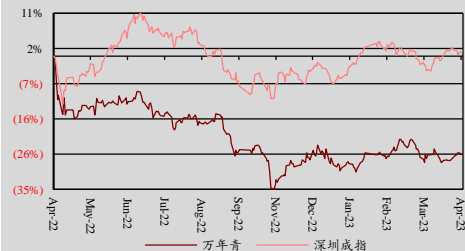


000789.SZ
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 8.97

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	3.6	(0.1)	2.5	(30.4)
相对深圳成指	(3.1)	(5.2)	2.0	(32.2)

发行股数 (百万)	797.40
流通股 (百万)	797.38
总市值 (人民币 百万)	7,152.70
3个月日均交易额 (人民币 百万)	48.65
主要股东	
江西水泥有限责任公司	43.58

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
 以2023年4月17日收市价为标准

相关研究报告

《万年青》20230206

《万年青》20221102

《万年青》20220821

 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: 水泥

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: 郝子禹

ziyu.hao@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122060027

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

万年青

看好2023年业绩边际改善

公司于4月14日发布2022年年报, 全年实现收入112.82亿元, 同降20.58%; 归母净利3.88亿元, 同降75.64%, 归母净利低于业绩预告的4.56-5.87亿元范围。每股收益0.49元, 每股分红0.26元。考虑今年水泥行业需求预期持平, 水泥企业在去年价格战基础上维护利润的意愿增强, 行业协同有望增效, 公司主营的华东区域仍然具备全国相对的格局优势, 我们维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- **业绩不及预告水平, 主因非经常性损益项目。**公司于4月14日发布2022年年报, 全年实现收入112.82亿元, 同降20.6%; 归母净利3.88亿元, 同降75.6%。公司归母净利下滑较多, 不及业绩预告的主要原因是公允价值变动净损失0.97亿元, 资产减值损失1.23亿元, 信用减值损失0.89亿元, 三项合计3.09亿元, 规模较大。仅四季度三项损失即合计计提了2.39亿元。另外, 公司四季度计提了待岗员工薪酬1.32亿元, 导致管理费用增长较多。若扣除三项损失及大额管理费用计提, 我们预计利润水平将略高于业绩预告的范围。考虑减值影响不可持续, 我们对公司2023年业绩恢复抱有信心。
- **量价齐跌, 成本上涨, 利润率下滑较多。**根据公司年报, 2022年公司实现水泥及熟料销量2474.4万吨, 同降10.6%。我们测算公司全年水泥及熟料均价256.0元/吨, 同降46.0元/吨; 吨成本209.8元/吨, 同比上升12.9元/吨, 我们测算吨毛利46.2元/吨, 同降58.9元/吨; 吨费用24.5元/吨, 同比上升5.6元/吨; 吨净利14.3元/吨, 同降51.8元/吨。水泥及熟料毛利率18.04%, 同比下降16.75pct。公司混凝土业务收入26.12亿元, 同比下降9.1%; 销售量609.9万方, 同比下降2.6%; 毛利率22.0%, 同比下降6.2pct。综合看, 公司2022年需求下滑, 成本上升, 又遭遇行业价格战, 业绩承压下降较多。
- **2023年格局有望优化, 公司区位优势或突出。**我们预计2023年水泥行业需求同比基本持平, 成本预计稳中略降。我们预计在2022年下半年价格战的教训之后, 今年水泥企业间将更重视行业协同、行业刚性错峰有望加强, 价格韧性或将高于往年。结合公司自身把握江西及周边的核心区域市场, 以及进一步拓展水泥产业链的商混、骨料、新型墙材等建材产品, 增强竞争优势, 公司业绩有望稳步回升。

估值

- 考虑公司业绩不及预告水平主因非经常性损益, 影响不可持续, 我们基本维持公司原有盈利预测。预计2023-2025年公司实现营收136.39、147.15、158.79亿元; 归母净利8.33、9.82、11.42亿元; 每股收益分别为1.04、1.23、1.43元, 对应市盈率8.6、7.3、6.3倍。

