

002080.SZ
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 18.2

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	(43.1)	(10.4)	(38.0)	(51.1)
相对深证成指	(13.4)	(5.9)	(21.7)	(24.1)

发行股数(百万)	1,678
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	30,542
3个月日均交易额(人民币 百万)	373
净负债比率(%) (2022E)	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 2022 年 10 月 28 日收市价为标准

相关研究报告

《中材科技: 玻纤、叶片行业龙头布局锂膜打造第三增长点》20220510

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

联系人: 杨逸菲

(8621)20328458

yifei.yang@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122030023

中材科技

玻纤、叶片触底, 锂膜增长可期

公司发布 2022 年三季报, 1-3Q 营收 147.0 亿元, 同增 0.4%; 归母净利 24.2 亿元, 同减 8.7%; EPS1.44 元。公司主营业务中, 玻纤、叶片景气度触底, 盈利承压; 锂膜快速发展, 增量可期。公司是玻纤、叶片行业龙头, 锂膜业务后来居上, 我们看好公司围绕新材料、新能源布局的三大业务的发展, 维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- **Q3 玻纤、叶片行业景气度触底, 拖累业绩:** Q3 玻纤内需外需均偏弱, 在供给刚性下形成供大于求局面, 玻纤价格大幅下调; 新疆、内蒙等地出现疫情影响, Q3 风机装机量增速一般。两大主营业务景气度均下滑, 公司业绩承压, Q3 营收 47.8 亿元, 同减 9.5%; 归母净利 5.5 亿元, 同减 31.7%; 扣非归母净利 4.0 亿元, 同减 47.0%。
- **费用率同比持平, 盈利水平同比下滑:** 1-3Q 公司费用率 12.2%, 同比持平; Q3 费用率 13.5%, 同增 1.6pct, 其中销售、管理、财务费用率同比分别+0.1/+2.3/-0.8pct。1-3Q 毛利率 27.3%, 净利率 17.4%, 分别同减 4.6pct 和 1.3pct; Q3 毛利率 24.9%, 同减 4.8pct, 净利率 12.3%, 同减 3.4pct。
- **三大业务齐头并进, 增长可期:** 公司玻纤产能规模国内第二, 两大基地合计 36 万吨产能在建, 产能规模、高端产品占比将进一步提升; 叶片市占率国内第一, 规划新建 760 套叶片产能, 提前布局大型叶片市场; 锂膜年底有效产能将达 17-18 亿平米, 计划“十四五”末达到 70 亿平米产能, 良率、单平净利等指标随产能规模扩大持续提升。

估值

- Q3 玻纤、叶片行业均触底, 我们下调原有盈利预测。预计 2022-2024 年公司收入为 196.4、238.9、281.2 亿元; 归母净利分别为 29.6、34.6、44.7 亿元; EPS 分别为 1.76、2.06、2.66 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, 风电装机进度缓慢, 锂膜产能消化不及预期。

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)	18,711	20,295	19,642	23,893	28,118
变动(%)	38	8	(3)	22	18
净利润(人民币 百万)	2,052	3,373	2,959	3,456	4,468
全面摊薄每股收益(人民币)	1.223	2.010	1.763	2.059	2.662
变动(%)	48.7	64.4	(12.3)	16.8	29.3
原先预测摊薄每股收益(人民币)			2.314	2.607	2.903
变动(%)			(23.8)	(21.0)	(8.3)
全面摊薄市盈率(倍)	22.3	13.6	15.4	13.2	10.2
价格/每股账面价值(倍)	34.9	21.6	15.4	12.0	9.1
每股现金流量(人民币)	0.78	1.26	1.76	2.28	2.99
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.5	7.9	7.9	7.0	5.8
每股股息(人民币)	0.40	0.64	0.53	0.62	0.80
股息率(%)	1.5	2.3	1.9	2.3	2.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

