



603826.SH

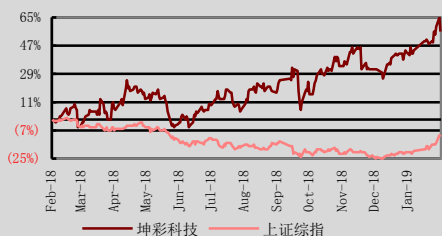
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 16.56

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 | 19.9 | 9.2 | 16.4 | 57.4 |
| 相对上证指数 | 0.6 | (3.8) | 2.2 | 69.1 |

| | |
|------------------|-------|
| 发行股数(百万) | 468 |
| 流通股(%) | 40 |
| 流通股市值(人民币 百万) | 3,137 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 76 |
| 净负债比率(%) (2019E) | 净现金 |
| 主要股东(%) | |
| 谢秉昆 | 49 |

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券
以2019年2月26日收市价为标准

相关研究报告

《坤彩科技》20181206

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

有色金属: 金属非金属新材料

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

*余斯杰为本报告重要贡献者

坤彩科技

高端放量上游配齐, 内生成长动力强劲

公司发布2018年年报, 全年营收5.86亿元, 同增25.07%; 归母净利润1.80亿元, 同增52.69%; EPS 0.39元, 同增56%。高端业务放量, 上游产能逐步配套, 未来公司内生成长动能强劲。

支撑评级的要点

- **业绩高速增长, 财报各项指标健康:** 公司全年业绩高速增长, 其中净利率30.68%, 大幅提升5.95pct, 毛利率46.13%, 提升1.26pct。净利率大幅提升一方面受益于毛利率提升, 另一方面得益于管理费用率下降明显。公司财报各项数据保持健康, 金融性负债依然低; 全年资本开支增加, 主要用于上游产能建设; Q4经营现金流下滑, 原因是原料采购增加明显。
- **高端产品放量, 是公司短期主要的成长动力:** 公司突破高端珠光颜料产品壁垒, 未来三年内, 高端产品销量提升是公司主要的增长动力。据公司招股书, 2018年高端珠光颜料全球需求2万吨, 预计2020年将增至3万吨, 按照16%的市占率, 公司销量将提升至5000吨, 为当前3-4倍。
- **产能扩张步伐稳健, 毛利率内生提升动力强:** 公司前驱体产能含20万吨二氧化钛与6万吨三氯化铁即将投产, 预计将显著减少珠光颜料前驱体产能, 为公司毛利率提升提供内生性动力。
- **新建产品门类, 拓宽赛道提升天花板:** 公司拟新建10万吨汽车用二氧化钛与12万吨食品级氧化铁产能。其中汽车级二氧化钛3.5-5.5万元/吨, 食品级氧化铁单价20万元。新产品门类扩张, 将极大提升公司营收, 成为下一阶段成长引擎; 拓宽赛道提升天花板, 一定程度打消市场疑虑。

评级面临的主要风险

- 高端产品需求不及预期、贸易战影响扩大、汇率波动、原材料价格波动。

估值

- 考虑前驱体产能利于降本, 但高端品放量尚不确定, 调整盈利预测, 预计2019-2021年, 公司营收分别为9.14、12.74、19.82亿元; 归母净利润为2.79、3.81、6.37亿元; EPS为0.60、0.81、1.36元, 维持公司**买入**评级。

