

300054.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 49.75

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 公司业绩持续向好。看好公司聚焦半导体材料核心主业发展，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 | 27.4 | 17.3 | 32.3 | 78.0 |
| 相对深圳成指 | 30.8 | 22.1 | 33.6 | 49.2 |

| | |
|------------------|-----------|
| 发行股数(百万) | 948.07 |
| 流通股(百万) | 738.15 |
| 总市值(人民币 百万) | 47,166.39 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 1,364.31 |
| 主要股东(%) | |
| 朱双全 | 14.70 |

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券

以2026年4月3日收市价为标准

相关研究报告

《鼎龙股份》20250826

《鼎龙股份》20250519

《鼎龙股份》20241119

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

电子: 电子化学品 II

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

证券分析师: 范琦岩

qiyan.fan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300525040001

鼎龙股份

业绩持续向好，聚焦半导体材料核心主业发展

公司发布 2025 年年报，2025 年实现营收 36.60 亿元，同比+9.66%；归母净利润 7.20 亿元，同比+38.32%；其中 24Q4 实现营收 9.62 亿元，同比+5.48%，环比-0.49%；归母净利润 2.01 亿元，同比+39.07%，环比-3.64%。公司发布 2026 年一季度业绩预告，预计实现归母净利润 2.4~2.6 亿元，同比+70.22%~84.41%，环比+19.53%~29.49%。公司拟向全体股东每 10 股派发 1 元（含税）的现金分红。看好公司聚焦半导体材料核心主业发展，维持买入评级。

