

688012.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 102.86

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 收入结构优化, 综合毛利率提升。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(35.9)	(17.5)	(29.6)	(26.7)
相对上证指数	(34.6)	(16.1)	(31.3)	(51.4)

发行股数(百万)	535
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	55,016
3 个月日均交易额(人民币 百万)	760
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
上海创业投资有限公司	18

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2021 年 3 月 30 日收市价为标准

相关研究报告

《中微公司: MOCVD 拖累公司收入, 看好长期发展前景》20210129

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备: 专用设备

证券分析师: 陶波

(8621)20328512

bo.tao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060002

证券分析师: 杨绍辉

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

联系人: 朱祖跃

zuyue.zhu@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300120080005

中微公司

刻蚀设备成为增长主力, ICP 刻蚀设备趋于成熟

公司发布 2020 年年报, 实现营收 22.73 亿元, 同比增长 16.76%, 归属于上市公司股东的净利润 4.92 亿元, 同比增长 161.02%。毛利率从上年度的 34.9% 升至 2020 年的 37.7%, 上升了 2.8 个百分点。

支撑评级的要点

- **收入结构优化, 业绩快速增长。**2020 年, 公司实现营业收入 22.73 亿元, 同比增长 16.76%, 其中受益于下游需求增长、产品竞争优势, 刻蚀设备收入为 12.89 亿元, 同比增长约 58.49%, 而 MOCVD 设备收入为 4.96 亿元, 同比下降约 34.47%。2020 年, 归属于上市公司股东的净利润同比增长 161.02% 至 4.92 亿元, 主要原因是中芯国际股票投资公允价值变动、政府补助同比增加约 2.6 亿元; 扣非后净利润为 0.23 亿元, 同比减少 84.19%, 主要系 2020 年新增计入经常性损益的股份支付费用约 1.24 亿元所致。
- **ICP 刻蚀工艺验证范围扩大, 且已获得重复订单。**公司 ICP 刻蚀设备已经逐步趋于成熟, 新推出的 Primo nanova® 产品在 10 家客户的生产线上进行验证, 已有超过 50 个工艺在客户的生产线上达到指标要求, 且持续扩大应用验证范围。2020 年开始, Primo nanova® 产品逐步取得客户的重复订单。尤其是 2020 年下半年, 在国内存储客户的扩产带动下, 该产品的销售取得较大进展。在持续提升 Primo nanova® 刻蚀设备的市场份额的同时, 公司研发的具有高输出率特点的双反应台 ICP 刻蚀设备 Primo Twin-Star® 也已经在客户端完成认证。
- **定增 100 亿元获批, 助力高强度研发。**2020 年, 公司研发投入总额 6.40 亿元, 剔除股份支付为 5.91 亿元, 同比增长 39.16%。对比 2020 年中报, 公司在 IC 研发项目方面, 新增了“用于 5-3 纳米逻辑芯片制造的 ICP 刻蚀机”和“用于硅基 GaN 功率器件生产的 MOCVD 设备”两个项目, 原有研发项目“台阶及两次图形曝光刻蚀设备研发及产业化”从研究阶段进入开发阶段。。公司拟定增不超过 100 亿元, 用于中微产业化基地建设项目、中微临港总部和研发中心项目、科技储备资金等项目, 提高产能、丰富公司产品线, 缩小与国际龙头 Lam Research、Applied 等研发投入差距。

盈利预测和投资建议

- 结合业务结构和刻蚀设备需求的增长、股权激励费用增加、交易性金融资产变动等因素, 预计 2021-23 年公司净利润分别为 4.46/7.50/9.55 亿元。
- 考虑下游景气度和公司各类刻蚀设备市占率提升, 以及 ICP 刻蚀设备趋于成熟后打开天花板, 维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 行业景气度高导致设备零部件供不应求; ICP 产业化进展低于预期, 介刻蚀市占率上升低于预期等。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	1,947	2,273	3,148	4,657	6,070
变动(%)	19	17	38	48	30
净利润(人民币 百万)	189	492	446	750	955
全面摊薄每股收益(人民币)	0.353	0.920	0.834	1.402	1.785
变动(%)	86.8	161.0	(9.4)	68.1	27.3
调整前全面摊薄每股收益(人民币)			0.994	1.301	
变动(%)			(16.1)	7.8	
全面摊薄市盈率(倍)	291.8	111.8	123.3	73.4	57.6
价格/每股现金流量(倍)	412.8	65.0	113.8	63.1	48.7
每股现金流量(人民币)	0.25	1.58	0.90	1.63	2.11
企业价值/息税折旧前利润(倍)	241.9	268.6	153.0	72.7	50.0
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.083	0.140	0.178
股息率(%)	n.a.	n.a.	0.1	0.1	0.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 中微公司业绩摘要

