



买入 **39% ↑**
目标价格: 人民币 11.86

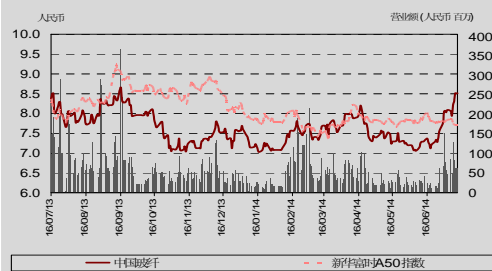
600176.CH

价格: 人民币 8.51

目标价格基础: 22倍14年市盈率

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	12.4	16.7	8.0	(1.7)
相对新华富时A50指数	19.2	18.7	14.3	7.8

发行股数(百万)	873
流通股(%)	67
流通股市值(人民币 百万)	5,456
3个月日均交易额(人民币 百万)	39
净负债比率(%) (2014E)	240
主要股东(%)	
中国建材	33

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2014年7月11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

工业: 化工-新材料

苏文杰

(8610) 6622 9389

wenjie.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511050001

中国玻纤

需求增长、供给收缩推动玻纤行业反转上行

玻纤下游包括建筑、电子电器、交通、工业应用、环保以及新能源等。2014年我国风电装机大概率将超过18GW, 甚至有望创出历史新高, 未来几年风电产业有望呈现更快发展; 我国玻纤出口占据近半江山, 2014年初以来玻纤出口恢复正增长, 我们预计今年我国玻纤需求将有望达到5-10%的需求增速。2014年新增玻纤产能投放较为确定的不到10万吨, 2015年之后基本没有新增产能。我国玻纤产能主要集中在2006-2008年投产, 投产8年左右进入冷修期, 2014-2016年冷修带来的供给收缩比例分别为4.1%、6.7%、10.3%, 未来3年供给收缩呈现扩大趋势。目前大多数玻纤依然亏损, 在需求增长及供给收缩的共同作用下, 2014年初以来玻纤已经提价两次, 我们认为玻纤行业已经步入反转上行区间, 下半年玻纤继续提价的可能性很大。我们给予公司目标价11.86元, 重新首次评级为买入。

支撑评级的要点

- 2013年我国玻纤在风电上的需求量约为12.5万吨, 占我国玻纤总消费量的7%。2014年上半年公开招标的装机容量将超过11GW, 规模同比增长27%以上。我国2014年风电装机大概率将超过18GW, 甚至有望创出历史新高, 未来几年风电产业有望呈现更快发展。
- 2013年我国玻纤出口量为119万吨, 同比下降1.7%, 出口占比为41.8%。2014年初以来我国玻纤出口情况明显好转, 玻纤及玻纤织物同比增速恢复正增长。另外, 根据我们的调研显示, 短切毡今年需求良好, 预计今年需求能保持两位数的增速。我们预计今年我国玻纤需求将有望达到5-10%的需求增速。
- 2013年底我国玻纤产能为327万吨, 2014年新增玻纤产能较为确定的不到10万吨, 2015年之后玻纤基本没有新增产能。我国玻纤产能主要集中在2006-2008年投产, 投产后的冷修期大约8年左右。我们按照平均冷修半年的时间计算, 2014-2016年冷修带来的供给收缩比例分别为4.1%、6.7%、10.3%。未来3年供给收缩呈现扩大趋势。
- 目前大多数玻纤依然亏损, 在需求增长及供给收缩的共同作用下, 2014年初以来玻纤已经提价两次, 其中直接纱提价约20%, 我们认为玻纤行业已经步入反转上行区间, 下半年玻纤继续提价的可能性很大。

评级面临的主要风险

- 需求恢复不达预期风险。

估值

- 我们预计公司2014-2016年的每股收益分别为0.54、0.86、1.06元。考虑到需求增长及供给增长带来的行业反转机会, 我们给予公司2014年22倍市盈率, 目标价为11.86元, 重新首次评级为买入。

