

600176.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 18.2

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 中国巨石 2021 年三季报点评。

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	3.3	(5.6)	14.0	46.0
相对上证指数	0.3	(5.5)	12.3	35.9

发行股数(百万)	4,003
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	72,857
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,508
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
中国建材股份有限公司	27

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2021 年 10 月 25 日收市价为标准

相关研究报告

《中国巨石: 景气持续, 二季度营收与利润均创历史新高》 20210818

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

中国巨石

Q3 业绩表现亮眼, 看好来年续创辉煌

公司发布 2021 年三季报, 前三季度合计营收 138.4 亿元, 同增 75.7%; 归母净利润 43.0 亿, 同增 236.4%; EPS 1.07 元/股。三季度玻纤景气度再次提升, 公司营收与净利环比同比均保持高速增长, 我们预计行业景气能持续至明年。

支撑评级的要点

- 三季度景气维持高位, 业绩保持高增: Q3 公司实现营收 52.8 亿元, 同增 76.8%, 环比增长 15.6%; 归母净利润 17.1 亿元, 同增 230.1%, 环比增长 11.3%。公司已经连续第四个季度维持高速增长。
- 新产能带来增量, 涨价落实情况较好: Q3 公司实现粗纱及制品销售 57.5 万吨, 环比增长 6% (5 月智能三线 15 万吨产能点火), 电子布 1.2 亿米, 环比持平, 电子纱产品环比小幅增长。我们测算产品价格环比基本持平。
- 提质增效持续, 净利率维持 30%: 公司总部智能制造基地在成本优势明显, 自动化生产、机器人和数字化工厂的建设再次降低产品的单吨成本, 三季度公司毛利与净利率分别为 45.5% 与 33.0%, 继续保持高盈利水平。我们测算天然气价格上升冲击有限, 提价后四季度利润率有望提升。
- 投资玻纤用包装材料生产线建设项目, 进一步降本增效: 拟投资建设玻纤包材生产线, 建设周期一年。该项目建成后有利于降低采购成本, 具有可观的经济效益; 同时, 自加工有利于保障材料质量和供货及时性, 有利于生产的提质增效。叠加中报时公告的装备制造中心项目, 巨石玻纤生产全产业链资产布局正在加速。我们预计两个项目建成后, 明年四季度开始公司生产效率提升和管理精细化有望再上一个台阶。

估值

- 公司业绩高于市场预期, 考虑玻纤持续高位景气, 我们调升业绩预期。预计 2021-2023 年公司收入为 171.9、185.5、216.0 亿; 归母净利润分别为 53.4、57.1、71.2 亿; EPS 分别为 1.33、1.43、1.78 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, 海外疫情反复拖累需求, 需求下滑

投资摘要

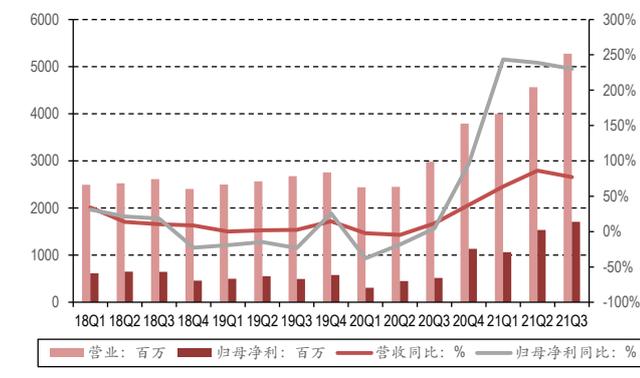
年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	10,493	11,666	17,185	18,551	21,601
变动(%)	5	11	47	8	16
净利润(人民币 百万)	2,129	2,416	5,336	5,713	7,123
全面摊薄每股收益(人民币)	0.532	0.604	1.333	1.427	1.779
变动(%)	(10.3)	13.5	120.9	7.1	24.7
市场预期每股收益(人民币)			1.330	1.470	1.670
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.260	1.170	1.551
调整幅度(%)			5.8	22.0	14.7
全面摊薄市盈率(倍)	34.2	30.2	13.7	12.8	10.2
价格/每股现金流量(倍)	(36.3)	139.3	12.0	9.6	6.9
每股现金流量(人民币)	(0.50)	0.13	1.52	1.89	2.65
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.3	13.8	7.1	6.7	5.6
每股股息(人民币)	0.22	0.20	0.46	0.49	0.61
股息率(%)	1.2	1.1	2.5	2.7	3.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

