

002398.SZ
买入

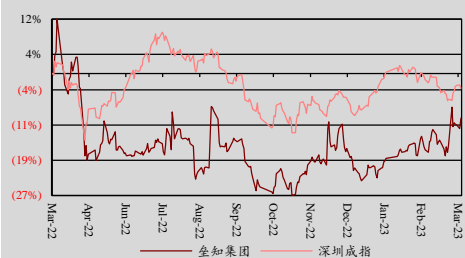
原评级: 买入

市场价格: 人民币 6.76

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 垒知集团 2022 年报点评

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	16.0	6.0	16.8	(10.9)
相对深圳成指	11.9	7.8	11.7	(7.7)

发行股数 (百万)	716.55
流通股 (百万)	576.77
总市值 (人民币 百万)	4,843.85
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	70.76
主要股东	
蔡永太	18

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2023 年 3 月 28 日收市价为标准

相关研究报告

- 《垒知集团》20221028
- 《垒知集团》20220823
- 《垒知集团》20220429

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

垒知集团

毛利率同比回升, 现金流表现出色

公司发布 2022 年报, 2022 年实现收入 39.5 亿元, 同减 19.8%; 归母净利润 2.1 亿元, 同减 22.5%; EPS0.30 元, 同减 21.0%。公司毛利率得到修复, 现金流表现出色, 2023 年业务条线更加清晰, 维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- 公司业绩下滑, 计提较大额度商誉减值。2022 年公司实现营收 39.5 亿元, 同减 19.8%; 归母净利润 2.1 亿元, 同减 22.5%; EPS0.30 元, 同减 21.1%。2022Q4 公司实现营收 8.9 亿元, 同减 34.4%; 归母净利润 0.01 亿元, 同减 96.3%。主要系四季度公司计提 0.5 亿元商誉减值准备所致。
- 毛利率回升, 经营现金流表现较好。2022 年公司毛利率 21.6%, 同增 3.3pct; 归母净利率为 5.3%, 同减 0.2pct; 期间费用率 14.0%, 同增 2.5pct。2022 年公司经营活动现金流净额为 4.2 亿元, 同增 30.6%; Q4 经营现金流净额为 2.6 亿元, 同增 29.8%。公司经营现金流同比实现增长, 主要系报告期内销售回款同比增加。
- 主要业务毛利率均回升。2022 年公司外加剂/技术服务/商品混凝土业务毛利率分别为 22.4%/33.6%/16.9%, 同比分别提升 3.4pct/2.3pct/1.7pct, 主要业务毛利率均实现修复。2022 年受疫情封控和地产下行双重影响, 公司外加剂销量同减 16.9%, 为 138 万吨。但我们测算外加剂单位毛利同增 59.5 元/吨, 或主要系环氧乙烷成本压力减轻, 且行业内价格战基本平息, 单价得以维持较高水平。
- 业务线更清晰, 三大业务齐发力。2023 年, 公司将聚焦检测技术服务、外加剂新材料和”建筑+互联网“领域, 提升检测业务和外加剂业务在各地区的市场占有率水平, 并依托科技和产业优势, 打造产业级供应链电商平台“建研家商城”, 助力建筑行业优化和升级。

估值

- 考虑 2023 年下游需求恢复情况有待观察, 我们小幅调整盈利预测。预计 2023-2025 年公司收入为 48.8、56.5、65.5 亿元; 归母净利分别为 3.6、4.0、4.7 亿元; EPS 分别为 0.50、0.56、0.65 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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	4,918	3,947	4,880	5,648	6,546
增长率(%)	27.0	(19.7)	23.7	15.7	15.9
EBITDA(人民币 百万)	333	289	484	567	658
归母净利润(人民币 百万)	272	211	360	399	465
增长率(%)	(27.0)	(22.5)	70.9	10.8	16.4
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.38	0.29	0.50	0.56	0.65
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.52	0.64	
调整幅度(%)			(3.8)	(12.5)	
市盈率(倍)	17.8	23.0	13.4	12.1	10.4
市净率(倍)	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA(倍)	12.9	13.2	8.5	8.1	5.8
每股股息(人民币)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
股息率(%)	1.1	1.4	2.0	2.2	2.6

