

300196.SZ

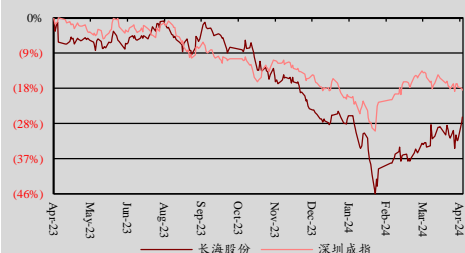
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 10.80

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	(1.2)	11.7	12.3	(27.0)
相对深圳成指	1.1	15.7	5.4	(7.2)

发行股数(百万)	408.72
流通股(百万)	246.36
总市值(人民币 百万)	4,414.14
3个月日均交易额(人民币 百万)	38.15
主要股东	
杨鹏威	41.71

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2024年4月23日收市价为标准

相关研究报告

《长海股份》20240424
《长海股份》20231027
《长海股份》20230821

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

证券分析师: 杨逸菲

yifei.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300524030002

长海股份

业绩环比高增, 结构优势凸显

公司发布2024年一季报, 2024Q1营收5.8亿元, 同减3.7%, 归母净利润0.5亿元, 同减37.6%, EPS0.12元。2024Q1行业景气度仍处于底部, 而公司业绩环比明显提升, 归母净利润环比增长523.0%, 凸显盈利韧性与结构优势。玻纤行业价格拐点已现, 公司产能建设持续推进。维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- **2024Q1行业景气度低迷, 公司业绩同比下滑:** 据卓创资讯, 玻纤主流产品2400tex缠绕直接纱2024Q1均价为3,172.9元/吨, 同降26.7%, 价格降幅较大, 公司业绩同比下滑; 2024Q1营收5.8亿元, 同减3.7%, 归母净利润0.5亿元, 同减37.6%。2024Q1行业景气度仍处于底部, 而公司归母净利润环比增长523.0%, 主要系1)公司同时销售玻纤纱及玻纤制品, 具备结构优势; 2)2023Q4公司计提约1,659万元存货跌价损失。
- **费用率同比改善, 盈利水平同比下滑, 环比提升:** 公司2024Q1期间费用率12.9%, 同减0.7pct, 其中销售/管理/财务/研发费用率同比分别+0.7/+1.1/-1.2/-1.4pct。2024Q1毛利率21.6%, 同减6.2pct, 环比提升2.4pct; 净利率8.7%, 同减4.7pct, 环比提升7.5pct。
- **产能建设持续推进, 弹性较足:** 公司60万吨高性能玻纤智造基地建设持续推进中, 常州天马3万吨生产线已于2023年底冷修, 拟技改为8万吨高端高性能玻纤及特种织物生产线, 上述两项目合计产能增量65万吨。
- **头部公司集体涨价, 行业库存明显下降:** 2024年3月末, 玻纤行业龙头公司纷纷发布涨价函, 其中主流品种直接纱涨价200-400元/吨, 合股纱涨价300-500元/吨。据卓创资讯, 涨价已逐步落实; 2024年3月行业库存79.4万吨, 环比减少12.4%/11.2万吨; 库存天数41.6天, 环比减少6.7天; 受3月末价格提涨刺激, 中下游提货积极性增强。

估值

- 我们维持原有盈利预测, 预计2024-2026年公司收入为30.4/37.0/39.2亿元; 归母净利润分别为3.4/4.9/5.6亿元; EPS分别为0.83/1.19/1.37元; PE分别为13.0/9.0/7.9倍。2024Q1末尾, 玻纤企业集体涨价, 价格拐点已现, 企业盈利或将改善; 且考虑公司新产能即将投放, 老产线技改更新, 我们看好公司业绩弹性, 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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	3,017	2,607	3,041	3,698	3,920
增长率(%)	20.4	(13.6)	16.7	21.6	6.0
EBITDA(人民币 百万)	879	509	658	857	951
归母净利润(人民币 百万)	817	296	340	488	558
增长率(%)	42.8	(63.8)	15.0	43.4	14.3
最新股本摊薄每股收益(人民币)	2.00	0.72	0.83	1.19	1.37
市盈率(倍)	5.4	14.9	13.0	9.0	7.9
市净率(倍)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA(倍)	6.6	9.8	7.3	4.9	4.0
每股股息(人民币)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
股息率(%)	1.4	1.4	1.6	1.7	1.9