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)	5,103	5,210	5,961	6,689	7,362
变动(%)	1	2	14	12	10
净利润(人民币 百万)	274	319	470	748	929
全面摊薄每股收益(人民币)	0.314	0.366	0.539	0.857	1.064
变动(%)	(6.2)	16.4	47.4	59.0	24.2
市场预期每股收益(人民币)			0.440	0.545	0.660
核心每股收益(人民币)	0.261	0.257	0.557	0.882	1.096
变动(%)	(12.1)	(1.6)	116.4	58.5	24.2
全面摊薄市盈率(倍)	27.1	23.3	15.8	9.9	8.0
核心市盈率(倍)	32.6	33.1	15.3	9.6	7.8
每股现金流量(人民币)	1.29	1.63	2.09	1.98	2.20
价格/每股现金流量(倍)	6.6	5.2	4.1	4.3	3.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.7	11.4	8.9	7.2	6.0
每股股息(人民币)	0.150	0.131	0.120	0.100	0.100
股息率(%)	1.8	1.5	1.4	1.2	1.2

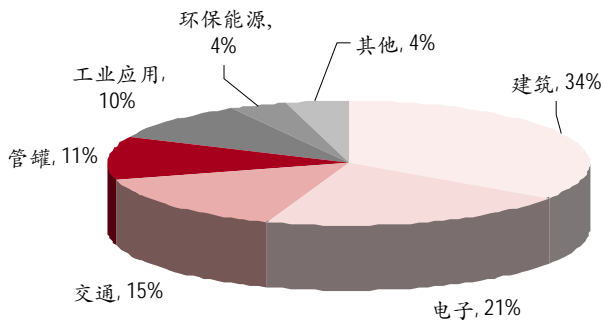
资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

玻纤下游用途广泛，风电、出口增长迅速

玻璃纤维是一种以叶腊石、石英砂、石灰石、硼钙石、硼镁石等主要矿物原料和硼酸、纯碱等化工原料生产的无机非金属材料，玻璃纤维作为一种重要的复合增强新材料，具有众多优越特性，包括耐高温、抗腐蚀、强度高、比重轻、吸湿低、延伸小、电绝缘及性价比高等，可广泛应用于建筑、交通、电子电气、工业设备、医疗及海洋开发、航空航天、风力发电等行业，玻纤的在发展和运用中逐渐替代钢材、木材等传统材料。

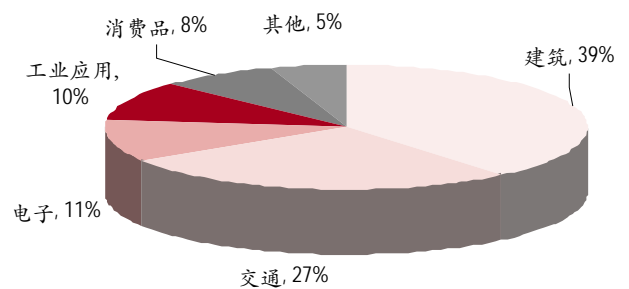
从我国玻纤产业下游分布来看，主要包括建筑、电子电器、交通、管罐、工业应用、环保以及能源等。其中建筑和电子电器占比较大，合计约占55%，其次为交通，占比为15%。欧美市场玻纤产品下游大致分布在建筑、交通、电子电器、工业应用以及消费品领域，其中交通和建筑领域是主要市场，两者合计占比接近70%。

图表 1. 中国的玻纤行业下游需求占比



资料来源：中国玻纤网

图表 2. 美国的玻纤行业下游需求占比



资料来源：中国玻纤网

风电用玻纤纱近几年有望进入快速增长期

风电是玻纤应用一个快速增长点，目前全球风电消费量约占玻璃纤维消费量的8%。我国玻璃纤维主要以制品形式应用于风电设备，主要在风电叶片与机舱罩部分，主要品种有多轴向织物、玻纤毡、方格布、单向布。2013年我国玻纤在风电上的需求量约为12.5万吨，占比我国玻纤总消费量的约7%。目前玻璃纤维多轴向织物在风电应用中的用量最大，占到88%，是当前风电市场主力军，为兆瓦级以上风电叶片所普遍使用。玻纤毡、方格布、单向布随着我国风电设备不断发展，逐步被淘汰，目前在小型风电电机500KW、800KW中应用仍较多，多以手糊成型工艺出现。