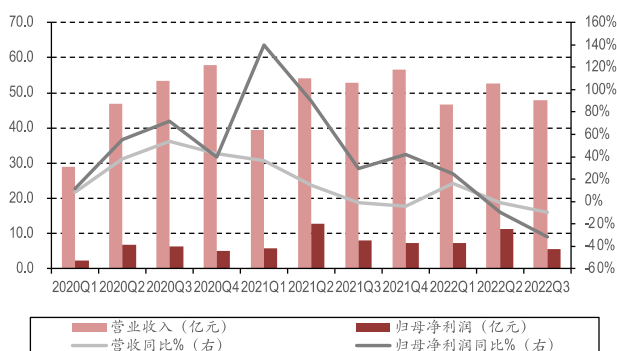
一、玻纤、叶片景气度触底，业绩承压

Q3 玻纤、叶片行业景气度触底：Q3 玻纤内需外需均偏弱，在供给刚性下形成供大于求局面，玻纤价格大幅下调：据卓创资讯数据，Q3 玻纤及制品出口 41.1 万吨，同减 6.9%；Q3 玻纤主流产品 2400tex 缠绕直接纱均价 5,062 元/吨，同减 15.1%，环比下降 16.4%。同时，新疆、内蒙等地出现疫情影响，Q3 风机装机量增速一般，据能源局数据，2022 年 3 季度风电新增装机量 6.3GW，同比增长 12.7%，且风机招标价格未出现明显回调。叶片企业处于风电产业链中游，盈利能力仍承压。两大业务景气度触底拖累公司 Q3 业绩。

公司发布 2022 年三季报：1-3Q 营收 147.0 亿元，同增 0.4%；归母净利 24.2 亿元，同减 8.7%；扣非归母净利 16.4 亿元，同减 25.1%。公司 Q3 营收 47.8 亿元，同减 9.5%；归母净利 5.5 亿元，同减 31.7%；扣非归母净利 4.0 亿元，同减 47.0%。Q3 公司非流动资产处置 1.2 亿元（21Q3 为 123.3 万元），主要为出售闲置铈粉所得。1-3Q 公司经营活动现金净流量 9.1 亿元，同减 28.8%；公司 Q3 经营活动现金净流量 4.8 亿元，同增 121.0%。

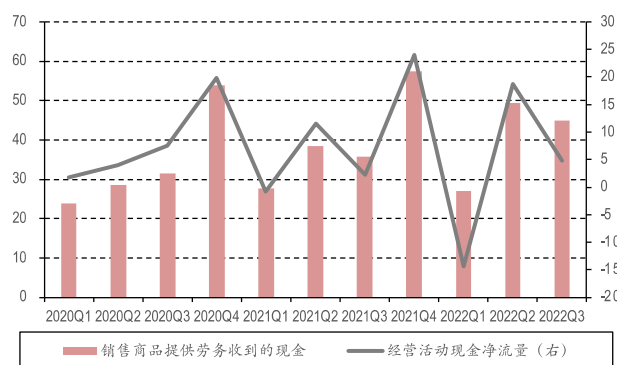
费用率同比持平，盈利水平同比下滑：1-3Q 公司费用率 12.2%，同比持平；Q3 费用率 13.5%，同增 1.6pct，其中销售、管理、财务费用率同比分别+0.1/+2.3/-0.8pct。1-3Q 毛利率 27.3%，净利率 17.4%，分别同减 4.6pct 和 1.3pct；Q3 毛利率 24.9%，同减 4.8pct，净利率 12.3%，同减 3.4pct。

图表 1. Q3 营收利润同比下滑较多



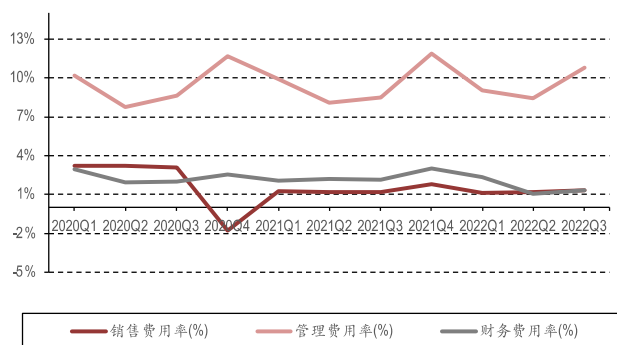
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. Q3 现金流情况同比改善 (单位：亿元)



资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. Q3 费用率同比上调，管理费用率上升



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. Q3 毛利率与净利率同比均下降



资料来源：公司公告，中银证券

二、玻纤结构优化，增长可期

玻纤产能国内第二：据卓创资讯，截至 2022 年 9 月，公司在产产线 16 条，合计产能 107 万吨，规模位居国内第二。

公告新产线投资计划：公司于今年7月公告计划投资36.8亿元建设年产30万吨高性能玻璃纤维智能制造生产线，产品主要定位于热塑玻纤和建材玻纤市场；今年4月公告产线改造项目，计划投资6.2亿元将2015年停产的邹城2线改造为年产6万吨高模高强玻璃纤维生产线，新线产品将主要应用于大功率风电叶片及海上风电等领域。上述项目建成后将进一步优化泰山玻纤产品结构，提升公司综合竞争力。

