

600160.SH

## 买入

原评级: 买入

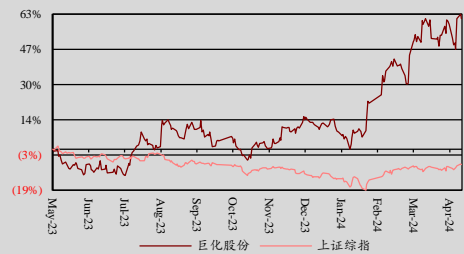
市场价格: 人民币 23.65

板块评级: 强于大市

### 本报告要点

- 24Q1 公司归母净利润大幅增长, 看好制冷剂行业景气度提升、公司氟化工产业布局优化带来的业绩增长, 维持买入评级。

### 股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	46.0	(0.0)	47.2	56.1
相对上证综指	41.2	(2.1)	37.5	62.7

发行股数(百万)	2,699.75
流通股(百万)	2,699.75
总市值(人民币 百万)	63,848.99
3 个月日均交易额(人民币 百万)	854.31
主要股东	
巨化集团有限公司	52.7

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
以 2024 年 4 月 30 日收市价为标准

### 相关研究报告

- 《巨化股份》20231113
- 《巨化股份》20230901
- 《巨化股份》20230504

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: 化学制品

证券分析师: 余嫻嫻

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

联系人: 范琦岩

qiyan.fan@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300123030023

# 巨化股份

## 24Q1 归母净利润大幅增长, 看好制冷剂景气度提升

公司发布 2023 年年报, 2023 年实现营收 206.55 亿元, 同比下降 3.88%; 实现归母净利润 9.44 亿元, 同比下降 60.37%, 其中 23Q4 实现营收 46.43 亿元, 同比下降 9.19%, 环比下降 21.53%; 实现归母净利润 1.97 亿元, 同比下滑 71.15%, 环比下滑 23.44%。公司发布 2024 年一季报, 24Q1 实现营收 54.70 亿元, 同比增长 19.52%, 环比增长 17.82%; 实现归母净利润 3.10 亿元, 同比增长 103.35%, 环比增长 57.74%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.1 元 (含税)。看好制冷剂行业景气度提升、公司氟化工产业布局优化带来的业绩增长, 维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 2023 年公司业绩下滑, 24Q1 归母净利润环比大幅增长。2023 年公司业绩同比下滑, 毛利率为 13.22% (同比-5.84 pct), 净利率为 4.69% (同比-6.46 pct), 主要系公司产品供需强弱、主要产品价格下跌所致。2023 年公司期间费用率为 3.88% (同比+0.28 pct), 其中财务费用率 -0.11% (同比+0.40 pct), 主要系汇兑收益减少所致; 管理费用率 3.31% (同比-0.05 pct), 主要系停工损失减少所致; 销售费用率 0.67% (同比-0.06 pct), 主要系出口费用下降所致。2023 年公司非经常性损益项目合计 1.21 亿元, 其中政府补助 1.02 亿元。24Q1 随着制冷剂行业景气度回升, 公司归母净利润环比大幅增长, 毛利率为 14.75% (同比+1.16 pct, 环比+0.32 pct), 净利率为 6.04% (同比+2.91 pct, 环比+1.50 pct)。
- 2023 年公司主要产品价格同比跌幅较大, 24Q1 制冷剂产销量及均价提升。根据 2023 年年报, 公司主要产品价格下跌减利 34.29 亿元, 主要原料等价格下跌增利 16.33 亿元, 合计减利 17.96 亿元。分产品来看, 2023 年公司氟化工原料均价 0.29 万元/吨 (同比-40.03%), 毛利率 24.29% (同比-31.21 pct); 制冷剂均价 2.03 万元/吨 (同比-1.85%), 毛利率 13.14% (同比+4.53 pct); 含氟聚合物材料均价 4.67 万元/吨 (同比-29.77%), 毛利率 12.72% (同比-18.30 pct); 含氟精细化学品均价 9.79 万元/吨 (同比+108.00%), 毛利率 20.09% (同比-19.83 pct); 石化材料均价 0.77 万元/吨 (同比-4.59%), 毛利率 5.19% (同比+2.64 pct); 食品包装材料均价 1.28 万元/吨 (同比-12.41%), 毛利率 30.18% (同比-13.89 pct); 基础化工产品均价 0.18 万元/吨 (同比-34.14%), 毛利率 20.44% (同比-9.74 pct)。24Q1 飞源化工经营数据纳入公司统计范围, 公司制冷剂收入 15.90 亿元 (同比+23.36%), 产量 13.10 万吨 (同比+10.97%), 销量 6.70 万吨 (同比+4.56%), 均价 2.37 万元/吨 (同比+17.98%, 环比+10.12%)。
- 制冷剂行业景气度改善, 公司配额国内领先、氟化工产业布局持续优化。根据百川盈孚, 截至 4 月 26 日, R32 价格/价差为 3.10/1.77 万元/吨, 较年初+79.71%/+274.67%; R125 价格/价差为 4.50/2.76 万元/吨, 较年初+62.16%/+122.50%; R134a 价格/价差为 3.20/1.59 万元/吨, 较年初+14.29%/+33.68%; R22 价格/价差为 2.45/1.48 万元/吨, 较年初+25.64%/+34.01%。根据生态环境部和 2023 年年报, 公司 (含飞源化工) R32R/125/R134a/R143a/R227ea/R245fa 生产配额分别为 10.78/6.42/7.65/2.07/0.94/0.02 万吨, 占全国配额的 44.99%/38.74%/35.48%/45.40%/30.04%/1.33%。制冷剂配额政策实施有望改善行业供需格局、提升行业景气度。根据 2023 年年报, 2023 年公司完成阿联酋制冷剂工厂投运、淄博飞源化工有限公司股权收购, 取得了总量及主流品种领先的 HFCs 生产配额, 巩固了氟制冷剂全球龙头地位; 2023 年公司固定资产投资 23.08 亿元 (同比-31.72%), 建成 100kt/a 聚偏二氯乙烯高性能阻隔材料项目 (二期 A 段)、合成氨原料路线及节能减排技术改造项目、12 万吨/年有机醇扩能项目、7000t/a FKM、30kt/a 制冷剂海外工厂等项目, 新增 10000t/a 高品质可熔氟树脂及配套项目、44kt/a 高端含氟聚合物项目 A 段 40kt/a TFE 项目、500 吨/年全氟磺酸树脂项目一期 250 吨/年项目、20kt/a 聚偏二氯乙烯高性能阻隔材料项目等高性能氟化工新材料项目; 全年完成股权投资 18.18 亿元, 参股公司中巨芯在科创板成功上市。公司持续优化氟化工产业布局有望扩大市场竞争优势。

