

**002641.SZ**
**买入**

原评级: 买入

市场价格: 人民币 4.81

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	7.4	(8.2)	9.3	(5.9)
相对深圳成指	1.9	(7.7)	2.9	(2.6)

发行股数 (百万)	1,229.09
流通股 (百万)	1,134.38
总市值 (人民币 百万)	5,911.94
3个月日均交易额 (人民币 百万)	101.87
主要股东	
公元塑业集团有限公司	37.67

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
 以2023年3月31日收市价为标准

**相关研究报告**

《公元股份》20221028

《公元股份》20220831

《公元股份》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: 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

# 公元股份

## Q4 信用减值冲击盈利, 看好业绩逐渐修复

公司于3月30日发布2022年年报, 全年实现收入79.79亿元, 同降10.16%; 归母净利润0.81亿元, 同降85.89%。2022年公司计提信用减值3.45亿元, 大幅度冲击了公司利润。看好2023年轻装上阵业绩修复, 维持买入评级。

**支撑评级的要点**

- **营收下滑, 利润冲击较大。**公司2022年营业收入79.79亿元, 同减10.16%; 归母净利润0.81亿元, 同减85.89%。单四季度营业收入21.17亿元, 同减15.72%; 归母净利润0.16亿元, 同比下降92.65%。公司2022年共计计提信用减值损失3.45亿元, 是公司利润大幅下滑的最主要原因, 其中四季度公司计提信用减值损失1.51亿元。公司2022年毛利率18.32%, 同比下滑0.48pct, 销售净利率1.05%, 同比下滑5.45pct。值得一提的是四季度公司毛利率21.26%, 环比上升4.6pct, 同比上升2.12pct。去年下半年PVC价格下滑较多, 但需求不足, 以及原材料库存的先进先出, 导致三季度毛利率进一步下滑, 四季度公司毛利率终现增长。公司2022年销售/管理/研发/财务费用率分别为4.35%/5.51%/3.01%/-0.59%, 分别同比+0.97/+0.82/-0.17/-0.26pct, 营收下滑的情况下, 费用率稍有上行。
- **销量下滑较多, 单价总体持平, 成本小幅下降。**公司2022年销售塑料管材共60.66万吨, 同比下降约16.8%, 我们测算单价约10,280.91元/吨, 单位成本8,164.89元/吨, 单位毛利约2,116.02元/吨; 分别同比上升4.81元/吨, 下降53.58元/吨, 上升58.39元/吨。单价基本持平, 成本小幅下降, 毛利小幅上升。成本分项来看, 原料仍然是最主要的成本占比, 单吨原料7,010.40元/吨, 同比下降85.72元/吨。人工、燃料、折旧、运费分别为290.51/194.16/485.23/184.59元/吨, 同比分别-22.28/+15.19/50.30/-11.09元/吨。
- **2023年经营计划已定, 多措并举力争业绩突破。**根据公司年报的经营计划, 公司2023年主营业务收入预算89.6亿元, 同比上年增加14.33亿元, 增长19%, 期间三项费用预算增长幅度不超过12%。我们看好公司在调产品结构、强品质品牌、促成本效益、助人才突破、防风险抓服务等方面多措并举, 实现2023年业绩逐渐修复。

**估值**

- 根据公司2023年经营目标, 我们小幅调整公司盈利预测, 预计2023-2025年公司实现营收93.68、109.07、124.27亿元; 归母净利润4.00、5.21、5.82亿元; 每股收益分别为0.33、0.42、0.47元, 对应市盈率14.8、11.3、10.2倍。

**评级面临的主要风险**

- PVC成本大幅上升, 需求恢复不及预期。

**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)	8,881	7,979	9,368	10,907	12,427
增长率(%)	26.2	(10.2)	17.4	16.4	13.9
EBITDA(人民币 百万)	830	293	789	999	1,131
归母净利润(人民币 百万)	577	81	400	521	582
增长率(%)	(25.0)	(85.9)	391.4	30.4	11.6
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.47	0.07	0.33	0.42	0.47
前次预测每股收益(人民币)			0.35	0.45	
调整幅度(%)			(7.0)	(5.7)	
市盈率(倍)	11.7	66.5	14.8	11.3	10.2
市净率(倍)	1.3	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(倍)	6.3	14.0	6.4	4.3	3.9

