

300196.SZ

买入

原评级: 买入
市场价格: 人民币 12.59
板块评级: 强于大市

股价表现



资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以2023年10月26日收盘价为标准

相关研究报告

《长海股份》20230821

《长海股份》20230428

《长海股份》20230411

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

yifei.yang@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030023

长海股份

2023Q3 营收利润同比降幅扩大，拐点仍需等待

公司发布2023年三季报，2023Q1-3 营收19.9亿元，同减13.4%，归母净利2.9亿元，同减52.2%，EPS0.70元；2023Q3 营收6.8亿元，同减10.4%，归母净利0.8亿元，同减55.6%，EPS0.18元。公司产能建设持续推进，产品结构将获优化，仍具备较高成长性。维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- **玻纤价格底部再次下探，2023Q3 营收利润同比下滑：**据卓创资讯，2023Q3 玻纤主流产品2400tex 缠绕直接纱均价3,871.18元/吨，同降31.3%，价格降幅较大致公司业绩承压。公司2023Q3 营收6.8亿元，同减10.4%；归母净利0.8亿元，同减55.6%；同比降幅较2023Q2 均有所扩大（2023Q2 营收/归母净利分别同比-10.1%/-35.5%）。
- **费用率同比上升，盈利水平环比同比均下滑：**公司2023Q3 期间费用率12.2%，同增5.4pct，其中销售/管理/财务/研发费用率同比分别+0.3/+1.0/+3.8/+0.3pct。2023Q3 毛利率24.1%，同减6.4pct，环比降低2.8pct；净利率11.4%，同减11.6pct，环比下降7.0pct。
- **产能建设持续推进，仍具备较高成长性：**据公司公告，60万吨粗纱基地建设正持续推进中，公司预计2023年底会有一座15万吨池窑点火，还有一项3万吨生产线技改为8万吨高端高性能玻纤及特种织物生产线的技改计划将择时启动。上述两项目合计产能增量65万吨，考虑公司现有产能30万吨，业绩弹性较足，且新生产线的产品主要应用领域为风电、新能源汽车等，公司产品结构也将获得优化。
- **行业库存仍在高位，出口量同比回暖：**据卓创资讯，2023年9月行业库存90.1万吨，环比下降2.9%/2.7万吨。行业自2023年5月起连续四个月库存增加，于2023年9月略有回落，但目前库存水平仍处于历史高位。据中国玻璃纤维工业协会数据，2023年7/8月玻纤纱及制品出口量分别为16.3/15.9万吨，分别同比增长2.8%/19.1%。

估值

- 2023Q3 玻纤价格在底部再次下探，我们下调原有盈利预测。预计2023-2025年公司收入为29.5/38.0/42.2亿元；归母净利分别为3.8/5.4/7.0亿元；EPS分别为0.93/1.33/1.70元；PE分别为8.3/6.1/3.6倍。当前玻纤价格已跌至大部分企业成本线，2023Q4 价格下跌空间有限；且考虑公司新产能即将投放，我们看好公司中期业绩弹性，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，原材料、燃料成本上升，玻纤需求不及预期。

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)	2,506	3,017	2,951	3,797	4,222
增长率(%)	22.7	20.4	(2.2)	28.7	11.2
EBITDA(人民币 百万)	732	879	628	905	1,089
归母净利润(人民币 百万)	572	817	378	543	695
增长率(%)	111.5	42.8	(53.7)	43.4	28.1
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.40	2.00	0.93	1.33	1.70
原先预测摊薄每股收益(人民币)	9.0	6.3	13.6	9.5	7.4
调整幅度(%)	1.5	1.2	1.1	1.0	0.9
市盈率(倍)	9.6	6.6	8.3	6.1	3.6
市净率(倍)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2
EV/EBITDA(倍)	0.9	1.4	0.7	1.1	1.4
每股股息(人民币)	2,506	3,017	2,951	3,797	4,222
股息率(%)	22.7	20.4	(2.2)	28.7	11.2

