



买入

33% ↑

目标价格:人民币 17.10

600352.CH

价格:人民币 12.88

板块评级:未有评级

浙江龙盛

浙江龙盛系列报告之二: 涨价超预期, 上调盈利预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	5.7	8.6	26.3	43.8
相对上证指数	1.6	2.8	22.8	31.3

发行股数(百万)	3,253
流通股(%)	94
流通股市值(人民币 百万)	39,412
3个月日均交易额(人民币 百万)	693
净负债比率(%) (2018E)	32
主要股东(%)	
阮水龙	12

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年1月19日收市价为标准

相关研究报告

“环保督查对化工行业的影响”系列报告之二——染料 2017-7-31

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

化工: 化学制品

余媛媛*

(8621)20328550

Yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

*王海涛为本报重要贡献者

染料及中间体涨价超预期, 我们上调浙江龙盛(600352.CH/人民币 10.97, 买入)盈利预测。当前股价对应 2018 年 PE 为 11.5 倍, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **间苯二酚价格持续上涨超预期:** 间苯二酚主要用于染料工业、塑料工业、医药、橡胶等。据化工在线统计, 间苯二酚的价格持续保持增长态势, 截止到 1 月 18 日, 价格达到 87000 元/吨, 较 2017 年年底涨幅达 2000 元/吨。据海关数据, 进出口价格自 2017 年 8 月开始明显上涨, 11 月份进口均价为 4300 美元/吨, 出口均价为 5400 美元/吨, 同比分别增长 10% 和 16%。
- **间苯二胺持续涨价:** 间苯二胺主要用作活性染料中间体。由于上游原料纯苯价格的上涨, 以及环保压力造成的很多企业的停产检修, 间苯二胺近两年持续涨价。根据公司公告, 2017 年第三季度较 2016 年年初涨价 20.73%, 较 2017 年一季度涨价 5.43%。且据我们了解, 2017 年四季度及 2018 年至今, 价格仍处上行通道。
- **公司将充分受益中间体涨价:** 公司目前有 3 万吨间苯二酚产能, 和 7.5 万吨的间苯二胺产能, 间苯二酚未来将扩建至 5 万吨, 间苯二胺未来将扩建至 10 万吨。此轮中间体将给公司带来较大业绩增量。从弹性角度, 间苯二酚价格每上涨 10000 元/吨, 公司 EPS 增厚 0.07 元。间苯二胺价格每上涨 10000 元/吨, 公司 EPS 增厚 0.17 元。
- **染料价格淡季上涨值得重视:** 近期作为风向标分散黑 ECT 300% 价格上调至 45 元/公斤, 分散类其他产品同步上调。我们认为一方面环保形势持续严峻, 企业开工受到限制, 染料供应量较少, 库存偏低, 染料供应缺口已经形成; 另一方面下游印染及纺织行业经营情况好转。作为染料业的直接下游行业, 2017 年印染行业经营情况良好。

评级面临的主要风险

- 环保放松, 染料及中间体价格下降。

盈利预测与估值

- 染料及中间体涨价超预期, 我们上调公司盈利预测。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.79、1.14、1.01 元, 当前股价对应 2018 年 PE 为 11.5 倍, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	14,842	12,356	16,490	19,400	19,800
变动(%)	(2)	(17)	33	18	2
净利润(人民币 百万)	2,541	2,029	2,570	3,703	3,273
全面摊薄每股收益(人民币)	0.781	0.624	0.790	1.138	1.006
变动(%)	(52.8)	(20.2)	26.7	44.1	(11.6)
全面摊薄市盈率(倍)	16.5	20.7	16.3	11.3	12.8
价格/每股现金流量(倍)	25.7	(6.9)	7.0	9.5	12.4
每股现金流量(人民币)	0.50	(1.87)	1.85	1.35	1.04
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.0	18.4	11.1	8.1	8.5
每股股息(人民币)	0.150	0.200	0.237	0.342	0.302
股息率(%)	1.2	1.6	1.8	2.7	2.3

