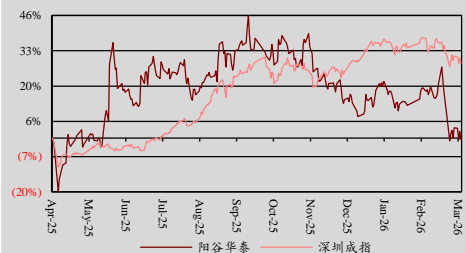


**300121.SZ**
**买入**

原评级: 买入

市场价格: 人民币 11.61

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     | (8.8) | (15.4) | (8.0) | (1.5)  |
| 相对深圳成指 | (6.3) | (8.7)  | (7.7) | (29.8) |

|                  |          |
|------------------|----------|
| 发行股数(百万)         | 445.23   |
| 流通股(百万)          | 429.36   |
| 总市值(人民币 百万)      | 5,169.18 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 206.66   |
| 主要股东持股比例         |          |
| 王传华              | 21.01%   |

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
 以2026年4月2日收市价为标准

**相关研究报告**

《阳谷华泰》20250828  
 《阳谷华泰》20181030  
 《阳谷华泰》20180808

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: 橡胶**
**证券分析师: 余媛媛**

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

**证券分析师: 赵泰**

tai.zhao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300525100001

# 阳谷华泰

## 营收、业绩稳健, 主业静待回暖

公司发布 2025 年年报, 全年实现营业总收入 34.43 亿元, 同比增长 0.37%; 归母净利润 1.97 亿元, 同比增长 2.72%; 扣非归母净利润 1.89 亿元, 同比增长 0.36%。其中, 第四季度营收 8.63 亿元, 同比降低 3.65%, 环比增长 0.58%; 归母净利润 0.38 亿元, 同比增长 424.07%, 环比增长 14.79%。公司发布年度分红方案, 每 10 股派发现金红利 0.8 元(含税), 全年累计分红占归母净利润 33.32%。看好公司在全球防焦剂 CTP 及国内不溶性硫磺领域的龙头地位, 维持买入评级。

**支撑评级的要点**

- **行业景气度有待回暖, 2025 年营收保持稳健。**2025 年橡胶助剂行业整体量增价减。根据中国橡胶工业协会橡胶助剂专业委员会统计, 年内橡胶助剂工业总产值同比下滑 4.35% 至 302.24 亿元, 总产量同比增长 3.80% 至 164.83 万吨。全年公司营收同比增长 0.37% 至 34.43 亿元, 其中第四季度营收 8.63 亿元, 同比降低 3.65%, 环比增长 0.58%。分产品看, 高性能橡胶助剂销量同比增长 7.01% 至 13.08 万吨, 销售均价同比下降 8.35% 至 1.47 万元/吨, 实现收入 19.20 亿元, 同比减少 1.93%, 毛利率为 14.65%, 同比下滑 2.33pct; 多功能橡胶助剂销量同比减少 1.87% 至 10.75 万吨, 销售均价同比提升 5.72% 至 1.40 万元/吨, 实现收入 15.09 亿元, 同比增长 3.75%, 毛利率为 20.39%, 同比提升 1.21pct。分地区看, 2025 年境内、境外销售收入分别为 19.49 亿元、14.94 亿元, 同比分别增长 5.11%、减少 5.22%。子公司方面, 2025 年戴瑞克营收、净利润分别同比下降 15.17%、69.10% 至 11.37 亿元、0.35 亿元, 地瑞化工实现营业收入 1.99 亿元、净利润 0.51 亿元。
- **期间费用率优化, 净利率小幅改善。**2025 年公司毛利率为 17.36%, 同比下降 0.80pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.12%/4.65%/2.35%/0.44%, 分别同比 -0.17pct/-0.04pct/-0.23pct/-0.20pct, 其中财务费用优化主要系可转债利息费用减少。由于部分产品售价下降, 计提存货跌价准备 0.23 亿元。综合来看, 2025 年净利率同比提升 0.17pct 至 5.78%。
- **防焦剂、不溶性硫磺等产品行业领先, 产业布局持续推进。**作为研发创新能力领先的国内综合性橡胶助剂供应商, 公司防焦剂 CTP 产销量占全球份额 60% 以上, 不溶性硫磺国内市占率第一。公司持续完善产品、产能布局, 截至 2025 年年报, 2.2 万吨生物木质素及补强树脂项目、泰国子公司 3 万吨高性能橡胶助剂项目建设稳步推进。此外, 公司于 2026 年 1 月初拟磋商以现金方式取得波米科技部分股权。波米科技聚焦高性能聚酰亚胺材料, 在部分产品领域打破美国、日本企业垄断, 若相关交易落地, 有望助力公司长期发展。

