

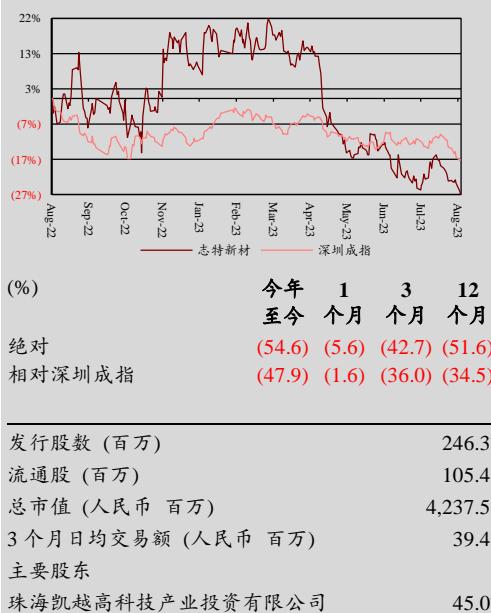
300986.SZ 增持

原评级：增持
市场价格：人民币 17.20
板块评级：中性

本报告要点

- 志特新材 2023 年中报点评

股价表现



以 2023 年 8 月 22 日收市价为标准

相关研究报告

- 《志特新材》20230430
- 《志特新材》20221031
- 《志特新材》20220817

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰：专业工程

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

证券分析师：林祁桢

qizhen.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523080001

联系人：杨逸菲

yifei.yang@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030023

联系人：郝子禹

ziyu.hao@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122060027

志特新材

净利润承压，公司精细化管理优势不改

公司发布 2023 中报，上半年公司营收 10.12 亿元，同增 29.42%；归母净利 0.36 亿元，同减 49.79%；EPS0.14 元，同减 51.72%。铝模板行业进入调整阶段，公司精细化管理优势突出。维持公司增持评级。

支撑评级的要点

- 23H1 营收持续增长，净利润承压：**2023Q2 公司营收 6.32 亿元，同增 21.63%；归母净利 0.34 亿元，同减 48.62%。现金流方面，23H1 公司经营现金流净额-1.33 亿元，净流出规模同比扩大 108.93%。23Q2 经营现金流净额为-1.47 亿元，净流出规模同比扩大 62.05%，主要系应收账款回收周期延长，且因新成立子公司业务逐步增长需要，原材料采购增加所致。
- 盈利能力下滑，费用控制能力减弱：**23H1 公司毛利率为 26.74%，同减 4.98pct；归母净利率 3.51%，同减 5.54pct。23Q2 公司毛利率为 28.34%，同减 4.29pct；归母净利率 5.33%，同减 7.29pct。23H1 公司期间费用率为 22.43%，同增 3.07pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别变动 0.59/0.06/1.20/1.23pct；23Q2 公司期间费用率为 20.53%，同增 4.52pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别变动 1.28/0.93/1.18/1.13pct。
- 防护平台出租收入减少但照提折旧。**公司归母净利降幅较大主要系受广东省住建厅发布对防护平台建筑施工技改要求，上半年防护平台对外出租业务收入减少，但成本按照年限计提折旧；且以销售模式为主的装配式 PC 产品规模占比上升，毛利相对铝模租赁业务较低，一定程度上拉低公司毛利水平；公司上半年发行可转债，当期计提的财务利息费用较高。
- 行业进入调整阶段，公司精细化管理优势突出。**铝模板租赁业务管理难度大、精细化程度要求高，导致部分管理能力较弱、模板保有量有限的企业退出行业。公司模板保有量较为充裕，精细化管理能力较强，优势突出。

估值

- 上半年公司业绩降幅较大，我们对应调整盈利预测。预计 2023-2025 年公司收入为 23.9、28.2、31.4 亿元；归母净利分别为 1.1、2.0、2.4 亿元；EPS 分别为 0.46、0.81、0.97 元。维持公司增持评级。

