

300196.SZ

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 19.2

板块评级: 中性

本报告要点

- 长海股份 2021 年中报点评。

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	9.7	4.0	5.8	36.1
相对深证成指	13.5	9.0	7.8	29.1

发行股数(百万)	409
流通股(%)	60
总市值(人民币 百万)	7,847
3个月日均交易额(人民币 百万)	72
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
杨鹏威	42

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2021 年 8 月 20 日收市价为标准

相关研究报告

《祁连山: 收入与利润率同步增长, 看好公司毛利率提升》20210416

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

长海股份

业绩高速增长, 看好新产能带来产品结构调整

公司发布 2021 年中报, 上半年公司营收 11.8 亿元, 同增 30.1%; 归母净利润 2.6 亿, 同增 109.6%; EPS0.63 元/股; Q2 公司营收 6.2 亿元, 同增 22.4%, 归母净利润 1.5 亿元, 同增 126.6%。

支撑评级的要点

- **玻纤及制品与树脂据保持较高景气度, 毛利率有所上升:** 上半年公司最主要的两项业务玻纤及制品与树脂分别完成了 8.0 亿元与 3.3 亿元营业收入, 分别增长 30.4%与 27.7%。在价增量减的基础上, 公司上半年玻纤纱毛利率增加 38.8%, 同增 7.4%; 公司综合毛利率 33.4%, 同增 3.7pct, 去除会计准则变化毛利率还要在提升 1.5pct。
- **量价齐升, 盈利能力增强:** 玻纤行业高景气延续, 国内外玻璃纤维及制品市场需求旺盛, 公司产品销售与价格齐升, 生产效率显著提升等因素使公司业绩得以提升。上半年公司玻纤及制品, 销量同增 8.64%、价格同增 21.3%, 二季度价格环比增长 4.78%, 库存水平仍较低。
- **玻纤与树脂产能均即将释放, 看好产品结构调整:** 10 万吨玻纤粗纱池窑产线新建项目与 2.5 万吨改 10 万吨不饱和聚酯树脂项目均有望在 9-10 月份完成, 时间虽有所推迟, 但仍将对公司经营产生积极影响。产能规模的扩大是公司下半年营收增长的支撑点, 除此之外, 高端产品占比提升有望提高公司的市场竞争力。同时, 公司的 5 条新建薄毡线已完成 1 条, 二线正在安装调试中, 薄毡线产能陆续释放后, 公司的薄毡市占率有望进一步提升。

估值

- 公司中报表现基本符合预期, 我们维持盈利预测。预计 2021-2023 年公司收入为 28.9、34.7、40.5 亿元; 归母净利润分别为 5.4、6.1、7.2 亿元; EPS 分别为 1.33、1.49、1.76 元。维持公司**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 玻纤需求超预期下滑, 海运价格持续提升, 化工产品价格持续提升。

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)	2,210	2,043	2,891	3,470	4,049
变动(%)	1	(8)	42	20	17
净利润(人民币 百万)	289	271	544	609	718
全面摊薄每股收益(人民币)	0.708	0.662	1.331	1.490	1.757
变动(%)	8.2	(6.5)	101.0	12.0	17.9
市场预期每股收益(人民币)			1.200	1.490	1.800
全面摊薄市盈率(倍)	27.1	29.0	14.4	12.9	10.9
价格/每股账面价值(倍)	26.1	33.3	13.8	11.0	9.2
每股现金流量(人民币)	0.73	0.58	1.39	1.75	2.10
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.7	16.0	10.1	9.2	8.0
每股股息(人民币)	0.26	0.23	0.27	0.30	0.35
股息率(%)	1.4	1.2	1.4	1.6	1.8

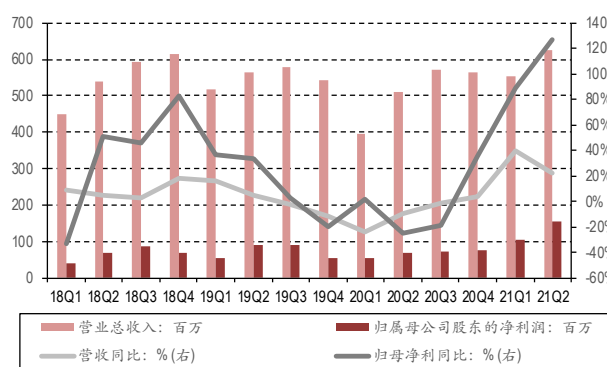
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