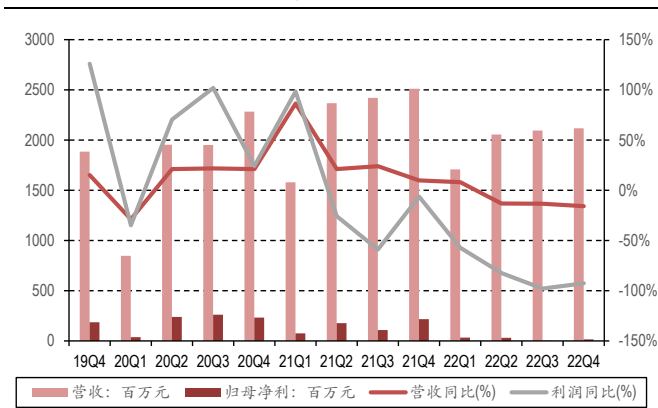
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

注: 由于股份回购注销, 2023E的股本总额有所减少。

## 2022 年：信用减值大幅冲击业绩，四季度毛利率上行较多

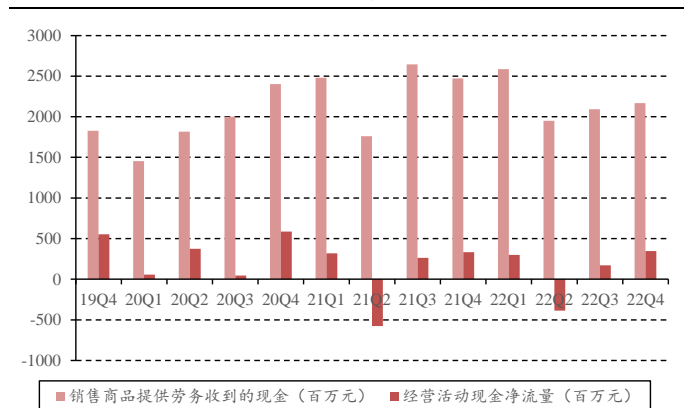
营收下滑，利润冲击较大。公司 2022 年营业收入 79.79 亿元，同减 10.16%；归母净利润 0.81 亿元，同减 85.89%。单四季度营业收入 21.17 亿元，同减 15.72%；归母净利润 0.16 亿元，同比下降 92.65%。公司 2022 年共计提信用减值损失 3.45 亿元，是公司利润大幅下滑的最主要原因，其中四季度公司计提信用减值损失 1.51 亿元。公司 2022 年毛利率 18.32%，同比下滑 0.48pct，销售净利率 1.05%，同比下滑 5.45pct。值得一提的是四季度公司毛利率 21.26%，环比上升 4.6pct，同比上升 2.12pct。去年下半年 PVC 价格下滑较多，但需求不足，以及原材料库存的先进先出，导致三季度毛利率进一步下滑，四季度公司毛利率终现增长。公司 2022 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.35%/5.51%/3.01%/-0.59%，分别同比+0.97/+0.82/-0.17/-0.26pct，营收下滑的情况下，费用率稍有上行。2022 年公司销售商品和提供劳务收到的现金 87.96 亿元，经营现金流净额 4.30 亿元，收现比约 1.10，经营活动现金净流量同比改善。

图表 1. 2022 利润受减值影响下滑较多



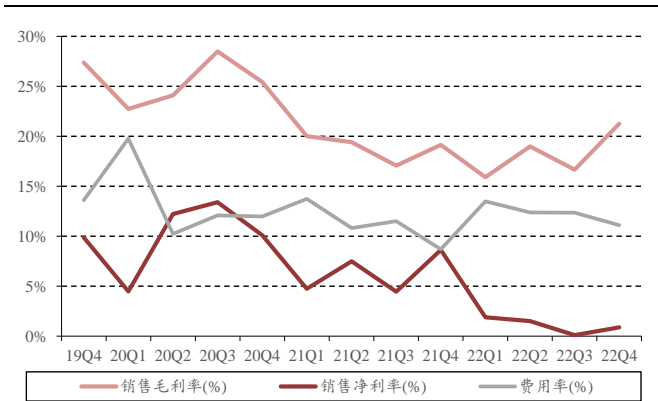
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 经营现金净额较 2021 年小幅上升