支撑评级的要点

- **公司业绩持续向好。**2025 年公司业绩同比增长，主要原因为半导体业务实现营收与利润双增长以及全面推进降本控费与精益运营。2025 年公司毛利率为 50.85%（同比+3.97 pct），净利率为 21.74%（同比+2.60 pct），期间费用率为 26.93%（同比+0.67 pct），其中财务费用率为 1.36%（同比+1.00 pct），主要系 2025 年银行借款及公司发行可转债利息增加所致。2025 年公司因实施上市公司股权激励计划，计提股份支付费用 4,552 万元，影响归母净利润 4,203 万元；高端晶圆光刻胶、半导体先进封装材料业务尚属于市场开拓及放量初期，尚未盈利，且持续投入，一定程度上影响 2025 年归母净利润水平。26Q1 公司半导体材料业务营收稳步增长，产品结构持续优化、经营效率稳步提升，盈利能力进一步增强；预计 26Q1 非经常性损益约为 1,000 万元（25Q1 为 611.34 万元），主要为政府补助。
- **半导体业务成为公司核心盈利支柱与战略发展主引擎。**2025 年公司半导体板块业务（含半导体材料业务及集成电路芯片设计和应用业务）实现收入 20.86 亿元（其中芯片业务收入已剔除内部抵消），同比增长 37.27%，占公司营业总收入 57%。1) CMP 抛光垫: 2025 年收入 10.91 亿元（同比+52.34%），其中 25Q4 收入 2.96 亿元（同比+53.4%）。公司 2025 年首次实现抛光垫单月销量破 4 万片的历史新高，夯实国产供应龙头地位；武汉本部抛光硬垫产线产能至 26Q1 末已达到月产 5 万片左右（即年产约 60 万片），产能利用率持续提升。2) CMP 抛光液、清洗液: 2025 年收入 2.94 亿元（同比+36.84%），其中 25Q4 收入 9.132 万元（同比+21.72%）。铜及铜阻挡层、金属栅极（钨、铝）、浅槽隔离等新品类不断突破，多晶硅、氮化硅等品类持续稳步放量。3) 半导体显示材料: 2025 年收入 5.44 亿元（同比+35.47%），其中 25Q4 收入 1.31 亿元（同比+9.14%）。YPI、PSPI 国产供应领先地位持续稳固，TFE-INK 进入持续放量阶段；仙桃产业园年产 1,000 吨 PSPI 产线已顺利投产并稳定批量供货、年产 800 吨 YPI 二期项目已如期完工并试运行；中大尺寸 OLED 有望成为公司半导体显示材料业务新增长点，数款产品已通过客户 G8.6 代线验证。4) 高端晶圆光刻胶: 公司浸没式 ArF 及 KrF 晶圆光刻胶在国内实现“全制程”与“全尺寸”覆盖；公司已布局超 30 款高端晶圆光刻胶，超 20 款产品完成客户送样验证，其中超 12 款进入加仑样测试阶段，同时布局数款配套的 BARC、SOC 等光刻辅材；2025 年公司 ArF、KrF 光刻胶产品分别实现新的订单突破，已有 3 款产品稳定批量供应；潜江一期年产 30 吨 KrF/ArF 高端晶圆光刻胶产线稳定运行，二期年产 300 吨 KrF/ArF 高端晶圆光刻胶量产线的主体厂房及配套设施均已建成。5) 半导体先进封装材料: 2025 年收入 1,176 万元，业务迈入稳步放量新阶段，新产品验证导入与市场推广成效显著。半导体封装 PI 方面，公司已布局 7 款产品，目前共有 2 款产品取得多家客户订单。
- **公司切入锂电材料行业，剥离通用打印耗材终端业务。**根据公司《关于对外投资购买股权的公告》，公司拟以自有或自筹资金 6.30 亿元，通过股权受让方式收购国内绝对头部动力电池及储能电池企业供应链内的核心功能工艺性辅材类供应商皓飞新材 70% 股权（对应整体估值 9 亿元，PE 不超过 10 倍），正式切入以锂电粘剂、分散剂等关键功能工艺性辅材为代表的锂电材料行业，构建全新业绩增长引擎。根据公司《关于以出让两家并表子公司控股权的方式剥离通用打印耗材终端业务的公告》，公司拟通过转让控股权方式，剥离硒鼓、墨盒业务，实现打印耗材终端业务资产出表，其中珠海名图超俊持股由 100% 降至 40%、北海绩迅持股由 59% 降至 44%，预计收回净现金近 4.4 亿元；本次交易对公司业绩不构成负面影响，硒鼓、墨盒业务 2025 年对公司归母净利润贡献占比已降至 5.22%，预计 2026Q1 占比进一步下降至 1% 以下；2026 年 1-2 月硒鼓、墨盒合计营收占比为 27.56%，预计后期半导体材料和新能源锂电功能工艺性辅材的快速增长有望快速覆盖耗材终端业务退出后对总营收减少的影响。公司已顺利完成从打印耗材业务向半导体材料的转型升级，成为以半导体材料为核心的创新材料平台型企业。

估值

- 公司是以半导体材料为核心的创新材料平台型企业，调整盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 10.90/13.92/17.34 亿元，每股收益分别为 1.15/1.47/1.83 元，对应 PE 分别为 43.3/33.9/27.2 倍。看好公司半导体业务有序推进，维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 行业需求迭代和竞争加剧风险；新产线利用率不及预期；业务持续扩张带来的经营风险。

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) | 3,338 | 3,660 | 4,205 | 4,893 | 5,850 |
| 增长率(%) | 25.1 | 9.7 | 14.9 | 16.4 | 19.6 |
| EBITDA(人民币 百万) | 858 | 1,140 | 1,696 | 2,143 | 2,623 |
| 归母净利润(人民币 百万) | 521 | 720 | 1,090 | 1,392 | 1,734 |
| 增长率(%) | 134.5 | 38.3 | 51.4 | 27.7 | 24.5 |
| 最新股本摊薄每股收益(人民币) | 0.55 | 0.76 | 1.15 | 1.47 | 1.83 |
| 原归母净利润(人民币 百万) | | | 882 | 1,092 | |
| 调整幅度(%) | | | 23.5 | 27.5 | |
| 市盈率(倍) | 90.6 | 65.5 | 43.3 | 33.9 | 27.2 |
| 市净率(倍) | 10.5 | 9.1 | 7.7 | 6.4 | 5.3 |
| EV/EBITDA(倍) | 28.9 | 32.7 | 28.2 | 21.9 | 17.4 |
| 每股股息(人民币) | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 股息率(%) | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.5 |