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

1 间苯二酚持续涨价超预期	4
供给端收紧仍是间苯二酚涨价的主要原因	4
2 间苯二胺持续涨价	5
间苯二胺用途	5
龙盛该产业链优势	5
龙盛中间体业务盈利情况	6
公司将充分受益中间体涨价	7
3 染料淡季涨价值得关注	8
上调盈利预测	10
研究报告中所提及的有关上市公司	12

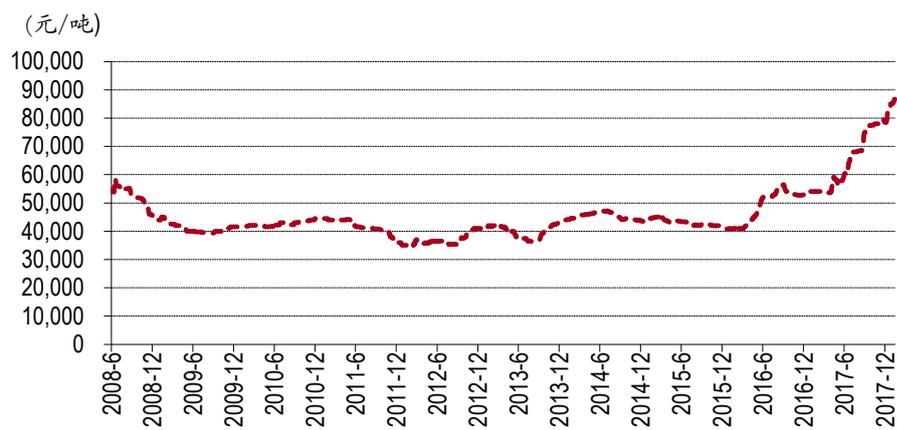
图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 间苯二酚价格.....	4
图表 2. 出口数量及均价.....	4
图表 3. 进口数量及均价.....	4
图表 4. 主要公司间苯二胺产能.....	5
图表 5. 间苯二胺价格变化.....	5
图表 6. 间苯二胺-间苯二酚产业链.....	6
图表 7. 浙江龙盛间苯二胺生产线发展轨迹.....	6
图表 8. 龙盛子公司浙江安诺化工有限公司盈利情况.....	7
图表 9. 龙盛子公司浙江鸿盛化工有限公司盈利情况.....	7
图表 10. 染料价格图.....	8
图表 11. 印染布年度产量.....	9
图表 12. 国内纺织业主营业务收入及增速.....	9
图表 13. 下游纺织行业产量稳定发展.....	9
图表 14. 纺织业出口交货值.....	9
损益表(人民币 百万).....	11
资产负债表(人民币 百万).....	11
现金流量表(人民币 百万).....	11
主要比率(%).....	11

1 间苯二酚持续涨价超预期

据化工在线统计，2017年以来，间苯二酚价格累计上涨57.4%，由54000元/吨涨至85000元/吨。进入2018年，间苯二酚的价格持续保持上涨态势，截止到1月18日，价格达到87000元/吨，较2017年年底再涨2000元/吨。据海关数据，进出口价格自2017年8月开始明显上涨，11月份进口均价为4300美元/吨，出口均价为5400美元/吨，同比分别增长10%和16%。