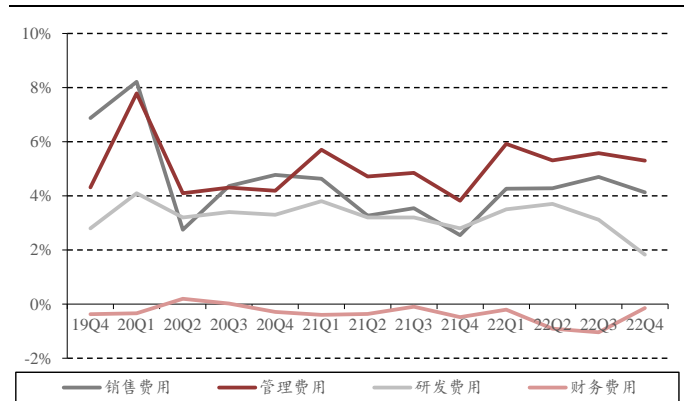
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. Q4 公司毛利率有回升态势



资料来源：公司公告，中银证券

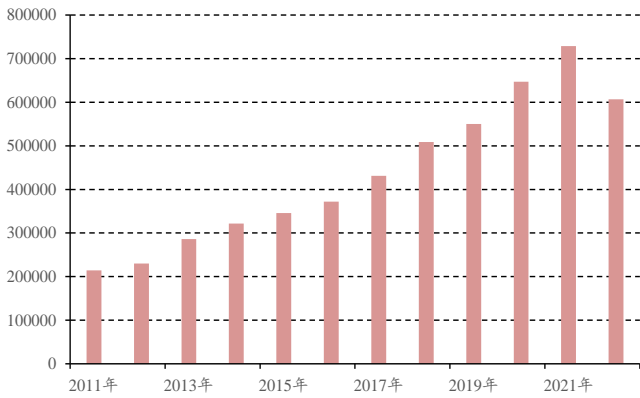
图表 4. 费用率总体持平



资料来源：公司公告，中银证券

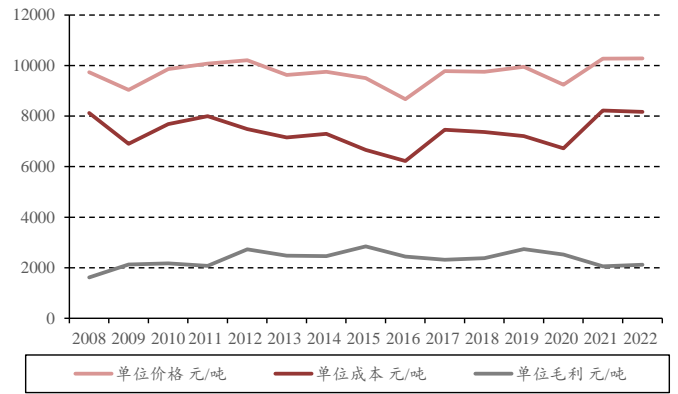
销量下滑较多，单价总体持平，成本小幅下降。公司 2022 年销售塑料管材共 60.66 万吨，同比下降约 16.8%，我们测算单价约 10,280.91 元/吨，单位成本 8,164.89 元/吨，单位毛利约 2,116.02 元/吨；分别同比上升 4.81 元/吨，下降 53.58 元/吨，上升 58.39 元/吨。单价基本持平，成本小幅下降，毛利小幅上升。成本分项来看，原料仍然是最主要的成本占比，单吨原料 7,010.40 元/吨，同比下降 85.72 元/吨。人工、燃料、折旧、运费分别为 290.51/194.16/485.23/184.59 元/吨，同比分别 -22.28%/+15.19%/50.30%/-11.09 元/吨。

图表 5. 2022 年塑料管销量 60.66 万吨，同比下降 16.8%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 全年单位价格与成本均变化不大



资料来源：公司公告，中银证券

### 2023 年：信用减值规模预计缩小，轻装上阵业绩修复

恒大应收账款已计提较为充分。根据公司年报，截止 2022 年 12 月 31 日，公司单项计提坏账准备的应收账款规模为 5.55 亿元，已累计计提 4.44 亿元，计提比例 80.0%，账面价值 1.11 亿元，进一步计提坏账的比例将大幅收缩，预计 2023 年公司轻装上涨，业绩将正常修复。

