



买入

35% ↑

目标价格：人民币 87.50

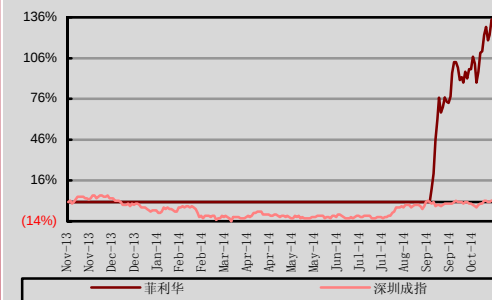
300395.CH

价格：人民币 64.96

目标价格基础：70 倍 14 年市盈率

板块评级：未有评级

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	135.8	20.7	0.0	0.0
相对深证成指	134.3	18.8	(4.6)	0.1

发行股数(百万)	65
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	1,052
3 个月日均交易额(人民币 百万)	134
净负债比率(%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
邓家贵	15

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2014 年 11 月 7 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料：玻璃制造

杨绍辉
(8621)20328569
shaohui.yang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514080001

*张斌为本报告重要贡献者

菲利华

国内航空/航天用石英材料唯一标的，电子信息行业高性能石英材料国产化替代的引领者

菲利华是国内高性能石英玻璃材料及制品的领先企业。公司是全球少数具备批量生产航空/航天石英玻璃纤维及制品实力的制造厂家，在国内业务上无可抗衡的竞争者。在电子信息行业，公司是目前国内唯一具备国际认证的高性能石英玻璃材料及制品的企业，产品覆盖国内和日本市场，随着公司募投项目产能的释放，公司预计未来几年在该领域的业绩将保持稳定快速发展势头。我们预计 2014-16 年的每股收益分别为 1.25 元、1.35 元和 1.54 元，目标价定为 87.50 元，相当于 70 倍 2014 年市盈率，首次评级为买入。

支撑评级的要点

- 公司为国内航空/航天用石英玻璃纤维唯一标的。公司标的具备稀缺性，且相关产品具备很高的技术壁垒，并需要不断跟进下游应用；用户对材料的选定审慎，公司在前期的密切合作，将有力保证未来产品市场份额和地位的稳定。
- 公司航空航天领域用石英产品毛利率高，下游需求稳定提升，且未来存在应用扩大的可能。公司目前在航空航天领域用石英制品占主营业务约 40% 体量，产品毛利率高达 70%；高性能石英玻璃产品是航空、航天、激光等领域的重要材料，公司未来有进一步拓展新领域的可能。
- 公司是电子信息产业高性能石英玻璃材料国产化替代的引领者，随着募投项目的产能释放，相关业绩有望在未来几年保持快速增长。公司在电子信息产业中，主要涉及光通讯和半导体领域的高性能石英玻璃制品。在半导体领域，石英玻璃材料市场主要被国外巨头占有。2011 年上半年，公司生产的 FLH321 天然石英锭材通过了东京电子的材料认证，成为国内首家跻身国际主要半导体设备制造商认证的石英玻璃材料企业，并正式进入半导体国际产业链。随着公司募投项目产能的释放以及自身成本优势，将有望快速拓展相关市场的占有率。

评级面临的主要风险

- 半导体领域市场开拓缓慢的风险；航空/航天领域应用减少的风险。

估值

- 我们考虑到公司标的的稀缺性和未来外延市场突破的可能性，以及近年军工行业的市场情绪，给予 70 倍的 14 年市盈率估值，目标价为 87.50 元，首次评级为买入。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	285	282	312	353	400
变动(%)	5	(1)	11	13	13
净利润(人民币 百万)	63	69	81	88	100
全面摊薄每股收益(人民币)	0.970	1.060	1.250	1.350	1.540
变动(%)	9.0	9.3	17.9	8.0	14.1
市场预期每股收益(人民币)			0.998	3.051	1.346
全面摊薄市盈率(倍)	67.0	61.3	52.0	48.1	42.2
价格/每股现金流量(倍)	53.4	69.2	45.9	44.0	39.1
每股现金流量(人民币)	1.22	0.94	1.42	1.48	1.66
企业价值/息税折旧前利润(倍)	42.1	39.5	33.8	30.6	26.6
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

目录

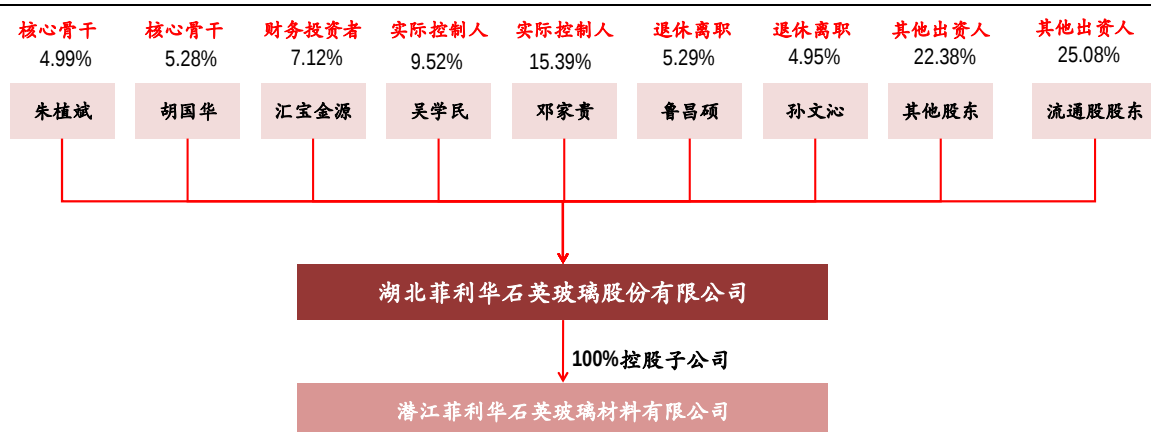
专注石英玻璃行业，产品涉及军工民用两个市场	3
产品应用跨多个行业，总体净利率高	5
下游行业此消彼长，看好未来民品半导体领域和军工航空航天领域	8
公司竞争力：市场地位稳固，产品优势明显	11
盈利能力突出，财务状况良好	16
盈利预测与评级	19

专注石英玻璃行业，产品涉及军工民用两个市场

研究所出身，专注于石英玻璃行业。公司是国内高性能石英玻璃材料/石英纤维及制品制造销售的高新技术企业，其前身为沙市石英玻璃总厂，始建于1966年，属原国家建材部九家重点石英玻璃生产厂家之一。经过近50年的发展，凭借雄厚的技术研发优势，公司产品已在光通讯、半导体、太阳能、航空航天等领域打开了良好局面，产品不仅销售海内外市场，同时涉及军工和民用领域，并在相关领域占据领先的市场地位。

产品具备稀缺性，在军工民用市场均有优势。公司是全球少数几家具有高性能石英纤维批量产能的制造商之一，其产品在国内航空航天领域牢牢占据主导地位；2011年上半年，公司生产的FLH321天然石英锭材（一种半导体用高性能石英玻璃材料）通过了东京电子的材料认证，成为目前国内首家获得国际主要半导体设备制造商认证的石英玻璃材料企业，并正式进入半导体国际产业链。