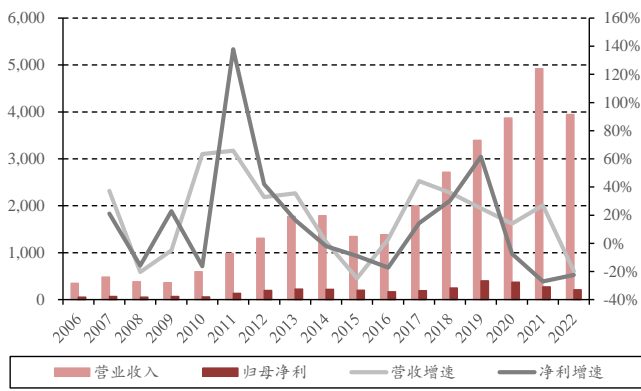
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

一、公司业绩下滑，计提较大规模商誉减值

事件：2022 年公司实现营收 39.5 亿元，同减 19.8%；归母净利 2.1 亿元，同减 22.5%；扣非归母净利 1.8 亿元，同减 23.4%。22Q4 公司实现营收 8.9 亿元，同减 34.4%；归母净利 0.01 亿元，同减 96.3%；扣非归母净利-0.07 亿元，同比由正转负。2022 年公司业绩有所下滑，其中 Q4 降幅更为明显。现金流方面，2022 年公司经营活动现金流净额为 4.2 亿元，同增 30.6%；Q4 经营现金流净额为 2.6 亿元，同增 29.8%。公司经营现金流同比实现增长，主要系报告期内销售回款同比增加。

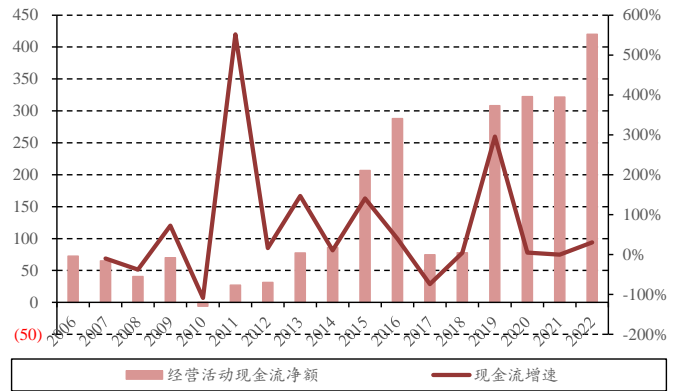
2022 年毛利率同比提升，净利率有所下滑，公司计提大额商誉减值：2022 年公司综合毛利率为 21.6%，同增 3.3pct；归母净利率为 5.3%，同减 0.2pct；期间费用率 14.0%，同增 2.5pct。Q4 公司综合毛利率为 25.4%，同增 7.5pct；归母净利率 0.2%，同减 2.7pct；期间费用率 19.6%，同增 6.8pct。总体而言，2022 年公司毛利率同比提升，但期间费用率同比也有增加，导致公司净利率有所下滑。同时，2022 年公司计提了 0.5 亿元商誉减值准备，计提规模较上年明显增加，也是导致公司净利润降幅较大的重要原因。