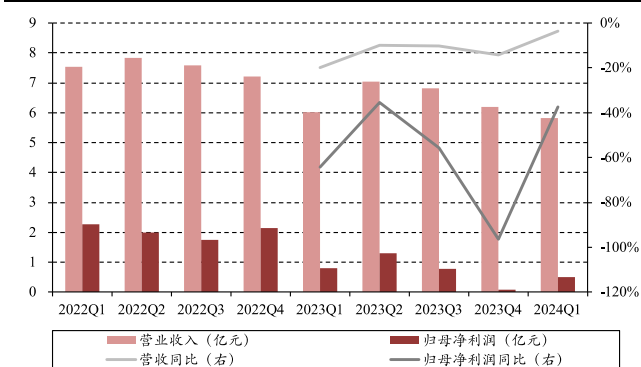
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

一、2024Q1 公司业绩同比下滑，环比回升

公司发布 2024 年一季报：2024Q1 营收 5.8 亿元，同减 3.7%，归母净利润 0.5 亿元，同减 37.6%。2024Q1 公司经营活动净现金流 0.5 亿元，同减 49.7%。

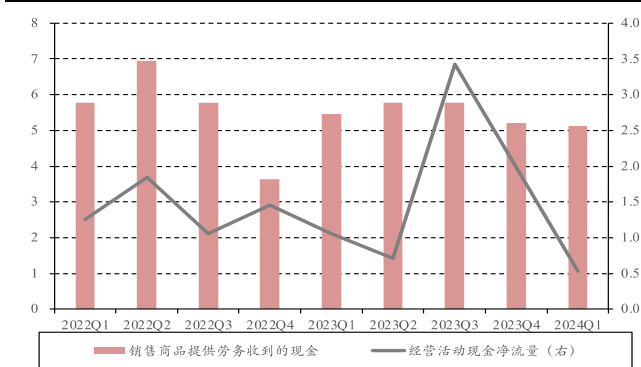
费用率同比改善，盈利水平同比下滑，环比提升：公司 2024Q1 期间费用率 12.9%，同减 0.7pct，其中销售/管理/财务/研发费用率同比分别+0.7/+1.1/-1.2/-1.4pct。2024Q1 毛利率 21.6%，同减 6.2pct，环比提升 2.4pct；净利率 8.7%，同减 4.7pct，环比提升 7.5pct。

图表 1. 2024Q1 营收及利润同比下降



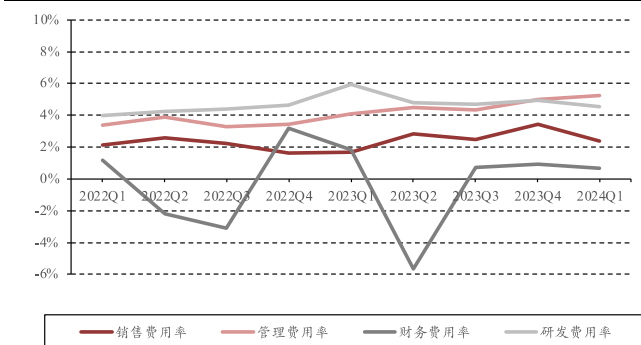
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 2024Q1 经营活动现金净流量同比减少 (单位：亿元)



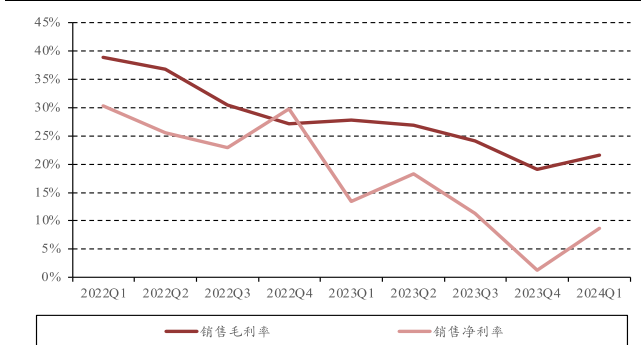
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 2024Q1 费用率同比下滑