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 年 | 2024 年 | 同比增长 (%) |
|------------|----------|----------|----------|
| 一、营业总收入 | 3,659.91 | 3,337.64 | 9.66 |
| 二、营业总成本 | 2,819.40 | 2,675.09 | 5.39 |
| 其中：营业成本 | 1,798.83 | 1,772.95 | 1.46 |
| 营业税金及附加 | 34.87 | 25.52 | 36.64 |
| 销售费用 | 125.74 | 128.21 | (1.93) |
| 管理费用 | 290.88 | 274.17 | 6.10 |
| 研发费用 | 519.40 | 462.45 | 12.32 |
| 财务费用 | 49.68 | 11.79 | 321.38 |
| 三、其他经营收益 | | | |
| 公允价值变动收益 | 2.96 | 12.77 | (76.85) |
| 投资收益 | 26.30 | 25.77 | 2.06 |
| 资产处置收益 | 0.04 | 2.08 | (97.91) |
| 资产减值损失 | (27.08) | (36.25) | 25.31 |
| 信用减值损失 | (4.58) | (23.12) | 80.21 |
| 其他收益 | 68.93 | 72.88 | (5.41) |
| 四、营业利润 | 907.09 | 716.67 | 26.57 |
| 加：营业外收入 | 4.81 | 0.92 | 422.59 |
| 减：营业外支出 | 6.57 | 2.33 | 182.13 |
| 五、利润总额 | 905.33 | 715.27 | 26.57 |
| 减：所得税 | 109.70 | 76.47 | 43.46 |
| 六、净利润 | 795.63 | 638.80 | 24.55 |
| 减：少数股东损益 | 75.43 | 118.10 | (36.13) |
| 七、归属母公司净利润 | 720.20 | 520.70 | 38.32 |

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 | 961.84 | 911.90 | 5.48 |
| 二、营业总成本 | 735.25 | 716.59 | 2.61 |
| 其中：营业成本 | 472.00 | 473.99 | (0.42) |
| 营业税金及附加 | 8.23 | 7.55 | 9.02 |
| 销售费用 | 26.12 | 30.37 | (14.00) |
| 管理费用 | 78.72 | 84.10 | (6.39) |
| 研发费用 | 130.67 | 126.52 | 3.28 |
| 财务费用 | 19.52 | (5.94) | 428.69 |
| 三、其他经营收益 | | | |
| 公允价值变动收益 | 0.03 | 10.81 | (99.68) |
| 投资收益 | 21.09 | 18.16 | 16.10 |
| 资产处置收益 | (0.07) | (10.84) | 99.33 |
| 资产减值损失 | (25.14) | (35.18) | 28.56 |
| 信用减值损失 | (1.79) | (19.51) | 90.82 |
| 其他收益 | 22.31 | 26.86 | (16.93) |
| 四、营业利润 | 243.02 | 185.61 | 30.93 |
| 加：营业外收入 | 3.36 | 0.13 | 2,533.73 |
| 减：营业外支出 | 3.99 | 1.34 | 198.16 |
| 五、利润总额 | 242.38 | 184.40 | 31.44 |
| 减：所得税 | 32.23 | 17.73 | 81.82 |
| 六、净利润 | 210.16 | 166.67 | 26.09 |
| 减：少数股东损益 | 9.37 | 22.30 | (57.99) |
| 七、归属母公司净利润 | 200.79 | 144.37 | 39.07 |