投资摘要

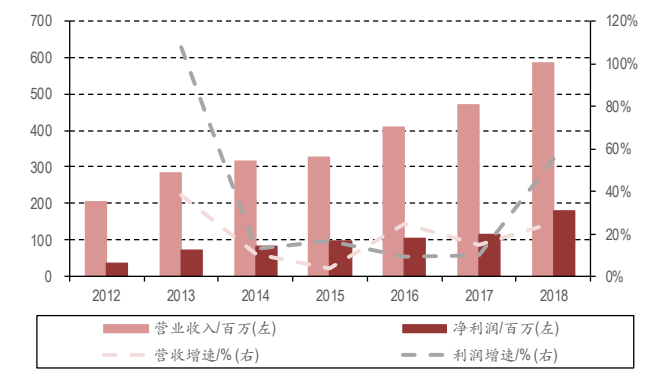
| 年结日: 12月31日 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 销售收入(人民币 百万) | 469 | 587 | 914 | 1,274 | 1,982 |
| 变动(%) | 15 | 25 | 56 | 39 | 56 |
| 净利润(人民币 百万) | 118 | 180 | 279 | 381 | 637 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.252 | 0.385 | 0.597 | 0.814 | 1.362 |
| 变动(%) | 8.5 | 52.7 | 55.0 | 36.4 | 67.3 |
| 市场预期每股收益(人民币) | | | 0.590 | 0.810 | 1.010 |
| 原先预测摊薄每股收益(人民币) | | | 0.626 | 0.854 | |
| 调整幅度(%) | | | (4.7) | (4.7) | |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 65.7 | 43.0 | 27.7 | 20.3 | 12.2 |
| 价格/每股现金流量(倍) | (42.5) | 16.9 | 23.3 | 20.4 | 21.0 |
| 每股现金流量(人民币) | (0.39) | 0.98 | 0.71 | 0.81 | 0.79 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 33.7 | 32.6 | 20.6 | 13.9 | 8.4 |
| 每股股息(人民币) | 0.06 | 0.15 | 0.18 | 0.24 | 0.41 |
| 股息率(%) | 0.3 | 0.9 | 1.1 | 1.4 | 2.5 |

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

业绩快速增长，资本开支增加

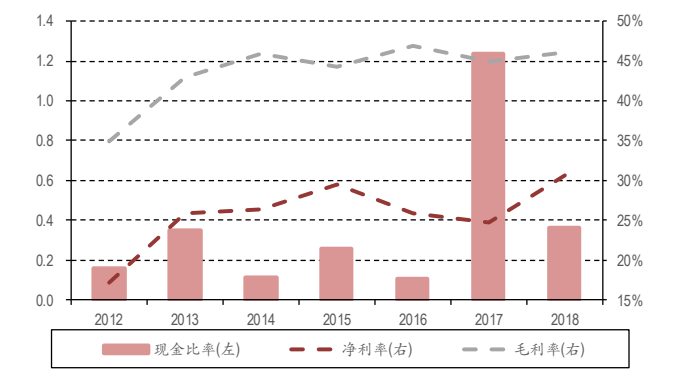
业绩快速增长，年中达到最高值：2018年，公司高端产品实现放量，公司营收与盈利均实现较快增长。2018年全年营收5.86亿元，同增25.07%；净利润1.80亿元，同增55.15%。分季度看，全年营收与盈利均保持较快增速，其中Q2营收1.69亿元，盈利0.53亿元，营收增速达到41.82%；Q3营收1.53亿元，盈利0.50亿元，利润增速达到98.20%。

