

300715.SZ

增持

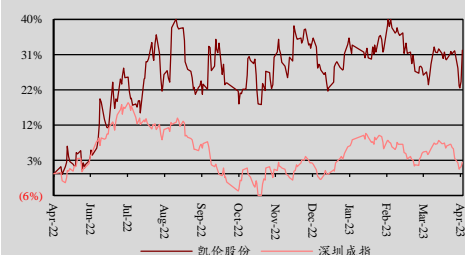
原评级: 增持

市场价格: 人民币 14.51

板块评级: 强于大市

本报告要点

■ 凯伦股份 2022 年报及 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	6.7	6.0	(1.0)	27.8
相对深圳成指	4.7	7.9	4.3	21.2

发行股数 (百万)	384.91
流通股 (百万)	278.91
总市值 (人民币 百万)	5,585.04
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	25.71
主要股东	
凯伦控股投资有限公司	43.68

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
 以 2023 年 4 月 28 日收市价为标准

相关研究报告

《凯伦股份》20230206
 《凯伦股份》20221028
 《凯伦股份》20220904

 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: 林祚楨

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

凯伦股份

立足高分子防水材料, 现金流持续改善

凯伦股份 2022 年营收 21.28 亿元, 同减 17.7%; 归母净利-1.59 亿元, 同比由盈转亏; EPS-0.42 元。2023Q1 营收 5.07 亿元, 同增 55.7%; 归母净利 0.34 亿元, 同增 300.3%。未来公司将立足高分子材料, 不断改善现金流, 加强与央企合作, 持续拓展经销商渠道。维持公司**增持**评级。

支撑评级的要点

- **23Q1 业绩大幅增长:** 2022 年公司实现营收 21.28 亿元, 同减 17.7%; 归母净利-1.59 亿元, 同比均由盈转亏; EPS-0.42 元。其中 22Q4 实现营收 5.95 亿元, 同减 10.4%; 归母净利-1.81 亿元, 较上年同期亏损规模扩大 70.1%。2023Q1 公司营收 5.07 亿元, 同比大幅增长 55.7%; 归母净利 0.34 亿元, 同增 300.3%。2023Q1 公司业绩实现显著增长。
- **23Q1 毛利率同环比均公司盈利能力有所增强:** 2022 年公司毛利率为 19.49%, 同减 10.85pct; 归母净利率为-7.47%, 同减 10.25pct。2023Q1 公司毛利率为 22.68%, 同增 2.14pct, 环比 22Q4 增加 7.42pct; 归母净利率为 6.78%, 同增 4.14pct。2022 年公司经营现金流净额为 0.46 亿元, 同增 113.7%。23Q1 经营现金流净额为 0.16 亿元, 同比由净流出转为净流入。
- **23Q1 需求回暖, 但原材料成本仍较高。**2023Q1 基建投资额累计增速超 10%, 工建项目陆续开工, 防水材料需求有所回暖。但沥青价格同比仍在走高, 公司成本端仍有一定压力。2023Q1 沥青期货结算平均价为 3779.5 元/吨, 同增 132.5 元/吨, 导致公司沥青采购价格上涨, 毛利率同比下滑。
- **立足高分子防水材料, 持续改善现金流。**公司树立了高分子防水材料核心战略, 不断拓展高分子材料应用场景, 提升高分子收入占比; 公司将持续推进集采、渠道“双轮驱动”战略; 加强与央企总包、城投企业合作。公司还将全力拓展经销商渠道, 力争销售网络覆盖全国主要地级市。

估值

- 公司一季度业绩降幅较大, 我们对应调整盈利预测。预计 2023-2025 年公司收入为 28.5、35.8、42.8 亿元; 归母净利分别为 1.5、2.3、2.8 亿元; EPS 分别为 0.40、0.59、0.74 元。维持公司**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 原材料价格大幅上涨, 需求扩容不及预期, 应收账款周转困难