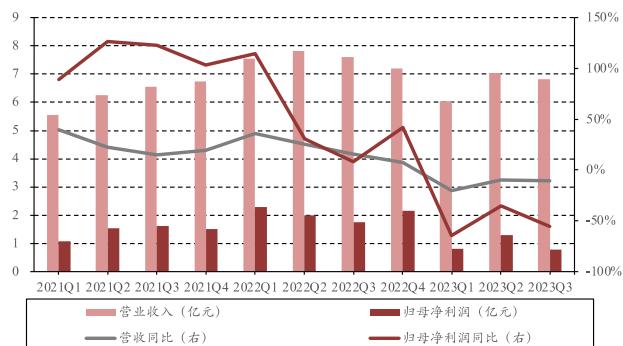
资料来源：公司公告，中银证券预测

一、行业仍在周期底部，2023Q3 业绩承压

公司发布 2023 年三季报：公司 2023Q3 营收 6.8 亿元，同减 10.4%，归母净利 0.8 亿元，同减 55.6%；扣非归母净利 0.7 亿元，同减 53.1%。2023Q3 非经常性损益 607.3 万元，主要来自于委托他人投资或管理资产的损益以及政府补助。2023Q3 公司经营活动净现金流 3.43 亿元，同增 223.29%。公司现金流同比大幅增加，主要系收到到期存款增加。

费用率同比上升，盈利水平环比同比均下滑：公司 2023Q3 期间费用率 12.2%，同增 5.4pct，其中销售/管理/财务/研发费用率同比分别+0.3/+1.0/+3.8/+0.3pct。2023Q3 毛利率 24.1%，同减 6.4pct，环比降低 2.8pct；净利率 11.4%，同减 11.6pct，环比下降 7.0pct。

图表 1. 2023Q3 营收及利润同比下降



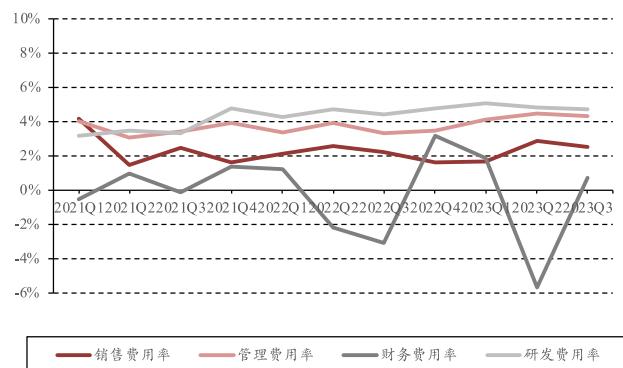
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2.2023Q3 经营活动现金净流量同比增加（单位：亿元）



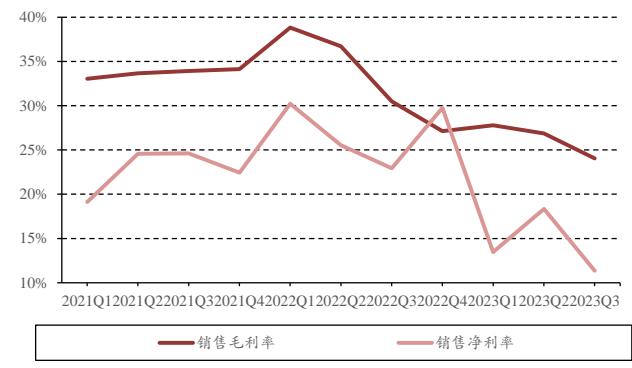
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 2023Q3 费用率同比上升



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4.2023Q3 盈利水平同比下降（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 非经常性损益情况

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
非经常性损益 (百万元)	4.8	29.0	24.3	25.2	45.8	10.6	22.2	131.6	8.5	7.6	6.1
净利润(百万元)	106.1	153.5	161.4	151.6	228.0	200.1	174.2	214.9	81.4	129.1	77.4
非经常性损益在净利润中占比(%)	4.5	18.9	15.1	16.6	20.1	5.3	12.7	13.1	8.5	10.5	7.8
全年占比(%)				14.5					25.7		

资料来源：公司公告，中银证券

二、玻纤全产业链布局，低资产负债率为扩产提供空间

玻纤、薄毡、树脂产能增加，全产业链布局优势进一步加强：截至 2022 年末，公司玻纤纱及制品产能达 30 万吨/年，化工制品产能达 10 万吨/年。2021 年 4 月，公司公告计划投资 63.5 亿元建设 60 万吨玻纤纱池窑项目，该项目投产后将大幅提升生产规模。2022 年 4 月，公司公告计划投资 6 亿元将子公司常州天马年产 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，公司拟新建 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，制品原料自给率持续提高，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。

