

300767.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 20.68

板块评级: 中性

本报告要点

■ 震安科技 2023 年中报点评

股价表现



	今年至今	1月	3月	12月
绝对	(56.1)	(20.1)	(25.9)	(65.1)
相对深圳成指	(50.2)	(14.3)	(22.5)	(52.1)
发行股数 (百万)	247.23			
流通股 (百万)	209.35			
总市值 (人民币 百万)	5,112.69			
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	149.10			
主要股东				
北京华创三鑫投资管理合伙企业(有限合伙)	20.25			

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2023 年 8 月 29 日收市价为标准

相关研究报告

《震安科技》20230717

《震安科技》20230427

《震安科技》20230222

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

证券分析师：陈浩武

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

震安科技

盈利能力下滑，西南地区营收占比提升

公司发布 2023 年中报，2023H1 公司营收 3.31 亿元，同减 23.21%；归母净利 0.15 亿元，同减 72.79%；EPS0.06 元，同减 73.31%。减隔震立法体系日益完善，震振双控市场有望打开新成长空间。维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- **中期业绩继续承压：**23Q2 公司营收 2.04 亿元，同增 0.56%；归母净利 0.11 亿元，同减 51.11%。23H1 公司经营活动现金净流量为 -1.28 亿元，同比由正转负，降幅为 410.52%；23Q2 公司经营现金流净额为 -0.91 亿元，同减 219.75%。上半年公司经营现金流出较多，主要系报告期内销售收入较上年同期下降，已签订合同未执行金额较大，增加备货，同时政府补助、增值税留抵退税减少。
- **盈利能力下滑，期间费用率同比增加。**23H1 公司毛利率 39.85%，同减 2.63pct；归母净利率为 4.49%，同减 8.18pct。23Q2 公司毛利率为 41.40%，同减 6.70pct；归母净利率 5.30%，同减 5.60pct。23H1 公司期间费用率为 31.54%，同增 9.24pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别变动 0.73/2.99/3.71/1.81pct。上半年公司期间费用率同比增加，其中研发费用率同比增幅较明显。
- **西南地区业务占比同比增加。**分地区来看，公司减隔震业务覆盖西南、华南、华北、西北等多个地区，其中西南地区上半年营收占比为 40.63%，同增 5.75pct；华南地区营收占比为 25.31%，同增 5.98pct。23H1 公司在华北和西北地区的营收占比则有所下降，同比分别下滑 0.56、8.95pct。毛利率方面，西南和西北地区毛利率同比降幅较大，分别为 7.81pct、4.38pct，华南和华北地区毛利率同比则分别提升 3.80pct、3.26pct。
- **减隔震立法体系日益完善，震振双控市场有望打开新成长空间。**《建设工程抗震管理条例》正式实施后，相关配套立法陆续出台，减隔震立法体系日益完善，有利于减隔震产品在建筑中使用比重的提升。除建筑领域以外，地铁上盖物业、工业厂房、工业设施等领域对减隔震技术的需求也在不断增长，许多特种行业对于特殊振动的控制需求也不断涌现。日常生活和生产中对设备减隔震（振）产品和技术的需求不断增长有望为减隔震企业打开新成长空间。

估值

- 公司上半年业绩降幅较大，我们对应下调盈利预测。预计 2023-2025 年公司收入为 7.6、10.0、13.0 亿元；归母净利润分别为 0.8、1.2、1.7 亿元；EPS 分别为 0.33、0.48、0.70 元。维持公司买入评级。

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)	670	897	759	1,001	1,303
增长率(%)	15.5	33.9	(15.4)	31.8	30.2
EBITDA(人民币 百万)	107	168	154	241	335
归母净利润(人民币 百万)	87	100	80	118	172
增长率(%)	(45.6)	14.6	(19.7)	46.3	46.3
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.35	0.41	0.33	0.48	0.70
原先预测摊薄每股收益 (人民币)			0.49	0.71	1.04
调整幅度 (%)			(32.7)	(32.4)	((32.7))
市盈率(倍)	58.5	51.0	63.5	43.4	29.7
市净率(倍)	4.0	3.2	3.0	2.9	2.7
EV/EBITDA(倍)	197.9	69.9	31.9	24.8	16.1
每股股息(人民币)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
股息率(%)	0.1	0.2	0.3	0.5	0.7

