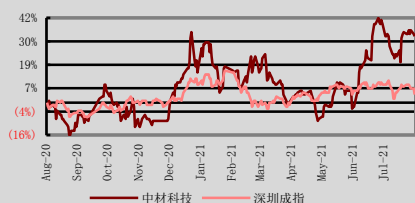


002080.SZ
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 27.71

板块评级: 中性

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	14.1	(4.4)	43.4	36.0
相对深证成指	17.4	(0.3)	44.1	31.6

发行股数(百万)	1,678
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	46,501
3个月日均交易额(人民币 百万)	678
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
中国建材股份有限公司	60

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以2021年8月17日收市价为标准

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

证券分析师: 余斯杰

(8621)20328217

sijie.yu@bocichina.com.cn

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060001

证券分析师: 陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090006

中材科技

风电有韧性, 玻纤与锂膜高速增长

公司发布2021年中报, 上半年公司营收93.6亿元, 同增27.8%; 归母净利18.5亿元, 同增103.2%; EPS1.10元/股。风电业务在招标下降的情况下仍体现韧性; 玻纤景气仍高, 板块营收增速较快; 锂电池隔膜业务产能逐渐释放, 营收实现快速增长。

支撑评级的要点

- **三大业务齐头并进, 公司业绩符合预期:** 上半年公司的三大主业风电叶片、玻纤、锂电池隔膜分别实现了-6.8%、37.8%、106.2%的增长。公司风电业务合计销售风电叶片4,554MW, 市场份额持续提升; 玻纤产品量价齐升, 实现营业收入42.4亿元, 净利润14.2亿元; 湖南中锂与中材锂膜在报告期内完成整合, 统一的决策与运营平台得以搭建, 产能仍在扩张。
- **综合毛利率上升, 费用率下降, 公司净利提升:** 今年一季度与二季度, 公司毛利率由去年同期的26.6%与29.0%迅速提升到30.9%与34.9%; 公司的期间费用率总体呈现稳中下降的趋势; 在毛利率上升, 费用率下降的共同作用下, 公司的净利率有所上升。公司玻纤毛利率达到历史新高的43.8%, 而风电叶片毛利率有所下滑至21.8%, 两相比较, 玻璃纤维的高景气是支撑公司综合毛利上升的主要原因。
- **拟出售铍金属, 盘活闲置资产:** 泰山玻纤仍计划继续出售铍粉或铂铍合金不超过280Kg, 该资产2020年底审计的账面价值为6500万元。假设其全为铍粉, 按照目前的市场价格4464.1元/克, 该资产出售价值为12.49亿元, 净利润为11.85亿元。

估值

- 公司业绩表现符合预期, 我们小幅调整盈利预测。预计2021-2023年公司收入为206.4、229.8、265.4亿元; 归母净利分别为35.9、35.6、44.1亿元; EPS分别为2.14、2.12、2.63元。维持公司**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 玻纤产能超预期投放, 风电业务持续低迷, 锂膜产能消化不及预期。

投资摘要

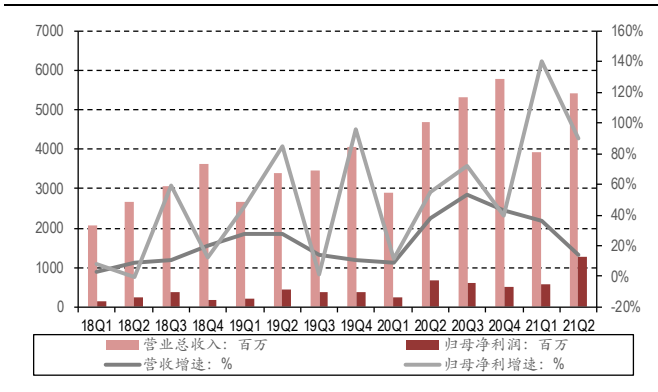
年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	13,590	18,711	20,637	22,977	26,536
变动(%)	19	38	10	11	15
净利润(人民币 百万)	1,380	2,052	3,588	3,561	4,406
全面摊薄每股收益(人民币)	0.822	1.223	2.138	2.122	2.625
变动(%)	47.7	48.7	74.9	(0.8)	23.7
市场预期每股收益(人民币)			1.790	2.080	2.370
原先预测摊薄每股收益(人民币)			2.050	2.050	2.580
调整幅度(%)			4.3	3.5	1.8
全面摊薄市盈率(倍)	33.7	22.7	13.0	13.1	10.6
价格/每股账面价值(倍)	(193.8)	35.5	13.0	10.5	9.3
每股现金流量(人民币)	(0.14)	0.78	2.13	2.64	2.99
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.1	11.7	7.5	7.3	6.2
每股股息(人民币)	0.19	0.23	0.64	0.64	0.79
股息率(%)	0.7	0.8	2.3	2.3	2.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