评级面临的主要风险

- 煤炭价格上涨, 水泥需求回落, 格局恶化。

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)	14,205	11,282	13,639	14,715	15,879
增长率(%)	13.4	(20.6)	20.9	7.9	7.9
EBITDA(人民币 百万)	3,414	1,210	2,026	2,422	2,832
归母净利润(人民币 百万)	1,593	388	833	982	1,142
增长率(%)	7.6	(75.6)	114.7	17.9	16.3
最新股本摊薄每股收益(人民币)	2.00	0.49	1.04	1.23	1.43
前次预测每股收益(人民币)			1.04	1.23	
调整幅度(%)			0.04	0.36	
市盈率(倍)	4.5	18.4	8.6	7.3	6.3
市净率(倍)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA(倍)	2.4	6.1	2.7	2.4	1.3

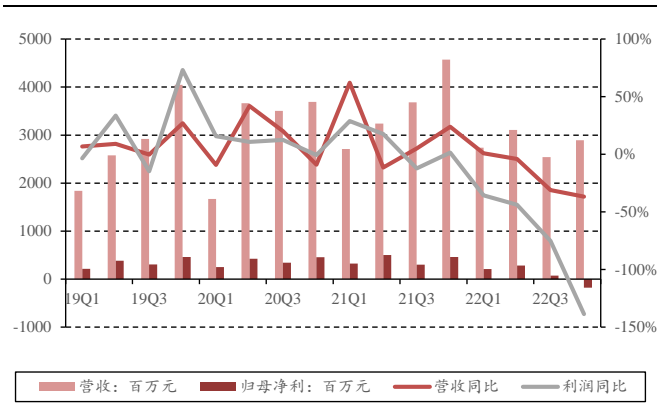
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

2022 年：业绩不及预告水平，主因非经常性损益项目

业绩不及预告水平，主因非经常性损益项目。公司于 4 月 14 日发布 2022 年年报，全年实现收入 112.82 亿元，同降 20.6%；归母净利 3.88 亿元，同降 75.6%。公司归母净利下滑较多，不及业绩预告的主要原因是公允价值变动净损失 0.97 亿元，资产减值损失 1.23 亿元，信用减值损失 0.89 亿元，三项合计 3.09 亿元，规模较大。仅四季度三项损失即合计计提了 2.39 亿元。另外，公司四季度计提了待岗员工薪酬 1.32 亿元，导致管理费用增长较多。在四季度计提减值损失以及待岗员工薪酬的影响下，公司单四季度亏损 1.79 亿元。若扣除三项损失及大额管理费用计提，我们预计利润水平将略高于业绩预告的范围。考虑减值影响不可持续，我们对公司 2023 年业绩恢复抱有信心。

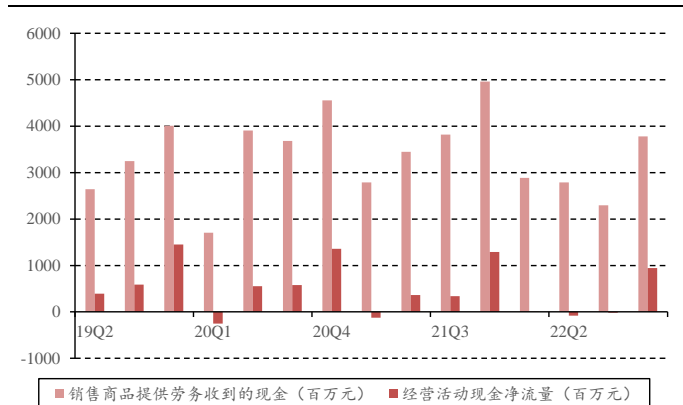
收现比仍大于一。公司全年实现经营活动现金流入 117.54 亿元，经营活动现金净流量 8.45 亿元。公司全年收现比仍大于一，账面现金仍然较充裕。

图表 1. 2022 年公司收入利润均下滑



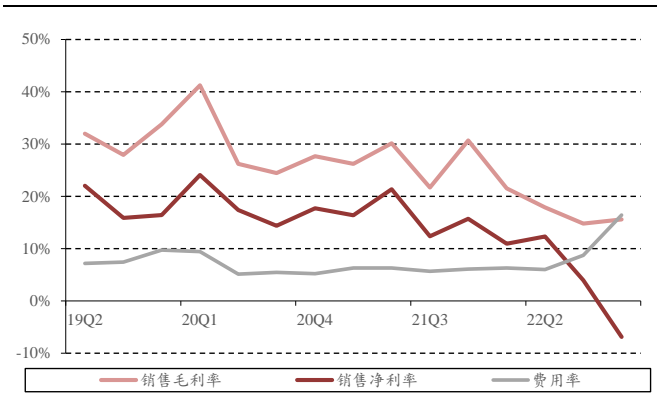
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 四季度现金同环比均有所下滑