玻纤制品与粗纱相关性强，部分品种存一定价差：1) 制品短切毡跟随玻纤市场价格变化；2) 湿法薄毡：玻纤纱在湿法薄毡中占比不大，价格稳定性相对较强；3) 玻纤织物：与粗纱价格强相关，但价格传导有滞后性。

图表 6.公司玻纤纱及制品及化工制品产能及销量情况

业务	2022 年			2021 年		
	产能 (万吨)	产量 (万吨)	销量 (万吨)	产能 (万吨)	产量 (万吨)	销量 (万吨)
玻纤纱及制品	30.0	28.5	27.7	21.3	21.0	20.4
化工制品	10.6	7.8	7.6	10.6	8.0	8.0

资料来源：公司公告，中银证券

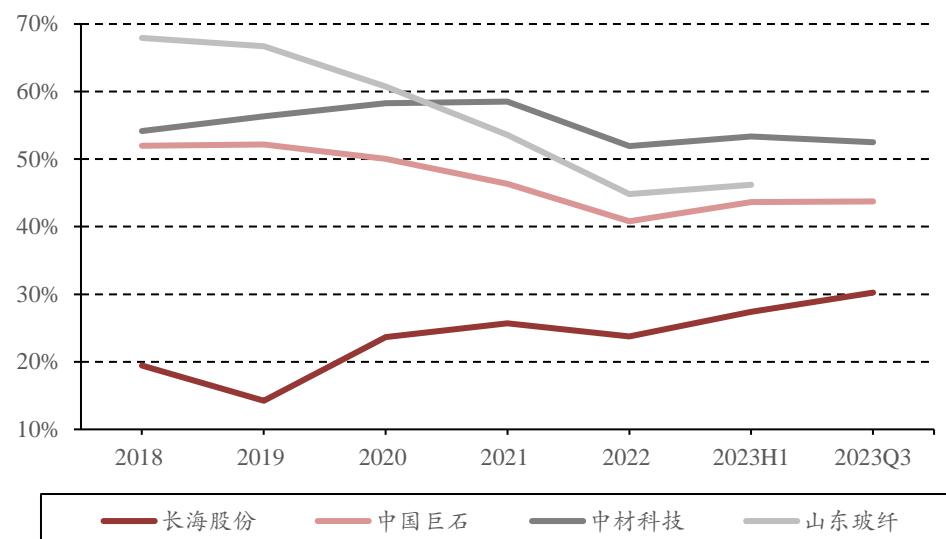
图表 7.已公告的玻纤纱生产线项目

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
天马 1 线	2022-04	6.0 亿元	高端高性能玻璃纤维及特种织物，风电和新能源汽车	3.0 改 8.0	12 个月
长海	2021-05	63.5 亿元	高性能玻璃纤维，主要拓展风电领域的应用	4 条 15 万吨产线，共计 60.0	54 个月
合计产能增量					65.0

资料来源：公司公告，中银证券

资产负债率较低：公司 2022 年资产负债率 23.8%，2023Q3 资产负债率 30.2%，明显低于行业平均水平，偿债压力较小，财务费用率较低。公司通过 IPO、定增、发行可转债、银行贷款等多种方式进行融资，融资多元化，整体偿债能力指标表现良好，为公司未来的融资灵活性提供了较大的空间。

图表 8. 公司资产负债率明显低于同业公司



资料来源：各公司公告，中银证券

三、玻纤行业仍在磨底，价格持续承压

2023年供给增速放缓，供给增量可控：2022年点火产能约75万吨，其中粗纱59万吨，电子纱16万吨。近年来，几大龙头均公告了大幅扩产的计划，但根据目前的建设进度，预计2023年新增产能带来的冲击较小。综合考虑冷修及产能投放，我们测算2022年玻纤行业实际的产能冲击约89万吨，2023年的产能冲击约63万吨，今年供给端压力边际减轻的确定性较强。