一、营收增长 30.1%，归母净利翻倍

事件：公司发布 2021 年中报，上半年公司营收 11.8 亿元，同增 30.1%；归母净利 2.6 亿，同增 109.6%；EPS0.63 元/股；上半年经营活动现金净额 3.0 亿元，同增 107.3%。2021Q2 公司营收 6.2 亿元，同增 22.4%，归母净利 1.5 亿元，同增 126.6%。二季度销售商品提供劳务的现金流 5.2 亿元，经营现金净流量 1.8 亿元。

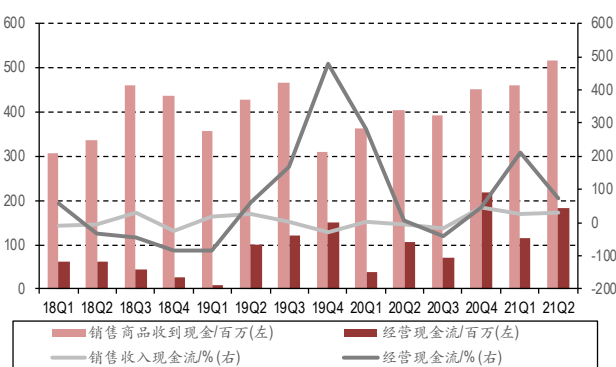
玻纤及制品与树脂据保持较高景气度，毛利率有所上升：上半年公司最主要的两项业务玻纤及制品与树脂分别完成了 8.0 亿元与 3.3 亿元营业收入，分别增长 30.4%与 27.7%，两项业务均保持了较高的景气度。玻纤纱方面，由于去年同期池窑并未完全开工，单吨制造费用较高；而今年上半年行业景气度较高，玻纤池窑满产，生产成本相应下降；而玻纤及制品上半年价格同增 21.3%，二季度价格环比增长 4.8%。在价增量减的基础上，公司上半年玻纤纱毛利率为 38.8%，同增 7.4pct；上半年公司综合毛利率 33.4%，同增 3.7pct。我们测算去除运费计入成本的会计准则变化影响，公司综合毛利率还要再增加 1.5pct 左右。