(人民币, 亿元)	2018	2019	2020	同比增速(%)
营业收入	16.39	19.47	22.73	16.76
营业成本	10.57	12.67	14.17	11.85
毛利润	5.82	6.80	8.56	25.91
税金及附加	0.07	0.02	0.02	(15.18)
销售费用	2.17	1.97	2.37	20.15
管理费用	1.31	1.09	1.53	40.57
财务费用	0.10	(0.01)	(0.07)	(499.25)
资产减值	0.27	(0.50)	(0.17)	65.80
投资收益	(0.02)	0.02	0.27	1638.63
营业外收入	0.00	0.00	0.00	(80.72)
营业外支出	0.00	0.00	0.02	6919.72
利润总额	1.47	1.98	5.13	158.44
所得税	0.56	0.10	0.20	108.08
净利润	0.91	1.89	4.92	161.06
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	477.57
归属母公司股东的净利润	0.91	1.89	4.92	161.02
基本每股收益(元)	0.20	0.37	0.92	148.65
毛利率	35.5	34.9	37.7	上升 2.7 个百分点
净利率	5.5	9.7	21.7	上升 12.0 个百分点

资料来源：万得，中银证券

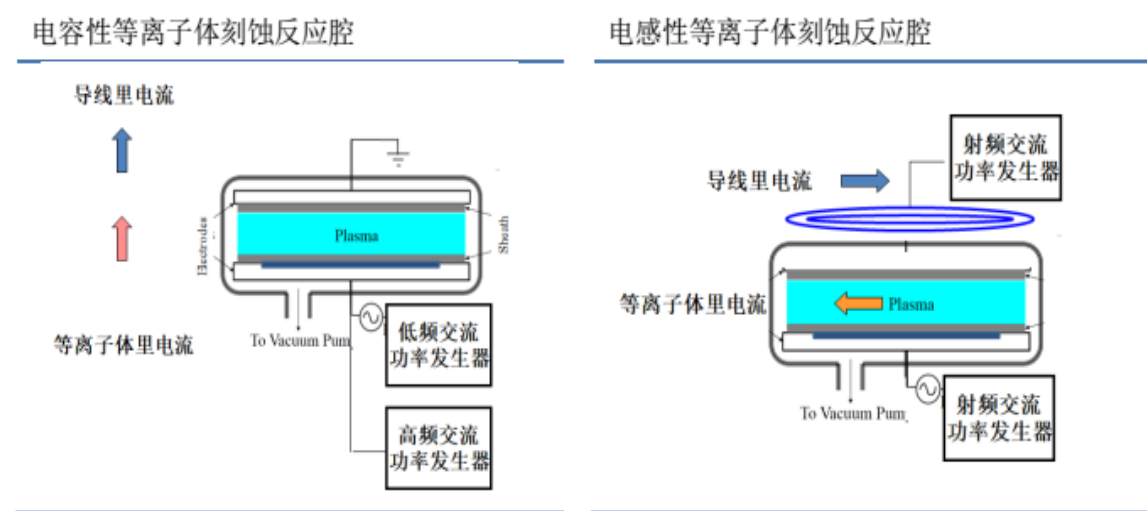
1、等离子刻蚀技术介绍

刻蚀可以分为湿法刻蚀和干法刻蚀，湿法刻蚀各向异性较差，侧壁容易产生横向刻蚀造成刻蚀偏差，通常用于工艺尺寸较大的应用，或用于干法刻蚀后清洗残留物等。干法刻蚀是目前主流的刻蚀技术，其中以等离子体干法刻蚀为主导。

等离子体刻蚀设备是一种大型真空的全自动的加工设备，一般由多个真空等离子体反应腔和主机传递系统构成。等离子体刻蚀设备的分类与刻蚀工艺密切相关，其原理是利用等离子体放电产生的带化学活性的粒子，在离子的轰击下，与表面的材料发生化学反应，产生可挥发的气体，从而在表面的材料上加工出微观结构。

