

特纸转债投资价值分析

特纸转债于 12 月 8 日进行网上申购：总发行规模为 6.70 亿元，股权稀释比例为 8.30%。特纸转债存续期为 6 年，联合评级 AA/AA，下修条款为 15/30，85%。按照 12 月 14 日中债 6 年 AA 级企业债到期收益率 4.37% 计算，债底价值为 90.99 元。按照 12 月 14 日五洲特纸收盘价 19.18 元/股计算，初始平价为 103.68 元，平价溢价率为 -3.55%。

上市价格预计在 127 元左右：估计特纸转债的转股溢价率在 20% 到 25% 之间。通过相对价值法得到的结果 119.42 元到 134.71 元之间，我们认为其上市价格在 127 元左右。

本次募集资金 6.70 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额：5 亿元用于年产 20 万吨液体包装纸项目和 1.7 亿元用于补充流动资金。如本次发行实际募集资金净额少于拟募集资金投入金额，不足部分由公司自筹解决。

深耕特种纸细分市场，营收和归母净利持续增长。公司是国内大型特种纸研发生产厂商，主要产品可以划分为食品包装纸、标签离型纸、描图纸、转印纸和文化纸五个系列，其下细分餐盒纸、面碗纸、格拉辛纸等众多品类，产品矩阵不断丰富，市场竞争力逐步增强。近年来公司营业收入稳定增长，2020 年实现营业收入 26.35 亿元，同比增长 10.89%，2021Q1-Q3 实现营收 26.84 亿元，同比增长 35.72%，超过去年全年水平；公司归母净利润迅速增长，2020 年为 3.39 亿元，同比增长 69.91%，2021Q1-Q3 为 3.14 亿元，同比增长 28.69%。

特种纸行业发展前景良好，未来增长可期。同大宗纸品相比，作为造纸产业中的特种兵，特种纸具备一定的行业技术壁垒，企业拥有定价权。从营业收入构成来看，公司营业收入主要来自食品包装纸和格拉辛纸，2020 年实现营业收入 26.35 亿元，其中食品包装纸贡献 14.83 亿元，格拉辛纸贡献 8.85 亿元，两者占总营业收入比例达 90%。食品包装纸是公司的优势产品，公司是国内食品包装纸细分领域龙头。在全球限塑的大趋势下，纸基材料是性价比最佳的替代材料。作为特种纸中最大的细分领域，食品包装特种纸行业未来增长空间大。公司下游客户主要为工厂企业客户，且多为大型企业。

产能不断扩张，公司进入加速成长期。目前公司拥有三大生产基地：五洲特纸、浙江五星和江西五星。预计 2021 年底产能为 135 万吨，其中食品包装纸 78 万吨、格拉辛纸 21 万吨、特种文化纸 30 万吨、转印纸 5 万吨、描图纸 0.7 万吨。近年来公司持续加大资本开支，保证了公司产能的顺利扩张。2018 年至 2020 年公司食品包装纸产能利用率分别为 99.50%、102.20% 和 93.57%，产能利用率持续维持高位。