图表 9.2022年新增产能情况（万吨）

点火时间	公司	产线名称	产能	产品	2022年产能冲击	2023年产能冲击
2022/1/10	建滔化工	新建线 6 线	6	电子纱	5	1
2022/3/28	邢台金牛	4 线	10	无碱粗纱	6	4
2022/5/20	四川裕达	1 线	3	无碱粗纱	1	2
2022/5/28	中国巨石	成都 3 线	15	短切纱为主	6	9
2022/6/18	中国巨石	智能电子纱 3 线	10	电子纱	4	6
2022/6/27	重庆三磊	黔江区 2 线	10	无碱粗纱	3	7
2022/6/29	重庆国际	F12	15	无碱粗纱	5	10
2022/7/8	四川威远	泰国 1 线	5	无碱粗纱	2	3
2022/7/10	泰山玻纤	邹城 2 线	6	风电纱	2	4
2022/12/19	中国巨石	埃及 4 线	12	无碱粗纱	0	12
国内合计			75		32	43
合计			92		34	58

资料来源：卓创资讯，各公司公告，中银证券

图表 10.2023年已建及拟建产能情况（万吨）

建设进展	公司	产线名称	产能	产品	2023年产能冲击	2024年产能冲击
2023年5月30日点火	中国巨石	九江3线	20	无碱粗纱	8	12
2023年10月计划点火	重庆国际	F13	15	无碱粗纱	2	13
预计于2023年10月点火	山东玻纤	6线	3	无碱粗纱	0	3
预计于2023年11月下旬点火	内蒙古天皓	1期一条12万吨	12	无碱粗纱	0	11
2023年年底点火一条15万吨	长海股份	高性能玻璃纤维智能制造基地	15	无碱粗纱	0	8
合计			65		10	52

资料来源：卓创资讯，各公司公告，中银证券

图表 11.2023Q3 产线变动（万吨）

公司	基地	生产线	产能	产品	时间
重庆国际	长寿	F10	12	无碱玻纤粗纱	2023年8月冷修
邢台金牛	邢台	2线	3	无碱玻纤粗纱	2023年8月冷修

资料来源：卓创资讯，中银证券

粗纱价格跌至4年来的最低点，成本支撑有限：据卓创资讯，2023Q3玻纤主流产品2400tex缠绕直接纱均价3,871.2元/吨，同比下降31.3%，季度环比下降7.6%。2023年10月中旬，2400tex缠绕直接纱均价已跌破3,500元/吨，价位已处于4年来的最低点，成本支撑较强，下跌空间或有限。

图表 12. 2400tex 缠绕直接纱均价已跌破 2020 年的低点



资料来源：卓创资讯，中银证券

行业库存水平较高，库存待去化：据卓创资讯，2023 年 9 月行业库存 90.1 万吨，环比下降 2.9%/2.7 万吨。行业自 2023 年 5 月起连续四个月库存增加，于 2023 年 9 月略有回落，但目前库存水平仍处于历史高位；据我们测算，2023 年 9 月玻纤行业库存天数 48.6 天，环比下降 0.4 天。

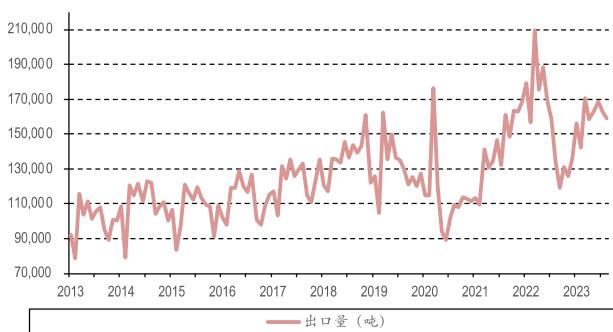
2023 年 7-8 月我国玻纤出口量持续回暖：据中国玻璃纤维工业协会数据，2023 年 7/8 月玻纤及制品出口量分别为 16.3/15.9 万吨，分别同比增长 2.8%/19.1%；2023 年 7/8 月玻纤及制品出口金额 2.4/2.3 亿美元，分别同比下降 23.5%/12.1%。

图表 13. 2023 年 9 月库存小幅回落



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 14. 2023 年 7-8 月玻纤及制品出口量同比均增长