根据产生等离子体方法的不同，干法刻蚀主要分为电容性等离子体刻蚀和电感性等离子体刻蚀；根据被刻蚀材料类型的不同，干法刻蚀主要是刻蚀介质材料、硅材料和金属材料。电容性等离子体刻蚀主要是以高能离子在较硬的介质材料上，刻蚀高深宽比的深孔、沟槽等微观结构；而电感性等离子体刻蚀主要是以较低的离子能量和极均匀的离子浓度刻蚀较软的或较薄的材料。这两种刻蚀设备涵盖了主要的刻蚀应用。

图表 2. 电容性等离子刻蚀与电感性等离子刻蚀的反应腔



资料来源：中微公司 2020 年年报、中银证券

芯片线宽的缩小及多重模板工艺等新制造工艺的采用，对刻蚀技术的精确度和重复性要求更高。刻蚀技术需要在刻蚀速率、各向异性、刻蚀偏差、选择比、深宽比、均匀性、残留物、等离子体引起的敏感器件损伤、颗粒沾污等指标上满足更高的要求，刻蚀设备随之更新进步，例如：刻蚀设备的静电吸盘从原来的 4 个分区扩展到超过 20 个分区，以实现更高要求的均匀性；更好的腔体温度控制提高生产重复性。

2、公司刻蚀设备技术水平

在逻辑集成电路制造环节，公司开发的 12 英寸高端刻蚀设备已运用在国际知名客户 65 纳米到 5 纳米等先进的芯片生产线上；同时，公司根据先进集成电路厂商的需求，已开发出小于 5 纳米刻蚀设备用于若干关键步骤的加工，并已获得行业领先客户的批量订单。公司目前正在配合客户需求，开发新一代刻蚀设备和包括更先进大马士革在内的刻蚀工艺，能够涵盖 5 纳米以下更多刻蚀需求和更多不同关键应用的设备。

在 3D NAND 芯片制造环节，公司的电容性等离子体刻蚀设备已应用于 64 层和 128 层的量产，同时公司根据存储器厂商的需求正在开发新一代能够涵盖 128 层及以上关键刻蚀应用以及相对应的极高深宽比的刻蚀设备和工艺。

此外，公司的电感性等离子刻蚀设备(ICP)已经在多个逻辑芯片和存储芯片厂商的生产线上量产，根据客户的技术发展需求，正在进行下一代产品的技术研发，以满足 5 纳米以下的逻辑芯片、1X 纳米的 DRAM 芯片和 128 层以上的 3D NAND 芯片等产品的 ICP 刻蚀需求，并进行高产出的 ICP 刻蚀设备的研发。

3、公司主要产品的进展情况

(1) CCP 刻蚀设备

2020 年，公司 CCP 刻蚀设备产品保持竞争优势，Primo AD-RIE®、Primo SSC ADRIE™、Primo HD-RIE™ 等产品批量应用于国内外一线客户的集成电路加工制造生产线，并持续提升市场占有率，在部分客户市场占有率已进入前三位。此外，在先进逻辑电路方面，公司持续升级硬件性能，成功取得 5 纳米及以下逻辑电路产线的重复订单。在存储电路方面，公司的刻蚀设备在 64 层及 128 层 3D NAND 的生产线得到广泛应用。随着 3D NAND 芯片制造厂产能的迅速爬升，该等产品的重复订单稳步增长。同时，公司积极布局动态存储器的应用，并开始工艺开发及验证。公司与主流客户积极合作，定义下一代 CCP 刻蚀机的主要功能及技术指标，正开发更先进的 CCP 刻蚀机产品。

(2) ICP 刻蚀设备

公司 ICP 刻蚀设备已经逐步趋于成熟，新推出的 Primo nanova®产品在 10 家客户的生产线上进行验证，已有超过 50 个工艺在客户的生产线上达到指标要求，且持续扩大应用验证范围。

2020 年开始，Primo nanova®产品逐步取得客户的重复订单。尤其是 2020 年下半年，在国内存储客户的扩产带动下，该产品的销售取得较大进展。

在持续提升 Primo nanova®刻蚀设备的市场份额的同时，公司研发的具有高输出率特点的双反应台 ICP 刻蚀设备 Primo Twin-Star®也已经在客户端完成认证。该产品应用中微公司国际领先、独特的双反应台设计理念，沿用了 Primo nanova® ICP 的大部分硬件特征，使得机台在具有良好刻蚀性能的同时，提升客户单位资金投入的产能，从而丰富 ICP 刻蚀设备种类，增强 ICP 刻蚀产品的整体竞争力。