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 2024Q1 盈利水平同比下降，环比回升 (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

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
非经常性损益 (百万元)	8.5	7.6	6.1	-7.5	5.5
归母净利润 (百万元)	81.4	129.1	77.4	8.2	50.8
非经常性损益在归母净利润中占比 (%)	10.5	5.9	7.8	-91.5	10.9
全年占比 (%)				5.0	

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 万吨高性能玻纤智造项目，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，该线已于 2023 年 12 月底冷修。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。

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

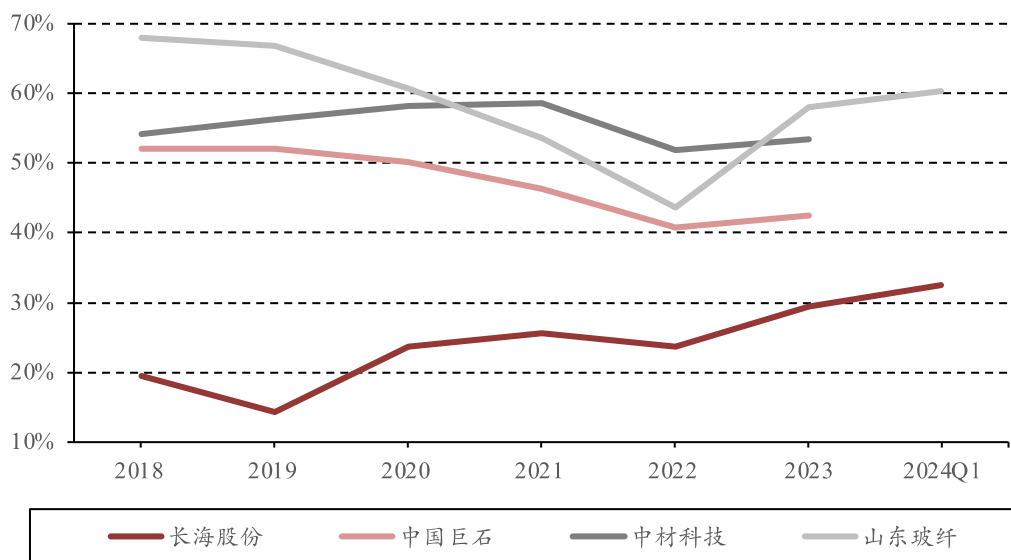
图表 7.已公告的玻纤纱生产线项目

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 2023 年资产负债率 29.4%，2024Q1 资产负债率 32.5%，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