一、环比同比皆向上，业绩再创新高

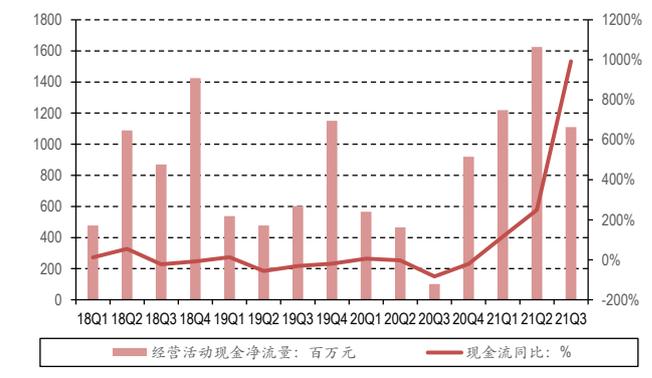
事件: 公司发布 2021 年三季报, 三季度公司营收 52.8 亿元, 同增 76.8%, 归母净利润 17.1 亿, 同增 230.1%; EPS0.43 元/股。上半年玻纤行业景气度基本得到持续, 量价齐升, 成本下降, 看好公司长期发展。Q3 经营活动现金净流量 11.10 亿元, 去年低基数下同增 992.7%, 环比有所下滑但整体仍较好。

图表 1. Q3 利润 17.1 亿元, 同增 230.1%



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 2. 公司现金流继续优异表现



资料来源: 公司公告, 中银证券

二、景气持续，量价齐升

行业景气持续，业绩继续高增长: 三季度, 公司实现玻纤粗纱及制品销量 57.5 万吨, 环比增长 6%; 电子布销量 1.2 亿米, 环比基本持平。三季度玻纤纱价格曾短暂回调, 但高端产品仍然维持较高价格, 且九月初与十月初已经完成两轮提价, 看好这轮玻纤行业景气度持续至明年二到三季度。

汽车、智能制造、工业制造是需求景气的主要原因: 三季度, 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，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, 玻纤行业今明两年供给增速约为 8.7% 与 5.9%, 低于需求增速。长期看, 热塑短切及电子布需求持续旺盛, 新能源车放量、汽车轻量化以及手机加速迭代之下, 我们认为热塑短切及电子布需求的加速增长将为大概率; 传统建材及工业纱需求韧性仍存, 且替代效应将持续显现; 玻纤需求仍维持旺盛, 玻纤行业景气度仍然有望持续。