4、公司外延式发展

公司不断践行外延式发展策略，公司下属的中微汇链、中微惠创在新业务拓展领域取得了很好的进展，得到了市场和用户的高度评价。公司同时积极探索在相关领域的投资机会，完成对聚源芯星、博日科技、山东天岳、理想万里晖、中欣晶圆、昂坤视觉、德龙激光、睿励仪器等公司的投资。公司的参股投资的沈阳拓荆等项目营运表现良好，协同效应逐步呈现。

5、公司在研项目

图表 3. 中微公司在研项目

单位：亿元								
序号	项目名称	预计总投资规模	本期投入金额	累计投入金额	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
1	用于存储器刻蚀的 CCP 刻蚀设备 (128P)	3.60	0.65	0.90	研究阶段	设计开发超低频和超大功率的射频等离子系统及其对应的静电吸盘、多区控温性能的上电极、温度可调节的边缘环系统等，满足超高深宽比的刻蚀需求。	追赶国际先进水平	3D NAND, ≥128 层
2	台阶及两次图形曝光刻蚀设备研发及产业化	0.69	0.60	0.68	开发阶段	本项目面向 300mm 3D NAND Flash 和 14 纳米以下 FinFET 工艺大生产线需求，开发分别用于多层台阶刻蚀(Staircase Etch) 和两次或多次图形曝光刻蚀 (Double or Quadruple Patterning Etch) 等关键工艺刻蚀设备。	国际先进水平	多层台阶刻和两次或多次图形曝光刻蚀
3	用于 Mini-LED 大规模生产的高输出量 MOCVD 设备	1.31	0.52	0.55	开发阶段	研发 MOCVD 设备，满足 Mini LED 生产对于外延设备的要求。	国际先进水平	Mini LED 背光显示屏、电视
4	先进逻辑电路的 CCP 刻蚀设备	1.04	0.45	0.82	研究阶段	实现等离子体密度分布的可调节，满足均匀性、减少金属污染和颗粒物的要求	国际先进水平	7 纳米以下逻辑电路刻蚀
5	7-5nm ICP 刻蚀机项目	2.01	0.38	0.46	研究阶段	本项目针对 7-5 纳米节点 FinFET 结构的逻辑芯片制造中对电感耦合 ICP 刻蚀工艺的要求，在 14 纳米 ICP 刻蚀机基础上，将在腔体结构设计、硅片周围及极边缘温度控制、射频和匹配系统、零部件新材料开发和表面处理等方面进行技术升级开发，研制出 7-5 纳米 ICP 刻蚀机样机并制造工程机在客户端验证。	国际先进水平	先进逻辑和 DRAM 芯片制造
6	ICP 14-7 纳米介质刻蚀机研发及产业化	2.62	0.30	2.61	开发阶段	本项目针对 14-7 纳米节点逻辑芯片制造涌现出的对刻蚀工艺的新的要求，开发全新的电感耦合 ICP 等离子体介质刻蚀机，在结构设计、新材料、热处理、表面处理等方面进行技术升级开发，实现研发成果产业化。	国际先进水平	逻辑芯片和存储芯片的多重图形刻蚀 (DPT 和 QPT)、侧墙刻蚀
7	用于 5-3 纳米逻辑芯片制造的 ICP 刻蚀机	0.47	0.27	0.30	研究阶段	研制成功 5 纳米的刻蚀设备并完成在先进逻辑芯片生产厂家的评估，并实现销售。完成 3 纳米刻蚀机 Alpha 原型机的设计、制造、测试及初步的工艺开发和评估。	国际先进水平	逻辑芯片制造
8	用于 Micro-LED 应用的新型 MOCVD 设备	1.73	0.21	0.22	研究阶段	研发 MOCVD 设备，满足 Micro LED 生产对于外延设备的要求	国际先进水平	手表，AR/VR，电视等用显示屏
9	用于硅基 GaN 功率器件生产的 MOCVD 设备	1.56	0.21	0.21	开发阶段	研发用于 8" 硅基氮化镓功率器件大规模生产的 MOCVD 设备及外延生长工艺	国际先进水平	氮化镓功率元件，电力电子领域
合计	/	15.03	3.59	6.75	/	/	/	/

