

300196.SZ

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 15.07

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(16.0)	(1.0)	(11.9)	(11.6)
相对深证成指	6.9	6.6	7.8	7.6

发行股数(百万)	409
流通股(%)	60
总市值(人民币 百万)	6,159
3 个月日均交易额(人民币 百万)	39
净负债比率(%) (2022E)	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 2022 年 4 月 20 日收市价为标准

相关研究报告

《长海股份: 业绩维持高增长, 产能规划显成长性》20211031

《长海股份: 业绩高速增长, 看好新产能带来产品结构调整》20210823

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料: 玻璃玻纤

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

玻纤、薄毡、树脂产能增加, 全产业链布局优势强化

公司于 4 月 20 日发布 2021 年年报, 全年营收 25.1 亿元, 同增 22.7%; 归母净利润 5.7 亿元, 同增 111.5%, EPS1.40 元/股。

支撑评级的要点

- 21 年玻纤行业高度景气, 公司营收、利润均大幅提升: 2021 年, 玻纤需求旺盛, 行业全年景气度较高, 玻纤价格一路攀升后维持高位。公司全年营收 25.1 亿元, 同增 22.7%; 归母净利润 5.7 亿元, 同增 111.5%; 玻纤及制品销量 20.4 万吨, 同比增加 4.0%。21Q4 公司营收 6.7 亿元, 同比/环比增长 19.1%/2.7%, 归母净利润 1.52 亿元, 同比/环比变化 103.5%/-5.6%。
- 公司玻纤、薄毡、树脂产能增加, 产品结构持续调整: 21 年 9 月, 公司年产 10 万吨无碱粗纱 3 线点火, 产品以短切纱为主; 公司此次公告计划将 3 万吨玻纤生产线升级为 8 万吨高端高性能玻纤及特种织物生产线。玻纤制品方面, 公司计划新建 5 条薄毡线, 现已完成 2 条生产线的投产, 细分领域龙头地位进一步稳固。此外, 公司年产 10 万吨不饱和聚酯树脂技改扩建项目已建成, 投入生产后能提高公司制品的原料自给率, 公司“玻纤纱-玻纤制品-树脂-复合材料”产业链布局将获得进一步完善。
- 玻纤下游各领域需求持续景气, 但年内供给增加较多: 我们预计需求端, 下游风电、新能源汽车、PCB 产业、建筑等市场需求将持续旺盛; 供给端, 21 年下半年新点火的产能将陆续达产; 据卓创资讯, 22 年上半年预计有约 40 万吨产能投产, 下半年约 80 万吨产能存点火计划, 供给持续增加将给供需平衡带来一定压力。

估值

- 考虑公司玻纤业务量价齐升以及新产能投放, 我们调整原有盈利预测。预计 2022-2024 年公司收入为 32.2、40.5、44.3 亿元; 归母净利润分别为 6.9、8.1、8.9 亿元; EPS 分别为 1.70、1.99、2.19 元。维持公司 **增持** 评级。

评级面临的主要风险

- 玻纤需求不及预期, 化工产品原材料价格持续提升。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	2,043	2,506	3,220	4,049	4,427
变动(%)	(8)	23	28	26	9
净利润(人民币 百万)	271	572	693	813	894
全面摊薄每股收益(人民币)	0.662	1.401	1.697	1.990	2.186
变动(%)	(8.2)	111.5	21.1	17.3	9.9
市场预期每股收益(人民币)			1.710	2.030	
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.588	1.872	
调整幅度(%)			6.8	6.3	
全面摊薄市盈率(倍)	22.9	10.8	9.0	7.6	6.9
价格/每股现金流量(倍)	26.4	(14.0)	7.1	6.1	5.3
每股现金流量(人民币)	0.58	(1.08)	2.14	2.48	2.88
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.6	7.5	6.0	5.3	4.9
每股股息(人民币)	0.10	0.15	0.17	0.20	0.22
股息率(%)	0.7	1.0	1.1	1.3	1.4