图表 1. 单季度营收增长 22.4%，归母净利增长 126.6%



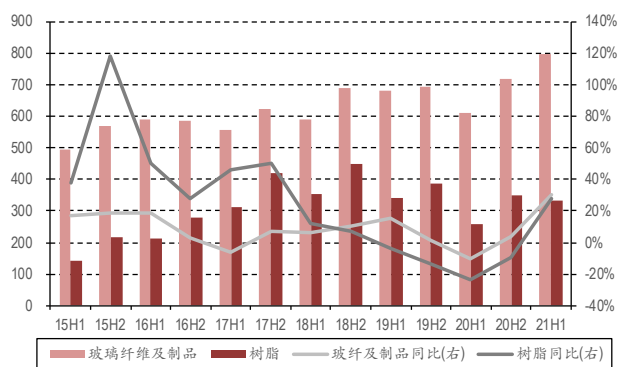
资料来源：公司财报，中银证券

图表 2. 单季现金流同比大幅增长



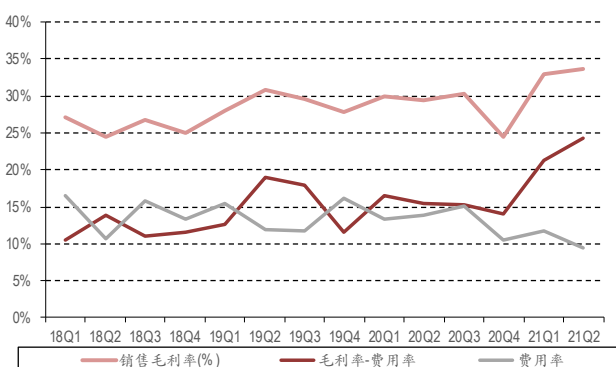
资料来源：公司财报，中银证券

图表 3. 玻纤及制品与树脂均保持较高景气度



资料来源：公司财报，中银证券

图表 4. 公司利润率上升



资料来源：公司财报，中银证券

出售铈粉盘活资产，增厚净利润与现金流：近期玻璃纤维池窑所需贵金属铈价格持续上涨，二季度公司出售一部分铈粉。截止去年年报日，该批铈粉账面原值 562.4 万，累计折旧 46.5 万，账面净值 516.0 万，售价 6,027.0 万（含 13% 增值税），贡献净利润 4039.1 万，占上半年公司净利润总额的 15.6%，同时增厚了公司二季度的现金流量。除此之外，公司上半年投资收益 890.6 万元，同增 208.1%，主要是外汇远期交割收益增加。

二、量价齐升，景气度有望延续

量价齐升，盈利能力增强：玻纤行业高景气延续，国内外玻璃纤维及制品市场需求旺盛，销售量价齐升，生产效率显著提升等因素使公司业绩得以提升。上半年公司玻纤及制品，销量同增 8.64%、价格同增 21.3%，二季度价格环比增长 4.78%，当前价格水平为 2018 年以来高位，库存水平仍较低。

长协订单较多无碍公司涨价，纱到制品涨价传导顺利：公司有一部分长协订单，但是对于长期协定价格订单的销售，公司采取了限制供应量的措施，在一定范围内采用长协定价，超过范围的定价采用市场价格定价；另外在销售价格的方面，长协订单通常规定当市场价格浮动超过 10-20% 的范围之后，双方将重写协定价格。目前，玻璃纤维纱的景气度能够顺利传导至玻璃纤维制品，制品涨价同样顺利。

树脂产品毛利下降，但仍能保持 1000 元上下的净利：上半年化工原材料价格上涨较快，树脂业务毛利率相应下降 4.58% 至 27.73%，但目前公司单吨净利仍然保持相对稳定。下半年大宗商品保供稳价预期较强，以及公司 2.5 万吨不饱和聚酯树脂产线技改完成后形成年产 10 万吨不饱和聚酯树脂的生产能力，产品结构调整、规模优势释放，全产业链布局进一步完成，化工板块毛利率将能恢复。

三、产能即将释放，看好产品结构调整

池窑三线即将点火，规模扩大，产品结构有望调整：公司 10 万吨/年无碱玻璃纤维粗纱池窑三线计划九月中上旬点火，届时公司粗纱产能将由 20 万吨增加值 30 万吨。该产线原计划今年 6 月或 7 月点火，由于局部区域疫情有所延迟，目前投入资金进度已完成预计的 97.98%，点火在即。新产能投产后，产能将有一部分投入热塑产品生产，部分投入制品的原料生产，公司的热塑产品占比预计将有所提升，高端产品占比进一步提升。公司已经为新产能投产做好了市场铺垫，预计产能达产后将能够顺利消化。

薄毡产能持续建设，竞争力持续增强：为进一步扩大公司薄毡的市场份额，满足市场需求，提升公司在薄毡市场的竞争力和持续发展能力，公司新建 5 条薄毡线现已完成一条生产线的扩产并实现产能利用预期，第二条线尚在安装调试中。该项目建成后，将进一步消化公司生产的玻纤纱，巩固公司在薄毡产品上的市场份额，提升公司在该领域的市场影响力。

不饱和聚酯树脂技改即将完成，产能将有所提升：目前公司拥有不饱和聚酯树脂产能 9.5 万吨，其中 2.5 万吨不饱和聚酯树脂生产线进行技改扩建，目前尚处于调试中，技改完成后，树脂产能将有明显提升。技改后规模扩大，能够最大限度地减少污染物的排放，提高资源的利用率，满足日益严格的环保政策的要求。将有利于公司把高性能不饱和聚酯树脂的技术优势转化为产品优势、市场优势，提高产品的市场竞争力，扩大市场份额，提高制品原料自给率，形成“玻纤纱-玻纤制品-树脂-复合材料”的完整产业链布局。