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)	2,586	2,128	2,850	3,580	4,282
增长率(%)	28.8	(17.7)	33.9	25.6	19.6
EBITDA(人民币 百万)	124	(107)	354	539	694
归母净利润(人民币 百万)	72	(159)	154	228	283
增长率(%)	(74.2)	(321.1)	(197.0)	47.8	24.2
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.19	(0.41)	0.40	0.59	0.74
原先预测摊薄每股收益 (人民币)			0.30	0.46	
调整幅度 (%)			33.3	28.3	
市盈率(倍)	77.7	(35.1)	36.2	24.5	19.7
市净率(倍)	2.0	2.4	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA(倍)	62.5	(65.6)	24.9	16.4	15.2
每股股息(人民币)	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
股息率(%)	3.2	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

一、2023Q1 业绩超预期，现金流持续好转

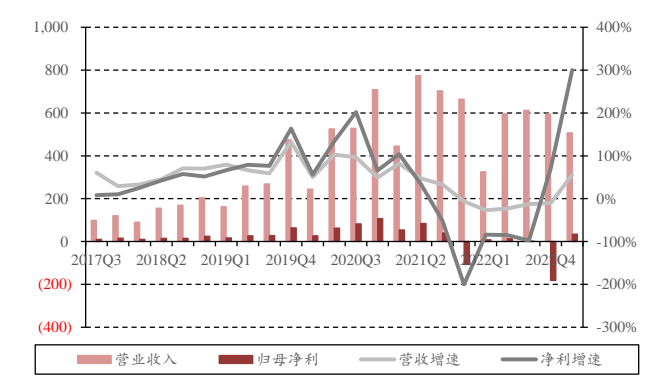
事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报。2022 年，公司实现营收 21.28 亿元，同减 17.7%；归母净利润-1.59 亿元，扣非归母净利-1.74 亿元，同比均由盈转亏；EPS-0.42 元。其中四季度公司实现营收 5.95 亿元，同减 10.4%；归母净利润-1.81 亿元，较上年同期亏损规模扩大 70.1%。2022 年公司亏损，主要系公司当年合计计提 1.57 亿元减值损失，对公司利润造成较大负面影响。2023 年 1 季度，公司实现营收 5.07 亿元，同比大幅增长 55.7%；归母净利润 0.34 亿元，同增 300.3%；扣非归母净利 0.026 亿元，同增 34.0%。非经常性损益主要包括 0.34 亿元政府补助。2023Q1 公司业绩实现显著增长。

2022 年及 2023Q1 公司经营现金流表现明显好转。现金流方面，2022 年公司经营活动现金流量净额为 0.46 亿元，同增 113.7%。四季度公司经营现金流净额为 4.53 亿元，同比大幅增长 275.2%。2023 年 1 季度，公司经营活动现金流净额为 0.16 亿元，较上年同期由净流出转为净流入。2022 年及 2023 年一季度公司现金流表现均较好。

2023Q1 公司盈利能力有所增强。2022 年公司综合毛利率为 19.49%，同减 10.85pct；归母净利率为 -7.47%，同减 10.25pct。其中四季度毛利率为 15.26%，同减 13.80pct，环比 22Q3 下滑 2.25pct；归母净利率为 -30.50%。2023 年 1 季度，公司综合毛利率为 22.68%，同增 2.14pct，环比 22Q4 增加 7.42pct；归母净利率为 6.78%，同增 4.14pct。2023Q1 公司毛利率及归母净利率均有提升，盈利能力增强。

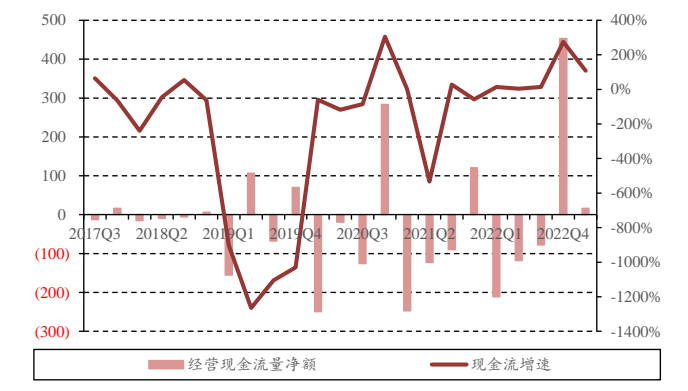
2023Q1 费用率基本维稳。期间费用方面，2022 年公司期间费用率为 21.52%，同增 3.30pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别变动 0.29/1.86/0.77/0.38pct；其中四季度公司期间费用率为 27.53%，同增 9.80pct，2022 年公司期间费用率同比提升。2023Q1 公司期间费用率为 19.99%，同减 0.72pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别变动 1.25/-4.95/0.12/2.85pct。