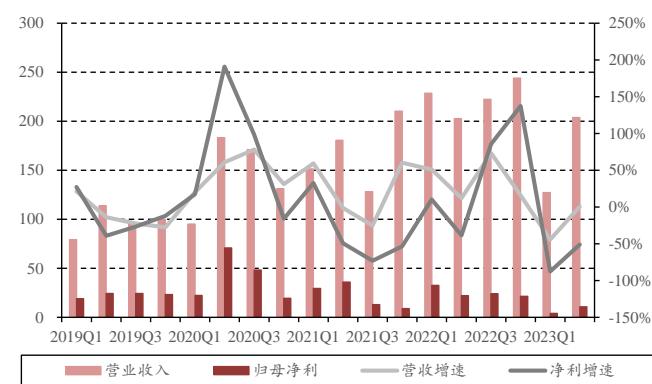
资料来源：公司公告，中银证券预测

一、业绩承压，盈利能力下滑

事件：8月28日，公司发布2023年中期业绩报告。上半年公司实现营收3.31亿元，同减23.21%；归母净利0.15亿元，同减72.79%；扣非归母净利0.13亿元，同减77.47%；EPS0.06元，同减73.31%。23Q2公司营收2.04亿元，同增0.56%；归母净利0.11亿元，同减51.11%。上半年公司营收及归母净利均下滑，归母净利降幅明显。现金流方面，23H1公司经营活动现金流量净额为-1.28亿元，同比由正转负，同比大幅下滑410.52%；23Q2公司经营现金流净额为-0.91亿元，同比降幅为219.75%。上半年公司经营现金流出较多，主要系报告期内销售收入较上年同期下降，已签订合同未执行金额较大，增加备货，同时政府补助、增值税留抵退税减少。

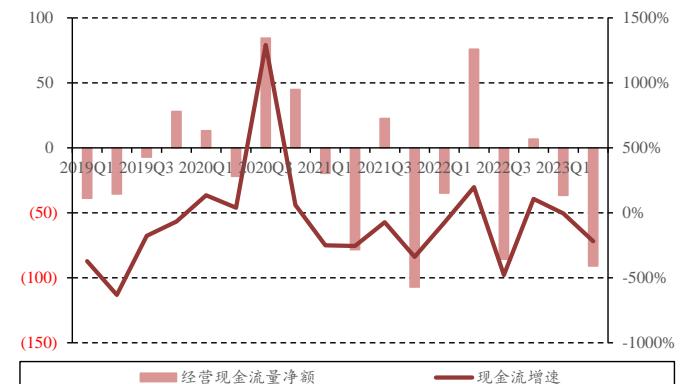
盈利能力下滑，期间费用率同比增加。盈利能力方面，上半年公司毛利率为39.85%，同减2.63pct；归母净利率为4.49%，同减8.18pct。23Q2公司毛利率为41.40%，同减6.70pct；归母净利率5.30%，同减5.60pct。上半年公司盈利能力有所下降。期间费用方面，上半年公司期间费用率为31.54%，同增9.24pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别变动0.73/2.99/3.71/1.81pct。2023Q2公司期间费用率为26.36%，同减0.68pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别变动-3.25/-1.46/3.76/0.27pct。上半年公司期间费用率同比增加，其中研发费用率同比增幅较明显。

图表1. 2023Q2公司营收持平，归母净利降幅较大
(单位：百万)



资料来源：公司公告，中银证券

图表2. 2023Q2公司经营现金流净额同比由正转负
(单位：百万)