评级面临的主要风险

- 原料价格上涨超预期，政策落地效果不及预期，产能扩张进度不及预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	1,481	1,930	2,393	2,818	3,139
增长率(%)	32.3	30.3	24.0	17.8	11.4
EBITDA(人民币 百万)	977	1,011	1,073	1,328	778
归母净利润(人民币 百万)	164	177	113	198	240
增长率(%)	(2.4)	7.9	(36.5)	76.1	20.8
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.67	0.72	0.46	0.81	0.97
原先预测摊薄每股收益 (人民币)			1.55	2.03	2.75
调整幅度 (%)			(70.3)	(60.1)	(64.7)
市盈率(倍)	25.8	23.9	37.6	21.4	17.7
市净率(倍)	3.4	3.0	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA(倍)	8.3	7.9	3.8	3.6	5.4
每股股息(人民币)	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3
股息率(%)	0.2	0.5	0.7	1.3	1.6

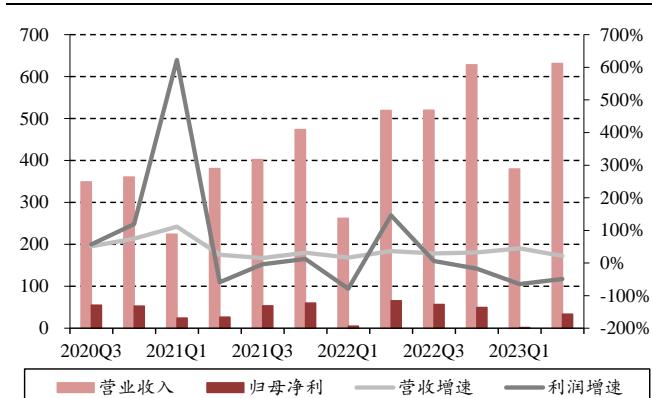
资料来源：公司公告，中银证券预测

一、2023H1 营收稳步增长，归母净利下滑

事件：8月18日，公司发布2023年中报。上半年公司实现营业收入10.12亿元，同增29.42%；归母净利0.36亿元，同减49.79%；扣非归母净利0.15亿元，同减72.10%；EPS0.14元，同减51.72%。2023Q2公司实现营业收入6.32亿元，同增21.63%；归母净利0.34亿元，同减48.62%；扣非归母净利0.23亿元，同减53.67%。上半年公司营收稳步增长，但归母净利降幅明显。现金流方面，上半年公司经营活动现金流量净额为-1.33亿元，净流出规模同比扩大108.93%。其中二季度公司经营现金流净额为-1.47亿元，净流出规模同比扩大62.05%。上半年公司经营现金流净流出规模增加，主要系房地产行业持续承压，应收账款回收周期延长，同时因新成立子公司业务逐步增长需要，原材料采购增加所致。

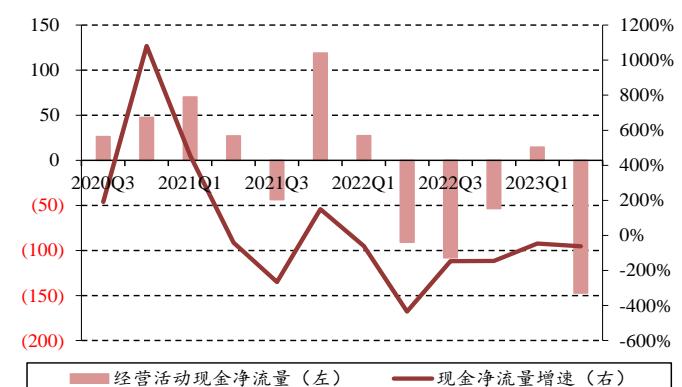
2023H1公司盈利能力下滑，费用控制能力减弱。上半年公司毛利率为26.74%，同减4.98pct；归母净利率3.51%，同减5.54pct。其中二季度公司毛利率为28.34%，同减4.29pct；归母净利率5.33%，同减7.29pct。上半年公司盈利能力出现较明显下滑。期间费用率方面，上半年公司期间费用率为22.43%，同增3.07pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别变动0.59/0.06/1.20/1.23pct；二季度公司期间费用率为20.53%，同增4.52pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别变动1.28/0.93/1.18/1.13pct。上半年公司费用控制能力有所减弱。