图表 1. 公司股权结构图

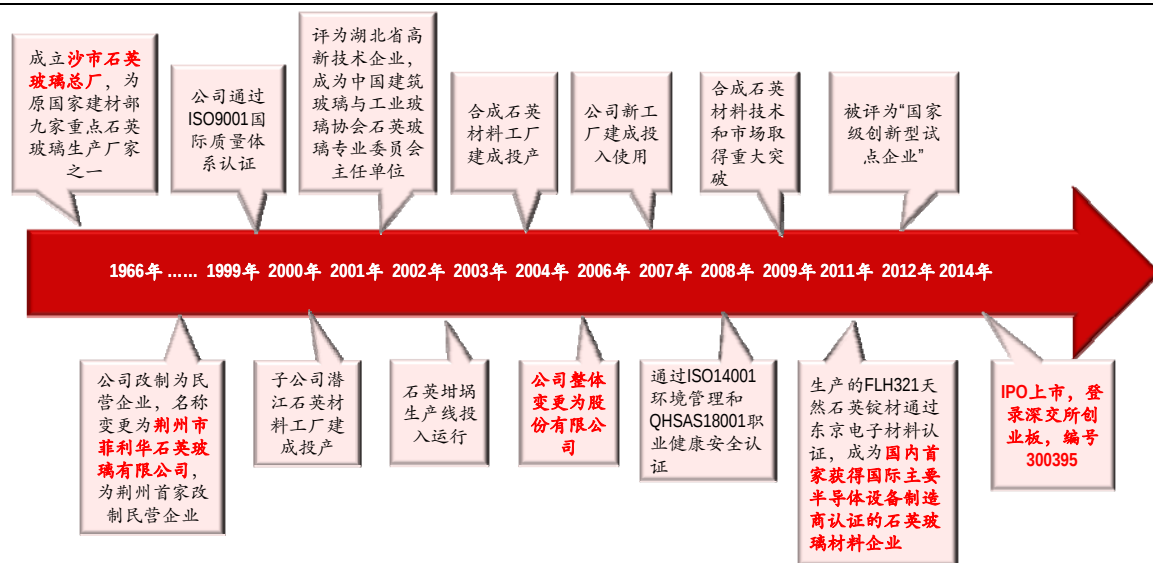


资料来源：招股说明书，中银国际研究

公司控股股东、实际控制人为邓家贵和吴学民。邓家贵自1991年起担任公司前身石英总厂的厂长、法定代表人，此后历任菲利华有限和股份公司董事长至今，是公司生产经营的最高管理者、市场开拓的组织者和管理团队的领导者，对公司业务发展方向、技术开发、市场开拓和团队建设具有重大影响。吴学民2003年12月担任菲利华有限总经理，负责公司日常生产经营管理；2009年1月，担任股份公司副董事长，协助邓家贵主持公司生产经营管理工作，执行公司各项规章制度，在董事会闭会期间处理公司重要业务活动，二人具有长期良好的合作关系。

截至2014年上半年，公司总资产4.22亿元。2013年全年实现营业收入2.82亿元，实现归属于母公司的净利润6,914.66万元。

图表 2. 菲利华历史沿革

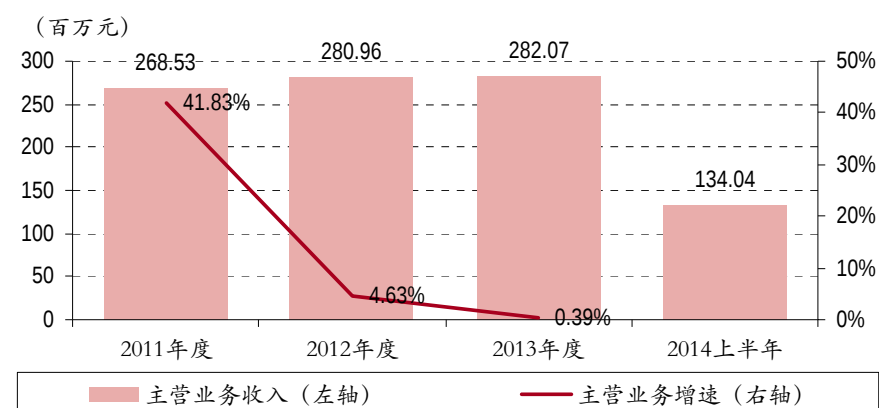


资料来源：公司公告，中银国际研究

产品应用跨多个行业，总体净利率高

公司主营业务多样。公司通过发挥其核心技术优势，积极开拓军用民用的高性能石英制品市场，目前其主营业务涉及领域包括光通讯、半导体、太阳能、航空航天及其它领域。2011年至2013年度，公司分别实现主营业务收入26,853万元、28,096万元、28,207万元，其中主营业务收入增速分别达到41.83%、4.63%和0.39%，2014半年报披露实现主营业务收入13,404万元。

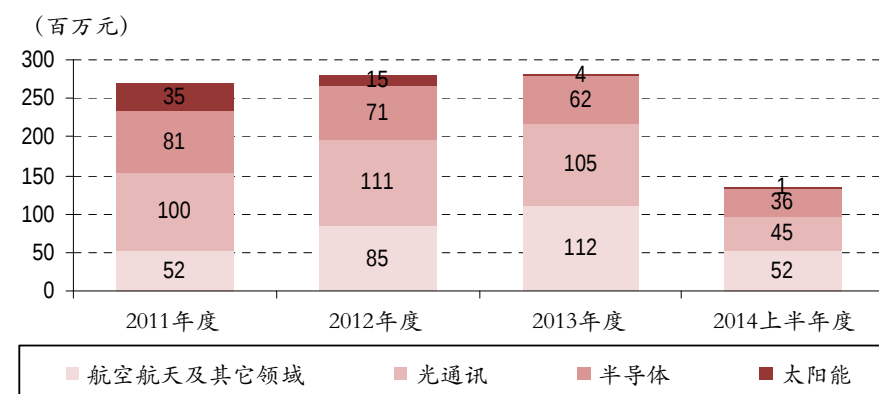
图表 3. 主要营业收入以及增长率



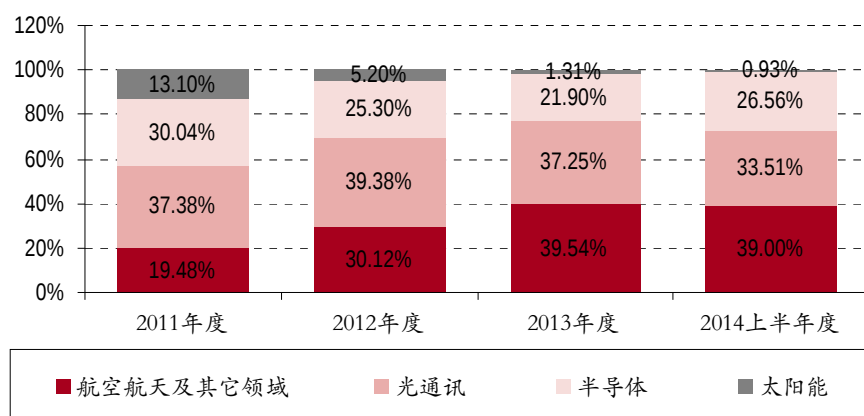
资料来源：招股说明书，中银国际研究

从收入构成分析，2011-2014 年上半年度，航空航天及其它领域业务占营业收入比例分别为 19.48%、30.12%、39.54%和 39%；光通讯领域业务占营业收入比例分别为 37.38%、39.38%、37.25%和 33.51%；半导体领域收入占营业收入比例为 30.04%、25.30%、21.90%和 26.56%；太阳能领域收入占营业收入比例为 13.10%、5.20%、1.31%和 0.93%（2012 年起主动调整产品结构，停止光伏坩锅的生产）。