### 估值

- 因制冷剂价格上涨、行业景气度改善, 调整盈利预测, 预计 2024-2026 年公司每股收益分别为 0.96 元、1.31 元、1.60 元, 对应 PE 分别为 24.7 倍、18.0 倍、14.8 倍。看好制冷剂行业景气度提升、公司氟化工产业布局优化带来的业绩增长, 维持买入评级。

### 评级面临的主要风险

- 项目建设进度不及预期; 下游需求不及预期; 行业竞争加剧。

### 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)	21,489	20,655	23,741	29,089	31,746
增长率(%)	19.5	(3.9)	14.9	22.5	9.1
EBITDA(人民币 百万)	3,043	1,848	3,994	5,305	6,448
归母净利润(人民币 百万)	2,381	944	2,590	3,550	4,323
增长率(%)	114.7	(60.4)	174.5	37.1	21.8
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.88	0.35	0.96	1.31	1.60
原股本摊薄每股收益(人民币)			0.87	1.26	
调整幅度(%)			10.3	4.3	
市盈率(倍)	26.8	67.7	24.7	18.0	14.8
市净率(倍)	4.1	4.0	3.6	3.1	2.7
EV/EBITDA(倍)	13.1	24.1	15.5	11.3	8.8
每股股息(人民币)	0.3	0.1	0.3	0.4	0.5
股息率(%)	1.7	0.7	1.3	1.7	2.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1.公司 2023 年财务报告摘要

(百万元)	2023 年	2022 年	同比增长 (%)
一、营业总收入	20,655.22	21,489.12	(3.88)
二、营业总成本	19,846.88	19,227.00	3.22
其中：营业成本	17,924.15	17,393.22	3.05
营业税金及附加	90.70	87.01	4.24
销售费用	139.16	157.48	(11.64)
管理费用	684.17	723.23	(5.40)
研发费用	1,000.70	823.84	21.47
财务费用	(21.69)	(107.52)	-
资产减值损失	(35.21)	(150.00)	-
三、其他经营收益	119.99	107.81	11.30
公允价值变动收益	0.89	4.13	(78.53)
投资收益	91.34	374.39	(75.60)
四、营业利润	1,086.82	2,754.61	(60.55)
加：营业外收入	13.27	10.78	23.08
减：营业外支出	23.58	40.05	(41.13)
五、利润总额	1,076.51	2,725.33	(60.50)
减：所得税	107.83	329.02	(67.23)
六、净利润	968.67	2,396.31	(59.58)
减：少数股东损益	25.17	15.58	61.55
七、归属母公司净利润	943.51	2,380.73	(60.37)

