

# 688295.SH

## 增持

原评级: 增持  
市场价格: 人民币 27.50  
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11月2日收市价为标准

### 相关研究报告

- 《中复神鹰》20230822
- 《中复神鹰》20230426
- 《中复神鹰》20230414

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

基础化工: 化学纤维

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

# 中复神鹰

碳纤维价格延续下行, 2023Q3 业绩承压

公司发布2023年三季报, 2023Q1-3 营收16.1亿元, 同增10.8%, 归母净利2.9亿元, 同减30.8%, EPS0.33元; 其中2023Q3 营收5.5亿元, 同减6.2%, 归母净利0.7亿元, 同减64.6%。公司是国内碳纤维龙头企业, 产能持续扩张, 成本优势稳固, 在碳纤维价格下行趋势下, 依靠增量、降本、优化产品结构, 业绩有望稳中有升。维持公司增持评级。

### 支撑评级的要点

- 碳纤维价格降幅较大, 公司业绩承压:** 据百川盈孚统计, 自2023年年初以来, 国内各品类碳纤维价格下跌约40%。2023Q3公司营收5.5亿元, 同减6.2%, 环比增加13.4%; 归母净利0.7亿元, 同减64.6%, 环比减少19.8%; 扣非归母净利0.7亿元, 同减66.2%, 环比减少19.0%。2023Q3毛利率32.1%, 同比减少19.6pct, 环比减少4.2pct; 净利率13.1%, 同比减少21.5pct, 环比减少5.4pct。
- 产能持续扩张, 降本增效进行时:** 西宁二期项目已于2023年5月实现投产, 公司产能接近翻番, 达到28,500吨。碳纤维的生产规模效应明显, 单线规模提升能显著降低单吨成本, 且据公司公告, 西宁生产线的综合成本还有10-15%的下降空间。此外, 公司于今年4月在连云港基地开工年产3万吨项目, 该项目投产计划分三个阶段节点: 2024H2有1.2万吨4条线投产; 2025H1有2条线投产; 2025H2最后4条线全面投产。
- 行业整体需求一般, 库存待去化:** 据百川盈孚数据, 2023年9月国内碳纤维表现消费量为4,197.7吨, 同比减少7.8%, 环比减少13.0%。当前行情下, 行业需求一般, 下游观望情绪浓厚, 碳纤维市场价格或维持弱稳。

### 估值

- 2023Q3 碳纤维价格持续下行, 且供需拐点尚不明朗, 我们下调原有盈利预测。预计2023-2025年公司收入为23.5/33.4/47.7亿元; 归母净利分别为3.7/5.4/7.7亿元; EPS分别为0.4/0.6/0.9元; 市盈率分别为67.7/45.4/32.1倍。维持公司增持评级。

### 评级面临的主要风险

- 产能超预期投放, 原材料价格大幅上涨, 需求增速不及预期。

### 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)	1173	1995	2350	3337	4774
增长率(%)	120.4	70.0	17.8	42.0	43.1
EBITDA(人民币百万)	387	805	594	828	1082
归母净利润(人民币百万)	279	605	366	545	772
增长率(%)	227.0	117.1	(39.5)	48.9	41.7
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.31	0.67	0.41	0.61	0.86
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.68	1.03	1.54
调整幅度(%)		(40.6)	(41.3)	(44.4)	
市盈率(倍)	88.8	40.9	67.7	45.4	32.1
市净率(倍)	20.0	5.4	5.0	4.6	4.1
EV/EBITDA(倍)	6.3	48.5	42.7	28.6	22.0
每股股息(人民币)		0.1	0.1	0.1	0.1
股息率(%)		0.2	0.2	0.3	0.5

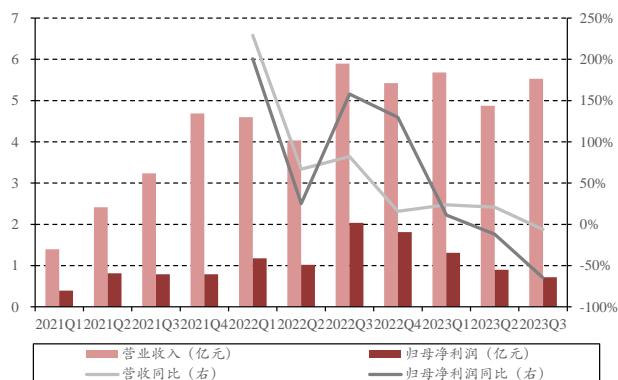
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 一、 碳纤维价格延续下降趋势，2023Q3 业绩承压