图表 1. 公司利润高速增长



资料来源：万得、中银国际证券

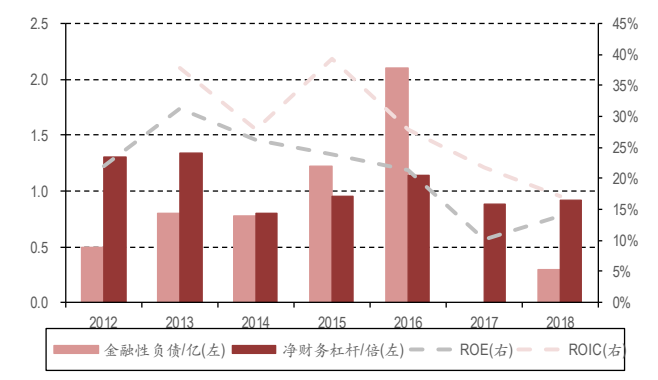
图表 2. 净利率有所提升，现金比率下降



资料来源：万得、中银国际证券

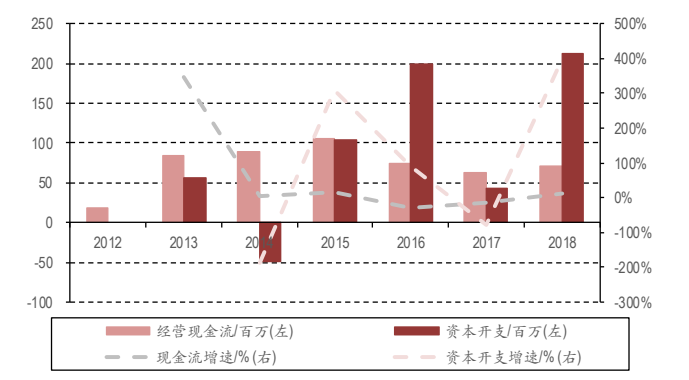
成本控制提升净利率，现金比率有所下降：全年公司净利率30.68%，提升5.95pct，毛利率46.13%，提升1.26pct；分季度看除Q4外全年净利率均高于30%，毛利率下半年起提升至47%左右的水平。净利率提升显著，但毛利率提升比例相对较低的主要原因一方面是2018年全年管理费用大幅下降4.57pct；另一方面可能由于高端产品下半年才开始真正放量，带动毛利率结构性提升，随着上游产能的建设，2019年全年毛利率有更大的提升空间。

图表 3. 金融性负债持续较低



资料来源：万得、中银国际证券

图表 4. 资本开支有所增加



资料来源：万得、中银国际证券

财务报表健康，资本开支有所增加：公司财务报表健康，全年金融性负债为零，现金充裕。下半年起资本开支增加，四季度经营性现金流走弱。其中下半年起资本开支增加的主要原因是公司加大对前驱体产能的投资建设以及对后续新产品线建设开工的准备，相应公司整体现金比率有所下滑。四季度经营性现金流走弱，其中经营性流入保持正常，主要是原料采购增长明显导致经营性流出大幅增加。

上游产能逐步配齐，内生动能强劲

公司扩张步伐稳健，增加上游与相近产品门类产能：上市以来，公司一直保持围绕产品上游及相关产品产能进行扩张。我们认为公司的产能扩张战略分三步走：第一步用原有 1.4 万吨珠光颜料产能改造建成 1.0 万吨人造云母产能，一定程度规避海外原材料价格波动以及供应短缺。同时新建 3.0 万吨高端珠光颜料产能，提升公司产品供应能力并扩大珠光颜料产品线。第二步向上游延伸建造 20.0 万吨二氯氧钛以及 6.0 万吨三氯化铁产能，通过自身钛铁矿萃取技术以及工业废气协同处理降低前驱体生产成本。预计投产后相应生产成本将下降 30% 左右。第三步丰富产品种类，扩充 20.0 万吨二氯氧钛产能至 80.0 万吨，6.0 万吨三氯化铁扩充至 40.0 万吨，并新建 10.0 万吨二氧化钛与 12.0 万吨氧化铁产能，进军邻近产品市场，提升公司所在产品行业天花板。