图表 1. 2023Q1 公司营收及归母净利润同比均大幅增长（单位：百万）



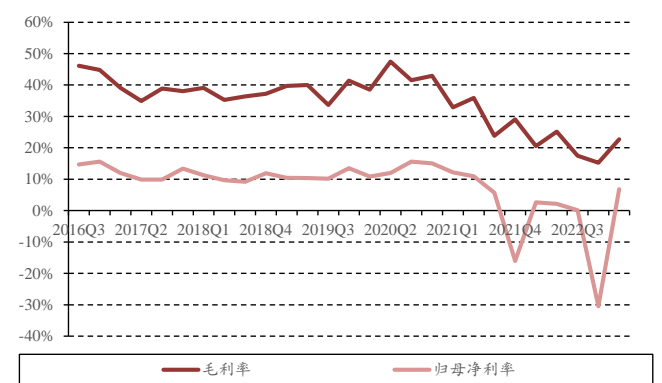
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 2022 年及 2023Q1 公司经营现金流表现明显好转（单位：百万）



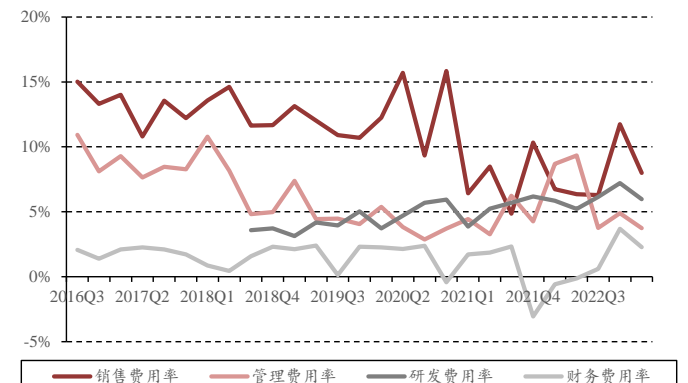
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 2023Q1 公司盈利能力增强



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 2023Q1 公司期间费用率基本维稳



资料来源：公司公告，中银证券

二、成本承压、需求下滑，供需两侧共同挤压利润空间

2022年成本增长与需求不振共同挤压防水企业利润空间。2022年沥青期货平均结算价为3,909.3元/吨，较2021年大幅上涨26.8%，给以沥青为主要原材料的防水企业造成了较大的成本压力。同时，疫情封控、地产开工数据疲软以及实物工作量落地情况不及预期等多项因素使得防水材料下游需求下滑。2022年，地产新开工面积合计11.9万平，同减39.4%；全年水泥产量合计21.2亿吨，同减10.8%。地产开工下行及基建实物工作量落地不及预期导致防水材料需求出现下滑。成本高企叠加需求不振，防水企业利润空间遭到明显挤压。

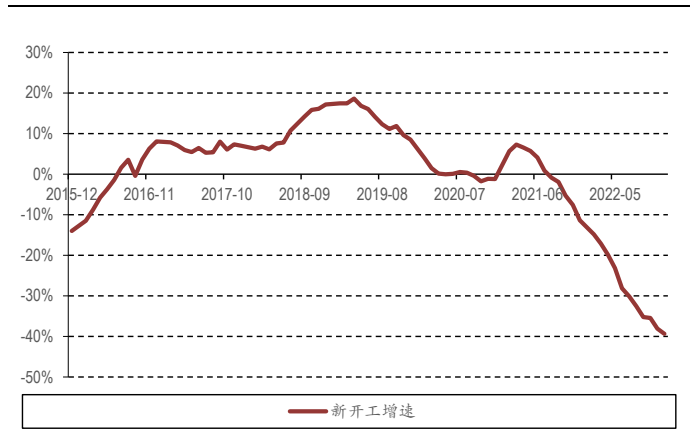
2023Q1需求回暖，但原料端成本压力仍较大。2023年一季度，基建投资完成额累计同比增速超过10%，下游工建项目陆续开工，防水材料需求有所回暖。但沥青价格同比仍在走高，公司成本端仍有一定压力。2023Q1沥青期货结算平均价为3779.5元/吨，同增132.5元/吨，导致公司沥青采购价格上涨，毛利率同比下滑。