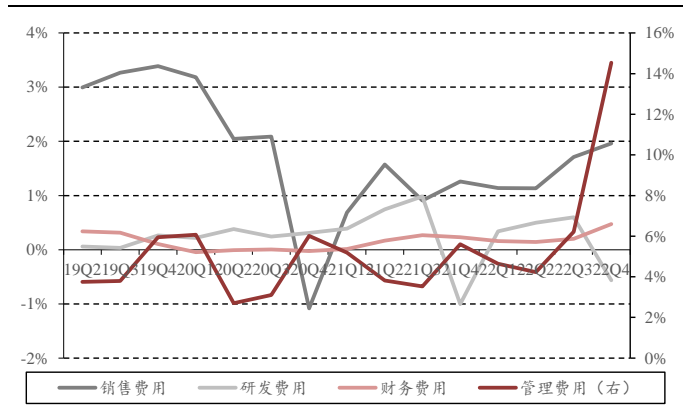
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 费用率上升是净利率下滑的最主要原因



资料来源：公司公告，中银证券

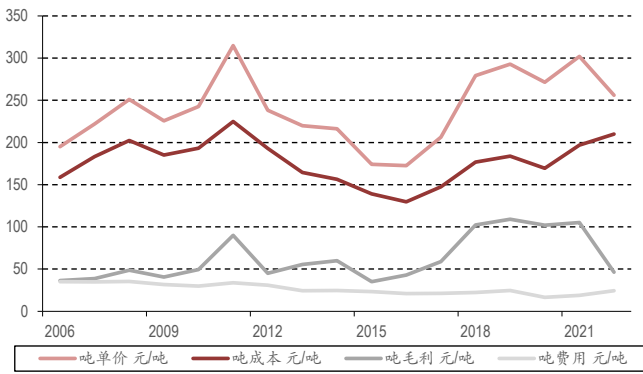
图表 4. 管理费用率上升是费用上升的最核心原因



资料来源：公司公告，中银证券

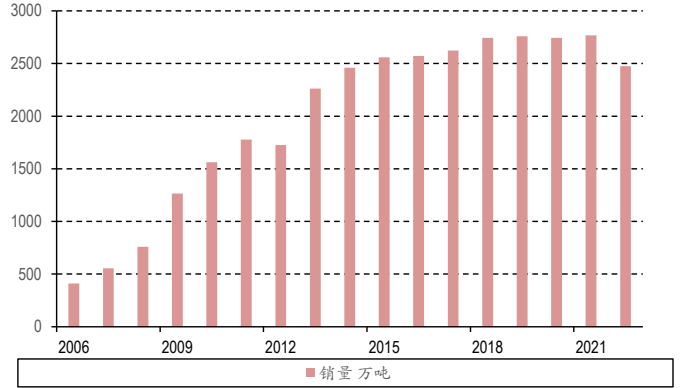
量价齐跌，成本上涨，利润率下滑较多。根据公司年报，2022 年公司实现水泥及熟料销量 2474.4 万吨，同降 10.6%。我们测算公司全年水泥及熟料均价 256.0 元/吨，同降 46.0 元/吨；吨成本 209.8 元/吨，同比上升 12.9 元/吨，我们测算吨毛利 46.2 元/吨，同降 58.9 元/吨；吨费用 24.5 元/吨，同比上升 5.6 元/吨；吨净利 14.3 元/吨，同降 51.8 元/吨。水泥及熟料毛利率 18.04%，同比下降 16.75pct。公司混凝土业务收入 26.12 亿元，同比下降 9.1%；销售量 609.9 万方，同比下降 2.6%；毛利率 22.0%，同比下降 6.2pct。综合看，公司 2022 年需求下滑，成本上升，又遭遇行业价格战，业绩承压下降较多。