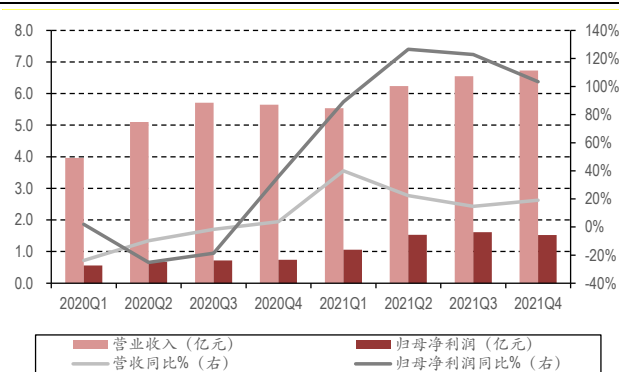
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

一、玻纤业务量价齐升，全年营收及利润大幅增长

事件：公司于4月20日发布2021年年报，全年营收25.1亿元，同增22.7%；归母净利润5.7亿元，同增111.5%，EPS1.40元/股。Q4公司营收6.7亿元，同比/环比增长19.1%/2.7%，归母净利润1.52亿元，同比/环比变化103.5%/-5.6%。Q4销售商品提供劳务的现金6.5亿元，经营活动现金净流量1.5亿元。

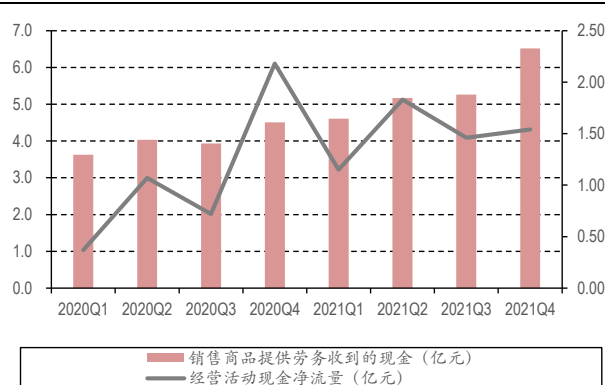
2021年玻纤行业高度景气，公司费用管控优化，盈利能力提高：2021年，玻纤行业下游汽车、风电、PCB产业需求旺盛，行业全年景气度较高，玻纤价格一路攀升，于三季度小幅回落后再度走高。公司产品价格保持高位，玻纤及制品销量20.4万吨，同比增加4.0%。公司玻纤及制品量价齐升的同时，费用管控也进一步优化，Q4公司费用率维持14.6%的较低水平，环比稳定，同比下降明显。2021年，公司销售毛利率与净利率分别为33.7%与22.8%，同比分别增加5.3pct及9.6pct；Q4销售毛利率与净利率分别为34.2%和22.4%，环比稳定。