**估值**

- 公司是国内橡胶助剂领先企业, 通过国内产能建设和泰国生产基地布局积极扩张业务, 竞争力持续提升。考虑到当前原料硫磺价格提升带来的成本压力, 调整公司 2026-2027 年盈利预测, 并给予 2028 年盈利预测。预计 2026-2028 年每股收益分别为 0.52 元、0.58 元、0.65 元, 对应 PE 分别为 22.1 倍、19.9 倍、17.8 倍, 看好公司主业竞争力持续提升, 有切入光敏性聚酰亚胺赛道的潜在机会, 维持**买入**评级。

**评级面临的主要风险**

- 行业竞争加剧; 产品及原材料价格波动风险; 安全生产风险。

**投资摘要**

| 年结日: 12月31日     | 2024   | 2025  | 2026E  | 2027E  | 2028E |
|-----------------|--------|-------|--------|--------|-------|
| 主营收入(人民币 百万)    | 3,431  | 3,443 | 3,719  | 3,959  | 4,233 |
| 增长率(%)          | (0.7)  | 0.4   | 8.0    | 6.5    | 6.9   |
| EBITDA(人民币 百万)  | 448    | 467   | 542    | 597    | 656   |
| 归母净利润(人民币 百万)   | 192    | 197   | 233    | 260    | 290   |
| 增长率(%)          | (36.9) | 2.7   | 18.3   | 11.5   | 11.4  |
| 最新股本摊薄每股收益(人民币) | 0.43   | 0.44  | 0.52   | 0.58   | 0.65  |
| 原先预测摊薄每股收益(人民币) |        |       | 0.59   | 0.65   |       |
| 调整幅度(%)         |        |       | (10.7) | (10.7) |       |
| 市盈率(倍)          | 26.9   | 26.2  | 22.1   | 19.9   | 17.8  |
| 市净率(倍)          | 1.5    | 1.4   | 1.4    | 1.3    | 1.3   |
| EV/EBITDA(倍)    | 12.0   | 12.0  | 9.3    | 8.3    | 7.4   |
| 每股股息(人民币)       | 0.2    | 0.2   | 0.2    | 0.2    | 0.2   |
| 股息率(%)          | 1.6    | 1.2   | 1.7    | 1.9    | 2.1   |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1.公司 2025 年财务报告摘要

| (百万元)      | 2025     | 2024     | 同比增长 (%) |
|------------|----------|----------|----------|
| 一、营业总收入    | 3,443.37 | 3,430.82 | 0.37     |
| 二、营业总成本    | 3,201.89 | 3,183.57 | 0.58     |
| 其中：营业成本    | 2,845.63 | 2,807.70 | 1.35     |
| 营业税金及附加    | 26.93    | 25.88    | 4.06     |
| 销售费用       | 73.09    | 78.60    | (7.01)   |
| 管理费用       | 160.07   | 160.95   | (0.55)   |
| 研发费用       | 81.09    | 88.63    | (8.51)   |
| 财务费用       | 15.08    | 21.82    | (30.88)  |
| 三、其他经营收益   |          |          |          |
| 公允价值变动收益   | 0.06     | (0.04)   | 264.81   |
| 投资收益       | 7.32     | 5.54     | 32.16    |
| 资产处置收益     | (0.34)   | 0.42     | (181.34) |
| 资产减值损失     | (23.12)  | (15.13)  | (52.79)  |
| 信用减值损失     | 14.61    | (0.90)   | 1,723.91 |
| 其他收益       | 27.93    | 12.35    | 126.17   |
| 四、营业利润     | 267.95   | 249.49   | 7.40     |
| 加：营业外收入    | 1.32     | 1.90     | (30.63)  |
| 减：营业外支出    | 5.01     | 13.94    | (64.09)  |
| 五、利润总额     | 264.26   | 237.45   | 11.29    |
| 减：所得税      | 65.36    | 45.20    | 44.61    |
| 六、净利润      | 198.89   | 192.24   | 3.46     |
| 减：少数股东损益   | 1.55     | 0.12     | 1,210.85 |
| 七、归属母公司净利润 | 197.34   | 192.13   | 2.72     |