图表 5. 2022 年价减本增，水泥熟料吨利润下滑较多



资料来源：公司公告，中银证券

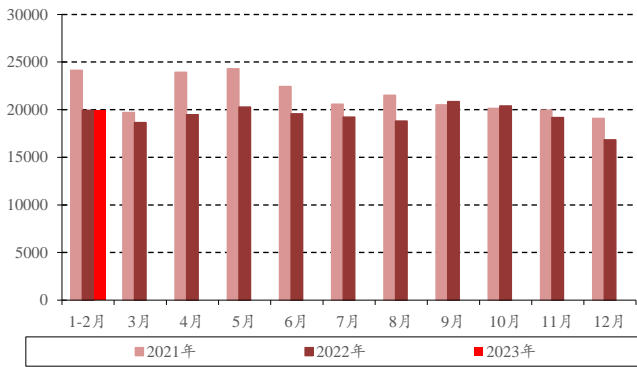
图表 6. 2022 年水泥熟料



资料来源：公司公告，中银证券

地产下滑，基建实物工作量未起是需求下滑的核心原因。根据国家统计局，2022 年地产新开工 12.06 亿平方米，下降 39.4%；施工面积 90.50 亿平方米，同降 7.2%；拿地面积 1.01 亿平方米，同比下降 53.4%；全国房地产开发投资 13.29 万亿元，同比下降 10.0%。全国水泥产量 21.18 亿吨，同比下降 10.8%，产量降幅较大。我们预计基建的实物工作量更有可能在 2023 年落地，地产新开工预计 2023 年企稳，全年水泥需求预期与去年持平左右。

图表 7. 2022 年水泥产量下滑幅度较大（万吨）



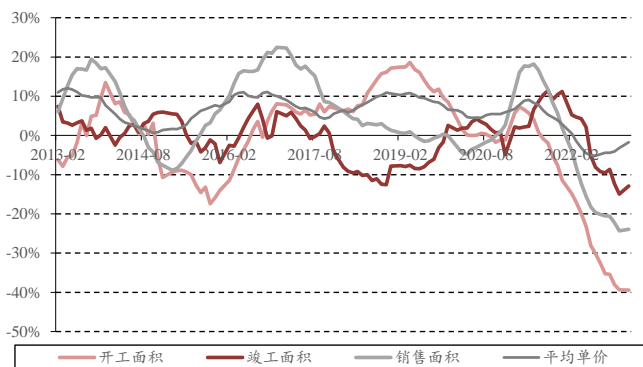
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 8. 2022 年地产投资走弱



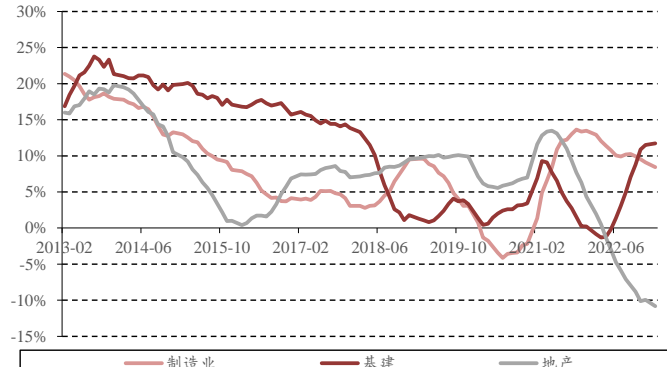
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 9. 2022 年地产数据全面走弱



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 10. 2022 年基建投资表现尚可



资料来源：国家统计局，中银证券

2023 年：格局优化推动业绩边际改善

2023 年格局有望优化，公司区位优势或突出。我们预计 2023 年水泥行业需求同比基本持平，成本预计稳中下降。我们预计在 2022 年下半年价格战的教训之后，今年水泥企业间将更重视行业协同、行业刚性错峰有望加强，价格韧性或将高于往年。结合公司自身把握江西及周边的核心区域市场，以及进一步拓展水泥产业链的商混、骨料、新型墙材等建材产品，增强竞争优势，公司业绩有望稳步回升。