图表 5.公司已公告的玻纤纱生产线项目

生产线	公告时间	投资金额	产品及应用领域	产能/万吨	建设周期
邹城6万吨	2022-04	6.2亿元	大功率风电叶片及海上风电等	6.0	6个月
太原30万吨	2022-07	12.0亿元	热塑玻纤和建材玻纤市场	2条15.0万吨	26个月
合计产能增量				36.0	

资料来源：公司公告，中银证券

供给冲击明显减弱，行业需求初步回暖：据卓创资讯数据，2021年国内主要玻纤企业新增产能73万吨；今年已点火新增玻纤产能74万吨，大部分产能于5-6月点火，经历产能爬坡后于7-9月释放增量；三季度国内无新产线点火，预计四季度3条产线合计40万吨产线点火，考虑产能爬坡，四季度产能冲击明显减弱。近期风电、基建需求逐步恢复，且下游储备货需求，玻纤需求获得一定支撑。中长期视角来看，在双碳大背景下，风力发电、新能源汽车、以及绿色节能建材等市场将持续带动玻纤需求，市场前景广阔。

图表 6.2022-2023年新增产能及其他在建拟建产能（万吨）

点火时间	公司	2022年新增产能			
		产线名称	产能	产品	产能冲击
2022/1/10	建滔化工	新建线6线	6.0	电子纱	5.0
2022/3/28	邢台金牛	4线	10.0	无碱粗纱	6.0
2022/5/20	四川裕达	1线	3.0	无碱粗纱	1.5
2022/5/28	中国巨石	成都3线	15.0	短切纱为主	7.5
2022/6/18	中国巨石	智能电子纱3线	10.0	电子纱	3.0
2022/6/27	重庆三磊	黔江区2线	10.0	无碱粗纱	4.0
2022/6/29	重庆国际	F12	15.0	无碱粗纱	5.0
2022/7/8	四川威远	泰国1线	5.0	无碱粗纱	2.0
已投产产能合计			74.0		
预计年内投产	江西元源	2线	8.0	无碱粗纱	1.0
预计2022年年底投产	中国巨石	九江3线	20.0	无碱粗纱	0.0
预计2022年年底投产	中国巨石	埃及4线	12.0	无碱粗纱	0.0
国内合计			97.0		33.0
合计			114.0		35.0

资料来源：卓创资讯，各公司公告，中银证券

库存增速明显放缓，粗纱价格止跌企稳：据卓创资讯，2022年9月，玻纤行业库存上升至70.0万吨，环比上涨4.7%/3.1万吨，增速较5-8月明显放缓；经我们测算，9月玻纤行业库存天数39.0天，环比增加7.4%/2.7天。据卓创资讯，2022年10月第3周，主流产品2400tex缠绕直接纱均价4,240元/吨，同比下调约32%，环比上周小幅上涨0.2%，为今年5月价格开始下跌后的首次向上回调。

图表 7. 行业库存增速明显放缓



资料来源: 卓创资讯, 中银证券

图表 8. 2400tex 缠绕直接纱均价止跌企稳



资料来源: 卓创资讯, 中银证券

三、布局大型叶片，盈利待修复

公司叶片产能继续扩张：截至 2021 年末，公司拥有七个生产基地，叶片年产 4,300 套，产能位列全国第一。2021 年 12 月，公司公告计划投资 2,878 万美元在巴西建设年产 260 套风电叶片制造基地项目；2022 年 3 月，公司公告计划分别投资 4.9 亿元和 3.8 亿元，在广东阳江建设年产 200 套海上风电叶片制造基地项目以及在陕西榆林建设年产 300 套风电叶片制造基地项目。在叶片大型化趋势下，三四线叶片制造商将因为技术、成本、客户资源劣势逐步淘汰出局，龙头企业市占率有望提升。