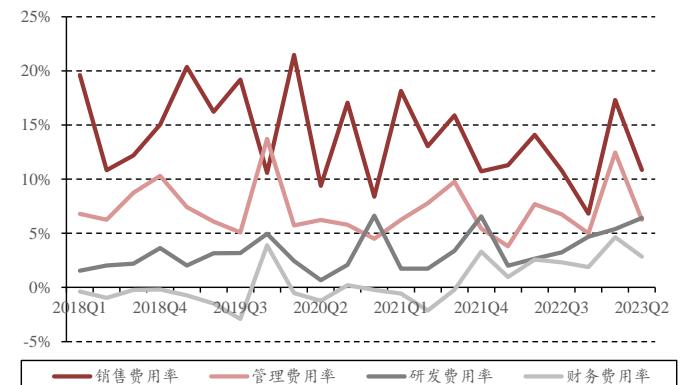
资料来源：公司公告，中银证券

图表3. 2023Q2公司盈利能力下滑



资料来源：公司公告，中银证券

图表4. 2023Q2公司期间费用率同比小幅下降

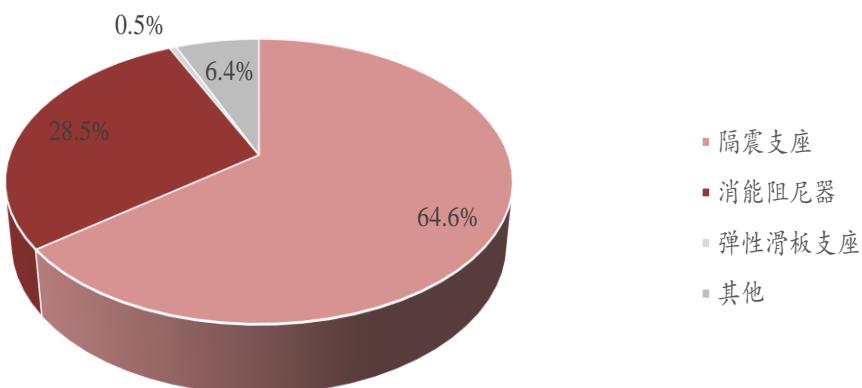


资料来源：公司公告，中银证券

二、西南地区业务占比同比增加

分产品来看，2023H1 公司隔震支座产品仍是最主要营收来源，占比为 64.6%，同增 2.40pct；减震产品消能阻尼器上半年营收占比 28.54%，同减 5.09pct。隔震支座和消能阻尼器业务毛利率同比分别下降 3.10pct、0.89pct。分地区来看，公司减隔震业务覆盖西南、华南、华北、西北等多个地区，其中西南地区上半年营收占比为 40.63%，同增 5.75pct；华南地区营收占比为 25.31%，同增 5.98pct。23H1 公司在华北和西北地区的营收占比则有所下降，同比分别下滑 0.56、8.95pct。毛利率方面，西南和西北地区毛利率同比降幅较大，分别为 7.81pct、4.38pct，华南和华北地区毛利率同比则分别提升 3.80pct、3.26pct。

图表 5. 2023H1 隔震支座营收占比超 60%，消能阻尼器营收占比接近 30%



资料来源：公司财报，中银证券

图表 6. 2023H1 公司隔震及减震产品毛利率均有下降

	营收占比			毛利率水平		
	2023H1(%)	2022H1(%)	占比变动(pct)	2023H1(%)	2022H1(%)	毛利率变动(pct)
隔震支座	64.57	62.17	2.40	40.86	43.96	(3.10)
消能阻尼器	28.54	33.63	(5.09)	39.27	40.16	(0.89)

资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 2023H1 西南及华南地区为公司主要业务覆盖区域，合计营收占比超 65%

	营收占比			毛利率水平		
	2023H1(%)	2022H1(%)	占比变动(pct)	2023H1(%)	2022H1(%)	毛利率变动(pct)
西南地区	40.63	34.88	5.75	46.28	54.09	(7.81)
华南地区	25.31	19.33	5.98	32.67	28.87	3.80
华北地区	19.02	19.58	(0.56)	33.54	30.28	3.26
西北地区	14.06	23.01	(8.95)	39.58	43.96	(4.38)