图表 1. 2022 年公司收入净利同比均下降（单位：百万）



资料来源：Wind，中银证券

图表 2. 2022 年公司经营现金流表现较好（单位：百万）



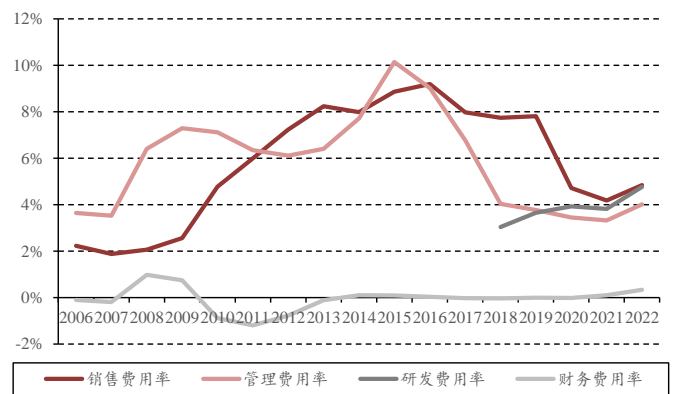
资料来源：Wind，中银证券

图表 3. 2022 年公司毛利率回升，归母净利率下滑



资料来源：Wind，中银证券

图表 4. 2022 年公司期间费用率同比增加

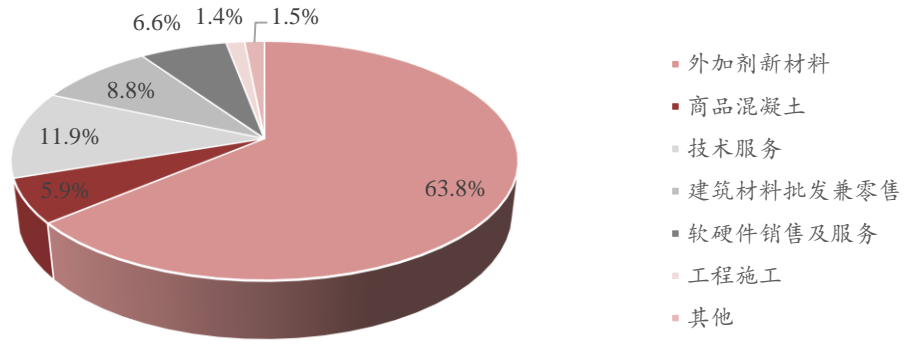


资料来源：Wind，中银证券

二、成本压力降低，外加剂毛利率修复

公司主要业务毛利率均上升。2022 年，公司综合毛利率为 21.6%，同增 3.3pct。主要业务外加剂新材料/技术服务/商品混凝土业务营收占比分别为 63.8%/11.9%/5.9%，毛利率分别为 22.4%/33.6%/16.9%，同比分别提升 3.4pct/2.3pct/1.7pct，主要业务毛利率均实现修复。2022 年公司减水剂新材料销量为 138 万吨，同减 16.9%，主要系报告期内受疫情封控和地产下行的双重影响，减水剂下游需求收缩。我们测算 2022 年公司外加剂单位价格为 1,825.4 元/吨，同减 23.6 元/吨；单位毛利 409.6 元/吨，同增 59.5 元/吨。2022 年减水剂主要原材料环氧乙烷价格水平下降，公司成本压力减轻；同时行业内价格战基本平息，减水剂单价维持相对较高水平，使得公司毛利率上升。

图表 5. 2022 年公司主要业务结构



资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 公司外加剂、商品混凝土和技术服务等主要业务毛利率均提升

	2022 年	2021 年	同比变动
外加剂新材料	22.4%	19.0%	3.4pct
商品混凝土	16.9%	15.2%	1.7pct
技术服务	33.6%	31.3%	2.3pct

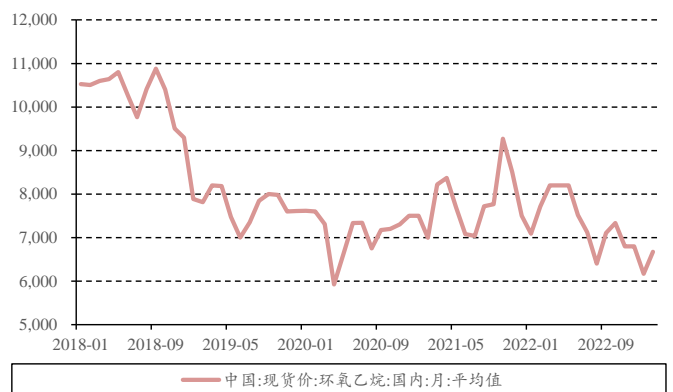
资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 2022 年地产开工数据疲软，拖累减水剂下游需求



资料来源：Wind，中银证券

图表 8. 2022 年环氧乙烷价格下降，公司成本压力减轻
(单位：元/吨)



资料来源：Wind，中银证券

三、业务线更清晰，三大业务齐发力

2022 年，公司下属子集团健研检测集团技术服务业务稳步发展，实现营业收入 4.69 亿元，净利润 2,840 万元。在 2022 年严峻的市场环境下，健研检测集团保持市场开拓的积极性，建筑工程检测业务拓展至上海、深圳，实现跨区域发展；交通工程检测业务持续增长，电子电气检测中心检测资质及项目也在不断延伸。近日，住建部颁布了《建设工程质量检测管理办法》，加大检测机构监管力度，减少检测市场乱象。公司有望利用品牌及资质优势，提升区域市占率。