图表 1. Q4 营收及归母净利润分别同比增长 19.1%/103.5%



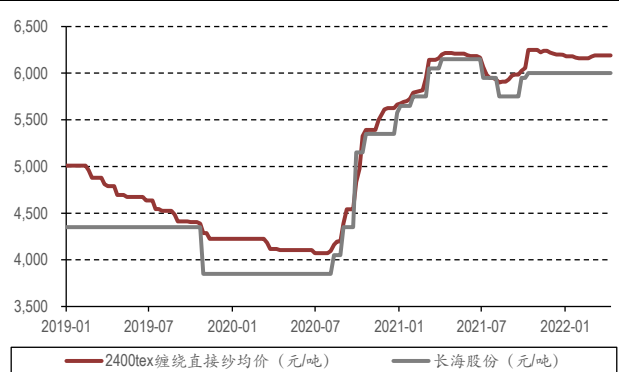
资料来源：公司财报，中银证券

图表 2. Q4 现金流量稳中向好



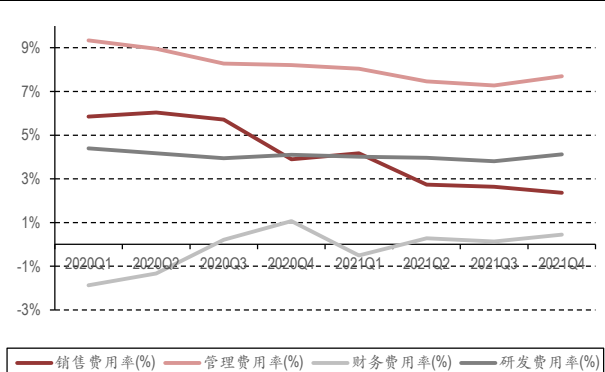
资料来源：公司财报，中银证券

图表 3. 玻纤行业景气度高，价格高位保持



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 4. 公司费用率同比降幅明显



资料来源：公司财报，中银证券

二、全产业链布局进一步完善，玻纤行业景气度有望延续

公司玻纤、薄毡、树脂产能增加，全产业链布局优势进一步加强：据卓创资讯，21年9月公司年产10万吨无碱粗纱3线点火，产品以短切纱为主；截止2022年3月，公司玻纤在产产能27万吨，位居国内第五，公司4线及5线合计30万吨无碱粗纱产能在建，有望于年底投产。此外，公司此次公告，计划投资6亿元将子公司常州天马原有的一条年产3万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线升级改造为年产8万吨高端高性能玻璃纤维及特种织物生产线，项目产品将应用于风电及新能源汽车等高端领域。玻纤制品方面，公司是薄毡细分领域龙头，为进一步扩大公司薄毡的市场份额，满足市场需求，提升公司竞争力和持续发展能力，公司新建5条薄毡线，现已完成2条生产线的投产，剩余3条将根据市场需求逐步投建。此外，公司年产10万吨不饱和聚酯树脂技改扩建项目已建成，目前处于调试测试阶段，投入正常生产运营后能提高公司制品的原料自给率，使得公司“玻纤纱-玻纤制品-树脂-复合材料”产业链布局进一步完善，树脂板块营收有望增长。

公司中长期计划建设60万吨高性能玻纤智能制造基地项目：21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，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25亿元，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%。公司资产负债率较低，为公司扩产提供空间。

图表 5.公司玻纤产能梳理

生产企业	名称	状态	点火时间	产品	产能 (万吨)
长海股份	1线	在产	2018-03	无碱粗纱	7.0
长海股份	2线	在产	2013	无碱粗纱	7.0
长海股份	3线	在产	2021-09	短切纱为主	10.0
常州天马	1线	在产		无碱粗纱	3.0
长海股份	4线	在建	预计 2022 年年底	无碱粗纱	15.0
长海股份	5线	在建	预计 2022 年年底	无碱粗纱	15.0

资料来源：卓创资讯，中银证券

玻纤价格目前仍处于高位，供应继续增加带来一定压力：截止2022年4月中旬，公司2400tex缠绕直接纱价格已连续半年保持在6,000元/吨高位。展望玻纤行业格局，需求端，据中电联预计，2022年国内风力发电计划新增装机容量约50GW；此外新能源汽车、绿色节能建筑等市场需求将持续旺盛。供给端，21年下半年新点火的产能陆续达产，且22年已点火新增玻纤产能16万吨，上半年预计仍有25万吨产能投产，下半年83万吨产能存点火计划。22年新增产能集中在下半年，考虑产能爬坡、能耗管控等因素影响，实际新增有效产能将较可控，但供给的持续增加将会给价格带来一定下行压力。

图表 6.2022-2023 年已投产产能、年内预计投产产能及其他再在建拟建产能

2022 年已投产产能				
点火时间	公司	产线名称	产能 (万吨)	产品
2022/1/10	建滔化工	新建线 6 线	6	电子纱
2022/3/28	邢台金牛	4 线	10	无碱玻璃纤维纱
2022 年预计投产产能				
点火时间	公司	产线名称	产能 (万吨)	产品
2022 年 4 月	重庆三磊	黔江区 2 线	10	无碱玻璃纤维粗纱
1H2022	中国巨石	成都 3 线	15	短切纱为主
2022	重庆国际	F12	15	无碱玻璃纤维粗纱
2022	中国巨石	电子纱智能 3 线	10	电子纱
2H2022	中国巨石	九江 3 线	20	无碱玻璃纤维粗纱
2022 年底	长海股份	4 线	15	合股纱
2022 年底	长海股份	5 线	15	无碱玻璃纤维粗纱
2022	江西元源	2 线	8	无碱玻璃纤维粗纱
其他在建产能				
建设进展	公司	产线名称	产能 (万吨)	产品
初步计划年内 3 月份动工	泰山玻纤	淄博庞贝捷 4 线	15	中碱纱技改无碱
现因资金问题, 迟迟未动工	江西大华	1 线	3	电子纱
具体点火时间暂不确定	安徽丹凤	3 线	3	无碱玻纤粗纱
准备募资	邢台金牛	5 线	15	无碱玻纤粗纱
准备募资	邢台金牛	6 线	15	ECER 玻纤
存在冷修技改计划, 实际新增 11 万吨/年	山东玻纤	5 线	17	中碱纱技改无碱
技改扩建, 实际新增 5 万吨/年	常州天马	1 线	8	无碱粗纱改高性能玻纤及特种织物

