



**买入**

**38% ↑**  
目标价格:人民币 25.60

002686.CH

价格:人民币 18.58

目标价格基础:80倍 16年市盈率

板块评级:未有评级

# 亿利达

## 进军军工材料，打造未来海洋新材料龙头

2012年上市后，公司不断进行产业并购整合。在原有风机龙头的基础上，公司以51%股权比例分别控股富丽华、浙江马尔、长天国际（已公告）、爱绅科技（已公告），继续做深风机相关产业链。15年9月14日，公司公告协议收购青岛海洋新材料科技有限公司（以下简称青岛海洋）51%股权，正式进军海洋新材料领域。我们看好公司原有产业资源整合所带来的产业效率提升，以及海洋军工新材料的巨大前景所带来的新的主业方向。预计2015-17年公司每股收益分别为0.25、0.32和0.40元，目标价定为25.60元，对应公司2016年80倍市盈率，首次评级为买入。

### 支撑评级的要点

- **定位转型，进军军工新材料。**公司公告收购的青岛海洋为国内重要的军用新材料研发单位，2010年成立，军工资质齐全，为国家二级保密单位。收购青岛海洋之后，亿利达在保持现有风机领域龙头地位的同时，将成为军民融合新材料领域重要投资标的。
- **军工新材料增长强劲，有望成为公司新主业。**公司收购的青岛海洋研发的多种新材料已在军工获得多年应用，随着国内近年发展海洋新装备及原有装备维修，相关材料应用处于大规模放量阶段。我们预测国内每年需求量在10亿以上规模。军工新材料业务有望在近年保持50%以上增速，未来将成为公司重要的业绩增长点。
- **强强联合开辟新领域，叠加效应可期。**公司完成收购后，亿利达能够为青岛海洋产品民用化的快速扩张提供便捷的销售渠道；同时双方在高端风机减振降噪领域有明确的技术融合点，公司有望凭借青岛海洋的减振降噪技术和军工渠道，在军用、民用高端风机领域获得发展机遇。

### 评级面临的主要风险

- 宏观经济风险；军品订单低于预期的风险；股权收购失败的风险。

### 估值

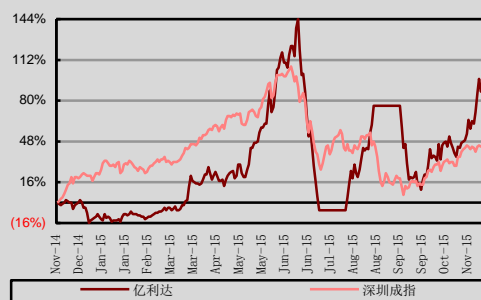
- 基于对公司在风机领域的龙头地位，以及青岛海洋标的稀缺性和巨大的成长空间，我们给予80倍的16年市盈率估值，目标价为25.60元，首次给予**买入**评级。

### 投资摘要

年结日：12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币百万)	663	690	764	942	1,195
变动(%)	18	4	11	23	27
净利润(人民币百万)	88	82	104	130	166
全面摊薄每股收益(人民币)	0.320	0.300	0.250	0.320	0.400
变动(%)	18.5	(6.3)	(16.7)	28.0	25.0
全面摊薄市盈率(倍)	58.1	61.9	74.3	58.1	46.4
价格/每股现金流量(倍)	62.3	45.4	76.9	73.4	61.2
每股现金流量(人民币)	0.30	0.41	0.24	0.25	0.30
企业价值/息税折旧前利润(倍)	58.0	57.5	51.7	41.8	33.0

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	123.5	30.9	9.4	93.4
相对深证成指	113.3	21.5	(6.4)	45.4

发行股数(百万)	412
流通股(%)	68
流通股市值(人民币百万)	5,200
3个月日均交易额(人民币百万)	239
净负债比率(%) (2015E)	净现金
主要股东(%)	
陈心泉	19

资料来源：公司数据，聚源及中银国际研究  
以2015年11月24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