六十万吨玻纤纱池窑规划稳步推进，低负债率为产能扩张提供空间：今年 5 月公司公告 60 万吨玻纤纱池窑新建项目的可行性报告，公司将综合利用自有资金、可转债、银行贷款等融资方式为 60 万吨产线建设筹措资金：项目建设资金中自有资金 25 亿，其余通过定增、发行可转债或申请银行贷款等方式自筹，资金费用率与银行贷款利率相同，为 4.75%；正常生产年份流动资金 30% 为企业自有投入，其余为银行贷款，年利率为 4.35%。项目作为省级重点项目，目前处于争取环境评级的过程，公司能耗指标储备充足，预计能够项目能够进展顺利。

预计下半年玻纤行业能够继续景气，高端产品需求优于一般产品：目前玻纤纱景气度持续，但产品结构上出现分化，高端产品热塑、短切原丝等景气度持续，普通的直接纱景气度稳中有所回落。我们认为下半年玻纤行业将能够延续这一趋势，高端产品景气度持续好于普通产品，看好公司新产线达产后顺利释放产能，产品结构调整，高端产品占比得到提升，营收进一步增长，市场竞争力得到增强。

图表 5. 2021Q2 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2020Q2	2021Q2	同比增长(%)
营业收入	510.25	624.30	22.35
营业税及附加	5.02	5.87	16.96
净营业收入	505.22	618.42	22.41
营业成本	359.82	414.12	15.09
销售费用	31.59	9.24	(70.73)
管理费用	221.53	258.23	16.57
财务费用	(4.63)	6.09	231.37
资产减值损失	(3.64)	(3.70)	(1.72)
营业利润	74.98	179.00	138.74
营业外收入	0.03	0.27	697.99
营业外支出	0.01	0.02	56.96
利润总额	75.00	179.24	139.00
所得税	7.50	25.89	245.13
少数股东损益	(0.22)	(0.10)	55.78
归属母公司股东净利润	67.72	153.45	126.61
扣除非经常性损益的净利润	63.99	124.50	94.56
每股收益(元)	0.17	0.38	123.53
扣非后每股收益(元)	0.15	0.29	93.33
毛利率(%)	29.48	33.67	增加 4.19 个百分点
净利率(%)	13.23	24.56	增加 11.34 个百分点
销售费用率(%)	6.19	1.48	减少 4.71 个百分点
管理费用率(%)	9.04	5.66	减少 3.39 个百分点
财务费用率(%)	(0.91)	0.97	增加 1.88 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 2021H1 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2020H1	2021H1	同比增长(%)
营业收入	906.01	1,178.49	30.07
营业税及附加	8.44	8.91	5.49
净营业收入	897.57	1,169.58	30.31
营业成本	637.36	785.22	23.20
销售费用	54.75	32.34	(40.94)
管理费用	433.54	554.47	27.89
财务费用	(12.03)	3.24	126.97
资产减值损失	6.08	(0.60)	(109.81)
营业利润	141.98	300.71	111.79
营业外收入	0.07	0.27	279.03
营业外支出	0.22	0.23	2.84
利润总额	141.83	300.75	112.04
所得税	18.12	41.45	128.74
少数股东损益	(0.07)	(0.20)	(187.78)
归属母公司股东净利润	123.78	259.50	109.64
扣除非经常性损益的净利润	116.02	225.76	94.59
每股收益(元)	0.30	0.63	110.00
扣非后每股收益(元)	0.27	0.53	96.30
毛利率(%)	29.65	33.37	增加 3.72 个百分点
净利率(%)	13.65	22.00	增加 8.35 个百分点
销售费用率(%)	6.04	2.74	减少 3.30 个百分点
管理费用率(%)	8.86	6.48	减少 2.39 个百分点
财务费用率(%)	(1.33)	0.28	增加 1.60 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	2,210	2,043	2,891	3,470	4,049
销售成本	1,566	1,462	1,920	2,304	2,688
经营费用	234	181	390	468	547
息税折旧前利润	477	491	777	854	978
折旧及摊销	151	160	149	159	167
经营利润(息税前利润)	326	331	627	695	810
净利息收入/(费用)	3	(22)	(6)	1	11
其他收益/(损失)	6	9	49	1	1
税前利润	329	310	622	696	821
所得税	39	39	78	87	103
少数股东权益	1	(0)	(0)	(0)	(0)
净利润	289	271	544	609	718
核心净利润	283	262	495	608	717
每股收益(人民币)	0.708	0.662	1.331	1.490	1.757
核心每股收益(人民币)	0.692	0.641	1.211	1.488	1.755
每股股息(人民币)	0.260	0.229	0.270	0.300	0.350
收入增长(%)	1	(8)	42	20	17
息税前利润增长(%)	13	2	89	11	17
息税折旧前利润增长(%)	12	3	58	10	15
每股收益增长(%)	8	(6)	101	12	18
核心每股收益增长(%)	19	(7)	89	23	18