资料来源：公司公告，中银证券

三、减隔震立法体系日益完善，震振双控市场有望打开新成长空间

减隔震立法体系逐渐完善。2021年9月《建设工程抗震管理条例》正式实施后，2021年12月住建部发布的《建筑抗震设计规范》（局部修订条文征求意见稿）及2022年3月清华大学、广州大学等有关单位编制的《基于保持建筑正常使用功能的抗震技术导则（送审稿）》均为配合抗震条例立法，对建筑抗震性能设计的技术及地震时对建筑能正常使用的功能保持性要求做出了更加严格具体的规范，相关政策的正式出台将提高行业技术门槛；四川省2022年5月发布的《关于认真贯彻落实〈建设工程抗震管理条例〉的通知》及6月《〈四川省房屋建筑和市政基础设施抗震设防专项审查实施办法〉（征求意见稿）》，对高烈度设防地区、地震重点监视防御区的新建学校、幼儿园、医院等八类建筑，应当按照国家有关规定采用减隔震等技术，保证发生本区域设防地震时能满足正常使用，提出了更高要求，预示着减隔震产品在建筑中使用的比重将逐步加大和国家标准的不断提高。**震振双控市场增长迅速，有望打开新成长空间。**近年来，除普通建筑减隔震技术应用发展较快外，地铁上盖物业、工业厂房、工业设施等领域对减隔震技术的需求也在不断增长。例如对于地铁上盖、沿线的住宅可以通过最新的减隔震（振）技术在现有振动、噪音控制基础上进一步提升。很多特种行业对于特殊振动的控制需求也不断涌现，这些需求可以通过适当的对策或减振产品解决方案得到满足。随着日常生活和生产中对设备减隔震（振）产品和技术的需求不断增长，有望为减隔震企业打开新成长空间。

四、风险提示

原材料价格上涨超预期，政策落地效果不及预期，公司产能扩张进度不及预期

图表 8. 2023H1 业绩摘要表

(人民币，百万)	2022H1	2023H1	同比增长(%)
营业收入	431.07	331.02	(23.21)
营业税及附加	4.20	4.60	9.59
净营业收入	426.87	326.43	(23.53)
营业成本	247.96	199.11	(19.70)
销售费用	54.37	44.15	(18.79)
管理费用	34.31	48.53	41.46
财务费用	7.44	11.73	57.60
资产减值损失	1.00	9.00	800.00
营业利润	68.07	12.60	(81.48)
营业外收入	0.71	0.66	(8.17)
营业外支出	0.11	0.19	74.16
利润总额	68.68	13.07	(80.97)
所得税	13.51	(2.40)	(117.77)
少数股东损益	0.53	0.60	13.07
归属母公司股东净利润	54.64	14.87	(72.79)
扣除非经常性损益的净利润	56.83	12.80	(77.47)
每股收益(元)	0.23	0.06	(73.31)
扣非后每股收益(元)	0.23	0.05	(78.26)
毛利率(%)	42.48	39.85	减少 2.63 个百分点
净利率(%)	12.80	4.67	减少 8.12 个百分点
销售费用率(%)	12.61	13.34	增加 0.73 个百分点
管理费用率(%)	5.64	8.63	增加 2.99 个百分点
研发费用率(%)	2.32	6.03	增加 3.71 个百分点
财务费用率(%)	1.73	3.54	增加 1.81 个百分点