一、三项业务齐头并进，公司业绩符合预期

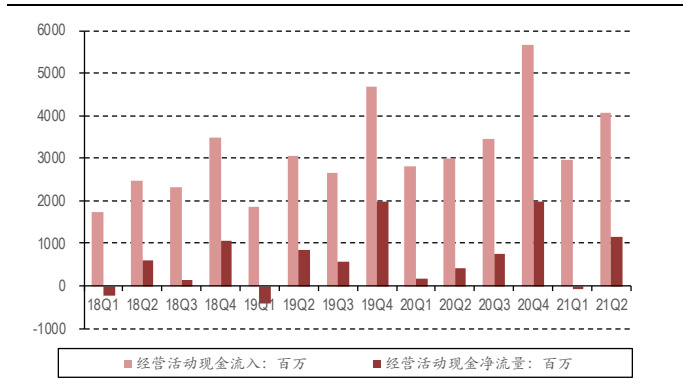
事件：公司发布 2021 年中报，上半年公司营收 93.6 亿元，同增 27.8%；归母净利 18.5 亿，同增 103.2%；EPS1.10 元/股。风电业务在招标下降的情况下仍体现韧性；玻纤景气仍高，板块营收增速较快；锂电池隔膜业务产能逐渐释放，营收实现快速增长。经营活动现金流 40.81 亿元，经营活动现金净流入 11.44 亿元，同比增长 36.7%与 184.5%。

图表 1. 公司营收与利润再创单季新高



资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 现金流维持增长



资料来源：公司公告，中银证券

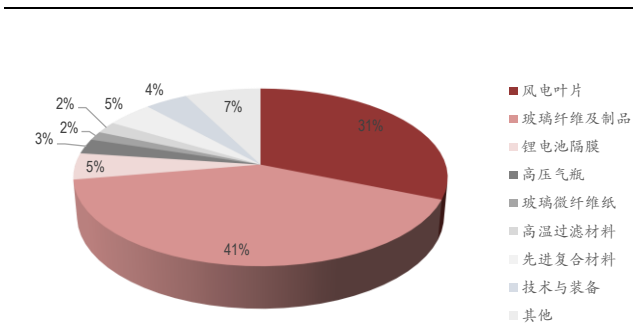
三大业务齐头并进，公司业绩符合预期：上半年公司的三大主业风电叶片、玻纤、锂电池隔膜分别实现了-6.8%、37.8%、106.2%的增长。

风电：在风电抢装的调整期内，风电装机快速下滑的大背景下，公司风电业务合计销售风电叶片 4,554MW，实现销售收入 30.8 亿元，净利润 3.3 亿元，市场份额持续提升，进一步巩固国内市场领先地位，体现了风机叶片龙头的韧性。

玻纤：行业景气度维持高位，公司抓住需求旺盛、产品量价齐升的窗口期，持续推进产品结构优化质量提升，销售玻璃纤维及其制品 53 万吨，实现营业收入 42.4 亿元，净利润 14.2 亿元，并且加快调整产品结构，提高合股纱和短切原丝的比重，提高产品附加值。同时，公司加快了研发升级，薄型电子布实现量产，5G 用高频高速用低介电薄型和超薄型电子布的研究与开发取得重要成果。我们看好公司玻纤板块技术的优势加速转化成营收。