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

图表 2.公司 2025 年第四季度财务报告摘要

| (百万元)      | 2025 年第四季度 | 2024 年第四季度 | 同比增长 (%) |
|------------|------------|------------|----------|
| 一、营业总收入    | 863.03     | 895.75     | (3.65)   |
| 二、营业总成本    | 811.80     | 853.75     | (4.91)   |
| 其中：营业成本    | 722.74     | 754.62     | (4.22)   |
| 营业税金及附加    | 6.09       | 5.75       | 5.97     |
| 销售费用       | 17.63      | 17.43      | 1.17     |
| 管理费用       | 37.34      | 43.02      | (13.21)  |
| 研发费用       | 16.13      | 29.15      | (44.67)  |
| 财务费用       | 11.86      | 3.79       | 213.34   |
| 三、其他经营收益   |            |            |          |
| 公允价值变动收益   | 4.49       | 3.46       | 29.65    |
| 投资收益       | 2.07       | (0.34)     | 710.66   |
| 资产处置收益     | 0.01       | (0.32)     | 102.01   |
| 资产减值损失     | (24.54)    | (15.47)    | (58.62)  |
| 信用减值损失     | 3.12       | (9.88)     | 131.60   |
| 其他收益       | 16.08      | (7.37)     | 318.19   |
| 四、营业利润     | 52.47      | 12.08      | 334.25   |
| 加：营业外收入    | 0.15       | (0.38)     | 140.23   |
| 减：营业外支出    | 1.75       | 10.04      | (82.54)  |
| 五、利润总额     | 50.87      | 1.67       | 2,955.04 |
| 减：所得税      | 13.23      | (5.62)     | 335.36   |
| 六、净利润      | 37.64      | 7.29       | 416.73   |
| 减：少数股东损益   | 0.10       | 0.12       | (15.20)  |
| 七、归属母公司净利润 | 37.54      | 7.16       | 424.07   |

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    | 2024  | 2025  | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入          | 3,431 | 3,443 | 3,719 | 3,959 | 4,233 |
| 营业收入           | 3,431 | 3,443 | 3,719 | 3,959 | 4,233 |
| 营业成本           | 2,808 | 2,846 | 3,031 | 3,212 | 3,421 |
| 营业税金及附加        | 26    | 27    | 27    | 30    | 32    |
| 销售费用           | 79    | 73    | 78    | 87    | 91    |
| 管理费用           | 161   | 160   | 172   | 182   | 194   |
| 研发费用           | 89    | 81    | 89    | 92    | 101   |
| 财务费用           | 22    | 15    | 12    | 10    | 9     |
| 其他收益           | 12    | 28    | 17    | 17    | 17    |
| 资产减值损失         | (15)  | (23)  | (5)   | (5)   | (5)   |
| 信用减值损失         | (1)   | 15    | (10)  | (10)  | (10)  |
| 资产处置收益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益           | 6     | 7     | 6     | 6     | 6     |
| 汇兑收益           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润           | 249   | 268   | 317   | 353   | 394   |
| 营业外收入          | 2     | 1     | 2     | 2     | 2     |
| 营业外支出          | 14    | 5     | 8     | 8     | 8     |
| 利润总额           | 237   | 264   | 311   | 347   | 387   |
| 所得税            | 45    | 65    | 77    | 86    | 96    |
| 净利润            | 192   | 199   | 234   | 261   | 291   |
| 少数股东损益         | 0     | 2     | 1     | 1     | 1     |
| 归母净利润          | 192   | 197   | 233   | 260   | 290   |
| EBITDA         | 448   | 467   | 542   | 597   | 656   |
| EPS(最新股本摊薄, 元) | 0.43  | 0.44  | 0.52  | 0.58  | 0.65  |