图表 5. 2022 年沥青价格明显上涨，成本压力增加
(单位：元/吨)



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 2022 年新开工数据疲软，防水材料需求下滑



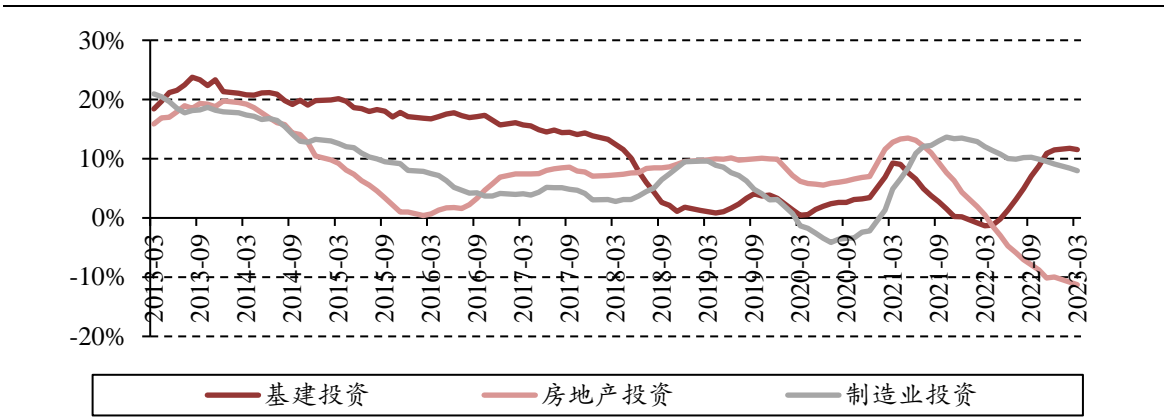
资料来源：万得，中银证券

图表 7. 2022 年公司防水卷材及工程施工毛利率降幅明显

	2022 年 (%)	2021 年 (%)	毛利率变动
防水卷材	20.37	34.47	(14.10)pct
防水涂料	19.43	17.42	2.01pct
工程施工	12.37	27.52	(15.15)pct

资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 2023Q1 基建投资完成额保持高速增长



资料来源：万得，中银证券

三、立足高分子材料，持续改善现金流

公司将高分子防水材料作为核心战略，加强与国央企合作，不断拓展销售渠道。2023年公司将严格管控应收账款风险，持续改善现金流，全面提升公司经营质量。公司树立了高分子防水材料核心战略，不断拓展高分子材料应用场景，提升高分子收入占比。立足高分子材料研发优势，针对性开发了“全生命周期光伏屋顶系统”，推动光伏屋顶系统、单层屋面系统以及融合瓦系统持续落地。同时，公司将持续推进集采、渠道“双轮驱动”战略，调结构、促转型；大力推动品牌入围，加强与央企总包、城投企业合作。销售渠道方面，公司将全力拓展经销商渠道，力争销售网络覆盖全国主要地级市。

