位：元/平)



资料来源：公司财报，中银证券

图表 7. 2023 年度纸价格走低，公司成本压力有所下降 (单位：元/吨)



资料来源：Wind，中银证券

三、营销结构持续调整，全球化布局加速推进

营销结构持续调整。北新建材持续实施工业品向消费品转型，并加强立体式全覆盖的饱和营销+互联网时代的微营销，深挖存量，拓展增量。公司大力推进“龙牌腾飞、泰山攀登”计划，坚持“高端引领”，加大功能性石膏板的销售并提供系统应用技术解决方案，满足高端家装多层次消费需求；持续延伸产业链，进一步拓展“石膏板+”新品类，同时深耕家装业务渠道，强化县乡级市场下沉。

全球化布局加速推进。公司围绕非洲、中亚、中东、东南亚等新兴国际市场加强开拓，2023年坦桑尼亚生产基地营收利润同比实现双增长；乌兹别克斯坦年产4000万平方米石膏板生产线已投产；泰国公司已设立，项目建设有序推进。此外，公司深耕坦桑尼亚、乌兹别克斯坦、泰国等已有项目国家“两翼”产品的市场，加强投资可行性分析，为探索海外产业规模化发展夯实基础。

四、风险提示

业务协同不及预期，下游需求增长不及预期，原材料价格上涨超预期。

图表 8. 2023 年业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022	2023	同比增长(%)
营业收入	19,934.31	22,425.90	12.50
营业税及附加	220.56	239.29	8.49
净营业收入	19,713.75	22,186.61	12.54
营业成本	14,105.78	15,725.03	11.48
销售费用	759.58	950.06	25.08
管理费用	1,885.80	1,766.11	(6.35)
财务费用	106.30	85.28	(19.77)
资产减值损失	6.00	22.00	266.67
营业利润	3,311.36	3,880.09	17.18
营业外收入	30.24	5.73	(81.06)
营业外支出	58.18	117.32	101.66
利润总额	3,283.42	3,768.49	14.77
所得税	139.72	213.78	53.00
少数股东损益	7.30	30.71	320.50
归属母公司股东净利润	3,136.40	3,524.00	12.36
每股收益(元)	1.86	2.09	12.09
毛利率(%)	29.24	29.88	增加 0.64 个百分点
净利率(%)	15.77	15.85	增加 0.08 个百分点
销售费用率(%)	3.81	4.24	增加 0.43 个百分点
管理费用率(%)	5.14	3.63	减少 1.51 个百分点
研发费用率(%)	4.32	4.24	减少 0.08 个百分点
财务费用率(%)	0.53	0.38	减少 0.15 个百分点

资料来源：万得，中银证券

图表 9. 2023Q4 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022Q4	2023Q4	同比增长(%)
营业收入	4,623.98	5,376.71	16.28
营业税及附加	58.59	56.99	(2.73)
净营业收入	4,565.39	5,319.72	16.52
营业成本	3,355.18	3,926.39	17.02
销售费用	212.81	212.57	(0.11)
管理费用	474.82	389.39	(17.99)
财务费用	26.53	19.41	(26.84)
资产减值损失	3.00	7.00	133.33
营业利润	830.50	899.84	8.35
营业外收入	9.33	(22.92)	(345.74)
营业外支出	0.73	34.50	4,636.48
利润总额	839.10	842.41	0.39
所得税	42.57	60.22	41.46
少数股东损益	4.63	14.24	207.19
归属母公司股东净利润	791.90	767.96	(3.02)
每股收益(元)	0.47	0.45	(4.26)
毛利率(%)	27.44	26.97	减少 0.47 个百分点
净利率(%)	17.23	14.55	减少 2.68 个百分点
销售费用率(%)	4.60	3.95	减少 0.65 个百分点
管理费用率(%)	5.92	2.17	减少 3.75 个百分点
研发费用率(%)	4.35	5.07	增加 0.72 个百分点
财务费用率(%)	0.57	0.36	减少 0.21 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	19,934	22,426	25,541	29,499	33,615
营业收入	19,934	22,426	25,541	29,499	33,615
营业成本	14,106	15,725	17,501	20,060	22,933
营业税金及附加	221	239	281	324	370
销售费用	760	950	1,073	1,239	1,412
管理费用	1,025	815	919	1,091	1,277
研发费用	861	952	1,082	1,268	1,479
财务费用	106	85	63	10	(28)
其他收益	112	190	119	140	150
资产减值损失	(55)	(11)	(7)	(6)	(7)
信用减值损失	(107)	(27)	(23)	(20)	(20)
资产处置收益	478	0	3	3	3
公允价值变动收益	(5)	(4)	(4)	(4)	(4)
投资收益	34	73	30	30	30
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	3,311	3,880	4,741	5,649	6,324
营业外收入	30	6	41	26	24
营业外支出	58	117	88	103	95
利润总额	3,283	3,768	4,694	5,572	6,253
所得税	140	214	258	311	344
净利润	3,144	3,555	4,436	5,261	5,909
少数股东损益	7	31	38	45	51
归母净利润	3,136	3,524	4,398	5,215	5,858
EBITDA	3,622	4,589	5,686	6,674	7,460
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.86	2.09	2.60	3.09	3.47