公司发布 2023 年三季报：2023Q3 公司营收 5.5 亿元，同减 6.2%，环比增加 13.4%；归母净利 0.7 亿元，同减 64.6%，环比减少 19.8%；扣非归母净利 0.65 亿元，同减 66.2%，环比减少 19.0%；EPS0.33 元。公司 2023Q3 销售商品、提供劳务收到现金 2.35 亿元，同比减少 3.2 亿元；经营活动现金净流量-1.3 亿元，同比减少 2.5 亿元。

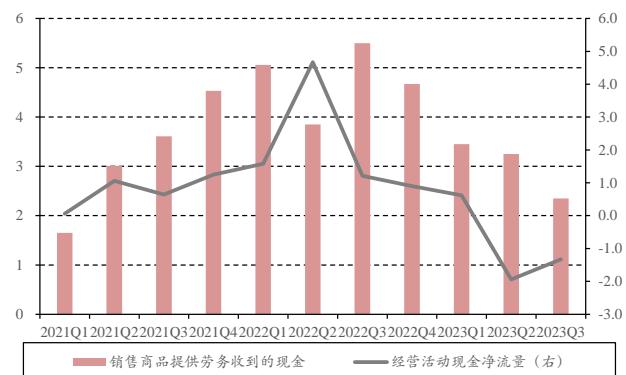
**费用率同比提升，盈利能力有所下滑：**公司 2023Q3 期间费用 18.8%，同比增加 3.1pct，其中销售、管理、财务、研发费用率同比分别+0.7/+3.0/+0.1/-0.8pct。2023Q3 毛利率 32.1%，同比减少 19.6pct，环比减少 4.2pct；净利率 13.1%，同比减少 21.5pct，环比减少 5.4pct。

图表 1.2023Q3 营收同比减少，利润同比下滑



资料来源：公司公告，中银证券

图表 2.经营活动现金净流量同比减少（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中银证券

图表 3.2023Q3 费用率同比提升



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4.2023Q3 毛利率、净利率同环比均下滑



资料来源：公司公告，中银证券

## 二、产能持续扩张，龙头地位稳固

**公司产能快速扩张，西宁二期基地已于今年 5 月投产：**公司本部连云港生产基地原有碳纤维产能 3,500 吨/年，2021 年 3 月西宁万吨碳纤维项目的 2,000 吨/年生产线开始试生产，并于当年 6 月正式投产；2022 年 5 月，西宁万吨碳纤维项目建成并投产 11,000 吨/年产能，公司总产能达到 14,500 吨；2023 年 5 月，西宁年产 2.5 万吨高性能碳纤维项目全面建成投产，公司总产能达 28,500 吨/年。

图表 5.公司产线情况

投建/投产	基地名称	产线规模	主要产品	投资金额(亿元)
2014	连云港	年产 3,500 吨高性能碳纤维	T700、T800 等	10
2019	西宁	年产 11,000 吨高性能碳纤维	T800、M30 等	21
2023	西宁	年产 14,000 吨高性能碳纤维	T1000、M40 等	29

资料来源：公司公告，中银证券

产能将保持快速增长，规模优势进一步放大：2023年1月4日，公司发布公告，计划新建“年产3万吨高性能碳纤维建设项目”，该项目已于今年4月在连云港基地开工，投产计划分三个阶段节点：24年下半年有1.2万吨4条线投产；25年上半年2条线投产；25年下半年最后4条线全面投产。

图表 6.公司新建产线情况

公告时间	基地名称	产线规模	主要产品	投资金额(亿元)
2023	连云港	年产3万吨高性能碳纤维建设项目	T700、T800等	60

资料来源：公司公告，中银证券

### 三、碳纤维价格延续下行，拐点仍未显现

**碳纤维价格延续下跌：**据百川盈孚统计，截至今年10月26日，国产T300级别12K碳纤维市场成交送到价格参考85元/千克；国产T300级别24/25K碳纤维市场成交送到价格参考77元/千克；国产T300级别48/50K碳纤维市场成交送到价格参考72元/千克；国产T700级别12K碳纤维市场成交送到参考145元/千克。自2023年年初以来，各类碳纤维价格均出现较大幅度下跌，其中小丝束碳纤维价格降幅相对较小。由于市场存降价预期，且下游各领域需求均一般，碳纤维企业出货较难，价格持续下降，我们预计短期内碳纤维价格仍保持偏弱整理。