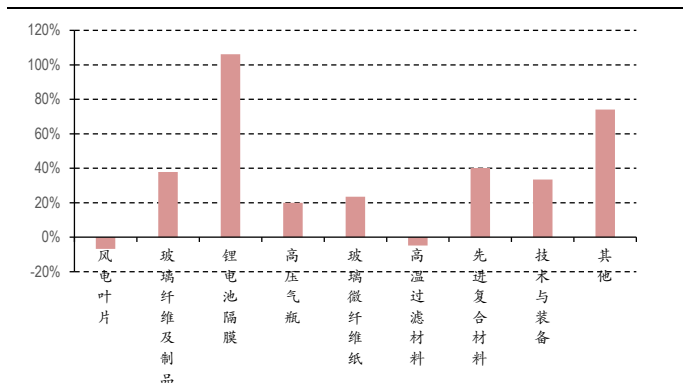
锂电池隔膜：湖南中锂与中材锂膜在报告期内完成整合，统一的决策与运营平台得以搭建；报告期内，湖南生产基地 21-24#线建成投产，将陆续释放产能。公司内抓生产制造，外抓国际市场，国际客户销量占比持续提升，超过 10%；报告期内合计销售隔膜产品 3.5 亿平米，实现销售收入 4.8 亿元。4 季度，滕州二期项目即将释放产能，公司锂膜产能规模将超过 15 亿米；公司正规划南京基地 10 亿米产能规模，建成后公司“做大锂膜”战略将取得阶段性进展。

图表 3. 公司各项业务营收占比



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 公司各项业务营收增长率



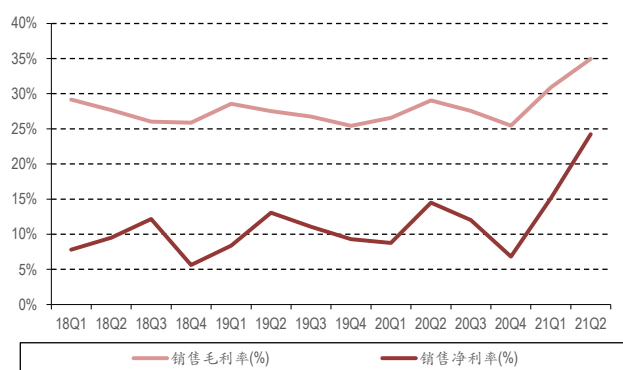
资料来源：公司公告，中银证券

单二季度，公司业绩增速有所下滑：二季度公司营收 54.2 亿元，同增 15.3%；归母净利润 12.7 亿元，同增 89.8%。营收增速相较前之前几个季度有所下滑。

二、玻纤带动，毛利率上升

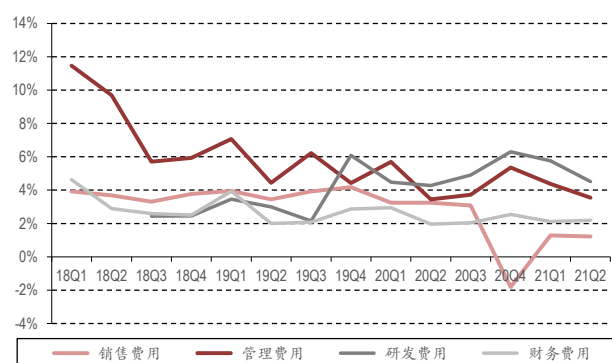
综合毛利率上升，费用率下降，公司净利提升：今年一季度与二季度，公司毛利率由去年同期的 26.6% 与 29.0% 迅速提升到 30.9% 与 34.9%；公司的期间费用率总体呈现稳中下降的趋势；在毛利率上升，费用率下降的共同作用下，公司的净利率有所上升。