机械设备：通用机械

杨绍辉\*

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514080001

闵琳佳

(8621) 2032 8512

linjia.min@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514080002

\*张铨、骆志伟为本报告重要贡献者

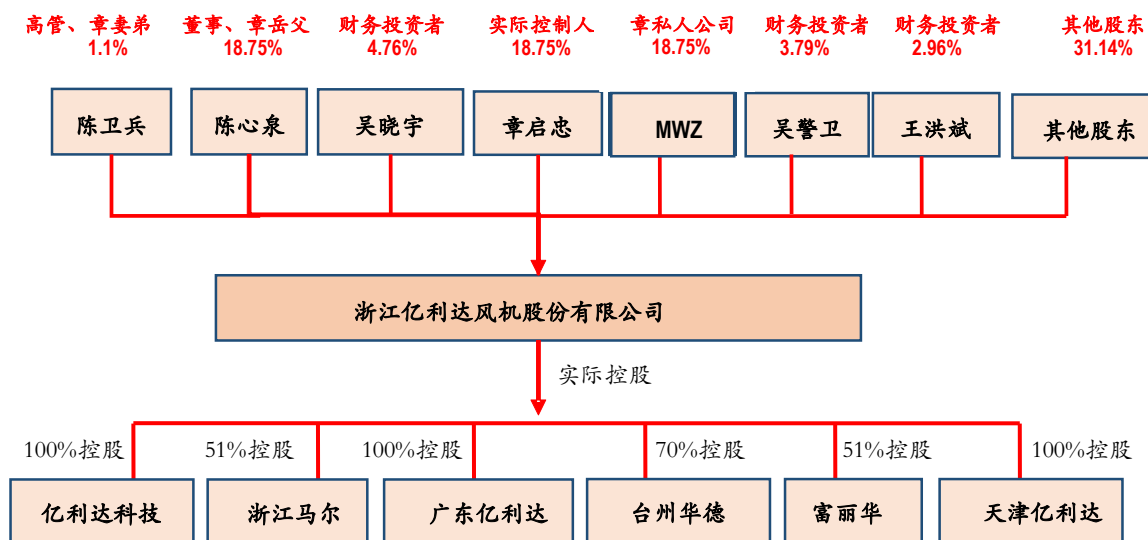
## 目录

致力风机产业，产品质量国内领先、国际认可 .....	3
主营产品应用广泛，总体净利率高 .....	5
收购标的青岛海洋新材简介 .....	8
盈利预测与评级 .....	11
研究报告中所提及的有关上市公司 .....	13

## 致力风机产业，产品质量国内领先、国际认可

集中规模优势，接轨国际、推动产业多元化。公司是国内规模最大的专业从事中央空调风机开发、生产和销售的企业，长期处于业内龙头地位；SYP160/200J 空调风机、SYQ560 后向风机、AXA500 轴流风机、YG 管道风机被列入国家级火炬计划项目，5 个系列 69 种风机通过 AMCA 产品认证；2001 年与德国 Wolter 公司合资成立了台州华德通风机有限公司；核心客户涵盖了约克、麦克维尔、特灵、顿汉布什等世界空调行业的龙头品牌以及国内大部分主流空调企业。2015 年 9 月，公司协议收购青岛海洋新材料科技有限公司 51% 股权，正式进军海洋新材料领域。

图表 1. 公司股权结构图



资料来源：招股说明书，中银国际证券

公司控股股东、实际控制人为章启忠和陈金飞，二人系夫妻关系，一致行动人。MWZ 公司系章启忠、陈金飞私人公司，章占 60% 股权，陈占 40%。章启忠合计持有亿利达 30% 股权，陈金飞间接持有 7.5% 股权。章启忠，亿利达公司法人代表，长期担任亿利达及下属多个控股子公司的董事长兼总经理，是公司生产经营的最高管理者、管理团队的领导者。

陈心泉，亿利达副董事长，系章启忠岳父，直接持有公司 18.75% 股权，为公司第二大股东；吴晓宇、吴警卫、王洪斌三人系财务投资者，于 2015 年 7 月 16 日经陈金飞、台州乾元协议转让分别取得亿利达 4.76%、3.79%、2.96% 股权，为公司第四、五、六大股东；陈卫兵，公司副总经理，系章启忠妻弟，持有 1.1% 公司股权；吴丽萍，财务投资者，持有 1.1% 股权；此外，公司于 2015 年 10 月 16 日公告限制性股票激励，江澜等公司高管共持有 1.07% 限制性股权。