图表 4. 分业务营业收入

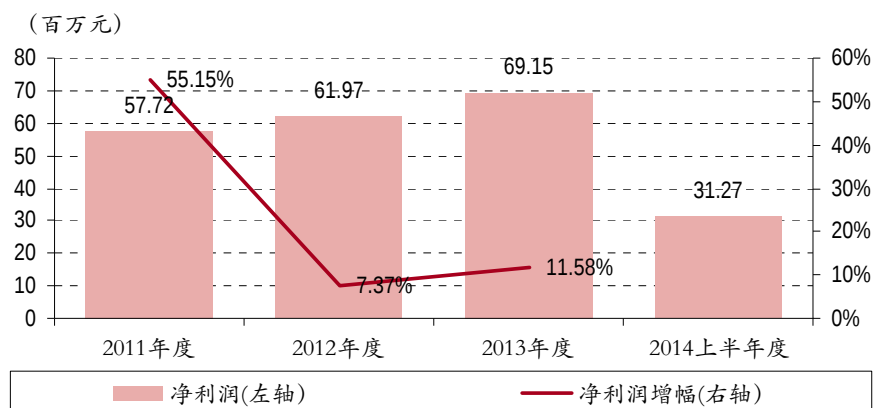


资料来源：招股说明书，中银国际研究

图表 5. 分业务营业收入占比


资料来源：招股说明书，中银国际研究

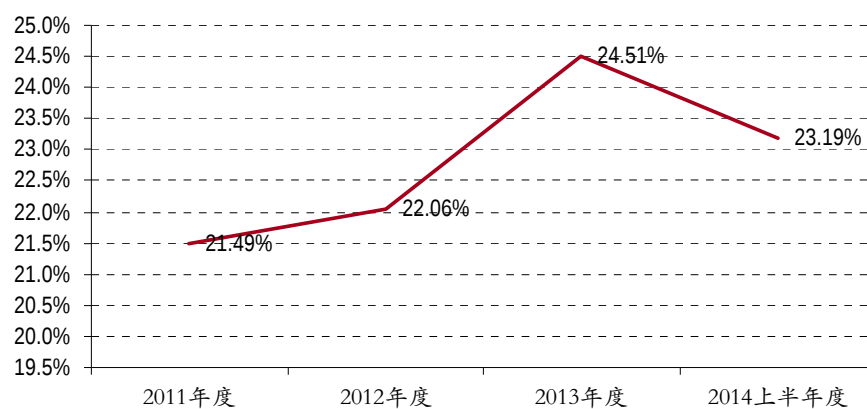
2011-2013 年度，公司分别实现净利润 5,772 万元、6,197 万元和 6,915 万元，同比增长率分别为 55.15%、7.37%和 11.58%，年均复合增长率为 9.45%。2014 年上半年，公司披露实现净利润 3,126 万元，较 2013 年上半年同比增长 9.91%。2014 年期间在取得新颁发的高新技术企业证书之前，公司财务核算对 2014 年 1-6 月暂按 25%的税率计提企业所得税，若 2014 年底前通过高新技术企业认证复审再按 15%的所得税率予以调整。若按 15%所得税率测算，公司净利润为 3,412.64 万元，较 2013 年 1-6 月增长 19.96%。

图表 6. 公司净利润增长情况


资料来源：招股说明书，中银国际研究

2011 年至 2014 年上半年，公司净利率分别为 21.49%、22.06%、24.51%和 23.19%。在 2013 年净利率增速相对放大后，2014 年有所回落，但整体基本呈现小幅上升趋势，无较大变化。

图表 7.公司净利率情况



资料来源：招股说明书，中银国际研究

下游行业此消彼长，看好未来民品半导体领域和军工航空航天领域

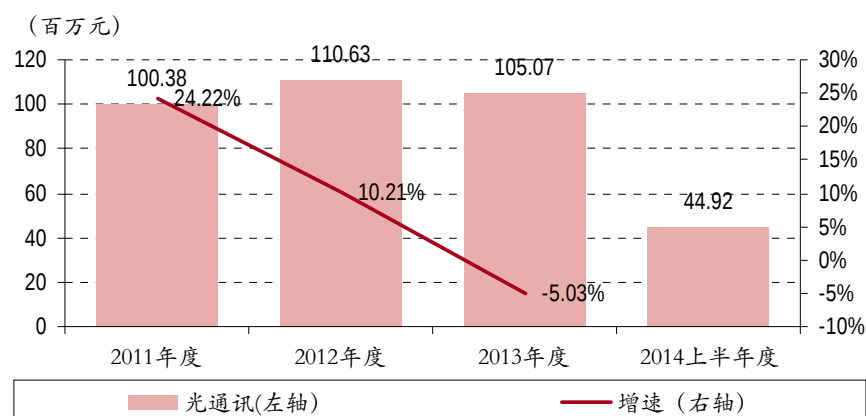
1. 光通讯领域未来竞争激烈，公司业绩将保持平稳

公司在光通讯领域中的产品主要为光纤预制棒制造及光纤拉制过程中的各种石英棒、石英管等。公司凭借产品在同类对比中所具有的高性价比，在国内外均占据较大的市场份额，是公司最早打入国际市场的品牌产品，其在日本光通讯领域石英制品中占据主导地位。

在光通讯用石英玻璃材料及制品领域，随着产品的日渐成熟，市场将趋于供求平衡，该类产品价格可能进一步下滑，成本下降空间相对较小，因此公司该类产品毛利率也将有所下降。

2011-2014 上半年度，公司光通讯领域业务在海外市场的销售额分别为 6,570.63 万元、7,313.00 万元、4,817.63 万元和 1,838.00 万元，分别占公司海外市场销售的 59.99%、62.36%、60.79%和 49.14%。2011-2013 年度，公司光通讯领域业务分别实现营业收入 10,038 万元、11,063 万元和 10,507 万元。2011-2013 年分别同比增长 24.22%、10.21%和-5.03%，年均复合增长率 2.31%。2014 年上半年度披露实现营业收入 4,492 万元。

图表 8.光通讯领域收入增长情况



资料来源：招股说明书，中银国际研究

2. 半导体领域产能开始释放，业绩将保持高速增长

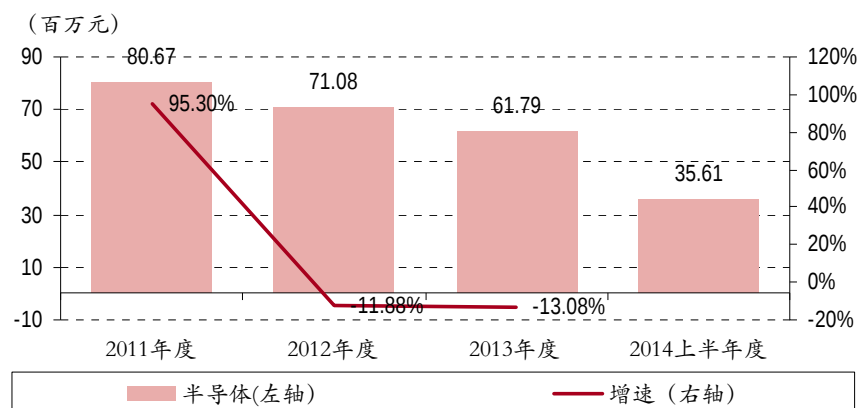
公司在半导体领域业务主要为下游半导体石英加工商提供其生产过程中需耗用的石英玻璃材料及制品，如石英锭、筒、环等。

公司已在该领域成功开拓了国内外市场，2011 年上半年，公司生产的 FLH321 天然石英锭材（一种半导体用高性能石英玻璃材料）通过了东京电子的材料认证，成为目前国内首家获得国际主要半导体设备制造商认证的石英玻璃材料企业，并正式进入半导体国际产业链。