资料来源: 卓创资讯, 公司公告, 中银证券

三、风险提示

玻纤需求不及预期, 化工产品原材料价格持续提升。

图表 7.2021Q4 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2020Q4	2021Q4	同比增长(%)
营业收入	565.33	673.11	19.07
营业税及附加	4.01	3.01	(24.87)
净营业收入	561.32	670.10	19.38
营业成本	426.68	443.27	3.89
销售费用	(4.66)	10.72	330.10
管理费用	45.26	59.71	31.93
财务费用	18.76	9.08	(51.57)
资产减值损失	0.32	(3.25)	(1,107.65)
营业利润	80.91	173.15	114.02
营业外收入	0.08	(0.26)	(416.09)
营业外支出	0.01	0.15	1,108.42
利润总额	80.97	172.74	113.33
所得税	6.60	21.74	229.55
少数股东损益	(0.11)	(0.55)	(403.39)
归属母公司股东净利润	74.49	151.56	103.46
扣除非经常性损益的净利润	68.43	126.32	84.59
每股收益(元)	0.18	0.37	105.56
扣非后每股收益(元)	0.17	0.31	82.35
毛利率(%)	24.52	34.15	增加 9.62 个百分点
净利率(%)	13.16	22.43	增加 9.28 个百分点
销售费用率(%)	(0.82)	1.59	增加 2.42 个百分点
管理费用率(%)	8.01	8.87	增加 0.87 个百分点
财务费用率(%)	3.32	1.35	减少 1.97 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. 2021 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2020	2021	同比增长(%)
营业收入	2,042.51	2,506.40	22.71
营业税及附加	17.23	15.64	(9.21)
净营业收入	2,025.28	2,490.75	22.98
营业成本	1,462.45	1,661.13	13.59
销售费用	79.64	59.08	(25.82)
管理费用	167.61	193.09	15.20
财务费用	21.85	11.38	(47.93)
资产减值损失	(3.41)	(6.49)	(90.08)
营业利润	309.79	660.34	113.16
营业外收入	0.29	0.02	(92.90)
营业外支出	0.77	0.51	(33.67)
利润总额	309.30	659.85	113.34
所得税	38.89	88.29	127.04
少数股东损益	(0.28)	(0.85)	(202.79)
归属母公司股东净利润	270.69	572.41	111.46
扣除非经常性损益的净利润	253.09	489.14	93.26
每股收益(元)	0.66	1.40	112.12
扣非后每股收益(元)	0.62	1.20	93.55
毛利率(%)	28.40	33.72	增加 5.33 个百分点
净利率(%)	13.24	22.80	增加 9.56 个百分点
销售费用率(%)	3.90	2.36	减少 1.54 个百分点
管理费用率(%)	8.21	7.70	减少 0.50 个百分点
财务费用率(%)	1.07	0.45	减少 0.62 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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	2,043	2,506	3,220	4,049	4,427
销售成本	1,462	1,661	2,192	2,779	3,048
经营费用	181	165	258	324	354
息税折旧前利润	491	833	1,043	1,177	1,264
折旧及摊销	160	161	226	235	244
经营利润(息税前利润)	331	672	816	942	1,021
净利息收入/(费用)	(22)	(11)	(14)	(2)	13
其他收益/(损失)	9	11	49	1	1
税前利润	310	661	802	940	1,033
所得税	39	88	108	127	139
少数股东权益	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)
净利润	271	572	693	813	894
核心净利润	262	562	644	812	893
每股收益(人民币)	0.662	1.401	1.697	1.990	2.186
核心每股收益(人民币)	0.641	1.374	1.576	1.987	2.184
每股股息(人民币)	0.102	0.150	0.170	0.200	0.220
收入增长(%)	(8)	23	28	26	9
息税前利润增长(%)	1	103	21	15	8
息税折旧前利润增长(%)	3	70	25	13	7
每股收益增长(%)	(8)	111	21	17	10
核心每股收益增长(%)	(3)	115	15	26	10