图表 1. 间苯二酚价格



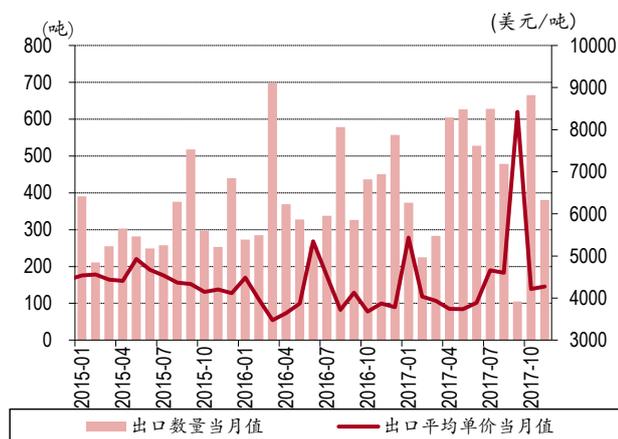
资料来源：化工在线及中银证券

供给端收紧仍是间苯二酚涨价的主要原因

据我们整理统计，全球原有三家企业产能较大，分别是美国 indspec 公司 2.2 万吨，浙江龙盛 3 万吨以及住友 3 万吨。美国 indspec 公司在 2017 年 7 月永久退出间苯二酚业务，对全球供应造成较大影响。

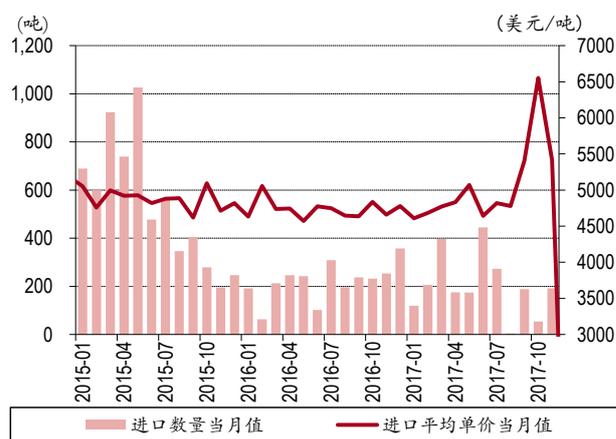
根据浙江龙盛公司的债券评级报告，全球间苯二酚需求量约为 9 万吨，产能约为 7.4 万吨；而根据住友化学公司的年报，目前全球间苯二酚需求量为 6 万吨。因间苯二酚生产壁垒较高，除了浙江龙盛将在中长期扩产至 5 万吨、住友化学计划扩产 2000 吨至 3.2 万吨以外，其他尚没有新进入企业。间苯二酚价格将持续维持高位。

图表 2. 出口数量及均价



资料来源：万得数据及中银证券

图表 3. 进口数量及均价



资料来源：万得数据及中银证券

2 间苯二胺持续涨价

间苯二胺用途

间苯二胺主要用作分散染料中间体，用于制造碱性橙、碱性棕 G、直接耐晒黑 G 等染料，用作毛皮染料也用环氧树脂的固化剂、水泥的促凝剂，并用于染发水、媒染剂、显色剂等方面。此外还可以用作石油添加剂及制造医药品的原料、作光度法测定亚硝酸盐和水中活性氯的试剂。用于制造偶氮染料、恶嗪染料和活性染料，做环氧树脂固化剂、石油添加剂、水泥促凝剂及金属的溶解剂等。是一种十分重要的中间体。