截至 2015 年 3 季度末，公司总资产 13.99 亿元。2014 年全年实现营业收入 6.90 亿元，实现归属于母公司的净利润 8,243.29 万元。

图表 2. 亿利达历史沿革

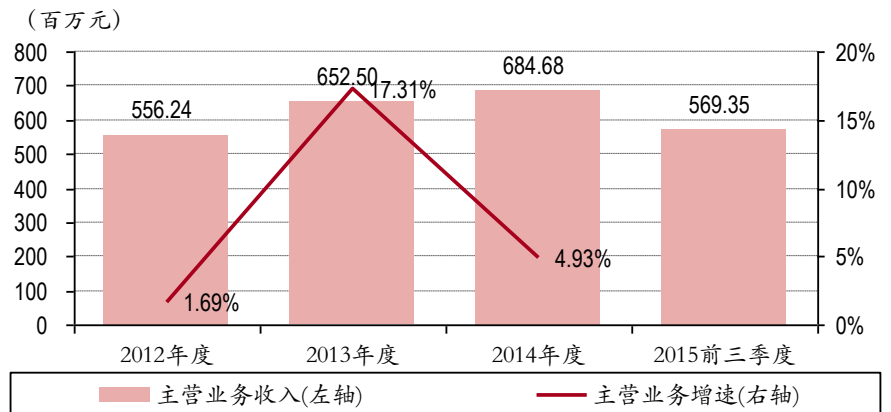


资料来源：公司公告，中银国际证券

## 主营产品应用广泛，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，积极开拓政府基建、民用商业的高性能风机市场，目前其主营业务涉及领域包括中央空调风机及配件、建筑通风机、水盘、冷链风机及其他业务领域。2012年至2014年度，公司分别实现主营业务收入55,624万元、65,250万元、68,468万元，其中主营业务收入增速分别达到1.69%、17.31%和4.93%，2015 三季报披露实现营业收入56,935万元。

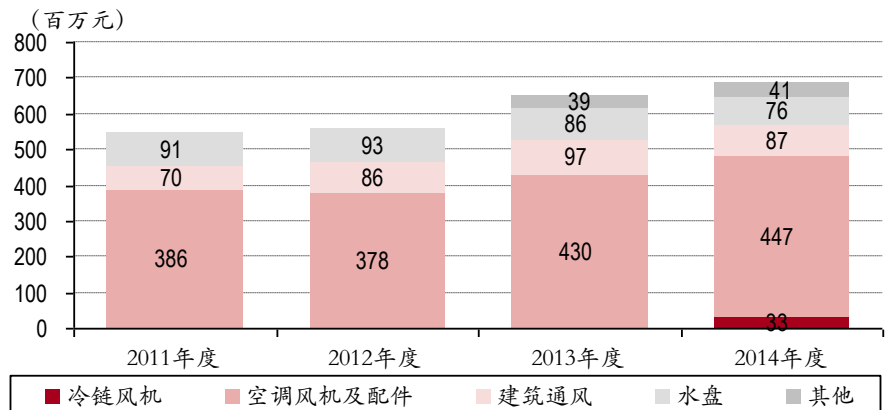
图表 3. 主要营业收入以及增长率



资料来源：招股说明书，中银国际证券

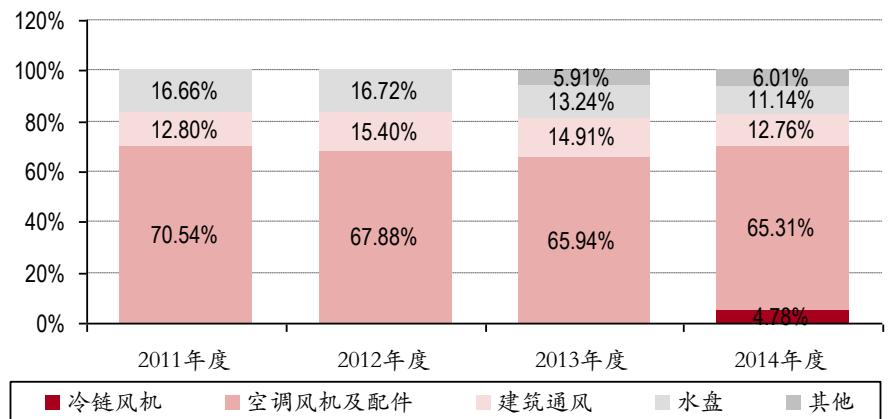
从收入构成分析，2011-2014 年度，空调风机及业务占营业收入比例分别为 70.54%、67.88%、65.94%和 65.31%；建筑通风业务占营业收入比例分别为 12.80%、15.40%、14.91%和 12.76%；水盘领域收入占营业收入比例为 16.66%、16.72%、13.24%和 11.14%；2014 年，冷链风机业务收入占营业收入比例为 4.78%；2013、2014 年，其他主营产品业务收入占比分别为 5.91%与 6.91%（冷链风机业务产品于 2014 年开始生产）。