图表 3. 玻璃纤维在风电领域的应用情况

品种	多轴向经编织物	玻璃纤维毡、方格布、单向布
2013年用量	11万吨	1.5万吨
占比(%)	88	12

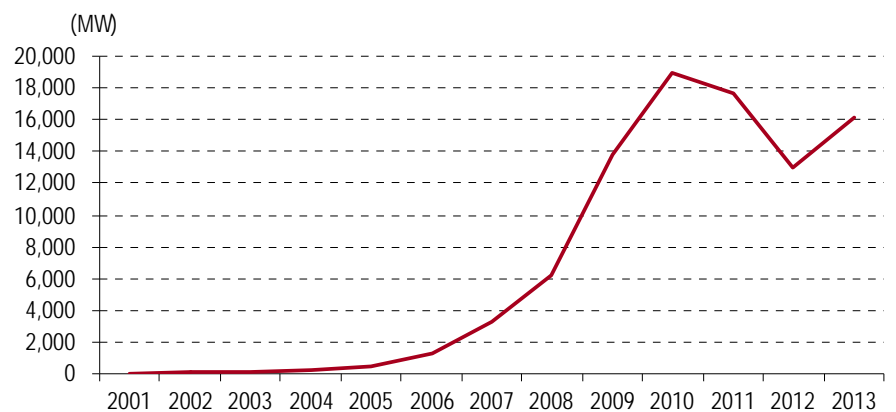
资料来源：中银国际研究

2013年，中国（不包括台湾地区）新增装机容量16,089MW，同比增长24.1%；累计装机容量91,413MW，同比增长21.4%。新增装机和累计装机两项数据均居世界第一。

2014 年上半年公开招标的装机容量将超过 11GW，规模同比增长 27% 以上。我国 2014 年风电装机大概率将超过 18GW，甚至有望超过 2010 年 18.9GW 的水平，创出历史新高。截至 2013 年底，我国风电累计核准容量达到 137GW，其中已经并网装机容量为 77GW，意味着国内仍有约 60GW 的风电项目在建，其中有超过 40GW 的项目尚未完成吊装。考虑到 2014 年我国“十二五”第四批拟核准风电项目容量达到 27.6GW，如果这些项目获得核准后，我国风电储备项目的装机量将接近 90GW，足可支撑未来四到五年的国内风电开发需求。

后期风电产业有望呈现更快发展速度，主要有以下原因：1、智能电网的普及拉动风力发电，现在可以并网 5%，智能电网应用后可以并网 30%；2、向近海拓展，以前都在欠发达地区建设，未来在发达地区和近海建设；3、性能提高扩大应用领域，以前 3.5MW 以上不用玻璃纤维，现在 6.5MW 以下都用玻璃纤维。