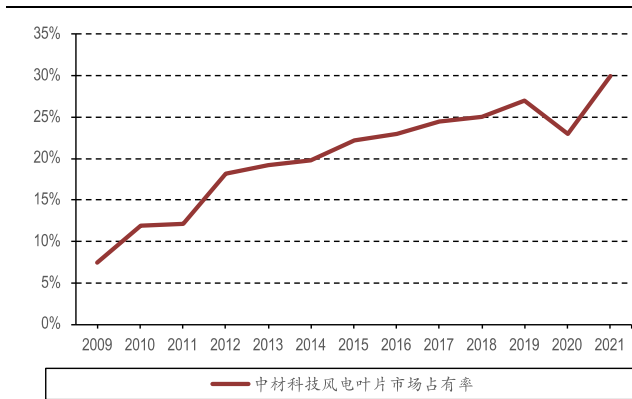
图表 9. 公司已公告的叶片生产线项目

生产基地	公告时间	投资金额	产品	产能/套	建设周期
巴西	2021-12	2,878.2 万美元		260	12 个月
榆林	2022-03	3.8 亿元	6 套 80-100 米级叶片模具等	300	26 个月
阳江	2022-03	4.9 亿元	6 套 100-150 米级叶片模具等	200	18 个月
合计产能增量				760	

资料来源: 公司公告, 中银证券

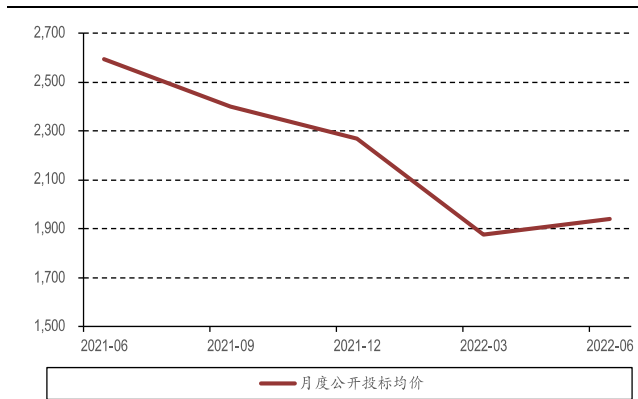
中长期视角下风电行业将持续快速增长，叶片盈利有望修复：上半年，受招标价格大幅下挫及原材料价格高位稳定双重冲击，叶片企业盈利普遍承压。据公司公告，中材叶片作为行业龙头企业，仅能维持盈亏平衡。据能源局数据，2022 年 3 季度风电新增装机量 6.3GW，同比增长 12.7%。各省风电装机规划与利好政策频繁出台，风电装机量有望持续增长。据中银证券研究部机械组预测，2022-2023 年国内风电新增装机量有望分别达到 50GW、75GW，同比分别增长 5.1%和 50.0%，公司叶片业务盈利能力有望修复。

图表 10. 公司风电叶片市占率不断提升



资料来源: 卓创资讯, 中银证券

图表 11. 风机招标价格企稳 (单位: 元/千瓦)



资料来源: 金风科技, 中银证券

四、锂膜加速发展，弹性较大

锂膜产能迅速扩张：2021年末，公司锂膜基膜产能超过10亿平米。新建产能中，内蒙二期3.2亿平米项目预计在年内建成投产，年底有效产能将达17-18亿平米。

规模效应带动盈利能力快速提升：公司新产线的成本在行业内竞争力较强，随着新产线陆续投产，公司综合生产效率提升，成本下降明显。据公司7月公告，公司21年良率在70-80%水平，目前已稳定在90%以上，锂膜单平净利已超过0.35元，且仍有较大提升空间。

锂膜业务弹性较大：公司正在筹建中的项目还有滕州三期5.6亿平米产线，内蒙三期7.2亿平米产线以及南京基地10.4亿平米产线，预计于2023年释放产能。公司隔膜产业的发展得到了中国建材集团的大力支持，目前在建产能约30亿平米，“十四五”末计划达到超过70亿平米产能。锂膜作为公司重点发展的第三大业务，业绩弹性较大。

图表 12.公司在建锂膜产线梳理

	产线名称	设计产能 (亿平方米)	项目地点	技术路线	公告时间	预计投产 时间	投资额 (亿元)	单线投资额 (亿元)	每亿平方米投资额 (亿元)
中材锂膜	滕州三期	5.6	山东滕州	湿法同步	2022		15.71	3.93	2.81
内蒙中锂	内蒙二期	3.2	内蒙古呼和浩特	湿法异步	2021	2022	8.95	2.24	2.80
	内蒙三期	7.2	内蒙古呼和浩特	湿法异步	2021		23.03	3.84	3.20
南京锂膜	年产10.4亿平方米锂离子电 池隔膜生产线	10.4	江苏南京	湿法异步	2021		37.53	3.13	3.61