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 | 3,338 | 3,660 | 4,205 | 4,893 | 5,850 |
| 营业收入 | 3,338 | 3,660 | 4,205 | 4,893 | 5,850 |
| 营业成本 | 1,773 | 1,799 | 1,730 | 1,863 | 2,178 |
| 营业税金及附加 | 26 | 35 | 38 | 44 | 53 |
| 销售费用 | 128 | 126 | 160 | 186 | 223 |
| 管理费用 | 274 | 291 | 340 | 391 | 468 |
| 研发费用 | 462 | 519 | 571 | 664 | 800 |
| 财务费用 | 12 | 50 | 25 | 13 | 5 |
| 其他收益 | 73 | 69 | 71 | 70 | 70 |
| 资产减值损失 | (36) | (27) | (20) | (20) | (20) |
| 信用减值损失 | (23) | (5) | (20) | (20) | (20) |
| 资产处置收益 | 2 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 公允价值变动收益 | 13 | 3 | 8 | 5 | 7 |
| 投资收益 | 26 | 26 | 28 | 28 | 28 |
| 汇兑收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 717 | 907 | 1,409 | 1,795 | 2,189 |
| 营业外收入 | 1 | 5 | 3 | 4 | 3 |
| 营业外支出 | 2 | 7 | 4 | 6 | 5 |
| 利润总额 | 715 | 905 | 1,407 | 1,793 | 2,187 |
| 所得税 | 76 | 110 | 160 | 211 | 228 |
| 净利润 | 639 | 796 | 1,246 | 1,582 | 1,959 |
| 少数股东损益 | 118 | 75 | 156 | 190 | 225 |
| 归母净利润 | 521 | 720 | 1,090 | 1,392 | 1,734 |
| EBITDA | 858 | 1,140 | 1,696 | 2,143 | 2,623 |
| EPS(最新股本摊薄, 元) | 0.55 | 0.76 | 1.15 | 1.47 | 1.83 |

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 |
|------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 2,944 | 3,815 | 4,079 | 5,352 | 6,662 |
| 现金及等价物 | 1,038 | 1,555 | 1,769 | 2,702 | 3,823 |
| 应收账款 | 1,052 | 1,013 | 1,323 | 1,369 | 1,556 |
| 应收票据 | 17 | 5 | 14 | 13 | 19 |
| 存货 | 563 | 654 | 490 | 721 | 707 |
| 预付账款 | 51 | 97 | 47 | 78 | 68 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 222 | 491 | 436 | 470 | 488 |
| 非流动资产 | 4,451 | 5,251 | 5,651 | 5,890 | 6,267 |
| 长期投资 | 644 | 970 | 970 | 970 | 970 |
| 固定资产 | 2,161 | 2,472 | 2,940 | 3,164 | 3,519 |
| 无形资产 | 327 | 299 | 308 | 312 | 337 |
| 其他长期资产 | 1,319 | 1,509 | 1,433 | 1,444 | 1,441 |
| 资产合计 | 7,395 | 9,066 | 9,730 | 11,242 | 12,928 |
| 流动负债 | 1,457 | 1,205 | 1,139 | 1,227 | 1,295 |
| 短期借款 | 402 | 226 | 200 | 200 | 200 |
| 应付账款 | 356 | 359 | 314 | 400 | 422 |
| 其他流动负债 | 699 | 619 | 625 | 627 | 673 |
| 非流动负债 | 1,063 | 2,346 | 1,972 | 1,996 | 1,884 |
| 长期借款 | 637 | 926 | 600 | 600 | 500 |
| 其他长期负债 | 426 | 1,420 | 1,372 | 1,396 | 1,384 |
| 负债合计 | 2,520 | 3,551 | 3,111 | 3,224 | 3,179 |
| 股本 | 938 | 947 | 948 | 948 | 948 |
| 少数股东权益 | 372 | 310 | 466 | 656 | 881 |
| 归属母公司股东权益 | 4,503 | 5,205 | 6,153 | 7,362 | 8,868 |
| 负债和股东权益合计 | 7,395 | 9,066 | 9,730 | 11,242 | 12,928 |