图表 7.2023年10月20-26日碳纤维市场价格情况（单位：元/千克）

市场名称	本周末	本周均价	上周末	上周均价	周涨跌幅(%)	月涨跌幅(%)	较年初涨跌幅(%)
碳纤维国产T300(12K)	85	86.4	87	87	(2.3)	(2.3)	(39.29)
碳纤维国产T300(24/25K)	77	79.1	80	80	(3.75)	(3.75)	(42.96)
碳纤维国产T300(48/50K)	72	72	72	72	0	0	(41.46)
碳纤维国产T700(12K)	145	145	145	145	0	0	(36.96)

资料来源：百川盈孚，中银证券

### 四、风险提示

产能超预期投放，原材料价格大幅上涨，需求增速不及预期

图表 8. 2023Q3 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022Q3	2023Q3	同比增长(%)
营业收入	589.48	552.78	(6.23)
营业税及附加	2.13	3.68	72.81
净营业收入	587.35	549.10	(6.51)
营业成本	284.77	375.24	31.77
销售费用	1.23	5.08	313.72
管理费用	37.71	97.10	157.47
财务费用	0.99	1.60	60.76
研发费用	52.61	44.89	(14.67)
资产减值损失	0.00	0.00	
营业利润	224.75	79.02	(64.84)
营业外收入	0.05	0.21	321.78
营业外支出	1.42	1.17	(17.68)
利润总额	223.38	78.07	(65.05)
所得税	19.68	5.91	(69.99)
少数股东损益	0.00	0.00	
归属母公司股东净利润	203.70	72.16	(64.58)
扣除非经常性损益的净利润	192.18	65.04	(66.16)
每股收益(元)	0.23	0.08	(65.22)
扣非后每股收益(元)	0.21	0.07	(66.67)
毛利率(%)	51.69	32.12	减少 19.57 个百分点
净利率(%)	34.56	13.05	减少 21.50 个百分点
销售费用率(%)	0.21	0.92	增加 0.71 个百分点
管理费用率(%)	6.40	9.44	增加 3.05 个百分点
财务费用率(%)	0.17	0.29	增加 0.12 个百分点
研发费用率(%)	8.92	8.12	减少 0.80 个百分点

资料来源：万得，中银证券

图表 9. 2023Q1-3 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022Q1-3	2023Q1-3	同比增长(%)
营业收入	1,452.17	1,608.60	10.77
营业税及附加	7.82	11.94	52.66
净营业收入	1,444.36	1,596.66	10.54
营业成本	755.37	1,021.98	35.29
销售费用	2.39	15.10	532.55
管理费用	111.50	236.92	112.49
财务费用	14.80	(4.48)	(130.27)
研发费用	106.71	147.23	37.97
资产减值损失	(0.01)	(0.56)	(9,966.93)
营业利润	486.73	311.72	(35.96)
营业外收入	0.25	2.25	790.04
营业外支出	10.63	1.22	(88.54)
利润总额	476.34	312.76	(34.34)
所得税	52.70	19.55	(62.90)
少数股东损益	0.00	0.00	
归属母公司股东净利润	423.65	293.21	(30.79)
扣除非经常性损益的净利润	404.04	262.84	(34.95)
每股收益(元)	0.47	0.33	(29.79)
扣非后每股收益(元)	0.45	0.29	(35.56)
毛利率(%)	47.98	36.47	减少 11.52 个百分点
净利率(%)	29.17	18.23	减少 10.95 个百分点
销售费用率(%)	0.16	0.94	增加 0.77 个百分点
管理费用率(%)	7.68	8.58	增加 0.90 个百分点
财务费用率(%)	1.02	(0.28)	减少 1.30 个百分点
研发费用率(%)	7.35	9.15	增加 1.80 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	1,173	1,995	2,350	3,337	4,774	净利润	279	605	366	545	772
营业收入	1,173	1,995	2,350	3,337	4,774	折旧摊销	90	174	243	282	316
营业成本	685	1,035	1,580	2,240	3,219	营运资金变动	54	219	(116)	985	(137)
营业税金及附加	10	10	12	17	25	其他	(122)	(163)	(32)	25	(34)
销售费用	4	7	19	17	24	经营活动现金流	301	835	460	1,837	916
管理费用	118	157	188	267	382	资本支出	(1,164)	(1,236)	(800)	(800)	(800)
研发费用	59	155	200	250	358	投资变动	0	(1,486)	0	0	0
财务费用	27	21	37	21	(1)	其他	(7)	21	21	21	21
其他收益	25	38	38	38	38	投资活动现金流	(1,170)	(2,701)	(779)	(779)	(779)
资产减值损失	0	0	0	0	0	银行借款	1,110	(382)	323	(666)	412
信用减值损失	0	(0)	0	0	0	股权融资	(9)	2,712	(54)	(81)	(115)
资产处置收益	0	0	0	0	0	其他	(90)	9	(52)	(14)	(2)
公允价值变动收益	0	7	0	0	0	筹资活动现金流	1,011	2,338	217	(761)	294
投资收益	0	21	21	21	21	净现金流	141	472	(102)	296	431
汇兑收益	0	0	0	0	0						
营业利润	296	676	372	583	826						
营业外收入	1	1	20	1	1						
营业外支出	2	16	1	1	1						
利润总额	295	661	391	583	826						
所得税	16	56	25	38	54						
净利润	279	605	366	545	772						
少数股东损益	0	0	0	0	0						
归母净利润	279	605	366	545	772						
EBITDA	387	805	594	828	1,082						
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.31	0.67	0.41	0.61	0.86						