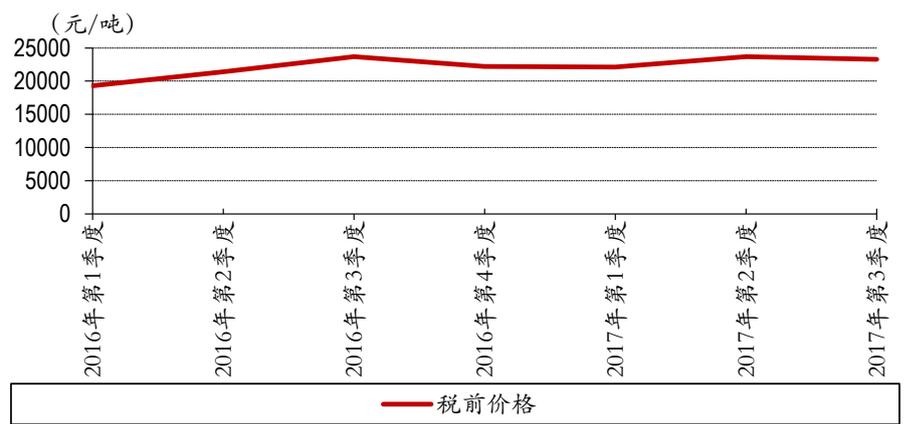
图表 4. 主要公司间苯二胺产能

公司名称	年产能 (万吨)
浙江龙盛	7.5
江苏天嘉	1.7
银珠化工	0.6

资料来源：各公司主页公告、中银证券

从产品价格来看，根据浙江龙盛公告，2017 年第三季度较 2016 年年初涨价 20.73%，较 2017 年一季度涨价 5.43%。我们认为一方面，其上游原料纯苯的价格随着原油价格的上涨而上涨，相对于 2016 年初，纯苯价格较上涨 58.62%；另一方面，8-9 月份是染料需求的传统旺季，中央环保督察组于 8 月初开启对多省区的环保安全督察，业内中间体生产商发生安全生产事故，导致间苯二胺等中间体价格上涨。且据我们了解，2017 年四季度及 2018 年至今，价格仍处上行通道。

图表 5. 间苯二胺价格变化



资料来源：公司公告，中银证券

龙盛该产业链优势

浙江龙盛作为行业龙头，拥有一体化清洁生产和循环经济的生产模式。间苯二胺的生产采用间苯二胺水解的新型生产工艺，以间苯二胺为原料通过催化水解一步得到间苯二胺，新技术属国内首创，综合技术指标达到了国际先进水平；新工艺简化了操作流程，设备投资少、生产成本低，产品质量超过了国际同类产品水平、竞争优势突出。

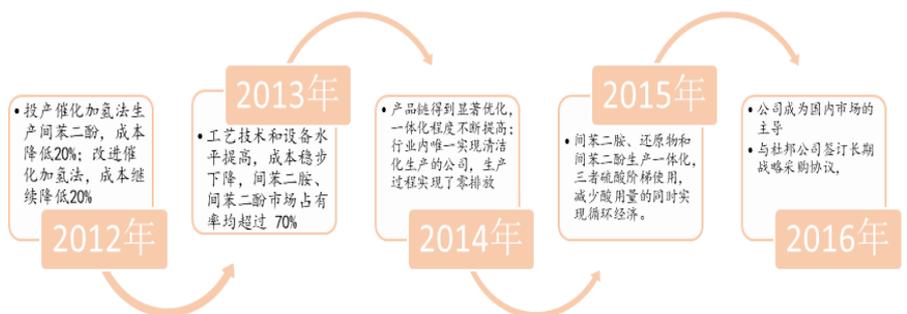
子公司浙江安诺芳胺化工有限公司目前间苯二胺产量为 6.5 万吨，远超过国内其他公司产量。其高产量主要得益于公司先进的硝化工艺和加氢还原工艺。连续硝化工艺是在国内成熟的连续硝化工艺基础上通过对生产工艺和设备构造合理改进而成，不仅降低了工人的劳动强度，同时使生产工艺指标稳定，整套工艺及装备在技术上达到国内领先水平。而催化加氢工艺上，不同于国内普遍采用的催反应釜间歇生产技术，公司采用自行开发的连续催化加氢工艺，改善了设备的传热、传质性能，使得气、液、固三相得以充分的接触，降低副反应，提高产品收率，技术水平在国内处于领先地位。