投资建议：公司基本面较好，上市后若价格合理，投资者可积极关注。

风险提示：市场竞争加剧；原材料价格大幅上涨；产能建设不及预期。

相关研究报告

《固定收益周报：股市上涨，转债市场下跌》
20211212

《科沃转债投资价值分析》20211209

《2022 年固收策略：迎接低波动》20211206

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：固定收益

证券分析师：肖成哲

(8610) 66229354

chengzhe.xiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060005

证券分析师：邹坤

(8621) 20328947

kun.zou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070001

目录

1 发行安排	4
2 发行转债主要条款	5
3 上市价格预测	6
4 正股分析	7

图表目录

图表 1. 特纸转债发行认购时间表.....	4
图表 2. 特纸转债主要条款.....	5
图表 3. 债性、股性指标	5
图表 4. 相对价值法下，预测特纸转债上市价格.....	6
图表 5. 公司主要产品一览.....	7
图表 6. 2016-2021Q3 公司营业收入及增速.....	7
图表 7. 2016-2021Q3 公司归母净利润及增速.....	7
图表 8. 纸及纸板生产消费量变化趋势	8
图表 9. 造纸行业集中度变化趋势	8
图表 10. 2016-2020 年公司营业收入产品构成	8
图表 11. 2020 年公司业务营收占比	8
图表 12. 公司产品上下游关系	9
图表 13. 格拉辛纸国内主要生产厂商产能分布	9
图表 14. 热转印纸国内主要生产厂商产能分布	9
图表 15. 截止 2021 年 3 月五洲特纸产能分布情况	9
图表 16. 2016-2020 年主营产品毛利率	10
图表 17. 2018-2021H1 公司毛利率水平	10
图表 18. 2020 年同业公司毛利率水平	10
图表 19. 2018-2021H1 纸浆支出占产品成本比例	11
图表 20. 2015-2021 年纸浆价格指数	11
图表 21. 2018-2021H1 公司研发费用支出	11
图表 22. 2018-2021H1 研发费用占营业收入比例	11
图表 23. 公司主要技术及在研项目	11

1 发行安排

图表 1. 特纸转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2 日	12 月 6 日	刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1 日	12 月 7 日	网上路演；原 A 股股东优先配售股权登记日；网下机构投资者在 17:00 前缴纳申购保证金，17:00 前提交《网下申购表》等相关文件
T 日	12 月 8 日	刊登《发行提示性公告》；原 A 股股东优先配售认购日（缴付足额资金）；网上申购（无需缴付申购资金）；确定网上申购中签率和网下申购初步配售结果
T+1 日	12 月 9 日	刊登《网上中签率及网下配售结果公告》；网上发行摇号抽签
T+2 日	12 月 10 日	刊登《网上中签结果公告》；网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款（投资者确保资金账户在 T+2 日日终有足额的可转债认购资金）；网下申购投资者根据配售金额缴款（如申报保证金低于配售金额）
T+3 日	12 月 13 日	保荐机构（主承销商）确定最终配售结果和包销金额
T+4 日	12 月 14 日	刊登《发行结果公告》

资料来源：发行公告、中银证券

截止 12 月 14 日，特纸转债已发布《网上路演公告》、《发行公告》、《募集说明书摘要》、《募集说明书》、《信用评级报告》、《发行提示性公告》、《网上中签率及网下配售结果公告》、《网上中签结果公告》《发行结果公告》，网上中签率为 0.0006%。

五洲特纸目前总股本为 40001 万股，若本次发行的可转债全部如期转股，股权稀释比例为 8.30%，股权稀释程度一般。

2 发行转债主要条款

图表 2. 特纸转债主要条款

项目	内容
转债名称	特纸转债
债券代码	111002.SH
主体及债项评级	AA/AA(联合评级)
发行规模	6.70 亿
存续期	6 年（2021 年 12 月 8 日至 2027 年 12 月 7 日）
票面利率	0.30%，0.50%，1.00%，1.50%，1.80%，2.00%
转股价格	18.50 元/股
转股期	2022 年 6 月 14 日起至 2027 年 12 月 8 日
向下修正条款	存续期内，15/30，85%
赎回条款	<p>(1) 到期赎回：在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将按债券面值的 112%（含最后一期利息）的价格赎回未转股的可转换公司债券。</p> <p>(2) 提前赎回：转股期内，15/30，130%（含 130%）；未转股余额少于 3000 万元（含 3000 万元）</p>
回售条款	<p>(1) 有条件回售条款：在最后两个计息年度，若公司股票收盘价连续 30 个交易日低于当期转股价 70%，可转债持有人有权将其持有的本次可转债全部或部分按面值加当期应计利息回售给本公司。</p> <p>(2) 法定回售条款：若募集资金运用的实施情况与募集说明书中的承诺相比出现变化，该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向本行回售本次发行的可转债的权利。</p>
网络申购限额	100 万元/账户

资料来源：发行公告，中银证券

图表 3. 债性、股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
底价	90.99	平价	103.68
底价溢价率（以面值计算）(%)	9.90	平价溢价率（以面值计算）(%)	(3.55)

资料来源：万得，中银证券

特纸转债条款保持中规中矩。按照 12 月 14 日中债 6 年 AA 级企业债到期收益率 4.37% 计算，债底价值为 90.99 元。按照 12 月 14 日的五洲特纸收盘价 19.18 元/股计算，初始平价为 103.68 元，平价溢价率为-3.55%。