风险提示：煤炭价格上涨，水泥需求回落，行业格局恶化。

图表 11. 2022Q4 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021Q4	2022Q4	同比增长(%)
营业收入	4,570.20	2,895.14	(36.65)
营业税及附加	37.22	26.17	(29.68)
净营业收入	4,532.99	2,868.97	(36.71)
营业成本	3,167.84	2,444.18	(22.84)
销售费用	57.48	56.78	(1.23)
管理费用	210.35	404.63	92.36
财务费用	10.50	13.72	30.66
资产减值损失	(56.28)	(5.39)	90.42
营业利润	990.43	(248.26)	(125.07)
营业外收入	6.55	13.13	100.43
营业外支出	11.13	10.66	(4.29)
利润总额	985.85	(245.78)	(124.93)
所得税	267.67	(46.87)	(117.51)
少数股东损益	254.21	(20.03)	(107.88)
归属母公司股东净利润	463.96	(178.88)	(138.55)
扣除非经常性损益的净利润	961.24	(172.60)	(117.96)
每股收益(元)	0.58	(0.22)	(137.93)
扣非后每股收益(元)	1.21	(0.22)	(118.18)
毛利率(%)	30.68	15.58	减少 15.11 个百分点
净利率(%)	15.71	(6.87)	减少 22.58 个百分点
销售费用率(%)	1.26	1.96	增加 0.70 个百分点
管理费用率(%)	4.60	13.98	增加 9.37 个百分点
财务费用率(%)	0.23	0.47	增加 0.24 个百分点

资料来源：万得，中银证券

图表 12. 2022A 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021 年	2022 年	同比增长(%)
营业收入	14,204.59	11,281.63	(20.58)
营业税及附加	100.20	90.83	(9.35)
净营业收入	14,104.38	11,190.80	(20.66)
营业成本	10,318.05	9,309.96	(9.77)
销售费用	160.33	166.76	4.01
管理费用	675.53	860.95	27.45
财务费用	26.15	27.62	5.61
资产减值损失	(73.93)	(27.56)	62.72
营业利润	3,053.88	781.19	(74.42)
营业外收入	18.58	43.24	132.68
营业外支出	36.98	22.88	(38.13)
利润总额	3,035.49	801.56	(73.59)
所得税	728.02	217.59	(70.11)
少数股东损益	714.19	195.84	(72.58)
归属母公司股东净利润	1,593.28	388.13	(75.64)
扣除非经常性损益的净利润	1,490.49	356.65	(76.07)
每股收益(元)	2.00	0.49	(75.50)
扣非后每股收益(元)	1.87	0.45	(75.94)
毛利率(%)	27.36	17.48	减少 9.88 个百分点
净利率(%)	16.24	5.18	减少 11.07 个百分点
销售费用率(%)	1.13	1.48	增加 0.35 个百分点
管理费用率(%)	4.76	7.63	增加 2.88 个百分点
财务费用率(%)	0.18	0.24	增加 0.06 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	14,205	11,282	13,639	14,715	15,879
营业收入	14,205	11,282	13,639	14,715	15,879
营业成本	10,318	9,310	11,215	11,932	12,716
营业税金及附加	100	91	109	118	127
销售费用	160	167	191	206	222
管理费用	651	837	696	750	810
研发费用	25	24	75	81	87
财务费用	26	28	(1)	(19)	(31)
其他收益	95	71	60	60	60
资产减值损失	(50)	(123)	(10)	(10)	(10)
信用减值损失	(24)	(89)	(10)	(10)	(10)
资产处置收益	27	(6)	(3)	(3)	(3)
公允价值变动收益	(96)	(97)	3	(3)	3
投资收益	177	200	200	200	200
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	3,054	781	1,595	1,881	2,188
营业外收入	19	43	30	30	30
营业外支出	37	23	25	25	25
利润总额	3,035	802	1,600	1,886	2,193
所得税	728	218	392	462	537
净利润	2,307	584	1,208	1,424	1,655
少数股东损益	714	196	374	441	513
归母净利润	1,593	388	833	982	1,142
EBITDA	3,414	1,210	2,026	2,422	2,832
EPS(最新股本摊薄, 元)	2.00	0.49	1.04	1.23	1.43