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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	310	661	802	940	1,033
折旧与摊销	160	161	226	235	244
净利息费用	22	11	14	2	(13)
运营资本变动	(32)	(27)	8	(5)	(76)
税金	91	78	38	34	37
其他经营现金流	(180)	(340)	(166)	(130)	(145)
经营活动产生的现金流	433	598	907	1,086	1,232
购买固定资产净值	266	918	48	101	101
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	64	(122)	17	30	44
投资活动产生的现金流	(202)	(1,040)	(31)	(71)	(56)
净增权益	(14)	(3)	0	0	0
净增债务	501	(26)	0	0	0
支付股息	41	61	69	82	90
其他融资现金流	(27)	19	(31)	(31)	(31)
融资活动产生的现金流	418	(72)	(100)	(113)	(121)
现金变动	621	(530)	776	902	1,055
期初现金	624	1,244	751	1,527	2,428
公司自由现金流	232	(442)	876	1,014	1,176
权益自由现金流	705	(450)	845	983	1,145

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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1,244	751	1,527	2,428	3,483
应收帐款	351	425	540	673	732
库存	166	220	278	344	373
其他流动资产	373	628	628	628	628
流动资产总计	2,134	2,024	2,973	4,074	5,217
固定资产	1,462	2,280	2,177	2,053	1,917
无形资产	159	155	150	145	139
其他长期资产	122	238	215	210	209
长期资产总计	1,744	2,672	2,542	2,408	2,265
总资产	3,878	4,697	5,515	6,482	7,482
应付帐款	242	561	649	745	789
短期债务	27	0	0	0	0
其他流动负债	165	145	222	330	450
流动负债总计	433	707	870	1,075	1,239
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	484	500	530	562	594
股本	409	409	409	409	409
储备	2,552	3,082	3,706	4,437	5,240
股东权益	2,961	3,490	4,114	4,846	5,649
少数股东权益	(2)	(4)	(4)	(4)	(4)
总负债及权益	3,878	4,697	5,515	6,482	7,482
每股帐面价值(人民币)	7.25	8.55	10.08	11.87	13.83
每股有形资产(人民币)	9.21	11.08	13.09	15.47	17.93
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.82)	(0.61)	(2.44)	(4.57)	(7.07)

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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	24.0	33.2	32.4	29.1	28.6
息税前利润率(%)	16.2	26.8	25.3	23.3	23.1
税前利润率(%)	15.2	26.4	24.9	23.2	23.3
净利率(%)	13.2	22.8	21.5	20.1	20.2
流动性					
流动比率(倍)	4.9	2.9	3.4	3.8	4.2
利息覆盖率(倍)	22.5	73.2	72.2	574.2	100.6
净权益负债率(%)	(24.7)	(7.2)	(24.2)	(38.5)	(51.1)
速动比率(倍)	4.5	2.6	3.1	3.5	3.9
估值					
市盈率(倍)	22.9	10.8	9.0	7.6	6.9
核心业务市盈率(倍)	23.7	11.1	9.6	7.6	7.0
市净率(倍)	2.1	1.8	1.5	1.3	1.1
价格/现金流(倍)	26.4	(14.0)	7.1	6.1	5.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.6	7.5	6.0	5.3	4.9
周转率					
存货周转天数	29.7	32.1	31.5	31.0	30.8
应收帐款周转天数	62.8	61.9	61.2	60.7	60.4
应付帐款周转天数	60.3	123.4	108.0	97.9	94.5
回报率					
股息支付率(%)	15.3	10.7	10.0	10.1	10.1
净资产收益率(%)	9.1	16.4	16.9	16.8	15.8
资产收益率(%)	7.0	12.2	12.6	12.5	11.9
已运用资本收益率(%)	8.3	14.6	15.2	15.1	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，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