3 上市价格预测

图表 4. 相对价值法下，预测特纸转债上市价格

转股溢价率/正股价	20.00%	21.25%	22.50%	23.75%	25.00%
17.26	111.97	113.14	114.30	115.47	116.64
18.22	118.19	119.42	120.65	121.88	123.11
19.18	124.41	125.71	127.00	128.30	129.59
20.14	130.63	131.99	133.35	134.71	136.07
21.10	136.85	138.28	139.70	141.13	142.55

资料来源：万得、中银证券

根据 12 月 14 日的收盘价，特纸转债初始平价为 103.68 元。综合考虑公司的基本面情况以及近期转债市场的行情，我们估计特纸转债的转股溢价率在 20%到 25%之间。通过相对价值法得到的结果 119.42 元到 134.71 元之间，我们认为其上市价格在 127 元左右。

4 正股分析

特纸转债发行人衢州五洲特种纸业股份有限公司（以下简称“五洲特纸”）自 2008 年成立起主营特种纸的研发、生产和销售，主要产品为食品包装纸、格拉辛纸、描图纸、转移印花纸以及文化纸，公司是国内大型特种纸生产企业之一。公司为家族式企业，股权结构集中，截止 2021 年 9 月末，公司前四大股东及持股比例分别为：赵磊持股 29.9%，赵晨佳持股 19.82%，赵云福持股 15.29%，林彩玲持股 12.51%，其中赵云福与林彩玲系夫妻关系，赵晨佳系赵云福与林彩玲之女，赵磊与赵晨佳系夫妻关系，四人均均为家族企业主要家庭成员，合计持股 77.52%，为控股股东和实际控制人。

本次募集资金 6.70 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额：5 亿元用于年产 20 万吨液体包装纸项目和 1.7 亿元用于补充流动资金。如本次发行实际募集资金净额少于拟募集资金投入金额，不足部分由公司自筹解决。

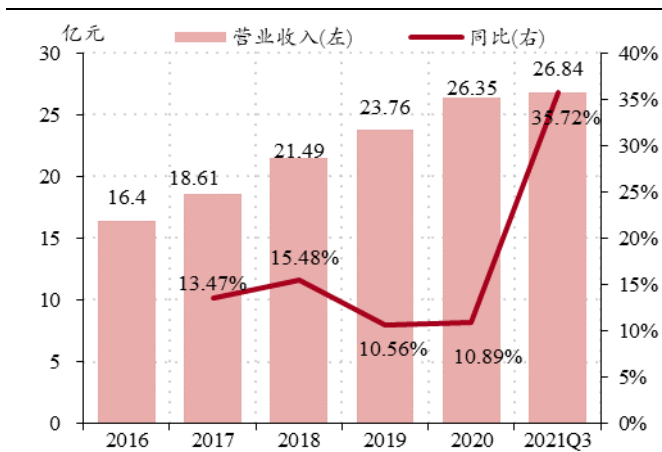
深耕特种纸细分市场，营收和归母净利持续增长。公司是国内大型特种纸研发生产厂商，主要产品可以划分为食品包装纸、标签离型纸、描图纸、转印纸和文化纸五个系列，其下细分餐盒纸、面碗纸、格拉辛纸等众多品类，产品矩阵不断丰富，市场竞争力逐步增强。近年来公司营业收入稳定增长，2020 年实现营业收入 26.35 亿元，同比增长 10.89%，2021Q1-Q3 实现营收 26.84 亿元，同比增长 35.72%，超过去年全年水平；公司归母净利润迅速增长，2020 年为 3.39 亿元，同比增长 69.91%，2021Q1-Q3 为 3.14 亿元，同比增长 28.69%。

图表 5. 公司主要产品一览

业务类型	产品名称	产品说明
食品包装纸	餐盒纸	主要用于餐饮包装盒的制作，如外卖餐盒、打包盒等，具有防水、防油、高强度、高松厚度的特点
	面碗纸	主要用于生产方便食品纸桶、外卖纸碗
	吸水纸	主要用于生产食品药品瓶盖防潮垫、杯垫等。
	纸杯纸	用于制作休闲食品包装及纸杯，如优乐美等饮料杯、航空公司纸杯、企业定制纸杯等，还可用于制造即饮饮料行业的饮料杯、纸杯盖或吸管等。
标签离型纸	格拉辛纸	通常用作商品标签底纸或物流标签底纸等，具有强度和透光度好、质地均匀致密、光滑度和光泽感高、伸缩率小、抗油性好等特点。
描图纸	高档包装纸	用作高档印刷、包装、制作广告和图册插页等，具有纸面平滑、强韧、透明度高、耐磨耐水、纸质均匀等特性。
	工业描图纸	用作工业制图。
转印纸	转印纸	用于小批量多色套色织物印刷个性定制，工艺流程短，印花色彩鲜艳，花纹精细。
文化纸	文化纸	用于传播文化知识的书写、印刷纸张，适用于印刷书刊、教材、杂志等