在半导体用石英玻璃材料及制品领域，相对于国际主要竞争对手，公司具有后发优势及产品性价比优势，预计未来该类产品价格波幅较小，公司将努力提高产品工艺技术水平、强化成本控制能力，该类产品毛利率将稳中趋升。

2011-2013 年度，公司在半导体领域业务分别实现营业收入 8,067 万元、7,108 万元和 6,179 万元。2011-2013 年分别同比增长 95.30%、-11.88%和-13.08%，2014 年上半年度披露实现营业收入 3,561 万元。我们认为，在 2011 年通过东京电子认证打入国际市场之后，公司经过近年来对国际半导体下游厂商的适应和自身产品生产稳定性的提高，根据近期半年报的披露情况以及产品自身的成本优势，预测公司半导体领域业务在未来几年市场份额和销售额呈现快速增长态势将是大概率事件。

图表 9.半导体业务收入增长情况



资料来源：招股说明书，中银国际研究

3. 产品结构调整，主动放弃太阳能领域

公司在太阳能领域主要为下游光伏产业客户提供高纯度、耐高温的石英坩埚，其主要作为拉制硅单晶用的载体材料，在下游产品生产过程中属于重要的消耗品。近年来，受太阳能市场持续低迷影响，公司自 2012 年 5 月起对产品结构进行调整，主动停止了太阳能用石英坩埚产品的生产。

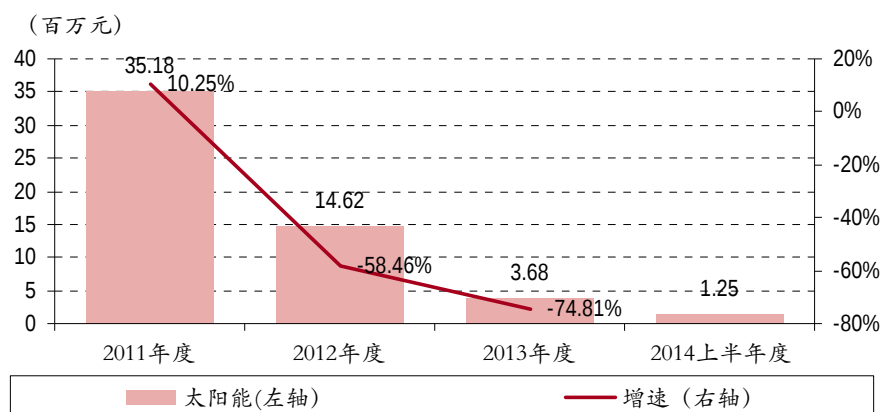
图表 10.公司太阳能用石英玻璃材料及制品销量及价格情况

业务类别	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-6 月
销售数量 (kg)	16,464	3,361	1,223	636
销售均价 (元/kg)	2,136.98	4,348.80	3,010.75	1,962.68

资料来源：招股说明书，中银国际研究

因为 2012 年开始光伏用石英坩埚市场萎缩，公司相应调整了生产结构，主动停止光伏用石英坩埚产品的生产，相关产能转向光学及半导体用石英坩埚的生产，使电弧坩埚销售价格和生产成本在 2012 年同时大幅上升，销量方面也因此逐渐萎缩。预计未来该领域将不再作为公司的主营业务。

2011-2013 年度，公司在太阳能领域业务分别实现营业收入 3,518 万元、1,462 万元和 368 万元。2011-2013 年分别同比增长 10.25%、-58.46%和-74.81%，2014 年上半年度披露实现营业收入 125 万元。

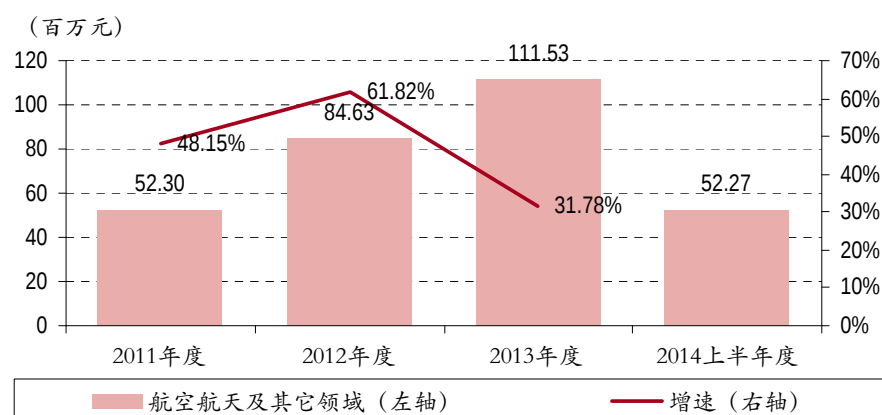
图表 11. 太阳能领域收入增长情况


资料来源: 招股说明书, 中银国际研究

4. 航空航天领域将保持高利润稳定增长

公司航空航天及其它领域产品主要为石英纤维及其制品, 相关产品在该领域占据国内绝对主导地位, 其营销模式主要以直销方式为国内航空航天科研生产单位提供产品。由于保持长期合作关系, 且具有稀缺性, 公司相关市场地位难以动摇。

2011-2014 上半年度, 公司航空航天及其它领域业务分别实现营业收入 5,230 万元、8,463 万元、11,153 万元和 5,227 万元。2011-2013 年分别同比增长 48.15%、61.82% 和 31.78%, 年均复合增长率 46.03% (因涉及保密, 相关销量与价格豁免披露)。

图表 12. 航空航天及其它领域收入增长情况


资料来源: 招股说明书, 中银国际研究

公司竞争力：市场地位稳固，产品优势明显

1、科研实力与行业资质雄厚，市场地位难以撼动

菲利华前身为沙市石英玻璃总厂，始建于 1966 年，属原国家建材部九家重点石英玻璃生产厂家之一。近 50 年，公司一直专注于石英产业的发展，已形成稳定的高水平专业研发团队，科研实力与行业资质雄厚。

专业研发团队：菲利华现有研发人员 211 人，占员工总数的 33.33%，教授级高级工程师 10 人，其中 3 人享受国务院特殊专家津贴。目前公司是中国建筑玻璃与工业玻璃协会石英玻璃专业委员会理事长单位、湖北省高新技术企业、《全国玻璃纤维标准化委员会石英纤维工作组》秘书单位，湖北省高性能石英玻璃及石英纤维工程技术研究中心和湖北省博士后产业基地，并建成了一支由国际同行业高端技术人才加盟的专家顾问团队。

丰富的行业资质和专利：公司在资质上已取得了 ISO9001、ISO14001、OHSAS18001 管理体系认证，并通过了国家二级保密资格单认证，取得了国家《武器装备科研生产许可证》。近年来，公司先后被评为“湖北省载人航天工程有功单位”、“军工协作配套先进单位”、“参与载人航天飞行有功单位”、“国防科工委民口配套先进单位”，并已获得 3 项国家重点新产品证书、8 项湖北省重大科学技术成果证书及其它多个科研成果奖项。目前公司已拥有 23 项专利权（含国防专利 1 项），其中发明专利 8 项（含国防专利 1 项），实用新型专利 15 项。

