

600186.SH

增持

原评级：未有评级

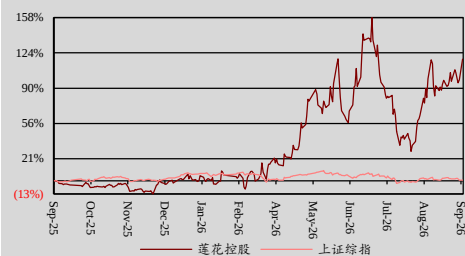
市场价格：人民币 13.18

板块评级：强于大市

本报告要点

- 公司为国内味精龙头企业，坚持“消费 + AI 科技”双轮驱动战略，调味品主业产品结构持续优化，线上渠道快速扩张，同时算力等高附加值科技业务稳步落地，打造第二增长曲线。首次覆盖，给予增持评级。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	113.6	9.7	13.9	115.7
相对上证综指	117.0	10.7	17.5	115.3

发行股数 (百万)	1,792.76
流通股 (百万)	1,789.14
总市值 (人民币 百万)	23,628.64
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	2,627.13
主要股东 (%)	
芜湖市莲泰投资管理中心(有限合伙)	10.07

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2026 年 9 月 14 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料：调味发酵品 II

证券分析师：邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

证券分析师：李育文

yuwen.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300526030002

莲花控股

主业稳健提质，双轮战略持续深化

莲花控股是国内味精龙头企业，已形成以味精为核心，覆盖鸡精、松茸鲜、酱油、料酒等复合与液态调味品，并延伸至面粉、水业等大消费产品的多元化矩阵。近年来确立“消费+AI 科技”双轮驱动战略，在巩固调味品主业的同时，布局算力服务，并涉足半导体材料等科技方向。1H26 公司实现营收/归母净利润分别为 19.1/2.4 亿元，同比增速分别为+18.1%/+51.0%。公司利润增长亮眼，调味品主业表现稳健，科技业务持续推进，双轮驱动下增长韧性充足，首次覆盖，给予增持评级。

支撑评级的要点

- 营收稳健增长，线上渠道实现较快增长。1H26 公司实现营收 19.1 亿元，同比 +18.1%。其中，2Q26 营收为 9.0 亿元，同比 +8.6%。(1) 分渠道看，1H26 线上/线下渠道营收同比增速分别为 58.4%/12.2%，线上渠道增长亮眼，营收占比同比+3.8pct 至 14.7%。公司持续推进线上线下一体化建设，由单一 ToC 模式向 ToB+ToC 全渠道协同转型，抢抓餐饮供应链、预制菜产业链增量机会，同时加码兴趣电商、社区电商布局，深化全渠道融合。(2) 分区域看，1H26 国内/国外营收分别为 17.5/1.6 亿元，同比增速分别为 +18.5%/+13.9%，营收占比分别为 91.7%/8.3%。国内市场增速领先，盈利水平同步改善，国内 / 国外毛利率分别为 30.2%/21.9%，同比 +1.3pct/+0.1pct。随着下半年公司将加大国际市场拓展力度列为工作重点，未来国外市场有望贡献更多营收增量。
- 味精稳健增长，鸡精等复合调味品保持高增。分产品看，(1) 消费业务方面，1H26 公司调味品中味精/鸡精/料酒营收分别为 11.8/2.6/1.1 亿元，同比分别为+8.8%/19.5%/82.6%，营收占比分别为 61.4%/13.7%/5.7%，营收占比同比分别-5.3/+0.2/2.0pct。当前调味品消费向健康化、场景化、个性化升级，减盐减糖、有机、功能型产品需求快速增长，复合调味品及定制调味方案在家用、预制菜等多元场景广受认可。上半年公司传统氨基酸调味品味精营收同比增速有所放缓，产品结构向鸡精、料酒等品类倾斜趋势。其中，莲花松茸鲜、莲花酱油系列新品已成为公司战略大单品，莲花松茸鲜市占率位居行业同类产品前三；上半年料酒毛利率达 40.2%，同比+6.4pct，高附加值品类持续放量有望进一步抬升调味品板块盈利水平。(2) AI 科技业务方面，1H26 公司算力服务业务营收为 0.54 亿元，同比下降 21.5%，营收占比为 2.8% (-1.4pct)。上半年公司延伸布局算力调度平台、Token 工厂等高附加值服务，1H26 公司算力服务业务毛利率为 53.2%，同比提升 8.8pct。公司已完成对大模型厂商、半导体材料企业的战略投资或合作，后续将深化与头部大模型企业合作，强化高阶场景算力服务能力，并把握半导体材料国产替代机遇，科技业务有望实现量价齐升，夯实第二增长曲线。
- 盈利能力持续提升，费用端整体较为平稳。得益于产品结构优化，高附加值产品比重提升，公司毛利率小幅上行，1H26 毛利率为 29.5%，同比 +1.3pct；其中 2Q26 毛利率为 27.2%，同比 +1.4pct。费用端，1H26 公司期间费用率为 14.0%，同比 +0.5pct，其中，1H26 销售费用率/管理费用率分别为 7.5%/4.2%，同比分别-0.5/+0.8pct。渠道转型带动销售费用率平稳回落，管理费用率抬升则主要来自投资并购相关中介服务费。此外，公司围绕 AI 科技转型战略，完成对阶跃星辰、纽菲斯等标的股权投资；同时利用自有资金开展证券投资，使得 1H26 投资净收益显著高于去年同期。综上，1H26 公司归母净利率为 12.7%，同比 +2.8pct，2Q26 归母净利率为 11.2%，同比 +3.9pct。