资料来源：公司公告，中银证券

五、风险提示

玻纤产能超预期投放，风电装机进度缓慢，锂膜产能消化不及预期。

图表 13. 2022Q3 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021Q3	2022Q3	同比增长(%)
营业收入	5,282.61	4,780.80	(9.50)
营业税及附加	47.17	39.37	(16.54)
净营业收入	5,235.44	4,741.42	(9.44)
营业成本	3,714.25	3,588.53	(3.38)
销售费用	64.96	64.50	(0.70)
管理费用	450.72	515.39	14.35
财务费用	112.73	63.12	(44.01)
资产减值损失	9.11	(3.80)	(141.64)
营业利润	996.19	668.34	(32.91)
营业外收入	4.08	14.17	247.47
营业外支出	4.97	2.39	(51.90)
利润总额	995.30	680.12	(31.67)
所得税	168.49	93.44	(44.54)
少数股东损益	26.44	40.28	52.35
归属母公司股东净利润	800.37	546.40	(31.73)
扣除非经常性损益的净利润	746.19	395.55	(46.99)
每股收益(元)	0.48	0.33	(31.25)
扣非后每股收益(元)	0.44	0.24	(45.45)
毛利率(%)	29.69	24.94	减少 4.75 个百分点
净利率(%)	15.65	12.27	减少 3.38 个百分点
销售费用率(%)	1.23	1.35	增加 0.12 个百分点
管理费用率(%)	8.53	10.78	增加 2.25 个百分点
财务费用率(%)	2.13	1.32	减少 0.81 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 14. 2022Q1-3 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021Q1-3	2022Q1-3	同比增长(%)
营业收入	14,641.99	14,701.21	0.40
营业税及附加	142.98	134.62	(5.85)
净营业收入	14,499.01	14,566.59	0.47
营业成本	9,963.00	10,681.91	7.22
销售费用	181.83	180.53	(0.72)
管理费用	1,287.23	1,380.27	7.23
财务费用	315.36	228.74	(27.47)
资产减值损失	37.68	(4.92)	(113.06)
营业利润	3,215.30	2,980.28	(7.31)
营业外收入	36.92	62.95	70.47
营业外支出	9.87	10.71	8.57
利润总额	3,242.36	3,032.51	(6.47)
所得税	507.38	473.83	(6.61)
少数股东损益	87.69	140.86	60.63
归属母公司股东净利润	2,647.29	2,417.83	(8.67)
扣除非经常性损益的净利润	2,322.63	1,643.94	(29.22)
每股收益(元)	1.58	1.44	(8.86)
扣非后每股收益(元)	1.38	0.98	(28.99)
毛利率(%)	31.96	27.34	减少 4.62 个百分点
净利率(%)	18.68	17.40	减少 1.27 个百分点
销售费用率(%)	1.24	1.23	减少 0.01 个百分点
管理费用率(%)	8.79	9.39	增加 0.60 个百分点
财务费用率(%)	2.15	1.56	减少 0.60 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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	18,711	20,295	19,642	23,893	28,118
销售成本	13,636	14,207	14,315	17,247	19,543
经营费用	1,310	1,484	1,375	1,529	1,800
息税折旧前利润	3,986	5,801	5,791	6,559	7,900
折旧及摊销	1,121	1,292	1,857	2,069	2,261
经营利润(息税前利润)	2,866	4,509	3,934	4,490	5,639
净利息收入/(费用)	(433)	(487)	(441)	(411)	(367)
其他收益/(损失)	45	73	967	557	257
税前利润	2,433	4,022	3,493	4,079	5,272
所得税	381	649	534	623	804
少数股东权益	(83)	102	70	75	89
净利润	2,052	3,373	2,959	3,456	4,468
核心净利润	2,007	3,301	1,991	2,898	4,210
每股收益(人民币)	1.223	2.010	1.763	2.059	2.662
核心每股收益(人民币)	1.196	1.967	1.187	1.727	2.509
每股股息(人民币)	0.400	0.635	0.530	0.620	0.800
收入增长(%)	38	8	(3)	22	18
息税前利润增长(%)	41	57	(13)	14	26
息税折旧前利润增长(%)	27	46	(0)	13	20
每股收益增长(%)	49	64	(12)	17	29
核心每股收益增长(%)	83	64	(40)	46	45