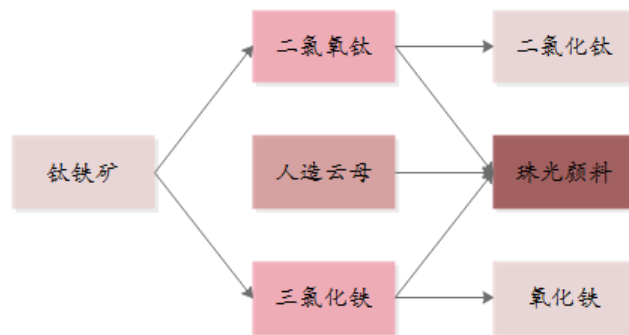
图表 5. 公司产能扩张路径

| 产能 | 上市前 | 上市后 | 2019 年 | 预计 2022 年 |
|------|-------------|------------|------------|------------|
| 人造云母 | 1.4 万吨珠光料产能 | 1.0 万吨云母产能 | 1.0 万吨云母产能 | 1.0 万吨云母产能 |
| 珠光颜料 | | 3.0 万吨 | 3.0 万吨 | 3.0-5.0 万吨 |
| 二氯氧钛 | | | 20.0 万吨 | 80.0 万吨 |
| 三氯化铁 | | | 6.0 万吨 | 40.0 万吨 |
| 二氧化钛 | | | | 10.0 万吨 |
| 氧化铁 | | | | 12.0 万吨 |

资料来源：公司公告、中银国际证券

上游产能配齐，毛利率提升动能强劲：公司扩充上游前驱体产能，预计将于 2019 年 3 月份投产，预计将节省三分之一的生产成本。假设前驱体占珠光颜料成本 35%，节省三分之一成本意味着珠光颜料生产成本将节约接近 10%，按照 45% 的毛利率来算，新产能的投放预计将提升 5% 的毛利率水平。而高端产品的持续释放将进一步带来毛利率的结构性提升。未来公司盈利能力提升动能强劲。

图表 6. 公司产能结构图（深色代表先有产能）



资料来源：公司公告、中银国际证券

拓宽产品线，打开后续成长空间：公司后续开拓氧化铁于二氧化钛产品线，均为与珠光颜料相关的产品线，投产后收益可观。据万得数据，二氧化钛全球需求量约为 800 万吨，其中汽车级高端二氧化钛单价为 3.5-5.5 万元/吨。公司在汽车级珠光颜料已经经过成功产品审核，未来可大大缩短汽车级二氧化钛产品的审核时间，投产后产品马上可以进入市场。据万得数据，氧化铁全球规模约为 250 万吨，其中食品级氧化铁仅在国外有产能，目前单价约为 20 万元/吨。公司拓宽产品线一方面为公司后续增长打开空间，另一方面也提升了公司所在行业天花板，打消市场对于公司市值过高疑虑。

图表 7. 二氧化钛与氧化铁产能规划

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 合计 |
|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 银行项目贷款 | 30,000 | 20,000 | 40,000 | 90,000 | 90,000 |
| 经营净现金 | 23,700 | 26,100 | 22,400 | 17,800 | 90,000 |
| 利息支出 | 743 | 1,980 | 3,465 | 3,465 | 9,653 |
| 合计 | 53,700 | 46,100 | 62,400 | 17,800 | 180,000 |
| 投资进度 | 30% | 26% | 35% | 10% | |

资料来源：公司公告、中银国际证券

图表 8. 二氧化钛与氧化铁项目内部经济收益评价

| 序号 | 项目 | 数量 | 备注 |
|----|--------|---------|------|
| 1 | 项目总投资 | 180,000 | |
| 2 | 年均销售额 | 334,310 | |
| 3 | 年均利润总额 | 158,696 | |
| 4 | 投资回收期 | 5.28 | 含建设期 |
| 5 | 内部收益率 | 36% | 税后 |

资料来源：公司公告、中银国际证券

盈利预测与估值

公司产能配套建设到位，产品成本优势明显，未来营收与利润均有较大成长空间：未来的主要增长点主要如下：1. 高端产品持续放量，带动公司毛利率结构性改善；2. 上游前驱体产能投产，驱动公司毛利率内生性增长；3. 新开产品线投产，为公司带来新的营收增长点，预计新产品线将在 2021-2022 年投产；4. 珠光颜料产能进一步扩张，主力产品长期看量价齐升