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

图表 2.公司 2023 年第四季度财务报告摘要

(百万元)	2023 年第四季度	2022 年第四季度	同比增长 (%)
一、营业总收入	4,642.56	5,112.17	(9.19)
二、营业总成本	4,419.89	4,483.93	(1.43)
其中：营业成本	3,972.57	4,087.98	(2.82)
营业税金及附加	37.46	23.81	57.32
销售费用	(11.80)	20.67	(157.07)
管理费用	154.82	36.01	329.99
研发费用	262.14	260.68	0.56
财务费用	(10.49)	(9.79)	-
资产减值损失	(33.65)	(66.23)	-
三、其他经营收益	59.77	41.27	44.84
公允价值变动收益	(6.30)	(7.08)	-
投资收益	(84.65)	124.69	(167.88)
四、营业利润	238.91	793.99	(69.91)
加：营业外收入	4.33	(4.61)	-
减：营业外支出	20.87	33.86	(38.36)
五、利润总额	222.37	755.52	(70.57)
减：所得税	11.39	73.02	(84.40)
六、净利润	210.98	682.50	(69.09)
减：少数股东损益	14.25	0.66	2,061.23
七、归属母公司净利润	196.72	681.84	(71.15)

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

图表 3.公司 2024 年第一季度财务报告摘要

(百万元)	2024 年第一季度	2023 年第一季度	同比增长 (%)
一、营业总收入	5,469.67	4,576.42	19.52
二、营业总成本	5,159.32	4,449.89	15.94
其中：营业成本	4,663.11	3,954.63	17.92
营业税金及附加	12.89	12.99	(0.77)
销售费用	52.27	46.00	13.62
管理费用	194.79	175.98	10.69
研发费用	215.21	247.50	(13.05)
财务费用	(13.43)	6.12	(319.61)
资产减值损失	(17.09)	(2.00)	-
三、其他经营收益	24.41	9.20	165.38
公允价值变动收益	(1.13)	3.60	(131.35)
投资收益	28.50	31.76	(10.26)
四、营业利润	360.62	179.65	100.73
加：营业外收入	13.97	4.92	184.05
减：营业外支出	2.68	0.37	617.51
五、利润总额	371.91	184.20	101.91
减：所得税	41.74	41.05	1.70
六、净利润	330.16	143.15	130.64
减：少数股东损益	19.85	(9.45)	-
七、归属母公司净利润	310.31	152.60	103.35

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

## 利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	21,489	20,655	23,741	29,089	31,746
营业收入	21,489	20,655	23,741	29,089	31,746
营业成本	17,393	17,924	18,907	22,670	24,260
营业税金及附加	87	91	100	125	135
销售费用	157	139	167	200	221
管理费用	723	684	793	967	1,058
研发费用	824	1,001	1,030	1,336	1,418
财务费用	(108)	(22)	(20)	(29)	(60)
其他收益	108	120	114	117	115
资产减值损失	(150)	(35)	(30)	(10)	(10)
信用减值损失	0	6	(5)	(5)	(5)
资产处置收益	6	66	36	51	44
公允价值变动收益	4	1	0	0	0
投资收益	374	91	100	96	98
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	2,755	1,087	2,979	4,068	4,956
营业外收入	11	13	12	13	12
营业外支出	40	24	32	28	30
利润总额	2,725	1,077	2,959	4,053	4,939
所得税	329	108	327	427	533
净利润	2,396	969	2,632	3,626	4,406
少数股东损益	16	25	43	77	82
归母净利润	2,381	944	2,590	3,550	4,323
EBITDA	3,043	1,848	3,994	5,305	6,448
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.88	0.35	0.96	1.31	1.60