图表1. 2023H1公司营收同增净利同减（单位：百万）



资料来源：公司公告，中银证券

图表2. 2023H1公司经营现金流净流出规模扩大（单位：百万）



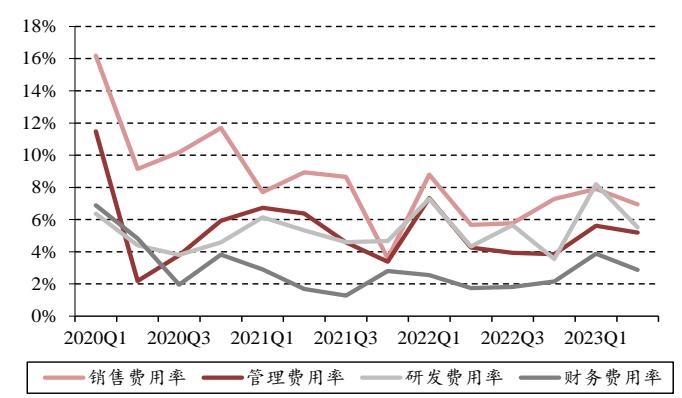
资料来源：公司公告，中银证券

图表3. 2023H1公司毛利率及归母净利率同比下滑



资料来源：公司公告，中银证券

图表4. 2023H1公司期间费用率同比增长



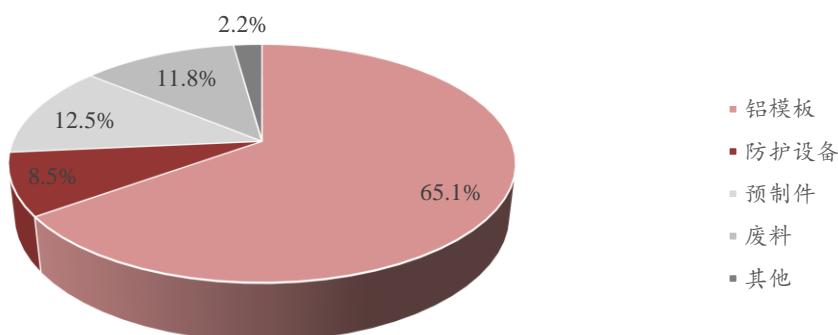
资料来源：公司公告，中银证券

二、预制件占比提升，铝模板毛利率同比下滑

铝模板毛利率同比下滑，PC 预制构件占比提升。分产品来看，上半年铝模板业务仍是公司最主要营收来源，占比为 65.1%；防护设备营收占比为 8.5%，同减 1.2pct；PC 预制构件业务营收占比较上年同期提升 3.8pct，达到 12.5%。毛利率方面，2023H1 公司铝模板及防护设备毛利率同比均有下滑，预制件毛利率则有提升。

上半年防护平台出租收入减少但照提折旧。2023年上半年，公司国内模架业务稳中有升，境外铝模业务增长较快，装配式 PC 构件产销量增加，使得公司整体业务规模保持稳健增长。但公司归母净利降幅较大，主要系受广东省住建厅发布对防护平台建筑施工技改要求，上半年防护平台对外出租业务收入减少，但成本按照年限计提折旧；且以销售模式为主的装配式 PC 产品规模占比上升，毛利相对铝模租赁业务较低，一定程度上拉低公司整体毛利水平；同时公司上半年发行可转债，当期计提的财务利息费用较高。