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	2,933	2,635	5,117	7,898	11,277
应收帐款	3,525	4,164	4,019	4,812	5,596
库存	2,109	2,250	2,168	2,622	3,070
其他流动资产	4,628	5,330	5,330	5,330	5,330
流动资产总计	13,196	14,379	16,633	20,661	25,273
固定资产	14,798	17,883	18,939	19,330	19,533
无形资产	1,229	1,280	1,365	1,357	1,320
其他长期资产	4,472	4,085	3,115	2,881	2,871
长期资产总计	20,500	23,247	23,419	23,569	23,725
总资产	33,695	37,627	40,052	44,230	48,998
应付帐款	6,033	7,172	7,219	8,504	9,511
短期债务	2,312	1,888	1,888	1,888	1,888
其他流动负债	4,056	4,522	4,486	4,581	4,792
流动负债总计	12,401	13,583	13,593	14,974	16,191
长期借款	5,499	3,371	3,371	3,371	3,371
其他长期负债	1,742	5,061	5,337	5,644	5,979
股本	1,678	1,678	1,678	1,678	1,678
储备	12,375	13,933	16,073	18,563	21,778
股东权益	14,053	15,611	17,751	20,241	23,456
少数股东权益	920	1,442	1,512	1,588	1,677
总负债及权益	33,695	37,627	40,052	44,230	48,998
每股帐面价值(人民币)	7.83	8.44	9.68	11.12	12.98
每股有形资产(人民币)	19.10	21.37	22.84	25.36	28.23
每股净负债/(现金)(人民币)	3.95	4.58	3.27	1.79	(0.02)

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	2,433	4,022	3,493	4,079	5,272
折旧与摊销	1,121	1,292	1,857	2,069	2,261
净利息费用	433	487	441	411	367
运营资本变动	545	300	(239)	(133)	15
税金	980	1,314	530	501	585
其他经营现金流	(1,120)	(3,142)	(1,657)	(1,280)	(1,203)
经营活动产生的现金流	3,301	3,672	4,904	5,913	7,267
购买固定资产净值	1,709	1,693	2,028	2,219	2,417
投资减少/增加	276	(86)	(27)	(27)	(27)
其他投资现金流	(7)	54	58	98	144
投资活动产生的现金流	(1,992)	(1,553)	(1,943)	(2,094)	(2,245)
净增权益	(120)	(1,908)	0	0	0
净增债务	868	339	0	0	0
支付股息	671	1,066	889	1,040	1,342
其他融资现金流	17	281	(489)	(498)	(500)
融资活动产生的现金流	94	(2,354)	(1,378)	(1,539)	(1,843)
现金变动	1,373	(258)	1,583	2,281	3,178
期初现金	1,655	2,933	2,635	5,117	7,898
公司自由现金流	1,309	2,119	2,961	3,820	5,021
权益自由现金流	2,194	2,739	2,472	3,321	4,521

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(%)	21.3	28.6	29.5	27.5	28.1
息税前利润率(%)	15.3	22.2	20.0	18.8	20.1
税前利润率(%)	13.0	19.8	17.8	17.1	18.7
净利率(%)	10.5	17.1	15.4	14.8	16.2
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.1	1.2	1.4	1.6
利息覆盖率(倍)	9.2	11.9	13.1	16.0	21.5
净权益负债率(%)	47.1	49.2	30.9	14.8	(0.2)
速动比率(倍)	0.9	0.9	1.1	1.2	1.4
估值					
市盈率(倍)	22.3	13.6	15.4	13.2	10.2
核心业务市盈率(倍)	22.8	13.8	23.0	15.8	10.9
市净率(倍)	3.5	3.2	2.8	2.5	2.1
价格/现金流(倍)	34.9	21.6	15.4	12.0	9.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.5	7.9	7.9	7.0	5.8
周转率					
存货周转天数	41.1	40.5	40.3	40.0	39.9
应收帐款周转天数	68.8	74.9	74.7	73.5	72.6
应付帐款周转天数	161.5	184.3	184.1	180.0	177.6
回报率					
股息支付率(%)	32.7	31.6	30.1	30.1	30.0
净资产收益率(%)	14.0	22.3	17.1	17.4	19.4
资产收益率(%)	5.8	9.2	7.6	8.0	9.3
已运用资本收益率(%)	10.2	14.6	11.8	12.2	13.8

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