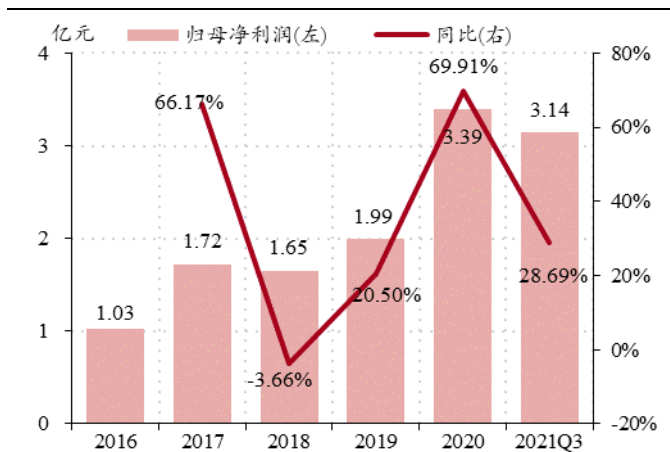
资料来源：公司公告、中银证券

图表 6. 2016-2021Q3 公司营业收入及增速



资料来源：万得，中银证券

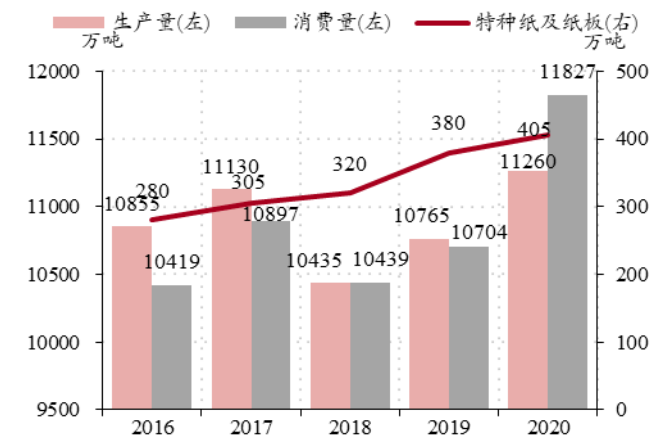
图表 7. 2016-2021Q3 公司归母净利润及增速



资料来源：万得，中银证券

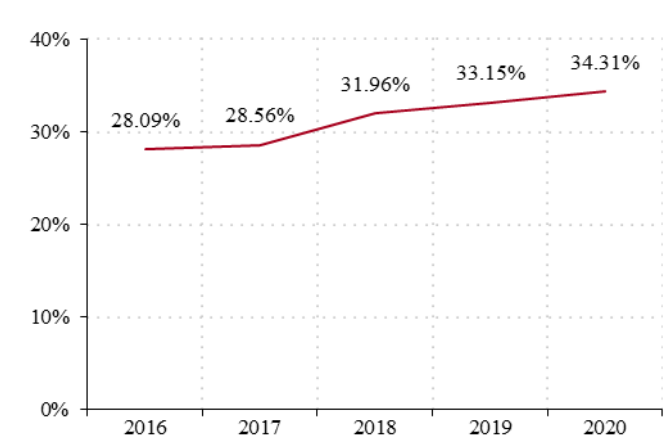
特种纸行业发展前景良好。我国是世界上最大的纸及纸板生产和消费国，目前国内纸及纸板生产量和消费量基本持平，造纸行业进入成熟阶段。与此同时，在我国起步较晚的特种纸行业，近年来市场规模有望快速扩张，发展前景广阔。同大宗纸品相比，作为造纸产业中的特种兵，特种纸具备一定的行业技术壁垒，企业拥有定价权。