图表 9. 公司产品销售预测表(单位：百万)

| | | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|------|----|--------|--------|--------|----------|----------|----------|
| 低端产品 | 收入 | 403.34 | 433.77 | 477.00 | 516.75 | 556.50 | 596.25 |
| | 成本 | 234.97 | 265.07 | 275.17 | 287.97 | 309.75 | 331.88 |
| 高端产品 | 收入 | 62.47 | 153.00 | 300.00 | 500.00 | 650.00 | 800.00 |
| | 成本 | 21.01 | 51.00 | 98.36 | 161.34 | 209.63 | 258.00 |
| 其他 | 收入 | 5.37 | 3.35 | 0.00 | 137.00 | 257.25 | 205.51 |
| | 成本 | 4.06 | 2.67 | 0.00 | 102.25 | 192.41 | 153.58 |
| 新产品 | 收入 | | | | | 570.00 | 1,425.00 |
| | 成本 | | | | | 253.50 | 633.75 |
| 合计 | 收入 | 471.18 | 590.13 | 777.00 | 1,153.75 | 2,033.75 | 3,026.76 |
| | 成本 | 260.04 | 318.74 | 373.53 | 551.55 | 965.29 | 1,377.21 |

资料来源：万得、中银国际证券

公司无同行业上市公司，通过股利分配率、增长率、收益率等关键指标筛选可比公司，并剔除利润规模与行业属性相差较大的公司，可比公司估值水平如下。由于公司为 A 股唯一珠光颜料企业，估值有一定溢价，综合考虑公司未来成长速度与可比公司估值水平，维持公司买入评级。

图表 10. 市场主要可比公司估值水平

| 股票代码 | 股票简称 | 分红率/% | 利润增速/% | 近期收益率/% | 净利润/亿 | 市盈率(倍) | 所属行业 |
|-----------|------|-------|--------|---------|-------|--------|------|
| 603960.SH | 克来机电 | 28.04 | 53.17 | 22.04 | 0.75 | 43.05 | 机械设备 |
| 300477.SZ | 合纵科技 | 37.53 | 64.91 | 28.19 | 1.41 | 54.28 | 电气设备 |
| 300395.SZ | 菲利华 | 39.97 | 36.94 | 13.65 | 1.61 | 40.91 | 有色金属 |
| 300637.SZ | 扬帆新材 | 33.90 | 64.13 | 18.72 | 1.24 | 34.57 | 化工 |
| 300212.SZ | 易华录 | 28.59 | 61.38 | 8.32 | 2.93 | 32.07 | 计算机 |
| 603638.SH | 艾迪精密 | 30.84 | 56.01 | 8.71 | 2.25 | 35.68 | 机械设备 |
| 300476.SZ | 胜宏科技 | 39.68 | 54.80 | 7.15 | 4.09 | 31.93 | 电子 |
| | 平均值 | 34.08 | 55.91 | 15.25 | 2.04 | 36.43 | |
| 603826.SH | 坤彩科技 | 33.56 | 51.75 | 14.76 | 1.80 | 46.44 | 有色金属 |

资料来源：万得、中银国际证券

图表 11. 2018 全年业绩摘要表

| (人民币, 百万) | 2017 | 2018 | 同比增长(%) |
|--------------|--------|--------|--------------|
| 营业收入 | 469.16 | 586.77 | 25.07 |
| 营业税及附加 | 5.86 | 6.66 | 13.53 |
| 净营业收入 | 463.30 | 580.12 | 25.21 |
| 营业成本 | 258.65 | 316.07 | 22.20 |
| 销售费用 | 32.24 | 41.30 | 28.09 |
| 管理费用 | 49.09 | 34.56 | (29.60) |
| 财务费用 | 6.75 | (8.86) | (231.14) |
| 资产减值损失 | 0.47 | 0.99 | 111.42 |
| 营业利润 | 135.84 | 209.35 | 54.11 |
| 营业外收入 | 0.00 | 0.00 | |
| 营业外支出 | 0.88 | 0.18 | (79.99) |
| 利润总额 | 134.97 | 209.18 | 54.98 |
| 所得税 | 18.93 | 29.15 | 53.98 |
| 少数股东损益 | (1.98) | (0.18) | (90.93) |
| 归属母公司股东净利润 | 118.02 | 180.21 | 52.69 |
| 扣除非经常性损益的净利润 | 108.36 | 167.62 | 54.69 |
| 每股收益(元) | 0.25 | 0.39 | 56.00 |
| 扣非后每股收益(元) | 0.23 | 0.36 | 56.52 |
| 毛利率(%) | 44.87 | 46.13 | 增加 1.26 个百分点 |
| 净利率(%) | 24.73 | 30.68 | 增加 5.95 个百分点 |
| 销售费用率(%) | 6.87 | 7.04 | 增加 0.17 个百分点 |
| 管理费用率(%) | 10.46 | 5.89 | 减少 4.57 个百分点 |
| 财务费用率(%) | 1.44 | (1.51) | 减少 2.95 个百分点 |