四、风险提示

原材料价格大幅上涨，需求扩容不及预期，应收账款周转困难

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	2,585.78	2,127.61	(17.72)
营业税及附加	11.75	14.25	21.33
净营业收入	2,574.04	2,113.35	(17.90)
营业成本	1,801.13	1,712.98	(4.89)
销售费用	196.88	168.12	(14.61)
管理费用	256.09	266.76	4.17
财务费用	18.22	22.92	25.83
资产减值损失	(251.36)	6.00	102.39
营业利润	77.90	(186.29)	(339.14)
营业外收入	0.02	0.18	830.68
营业外支出	1.81	2.95	63.17
利润总额	76.11	(189.07)	(348.41)
所得税	4.80	(27.82)	(679.63)
少数股东损益	(0.61)	(2.23)	(266.15)
归属母公司股东净利润	71.92	(159.02)	(321.09)
扣除非经常性损益的净利润	30.33	(173.62)	(672.54)
每股收益(元)	1.74	0.85	(51.15)
扣非后每股收益(元)	0.08	(0.45)	(662.50)
毛利率(%)	30.34	19.49	减少 10.85 个百分点
净利率(%)	2.76	(7.58)	减少 10.34 个百分点
销售费用率(%)	7.61	7.90	增加 0.29 个百分点
管理费用率(%)	4.54	6.40	增加 1.86 个百分点
研发费用率(%)	5.37	6.14	增加 0.77 个百分点
财务费用率(%)	0.70	1.08	增加 0.38 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	663.81	594.68	(10.41)
营业税及附加	4.78	4.76	(0.38)
净营业收入	659.03	589.92	(10.49)
营业成本	470.93	503.96	7.01
销售费用	68.52	69.78	1.85
管理费用	69.37	72.01	3.80
财务费用	(20.24)	21.90	208.19
资产减值损失	(206.27)	(21.65)	89.50
营业利润	(127.30)	(212.20)	(66.70)
营业外收入	(0.10)	(0.00)	95.57
营业外支出	(0.09)	0.85	1,008.40
利润总额	(127.31)	(213.06)	(67.36)
所得税	(20.40)	(30.39)	(48.97)
少数股东损益	(0.24)	(1.26)	(421.17)
归属母公司股东净利润	(106.66)	(181.40)	(70.07)
扣除非经常性损益的净利润	(117.26)	(180.70)	(54.10)
每股收益(元)	(0.27)	(0.47)	(74.07)
扣非后每股收益(元)	(0.30)	(0.47)	(56.67)
毛利率(%)	29.06	15.26	减少 13.80 个百分点
净利率(%)	(16.10)	(30.72)	减少 14.61 个百分点
销售费用率(%)	10.32	11.73	增加 1.41 个百分点
管理费用率(%)	4.27	4.90	增加 0.63 个百分点
研发费用率(%)	6.18	7.21	增加 1.03 个百分点
财务费用率(%)	(3.05)	3.68	增加 6.73 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 11. 2023Q1 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022Q1	2023Q1	同比增长(%)
营业收入	325.60	507.04	55.72
营业税及附加	3.87	2.13	(44.85)
净营业收入	321.73	504.90	56.93
营业成本	258.73	392.05	51.53
销售费用	21.97	40.57	84.63
管理费用	47.34	49.27	4.06
财务费用	(1.88)	11.52	712.24
资产减值损失		4.00	
营业利润	11.64	38.88	234.06
营业外收入	0.29	0.06	(78.18)
营业外支出	1.58	0.00	(99.90)
利润总额	10.35	38.94	276.36
所得税	2.51	4.18	66.90
少数股东损益	(0.75)	0.39	152.29
归属母公司股东净利润	8.59	34.37	300.26
扣除非经常性损益的净利润	1.91	2.56	34.04
每股收益(元)	0.02	0.09	350.00
扣非后每股收益(元)	0.00	0.01	#DIV/0!
毛利率(%)	20.54	22.68	增加 2.14 个百分点
净利率(%)	2.41	6.85	增加 4.45 个百分点
销售费用率(%)	6.75	8.00	增加 1.25 个百分点
管理费用率(%)	8.69	3.74	减少 4.95 个百分点
研发费用率(%)	5.85	5.97	增加 0.12 个百分点
财务费用率(%)	(0.58)	2.27	增加 2.85 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	2,586	2,128	2,850	3,580	4,282
营业收入	2,586	2,128	2,850	3,580	4,282
营业成本	1,801	1,713	1,982	2,469	2,937
营业税金及附加	12	14	17	18	21
销售费用	197	168	217	261	313
管理费用	117	136	171	215	257
研发费用	139	131	171	197	235
财务费用	18	23	65	115	148
其他收益	36	28	24	30	27
资产减值损失	(4)	(30)	(9)	(9)	(9)
信用减值损失	(252)	(127)	(62)	(60)	(60)
资产处置收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(4)	(0)	(2)	(2)	(1)
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	78	(186)	179	264	327
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	3	2	2	3
利润总额	76	(189)	177	262	325
所得税	5	(28)	21	31	39
净利润	71	(161)	156	230	286
少数股东损益	(1)	(2)	2	2	3
归母净利润	72	(159)	154	228	283
EBITDA	124	(107)	354	539	694
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.19	(0.41)	0.40	0.59	0.74