图表 5. 2023H1 预制件占比提升



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 2023H1 公司铝模板及防护设备毛利率同比均下降

	2023H1	2022H1	毛利率同比增减
铝模	31.39%	36.92%	-5.53pct
防护平台	3.99%	7.89%	-3.90pct
装配式预制件	19.05%	16.81%	2.24pct
废料	25.05%	33.08%	-8.03pct
其他	29.40%	28.60%	0.80pct

资料来源：公司公告，中银证券

三、行业进入调整阶段，公司精细化管理优势突出

近年来，受下游需求波动和成本压力的双重挤压，行业发展进入调整阶段，后进入及新进入的铝模公司因物资积累储备不够，增加新材料压力较大；在产品以租赁为主要商业模式前提下，管理链条涉及项目定制化设计、生产、工程服务、模板回收、模板翻新、模板再周转等环节，管理难度大、精细化程度要求高；基于这两方面因素和压力，一些精细化管理薄弱及模板保有量有限的企业选择退出行业。

公司销售、工程、深化设计等部门形成“铁三角”团队，在营销服务的前端，为客户提供最优的技术解决方案，确保项目问题在 24 小时内迅速解决；在营销服务的后端，生产、品管、物流及其他职能部门在产品交期、质量控制、物流安全保证等方面提供优质服务。公司项目辐射全国多个省市及自治区，施工现场出现服务需求时，区域服务人员力争 2 小时内到达项目现场；各生产基地辐射范围 500 公里内的，补料力争当日到达，其他区域力争 24—48 小时运至施工现场。强大的综合服务能力使公司在激烈的市场竞争中处于优势地位。

四、风险提示

产能投放不及预期，原材料价格上涨超预期，下游市场需求下滑

图表 7. 2023H1 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022H1	2023H1	同比增长(%)
营业收入	781.69	1,011.67	29.42
营业税及附加	6.80	7.13	4.83
净营业收入	774.89	1,004.54	29.64
营业成本	533.76	741.14	38.85
销售费用	52.49	73.89	40.78
管理费用	83.01	120.09	44.66
财务费用	15.81	32.95	108.39
资产减值损失	1.00	9.00	800.00
营业利润	99.02	51.00	(48.49)
营业外收入	1.20	0.65	(45.35)
营业外支出	0.62	1.08	74.01
利润总额	99.59	50.57	(49.22)
所得税	25.86	10.89	(57.90)
少数股东损益	2.95	4.14	40.60
归属母公司股东净利润	70.79	35.54	(49.79)
扣除非经常性损益的净利润	53.95	15.05	(72.10)
每股收益(元)	0.29	0.14	(51.72)
毛利率(%)	31.72	26.74	减少 4.98 个百分点
净利率(%)	9.43	3.92	减少 5.51 个百分点
销售费用率(%)	6.71	7.30	增加 0.59 个百分点
管理费用率(%)	5.29	5.35	增加 0.06 个百分点
研发费用率(%)	5.32	6.52	增加 1.20 个百分点
财务费用率(%)	2.02	3.26	增加 1.23 个百分点