资料来源：万得，中银证券

图表 9. 2023Q2 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022Q2	2023Q2	同比增长(%)
营业收入	202.59	203.73	0.56
营业税及附加	1.52	3.35	120.65
净营业收入	201.07	200.38	(0.34)
营业成本	105.14	119.38	13.54
销售费用	28.57	22.11	(22.60)
管理费用	20.99	25.81	22.95
财务费用	5.23	5.81	11.00
资产减值损失	1.00	5.00	400.00
营业利润	30.71	9.02	(70.63)
营业外收入	0.64	0.13	(80.18)
营业外支出	0.00	0.09	3,604.09
利润总额	31.35	9.06	(71.10)
所得税	9.02	(2.19)	(124.34)
少数股东损益	0.24	0.45	87.67
归属母公司股东净利润	22.09	10.80	(51.11)
扣除非经常性损益的净利润	24.31	9.42	(61.24)
每股收益(元)	0.09	0.04	(55.56)
扣非后每股收益(元)	0.30	0.12	(60.00)
毛利率(%)	48.10	41.40	减少 6.70 个百分点
净利率(%)	11.02	5.52	减少 5.50 个百分点
销售费用率(%)	14.10	10.85	减少 3.25 个百分点
管理费用率(%)	7.70	6.24	减少 1.46 个百分点
研发费用率(%)	2.66	6.42	增加 3.76 个百分点
财务费用率(%)	2.58	2.85	增加 0.27 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	670	897	759	1,001	1,303	净利润	85	101	83	121	177
营业收入	670	897	759	1,001	1,303	折旧摊销	20	33	57	79	96
营业成本	391	518	458	581	736	营运资金变动	(266)	(247)	469	(845)	384
营业税金及附加	6	9	8	10	13	其他	(22)	75	6	29	37
销售费用	94	95	91	120	156	经营活动现金流	(183)	(38)	615	(616)	693
管理费用	47	52	46	60	78	资本支出	(212)	(149)	(219)	(219)	(219)
研发费用	24	29	34	45	59	投资变动	0	(10)	0	0	0
财务费用	2	17	13	28	39	其他	8	(18)	2	2	1
其他收益	8	2	4	4	3	投资活动现金流	(205)	(177)	(216)	(217)	(217)
资产减值损失	1	(3)	(0)	(0)	(1)	银行借款	67	193	(208)	458	(310)
信用减值损失	(22)	(56)	(26)	(23)	(21)	股权融资	17	201	(16)	(24)	(34)
资产处置收益	0	(2)	(1)	(1)	(1)	其他	178	(1)	(20)	(25)	(41)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	筹资活动现金流	262	393	(244)	409	(385)
投资收益	4	1	3	3	2	净现金流	(125)	178	155	(423)	91
汇兑收益	0	0	0	0	0						
营业利润	97	119	90	139	205						
营业外收入	2	2	8	4	4						
营业外支出	0	0	0	0	0						
利润总额	98	120	98	143	209						
所得税	13	19	15	21	31						
净利润	85	101	83	121	177						
少数股东损益	(2)	1	2	4	5						
归母净利润	87	100	80	118	172						
EBITDA	107	168	154	241	335						
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.35	0.41	0.33	0.48	0.70						

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	1,425	1,790	1,425	2,096	1,803	盈利能力					
现金及等价物	402	569	724	300	391	息税前利润率(%)	13.0	15.1	12.8	16.1	18.4
应收账款	547	839	334	1,213	800	营业利润率(%)	14.4	13.2	11.9	13.9	15.7
应收票据	8	15	4	21	12	毛利率(%)	41.7	42.2	39.7	42.0	43.5
存货	341	279	268	427	453	归母净利润率(%)	13.0	11.2	10.6	11.8	13.2
预付账款	49	33	39	53	63	ROE(%)	6.8	6.2	4.8	6.6	9.0
合同资产	32	35	24	51	44	ROIC(%)	5.5	6.2	5.5	5.2	9.2
其他流动资产	47	19	33	32	40	偿债能力					
非流动资产	639	772	927	1,070	1,191	资产负债率	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4
长期投资	0	10	10	10	10	净负债权益比	(0.1)	(0.0)	(0.3)	0.3	0.0
固定资产	285	584	714	839	951	流动比率	2.5	2.8	3.6	2.2	2.3
无形资产	51	64	68	71	74	营运能力					
其他长期资产	304	114	136	150	156	总资产周转率	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4
资产合计	2,064	2,563	2,352	3,166	2,994	应收账款周转率	1.5	1.3	1.3	1.3	1.3
流动负债	562	637	398	942	795	应付账款周转率	5.3	5.0	4.8	5.0	5.1
短期借款	115	238	50	344	197	费用率					
应付账款	177	182	135	268	243	销售费用率(%)	14.0	10.6	12.0	12.0	12.0
其他流动负债	269	217	212	330	355	管理费用率(%)	7.1	5.7	6.0	6.0	6.0
非流动负债	195	302	264	437	269	研发费用率(%)	3.6	3.2	4.5	4.5	4.5
长期借款	0	70	50	214	50	财务费用率(%)	0.3	1.9	1.7	2.8	3.0
其他长期负债	195	232	214	223	219	每股指标(元)					
负债合计	757	939	662	1,378	1,063	每股收益(最新摊薄)	0.4	0.4	0.3	0.5	0.7
股本	202	247	247	247	247	每股经营现金流(最新摊薄)	(0.7)	(0.2)	2.5	(2.5)	2.8
少数股东权益	23	8	10	14	19	每股净资产(最新摊薄)	5.2	6.5	6.8	7.2	7.7
归属母公司股东权益	1,285	1,615	1,680	1,774	1,912	每股股息	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
负债和股东权益合计	2,064	2,563	2,352	3,166	2,994	估值比率					
						P/E(最新摊薄)	58.5	51.0	63.5	43.4	29.7
						P/B(最新摊薄)	4.0	3.2	3.0	2.9	2.7
						EV/EBITDA	197.9	69.9	31.9	24.8	16.1
						价格/现金流(倍)	(28.0)	(134.5)	8.3	(8.3)	7.4