图表 13.公司取得的重要科研成果

序号	科技成果名称	权属类型	证书编号	取得方式
1	半导体用大直径真空法免清洗电弧坩埚	国家重点新产品证书	2005ED760006	自行开发
2	高纯度大直径石英玻璃锭	国家重点新产品证书	2006GRD10014	自行开发
3	大规格透明石英玻璃板	国家重点新产品证书	2007GRD10009	自行开发
4	高性能石英玻璃织物的研制	湖北省重大科学技术成果证书	EK070677	自行开发
5	大尺寸高精度石英玻璃棒材	湖北省重大科学技术成果证书	EK080602	自行开发
6	IC和TFT掩膜用石英玻璃基板	湖北省重大科学技术成果证书	EK090489	自行开发
7	神舟号飞船返回舱舱门共形天线研制	国防科学技术奖二等奖证书	2004GFJ2076-3	自行开发
8	神舟号飞船返回舱舱门共形天线研制	航空科学技术奖励三等奖证书	-	自行开发
9	大规格透明石英玻璃板	湖北省科学技术奖励三等奖证书	2008J-251-3-160-035-D01	自行开发
10	高纯度大直径石英玻璃锭	荆州市科技奖励一等奖证书	5J-60-1-12-04-D01	自行开发
11	高纯度大直径石英玻璃锭	湖北省科学技术奖励三等奖证书	2009J-208-3-105-028-D01	自行开发
12	大尺寸高精度石英玻璃棒材	荆州市科技奖励一等奖证书	6J-60-1-12-03-D01	自行开发
13	大尺寸高精度石英玻璃棒材	湖北省科学技术奖励证书	2011J-249-3-138-041-R05	自行开发
14	气炼连续熔制透明石英玻璃锭的熔制设备及熔制工艺	湖北省重大科学技术成果证书	EK111352	专利转换
15	一种石英玻璃棉的制造方法和装置	湖北省重大科学技术成果证书	EK111351	专利转换
16	一种掺杂石英玻璃纤维的制造方法	湖北省重大科学技术成果证书	EK111350	专利转换
17	一种制备空心石英纤维的方法和装置	湖北省重大科学技术成果证书	EK111349	专利转换
18	一种采用焰熔法将氧化铝粉末烧结成蓝宝石晶体用氧化铝块料的方法	湖北省科技成果登记证书	EK2012E160012000351	专利转换
19	一种石英玻璃棉的制造方法和装置	荆州市科技奖励一等奖证书	7J-60-1-12-04-D01	自行开发
20	一种低羟基石英玻璃纤维的生产方法	湖北省科技成果登记证书	EK2014E16002000059	专利转换

资料来源：招股说明书，中银国际研究

图表 14.公司已拥有的实用新型专利

序号	专利名称	申请日期	授权日期	到期日期	授权号
1	一种大规格石英玻璃板的生产装置	2006年3月1日	2007年3月21日	2016年2月29日	ZL 200620095468.4
2	一种改进的灯工车床	2008年5月14日	2009年5月20日	2018年5月13日	ZL 200820067178.8
3	石英玻璃精馏塔	2008年7月4日	2009年5月27日	2018年7月3日	ZL 200820068270.6
4	合成石英玻璃用氧燃烧器"	2008年7月4日	2009年5月27日	2018年7月3日	ZL 200820068269.3
5	石英纤维编织套管	2008年11月7日	2009年7月29日	2018年11月6日	ZL 200820175368.1
6	一种熔拉石英纤维的燃烧器	2008年11月7日	2009年8月20日	2018年11月6日	ZL 200820175365.8
7	合成石英玻璃生产用上料装置	2008年11月7日	2009年8月12日	2018年11月6日	ZL 200820176739.8
8	生产合成石英玻璃过程中高温酸性废气的处理设备	2008年11月7日	2009年9月9日	2018年11月6日	ZL 200820175364.3
9	石英纤维熔制下棒装置	2008年12月19日	2009年9月30日	2018年12月18日	ZL 200820128946.6
10	用于熔制石英玻璃锭的氧燃烧器"	2009年4月13日	2010年1月27日	2019年4月12日	ZL 200920085051.3
11	一种石英玻璃热成型用中频感应炉	2009年7月22日	2010年7月7日	2019年7月21日	ZL 200920087671.0
12	一种石英玻璃片超声波精密打孔模具	2010年11月6日	2011年6月1日	2020年11月5日	ZL 201020594433.1
13	一种石英棒无接触吊拉装置	2010年11月6日	2011年6月1日	2020年11月5日	ZL 201020594434.6
14	一种石英玻璃锭熔制下料装置	2011年9月13日	2012年5月2日	2021年9月12日	ZL 201120341305.0
15	一种石英玻璃纤维单丝直径检测的载物装置	2012年2月14日	2012年9月26日	2022年2月13日	ZL 201220046801.8

资料来源：招股说明书，中银国际研究

图表 15.公司已拥有的发明专利

序号	专利名称	申请日期	授权日期	到期日期	授权号
1	气炼连续熔制透明石英玻璃锭的熔制设备及熔制工艺	2007年9月4日	2010年4月7日	2027年9月3日	ZL 200710053144.3
2	一种石英玻璃棉的制造方法和装置	2007年9月4日	2010年8月11日	2027年9月3日	ZL 200710053145.8
3	一种掺杂石英玻璃纤维的制造方法	2008年7月28日	2010年12月22日	2028年7月27日	ZL 200810048649.5
4	石英纤维熔制下棒机构	2005年3月23日	2007年3月21日	2025年3月22日	ZL 200510018449.1
5	一种采用焰熔法将氧化铝粉末烧结成生产蓝宝石晶体用氧化铝块料的方法	2011年9月4日	2012年12月5日	2031年9月3日	ZL 201110258645.1
6	一种低羟基石英玻璃纤维的生产方法	2011年11月8日	2013年11月13日	2031年11月7日	ZL 201110349946.5
7	电弧法石英玻璃坩埚缺陷返修的方法	2012年2月7日	2014年3月12日	2032年2月6日	ZL2012 10026333.2

资料来源：招股说明书，中银国际研究

注：除上述6项发明专利外，公司还拥有1项国防专利（专利类型为发明专利）

基于自身雄厚的科研实力和几十年长期专注于高性能石英玻璃的行业经验，公司目前在其产品业务的相关市场领域具有明显的优势：

- 1) 光通讯领域：公司主要生产光通讯领域的配套石英制品，目前是国内及日本市场该类制品的主要供应商，占据可观的市场份额，且客户关系稳定。
- 2) 半导体领域：公司生产的FLH321天然石英锭材（一种半导体用高性能石英玻璃材料）在2011年上半年正式通过全球主要半导体材料供应商东京电子公司认证，成为全世界第五家具备半导体原产设备厂商供应商资格的企业（国内首家获得国际主要半导体设备制造商认证的石英玻璃材料企业），也标志着公司产品正式进入半导体国际产业链。
- 3) 航空航天及其它领域：公司在该领域主要产品为石英纤维及其制品，是全球少数几家具有高性能石英纤维批量产能的制造商之一，其产品在国内外航空航天领域牢牢占据主导地位。

高性能石英材料及石英纤维的应用领域具有较高的技术壁垒，在高端产品上的应用要求其具有极高的纯度和复杂的制造要求。同时，下游行业对上游产品的稳定性等要求较高，因此对上游供应商的认证要求严格，并需要较长时间的认证周期。在民品高科技领域和国防科技工业领域中，菲利华均在国内率先取得了准入标准极高的供应资质认证，并积累了明显的技术和市场优势，市场地位难以撼动。

2、依托产品组合优势，保持较高盈利水平

公司专注于石英材料及石英纤维的生产销售，经过长期的经验积累和技术探索，不断优化产品结构，从不同型号的基础石英材料到各种规格的制成品，包括各类石英纤维制品，形成了品类规格互补的产品组合结构，大大增强了抵御市场风险的能力，且材料综合利用率逐年提高，带动了制造成本的持续下降和市场竞争能力的不断提升，未来依然可以保持较高盈利水平。公司的盈利能力主要来自于以下几个方面：