图表 4. 分业务营业收入



资料来源：招股说明书，中银国际证券

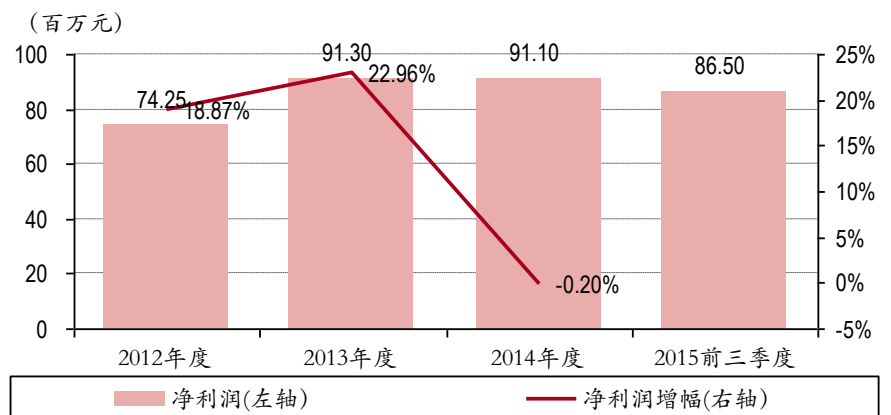
图表 5. 分业务营业收入占比



资料来源：招股说明书，中银国际证券

2012-2014 年度，公司分别实现净利润 7,425 万元、9130 万元和 9,110 万元，同比增长率分别为 18.87%、22.96%和-0.2%，年均复合增长率为 13.13%。2015 年前三季度，公司披露实现净利润 8,650 万元，较 2014 年前三季度同比增长 23.14%。