图表 8. 纸及纸板生产消费量变化趋势



资料来源：中国造纸协会，中银证券

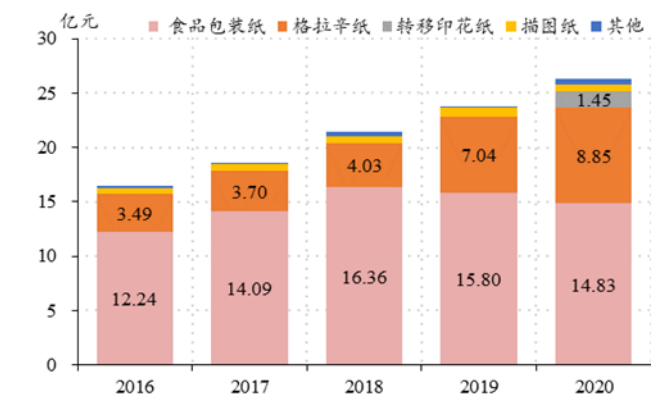
图表 9. 造纸行业集中度变化趋势



资料来源：中国造纸协会，中银证券

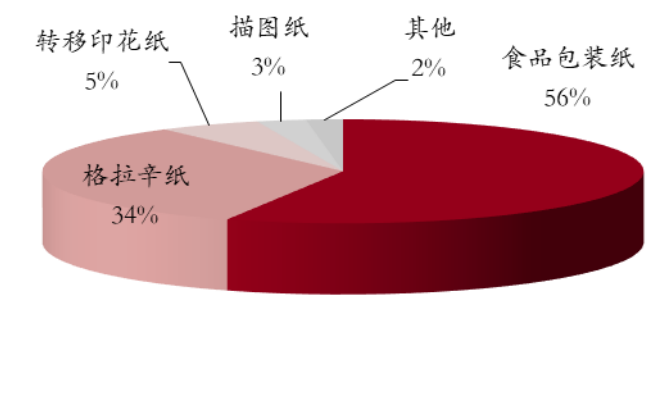
特种纸中的食品包装纸龙头，未来增长可期。从营业收入构成来看，公司营业收入主要来自食品包装纸和格拉辛纸，2020 年实现营业收入 26.35 亿元，其中食品包装纸贡献 14.83 亿元，格拉辛纸贡献 8.85 亿元，两者占总营业收入比例达 90%。食品包装纸是公司的优势产品，公司是国内食品包装纸细分领域龙头。在全球限塑的大趋势下，纸基材料是性价比最佳的替代材料。作为特种纸中最大的细分领域，食品包装特种纸行业未来增长空间大。公司下游客户主要为工厂企业客户，且多为大型企业。