图表 4. 我国风电历年装机容量情况

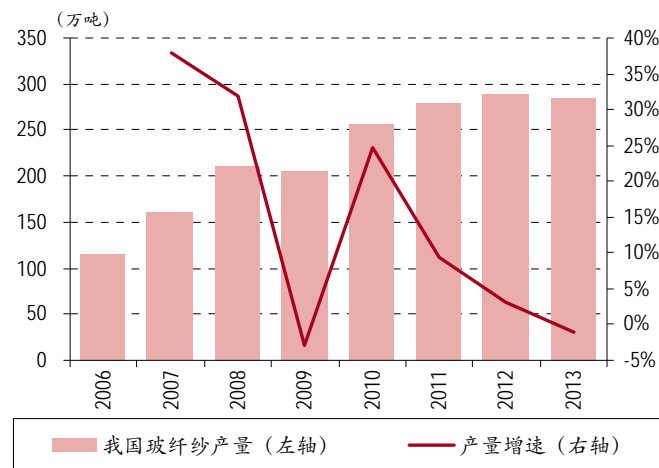


资料来源：中国风能协会、中银国际研究

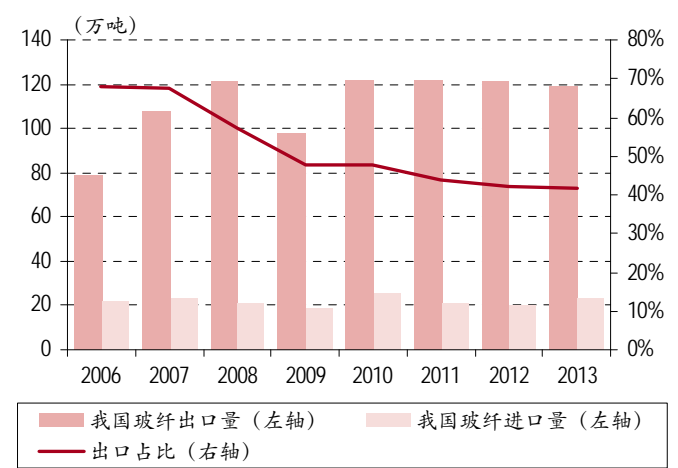
玻纤纱出口 2014 年初以来恢复正增长

2013 年在国际金融危机余波未平、全球经济尚待复苏、中国经济结构转型升级的背景下，中国玻璃纤维及复合材料产业也遇到一定困难。2013 年我国玻璃纤维纱总产量为 285 万吨，同比减少 1.0%；纤维增强塑料制品总产量约为 410 万吨，同比增长 2.5%。纤维复合材料产业保持整体平稳运行。

2013 年我国玻纤纱出口量为 119 万吨，同比下降 1.7%，出口占比为 41.8%，出口占比略有下降。2013 年我国玻纤纱进口量为 23.3 万吨，同比增长 14.4%。总体来说，我国玻纤出口量过去 4 年基本维持在 120 万吨左右，出口占比为 42% 左右。这表明玻纤纱出口在我国玻纤纱产业中占据半壁江山。

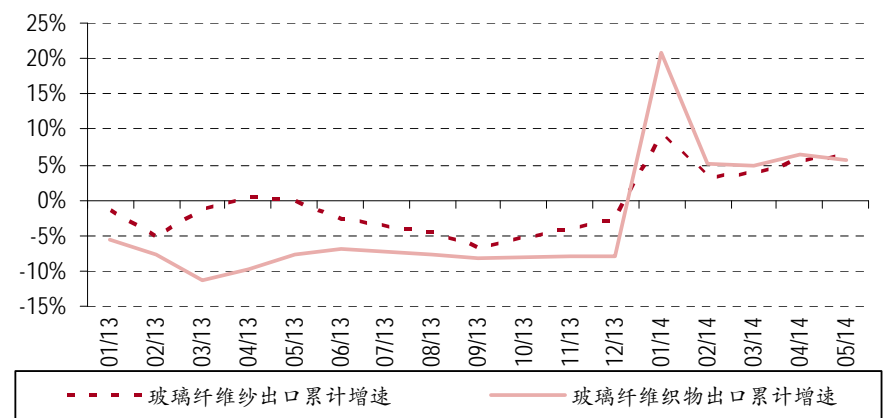
图表 5.我国玻纤历年产量及增速


资料来源：中国玻纤工业协会、中银国际研究

图表 6.我国玻纤进出口量情况及出口占比


资料来源：中国玻纤工业协会、中银国际研究

2014 年初以来我国玻纤纱出口情况明显好转，2013 年我国玻纤纱及玻纤织物呈现同比下降趋势。2014 年初以来，我国玻纤纱及玻纤织物出口同比增速呈现正增长，前 5 个月我国玻纤纱及玻纤织物出口同比增速分别为 6.1%、5.6%。

图表 7.我国玻纤纱及纤维织物 2014 年初以来出口反弹明显


资料来源：中国风能协会、中银国际研究

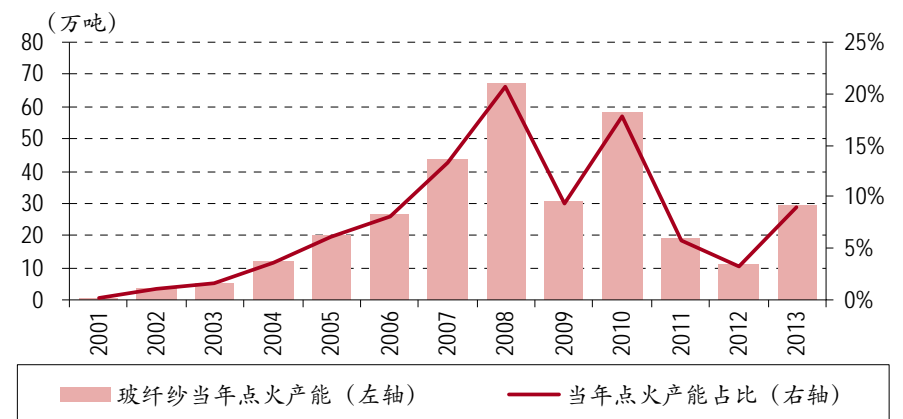
另外，短切毡应用于采光瓦、冷却塔、化学品储藏罐、FRP 管道、洁具、汽车顶篷、船体和甲板等产品及轨道交通、风力发电领域等。根据我们的调研显示，短切毡今年需求良好，预计今年需求能保持两位数的增速。