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	10,973	12,285	14,683	17,485	21,902
现金及等价物	556	547	916	3,512	5,905
应收账款	1,991	2,080	2,557	2,798	3,304
应收票据	189	104	230	156	284
存货	2,727	2,593	3,328	3,459	4,300
预付账款	303	329	374	432	490
合同资产	237	212	287	285	369
其他流动资产	4,971	6,420	6,991	6,842	7,251
非流动资产	17,631	18,376	18,720	19,156	19,586
长期投资	413	347	347	347	347
固定资产	12,459	13,459	13,800	14,054	14,228
无形资产	2,502	2,510	2,566	2,607	2,632
其他长期资产	2,258	2,059	2,007	2,149	2,379
资产合计	28,605	30,661	33,403	36,641	41,488
流动负债	5,270	5,612	5,864	6,184	7,334
短期借款	168	378	200	200	200
应付账款	1,684	1,824	2,080	2,395	2,721
其他流动负债	3,418	3,410	3,583	3,589	4,413
非流动负债	1,891	1,316	1,133	876	1,010
长期借款	490	870	200	200	200
其他长期负债	1,401	446	933	676	810
负债合计	7,161	6,929	6,996	7,061	8,344
股本	1,690	1,690	1,690	1,690	1,690
少数股东权益	488	367	405	450	501
归属母公司股东权益	20,956	23,365	26,002	29,130	32,642
负债和股东权益合计	28,605	30,661	33,403	36,641	41,488

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	3,144	3,555	4,436	5,261	5,909
折旧摊销	822	882	1,031	1,185	1,343
营运资金变动	1,259	(992)	(462)	(39)	(1,087)
其他	(1,561)	1,290	176	(23)	(87)
经营活动现金流	3,664	4,734	5,181	6,383	6,077
资本支出	(1,301)	(1,162)	(1,520)	(1,630)	(1,730)
投资变动	(1,328)	(1,530)	(204)	(4)	(4)
其他	372	162	33	33	33
投资活动现金流	(2,257)	(2,531)	(1,691)	(1,601)	(1,701)
银行借款	(1,586)	590	(848)	0	0
股权融资	252	(3,144)	(1,760)	(2,088)	(2,345)
其他	(88)	330	(512)	(99)	362
筹资活动现金流	(1,422)	(2,224)	(3,121)	(2,186)	(1,983)
净现金流	(15)	(20)	370	2,596	2,393

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(%)	(5.5)	12.5	13.9	15.5	14.0
营业利润增长率(%)	(12.1)	17.2	22.2	19.2	11.9
归属于母公司净利润增长率(%)	(10.6)	12.4	24.8	18.6	12.3
息税前利润增长(%)	(26.2)	32.4	25.6	17.9	11.4
息税折旧前利润增长(%)	(20.1)	26.7	23.9	17.4	11.8
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	(10.6)	12.4	24.8	18.6	12.3
获利能力					
息税前利润率(%)	14.0	16.5	18.2	18.6	18.2
营业利润率(%)	16.6	17.3	18.4	18.9	18.6
毛利率(%)	29.2	29.9	31.5	32.0	31.8
归母净利润率(%)	15.7	15.7	17.2	17.7	17.4
ROE(%)	15.0	15.1	16.9	17.9	17.9
ROIC(%)	13.5	15.8	20.1	23.2	24.0
偿债能力					
资产负债率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
净负债权益比	0.1	0.1	0.0	(0.1)	(0.1)
流动比率	2.1	2.2	2.5	2.8	3.0
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	10.3	11.0	11.0	11.0	11.0
应付账款周转率	11.7	12.8	13.1	13.2	13.1
费用率					
销售费用率(%)	3.8	4.2	4.2	4.2	4.2
管理费用率(%)	5.1	3.6	3.6	3.7	3.8
研发费用率(%)	4.3	4.2	4.2	4.3	4.4
财务费用率(%)	0.5	0.4	0.2	0.0	(0.1)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.9	2.1	2.6	3.1	3.5
每股经营现金流(最新摊薄)	2.2	2.8	3.1	3.8	3.6
每股净资产(最新摊薄)	12.4	13.8	15.4	17.2	19.3
每股股息	0.7	0.8	1.0	1.2	1.4
估值比率					
P/E(最新摊薄)	14.8	13.2	10.5	8.9	7.9
P/B(最新摊薄)	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	11.6	8.2	7.4	5.9	5.0
价格/现金流(倍)	12.7	9.8	9.0	7.3	7.6

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