1) **使用先进制锭技术，从源头降低成本。**公司目前可利用连熔连拉制锭技术生产出外形规整、纯度较高的天然石英锭材。由于其形状规整，在其加工制备石英制品时，大大减少了石英锭材的消耗量，在基础产品的生产环节上提高了石英原材料的利用率。

2) **产品为小批量多品种，有利于提高锭料的利用率。**如在材料使用上，公司在用石英锭机加工大规格石英筒后，余料可继续用于小规格石英筒的生产，最终剩下的芯料还可拉制石英棒或切制石英片；石英棒可以长短粗细互补，即不能做长规格石英棒的材料可以改做短规格石英棒。另外，在生产设备上，生产国产料石英锭与生产进口料石英锭的设备相同；生产槽沉锭的设备可以兼容改造拉制石英棒。这种互补有效地降低了产品的生产总成本，促成了主营业务总体毛利率的提高。

3) **与主要燃料供应商合作稳定互补，燃料成本优势明显。**公司在气炼制锭和石英热加工工艺中，主要以氢气为燃料，且用量很大。得益于公司厂房建设的初始规划，目前公司及潜江菲利华的氢气供应均从临近化工厂（沙隆达、江汉盐化总厂）供给。氢气为化工厂生产的副产品，不合理利用则需作排空等方式予以处理，不仅增加化工厂成本，且存在安全隐患，因此双方的合作互利共赢，且符合环保和循环经济的要求，公司也因此有效降低了燃料购买的成本。

图表 16.公司与主要竞争对手利润率对比情况

项目	2012 年	2011 年	2010 年
菲利华			
营业利润率(%)	24.70	22.74	22.28
国外同行业营业利润率	2013 财年	2012 财年	2011 财年
日本 Tosoh(%)	6.83	9.68	15.21
日本 Shinetsu(%)	22.40	21.47	25.55
日本 Techno(%)	10.59	9.24	7.11
	2012 年	2011 年	2010 年
美国 Momenite	-	-	18.89
均值(%)	13.27	13.46	16.69

资料来源：招股说明书，中银国际研究

3、下游市场风险分散，业务布局“多点开花”

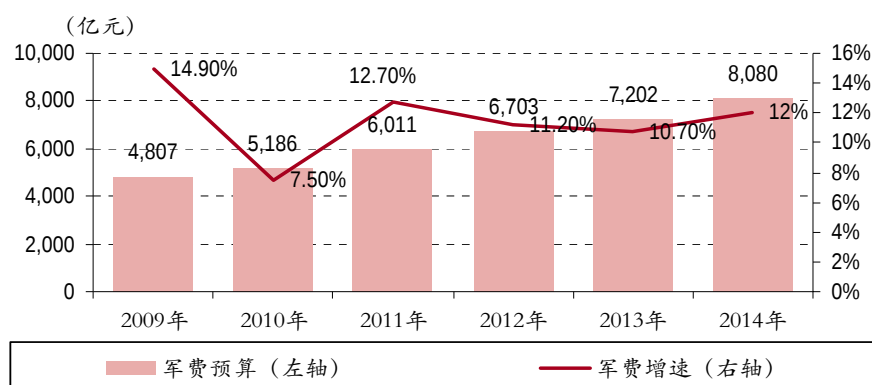
公司的主营产品为各个行业上游石英玻璃原材料及制品，因此公司的业绩会因下游行业的市场需求变化而受到影响。对比同行业，公司从开发市场初期，便形成了多个下游行业的石英玻璃材料及制品的生产和销售业务，使得公司业务在遭遇单个下游行业市场需求不佳的情况下，具备一定的风险分散作用。近年来，光伏产业遭遇重大调整，市场景气程度低。在这种情况下，公司近年来的业绩仍然继续保持增长的态势，且财务状况良好，这也充分体现了公司市场开发的战略眼光和市场抗风险能力。随着下游相关行业市场及政策的进一步利好，未来几年内，公司将因此迎来新的发展阶段。

1) 2013年8月，国务院正式印发《“宽带中国”战略及实施方案》，标志着我国宽带建设已升级为国家战略。在其发展目标中提到：到2020年，我国宽带网络全面覆盖城乡，固定宽带家庭普及率达到70%，3G/LTE用户普及率达到85%，行政村通宽带比例超过98%。这一目标的制定，将在未来几年内刺激我国光通讯产业的迅猛发展。2013年12月4日，工信部向中国移动通讯集团公司等3家运营商发放4G牌照，4G网络的建设将进一步拉动光纤光缆的市场需求。随着3G/4G网络建设和光纤到户（FTTH，Fiber to the home）在国内的大范围推广，光纤市场规模迅速扩容，政策的导向和支持将快速推进光纤产业的发展，行业在未来几年内仍将获得良好的市场发展空间。

2) 目前半导体产业仍处于稳步发展时期，随着半导体芯片技术的发展，芯片线路等级已由130纳米发展至目前32纳米，由此导致对半导体芯片蚀刻所使用的石英耗材的纯度及产品稳定性要求进一步提高。公司是国内具备半导体用高纯石英材料及制品少数生产厂家，产品质量与国外主要竞争对手相同，并具有明显的价格优势。随着近年来公司对相关产品生产的改进优化，产品的产量和稳定性得到进一步提高，在国内外相同产品的市场竞争中具备竞争优势，有望在未来几年内迅速扩大相关市场份额。

3) 公司主营业务中的石英纤维及其制品是航空航天等军工装备制造中重要的战略材料，且应用广泛。其在军工上的应用得益于石英纤维所具备的优秀特性，使其成为雷达罩、电磁发射窗口和低介电产品的首选材料以及高马赫数飞行器的高温烧蚀防护材料等。我国近年来在国际政治格局上的不确定和不稳定因素在不断增加。为达到必要的威慑力以维护国家安全，应备不测，国内军费预算近年一直以10%以上的速度稳定快速增长，尤其在国防装备采购方面加大了力度，相关装备费的支出将主要用于增加海空军、陆航、航天和二炮部队的高新装备。菲利华公司具备稳定批量生产石英纤维及其相关产品的能力，其在国内相关细分领域占据绝对主导地位。随着未来国防装备采购进程的逐步推进及对航空航天装备需求的进一步提高，公司在石英纤维及其制品领域将获得极大的收益，预计将在未来几年内持续分享我国军工产业快速增长的丰厚利润。