图表 6. 间苯二胺-间苯二酚产业链



资料来源：公司主页，中银证券

图表 7. 浙江龙盛间苯二胺生产线发展轨迹

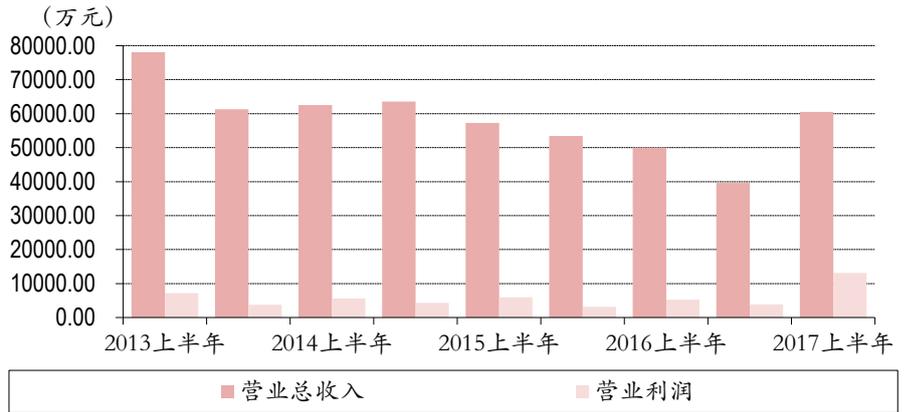


资料来源：公开资料整理，中银证券

龙盛中间体业务盈利情况

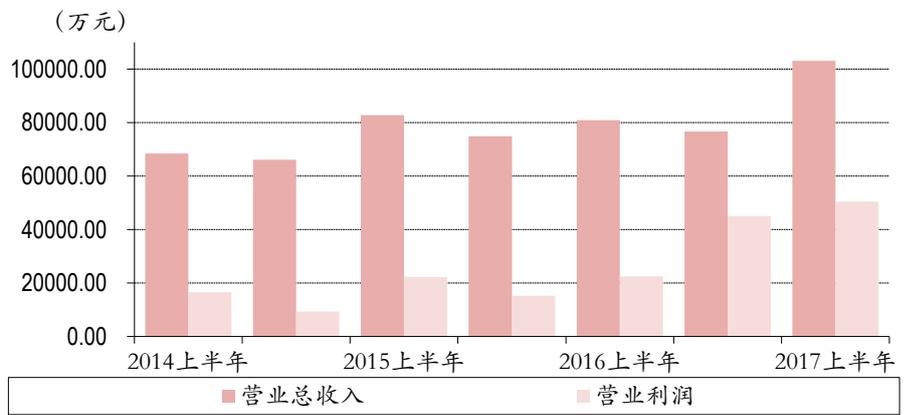
得益于间苯二酚、间苯二胺等中间体的量价提升，浙江安诺芳胺化工有限公司（主要生产间苯二胺）2017 年上半年营业收入为 6.05 亿元，同比增长 20.98%；利润为 1.31 亿元，同比增长 148.37%。浙江鸿盛化工有限公司（主要生产间苯二酚）2017 年上半年营业收入为 10.31 亿元，同比增长 27.53%；利润为 5.05 亿元，同比增长 124.65%。

图表 8. 龙盛子公司浙江安诺化工有限公司盈利情况



资料来源：公开资料整理，中银证券

图表 9. 龙盛子公司浙江鸿盛化工有限公司盈利情况



资料来源：公开资料整理，中银证券

公司将充分受益中间体涨价

公司目前有 3 万吨间苯二酚产能，和 6.5 万吨的间苯二胺产能，间苯二酚未来将扩建至 5 万吨，间苯二胺未来将扩建至 10 万吨。此轮中间体将给公司带来较大业绩增量。从弹性角度，间苯二酚价格每上涨 10000 元/吨，公司 EPS 增厚 0.07 元。间苯二胺价格每上涨 10000 元/吨，公司 EPS 增厚 0.17 元。

3 染料淡季涨价值得关注

据印染学习与交流报道，由于环保形势的持续严峻，企业开工受到限制，染料供应量较少，库存偏低。近期作为风向标分散黑 ECT 300% 价格上调至 40 元/公斤，分散类其他产品同步上调。