总体来说，2014 年初以来，我国玻纤纱出口重新恢复正增长，风电用纱、短切毡等需求良好，我们预计今年我国玻纤纱需求将有望达到 5-10% 的增速。

玻纤因冷修进入供给收缩阶段

2013 年底我国玻纤产能为 327 万吨，2014 年新增玻纤产能较为确定的不到 10 万吨，2015 年之后玻纤基本没有新增产能。我国玻纤产能主要集中在 2006-2008 年投产，2006-2008 年玻纤分别投产 26.6 万吨、43.7 万吨、67.4 万吨，玻纤行业投产后的冷修期大约 8 年左右，冷修期大约 5 个月的时间，如果再进行技改那么持续的时间更长。从 2014 年开始玻纤行业进入大规模冷修期，我们按照平均冷修半年的时间计算，2014-2016 年冷修带来的供给收缩分别是 13.3 万吨、21.9 万吨、33.7 万吨，对于 2013 年底玻纤产能的供给收缩比例分别为 4.1%、6.7%、10.3%。未来 3 年供给收缩呈现扩大趋势。

图表 8. 我国玻纤纱产能投产时间及占比汇总

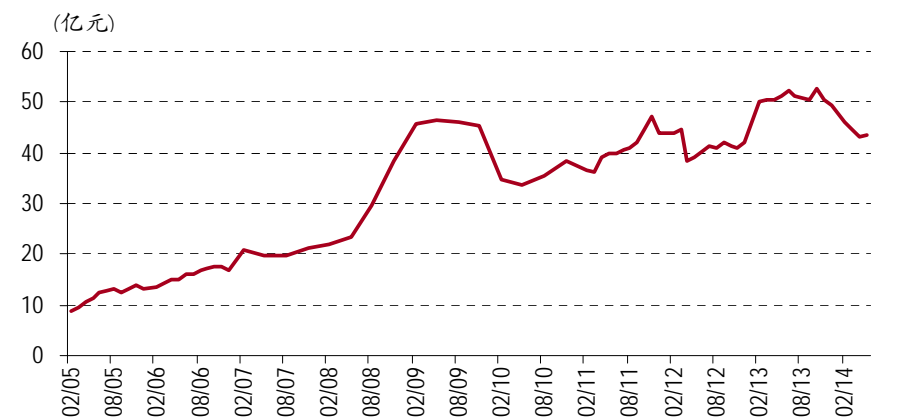


资料来源：中银国际研究

需求增长及供给收缩带动玻纤产品价格上涨

2014 年 5 月我国玻纤及制品产成品库存为 43.5 万亿元，同比下降 14.8%，而 2014 年 5 月我国玻纤及制品营业收入同比增长 7.2%。2014 年 5 月我国玻纤及制品产成品库存收入占比为 5.1%，同比下降 1.3 个百分点。可以从下图明显看出，2013 年 10 月份以来我国玻纤及制品行业不断下降，这表明行业去库存非常明显，也表明行业需求逐渐恢复。