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      | 2024         | 2025         | 2026E        | 2027E        | 2028E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>2,568</b> | <b>2,448</b> | <b>2,657</b> | <b>2,843</b> | <b>3,078</b> |
| 货币资金             | 546          | 549          | 617          | 696          | 804          |
| 应收账款             | 1,032        | 938          | 1,086        | 1,135        | 1,216        |
| 应收票据             | 67           | 66           | 67           | 75           | 77           |
| 存货               | 493          | 491          | 486          | 531          | 552          |
| 预付账款             | 51           | 38           | 50           | 53           | 58           |
| 合同资产             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他流动资产           | 379          | 366          | 351          | 353          | 371          |
| <b>非流动资产</b>     | <b>1,914</b> | <b>2,078</b> | <b>2,039</b> | <b>2,030</b> | <b>2,015</b> |
| 长期投资             | 57           | 55           | 57           | 59           | 61           |
| 固定资产             | 1,270        | 1,263        | 1,372        | 1,398        | 1,414        |
| 无形资产             | 196          | 217          | 223          | 227          | 229          |
| 其他长期资产           | 392          | 542          | 387          | 345          | 310          |
| <b>资产合计</b>      | <b>4,482</b> | <b>4,526</b> | <b>4,696</b> | <b>4,873</b> | <b>5,093</b> |
| <b>流动负债</b>      | <b>661</b>   | <b>529</b>   | <b>561</b>   | <b>572</b>   | <b>609</b>   |
| 短期借款             | 218          | 207          | 200          | 200          | 200          |
| 应付账款             | 277          | 222          | 249          | 250          | 282          |
| 其他流动负债           | 166          | 100          | 112          | 122          | 127          |
| <b>非流动负债</b>     | <b>306</b>   | <b>356</b>   | <b>347</b>   | <b>351</b>   | <b>349</b>   |
| 长期借款             | 0            | 45           | 45           | 45           | 45           |
| 其他长期负债           | 306          | 311          | 302          | 306          | 304          |
| <b>负债合计</b>      | <b>967</b>   | <b>885</b>   | <b>908</b>   | <b>923</b>   | <b>958</b>   |
| 股本               | 449          | 445          | 445          | 445          | 445          |
| 少数股东权益           | 1            | 33           | 34           | 35           | 36           |
| 归属母公司股东权益        | 3,514        | 3,608        | 3,755        | 3,915        | 4,099        |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>4,482</b> | <b>4,526</b> | <b>4,696</b> | <b>4,873</b> | <b>5,093</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    | 2024         | 2025         | 2026E        | 2027E        | 2028E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 净利润            | 192          | 199          | 234          | 261          | 291          |
| 折旧摊销           | 195          | 219          | 235          | 256          | 277          |
| 营运资金变动         | 20           | (100)        | (100)        | (96)         | (90)         |
| 其他             | (27)         | 76           | 26           | (6)          | 8            |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>380</b>   | <b>394</b>   | <b>396</b>   | <b>416</b>   | <b>486</b>   |
| 资本支出           | (370)        | (334)        | (228)        | (228)        | (268)        |