图表 10. 2016-2020 年公司营业收入产品构成



资料来源：万得，中银证券

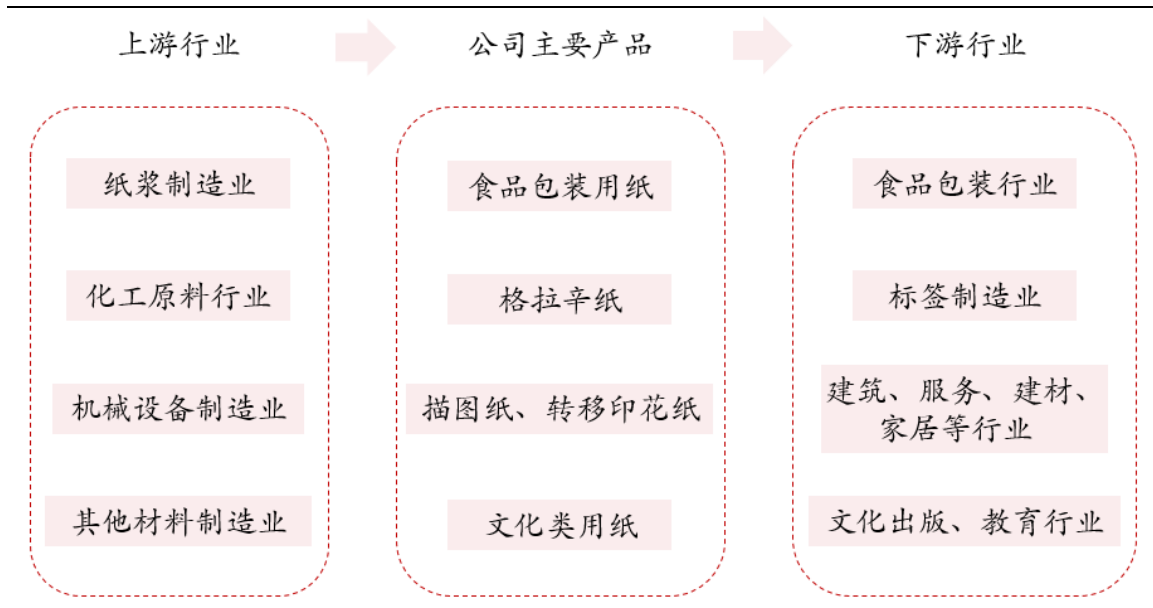
图表 11. 2020 年公司业务营收占比



资料来源：万得，中银证券

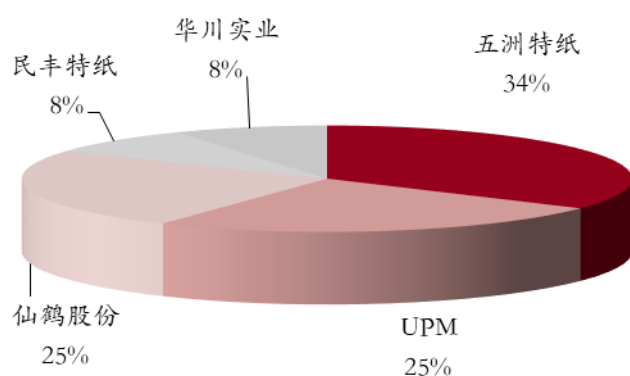
产能不断扩张，公司进入加速成长期。目前公司拥有三大生产基地：五洲特纸、浙江五星和江西五星。预计 2021 年底产能为 135 万吨，其中食品包装纸 78 万吨、格拉辛纸 21 万吨、特种文化纸 30 万吨、转印纸 5 万吨、描图纸 0.7 万吨。近年来公司持续加大资本开支，保证了公司产能的顺利扩张。2018 年至 2020 年公司食品包装纸产能利用率分别为 99.50%、102.20%和 93.57%，产能利用率持续维持高位。

图表 12. 公司产品上下游关系



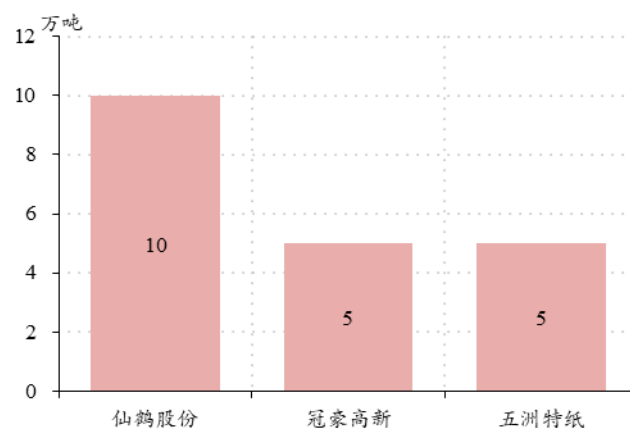
资料来源：募集说明书，中银证券

图表 13. 格拉辛纸国内主要生产厂商产能分布



资料来源：万得，中银证券

图表 14. 热转印纸国内主要生产厂商产能分布



资料来源：万得，中银证券

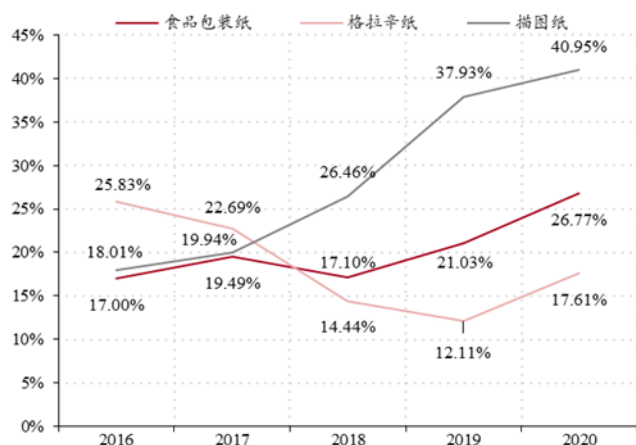
图表 15. 截止 2021 年 3 月五洲特纸产能分布情况

生产基地	地址	纸种	年产能(万吨)
五洲特纸	浙江衢州	食品包装纸	10
		描图纸	0.7
		格拉辛纸	6
浙江五星	浙江衢州	食品包装纸	18
江西五星	江西九江	格拉辛纸	15
		转印纸	5
		特种文化纸	30
		食品包装纸	50(在建)