图表 5. 毛利率与净利润显著上升



资料来源：公司公告，中银证券

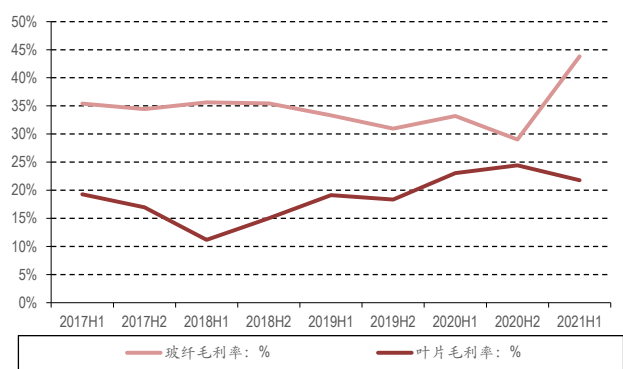
图表 6. 公司各项费用率稳中有降



资料来源：公司公告，中银证券

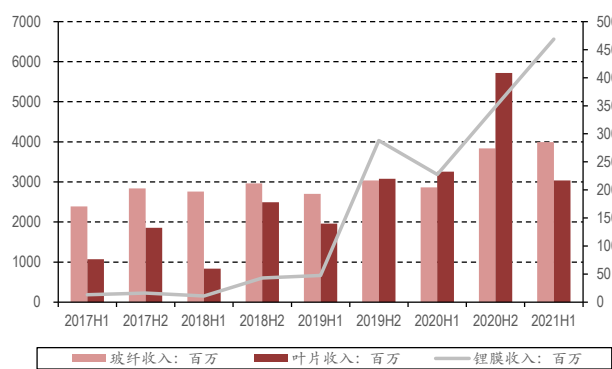
玻纤景气是公司两项利润率增长的主要原因：公司仅公布了玻璃纤维及其制品以及风电叶片行业的毛利率，二者占公司营收的 72%，是影响公司综合毛利率变化的主要原因。2021 年上半年，玻纤行业持续景气，公司玻纤毛利率达到历史新高的 43.8%，而风电叶片毛利率有所下滑至 21.8%，两相比较，玻璃纤维的高景气是支撑公司综合毛利上升的主要原因。

图表 7. 玻纤与叶片毛利率走势分化



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 8. 叶片营收环比下滑，玻纤与锂电保持增长在

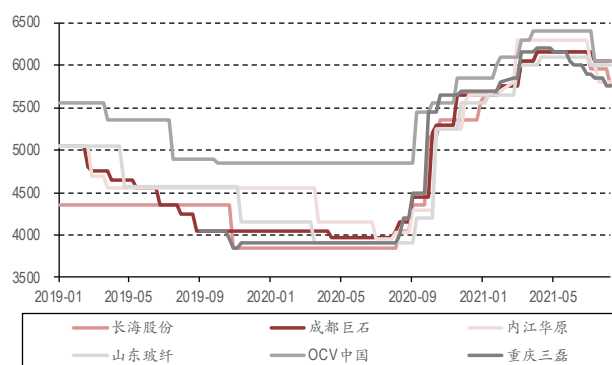


资料来源：卓创资讯，中银证券

汽车、智能制造、工业制造推动玻纤景气：上半年，行业需求维持高增长，粗纱、合股纱、短切原丝等玻璃纤维及其制品受益于汽车等交通工具需求的恢复、汽车轻量化的持续推进、工业生产制造的恢复；下游 PCB 板需求的持续增长，5G、智能家居、智能制造、智能汽车用板，带动了电子布产品的需求。电子布与粗纱的景气共振是公司业绩增长的重要原因。

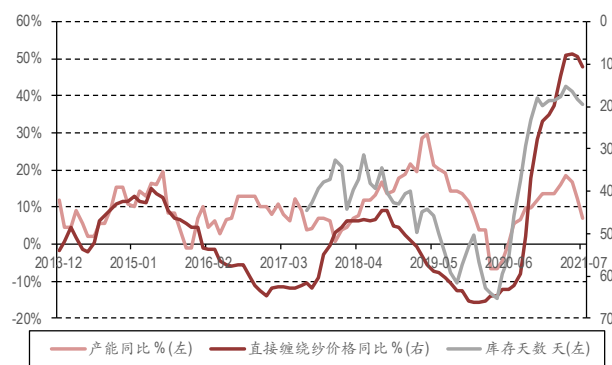
需求增速高于供给增速，玻纤景气或能维持。我们预计今年与明年玻纤行业的需求将分别有 11.7% 与 8.5% 的增速。在中性假设下，玻纤行业今明年供给增速约为 8.7% 与 5.9%，低于需求增速我们认为玻纤行业景气或能维持。

图表 9. 二季度玻纤均价维持高水平



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 10. 行业维持高度景气



资料来源：国家统计局，中银证券

三、拟出售铯金属，盘活闲置资产

上半年铯金属价格快速上涨，出售限制铯金属为公司带来现金流：上半年铯金属价格快速上涨，一度超过 7000 元，目前随有所回调，但仍然远高于公司购进的历史成本。全资子公司泰山玻纤拥有较多铯金属储备，截至目前，泰山玻纤及其子公司已累计出售铂铯合金约 79kg，形成净利润 19,709.61 万元；泰山玻纤仍计划继续出售铯粉或铂铯合金不超过 280Kg，该资产 2020 年底审计的账面价值为 6500 万元。假设其全为铯粉，按照目前的市场价格 4464.1 元/克，该资产出售价值为 12.49 亿元，净利润为 11.85 亿元。