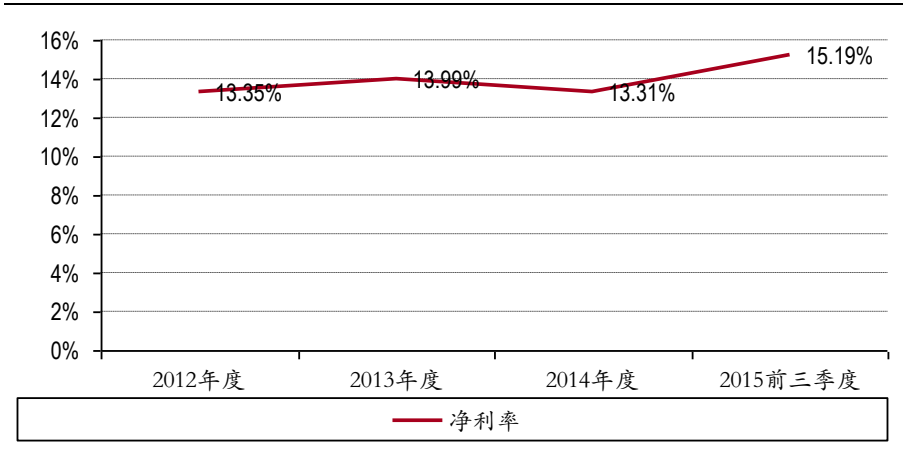
图表 6. 公司净利润增长情况



资料来源：招股说明书，中银国际证券

2011 年至 2015 年前三季度，公司净利率分别为 13.35%、13.99%、13.31%和 15.19%。净利率基本呈现稳定上升态势。

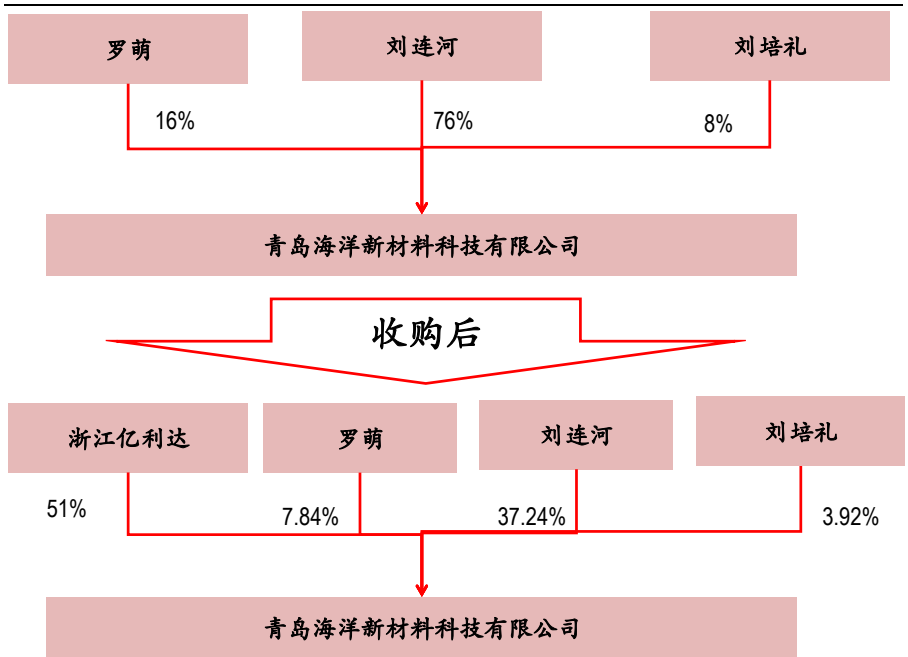
图表 7. 公司净利率情况



资料来源：招股说明书，中银国际证券

## 收购标的青岛海洋新材简介

图表 8. 股权收购情况



资料来源:公司数据

### 青岛海洋新材料科技有限公司简介

青岛海洋成立于2010年2月,注册商标“海美特”、“AMMT”,注册资本为500万元,在协议签署时,刘连河、罗萌、刘培礼各持有青岛海洋76%、16%、8%股权。

青岛海洋是国家认定的高新技术企业,现已承担了科技部国际合作项目、工信部高技术船舶项目、国防军工项目等16项国家重大科研项目和省市科研项目,其中5项已完成鉴定验收,技术成果达到国际先进、国内领先水平。目前,青岛海洋申请并已受理专利90余项,已授权发明专利9项,并已开发出阻尼减振材料、绝热吸声材料、环保型防腐及防污涂料、深海功能材料等具有广阔军用、民用市场前景的系列产品。



**图表 9. 公司历史**

<b>2010</b>	2010.02 公司正式注册成立
	2010.03 第一个科研项目（多功能FHTL应用研究）立项
<b>2011</b>	2011.06 通过ISO9001:2008(GB/T19001-2008)质量管理体系认证
<b>2012</b>	2012.09 第一个新产品（包覆材料）实现客户应用
	2012.11 第一个发明专利（橡胶底材底涂及其制备办法）授权
	2012.12 国家认定的高新技术企业资质获批
<b>2013</b>	2013.01 获得青岛市“海洋先进高分子材料国际合作基地”
	2013.03 “AMMT海美特”商标注册成功
	2013.04 获得GB9001B-2009质量体系认证
	2013.09 通过国家二级保密资质认证
	2013.12 青岛市海洋高分子功能材料工程技术研究中心
<b>2014</b>	2014.02 获得“WQZB科研生产许可证”
	2014.04 哈尔滨工程大学研究生联合培养实践基地挂牌
	2014.08 获得ISO14001:2004 (GB/T24001-2004) 环境管理体系认证
	2014.10 创业领军人才项目获批立项
	2014.10 聚酰亚胺泡沫保温材料获得国家重点新产品证书
	2014.12 获得ZB承制单位资格证书
	2015.09 公司原股东方与亿利达科技签署协议，亿利达合计获得公司51%的股份

资料来源：公司公告、中银国际证券

## 技术创新成果

- 申请科研项目 100 余项，已立项 32 项，完成鉴定验收 10 项；
- 申请专利 100 余项，已受理 90 项，已授权专利 8 项；
- 成果转化新产品 3 个系列，20 余种产品；
- 累计实现产值 8,000 余万元。

## 公司主要产品介绍

### 1、聚酰亚胺隔热吸声材料

聚酰亚胺隔热吸声材料由于其优异的综合性能，在船舶、航空、航天、高铁、电子仪器等领域中作为隔热、吸声、绝缘保温材料有着广泛的应用。例如船舶的隔热层合板、降噪层合板、吸声天花板、管道的外包覆材料；航空航天领域中机身、机腹、空调管道的隔热吸声系统；轨道交通车辆侧板和顶板，加热、通风、空调系统中的隔热吸声系统；太空和石化设备中超低温环境。