资料来源：卓创资讯，中银证券

四、风险提示

玻纤产能超预期投放，原材料、燃料成本上升，玻纤需求不及预期。

图表 15. 2023Q3 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022Q3	2023Q3	同比增长(%)
营业收入	759.34	680.69	(10.36)
营业税及附加	6.46	3.97	(38.52)
净营业收入	752.88	676.72	(10.12)
营业成本	527.89	516.98	(2.07)
销售费用	16.91	16.94	0.21
管理费用	25.10	29.44	17.29
财务费用	(23.47)	4.91	120.90
资产减值损失	(0.23)	(0.09)	61.16
营业利润	199.94	83.17	(58.40)
营业外收入	0.05	0.50	874.89
营业外支出	0.16	0.27	74.34
利润总额	199.83	83.39	(58.27)
所得税	25.74	6.10	(76.30)
少数股东损益	(0.14)	(0.15)	(2.86)
归属母公司股东净利润	174.24	77.44	(55.55)
扣除非经常性损益的净利润	152.05	71.37	(53.06)
每股收益(元)	0.42	0.18	(57.14)
扣非后每股收益(元)	0.37	0.17	(54.05)
毛利率(%)	30.48	24.05	减少 6.43 个百分点
净利率(%)	22.93	11.36	减少 11.57 个百分点
销售费用率(%)	2.23	2.49	增加 0.26 个百分点
管理费用率(%)	3.31	4.33	增加 1.02 个百分点
财务费用率(%)	(3.09)	0.72	增加 3.81 个百分点

资料来源：万得，中银证券

图表 16. 2023Q1-3 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022Q1-3	2023Q1-3	同比增长(%)
营业收入	2,296.38	1,987.98	(13.43)
营业税及附加	13.70	13.29	(3.05)
净营业收入	2,282.67	1,974.70	(13.49)
营业成本	1,484.76	1,467.44	(1.17)
销售费用	53.00	47.12	(11.10)
管理费用	81.06	85.64	5.64
财务费用	(31.58)	(23.93)	24.24
资产减值损失	(1.68)	(1.57)	6.96
营业利润	692.71	322.21	(53.49)
营业外收入	0.12	0.66	441.76
营业外支出	0.46	1.10	138.43
利润总额	692.37	321.78	(53.53)
所得税	90.36	34.26	(62.09)
少数股东损益	(0.39)	(0.41)	(5.81)
归属母公司股东净利润	602.39	287.93	(52.20)
扣除非经常性损益的净利润	523.80	265.75	(49.27)
每股收益(元)	1.47	0.70	(52.38)
扣非后每股收益(元)	1.28	0.65	(49.22)
毛利率(%)	35.34	26.18	减少 9.16 个百分点
净利率(%)	26.22	14.46	减少 11.75 个百分点
销售费用率(%)	2.31	2.37	增加 0.06 个百分点
管理费用率(%)	3.53	4.31	增加 0.78 个百分点
财务费用率(%)	(1.38)	(1.20)	增加 0.17 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	2,506	3,017	2,951	3,797	4,222	净利润	572	816	378	543	695
营业收入	2,506	3,017	2,951	3,797	4,222	折旧摊销	161	200	328	353	377
营业成本	1,661	2,010	2,285	2,833	3,052	营运资金变动	53	(395)	479	(719)	553
营业税金及附加	16	21	20	26	29	其他	(188)	(60)	(66)	(34)	(55)
销售费用	59	65	68	87	97	经营活动现金流	598	562	1,118	142	1,570
管理费用	90	106	127	133	148	资本支出	(1,093)	(786)	(1,250)	(250)	(250)
研发费用	103	130	148	163	182	投资变动	(136)	108	0	(0)	(0)
财务费用	11	(9)	(33)	(26)	(37)	其他	189	203	20	15	15
其他收益	15	18	20	15	15	投资活动现金流	(1,040)	(475)	(1,230)	(235)	(235)
资产减值损失	(3)	(2)	0	0	0	银行借款	(26)	160	(39)	369	(490)
信用减值损失	(4)	(5)	(3)	(3)	(3)	股权融资	(55)	(97)	(38)	(54)	(70)
资产处置收益	75	101	10	5	5	其他	9	31	22	32	34
公允价值变动收益	0	(1)	0	(0)	(0)	筹资活动现金流	(72)	94	(55)	347	(526)
投资收益	11	25	10	10	10	净现金流	(515)	180	(167)	254	809
汇兑收益	0	0	50	0	0						
营业利润	660	832	424	608	779						
营业外收入	0	0	0	0	0						
营业外支出	1	1	0	0	0						
利润总额	660	832	424	608	779						
所得税	88	15	45	65	83						
净利润	572	816	378	543	695						
少数股东损益	(1)	(1)	0	0	0						
归母净利润	572	817	378	543	695						
EBITDA	732	879	628	905	1,089						
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.40	2.00	0.93	1.33	1.70						