资料来源：万得，中银国际证券

损益表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售收入 | 469 | 587 | 914 | 1,274 | 1,982 |
| 销售成本 | 259 | 316 | 476 | 642 | 926 |
| 经营费用 | 87 | 74 | 125 | 174 | 271 |
| 息税折旧前利润 | 177 | 238 | 377 | 558 | 924 |
| 折旧及摊销 | 33 | 37 | 63 | 101 | 142 |
| 经营利润(息税前利润) | 144 | 201 | 314 | 457 | 782 |
| 净利息收入/(费用) | (7) | 9 | 11 | (15) | (41) |
| 其他收益/(损失) | 7 | 11 | 4 | 4 | 4 |
| 税前利润 | 137 | 209 | 325 | 443 | 741 |
| 所得税 | 19 | 29 | 45 | 62 | 104 |
| 少数股东权益 | (2) | (0) | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | 118 | 180 | 279 | 381 | 637 |
| 核心净利润 | 111 | 169 | 276 | 377 | 634 |
| 每股收益(人民币) | 0.252 | 0.385 | 0.597 | 0.814 | 1.362 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.238 | 0.362 | 0.589 | 0.806 | 1.354 |
| 每股股息(人民币) | 0.058 | 0.154 | 0.180 | 0.240 | 0.410 |
| 收入增长(%) | 15 | 25 | 56 | 39 | 56 |
| 息税前利润增长(%) | 14 | 40 | 57 | 46 | 71 |
| 息税折旧前利润增长(%) | 21 | 35 | 58 | 48 | 66 |
| 每股收益增长(%) | 9 | 53 | 55 | 36 | 67 |
| 核心每股收益增长(%) | 5 | 52 | 63 | 37 | 68 |

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 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 税前利润 | 137 | 209 | 325 | 443 | 741 |
| 折旧与摊销 | 33 | 37 | 63 | 101 | 142 |
| 净利息费用 | 7 | (9) | (11) | 15 | 41 |
| 运营资本变动 | 433 | (17) | (22) | 131 | 472 |
| 税金 | 42 | 54 | 44 | 62 | 107 |
| 其他经营现金流 | 278 | (238) | (115) | (114) | (195) |
| 经营活动产生的现金流 | 63 | 70 | 329 | 375 | 364 |
| 购买固定资产净值 | 114 | 236 | 540 | 464 | 628 |
| 投资减少/增加 | 192 | (111) | (4) | (4) | (4) |
| 其他投资现金流 | 0 | 652 | 541 | 466 | 628 |
| 投资活动产生的现金流 | (307) | 527 | 5 | 5 | 4 |
| 净增权益 | 553 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净增债务 | (230) | 30 | 300 | 200 | 400 |
| 支付股息 | 36 | 94 | 84 | 112 | 192 |
| 其他融资现金流 | 20 | 72 | 10 | (16) | (41) |
| 融资活动产生的现金流 | 307 | 8 | 225 | 72 | 167 |
| 现金变动 | 64 | (45) | 19 | (12) | (92) |
| 期初现金 | 25 | 88 | 50 | 99 | 86 |
| 公司自由现金流 | (243) | 597 | 333 | 380 | 368 |
| 权益自由现金流 | (453) | 699 | 643 | 564 | 728 |