主要作用：替代传统保温材料，减重效果显著，大幅提高有效载荷，减少能耗，具有突出的吸声效果，提高舰船的安静性、舒适性。

#### 应用情况：

- 2011 年 12 月开始应用于海军装备。
- 2012 年 5 月开始向渤海造船厂集团有限公司持续供货。
- 2014 年 6 月应用于向阳红 6 号（蛟龙号母船）实验室。

### 2、多功能固体浮力材料

多功能固体浮力材料适用于潜用轻质耐压、提供浮力的设备及设施、水下采矿、潜器、救生钟、救生舱、拖曳器材、水下机器人、潜浮标、海洋释放浮球等，在海洋开发、海底勘探等领域具有广阔的应用前景。

**应用情况:**

- 2012年,多功能浮力材料系列产品研制成功,各项技术指标达到国内领先水平。
- 2013年某型浮力材料应用实验获得成功,通过产品鉴定。
- 2014年某型浮力材料在新型装备中得到应用,目前已实现持续供货。

**3、舰船用多功能包覆材料**

可应用于水下航行器、设备表面,具有防护、降低流体噪声及阻力等功能。同时在民用领域,可应用于各类钢结构、混凝土工程的防水防护应用。

**应用情况:**

- 2011年完成小面积试用试验,迄今效果非常好,未出现任何问题。
- 2012年通过国防科工局鉴定,各项技术指标达到国际先进水平。
- 2014年完成产品试用鉴定并推广应用。

**4、多功能阻尼涂料**

性能优越,可以显著降低舰艇的振动及噪声,已有军工订单并且在高铁动车、豪华游轮等领域有十分广泛的应用。

**应用情况:**

- 2012年,相关科研项目通过海军机关验收;
- 2013年,多功能阻尼复合涂层材料完成产品鉴定。
- 2014年,某型阻尼涂料完成应用。
- 2014年,在哈工程某项目上应用,有效降低水下航行器噪声。

**5、环保型长效海洋防污涂料**

应用于渔船、交通艇、执法艇、游轮、螺旋桨、海洋结构物等部位的海洋防污。

**应用情况:**

- 2013年3月,国家国际科技合作专项项目-环保型长效海洋防污涂料的技术引进与工程应用研究;
- 2014年9月,海洋防污涂料在大连海监第三支队的1033号交通艇上进行试用,其防污效果优于与同期下水的1034号交通艇。

**6、无溶剂聚氨酯防腐涂料**

广泛应用于管道防腐领域,与新兴铸管合作承担了欧盟、中东、非洲、东南亚等国家的自来水管网、污水管网、海水淡化等项目,销售业绩良好;环保型喷涂聚脲材料在南水北调中线工程穿黄隧道及水利水电大坝、桥梁、污水等项目防水、防渗漏应用效果显著。

**规划与展望**

- 用5年左右的时间,打造喷涂聚脲聚氨酯系列、轻质功能材料系列、特种功能涂料系列三个专业方向创新能力国内领先的团队及公司;
- 3年内建成总部、研发及生产基地,形成每年3-5亿元的产能;
- 加强成果转化及新产品市场推广力度,核心产品在军品市场树立主导地位,在民品市场确立较强的核心竞争力,确保销售收入及利润每年的增长速度在30%以上。

## 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 10. 2014-2016 年盈利预测

(万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	66,281	69,022	76,364	94,196
增速(%)	18.13	4.14	10.64	23.35
毛利率(%)	36.28	35.63	36.48	36.54
营业费用/营业收入(%)	8.35	7.97	7.97	7.97
管理费用/营业收入(%)	10.07	10.16	10.07	10.16
财务费用/营业收入(%)	0.32	0.32	0.32	0.32
净利润	8,790	8,243	10,385	13,006
全面摊薄每股收益(元)	0.65	0.30	0.25	0.32

资料来源：中银国际证券预测

### 评级

基于对公司在风机领域的龙头地位，以及青岛海洋标的稀缺性和巨大的成长空间，我们给予 80 倍的 16 年市盈率估值，目标价为 25.60 元，首次给予**买入**评级。