图表 9. 我国玻纤纱及制品产成品库存 2013 年底以来逐渐下降



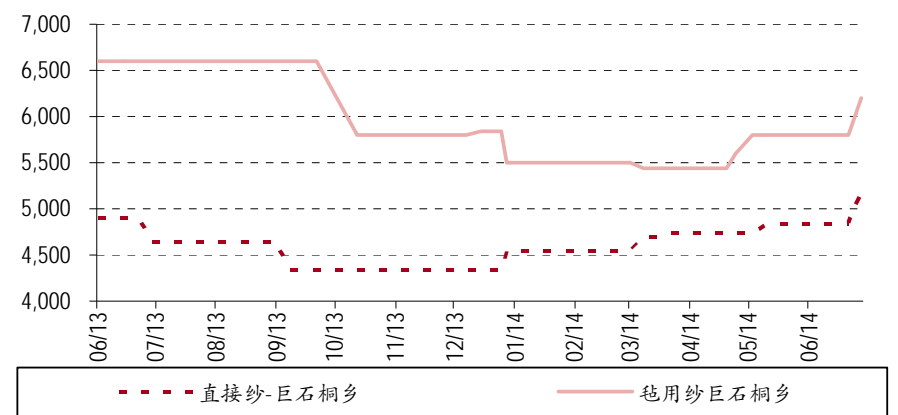
资料来源：万得资讯、中银国际研究

2014 年初以来玻纤行业进行了两次提价。第一次提价是元旦过后中国玻纤提价 200 元/吨，此前欧文斯康宁已率先提价，国内其他玻纤企业也跟随提价。第二次提价是 6 月份巨石集团出公告说明公司将从 2014 年 7 月 1 日起将其价格上调 6 个百分点，据我们跟踪的价格信息，国内其他玻纤厂家也基本同比例提价。

直接纱价格年初在 4,300-4,400 元/吨，目前大概为 5,200 元/吨左右，年初以来提价比例约为 20%。目前很多玻纤企业依然亏损，2012 年以来玻纤行业大多数企业出现亏损，其中 51.5 万吨玻纤产能的重庆国际 2012 年净利润为-3.3 亿元，2013 年上半年净利润为-2.4 亿元。

目前玻纤行业大部分企业仍然处于亏损状态，在需求增长及供给收缩的共同作用下，我们认为玻纤价格能够继续上扬，下半年玻纤继续提价的可能性很大。

图表 10. 中国玻纤直接纱、毡用纱价格情况



资料来源：中银国际研究

国外设厂大幅削弱欧盟反倾销反补贴影响

2010-2011 年土耳其、印度、欧盟等国家和地区对来自中国等国家的玻璃纤维产品发起反倾销调查。终裁结果宣布后，公司产品出口上述国家和地区受到影响，出口量有所减少。由于上述国家和地区的复合材料市场需求旺盛且当地玻纤产能供给不足，自 2010 年末开始，公司对上述国家和地区的出口量持续回升。

2013 年，欧盟发起了针对中国的玻璃纤维反补贴调查及反倾销中期复审，涉案产品包括短切玻璃纤维、玻璃纤维粗纱、玻璃纤维毡类产品等，具体税则号为 70191100、70191200、70193110。反补贴调查期限为 2012 年 10 月 1 日至 2013 年 9 月 30 日。

巨石埃及玻璃纤维有限公司建设的年产 8 万吨无碱玻纤池窑拉丝生产线已于 2013 年 11 月点火投产，目前已经满产。对于中国玻纤来说，反倾销或反补贴调查的国家和地区的客户需求将由埃及公司直接供应满足，贸易壁垒对公司的不利影响将大幅减弱。

公司估值：重新首次评级为买入

我们预计公司 2014-2016 年的每股收益分别为 0.54、0.86、1.06 元，按照 2014 年 7 月 11 日收盘价 8.51 元计算，对应的动态市盈率分别为 15.8 倍、9.9 倍和 8.0 倍。考虑到需求增长及供给增长带来的行业反转机会，我们给予公司 2014 年 22 倍市盈率，目标价为 11.86 元，重新首次评级**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	5,103	5,210	5,961	6,689	7,362
销售成本	(3,385)	(3,575)	(3,916)	(4,285)	(4,682)
经营费用	12	(5)	(62)	(79)	(108)
息税折旧前利润	1,731	1,629	1,983	2,325	2,572
折旧及摊销	(723)	(721)	(737)	(817)	(878)
经营利润(息税前利润)	1,008	908	1,246	1,508	1,694
净利息收入/(费用)	(717)	(659)	(684)	(594)	(551)
其他收益/(损失)	82	194	20	11	4
税前利润	372	443	582	925	1,147
所得税	(89)	(109)	(134)	(213)	(264)
少数股东权益	(9)	(14)	22	36	44
净利润	274	319	470	748	929
核心净利润	228	224	486	770	956
每股收益(人民币)	0.314	0.366	0.539	0.857	1.064
核心每股收益(人民币)	0.261	0.257	0.557	0.882	1.096
每股股息(人民币)	0.150	0.131	0.120	0.100	0.100
收入增长(%)	1	2	14	12	10
息税前利润增长(%)	(11)	(10)	37	21	12
息税折旧前利润增长(%)	(10)	(6)	22	17	11
每股收益增长(%)	(6)	16	47	59	24
核心每股收益增长(%)	(12)	(2)	116	58	24