资料来源：中微公司 2020 年年报、中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	1,947	2,273	3,148	4,657	6,070
销售成本	(1,269)	(1,419)	(1,879)	(2,710)	(3,518)
经营费用	(454)	(654)	(918)	(1,216)	(1,508)
息税折旧前利润	224	201	351	730	1,044
折旧及摊销	(33)	(84)	(93)	(123)	(149)
经营利润(息税前利润)	191	117	258	607	895
净利息收入/(费用)	15	7	13	17	24
其他收益/(损失)	111	388	215	218	216
税前利润	198	513	480	833	1,123
所得税	(10)	(20)	(34)	(83)	(168)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	189	492	446	750	955
核心净利润	189	492	446	750	955
每股收益(人民币)	0.353	0.920	0.834	1.402	1.785
核心每股收益(人民币)	0.353	0.920	0.834	1.402	1.785
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.083	0.140	0.178
收入增长(%)	19	17	38	48	30
息税前利润增长(%)	130	(39)	121	135	47
息税折旧前利润增长(%)	111	(10)	75	108	43
每股收益增长(%)	87	161	(9)	68	27
核心每股收益增长(%)	87	161	(9)	68	27

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	198	513	480	833	1,123
折旧与摊销	33	84	93	123	149
净利息费用	(1)	(7)	(6)	(8)	(12)
运营资本变动	(299)	276	1,034	83	776
税金	(10)	(20)	(34)	(83)	(168)
其他经营现金流	212	1	(1,084)	(75)	(738)
经营活动产生的现金流	133	846	483	872	1,129
购买固定资产净值	166	68	201	257	112
投资减少/增加	(47)	(228)	9	12	16
其他投资现金流	(1,448)	(376)	(459)	(544)	(224)
投资活动产生的现金流	(1,329)	(537)	(249)	(275)	(96)
净增权益	0	0	(45)	(75)	(95)
净增债务	(72)	0	0	0	0
支付股息	0	0	45	75	95
其他融资现金流	1,440	1	(16)	(67)	(83)
融资活动产生的现金流	1,368	1	(16)	(67)	(83)
现金变动	172	310	218	531	950
期初现金	670	945	1,132	1,350	1,881
公司自由现金流	(1,196)	309	235	597	1,033
权益自由现金流	(1,269)	302	228	589	1,021

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	945	1,132	1,350	1,881	2,830
应收帐款	366	384	889	877	1,377
库存	1,088	1,064	1,849	2,057	2,817
其他流动资产	19	9	38	31	52
流动资产总计	3,846	4,198	5,828	6,509	8,741
固定资产	162	197	372	570	597
无形资产	527	560	496	432	368
其他长期资产	230	843	592	640	692
长期资产总计	919	1,601	1,461	1,643	1,658
总资产	4,774	5,801	7,288	8,152	10,399
应付帐款	222	422	514	815	877
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	674	810	1,851	1,717	3,035
流动负债总计	896	1,233	2,365	2,532	3,911
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	127	199	131	152	161
股本	535	535	535	535	535
储备	3,234	3,856	4,258	4,933	5,792
股东权益	3,768	4,391	4,793	5,468	6,327
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	4,774	5,801	7,288	8,152	10,399
每股帐面价值(人民币)	7.05	8.21	8.96	10.22	11.83
每股有形资产(人民币)	6.06	7.16	8.03	9.41	11.14
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.77)	(2.12)	(2.52)	(3.52)	(5.29)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.5	8.8	11.1	15.7	17.2
息税前利润率(%)	9.8	5.1	8.2	13.0	14.7
税前利润率(%)	10.2	22.6	15.2	17.9	18.5
净利率(%)	9.7	21.7	14.2	16.1	15.7
流动性					
流动比率(倍)	4.3	3.4	2.5	2.6	2.2
利息覆盖率(倍)	239.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
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)	3.1	2.5	1.7	1.8	1.5
估值					
市盈率(倍)	291.8	111.8	123.3	73.4	57.6
核心业务市盈率(倍)	291.7	111.8	123.3	73.4	57.6
市净率(倍)	14.6	12.5	11.5	10.1	8.7
价格/现金流(倍)	412.8	65.0	113.8	63.1	48.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	241.9	268.6	153.0	72.7	50.0
周转率					
存货周转天数	335.9	276.8	282.9	263.0	252.9
应收帐款周转天数	82.6	60.3	73.8	69.2	67.8
应付帐款周转天数	61.7	51.7	54.3	52.1	50.9
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	6.4	12.1	9.7	14.6	16.2
资产收益率(%)	4.4	2.1	3.7	7.1	8.2
已运用资本收益率(%)	1.6	3.0	2.4	3.7	4.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

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：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 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得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