资料来源：万得，中银证券

图表 8. 2023Q2 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022Q2	2023Q2	同比增长(%)
营业收入	519.33	631.63	21.63
营业税及附加	3.69	4.00	8.43
净营业收入	515.64	627.63	21.72
营业成本	349.91	452.65	29.36
销售费用	29.43	43.88	49.11
管理费用	44.61	67.58	51.49
财务费用	9.10	18.20	100.02
资产减值损失	1.00	5.00	400.00
营业利润	90.30	50.07	(44.55)
营业外收入	0.20	0.54	173.90
营业外支出	0.41	0.50	20.54
利润总额	90.08	50.11	(44.37)
所得税	22.44	9.56	(57.41)
少数股东损益	2.06	6.86	232.84
归属母公司股东净利润	65.59	33.70	(48.62)
扣除非经常性损益的净利润	50.56	23.43	(53.67)
毛利率(%)	32.62	28.34	减少 4.29 个百分点
净利率(%)	13.03	6.42	减少 6.61 个百分点
销售费用率(%)	5.67	6.95	增加 1.28 个百分点
管理费用率(%)	4.26	5.19	增加 0.93 个百分点
研发费用率(%)	4.33	5.51	增加 1.18 个百分点
财务费用率(%)	1.75	2.88	增加 1.13 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	2021	2022	2023E	2024E	2025E	年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,481	1,930	2,393	2,818	3,139	净利润	175	183	116	205	247
营业收入	1,481	1,930	2,393	2,818	3,139	折旧摊销	779	798	925	1,060	452
营业成本	1,000	1,332	1,754	2,001	2,217	营运资金变动	(89)	(426)	391	(448)	393
营业税金及附加	12	18	24	26	30	其他	(692)	(780)	32	77	71
销售费用	103	128	168	194	215	经营活动现金流	173	(225)	1,464	894	1,163
管理费用	74	86	132	149	160	资本支出	(333)	(222)	(1,182)	(1,202)	(812)
研发费用	75	93	144	161	173	投资变动	4	1	0	0	0
财务费用	31	39	53	68	77	其他	40	18	1	1	1
其他收益	33	39	40	37	39	投资活动现金流	(290)	(204)	(1,181)	(1,201)	(811)
资产减值损失	0	0	0	0	0	银行借款	(6)	488	191	507	(118)
信用减值损失	(18)	(59)	(24)	(19)	(19)	股权融资	164	(127)	144	(37)	(44)
资产处置收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)	其他	(24)	96	(117)	(36)	(93)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	筹资活动现金流	133	457	218	434	(256)
投资收益	1	2	1	1	2	净现金流	16	28	501	127	96
汇兑收益	0	0	0	0	0						
营业利润	201	215	136	238	289						
营业外收入	2	1	2	2	2						
营业外支出	1	1	1	1	1						
利润总额	202	215	136	239	290						
所得税	27	32	20	34	42						
净利润	175	183	116	205	247						
少数股东损益	11	5	3	6	7						
归母净利润	164	177	113	198	240						
EBITDA	977	1,011	1,073	1,328	778						
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.67	0.72	0.46	0.81	0.97						

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	2021	2022	2023E	2024E	2025E	年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,065	1,690	2,153	2,769	2,735	盈利能力					
现金及等价物	191	217	718	845	942	息税前利润率(%)	13.4	11.0	6.2	9.5	10.4
应收账款	491	1,011	852	1,342	1,102	营业利润率(%)	13.6	11.1	5.7	8.5	9.2
应收票据	30	38	47	53	58	毛利率(%)	32.5	30.9	26.7	29.0	29.4
存货	231	289	395	386	479	归属净利润率(%)	11.1	9.2	4.7	7.0	7.6
预付账款	16	9	24	14	28	ROE(%)	13.3	12.7	6.8	10.9	11.9
合同资产	0	0	0	0	0	ROIC(%)	9.0	5.7	4.1	6.0	7.9
其他流动资产	106	126	117	129	125	偿债能力					
非流动资产	1,786	2,243	2,496	2,640	2,999	资产负债率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
长期投资	0	6	6	6	6	净负债权益比	0.3	0.7	0.4	0.5	0.4
固定资产	1,394	1,638	1,840	1,940	2,264	流动比率	0.8	0.9	0.9	1.0	0.9
无形资产	206	234	274	309	339	营运能力					
其他长期资产	186	366	376	385	390	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
资产合计	2,851	3,933	4,649	5,409	5,734	应收账款周转率	3.8	2.6	2.6	2.6	2.6
流动负债	1,319	1,884	2,277	2,682	3,066	应付账款周转率	7.1	5.8	5.5	5.7	5.7
短期借款	367	626	729	1,063	1,200	费用率					
应付账款	228	434	437	557	544	销售费用率(%)	7.0	6.6	7.0	6.9	6.8
其他流动负债	724	824	1,110	1,062	1,322	管理费用率(%)	5.0	4.5	5.5	5.3	5.1
非流动负债	244	530	593	779	517	研发费用率(%)	5.0	4.8	6.0	5.7	5.5
长期借款	221	450	537	711	455	财务费用率(%)	2.1	2.0	2.2	2.4	2.5
其他长期负债	23	81	56	68	62	每股指标(元)					
负债合计	1,562	2,415	2,870	3,461	3,583	每股收益(最新摊薄)	0.7	0.7	0.5	0.8	1.0
股本	117	164	246	246	246	每股经营现金流(最新摊薄)	0.7	(0.9)	5.9	3.6	4.7
少数股东权益	57	120	123	130	137	每股净资产(最新摊薄)	5.0	5.7	6.7	7.4	8.2
归属母公司股东权益	1,232	1,399	1,656	1,818	2,013	每股股息	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3
负债和股东权益合计	2,851	3,933	4,649	5,409	5,734	估值比率					
						P/E(最新摊薄)	25.8	23.9	37.6	21.4	17.7
						P/B(最新摊薄)	3.4	3.0	2.6	2.3	2.1
						EV/EBITDA	8.3	7.9	3.8	3.6	5.4
						价格/现金流(倍)	24.5	(18.8)	2.9	4.7	3.6