图表 11. 铯粉价格走势



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 2021Q2 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2020Q2	2021Q2	同比增长(%)
营业收入	4,698.22	5,418.39	15.33
营业税及附加	48.62	55.16	13.45
净营业收入	4,649.60	5,363.23	15.35
营业成本	3,333.90	3,525.02	5.73
销售费用	152.37	65.87	(56.77)
管理费用	363.31	436.89	20.25
财务费用	92.27	118.90	28.87
资产减值损失	(11.39)	31.50	376.62
营业利润	787.09	1,525.72	93.84
营业外收入	31.16	18.90	(39.36)
营业外支出	2.20	3.57	62.52
利润总额	816.06	1,541.04	88.84
所得税	135.39	228.72	68.94
少数股东损益	(0.58)	46.12	7,991.05
归属母公司股东净利润	681.26	1,266.21	85.86
扣除非经常性损益的净利润	137.00	393.10	186.93
每股收益(元)	0.41	0.75	82.93
扣非后每股收益(元)	0.08	0.23	187.50
毛利率(%)	29.04	34.94	增加 5.90 个百分点
净利率(%)	14.49	24.22	增加 9.73 个百分点
销售费用率(%)	3.24	1.22	减少 2.03 个百分点
管理费用率(%)	7.73	8.06	增加 0.33 个百分点
财务费用率(%)	1.96	2.19	增加 0.23 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 13. 2021H1 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2020H1	2021H1	同比增长(%)
营业收入	7,587.43	9,359.37	23.35
营业税及附加	80.46	95.80	19.07
净营业收入	7,506.97	9,263.57	23.40
营业成本	5,455.49	6,248.75	14.54
销售费用	246.40	116.88	(52.57)
管理费用	657.35	836.51	27.25
财务费用	177.18	202.63	14.37
资产减值损失	(6.98)	74.35	1,164.84
营业利润	1,094.82	2,219.11	102.69
营业外收入	32.26	32.85	1.81
营业外支出	4.08	4.90	20.16
利润总额	1,123.01	2,247.06	100.09
所得税	189.64	338.89	78.70
少数股东损益	10.17	61.25	502.29
归属母公司股东净利润	923.19	1,846.91	100.06
扣除非经常性损益的净利润	229.01	550.31	140.30
每股收益(元)	0.55	1.10	100.00
扣非后每股收益(元)	0.14	0.33	135.71
毛利率(%)	28.10	33.24	增加 5.14 个百分点
净利率(%)	12.30	20.39	增加 8.09 个百分点
销售费用率(%)	3.25	1.25	减少 2.00 个百分点
管理费用率(%)	8.66	8.94	增加 0.27 个百分点
财务费用率(%)	2.34	2.17	减少 0.17 个百分点

资料来源: 万得, 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	13,590	18,711	20,637	22,977	26,536
销售成本	9,935	13,636	13,509	15,624	17,781
经营费用	1,409	1,310	2,538	2,826	3,264
息税折旧前利润	3,089	3,986	6,187	6,348	7,495
折旧及摊销	1,111	1,121	1,569	1,789	1,983
经营利润(息税前利润)	1,979	2,866	4,618	4,559	5,511
净利息收入/(费用)	(361)	(433)	(386)	(360)	(318)
其他收益/(损失)	101	45	118	118	118
税前利润	1,617	2,433	4,232	4,199	5,194
所得税	237	381	644	638	788
少数股东权益	49	(83)	60	53	60
净利润	1,380	2,052	3,588	3,561	4,406
核心净利润	1,279	2,007	3,471	3,443	4,288
每股收益(人民币)	0.822	1.223	2.138	2.122	2.625
核心每股收益(人民币)	0.762	1.196	2.068	2.052	2.555
每股股息(人民币)	0.192	0.225	0.640	0.640	0.790
收入增长(%)	19	38	10	11	15
息税前利润增长(%)	30	45	61	(1)	21
息税折旧前利润增长(%)	31	29	55	3	18
每股收益增长(%)	48	49	75	(1)	24
核心每股收益增长(%)	37	57	73	(1)	25