图表 17.我国近年来军费增长情况



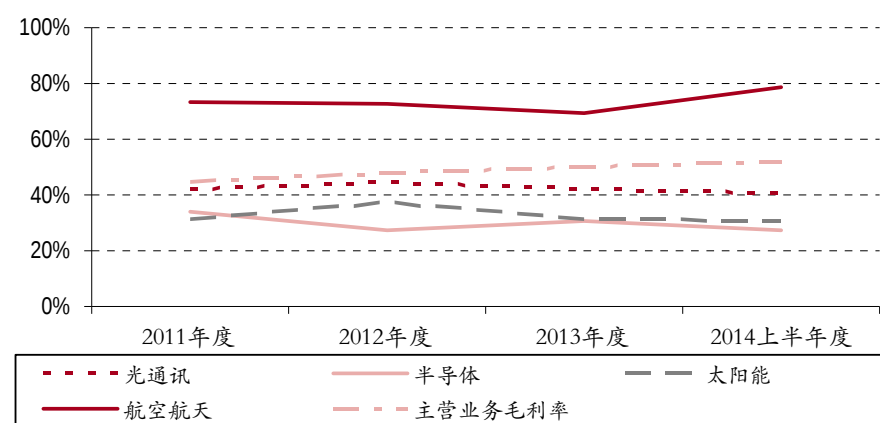
资料来源：公开资料，中银国际研究

盈利能力突出，财务状况良好

盈利能力分析

各项业务毛利率差异较大，总体盈利能力有保障。公司四大类产品之间毛利率差异较大，主要是由于公司产品在石英制品产业链上档次分布较广所致。公司下游产品由于生产综合利用率高，因而毛利率较上游产品有明显提高。其中公司初级产品石英锭主要用于半导体领域，石英锭经过进一步加工形成石英棒、石英管产品主要用于光通讯领域，石英棒再次经过加工形成石英纤维、石英布等产品主要用于航空航天领域。由此，以 2013 年为例，光通讯用石英玻璃材料及制品的毛利率比半导体用石英玻璃材料及制品高 11.67%，比太阳能用石英玻璃材料及制品高 11.31%，航空航天及其它领域用石英纤维及制品的毛利率则比光通讯用石英玻璃材料及制品高出 26.91%。另外，菲利华在其主营产品市场已形成稳定的市场合作关系，在行业内具有较高知名度，部分产品在市场上有一定的不可替代性，产品整体价格相对稳定，议价能力较高。过去三年及 2014 年上半年的财务状况体现出公司的主营业务毛利率基本为稳中有升的趋势，2011-2014 上半年公司主营业务毛利率分别为 44.35%、48.30%、50.26%和 51.82%，其主要原因为公司的毛利率较高的石英纤维类下游产品近几年销售额增长较快所致。

图表 18. 公司综合以及分业务毛利率



资料来源：招股说明书，中银国际研究

运营能力分析

应收账款总量较小且回款良好，坏账准备计提政策审慎。2011-2014 上半年公司应收账款余额分别为 3,542.79 万元、4,161.89 万元、5,300.10 万元和 7,251.90 万元，总体有所增加。总体来看，应收账款占当期营业收入的比例分别为 13.09%、14.61%、18.78%和 53.78%，应收账款周转率（次）分别为 9.71、8.28、6.65 和 2.32（未年化）。从账龄情况看，账龄一年期以内的应收账款占比均值达 95.40%。公司按照企业会计准则及实际情况，制定了审慎的坏账准备计提政策，公司计提坏账准备余额分别为 240.29 万元、583.01 万元（含单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款 316.43 万元）、393.61 万元和 516.89 万元，占同期应收账款余额的比例分别为 6.78%、14.01%、7.43%和 7.47%。

图表 19.公司 2011-2014 上半年度存货比例情况

存货种类	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年	
	12 月 31 日		12 月 31 日		12 月 31 日		6 月 30 日	
	金额 (万元)	占存比 (%)	金额 (万元)	占存比 (%)	金额 (万元)	占存比 (%)	金额 (万元)	占存比 (%)
原材料小计	1,235.58	27.22	3,726.03	62.05	3,239.39	65.27	3,178.60	60.44%
在产品小计	366.91	8.08	242.87	4.04	201.27	4.06	414.21	7.88%
库存商品小计	2,119.44	46.69	1,528.59	25.46	964.82	19.44	1,115.61	21.21%
发出商品小计	817.52	18.01	506.98	8.44	557.5	11.23	550.53	10.47%
存货合计	4,539.45	100.00	6,004.47	100.00	4,962.98	100.00	5,258.95	100.00

资料来源：招股说明书，中银国际研究

存货比例稳定，符合公司业务增长的需要。公司的存货主要包括原材料、在产品、库存商品和发出商品等。2011-2014 上半年，公司存货周转率（次）分别为 3.61、2.81、2.56 和 1.23，存货净额分别为 4,534.87 万元、6,010.21 万元、4,968.86 万元和 5,226.63 万元，占销售收入的 16.89%、21.39%、17.62%和 38.99%。2011-2013 年，公司存货平均占销售金额的比例为 18.66%，占比变化较小，与销售金额的变化基本相匹配。公司主要采用订货销售，执行严格的质量控制体系，能有效避免材料和产成品严重积压以及发出商品因质量问题而导致退货等情形，一般不会发生存货成本高于可变现净值的情况。

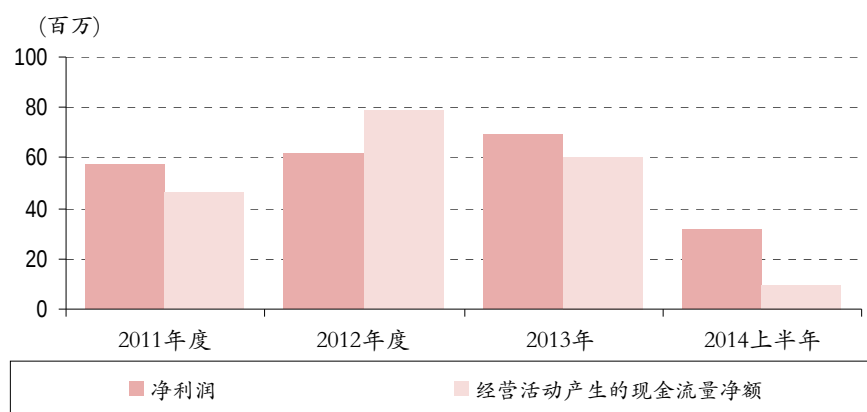
现金流分析

图表 20.公司 2011-2014 上半年度现金流情况（单位：万元）

项目	2011 年度	2012 年度	2013 年度	2014 上半年度
经营活动产生的现金流量净额	4,641.22	7,897.25	6,055.18	961.43
投资活动产生的现金流量净额	(7,875.74)	(3,921.12)	(1,833.55)	(508.63)
筹资活动产生的现金流量净额	3,842.02	(350.1)	(5,738.89)	(1,117.77)
现金及现金等价物净增加额	575.47	3,587.57	(1,615.13)	(676.71)

资料来源：招股说明书，中银国际研究

经营现金流保持稳定良好态势。2011-2013 年，公司的净利润和经营现金流量净值一直保持较高水准。其经营活动产生的现金流量净额与净利润之间的差异，主要是由于公司产品销售规模增大，使经营性应收项目及存货项目的大幅增加所导致。这也体现了公司在市场上优秀的灵活性和适应性——在 2012 年光伏产业整体不佳的大背景下，公司太阳能用石英材料及制品销售业绩严重下滑，但仍能找到新的增长点，支撑公司业绩处于良好状态。公司合理的市场配置，使其拥有优秀的获取现金的能力。公司 2014 年上半年经营活动产生的现金流量净额与净利润差异的原因为：公司通过偿还银行短期借款、增加对供应商的票据结算量等方式大幅降低资金成本；同时，受客户增加承兑票据结算量、航空航天及其他领域用石英纤维及制品回款期相对较长等因素影响，造成当期净利润与经营活动产生的现金流量净额存在一定差异。

图表 21. 公司 2011-2014 上半年度净利润与经营活动现金流量净额情况


资料来源: 招股说明书, 中银国际研究

具备较强的偿债能力和抗风险能力。2011-2014 上半年, 公司流动比率分别为 1.79、1.93、3.07 和 2.89, 速动比率分别为 1.33、1.42、2.43 和 2.32, 2011-2013 年流动比率和速动比率逐年提高。公司资产负债率(母公司报表)分别为 35.00%、34.14%、23.79%和 25.09%, 2013 年和 2014 上半年相比 2011 年和 2012 年下降的主要原因为公司归还了部分银行借款且清理了部分应付款项。公司的流动资产主要为货币资金、存货和应收账款, 且应收账款账龄大部分在一年以内, 变现能力较强。公司 2011-2014 上半年利息保障倍数分别为 25.95、17.66、19.82 和 38.21, 显示出公司良好的利息支付能力。销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入的比例分别为 82.18%、89.67%、73.52%和 71.62%, 经营活动产生的现金净流量充足, 偿债能力有较好的现金流保证。同时, 公司的银行资信状况良好, 于 2011 年 5 月 24 日被中国农业银行股份有限公司湖北省分行评为信用等级 AAA, 具有较强的信用融资能力。总体来讲, 公司各项偿债指标符合公司所处行业特点, 公司经营情况良好, 具备较强的偿债能力和抗风险能力。