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	663	690	764	942	1,195
销售成本	(422)	(444)	(485)	(598)	(760)
经营费用	(111)	(113)	(134)	(168)	(215)
息税折旧前利润	130	133	145	177	220
折旧及摊销	(17)	(17)	(10)	(10)	(10)
经营利润(息税前利润)	113	116	135	166	210
净利息收入/(费用)	(2)	(4)	(4)	(4)	(4)
其他收益/(损失)	(1)	(2)	3	3	3
税前利润	110	110	133	165	209
所得税	(19)	(19)	(20)	(25)	(31)
少数股东权益	(3)	(9)	(10)	(10)	(12)
净利润	88	82	104	130	166
核心净利润	89	84	102	128	164
每股收益(人民币)	0.320	0.300	0.250	0.320	0.400
核心每股收益(人民币)	0.330	0.310	0.250	0.310	0.400
收入增长(%)	18	4	11	23	27
息税前利润增长(%)	18	2	16	24	26
息税折旧前利润增长(%)	20	2	9	22	25
每股收益增长(%)	19	(6)	(17)	28	25
核心每股收益增长(%)	22	(6)	(19)	24	29

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	110	110	133	165	209
折旧与摊销	17	17	10	10	10
净利息费用	2	4	4	4	4
运营资本变动	(40)	(8)	(28)	(50)	(66)
税金	(19)	(19)	(20)	(25)	(31)
其他经营现金流	11	7	0	0	0
经营活动产生的现金流	81	111	100	104	125
购买固定资产净值	(94)	(87)	0	0	0
投资减少/增加	(17)	(46)	0	0	0
其他投资现金流	(11)	(70)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(122)	(203)	0	0	0
净增权益	0	2	140	0	0
净增债务	(24)	7	0	0	0
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(22)	(14)	(4)	(4)	(4)
融资活动产生的现金流	(45)	(5)	136	(4)	(4)
现金变动	(86)	(96)	236	101	121
期初现金	313	223	103	339	440
公司自由现金流	(46)	(95)	100	104	125
权益自由现金流	(71)	(91)	96	101	121

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	223	103	339	440	561
应收帐款	221	250	276	319	374
库存	111	137	149	184	234
其他流动资产	60	143	146	154	166
流动资产总计	614	632	910	1,096	1,334
固定资产	239	360	349	339	329
无形资产	93	146	146	146	146
其他长期资产	0	23	23	23	23
长期资产总计	336	534	523	513	503
总资产	950	1,166	1,434	1,610	1,838
应付帐款	74	120	130	159	200
短期债务	85	155	155	155	155
其他流动负债	20	25	29	36	45
流动负债总计	178	300	315	350	401
长期借款	16	16	16	16	16
其他长期负债	2	4	4	4	4
股本	136	272	412	412	412
储备	586	512	616	746	912
股东权益	722	784	1,028	1,158	1,324
少数股东权益	32	62	71	82	93
总负债及权益	950	1,166	1,434	1,610	1,838
每股帐面价值(人民币)	2.65	2.88	2.49	2.81	3.21
每股有形资产(人民币)	4.63	2.35	2.14	2.46	2.86
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.90)	(0.07)	(0.41)	(0.65)	(0.95)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	20.0	19.0	19.0	19.0	18.0
息税前利润率(%)	17.0	17.0	18.0	18.0	18.0
税前利润率(%)	17.0	16.0	17.0	18.0	17.0
净利率(%)	13.0	12.0	14.0	14.0	14.0
流动性					
流动比率(倍)	3.5	2.1	2.9	3.1	3.3
利息覆盖率(倍)	53.4	30.4	35.3	43.7	55.1
净权益负债率(%)	净现金	8.0	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.8	1.7	2.4	2.6	2.8
估值					
市盈率(倍)	58.1	61.9	74.3	58.1	46.4
核心业务市盈率(倍)	56.3	59.9	74.3	59.9	46.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	77.6	82.6	102.4	82.6	64.0
市净率(倍)	7.0	6.5	7.5	6.6	5.8
价格/现金流(倍)	62.3	45.4	76.9	73.4	61.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	58.0	57.5	51.7	41.8	33.0
周转率					
存货周转天数	93.7	101.6	107.7	101.8	100.4
应收帐款周转天数	115.4	124.4	125.7	115.3	105.8
应付帐款周转天数	36.9	51.1	59.7	56.0	54.8
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	13.0	11.0	11.0	12.0	13.0
资产收益率(%)	10.0	9.0	9.0	9.0	10.0
已运用资本收益率(%)	14.0	12.0	12.0	12.0	14.0

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

亿利达(002686.CH/人民币 18.58, 买入)

以2015年11月24日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入

## 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  
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