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 | 639 | 796 | 1,246 | 1,582 | 1,959 |
| 折旧摊销 | 243 | 282 | 370 | 439 | 535 |
| 营运资金变动 | (76) | (287) | (95) | (248) | (122) |
| 其它 | 22 | 366 | (58) | 2 | (42) |
| 经营活动现金流 | 828 | 1,157 | 1,463 | 1,775 | 2,330 |
| 资本支出 | (769) | (775) | (776) | (675) | (914) |
| 投资变动 | 42 | (462) | 8 | 5 | 7 |
| 其他 | (344) | (422) | 29 | 29 | 29 |
| 投资活动产生的现金流 | (1,071) | (1,660) | (739) | (641) | (879) |
| 银行借款 | 182 | 113 | (352) | 0 | (100) |
| 股权融资 | (252) | 78 | (143) | (183) | (228) |
| 其他 | 230 | 827 | (14) | (19) | (2) |
| 筹资活动现金流 | 159 | 1,019 | (509) | (202) | (330) |
| 净现金流 | (83) | 516 | 214 | 933 | 1,121 |

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 |
|------------------|-------|------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入增长率(%) | 25.1 | 9.7 | 14.9 | 16.4 | 19.6 |
| 营业利润增长率(%) | 124.6 | 26.6 | 55.3 | 27.4 | 22.0 |
| 归属于母公司净利润增长率(%) | 134.5 | 38.3 | 51.4 | 27.7 | 24.5 |
| 息税前利润增长(%) | 184.4 | 39.6 | 54.5 | 28.5 | 22.6 |
| 息税折旧前利润增长(%) | 112.2 | 32.9 | 48.8 | 26.4 | 22.4 |
| EPS(最新股本摊薄)增长(%) | 134.5 | 38.3 | 51.4 | 27.7 | 24.5 |
| 获利能力 | | | | | |
| 息税前利润率(%) | 18.4 | 23.5 | 31.5 | 34.8 | 35.7 |
| 营业利润率(%) | 21.5 | 24.8 | 33.5 | 36.7 | 37.4 |
| 毛利率(%) | 46.9 | 50.9 | 58.9 | 61.9 | 62.8 |
| 归母净利润率(%) | 15.6 | 19.7 | 25.9 | 28.5 | 29.6 |
| ROE(%) | 11.6 | 13.8 | 17.7 | 18.9 | 19.6 |
| ROIC(%) | 10.5 | 10.5 | 16.0 | 19.2 | 22.7 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 0.3 | 0.4 | 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 | 2.0 | 3.2 | 3.6 | 4.4 | 5.1 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.5 |
| 应收账款周转率 | 3.4 | 3.5 | 3.6 | 3.6 | 4.0 |
| 应付账款周转率 | 9.7 | 10.2 | 12.5 | 13.7 | 14.2 |
| 费用率 | | | | | |
| 销售费用率(%) | 3.8 | 3.4 | 3.8 | 3.8 | 3.8 |
| 管理费用率(%) | 8.2 | 7.9 | 8.1 | 8.0 | 8.0 |
| 研发费用率(%) | 13.9 | 14.2 | 13.6 | 13.6 | 13.7 |
| 财务费用率(%) | 0.4 | 1.4 | 0.6 | 0.3 | 0.1 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.5 | 0.8 | 1.1 | 1.5 | 1.8 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.9 | 1.2 | 1.5 | 1.9 | 2.5 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.7 | 5.5 | 6.5 | 7.8 | 9.4 |
| 每股股息 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E(最新摊薄) | 90.6 | 65.5 | 43.3 | 33.9 | 27.2 |
| P/B(最新摊薄) | 10.5 | 9.1 | 7.7 | 6.4 | 5.3 |
| EV/EBITDA | 28.9 | 32.7 | 28.2 | 21.9 | 17.4 |
| 价格/现金流(倍) | 57.0 | 40.8 | 32.2 | 26.6 | 20.2 |

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