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	1,617	2,433	4,232	4,199	5,194
折旧与摊销	1,111	1,121	1,569	1,789	1,983
净利息费用	361	433	386	360	318
运营资本变动	(4,299)	(785)	339	(477)	(185)
税金	615	980	422	459	575
其他经营现金流	(5,033)	(2,450)	(812)	(816)	(1,047)
经营活动产生的现金流	2,970	3,301	5,459	6,468	7,208
购买固定资产净值	2,108	1,709	2,030	2,219	2,417
投资减少/增加	1,221	276	(28)	(28)	(28)
其他投资现金流	47	(7)	116	153	198
投资活动产生的现金流	(3,282)	(1,992)	(1,886)	(2,039)	(2,191)
净增权益	(714)	(120)	0	0	0
净增债务	2,084	868	0	0	0
支付股息	420	378	1,074	1,074	1,326
其他融资现金流	(231)	(277)	(492)	(503)	(505)
融资活动产生的现金流	719	94	(1,566)	(1,577)	(1,831)
现金变动	406	1,373	2,006	2,852	3,186
期初现金	1,209	4,128	6,745	8,751	11,603
公司自由现金流	(312)	1,309	3,572	4,429	5,016
权益自由现金流	1,541	1,900	3,080	3,926	4,511

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	4,128	6,745	8,751	11,603	14,788
应收帐款	3,512	3,525	3,876	4,304	4,964
库存	2,151	2,109	2,310	2,554	2,930
其他流动资产	586	507	507	507	507
流动资产总计	10,378	12,886	15,443	18,968	23,189
固定资产	13,670	14,798	16,320	17,043	17,536
无形资产	1,364	1,229	1,267	1,248	1,211
其他长期资产	3,597	4,433	3,335	3,062	3,040
长期资产总计	18,631	20,461	20,922	21,353	21,787
总资产	29,008	33,347	36,366	40,321	44,976
应付帐款	5,208	6,033	5,978	6,905	7,850
短期债务	3,529	2,312	2,312	2,312	2,312
其他流动负债	2,638	3,707	3,975	4,198	4,473
流动负债总计	11,375	12,052	12,264	13,414	14,635
长期借款	3,358	5,499	5,499	5,499	5,499
其他长期负债	1,495	1,742	1,975	2,240	2,534
股本	1,678	1,678	1,678	1,678	1,678
储备	11,103	12,375	14,949	17,489	20,630
股东权益	12,781	14,053	16,627	19,168	22,308
少数股东权益	1,061	920	980	1,033	1,093
总负债及权益	29,008	33,347	36,366	40,321	44,976
每股帐面价值(人民币)	6.98	7.83	9.32	10.81	12.64
每股有形资产(人民币)	12.46	18.90	20.72	23.10	25.90
每股净负债/(现金)(人民币)	1.95	1.67	0.62	(0.92)	(2.65)

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(%)	22.7	21.3	30.0	27.6	28.2
息税前利润率(%)	14.6	15.3	22.4	19.8	20.8
税前利润率(%)	11.9	13.0	20.5	18.3	19.6
净利率(%)	10.5	10.5	17.7	15.7	16.8
流动性					
流动比率(倍)	0.9	1.1	1.3	1.4	1.6
利息覆盖率(倍)	8.5	9.2	16.0	17.6	23.6
净权益负债率(%)	33.3	20.0	6.2	(8.1)	(19.9)
速动比率(倍)	0.7	0.9	1.1	1.2	1.4
估值					
市盈率(倍)	33.7	22.7	13.0	13.1	10.6
核心业务市盈率(倍)	36.4	23.2	13.4	13.5	10.8
市净率(倍)	4.0	3.5	3.0	2.6	2.2
价格/现金流(倍)	(193.8)	35.5	13.0	10.5	9.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.1	11.7	7.5	7.3	6.2
周转率					
存货周转天数	57.8	41.1	40.8	40.6	40.3
应收帐款周转天数	94.3	68.8	68.6	68.4	68.3
应付帐款周转天数	191.3	161.5	161.5	161.3	161.1
回报率					
股息支付率(%)	23.4	18.4	29.9	30.2	30.1
净资产收益率(%)	11.2	14.0	21.9	18.9	20.0
资产收益率(%)	4.9	5.9	10.0	9.0	9.9
已运用资本收益率(%)	8.0	10.2	14.8	13.2	14.3

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 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 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 6-12 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