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
<b>流动资产</b>	<b>693</b>	<b>2,810</b>	<b>3,391</b>	<b>3,193</b>	<b>4,846</b>	<b>盈利能力</b>					
现金及等价物	320	807	705	1,001	1,432	息税前利润率(%)	25.3	31.7	14.9	16.4	16.0
应收账款	1	14	312	152	511	营业利润率(%)	37.1	40.2	32.6	34.0	32.3
应收票据	1	0	1	1	2	毛利率(%)	41.6	48.1	32.8	32.9	32.6
存货	154	298	668	203	1,049	归母净利润率(%)	23.8	30.3	15.6	16.3	16.2
预付账款	22	52	61	99	131	ROE(%)	22.6	13.1	7.4	10.1	12.8
合同资产	0	0	0	0	0	ROIC(%)	7.6	12.0	5.9	11.8	14.1
其他流动资产	195	1,639	1,644	1,737	1,721	<b>偿债能力</b>					
<b>非流动资产</b>	<b>3,032</b>	<b>4,437</b>	<b>4,975</b>	<b>5,502</b>	<b>5,982</b>	资产负债率	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4
长期投资	0	0	0	0	0	净负债权益比	1.1	0.1	0.2	(0.0)	(0.0)
固定资产	2,130	2,676	4,179	4,901	5,442	流动比率	0.6	2.2	1.6	1.2	1.2
无形资产	190	185	176	166	157	<b>营运能力</b>					
其他长期资产	712	1,576	620	435	383	总资产周转率	0.4	0.4	0.3	0.4	0.5
<b>资产合计</b>	<b>3,724</b>	<b>7,247</b>	<b>8,365</b>	<b>8,696</b>	<b>10,828</b>	应收账款周转率	2,465.2	263.9	14.4	14.4	14.4
<b>流动负债</b>	<b>1,239</b>	<b>1,295</b>	<b>2,088</b>	<b>2,679</b>	<b>4,055</b>	应付账款周转率	2.8	2.9	2.1	2.1	2.1
短期借款	576	253	490	585	879	<b>费用率</b>					
应付账款	534	838	1,357	1,754	2,716	销售费用率(%)	0.3	0.3	0.8	0.5	0.5
其他流动负债	129	204	241	340	460	管理费用率(%)	10.1	7.8	8.0	8.0	8.0
<b>非流动负债</b>	<b>1,250</b>	<b>1,335</b>	<b>1,349</b>	<b>624</b>	<b>724</b>	研发费用率(%)	5.0	7.8	8.5	7.5	7.5
长期借款	1,059	999	1,086	325	442	财务费用率(%)	2.3	1.0	1.6	0.6	(0.0)
其他长期负债	191	336	263	300	282	<b>每股指标(元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>2,489</b>	<b>2,630</b>	<b>3,437</b>	<b>3,303</b>	<b>4,779</b>	每股收益(最新摊薄)	0.3	0.7	0.4	0.6	0.9
股本	800	900	900	900	900	每股经营现金流(最新摊薄)	0.3	0.9	0.5	2.0	1.0
少数股东权益	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.4	5.1	5.5	6.0	6.7
归属母公司股东权益	1,235	4,617	4,929	5,392	6,049	每股股息	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>3,724</b>	<b>7,247</b>	<b>8,365</b>	<b>8,696</b>	<b>10,828</b>	<b>估值比率</b>					
						P/E(最新摊薄)	88.8	40.9	67.7	45.4	32.1
						P/B(最新摊薄)	20.0	5.4	5.0	4.6	4.1
						EV/EBITDA	6.3	48.5	42.7	28.6	22.0
						价格/现金流(倍)	82.3	29.6	53.8	13.5	27.0