资料来源：公司公告，中银证券

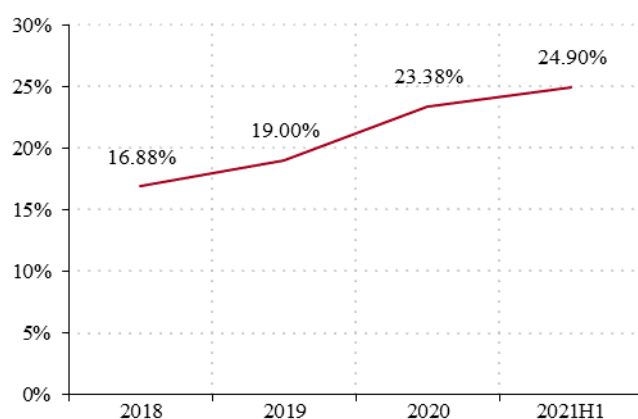
盈利能力位列行业前茅，毛利率持续上升。2020 年公司毛利率水平持续上升至 23.38%，2021 年上半年达 24.90%。主营产品毛利率 2020 年均有所提高，描图纸下游需求稳定，公司作为国内少数生产商之一拥有一定的议价能力，产品毛利率持续走高，2020 年达到 40.95%；2019 年、2020 年纸浆价格走低，受益于此食品包装纸毛利率有所提高；2019 年公司格拉辛纸毛利率持续下跌，主要由于江西五星生产线开始投产，尚未满负荷生产，导致产品单位成本过高，伴随产能逐步释放，2020 年产品毛利率得以较大幅度提升。对比同行业企业，公司毛利率水平低于恒丰纸业，与冠豪高新基本持平，整体看处于行业前列。