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	329	310	622	696	821
折旧与摊销	151	160	149	159	167
净利息费用	(3)	22	6	(1)	(11)
运营资本变动	(217)	(29)	76	4	(21)
税金	115	91	42	40	38
其他经营现金流	(430)	(177)	(150)	(108)	(121)
经营活动产生的现金流	379	433	592	782	915
购买固定资产净值	79	266	48	101	101
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(7)	64	25	33	42
投资活动产生的现金流	(85)	(202)	(23)	(68)	(59)
净增权益	(3)	(14)	0	0	0
净增债务	(116)	501	0	0	0
支付股息	104	92	110	123	143
其他融资现金流	16	24	(30)	(31)	(31)
融资活动产生的现金流	(207)	418	(141)	(153)	(174)
现金变动	87	621	429	560	683
期初现金	541	854	1,470	1,899	2,459
公司自由现金流	294	232	570	713	856
权益自由现金流	194	756	539	683	826

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	854	1,470	1,899	2,459	3,142
应收帐款	351	351	489	581	673
库存	185	166	235	281	327
其他流动资产	169	125	125	125	125
流动资产总计	1,559	2,113	2,748	3,447	4,267
固定资产	1,386	1,462	1,450	1,406	1,347
无形资产	164	159	154	149	143
其他长期资产	77	122	87	78	76
长期资产总计	1,627	1,744	1,691	1,633	1,566
总资产	3,186	3,856	4,438	5,079	5,833
应付帐款	250	242	317	380	443
短期债务	71	27	27	27	27
其他流动负债	86	143	198	270	365
流动负债总计	407	411	541	676	834
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	47	484	503	522	543
股本	415	409	409	409	409
储备	2,317	2,552	2,986	3,472	4,047
股东权益	2,732	2,961	3,395	3,881	4,456
少数股东权益	53	(2)	(2)	(2)	(2)
总负债及权益	3,186	3,856	4,438	5,079	5,833
每股帐面价值(人民币)	6.55	7.25	8.31	9.50	10.91
每股有形资产(人民币)	7.52	9.15	10.45	12.03	13.89
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.84)	(2.38)	(3.35)	(4.67)	(6.29)

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(%)	21.6	24.0	26.9	24.6	24.1
息税前利润率(%)	14.8	16.2	21.7	20.0	20.0
税前利润率(%)	14.9	15.2	21.5	20.1	20.3
净利率(%)	13.1	13.2	18.8	17.5	17.7
流动性					
流动比率(倍)	3.8	5.1	5.1	5.1	5.1
利息覆盖率(倍)	182.5	22.5	135.8	617.5	92.2
净权益负债率(%)	(27.0)	(32.4)	(40.3)	(49.2)	(57.7)
速动比率(倍)	3.4	4.7	4.6	4.7	4.7
估值					
市盈率(倍)	27.1	29.0	14.4	12.9	10.9
核心业务市盈率(倍)	27.7	30.0	15.9	12.9	10.9
市净率(倍)	2.9	2.6	2.3	2.0	1.8
价格/现金流(倍)	26.1	33.3	13.8	11.0	9.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.7	16.0	10.1	9.2	8.0
周转率					
存货周转天数	30.5	29.7	29.7	29.6	29.5
应收帐款周转天数	58.0	62.8	61.7	61.1	60.7
应付帐款周转天数	58.3	60.3	60.2	60.2	60.2
回报率					
股息支付率(%)	36.7	34.5	20.3	20.1	19.9
净资产收益率(%)	10.6	9.1	16.0	15.7	16.1
资产收益率(%)	9.1	7.0	12.3	12.0	12.3
已运用资本收益率(%)	10.1	8.3	14.0	13.7	14.1

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