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	279	605	366	545	772
折旧摊销	90	174	243	282	316
营运资金变动	54	219	(116)	985	(137)
其他	(122)	(163)	(32)	25	(34)
<b>经营活动现金流</b>	<b>301</b>	<b>835</b>	<b>460</b>	<b>1,837</b>	<b>916</b>
资本支出	(1,164)	(1,236)	(800)	(800)	(800)
投资变动	0	(1,486)	0	0	0
其他	(7)	21	21	21	21
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,170)</b>	<b>(2,701)</b>	<b>(779)</b>	<b>(779)</b>	<b>(779)</b>
银行借款	1,110	(382)	323	(666)	412
股权融资	(9)	2,712	(54)	(81)	(115)
其他	(90)	9	(52)	(14)	(2)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,011</b>	<b>2,338</b>	<b>217</b>	<b>(761)</b>	<b>294</b>
<b>净现金流</b>	<b>141</b>	<b>472</b>	<b>(102)</b>	<b>296</b>	<b>431</b>

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
<b>盈利能力</b>					
息税前利润率(%)	25.3	31.7	14.9	16.4	16.0
营业利润率(%)	37.1	40.2	32.6	34.0	32.3
毛利率(%)	41.6	48.1	32.8	32.9	32.6
归母净利润率(%)	23.8	30.3	15.6	16.3	16.2
息税前利润增长(%)	258.4	112.7	(44.4)	55.5	40.3
息税折旧前利润增长(%)	191.5	108.2	(26.3)	39.4	30.6
息税折旧前利润增长(%)	227.0	117.1	(39.5)	48.9	41.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4
净负债权益比	1.1	0.1	0.2	(0.0)	(0.0)
流动比率	0.6	2.2	1.6	1.2	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.3	0.4	0.5
应收账款周转率	2,465.2	263.9	14.4	14.4	14.4
应付账款周转率	2.8	2.9	2.1	2.1	2.1
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	0.3	0.3	0.8	0.5	0.5
管理费用率(%)	10.1	7.8	8.0	8.0	8.0
研发费用率(%)	5.0	7.8	8.5	7.5	7.5
财务费用率(%)	2.3	1.0	1.6	0.6	(0.0)
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.3	0.7	0.4	0.6	0.9
每股经营现金流(最新摊薄)	0.3	0.9	0.5	2.0	1.0
每股净资产(最新摊薄)	1.4	5.1	5.5	6.0	6.7
每股股息	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	88.8	40.9	67.7	45.4	32.1
P/B(最新摊薄)	20.0	5.4	5.0	4.6	4.1
EV/EBITDA	6.3	48.5	42.7	28.6	22.0
价格/现金流(倍)	82.3	29.6	53.8	13.5	27.0

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)68604866  
传真:(8621)58883554

## 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)39886333  
致电香港免费电话：  
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065  
新加坡客户请拨打：8008523392  
传真:(852)21479513

### 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)39886333  
传真:(852)21479513

### 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)83262000  
传真:(8610)83262291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F,1Lothbury  
LondonEC2R7DB  
UnitedKingdom  
电话:(4420)36518888  
传真:(4420)36518877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7BryantPark15 楼  
NY10018  
电话:(1)2122590888  
传真:(1)2122590889

### 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)66926829/65345587  
传真:(65)65343996/65323371