图表 10. 染料价格图



资料来源：卓创资讯，中银证券

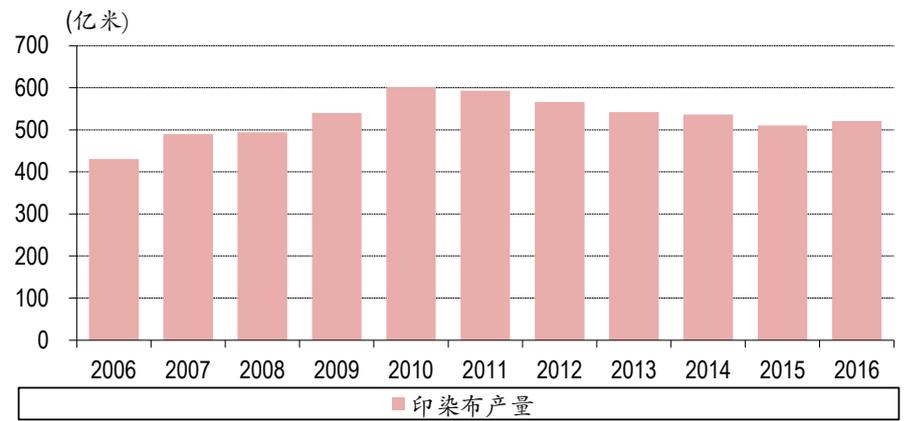
我们认为此轮涨价的原因：首先供给端角度：2017年1-11月，我国染料总产量为43.89万吨，同比降低10.97%；净出口11.94万吨，同比降低12.59%。前期由于环保、中间体缺货等因素，绍兴联发、杭州宇田等几家中小规模的分散染料企业已经关停。另一方面，此前江苏连云港爆炸事件的发生，连云港与盐城地区分散染料生产企业安全监管力度继续加强，当地部分中间体及染料龙头生产企业已经处于停产状态，导致染料供应缺口已经形成。

其次需求端：下游印染及纺织行业经营情况好转。作为染料业的直接下游行业，2017年印染行业经营情况良好。16年印染布产量增速达到4.7%，为5年以来的首次正增长。2017年1~10月份，规模以上印染企业印染布产量464.76亿米，较2016年同期增加6.36%，增速较去年增加4.83个百分点。

从下游纺织行业情况看，2017年亦呈现了出口内销两旺的局面。据统计，1-10月，国内纺织业出口交货值3075.20亿元，同比增长3.90%；限额以上服装鞋帽零售同比增长7.3%。国内纺织业主营收入34,232.4亿元，同比增长7.3%。对上游染料需求带动明显。