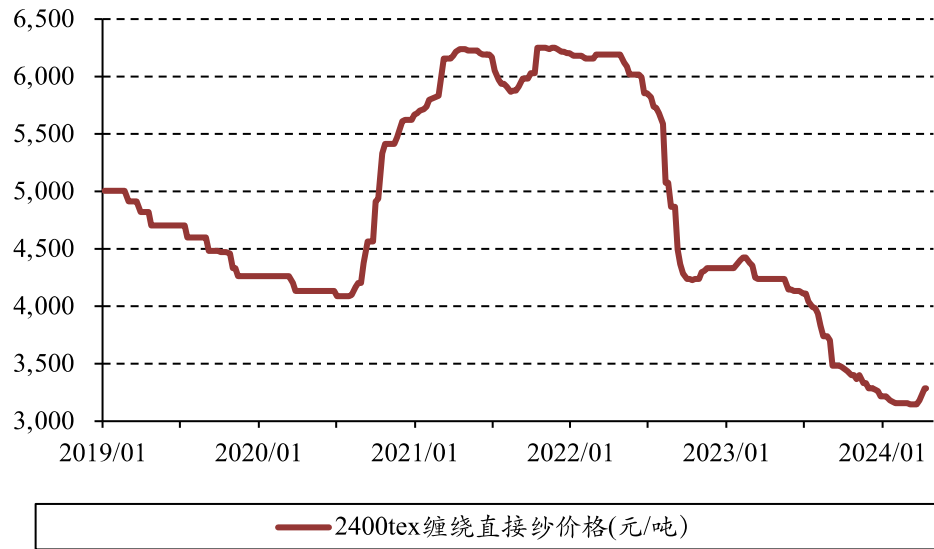


资料来源：各公司公告，中银证券

三、头部公司集体涨价，行业库存明显下降

玻纤企业价格策略转变，粗纱价格涨价逐步落实：据卓创资讯，至2024年3月中旬，2400tex 缠绕直接纱均价已跌破 3,200 元/吨，处于历史低位，企业涨价意愿强。2024年3月25日，由中国巨石领衔，玻纤行业龙头公司纷纷发布涨价函，其中主流品种直接纱涨价 200-400 元/吨，合股纱涨价 300-500 元/吨。据卓创资讯，自玻纤企业集体提价以来，涨价已逐步落实；且随着下游积极备货，玻纤企业库存或继续下行。玻纤企业价格策略突发转变引发此轮涨价，其持续性需继续观察。

图表 9. 2024 年 3 月底玻纤企业集体提价，涨价已逐步落实

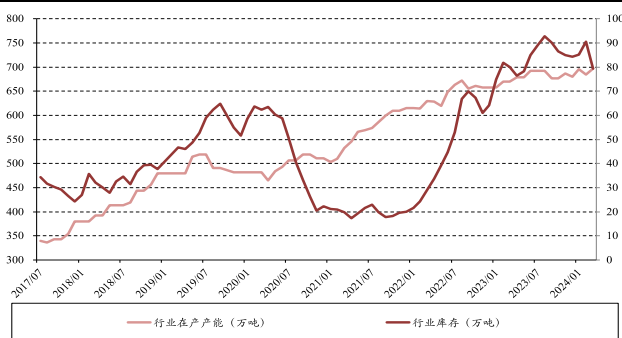


资料来源：卓创资讯，中银证券

行业库存下降，产品涨价，下游备货积极性提升：据卓创资讯，2024年3月行业库存 79.4 万吨，环比减少 12.4%/11.2 万吨；库存天数 41.6 天，环比减少 6.7 天。企业库存和库存天数均出现明显下降。今年 3 月末玻纤厂家集体计划调涨，部分企业报价陆续上调，中下游提货积极性增强。

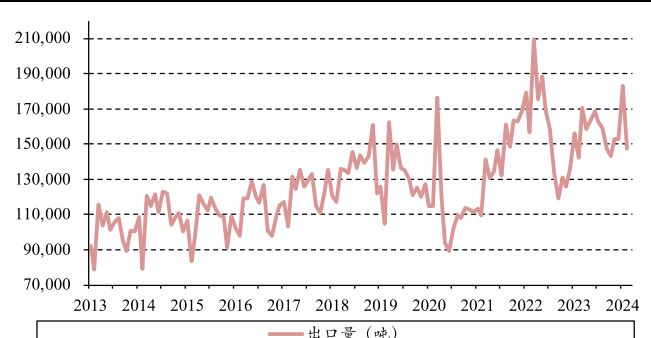
2024 年 1-2 月我国玻纤出口量同比增长：据卓创资讯，2024 年 1/2 月玻纤纱及制品出口量分别为 18.3/14.7 万吨，分别同比增长 17.2%/3.7%；2023 年 7/8 月玻纤及制品出口金额 2.7/2.0 亿美元，分别同比变化 3.6%/-8.1%。

图表 10. 2024 年 4 月行业库存明显下降



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 11. 2024 年 1-2 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

2023-2024 年供给增量可控：受玻纤行业景气度低迷影响，行业供给节奏放缓。2023 年新点火及冷修复产产线合计 41 万吨，进入冷修产线合计 30 万吨；截至目前，2024 年已点火产能合计 27 万吨，进入冷修的粗纱产能合计 10 万吨，进入冷修的电子纱产能合计 8 万吨。近年来，几大龙头及行业新进入者均公告了大幅扩产的计划，但根据目前的建设进度，预计 2024 年新增产能带来的冲击可控。