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	4,328	4,239	5,284	5,454	7,399
现金及等价物	1,532	1,620	855	1,074	1,285
应收账款	1,681	1,698	2,827	2,857	3,942
应收票据	338	253	538	455	733
存货	229	143	287	248	389
预付账款	114	69	143	120	193
合同资产	87	107	117	163	171
其他流动资产	348	350	516	536	688
非流动资产	1,300	1,903	2,057	2,421	2,761
长期投资	12	26	26	26	26
固定资产	834	1,014	1,271	1,525	1,801
无形资产	154	149	171	189	205
其他长期资产	300	714	589	681	729
资产合计	5,628	6,142	7,341	7,875	10,160
流动负债	2,142	2,652	3,536	3,808	5,307
短期借款	696	1,182	1,530	1,671	2,579
应付账款	494	645	672	969	984
其他流动负债	953	824	1,334	1,168	1,744
非流动负债	669	1,123	1,281	1,314	1,813
长期借款	604	1,063	1,218	1,253	1,751
其他长期负债	64	60	63	61	62
负债合计	2,811	3,775	4,817	5,121	7,120
股本	390	385	385	385	385
少数股东权益	2	2	4	6	9
归属母公司股东权益	2,815	2,365	2,519	2,747	3,030
负债和股东权益合计	5,628	6,142	7,341	7,875	10,160

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	71	(161)	156	230	286
折旧摊销	60	84	133	188	245
营运资金变动	(721)	100	(1,223)	154	(1,131)
其他	206	23	177	69	181
经营活动现金流	(384)	46	(757)	642	(419)
资本支出	(347)	(605)	(396)	(506)	(616)
投资变动	(12)	(14)	0	0	0
其他	(1,009)	(26)	(2)	(2)	(1)
投资活动现金流	(1,368)	(645)	(397)	(508)	(617)
银行借款	402	946	503	175	1,407
股权融资	1,174	(352)	0	0	0
其他	54	78	(114)	(90)	(160)
筹资活动现金流	1,630	672	389	85	1,246
净现金流	(122)	73	(765)	219	211

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(%)	28.8	(17.7)	33.9	25.6	19.6
营业利润增长率(%)	(75.5)	(339.1)	(196.3)	47.1	24.0
归属于母公司净利润增长率(%)	(74.2)	(321.1)	(197.0)	47.8	24.2
息税前利润增长(%)	(80.9)	(398.7)	(215.7)	59.0	27.9
息税折旧前利润增长(%)	(66.3)	(186.5)	(431.3)	52.1	28.8
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	(74.2)	(321.1)	(197.0)	47.8	24.2
获利能力					
息税前利润率(%)	2.5	(9.0)	7.8	9.8	10.5
营业利润率(%)	3.0	(8.8)	6.3	7.4	7.6
毛利率(%)	30.3	19.5	30.4	31.0	31.4
归母净利润率(%)	2.8	(7.5)	5.4	6.4	6.6
ROE(%)	2.6	(6.7)	6.1	8.3	9.3
ROIC(%)	1.8	(3.9)	3.4	5.2	5.0
偿债能力					
资产负债率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
净负债权益比	(0.1)	0.3	0.8	0.7	1.1
流动比率	2.0	1.6	1.5	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	2.0	1.3	1.3	1.3	1.3
应付账款周转率	4.9	3.7	4.3	4.4	4.4
费用率					
销售费用率(%)	7.6	7.9	7.6	7.3	7.3
管理费用率(%)	4.5	6.4	6.0	6.0	6.0
研发费用率(%)	5.4	6.1	6.0	5.5	5.5
财务费用率(%)	0.7	1.1	2.3	3.2	3.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.2	(0.4)	0.4	0.6	0.7
每股经营现金流(最新摊薄)	(1.0)	0.1	(2.0)	1.7	(1.1)
每股净资产(最新摊薄)	7.3	6.1	6.5	7.1	7.9
每股股息	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	77.7	(35.1)	36.2	24.5	19.7
P/B(最新摊薄)	2.0	2.4	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	62.5	(65.6)	24.9	16.4	15.2
价格/现金流(倍)	(14.6)	120.4	(7.4)	8.7	(13.3)

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