图表 3. 玻纤价格再现上涨趋势



资料来源: 卓创资讯, 中银证券

图表 4. 行业依然保持高度景气



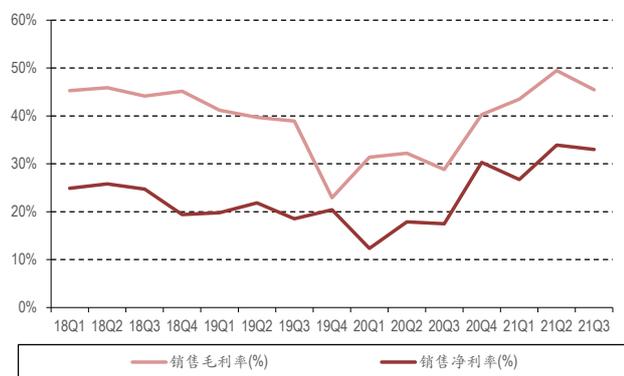
资料来源: 卓创资讯, 中银证券

三、成本控制仍然较好，利润率维持高位

智能制造优势进一步发挥，能源上升压力可控：随着第三条年产 15 万吨粗纱生产线和第二条年产 6 万吨细纱暨 3 亿米电子布生产线实现提前点火并达产达标，中国巨石智能制造水平进一步提高，自动化生产、机器换人和数字化工厂的建设保障了中国巨石持续的成本优势。再加上公司产品结构的调整，三季度巨石的综合毛利率为 45.5%，综合净利率为 33.0%，环比稍有回落。三季度公司费用率管控仍然较好：四项费用率合计 11.7%，环比上升 2.9%，其中管理费用率 6.4%，环比上升 3.3%，主要原因是三季度开始实行的超额利润分享计划计提了 2 亿元，去除后管理费用率仍然保持稳定。

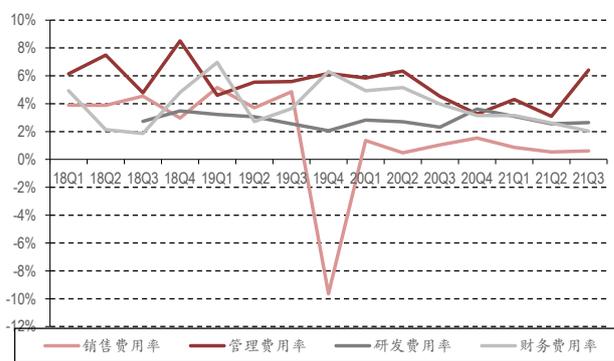
天然气价格上涨影响总体可控：近期天然气价格持续上涨，交易电价浮动范围扩大至 20%，对玻纤行业的成本端产生一定影响。据我们测算，生产一吨玻纤大约需要 140 立方米天然气，920 度电。天然气占玻纤生产总成本的 8%-10%，今年天然气均价较 2020 年增长 39.3%，较 2019 年增长 12.9%。考虑到中国巨石拥有的天然气储备罐和购买协议等，预计今年天然气成本上升至总成本的 11%-13%。从三季度利润率的表现来看，成本端冲击影响较小，在近两轮涨价后，我们预计四季度成本冲击压力相对较小。另一方面，成本与价格同时上涨对于生产效率更高的中国巨石造成的冲击会小于对同行业其他企业的冲击，巨石有望进一步巩固行业地位。

图表 5. 三季度毛利率 45.5%，净利率 33.0%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 二季度期间费用进一步降低



资料来源：万得，中银证券

四、投资玻纤用包装材料生产线建设项目，全产业链建设加速成本集约

玻纤生产全产业链自给进一步加快：公司近期公告拟投资 9,989.6 万元建设玻纤用包装材料建设项目，建设期一年，项目建成后，塑料材质的包装材料实现自主加工与供给，一方面可以降低采购成本，另一方面也可以更好地优化备品件库存数量，从而降低仓库库存物资的资金占用。

目前，中国巨石已经基本实现玻纤生产的矿石自产，且拥有较大规模天然气储气罐设备，直接材料与直接原料的生产成本基本压缩至最低；今年八月，巨石已公布装备制造中心建设项目，建设周期同样为一年，该项目有望降低采购成本，保障备品件质量，有利于生产提质增效。

中国巨石正在逐渐构建全产业链自给体系，从供应链出发进一步提高供给稳定性、降低供应链成本，从而实现产品生产提质增效，进一步扩大成本优势。我们认为包装材料建设项目与装备制造中心建设项目完工投产后，巨石成本优势有望进一步增强。