图表 22 公司 2011-2014 上半年度主要比率情况

指标	2011 年度	2012 年度	2013 年度	2014 上半年度
资产负债率(母公司报表)(%)	35.75	35.13	23.97	25.25
流动比率	1.79	1.93	3.07	2.89
速动比率	1.33	1.42	2.43	2.32
利息保障倍数	25.95	17.66	19.82	38.21

资料来源: 招股说明书, 中银国际研究

整体来看, 公司在高性能石英材料及制品上具备较强的市场竞争优势, 市场局面多元化, 其在面临单个下游行业不景气的情况下, 能够灵活的调整公司业务方向, 使公司始终保持着稳中有升的良好经营业绩。公司的盈利能力较强, 资产质量较好, 财务处理较为严谨。

盈利预测与评级

盈利预测

根据历史数据并结合对未来走势的判断，我们对公司各项业务的营业收入和毛利率的假设如下表所示：

图表 27. 2014-2016 年盈利预测

(万元)		2013	2014E	2015E	2016E
光通讯	营业收入	10,507	10,822	11,363	11,931
	增速(%)	-	3.00	5.00	5.00
	毛利率(%)	42.32	43.00	43.00	43.00
半导体	营业收入	6,179	7,724	9,655	11,972
	增速(%)	-	25.00	25.00	24.00
	毛利率(%)	30.65	31.00	30.00	31.00
航空航天及其它领域	营业收入	11,153	12,603	14,241	16,092
	增速(%)	-	13	13	13
	毛利率(%)	69.23	72.00	71.00	71.00
合计	营业收入	27,838	31,149	35,259	39,995
	增速(%)	-	10.36	13.19	13.43
	毛利率(%)	50.51	52.00	51.00	51.00
营业费用/营业收入(%)		1.56	2.00	2.00	2.00
管理费用/营业收入(%)		17.33	17.33	17.33	17.33
财务费用/营业收入(%)		2.0	2.0	2.0	2.0
净利润		6,915	8,049	8,833	10,016
全面摊薄每股收益(元)		1.06	1.25	1.35	1.54

资料来源：中银国际研究预测

评级

我们认为，公司产品的市场壁垒较高，市场地位稳固，未来营业状况将保持良好势头；公司业务 40% 涉及军工市场，并为相关材料的唯一标的，具备稀缺性；材料本身性能优异，且可应用范围较广，存在产品外延突破的可能，将有可能进一步迅速提高公司的业绩。基于此，结合近年来军工行业的市场情绪，我们给予 70 倍的 14 年市盈率估值，目标价为 87.50 元，首次评级为 **买入**。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	285	282	312	353	400
销售成本	(148)	(140)	(150)	(174)	(197)
经营费用	(38)	(37)	(50)	(58)	(68)
息税折旧前利润	99	105	112	121	135
折旧及摊销	(18)	(20)	(15)	(15)	(15)
经营利润(息税前利润)	81	85	97	106	120
净利息收入/(费用)	(5)	(6)	(6)	(6)	(6)
其他收益/(损失)	(3)	2	4	4	4
税前利润	73	81	95	104	118
所得税	(10)	(12)	(14)	(16)	(18)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	63	69	81	88	100
核心净利润	65	67	78	85	97
每股收益(人民币)	0.970	1.060	1.250	1.350	1.540
核心每股收益(人民币)	1.000	1.030	1.200	1.310	1.490
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	5	(1)	11	13	13
息税前利润增长(%)	25	5	14	9	13
息税折旧前利润增长(%)	32	6	7	8	12
每股收益增长(%)	9	9	18	8	14
核心每股收益增长(%)	25	3	17	9	14

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	73	81	95	104	118
折旧与摊销	18	20	15	15	15
净利息费用	5	6	6	6	6
运营资本变动	(15)	(35)	(9)	(12)	(12)
税金	(10)	(12)	(14)	(16)	(18)
其他经营现金流	8	1	(1)	(1)	(1)
经营活动产生的现金流	79	61	92	96	108
购买固定资产净值	(40)	(19)	0	0	0
投资减少/增加	1	1	0	0	0
其他投资现金流	2	3	0	0	0
投资活动产生的现金流	(37)	(15)	0	0	0
净增权益	0	0	270	0	0
净增债务	15	(41)	0	0	0
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(19)	(16)	(6)	(6)	(6)
融资活动产生的现金流	(4)	(57)	264	(6)	(6)
现金变动	38	(11)	356	90	102
期初现金	64	100	84	440	531
公司自由现金流	39	46	92	96	108
权益自由现金流	49	(1)	86	90	102

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	100	84	440	531	633
应收帐款	39	86	96	106	116
库存	60	50	53	61	70
其他流动资产	27	19	20	23	26
流动资产总计	226	239	609	721	845
固定资产	170	172	157	143	128
无形资产	9	9	9	9	9
其他长期资产	0	0	0	0	0
长期资产总计	180	182	167	153	138
总资产	406	421	776	874	983
应付帐款	36	37	39	45	52
短期债务	74	33	33	33	33
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债总计	110	70	72	78	85
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	25	23	26	29	32
股本	48	48	65	65	65
储备	215	273	607	696	796
股东权益	263	321	672	761	861
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	406	421	776	874	983
每股帐面价值(人民币)	5.48	6.69	10.34	11.71	13.25
每股有形资产(人民币)	5.29	6.50	10.20	11.57	13.11
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.54)	(1.06)	(6.26)	(7.65)	(9.23)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	34.7	37.2	35.9	34.3	33.8
息税前利润率(%)	28.4	30.1	31.1	30.0	30.0
税前利润率(%)	25.6	28.7	30.4	29.5	29.5
净利率(%)	22.1	24.5	26.0	24.9	25.0
流动性					
流动比率(倍)	2.1	3.4	8.5	9.2	9.9
利息覆盖率(倍)	16.2	14.2	16.2	17.7	20.0
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.5	2.7	7.7	8.5	9.1
估值					
市盈率(倍)	67.0	61.3	52.0	48.1	42.2
核心业务市盈率(倍)	65.0	63.1	54.1	49.6	43.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	75.0	72.8	62.5	57.3	50.3
市净率(倍)	11.9	9.7	6.3	5.5	4.9
价格/现金流(倍)	53.4	69.2	45.9	44.0	39.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	42.1	39.5	33.8	30.6	26.6
周转率					
存货周转天数	129.5	143.4	125.3	119.6	121.4
应收帐款周转天数	46.1	80.9	106.5	104.4	101.3
应付帐款周转天数	45.5	47.2	44.5	43.4	44.3
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	26.4	23.6	16.3	12.3	12.3
资产收益率(%)	19.0	17.4	13.9	10.9	11.0
已运用资本收益率(%)	26.6	24.6	18.3	14.1	14.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它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，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任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有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任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。

中银国际证券有限责任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。中银国际证券有限责任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。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，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刊载或转发的，中银国际证券有限责任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有限责任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。中银国际证券有限责任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有限责任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。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

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 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

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

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
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) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371