2023 年经营计划已定，多措并举力争业绩突破。根据公司年报的经营计划，公司 2023 年主营业务收入预算 89.6 亿元，同比上年增加 14.33 亿元，增长 19%，期间三项费用预算增长幅度不超过 12%。我们看好公司在调产品结构、强品质品牌、促成本效益、助人才突破、防风险抓服务等方面多措并举，实现 2023 年业绩逐渐修复。

风险提示：PVC 成本大幅上升，需求恢复不及预期。

图表 7. 2022Q4 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021Q4	2022Q4	同比增长(%)
营业收入	2,512.05	2,117.25	(15.72)
营业税及附加	12.21	15.82	29.60
净营业收入	2,499.85	2,101.43	(15.94)
营业成本	2,031.29	1,667.03	(17.93)
销售费用	64.09	87.44	36.42
管理费用	166.32	150.92	(9.26)
财务费用	(12.06)	(3.04)	74.76
资产减值损失	(30.73)	(184.61)	(500.71)
营业利润	232.85	20.14	(91.35)
营业外收入	0.73	0.90	23.34
营业外支出	1.09	2.54	134.44
利润总额	232.50	18.50	(92.04)
所得税	15.69	0.01	(99.91)
少数股东损益		2.56	
归属母公司股东净利润	216.81	15.93	(92.65)
扣除非经常性损益的净利润	203.21	9.18	(95.48)
每股收益(元)	0.18	0.01	(94.44)
扣非后每股收益(元)	0.18	0.01	(94.44)
毛利率(%)	19.14	21.26	增加 2.13 个百分点
净利率(%)	8.63	0.87	减少 7.76 个百分点
销售费用率(%)	2.55	4.13	增加 1.58 个百分点
管理费用率(%)	6.62	7.13	增加 0.51 个百分点
财务费用率(%)	(0.48)	(0.14)	增加 0.34 个百分点

资料来源：万得，中银证券

图表 8. 2022A 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021 年	2022 年	同比增长(%)
营业收入	8,880.97	7,978.52	(10.16)
营业税及附加	42.52	48.99	15.22
净营业收入	8,838.45	7,929.53	(10.28)
营业成本	7,211.35	6,516.93	(9.63)
销售费用	300.30	346.70	15.45
管理费用	698.77	679.47	(2.76)
财务费用	(29.06)	(46.91)	(61.40)
资产减值损失	(34.22)	(336.66)	(883.73)
营业利润	642.91	69.31	(89.22)
营业外收入	1.72	4.28	148.61
营业外支出	3.54	3.70	4.54
利润总额	641.09	69.90	(89.10)
所得税	64.23	(14.03)	(121.85)
少数股东损益		2.56	
归属母公司股东净利润	576.87	81.37	(85.89)
扣除非经常性损益的净利润	535.43	52.30	(90.23)
每股收益(元)	0.47	0.07	(85.11)
扣非后每股收益(元)	0.48	0.05	(89.58)
毛利率(%)	18.80	18.32	减少 0.48 个百分点
净利率(%)	6.50	1.05	减少 5.44 个百分点
销售费用率(%)	3.38	4.35	增加 0.96 个百分点
管理费用率(%)	7.87	8.52	增加 0.65 个百分点
财务费用率(%)	(0.33)	(0.59)	减少 0.26 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	8,881	7,979	9,368	10,907	12,427
营业收入	8,881	7,979	9,368	10,907	12,427
营业成本	7,211	6,517	7,566	8,747	9,984
营业税金及附加	43	49	56	65	75
销售费用	300	347	422	491	559
管理费用	416	439	525	611	696
研发费用	282	240	322	375	427
财务费用	(29)	(47)	0	0	0
其他收益	40	41	41	41	41
资产减值损失	(4)	(40)	(10)	(10)	(10)
信用减值损失	(48)	(345)	(50)	(50)	(50)
资产处置收益	5	(8)	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(7)	(13)	(7)	(7)	(7)
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	643	69	458	597	666
营业外收入	2	4	4	4	4
营业外支出	4	4	4	4	4
利润总额	641	70	458	597	666
所得税	64	(14)	46	60	67
净利润	577	84	412	538	600
少数股东损益	0	3	12	16	18
归母净利润	577	81	400	521	582
EBITDA	830	293	789	999	1,131
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.47	0.07	0.33	0.42	0.47