图表 7. 2021Q3 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2020Q3	2021Q3	同比增长(%)
营业收入	2,983.96	5,275.96	76.81
营业税及附加	31.10	33.44	7.53
净营业收入	2,952.86	5,242.51	77.54
营业成本	2,124.52	2,878.11	35.47
销售费用	31.27	32.16	2.87
管理费用	204.65	478.83	133.98
财务费用	118.50	106.97	(9.73)
资产减值损失	2.76	0.12	(95.77)
营业利润	613.69	2,080.26	238.97
营业外收入	2.65	3.38	27.93
营业外支出	4.47	6.06	35.55
利润总额	611.87	2,077.58	239.55
所得税	90.16	335.32	271.92
少数股东损益	4.40	34.73	689.49
归属母公司股东净利润	517.31	1,707.53	230.08
扣除非经常性损益的净利润	452.60	1,434.03	216.84
每股收益(元)	0.13	0.43	230.77
扣非后每股收益(元)	0.13	0.41	215.38
毛利率(%)	28.80	45.45	增加 16.65 个百分点
净利率(%)	17.48	33.02	增加 15.54 个百分点
销售费用率(%)	1.05	0.61	减少 0.44 个百分点
管理费用率(%)	6.86	9.08	增加 2.22 个百分点
财务费用率(%)	3.97	2.03	减少 1.94 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. 2021Q1-3 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2020Q1-3	2021Q1-3	同比增长(%)
营业收入	7,875.55	13,836.30	75.69
营业税及附加	77.21	107.92	39.77
净营业收入	7,798.34	13,728.38	76.04
营业成本	5,460.31	7,442.33	36.30
销售费用	76.25	90.87	19.17
管理费用	638.19	1,033.30	61.91
财务费用	365.43	352.79	(3.46)
资产减值损失	21.26	(67.10)	(415.59)
营业利润	1,525.92	5,217.89	241.95
营业外收入	8.15	20.50	151.38
营业外支出	20.46	47.68	132.98
利润总额	1,513.61	5,190.71	242.94
所得税	252.91	831.59	228.81
少数股东损益	(18.90)	54.57	388.65
归属母公司股东净利润	1,279.61	4,304.56	236.40
扣除非经常性损益的净利润	1,144.72	3,946.38	244.75
每股收益(元)	0.32	1.08	237.50
扣非后每股收益(元)	0.33	1.13	242.42
毛利率(%)	30.67	46.21	增加 15.54 个百分点
净利率(%)	16.01	31.51	增加 15.50 个百分点
销售费用率(%)	2.56	1.72	减少 0.83 个百分点
管理费用率(%)	21.39	19.59	减少 1.80 个百分点
财务费用率(%)	12.25	6.69	减少 5.56 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	10,493	11,666	17,185	18,551	21,601
销售成本	6,773	7,725	8,625	9,452	10,583
经营费用	726	793	1,719	1,855	2,160
息税折旧前利润	4,170	4,619	8,915	9,536	11,315
折旧及摊销	1,102	1,274	2,113	2,340	2,534
经营利润(息税前利润)	3,068	3,345	6,802	7,196	8,781
净利息收入/(费用)	(515)	(485)	(500)	(450)	(372)
其他收益/(损失)	119	160	120	120	120
税前利润	2,552	2,860	6,302	6,746	8,409
所得税	424	444	966	1,033	1,286
少数股东权益	(15)	(6)	136	138	164
净利润	2,129	2,416	5,336	5,713	7,123
核心净利润	2,010	2,256	5,217	5,594	7,004
每股收益(人民币)	0.532	0.604	1.333	1.427	1.779
核心每股收益(人民币)	0.502	0.564	1.303	1.397	1.750
每股股息(人民币)	0.219	0.197	0.460	0.490	0.610
收入增长(%)	5	11	47	8	16
息税前利润增长(%)	(3)	9	103	6	22
息税折旧前利润增长(%)	0	11	93	7	19
每股收益增长(%)	(10)	13	121	7	25
核心每股收益增长(%)	(16)	12	131	7	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	2,552	2,860	6,302	6,746	8,409
折旧与摊销	1,102	1,274	2,113	2,340	2,534
净利息费用	515	485	500	450	372
运营资本变动	(1,033)	287	1,154	(480)	10
税金	548	468	486	254	539
其他经营现金流	(2,982)	(2,748)	(1,124)	(923)	(1,407)
经营活动产生的现金流	2,769	2,052	7,124	9,347	10,437
购买固定资产净值	4,907	1,483	2,025	3,020	1,517
投资减少/增加	(108)	(18)	(110)	(110)	(110)
其他投资现金流	21	(64)	125	181	262
投资活动产生的现金流	(4,778)	(1,528)	(1,790)	(2,729)	(1,145)
净增权益	18	(206)	0	0	0
净增债务	2,237	(177)	0	0	0
支付股息	876	788	1,611	1,716	2,136
其他融资现金流	650	1,079	(613)	(619)	(621)
融资活动产生的现金流	2,029	(91)	(2,224)	(2,335)	(2,758)
现金变动	(43)	421	3,110	4,283	6,534
期初现金	1,473	5,047	6,803	9,913	14,196
公司自由现金流	(2,010)	523	5,334	6,618	9,292
权益自由现金流	877	1,426	4,721	5,999	8,671