2022 年公司下属子集团科之杰集团外加剂新材料业务实现营收 25.19 亿元，净利润 1.67 亿元。国内产业基地布局日益完善，长三角及珠三角区域市占率提速明显。2023 年，公司将继续秉承“市场优先”原则，积极开拓外加剂新材料市场，持续以“铁公基”作为重点开发项目，以长三角、珠三角、大西南为核心开发区域，在嘉善、重庆、四川、云南、安徽等新增产能释放的推动下，加大区域拓展力度，进一步提升市场占有率。

除此之外，2023 年，公司还将在“建筑+互联网”、“建筑信息化、数字化”等领域积极探索，推动智能信息化和工业信息化服务系统研究，以 BIM 技术为核心，探索智慧管理系统，并打造产业级供应链电商平台“建研家商城”，助力建筑行业的优化和升级。

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 9. 2022 年业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021	2022	同比增长(%)
营业收入	4,917.75	3,946.67	(19.75)
营业税及附加	20.21	20.54	1.66
净营业收入	4,897.55	3,926.13	(19.83)
营业成本	4,019.15	3,094.70	(23.00)
销售费用	205.44	191.06	(7.00)
管理费用	351.44	346.48	(1.41)
财务费用	4.76	13.20	177.25
资产减值损失	(3.86)	(40.75)	(954.93)
营业利润	298.74	232.55	(22.16)
营业外收入	4.84	0.51	(89.45)
营业外支出	2.19	4.36	99.32
利润总额	301.39	228.70	(24.12)
所得税	26.65	21.46	(19.48)
少数股东损益	2.84	(3.59)	(226.62)
归属母公司股东净利润	271.90	210.83	(22.46)
扣除非经常性损益的净利润	240.25	184.01	(23.41)
每股收益(元)	0.38	0.29	(23.68)
扣非后每股收益(元)	0.35	0.27	(22.86)
毛利率(%)	18.27	21.59	增加 3.31 个百分点
净利率(%)	5.59	5.25	减少 0.34 个百分点
销售费用率(%)	4.18	4.84	增加 0.66 个百分点
管理费用率(%)	7.15	8.78	增加 1.63 个百分点
财务费用率(%)	0.10	0.33	增加 0.24 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	1,355.09	888.51	(34.43)
营业税及附加	6.37	5.61	(11.91)
净营业收入	1,348.72	882.90	(34.54)
营业成本	1,112.27	662.44	(40.44)
销售费用	61.86	59.13	(4.41)
管理费用	111.03	113.22	1.97
财务费用	0.36	1.60	342.31
资产减值损失	(26.96)	(70.77)	(162.53)
营业利润	51.49	(4.30)	(108.36)
营业外收入	(0.17)	0.42	352.38
营业外支出	1.14	3.49	205.62
利润总额	50.19	(7.37)	(114.69)
所得税	13.00	(6.54)	(150.32)
少数股东损益	(2.41)	(2.29)	5.13
归属母公司股东净利润	39.60	1.45	(96.34)
扣除非经常性损益的净利润	31.73	(7.48)	(123.58)
每股收益(元)	0.05	0.00	(100.00)
扣非后每股收益(元)	0.05	(0.01)	(120.00)
毛利率(%)	17.92	25.44	增加 7.53 个百分点
净利率(%)	2.74	(0.09)	减少 2.84 个百分点
销售费用率(%)	4.57	6.66	增加 2.09 个百分点
管理费用率(%)	8.19	12.74	增加 4.55 个百分点
财务费用率(%)	0.03	0.18	增加 0.15 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	4,918	3,947	4,880	5,648	6,546
营业收入	4,918	3,947	4,880	5,648	6,546
营业成本	4,019	3,095	3,758	4,380	5,066
营业税金及附加	20	21	27	31	36
销售费用	205	191	234	260	311
管理费用	163	159	195	214	257
研发费用	188	188	232	269	312
财务费用	5	13	5	25	22
其他收益	29	27	28	28	28
资产减值损失	(7)	(51)	(10)	(10)	(10)
信用减值损失	(64)	(54)	(62)	(60)	(59)
资产处置收益	2	3	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	23	27	24	25	25
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	299	233	410	454	528
营业外收入	5	1	1	1	1
营业外支出	2	4	4	4	4
利润总额	301	229	406	450	524
所得税	27	21	41	45	52
净利润	275	207	366	405	472
少数股东损益	3	(4)	5	6	7
归母净利润	272	211	360	399	465
EBITDA	333	289	484	567	658
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.38	0.29	0.50	0.56	0.65