图表 12.2023 年产线变动 (万吨)

公司	产能	产品	备注
国际复材	6	粗纱	2023 年 3 月冷修复产
中国巨石	20	粗纱	2023 年 5 月 30 日点火
九鼎新材	7	粗纱	2023 年 6 月初冷修
国际复材	12	粗纱	2023 年 8 月底冷修
邢台金牛	3	粗纱	2023 年 9 月冷修
国际复材	15	粗纱	2023 年 10 月 31 日点火
内江华原	5	粗纱	2023 年 11 月 7 日冷修
长海股份	3	粗纱	2023 年 12 月底冷修

资料来源: 卓创资讯, 中银证券

图表 13.2024 年以来产线变动 (万吨)

公司	产能	产品	备注
山东玻纤	15	无碱玻纤粗纱	2024 年 1 月点火
山东玻纤	6	无碱玻纤粗纱	2024 年 1 月底冷修
泰山玻纤	5	电子纱	2024 年 1 月下旬冷修
四川玻纤	3	电子纱	2024 年 3 月 31 日冷修
内蒙古天皓	12	粗纱	2024 年 3 月 26 日点火
邢台金牛	4	粗纱	2024 年 4 月 7 日冷修

资料来源: 卓创资讯, 中银证券

图表 14.2024 年其余拟投产产能 (万吨)

公司	基地	产能	产品
中国巨石	淮安	10	粗纱
长海股份	常州	15	粗纱
泰山玻纤	山西	15	粗纱
山东玻纤	沂水	15	粗纱
邢台金牛	邢台	15	粗纱
内蒙古天皓	呼和浩特	24	粗纱

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. 2024Q1 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2023Q1	2024Q1	同比增长(%)
营业收入	603.08	580.96	(3.67)
营业税及附加	3.06	2.81	(8.07)
净营业收入	600.02	578.14	(3.65)
营业成本	435.46	455.74	4.66
销售费用	10.08	13.81	37.06
管理费用	24.70	30.42	23.12
财务费用	11.16	4.05	(63.72)
研发费用	35.73	26.47	(9.26)
资产减值损失	0.01	(0.00)	(126.39)
营业利润	93.10	56.28	(39.55)
营业外收入	0.14	0.00	(98.40)
营业外支出	0.28	0.46	63.46
利润总额	92.96	55.82	(39.95)
所得税	11.74	5.16	(56.03)
少数股东损益	(0.14)	(0.13)	2.01
归属母公司股东净利润	81.35	50.79	(37.56)
扣除非经常性损益的净利润	72.80	45.26	(37.83)
每股收益(元)	0.20	0.12	(40.00)
扣非后每股收益(元)	0.18	0.11	(38.89)
毛利率(%)	27.79	21.55	减少 6.24 个百分点
净利率(%)	13.47	8.72	减少 4.75 个百分点
销售费用率(%)	1.67	2.38	增加 0.71 个百分点
管理费用率(%)	4.10	5.24	增加 1.14 个百分点
财务费用率(%)	1.85	0.70	减少 1.15 个百分点
研发费用率(%)	5.93	4.56	减少 1.37 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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,017	2,607	3,041	3,698	3,920
营业收入	3,017	2,607	3,041	3,698	3,920
营业成本	2,010	1,968	2,329	2,756	2,889
营业税金及附加	21	23	27	33	35
销售费用	65	68	72	88	96
管理费用	106	117	122	148	157
研发费用	130	132	128	155	165
财务费用	(9)	(18)	(10)	(20)	(38)
其他收益	18	27	20	22	23
资产减值损失	(2)	(17)	(2)	0	0
信用减值损失	(5)	(3)	(3)	(3)	(3)
资产处置收益	101	3	0	0	0
公允价值变动收益	(1)	0	(0)	(0)	0
投资收益	25	9	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	832	338	388	556	636
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	1	2	0	0	0
利润总额	832	336	388	556	636
所得税	15	41	47	68	78
净利润	816	295	340	488	558
少数股东损益	(1)	(1)	0	0	0
归母净利润	817	296	340	488	558
EBITDA	879	509	658	857	951
EPS(最新股本摊薄, 元)	2.00	0.72	0.83	1.19	1.37