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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	175	183	116	205	247
折旧摊销	779	798	925	1,060	452
营运资金变动	(89)	(426)	391	(448)	393
其他	(692)	(780)	32	77	71
经营活动现金流	173	(225)	1,464	894	1,163
资本支出	(333)	(222)	(1,182)	(1,202)	(812)
投资变动	4	1	0	0	0
其他	40	18	1	1	1
投资活动现金流	(290)	(204)	(1,181)	(1,201)	(811)
银行借款	(6)	488	191	507	(118)
股权融资	164	(127)	144	(37)	(44)
其他	(24)	96	(117)	(36)	(93)
筹资活动现金流	133	457	218	434	(256)
净现金流	16	28	501	127	96

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	32.3	30.3	24.0	17.8	11.4
营业利润增长率(%)	(5.2)	6.8	(36.8)	75.8	21.3
归属于母公司净利润增长率(%)	(2.4)	7.9	(36.5)	76.1	20.8
息税前利润增长(%)	(3.7)	6.7	(30.3)	81.1	21.8
息税折旧前利润增长(%)	48.7	3.4	6.1	23.8	(41.4)
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	(2.4)	7.9	(36.5)	76.1	20.8
盈利能力					
息税前利润率(%)	13.4	11.0	6.2	9.5	10.4
营业利润率(%)	13.6	11.1	5.7	8.5	9.2
毛利率(%)	32.5	30.9	26.7	29.0	29.4
归属净利润率(%)	11.1	9.2	4.7	7.0	7.6
ROE(%)	13.3	12.7	6.8	10.9	11.9
ROIC(%)	9.0	5.7	4.1	6.0	7.9
偿债能力					
资产负债率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
净负债权益比	0.3	0.7	0.4	0.5	0.4
流动比率	0.8	0.9	0.9	1.0	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	3.8	2.6	2.6	2.6	2.6
应付账款周转率	7.1	5.8	5.5	5.7	5.7
费用率					
销售费用率(%)	7.0	6.6	7.0	6.9	6.8
管理费用率(%)	5.0	4.5	5.5	5.3	5.1
研发费用率(%)	5.0	4.8	6.0	5.7	5.5
财务费用率(%)	2.1	2.0	2.2	2.4	2.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.7	0.7	0.5	0.8	1.0
每股经营现金流(最新摊薄)	0.7	(0.9)	5.9	3.6	4.7
每股净资产(最新摊薄)	5.0	5.7	6.7	7.4	8.2
每股股息	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3
估值比率					
P/E(最新摊薄)	25.8	23.9	37.6	21.4	17.7
P/B(最新摊薄)	3.4	3.0	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	8.3	7.9	3.8	3.6	5.4
价格/现金流(倍)	24.5	(18.8)	2.9	4.7	3.6

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，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