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	4,903	4,744	5,388	6,234	7,426
现金及等价物	577	350	390	452	761
应收账款	3,142	3,149	3,358	4,172	4,555
应收票据	430	249	728	339	886
存货	170	129	197	187	270
预付账款	41	22	35	37	51
合同资产	3	1	8	2	9
其他流动资产	541	843	671	1,046	893
非流动资产	1,610	1,655	1,688	1,712	1,726
长期投资	296	245	245	245	245
固定资产	515	645	711	742	753
无形资产	167	268	306	339	367
其他长期资产	631	497	426	385	360
资产合计	6,513	6,399	7,076	7,946	9,152
流动负债	2,952	2,242	2,863	3,319	4,253
短期借款	226	5	15	326	20
应付账款	1,233	1,602	697	1,979	1,633
其他流动负债	1,493	635	2,151	1,014	2,600
非流动负债	70	473	262	379	306
长期借款	0	57	20	49	20
其他长期负债	70	417	242	329	286
负债合计	3,022	2,715	3,125	3,698	4,558
股本	720	717	717	717	717
少数股东权益	78	67	73	79	86
归属母公司股东权益	3,413	3,616	3,879	4,169	4,507
负债和股东权益合计	6,513	6,399	7,076	7,946	9,152

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	275	207	366	405	472
折旧摊销	83	100	122	143	163
营运资金变动	(315)	(286)	7	(640)	357
其他	279	399	(18)	11	3
经营活动现金流	322	420	477	(80)	995
资本支出	(109)	(216)	(164)	(177)	(187)
投资变动	176	(219)	0	0	0
其他	(8)	24	26	27	27
投资活动现金流	59	(412)	(138)	(150)	(160)
银行借款	223	(165)	(26)	340	(335)
股权融资	(526)	(224)	(98)	(109)	(126)
其他	36	322	(175)	60	(64)
筹资活动现金流	(268)	(66)	(299)	292	(526)
净现金流	113	(58)	41	61	309

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(%)	27.0	(19.7)	23.7	15.7	15.9
营业利润增长率(%)	(29.9)	(22.2)	76.4	10.7	16.3
归属于母公司净利润增长率(%)	(27.0)	(22.5)	70.9	10.8	16.4
息税前利润增长(%)	(33.3)	(24.4)	91.6	17.2	16.7
息税折旧前利润增长(%)	(24.6)	(13.2)	67.6	17.2	16.1
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	(27.0)	(22.5)	70.9	10.8	16.4
获利能力					
息税前利润率(%)	5.1	4.8	7.4	7.5	7.6
营业利润率(%)	17.9	16.6	17.8	18.6	19.5
毛利率(%)	18.3	21.6	23.0	22.4	22.6
归母净利润率(%)	5.5	5.3	7.4	7.1	7.1
ROE(%)	8.0	5.8	9.3	9.6	10.3
ROIC(%)	9.0	5.1	10.2	9.6	12.4
偿债能力					
资产负债率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
净负债权益比	(0.1)	0.0	(0.0)	0.1	(0.1)
流动比率	1.7	2.1	1.9	1.9	1.7
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	1.8	1.3	1.5	1.5	1.5
应付账款周转率	5.1	2.8	4.2	4.2	3.6
费用率					
销售费用率(%)	4.2	4.8	4.8	4.6	4.7
管理费用率(%)	3.3	4.0	4.0	3.8	3.9
研发费用率(%)	3.8	4.8	4.8	4.8	4.8
财务费用率(%)	0.1	0.3	0.1	0.4	0.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.4	0.3	0.5	0.6	0.6
每股经营现金流(最新摊薄)	0.4	0.6	0.7	(0.1)	1.4
每股净资产(最新摊薄)	4.8	5.0	5.4	5.8	6.3
每股股息	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
估值比率					
P/E(最新摊薄)	17.8	23.0	13.4	12.1	10.4
P/B(最新摊薄)	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	12.9	13.2	8.5	8.1	5.8
价格/现金流(倍)	15.1	11.5	10.1	(60.6)	4.9

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予任何其他人，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