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,516	2,810	3,170	3,434	3,702
现金及等价物	1,052	1,388	1,216	1,479	1,568
应收账款	438	417	580	633	653
应收票据	14	19	20	28	22
存货	247	262	294	364	326
预付账款	18	15	24	22	26
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	747	708	1,035	909	1,106
非流动资产	3,053	3,504	3,546	3,583	3,617
长期投资	0	5	5	5	5
固定资产	2,548	2,549	2,982	3,094	3,136
无形资产	309	411	399	387	375
其他长期资产	196	539	161	96	101
资产合计	5,569	6,314	6,716	7,016	7,319
流动负债	612	814	1,108	1,196	1,075
短期借款	0	37	190	197	52
应付账款	351	273	466	408	508
其他流动负债	260	504	452	591	514
非流动负债	712	1,041	879	677	626
长期借款	160	370	268	36	0
其他长期负债	552	671	611	641	626
负债合计	1,324	1,855	1,987	1,873	1,701
股本	409	409	409	409	409
少数股东权益	(5)	(6)	(6)	(6)	(6)
归属母公司股东权益	4,250	4,465	4,734	5,149	5,624
负债和股东权益合计	5,569	6,314	6,716	7,016	7,319

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	816	295	340	488	558
折旧摊销	200	229	299	343	376
营运资金变动	(395)	188	(307)	37	(134)
其他	(60)	7	(102)	26	(61)
经营活动现金流	562	719	231	894	739
资本支出	(786)	(685)	(300)	(400)	(400)
投资变动	108	(153)	(0)	(0)	0
其他	203	63	0	0	0
投资活动现金流	(475)	(775)	(300)	(400)	(400)
银行借款	160	247	50	(225)	(181)
股权融资	(97)	(142)	(70)	(73)	(84)
其他	31	202	(82)	66	15
筹资活动现金流	94	308	(103)	(232)	(250)
净现金流	180	252	(172)	263	89

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	20.4	(13.6)	16.7	21.6	6.0
营业利润增长率(%)	26.0	(59.4)	14.8	43.4	14.3
归属于母公司净利润增长率(%)	42.8	(63.8)	15.0	43.4	14.3
息税前利润增长(%)	18.9	(58.8)	28.1	43.5	11.8
息税折旧前利润增长(%)	20.1	(42.1)	29.2	30.3	11.0
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	42.8	(63.8)	15.0	43.4	14.3
获利能力					
息税前利润率(%)	22.5	10.7	11.8	13.9	14.7
营业利润率(%)	37.1	40.2	32.6	34.0	32.3
毛利率(%)	33.4	24.5	23.4	25.5	26.3
归母净利润率(%)	27.1	11.4	11.2	13.2	14.2
ROE(%)	19.2	6.6	7.2	9.5	9.9
ROIC(%)	15.5	4.9	6.1	9.1	10.0
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2
净负债权益比	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.2)
流动比率	4.1	3.5	2.9	2.9	3.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	7.1	6.1	6.1	6.1	6.1
应付账款周转率	8.2	8.4	8.2	8.5	8.6
费用率					
销售费用率(%)	2.1	2.6	2.4	2.4	2.5
管理费用率(%)	3.5	4.5	4.0	4.0	4.0
研发费用率(%)	4.3	5.1	4.2	4.2	4.2
财务费用率(%)	(0.3)	(0.7)	(0.3)	(0.6)	(1.0)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.0	0.7	0.8	1.2	1.4
每股经营现金流(最新摊薄)	1.4	1.8	0.6	2.2	1.8
每股净资产(最新摊薄)	10.4	10.9	11.6	12.6	13.8
每股股息	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
估值比率					
P/E(最新摊薄)	5.4	14.9	13.0	9.0	7.9
P/B(最新摊薄)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.6	9.8	7.3	4.9	4.0
价格/现金流(倍)	7.9	6.1	19.1	4.9	6.0

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转载或转发的，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