图表 16. 2016-2020 年主营产品毛利率



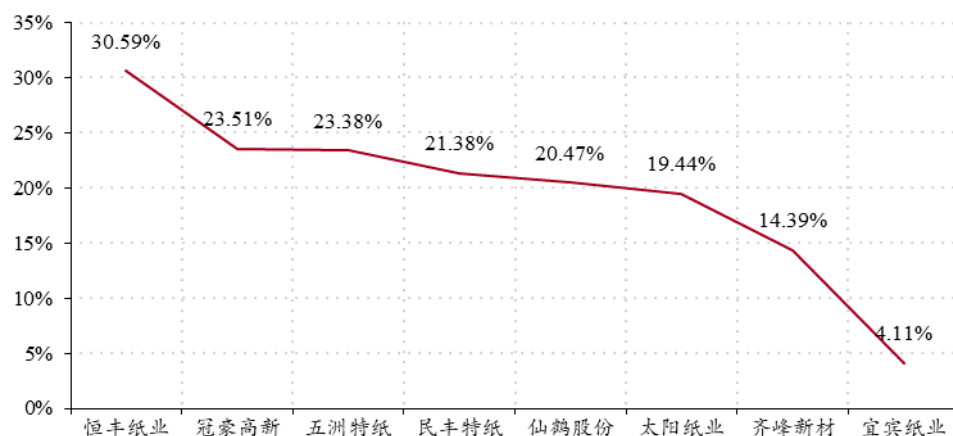
资料来源：万得，中银证券

图表 17. 2018-2021H1 公司毛利率水平



资料来源：万得，中银证券

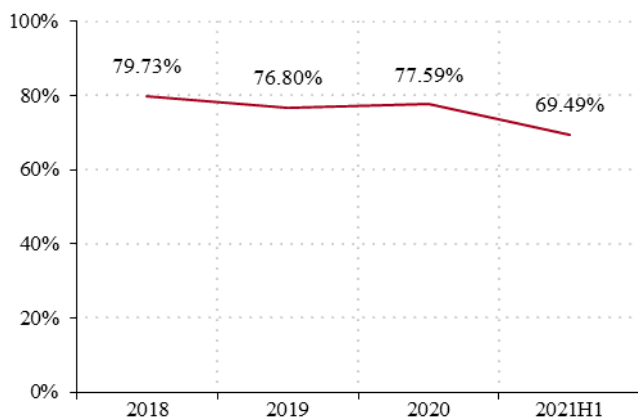
图表 18. 2020 年同业公司毛利率水平



资料来源：万得，中银证券

原材料成本占比较高，纸浆价格波动影响公司盈利能力。原材料是公司产品成本的主要构成部分，其中纸浆成本占产品总成本 70% 左右，纸浆价格的波动直接影响公司的成本。2015 年以来纸浆价格波动较大，2019 年、2020 年受益于纸浆价格下降，公司食品包装纸产品毛利率有所提高，2021 年纸浆价格持续走高，导致产品成本不断上涨，影响公司盈利水平。纸浆作为公司主要原材料，产品成本的主要构成部分，需关注其价格波动对公司业绩可能带来的不利影响。

图表 19. 2018-2021H1 纸浆支出占产品成本比例



资料来源：万得，中银证券

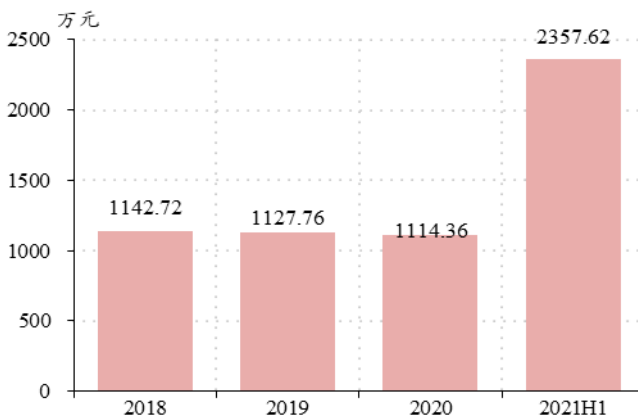
图表 20. 2015-2021 年纸浆价格指数



资料来源：万得，中银证券

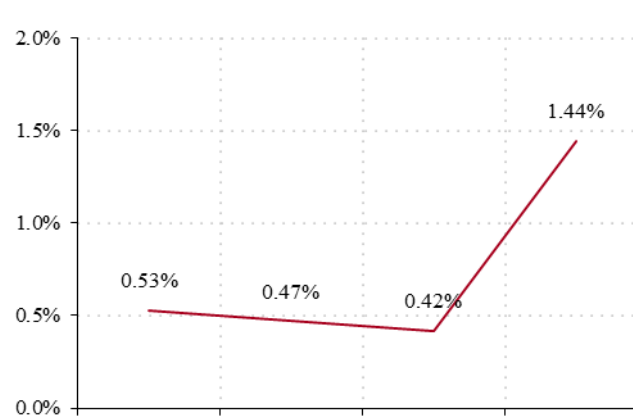
大幅增加研发支出，提高公司竞争力。公司研发费用支出主要针对下游客户需求对特种纸生产工艺、设备等进行改进和新产品的研发，目前已获得 4 项发明专利和 9 项实用新型技术，同时多项生产技术在研，技术优势明显，行业竞争力较高。2021H1 公司研发费用支出 2358 万元，较去年全年增长 111.57%，占营业收入比重为 1.44%。

图表 21. 2018-2021H1 公司研发费用支出



资料来源：万得，中银证券

图表 22. 2018-2021H1 研发费用占营业收入比例



资料来源：万得，中银证券

图表 23. 公司主要技术及在研项目

产品/工艺名称	主要技术	当前状态
高松厚度食品包装原纸	高得率浆配抄技术、软亚光技术等	应用阶段
本色食品包装原纸	纤维磨浆、放油技术、单面/双面压光技术等	应用阶段
格拉辛纸生产工艺	高抗油表面施胶技术、超级压光技术等	应用阶段
低定量格拉辛纸	低定量涂硅油技术等	应用阶段
高透明度格拉辛纸	纤维组分优选技术、纤维层组合技术、高浓度纤维磨浆技术等	应用阶段
单面高平滑度高透明度格拉辛纸	纤维高效磨浆技术、新型双辊热压工艺、PVA 表面膜转移工艺等	开发阶段
差异松厚度食品包装纸	AKD 和阳离子分散松香胶二元施胶系统、新型低定量生物基可降解 PLA 淋膜技术等	开发阶段
环保型烘焙纸	高禁度高平滑度超压硫酸盐浆纸生产工艺、低定量有机硅涂布技术等	开发阶段

资料来源：公司公告，中银证券

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