我们判断，供需持续向好的情况下，染料行业持续去库存，未来染料价格有望稳步走高。

图表 11. 印染布年度产量



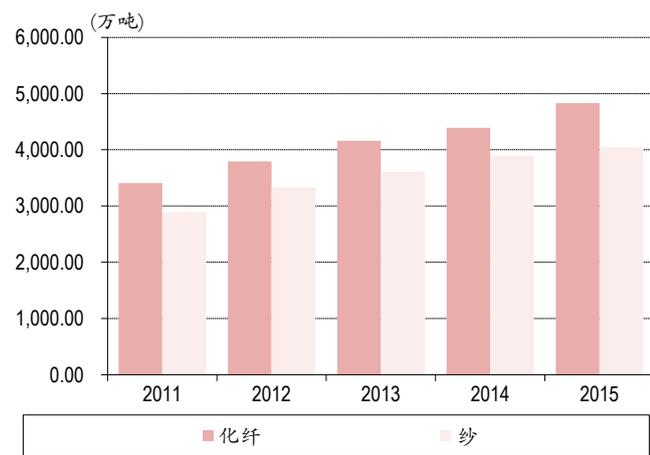
资料来源: 百川资讯、中银证券

图表 12. 国内纺织业主营业务收入及增速



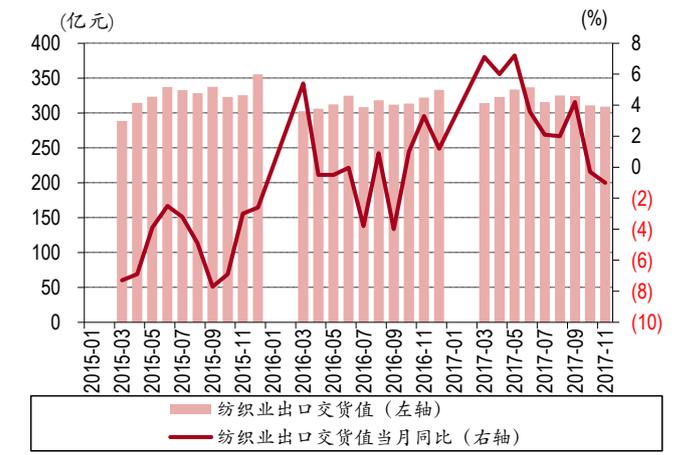
资料来源: 万得、中银证券

图表 13. 下游纺织行业产量稳定发展



资料来源: 中国化纤工业协会、中国产业信息网、中银证券

图表 14. 纺织业出口交货值



资料来源: 百川资讯、中银证券

从染料提价对公司业绩弹性测算, 公司分散染料产能 14 万吨, 价格每上涨 5000 元/吨, EPS 增厚 0.14 元。

上调盈利预测

染料及中间体涨价超预期，我们上调公司盈利预测。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.79、1.14、1.01 元，当前股价对应 2018 年 PE 为 11.5 倍，维持买入评级。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	14,842	12,356	16,490	19,400	19,800
销售成本	(9,898)	(7,852)	(10,242)	(11,349)	(12,068)
经营费用	(1,805)	(1,904)	(2,227)	(2,637)	(2,638)
息税折旧前利润	3,139	2,600	4,021	5,414	5,094
折旧及摊销	(579)	(583)	(612)	(667)	(730)
经营利润(息税前利润)	2,560	2,017	3,409	4,747	4,364
净利息收入/(费用)	(226)	(233)	(250)	(136)	(94)
其他收益/(损失)	999	1,406	620	900	600
税前利润	3,333	3,190	3,780	5,511	4,870
所得税	(455)	(708)	(756)	(1,102)	(974)
少数股东权益	337	453	454	705	623
净利润	2,541	2,029	2,570	3,703	3,273
核心净利润	3,235	2,954	3,501	5,134	4,540
每股收益(人民币)	0.781	0.624	0.790	1.138	1.006
核心每股收益(人民币)	0.994	0.908	1.076	1.578	1.395
每股股息(人民币)	0.150	0.200	0.237	0.342	0.302
收入增长(%)	(2)	(17)	33	18	2
息税前利润增长(%)	(18)	(21)	69	39	(8)
息税折旧前利润增长(%)	(14)	(17)	55	35	(6)
每股收益增长(%)	(53)	(20)	27	44	(12)
核心每股收益增长(%)	(51)	(9)	19	47	(12)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	3,333	3,190	3,780	5,511	4,870
折旧与摊销	579	583	612	667	730
净利息费用	226	233	250	136	94
运营资本变动	(373)	1,506	(2,678)	1,536	(1,412)
税金	(118)	(254)	(756)	(1,102)	(974)
其他经营现金流	(2,018)	(11,333)	4,810	(2,346)	65
经营活动产生的现金流	1,629	(6,075)	6,018	4,402	3,373
购买固定资产净值	(21)	270	750	950	950
投资减少/增加	772	(76)	400	400	500
其他投资现金流	(932)	(2,214)	(2,510)	(3,400)	(3,400)
投资活动产生的现金流	(181)	(2,020)	(1,360)	(2,050)	(1,950)
净增权益	(488)	(651)	(771)	(1,111)	(982)
净增债务	2,093	3,986	(2,192)	(298)	(236)
支付股息	488	651	771	1,111	982
其他融资现金流	(1,187)	3,615	(1,319)	(1,247)	(1,076)
融资活动产生的现金流	906	7,601	(3,511)	(1,545)	(1,312)
现金变动	2,354	(495)	1,147	807	111
期初现金	1,603	3,675	3,427	4,574	5,381
公司自由现金流	1,448	(8,095)	4,658	2,352	1,423
权益自由现金流	3,766	(3,876)	2,716	2,190	1,281