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
<b>流动资产</b>	<b>7,830</b>	<b>6,421</b>	<b>8,110</b>	<b>8,955</b>	<b>10,904</b>
现金及等价物	2,547	1,818	2,643	2,927	5,304
应收帐款	980	921	1,190	1,234	1,058
应收票据	732	692	759	857	730
存货	1,728	1,764	1,912	2,483	2,207
预付账款	77	113	86	140	89
合同资产	3	9	4	10	3
其他流动资产	1,762	1,104	1,517	1,302	1,512
<b>非流动资产</b>	<b>14,797</b>	<b>16,963</b>	<b>17,501</b>	<b>18,375</b>	<b>19,529</b>
长期投资	2,509	3,055	3,055	3,055	3,055
固定资产	6,517	9,506	10,503	11,467	12,499
无形资产	687	676	649	622	595
其他长期资产	5,083	3,727	3,294	3,231	3,379
<b>资产合计</b>	<b>22,627</b>	<b>23,384</b>	<b>25,611</b>	<b>27,329</b>	<b>30,432</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,904</b>	<b>4,516</b>	<b>5,237</b>	<b>5,413</b>	<b>5,688</b>
短期借款	182	605	100	100	100
应付账款	2,073	1,798	2,246	2,540	2,514
其他流动负债	2,649	2,113	2,892	2,772	3,074
<b>非流动负债</b>	<b>1,938</b>	<b>2,491</b>	<b>2,180</b>	<b>1,214</b>	<b>997</b>
长期借款	1,327	1,743	1,500	500	300
其他长期负债	611	748	680	714	697
<b>负债合计</b>	<b>6,842</b>	<b>7,007</b>	<b>7,417</b>	<b>6,627</b>	<b>6,685</b>
股本	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700
少数股东权益	316	302	345	421	503
归属母公司股东权益	15,468	16,075	17,849	20,282	23,244
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>22,627</b>	<b>23,384</b>	<b>25,611</b>	<b>27,329</b>	<b>30,432</b>

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	2,396	969	2,632	3,626	4,406
折旧摊销	888	1,061	1,285	1,530	1,809
营运资金变动	664	(738)	463	(436)	729
其它	(632)	905	(40)	(234)	(173)
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,317</b>	<b>2,196</b>	<b>4,341</b>	<b>4,486</b>	<b>6,772</b>
资本支出	(3,488)	(2,992)	(2,010)	(2,310)	(3,010)
投资变动	(470)	(140)	0	0	0
其他	396	413	136	147	142
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(3,562)</b>	<b>(2,719)</b>	<b>(1,874)</b>	<b>(2,163)</b>	<b>(2,868)</b>
银行借款	1,051	839	(748)	(1,000)	(200)
股权融资	(471)	(847)	(815)	(1,117)	(1,361)
其他	129	219	(79)	78	35
<b>筹资活动现金流</b>	<b>709</b>	<b>210</b>	<b>(1,641)</b>	<b>(2,039)</b>	<b>(1,525)</b>
<b>净现金流</b>	<b>464</b>	<b>(312)</b>	<b>825</b>	<b>284</b>	<b>2,378</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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	19.5	(3.9)	14.9	22.5	9.1
营业利润增长率(%)	147.3	(60.5)	174.1	36.6	21.8
归属于母公司净利润增长率(%)	114.7	(60.4)	174.5	37.1	21.8
息税前利润增长(%)	222.3	(63.5)	244.4	39.4	22.9
息税折旧前利润增长(%)	97.4	(39.3)	116.2	32.8	21.5
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	114.7	(60.4)	174.5	37.1	21.8
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	10.0	3.8	11.4	13.0	14.6
营业利润率(%)	12.8	5.3	12.5	14.0	15.6
毛利率(%)	19.1	13.2	20.4	22.1	23.6
归母净利润率(%)	11.1	4.6	10.9	12.2	13.6
ROE(%)	15.4	5.9	14.5	17.5	18.6
ROIC(%)	13.7	4.3	14.7	20.3	24.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
净负债权益比	(0.1)	0.1	0.0	(0.1)	(0.2)
流动比率	1.6	1.4	1.5	1.7	1.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	0.9	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	20.5	21.7	22.5	24.0	27.7
应付账款周转率	11.2	10.7	11.7	12.2	12.6
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
管理费用率(%)	3.4	3.3	3.3	3.3	3.3
研发费用率(%)	3.8	4.8	4.3	4.6	4.5
财务费用率(%)	(0.5)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.9	0.3	1.0	1.3	1.6
每股经营现金流(最新摊薄)	1.2	0.8	1.6	1.7	2.5
每股净资产(最新摊薄)	5.7	6.0	6.6	7.5	8.6
每股股息	0.3	0.1	0.3	0.4	0.5
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	26.8	67.7	24.7	18.0	14.8
P/B(最新摊薄)	4.1	4.0	3.6	3.1	2.7
EV/EBITDA	13.1	24.1	15.5	11.3	8.8
价格/现金流(倍)	19.3	29.1	14.7	14.2	9.4

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)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, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
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  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
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