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	7,184	8,075	8,560	8,585	9,834
货币资金	4,586	4,462	6,199	5,886	7,891
应收账款	948	1,401	494	1,386	378
应收票据	254	847	152	94	171
存货	884	793	1,076	581	690
预付账款	205	202	359	238	398
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	306	371	281	400	307
非流动资产	10,246	10,143	10,721	11,212	11,583
长期投资	1,167	717	787	857	927
固定资产	6,537	6,944	7,375	7,695	7,910
无形资产	1,676	1,716	1,818	1,900	1,962
其他长期资产	865	766	741	759	784
资产合计	17,430	18,219	19,281	19,797	21,418
流动负债	4,544	4,944	5,093	4,671	5,210
短期借款	1,332	1,393	1,000	1,219	1,000
应付账款	1,592	1,512	1,790	1,524	1,655
其他流动负债	1,620	2,039	2,303	1,927	2,555
非流动负债	1,986	2,817	2,734	2,739	2,736
长期借款	85	101	50	50	50
其他长期负债	1,901	2,716	2,684	2,689	2,686
负债合计	6,530	7,761	7,826	7,410	7,946
股本	797	797	797	797	797
少数股东权益	3,474	3,514	3,888	4,330	4,843
归属母公司股东权益	7,426	6,944	7,567	8,058	8,629
负债和股东权益合计	17,430	18,219	19,281	19,797	21,418

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	2,307	584	1,208	1,424	1,655
折旧摊销	537	569	692	814	935
营运资金变动	(437)	(695)	1,797	(980)	1,514
其他	(534)	387	(249)	(205)	(235)
经营活动现金流	1,873	845	3,448	1,053	3,870
资本支出	(1,226)	(1,024)	(1,220)	(1,220)	(1,220)
投资变动	(42)	349	(85)	(79)	(85)
其他	381	(710)	195	195	195
投资活动现金流	(887)	(1,385)	(1,110)	(1,104)	(1,110)
银行借款	535	77	(444)	219	(219)
股权融资	(844)	(877)	(211)	(491)	(571)
其他	14	624	54	10	36
筹资活动现金流	(295)	(176)	(601)	(262)	(755)
净现金流	691	(716)	1,737	(313)	2,005

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(%)	13.4	(20.6)	20.9	7.9	7.9
营业利润增长率(%)	5.1	(74.4)	104.1	17.9	16.3
归属于母公司净利润增长率(%)	7.6	(75.6)	114.7	17.9	16.3
息税前利润增长率(%)	7.4	(77.7)	108.0	20.6	17.9
息税折旧前利润增长率(%)	10.2	(64.5)	67.4	19.5	16.9
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	7.6	(75.6)	114.7	17.9	16.3
获利能力					
息税前利润率(%)	20.3	5.7	9.8	10.9	11.9
营业利润率(%)	21.5	6.9	11.7	12.8	13.8
毛利率(%)	27.4	17.5	17.8	18.9	19.9
归母净利润率(%)	11.2	3.4	6.1	6.7	7.2
ROE(%)	21.5	5.6	11.0	12.2	13.2
ROIC(%)	23.6	4.2	10.4	10.9	14.5
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	(0.2)	(0.1)	(0.3)	(0.2)	(0.4)
流动比率	1.6	1.6	1.7	1.8	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.6	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	17.6	9.6	14.4	15.7	18.0
应付账款周转率	9.3	7.3	8.3	8.9	10.0
费用率					
销售费用率(%)	1.1	1.5	1.4	1.4	1.4
管理费用率(%)	4.6	7.4	5.1	5.1	5.1
研发费用率(%)	0.2	0.2	0.6	0.6	0.6
财务费用率(%)	0.2	0.2	0.0	(0.1)	(0.2)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.0	0.5	1.0	1.2	1.4
每股经营现金流(最新摊薄)	2.3	1.1	4.3	1.3	4.9
每股净资产(最新摊薄)	9.3	8.7	9.5	10.1	10.8
每股股息	0.8	0.3	0.6	0.6	0.7
估值比率					
P/E(最新摊薄)	4.5	18.4	8.6	7.3	6.3
P/B(最新摊薄)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	2.4	6.1	2.7	2.4	1.3
价格/现金流(倍)	3.8	8.5	2.1	6.8	1.8

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