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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>5,060</b>	<b>4,729</b>	<b>5,324</b>	<b>6,202</b>	<b>7,167</b>
货币资金	1,495	1,391	1,007	1,721	1,615
应收账款	1,411	1,165	917	1,507	1,254
应收票据	136	57	984	227	1,153
存货	1,570	1,374	2,115	1,919	2,685
预付账款	228	627	4	725	107
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	219	116	298	102	353
<b>非流动资产</b>	<b>3,286</b>	<b>3,690</b>	<b>3,873</b>	<b>4,117</b>	<b>4,182</b>
长期投资	8	39	39	39	39
固定资产	2,049	2,154	2,524	2,776	2,894
无形资产	412	451	492	527	555
其他长期资产	817	1,046	819	776	694
<b>资产合计</b>	<b>8,346</b>	<b>8,419</b>	<b>9,198</b>	<b>10,319</b>	<b>11,349</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,070</b>	<b>3,011</b>	<b>3,393</b>	<b>3,975</b>	<b>4,406</b>
短期借款	31	70	50	50	50
应付账款	531	480	697	664	889
其他流动负债	2,509	2,461	2,646	3,261	3,467
<b>非流动负债</b>	<b>218</b>	<b>319</b>	<b>316</b>	<b>318</b>	<b>317</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	218	319	316	318	317
<b>负债合计</b>	<b>3,288</b>	<b>3,330</b>	<b>3,709</b>	<b>4,293</b>	<b>4,723</b>
股本	1,235	1,235	1,229	1,229	1,229
少数股东权益	0	63	76	92	110
归属母公司股东权益	5,058	5,025	5,413	5,935	6,516
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>8,346</b>	<b>8,419</b>	<b>9,198</b>	<b>10,319</b>	<b>11,349</b>

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	577	84	412	538	600
折旧摊销	254	292	371	442	505
营运资金变动	(162)	83	(632)	418	(640)
其他	(330)	(29)	19	(7)	6
<b>经营活动现金流</b>	<b>338</b>	<b>430</b>	<b>170</b>	<b>1,391</b>	<b>471</b>
资本支出	(700)	(605)	(575)	(675)	(575)
投资变动	278	(78)	56	0	0
其他	263	96	(2)	(2)	(2)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(159)</b>	<b>(588)</b>	<b>(521)</b>	<b>(677)</b>	<b>(577)</b>
银行借款	(48)	39	(20)	0	0
股权融资	(271)	(77)	(12)	0	0
其他	67	51	(1)	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(252)</b>	<b>14</b>	<b>(33)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>净现金流</b>	<b>(74)</b>	<b>(144)</b>	<b>(384)</b>	<b>714</b>	<b>(106)</b>

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
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	26.2	(10.2)	17.4	16.4	13.9
营业利润增长率(%)	(27.2)	(89.2)	560.2	30.4	11.6
归属于母公司净利润增长率(%)	(25.0)	(85.9)	391.4	30.4	11.6
息税前利润增长率(%)	(31.6)	(99.7)	24,470.2	33.3	12.4
息税折旧前利润增长率(%)	(22.4)	(64.6)	168.8	26.6	13.3
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(25.0)	(85.9)	391.4	30.4	11.6
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	6.5	0.0	4.5	5.1	5.0
营业利润率(%)	7.2	0.9	4.9	5.5	5.4
毛利率(%)	18.8	18.3	19.2	19.8	19.7
归母净利润率(%)	6.5	1.0	4.3	4.8	4.7
ROE(%)	11.4	1.6	7.4	8.8	8.9
ROIC(%)	14.8	0.1	8.2	11.4	11.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
净负债权益比	(0.3)	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.2)
流动比率	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	8.0	6.2	9.0	9.0	9.0
应付账款周转率	17.0	15.8	15.9	16.0	16.0
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	3.4	4.3	4.5	4.5	4.5
管理费用率(%)	4.7	5.5	5.6	5.6	5.6
研发费用率(%)	3.2	3.0	3.4	3.4	3.4
财务费用率(%)	(0.3)	(0.6)	0.0	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.5	0.1	0.3	0.4	0.5
每股经营现金流(最新摊薄)	0.3	0.3	0.1	1.1	0.4
每股净资产(最新摊薄)	4.1	4.1	4.4	4.8	5.3
每股股息	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	11.7	66.5	14.8	11.3	10.2
P/B(最新摊薄)	1.3	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.3	14.0	6.4	4.3	3.9
价格/现金流(倍)	19.9	12.6	34.9	4.3	12.6

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，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