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	5,047	6,803	9,913	14,196	20,730
应收帐款	1,496	2,239	3,284	3,529	4,095
库存	2,070	1,580	2,326	2,501	2,906
其他流动资产	440	332	332	332	332
流动资产总计	9,053	10,955	15,855	20,558	28,063
固定资产	19,553	20,815	21,504	22,137	21,575
无形资产	803	783	757	731	705
其他长期资产	4,093	4,033	3,282	3,355	2,927
长期资产总计	24,449	25,631	25,543	26,223	25,206
总资产	33,502	36,586	41,398	46,781	53,269
应付帐款	2,411	2,175	2,421	2,648	2,958
短期债务	6,611	4,201	4,201	4,201	4,201
其他流动负债	2,548	5,023	5,413	6,086	6,737
流动负债总计	11,569	11,399	12,036	12,936	13,896
长期借款	3,149	4,430	4,430	4,430	4,430
其他长期负债	2,704	2,410	2,725	3,073	3,450
股本	3,502	3,502	3,502	3,502	3,502
储备	12,578	14,844	18,705	22,840	27,990
股东权益	16,081	18,346	22,207	26,342	31,492
少数股东权益	434	910	1,045	1,183	1,347
总负债及权益	33,502	36,586	41,398	46,781	53,269
每股帐面价值(人民币)	3.91	4.36	6.04	7.18	8.61
每股有形资产(人民币)	8.01	8.79	11.43	12.97	14.83
每股净负债/(现金)(人民币)	1.85	1.06	0.41	(0.71)	(2.47)

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(%)	39.7	39.6	51.9	51.4	52.4
息税前利润率(%)	29.2	28.7	39.6	38.8	40.7
税前利润率(%)	24.3	24.5	36.7	36.4	38.9
净利率(%)	20.1	20.7	31.8	31.5	33.7
流动性					
流动比率(倍)	0.8	1.0	1.3	1.6	2.0
利息覆盖率(倍)	8.1	9.5	17.8	21.2	30.4
净权益负债率(%)	46.1	23.1	6.5	(9.5)	(27.5)
速动比率(倍)	0.6	0.8	1.1	1.4	1.8
估值					
市盈率(倍)	34.2	30.2	13.7	12.8	10.2
核心业务市盈率(倍)	36.3	32.3	14.0	13.0	10.4
市净率(倍)	4.7	4.2	3.0	2.5	2.1
价格/现金流(倍)	(36.3)	139.3	12.0	9.6	6.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.3	13.8	7.1	6.7	5.6
周转率					
存货周转天数	72.0	49.4	49.4	49.2	49.1
应收帐款周转天数	52.0	70.1	69.7	69.4	69.2
应付帐款周转天数	129.9	102.7	102.5	102.2	102.0
回报率					
股息支付率(%)	41.1	32.6	34.5	34.3	34.3
净资产收益率(%)	13.1	13.1	24.6	22.2	23.1
资产收益率(%)	6.3	6.6	13.2	12.5	13.7
已运用资本收益率(%)	9.0	9.6	17.2	16.0	17.1

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