| 投资变动           | 132          | 109          | (2)          | (2)          | (2)          |
| 其他             | 180          | (20)         | 6            | 6            | 6            |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(58)</b>  | <b>(245)</b> | <b>(224)</b> | <b>(224)</b> | <b>(264)</b> |
| 银行借款           | 94           | 34           | (7)          | 0            | 0            |
| 股权融资           | (131)        | (110)        | (87)         | (100)        | (106)        |
| 其他             | (254)        | (57)         | (9)          | (13)         | (8)          |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(291)</b> | <b>(132)</b> | <b>(103)</b> | <b>(113)</b> | <b>(114)</b> |
| <b>净现金流</b>    | <b>31</b>    | <b>16</b>    | <b>68</b>    | <b>79</b>    | <b>108</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       | 2024   | 2025  | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>       |        |       |       |       |       |
| 营业收入增长率(%)        | (0.7)  | 0.4   | 8.0   | 6.5   | 6.9   |
| 营业利润增长率(%)        | (35.1) | 7.4   | 18.4  | 11.4  | 11.3  |
| 归属于母公司净利润增长率(%)   | (36.9) | 2.7   | 18.3  | 11.5  | 11.4  |
| 息税前利润增长率(%)       | (33.4) | (2.0) | 23.5  | 11.3  | 11.2  |
| 息税折旧前利润增长率(%)     | (15.9) | 4.2   | 16.1  | 10.1  | 9.9   |
| EPS(最新股本摊薄)增长率(%) | (36.9) | 2.7   | 18.3  | 11.5  | 11.4  |
| <b>获利能力</b>       |        |       |       |       |       |
| 息税前利润率(%)         | 7.4    | 7.2   | 8.2   | 8.6   | 9.0   |
| 营业利润率(%)          | 7.3    | 7.8   | 8.5   | 8.9   | 9.3   |
| 毛利率(%)            | 18.2   | 17.4  | 18.5  | 18.9  | 19.2  |
| 归母净利润率(%)         | 5.6    | 5.7   | 6.3   | 6.6   | 6.9   |
| ROE(%)            | 5.5    | 5.5   | 6.2   | 6.6   | 7.1   |
| ROIC(%)           | 5.1    | 4.5   | 5.4   | 5.8   | 6.2   |
| <b>偿债能力</b>       |        |       |       |       |       |
| 资产负债率             | 0.2    | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 0.2   |
| 净负债权益比            | 0.0    | 0.0   | 0.0   | 0.0   | (0.1) |
| 流动比率              | 3.9    | 4.6   | 4.7   | 5.0   | 5.1   |
| <b>营运能力</b>       |        |       |       |       |       |
| 总资产周转率            | 0.8    | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.8   |
| 应收账款周转率           | 3.5    | 3.5   | 3.7   | 3.6   | 3.6   |
| 应付账款周转率           | 13.3   | 13.8  | 15.8  | 15.8  | 15.9  |
| <b>费用率</b>        |        |       |       |       |       |
| 销售费用率(%)          | 2.3    | 2.1   | 2.1   | 2.2   | 2.2   |
| 管理费用率(%)          | 4.7    | 4.6   | 4.6   | 4.6   | 4.6   |
| 研发费用率(%)          | 2.6    | 2.4   | 2.4   | 2.3   | 2.4   |
| 财务费用率(%)          | 0.6    | 0.4   | 0.3   | 0.3   | 0.2   |
| <b>每股指标(元)</b>    |        |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)        | 0.4    | 0.4   | 0.5   | 0.6   | 0.7   |
| 每股经营现金流(最新摊薄)     | 0.9    | 0.9   | 0.9   | 0.9   | 1.1   |
| 每股净资产(最新摊薄)       | 7.9    | 8.1   | 8.4   | 8.8   | 9.2   |
| 每股股息              | 0.2    | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 0.2   |
| <b>估值比率</b>       |        |       |       |       |       |
| P/E(最新摊薄)         | 26.9   | 26.2  | 22.1  | 19.9  | 17.8  |
| P/B(最新摊薄)         | 1.5    | 1.4   | 1.4   | 1.3   | 1.3   |
| EV/EBITDA         | 12.0   | 12.0  | 9.3   | 8.3   | 7.4   |
| 价格/现金流(倍)         | 13.6   | 13.1  | 13.1  | 12.4  | 10.6  |

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任何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