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	85	101	83	121	177
折旧摊销	20	33	57	79	96
营运资金变动	(266)	(247)	469	(845)	384
其他	(22)	75	6	29	37
经营活动现金流	(183)	(38)	615	(616)	693
资本支出	(212)	(149)	(219)	(219)	(219)
投资变动	0	(10)	0	0	0
其他	8	(18)	2	2	1
投资活动现金流	(205)	(177)	(216)	(217)	(217)
银行借款	67	193	(208)	458	(310)
股权融资	17	201	(16)	(24)	(34)
其他	178	(1)	(20)	(25)	(41)
筹资活动现金流	262	393	(244)	409	(385)
净现金流	(125)	178	155	(423)	91

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(%)	15.5	33.9	(15.4)	31.8	30.2
营业利润增长率(%)	(44.1)	23.0	(24.0)	54.4	46.9
归属于母公司净利润增长率(%)	(45.6)	14.6	(19.7)	46.3	46.3
息税前利润增长(%)	(46.6)	55.0	(28.3)	66.7	48.0
息税折旧前利润增长(%)	(38.9)	57.3	(8.5)	56.3	39.1
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	(45.6)	14.6	(19.7)	46.3	46.3
盈利能力					
息税前利润率(%)	13.0	15.1	12.8	16.1	18.4
营业利润率(%)	14.4	13.2	11.9	13.9	15.7
毛利率(%)	41.7	42.2	39.7	42.0	43.5
归母净利润率(%)	13.0	11.2	10.6	11.8	13.2
ROE(%)	6.8	6.2	4.8	6.6	9.0
ROIC(%)	5.5	6.2	5.5	5.2	9.2
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4
净负债权益比	(0.1)	(0.0)	(0.3)	0.3	0.0
流动比率	2.5	2.8	3.6	2.2	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	1.5	1.3	1.3	1.3	1.3
应付账款周转率	5.3	5.0	4.8	5.0	5.1
费用率					
销售费用率(%)	14.0	10.6	12.0	12.0	12.0
管理费用率(%)	7.1	5.7	6.0	6.0	6.0
研发费用率(%)	3.6	3.2	4.5	4.5	4.5
财务费用率(%)	0.3	1.9	1.7	2.8	3.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.4	0.4	0.3	0.5	0.7
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.7)	(0.2)	2.5	(2.5)	2.8
每股净资产(最新摊薄)	5.2	6.5	6.8	7.2	7.7
每股股息	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
估值比率					
P/E(最新摊薄)	58.5	51.0	63.5	43.4	29.7
P/B(最新摊薄)	4.0	3.2	3.0	2.9	2.7
EV/EBITDA	197.9	69.9	31.9	24.8	16.1
价格/现金流(倍)	(28.0)	(134.5)	8.3	(8.3)	7.4

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