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	372	443	582	925	1,147
折旧与摊销	723	721	737	817	878
净利息费用	717	659	684	594	551
运营资本变动	(561)	(264)	(5)	(360)	(349)
税金	(89)	(109)	(134)	(213)	(264)
其他经营现金流	(34)	(24)	(40)	(40)	(41)
经营活动产生的现金流	1,129	1,426	1,825	1,724	1,922
购买固定资产净值	(984)	(1,315)	(200)	(200)	(200)
投资减少/增加	(383)	2	0	0	0
其他投资现金流	36	(195)	(560)	40	40
投资活动产生的现金流	(1,331)	(1,507)	(760)	(160)	(160)
净增权益	2	0	1,200	0	0
净增债务	1,407	998	500	(1,500)	(1,000)
支付股息	(139)	(131)	(115)	(105)	(87)
其他融资现金流	(391)	(596)	(694)	(612)	(551)
融资活动产生的现金流	878	271	891	(2,216)	(1,638)
现金变动	676	189	1,956	(652)	124
期初现金	1,111	1,782	1,841	3,861	3,209
公司自由现金流	(224)	(89)	1,080	1,594	1,786
权益自由现金流	487	232	880	(530)	211

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	2,121	2,061	3,523	2,941	3,131
应收帐款	2,493	2,744	2,563	2,935	3,208
库存	1,691	1,627	1,858	2,041	2,194
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	6,305	6,432	7,945	7,917	8,533
固定资产	11,275	11,818	11,281	10,664	9,986
无形资产	802	870	870	870	870
其他长期资产	130	110	110	110	110
长期资产总计	12,207	12,798	12,261	11,644	10,966
总资产	18,512	19,230	20,206	19,561	19,499
应付帐款	1,059	991	1,030	1,218	1,287
短期债务	6,197	7,288	8,788	7,788	7,288
其他流动负债	1,904	1,019	1,015	1,003	1,010
流动负债总计	9,160	9,298	10,833	10,010	9,584
长期借款	5,129	5,865	4,865	4,365	3,865
其他长期负债	410	279	280	281	282
股本	873	873	873	873	873
储备	2,765	2,832	3,262	3,923	4,763
股东权益	3,638	3,705	4,135	4,796	5,636
少数股东权益	175	83	93	108	127
总负债及权益	18,512	19,230	20,206	19,561	19,499
每股帐面价值(人民币)	4.17	4.25	4.74	5.50	6.46
每股有形资产(人民币)	3.25	3.25	3.74	4.50	5.46
每股净负债/(现金)(人民币)	10.55	12.71	11.61	10.56	9.19

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(%)	33.9	31.3	33.3	34.8	34.9
息税前利润率(%)	19.8	17.4	20.9	22.5	23.0
税前利润率(%)	7.3	8.5	9.8	13.8	15.6
净利率(%)	5.4	6.1	7.9	11.2	12.6
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9
利息覆盖率(倍)	1.4	1.3	1.8	2.4	2.9
净权益负债率(%)	241.4	292.8	239.6	187.8	139.1
速动比率(倍)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
估值					
市盈率(倍)	27.1	23.3	15.8	9.9	8.0
核心业务市盈率(倍)	32.6	33.1	15.3	9.6	7.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	45.4	46.1	21.3	13.4	10.8
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.0	2.0	1.8	1.5	1.3
价格/现金流(倍)	6.6	5.2	4.1	4.3	3.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.7	11.4	8.9	7.2	6.0
周转率					
存货周转天数	172.8	169.4	162.4	166.1	165.1
应收帐款周转天数	155.7	183.5	162.5	150.0	152.3
应付帐款周转天数	60.9	71.8	61.9	61.3	62.1
回报率					
股息支付率(%)	47.8	35.9	22.3	11.7	9.4
净资产收益率(%)	7.7	8.7	12.0	16.7	17.8
资产收益率(%)	4.5	3.6	4.9	5.8	6.7
已运用资本收益率(%)	7.1	5.8	7.3	8.8	10.1

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士，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
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 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