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	2,024	2,516	2,119	3,201	3,487	成长能力					
现金及等价物	751	1,052	885	1,139	1,948	营业收入增长率(%)	22.7	20.4	(2.2)	28.7	11.2
应收账款	417	438	398	677	519	营业利润增长率(%)	113.2	26.0	(49.1)	43.4	28.1
应收票据	5	14	5	19	8	归属于母公司净利润增长率(%)	111.5	42.8	(53.7)	43.4	28.1
存货	220	247	284	374	335	息税前利润增长(%)	82.9	18.9	(55.7)	83.5	29.0
预付账款	17	18	21	27	25	息税折旧前利润增长(%)	55.2	20.1	(28.5)	44.0	20.3
合同资产	0	0	0	0	0	EPS(最新股本摊薄)增长(%)	111.5	42.8	(53.7)	43.4	28.1
其他流动资产	615	747	525	964	652	盈利能力					
非流动资产	2,672	3,053	3,974	3,872	3,745	息税前利润率(%)	22.8	22.5	10.2	14.5	16.9
长期投资	0	0	0	0	0	营业利润率(%)	37.1	40.2	32.6	34.0	32.3
固定资产	2,308	2,548	3,513	3,428	3,316	毛利率(%)	33.7	33.4	22.6	25.4	27.7
无形资产	155	309	303	296	290	归母净利润率(%)	22.8	27.1	12.8	14.3	16.5
其他长期资产	210	196	158	147	139	ROE(%)	16.4	19.2	8.2	10.7	12.2
资产合计	4,697	5,569	6,092	7,073	7,232	ROIC(%)	14.8	15.5	5.7	9.1	14.1
流动负债	707	612	876	1,216	999	偿债能力					
短期借款	0	0	16	247	0	资产负债率	0.3	0.2	0.2	0.3	0.2
应付账款	387	351	488	553	568	净负债权益比	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.3)
其他流动负债	320	260	372	417	431	流动比率	2.9	4.1	2.4	2.6	3.5
非流动负债	500	712	631	782	532	营运能力					
长期借款	0	160	105	244	0	总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6
其他长期负债	500	552	526	539	532	应收账款周转率	6.6	7.1	7.1	7.1	7.1
负债合计	1,206	1,324	1,506	1,998	1,532	应付账款周转率	8.7	8.2	7.0	7.3	7.5
股本	409	409	409	409	409	费用率					
少数股东权益	(4)	(5)	(5)	(5)	(5)	销售费用率(%)	2.4	2.1	2.3	2.3	2.3
归属母公司股东权益	3,494	4,250	4,591	5,079	5,705	管理费用率(%)	3.6	3.5	4.3	3.5	3.5
负债和股东权益合计	4,697	5,569	6,092	7,073	7,232	研发费用率(%)	4.1	4.3	5.0	4.3	4.3
						财务费用率(%)	0.5	(0.3)	(1.1)	(0.7)	(0.9)
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.4	2.0	0.9	1.3	1.7
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.5	1.4	2.7	0.3	3.8
						每股净资产(最新摊薄)	8.5	10.4	11.2	12.4	14.0
						每股股息	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2
						估值比率					
						P/E(最新摊薄)	9.0	6.3	13.6	9.5	7.4
						P/B(最新摊薄)	1.5	1.2	1.1	1.0	0.9
						EV/EBITDA	9.6	6.6	8.3	6.1	3.6
						价格/现金流(倍)	8.6	9.2	4.6	36.2	3.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

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