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	3,675	3,427	4,574	5,381	5,492
应收帐款	4,486	4,346	6,922	6,335	7,195
库存	6,763	16,772	11,404	13,557	12,996
其他流动资产	175	210	292	264	328
流动资产总计	15,100	24,756	23,192	25,537	26,011
固定资产	5,657	5,525	5,543	5,711	5,820
无形资产	572	843	962	1,078	1,188
其他长期资产	2,193	4,110	5,208	6,508	8,108
长期资产总计	8,423	10,477	11,713	13,296	15,117
总资产	26,631	39,936	39,692	43,613	45,802
应付帐款	1,653	2,218	2,291	2,702	2,609
短期债务	3,111	3,625	4,456	3,158	2,922
其他流动负债	3,780	4,608	4,234	4,744	4,348
流动负债总计	8,544	10,450	10,981	10,604	9,879
长期借款	2,607	11,204	8,489	9,489	9,489
其他长期负债	408	915	900	900	900
股本	3,253	3,253	3,253	3,253	3,253
储备	10,355	12,042	13,869	16,462	18,753
股东权益	13,608	15,295	17,122	19,715	22,006
少数股东权益	1,260	1,746	2,199	2,905	3,528
总负债及权益	26,631	39,936	39,692	43,613	45,802
每股帐面价值(人民币)	4.18	4.70	5.26	6.06	6.76
每股有形资产(人民币)	4.01	4.44	4.97	5.73	6.40
每股净负债/(现金)(人民币)	0.63	1.82	0.89	0.55	0.44

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	21.1	21.0	24.4	27.9	25.7
息税前利润率(%)	17.2	16.3	20.7	24.5	22.0
税前利润率(%)	22.5	25.8	22.9	28.4	24.6
净利率(%)	17.1	16.4	15.6	19.1	16.5
流动性					
流动比率(倍)	1.8	2.4	2.1	2.4	2.6
利息覆盖率(倍)	11.3	8.7	13.7	34.9	46.5
净权益负债率(%)	13.7	66.9	43.3	32.1	27.1
速动比率(倍)	1.0	0.8	1.1	1.1	1.3
估值					
市盈率(倍)	16.5	20.7	16.3	11.3	12.8
核心业务市盈率(倍)	13.0	14.2	12.0	8.2	9.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	14.2	15.5	13.1	8.9	10.1
市净率(倍)	3.1	2.7	2.4	2.1	1.9
价格/现金流(倍)	25.7	(6.9)	7.0	9.5	12.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.0	18.4	11.1	8.1	8.5
周转率					
存货周转天数	221.6	547.0	502.0	401.4	401.6
应收帐款周转天数	131.9	130.5	124.7	124.7	124.7
应付帐款周转天数	44.1	57.2	49.9	47.0	48.9
回报率					
股息支付率(%)	19.2	32.1	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	20.9	14.0	15.9	20.1	15.7
资产收益率(%)	8.9	4.7	6.9	9.1	7.8
已运用资本收益率(%)	3.5	1.9	2.0	2.7	2.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

浙江龙盛(600352.CH 人民币 12.88, 买入)

以2018年1月19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。

中银国际证券股份有限公司同时声明，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

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