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 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 现金及现金等价物 | 88 | 50 | 99 | 86 | (6) |
| 应收帐款 | 118 | 121 | 201 | 288 | 461 |
| 库存 | 222 | 335 | 512 | 706 | 1,090 |
| 其他流动资产 | 10 | 210 | 142 | 142 | 142 |
| 流动资产总计 | 637 | 648 | 954 | 1,223 | 1,687 |
| 固定资产 | 388 | 429 | 856 | 1,229 | 1,670 |
| 无形资产 | 63 | 87 | 84 | 81 | 78 |
| 其他长期资产 | 150 | 297 | 350 | 344 | 391 |
| 长期资产总计 | 602 | 813 | 1,290 | 1,654 | 2,139 |
| 总资产 | 1,239 | 1,461 | 2,244 | 2,877 | 3,827 |
| 应付帐款 | 46 | 77 | 147 | 188 | 258 |
| 短期债务 | 0 | 30 | 230 | 330 | 330 |
| 其他流动负债 | 25 | 29 | 39 | 48 | 63 |
| 流动负债总计 | 71 | 136 | 416 | 566 | 651 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 300 | 500 | 900 |
| 其他长期负债 | 27 | 26 | 35 | 49 | 68 |
| 股本 | 360 | 468 | 468 | 468 | 468 |
| 储备 | 781 | 830 | 1,026 | 1,294 | 1,740 |
| 股东权益 | 1,141 | 1,298 | 1,494 | 1,762 | 2,208 |
| 少数股东权益 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 总负债及权益 | 1,239 | 1,461 | 2,244 | 2,877 | 3,827 |
| 每股帐面价值(人民币) | 2.44 | 2.77 | 3.19 | 3.76 | 4.71 |
| 每股有形资产(人民币) | 1.88 | 2.25 | 4.61 | 5.97 | 8.00 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (0.10) | 0.01 | 1.00 | 1.69 | 2.79 |

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 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 息税折旧前利润率(%) | 37.7 | 40.5 | 41.2 | 43.8 | 46.6 |
| 息税前利润率(%) | 30.6 | 34.2 | 34.3 | 35.9 | 39.5 |
| 税前利润率(%) | 29.2 | 35.7 | 35.5 | 34.8 | 37.4 |
| 净利率(%) | 24.7 | 30.7 | 30.6 | 29.9 | 32.2 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 9.0 | 4.8 | 2.3 | 2.2 | 2.6 |
| 利息覆盖率(倍) | 26.2 | 26.9 | 34.8 | 38.4 | 22.6 |
| 净权益负债率(%) | 净现金 | 0.5 | 31.2 | 45.0 | 59.1 |
| 速动比率(倍) | 5.9 | 2.3 | 1.1 | 0.9 | 0.9 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 65.7 | 43.0 | 27.7 | 20.3 | 12.2 |
| 核心业务市盈率(倍) | 69.6 | 45.8 | 28.1 | 20.5 | 12.2 |
| 市净率(倍) | 6.8 | 6.0 | 5.2 | 4.4 | 3.5 |
| 价格/现金流(倍) | (42.5) | 16.9 | 23.3 | 20.4 | 21.0 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 33.7 | 32.6 | 20.6 | 13.9 | 8.4 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 172.4 | 208.3 | 204.5 | 202.4 | 200.7 |
| 应收帐款周转天数 | 91.9 | 75.3 | 80.2 | 82.7 | 84.9 |
| 应付帐款周转天数 | 64.6 | 88.9 | 112.7 | 106.8 | 101.7 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 22.9 | 40.0 | 30.2 | 29.5 | 30.1 |
| 净资产收益率(%) | 10.2 | 13.9 | 18.7 | 21.6 | 28.9 |
| 资产收益率(%) | 9.4 | 12.3 | 12.5 | 13.2 | 16.7 |
| 已运用资本收益率(%) | 10.6 | 12.7 | 13.1 | 14.9 | 19.2 |

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6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个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6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