估值

- 公司为国内味精龙头企业，坚持“消费 + AI 科技”双轮驱动战略，调味品主业产品结构持续优化，线上渠道快速扩张，同时算力等高附加值科技业务稳步落地，打造第二增长曲线。结合 2026 年半年报业绩表现，预计 26-28 年公司收入分别为 41.6 亿元、51.3 亿元、62.7 亿元，同比分别增+20.5%、+23.3%、+22.2%，归属母公司净利润分别为 4.6 亿元、6.1 亿元、8.1 亿元，同比分别增长+49.3%、+31.0%、+34.6%，EPS 分别为 0.26、0.34、0.45 元/股，当前市值对应 26-28 年 PE 分别为 51.2X、39.1X、29.0X。首次覆盖，给予增持评级。

评级面临的主要风险

- 食品安全问题，消费复苏不及预期，行业竞争加剧，原材料价格波动，新业务拓展不及预期。

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)	2,646	3,452	4,159	5,129	6,267
增长率(%)	26.0	30.5	20.5	23.3	22.2
EBITDA(人民币 百万)	370	503	846	1,214	1,759
归母净利润(人民币 百万)	203	309	462	605	814
增长率(%)	55.9	52.6	49.3	31.0	34.6
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.11	0.17	0.26	0.34	0.45
市盈率(倍)	116.6	76.4	51.2	39.1	29.0
市净率(倍)	13.9	12.0	9.8	7.9	6.2
EV/EBITDA(倍)	24.9	19.6	25.8	18.4	12.9
每股股息 (人民币)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息率(%)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 2026 年半年报业绩概览

(人民币, 百万元)	2Q25	2Q26	同比 (%)	1H25	1H26	同比 (%)
营业收入	826.7	897.7	8.6	1,620.8	1,914.1	18.1
营业成本	613.4	653.3	6.5	1,163.9	1,350.3	16.0
毛利率(%)	25.8	27.2	1.4	28.2	29.5	1.3
毛利	213.3	244.4	14.5	456.9	563.9	23.4
税金及附加	4.4	2.6	(40.5)	9.3	7.6	(18.6)
销售费用	76.2	59.1	(22.4)	129.7	142.7	10.0
管理费用	27.4	45.1	64.5	55.2	80.1	45.3
研发费用	9.9	13.0	30.2	19.7	24.1	22.3
财务费用	5.0	11.0	120.5	13.3	20.8	55.8
资产减值损失	0.0	2.9	-	0.0	2.9	-
公允价值变动收益	(0.0)	5.9	(48,434.1)	1.2	12.5	974.4
投资收益	1.0	37.4	3,535.8	1.0	37.4	3,535.8
营业利润	86.2	160.0	85.6	226.5	340.3	50.3
营业利润率(%)	10.4	17.8	7.4	14.0	17.8	3.8
营业外收入	1.6	0.3	(81.3)	1.6	0.4	(76.4)
营业外支出	3.0	0.2	(94.1)	3.3	2.9	(12.4)
利润总额	84.7	160.1	88.9	224.8	337.9	50.3
所得税	28.9	55.9	93.5	61.8	87.5	41.5
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	33.9	45.6	11.7	27.4	28.9	1.5
少数股东权益	(4.5)	4.1	(190.7)	1.7	6.7	306.6
归属于母公司净利润	60.3	100.1	65.9	161.3	243.6	51.0
归母净利率(%)	7.3	11.2	3.9	10.0	12.7	2.8
EPS (元/股)	0.03	0.06	65.9	0.09	0.14	51.0

资料来源：同花顺，中银证券

注：表内毛利率、营业利润率、所得税率、归母净利率指标的同比单位为 pct

盈利预测与投资评级

拆分来看：

- 味精等氨基酸调味品：**味精是公司调味品业务的传统基本盘，1H26 营收同比 + 8.8%。基于上半年业绩，预计味精营收增速逐步回落至中个位数，毛利率持续改善；预计 26-28 年味精营收增速分别为+9.5%、+8.1%、+6.7%，毛利率分别为 33.5%、36.4%、36.8%。
- 鸡精等复合调味品：**近年来公司产品重心向复合调味品转移，鸡精连续三年实现量价齐升。1H26 公司鸡精营收增速为+19.5%，预计 26 年全年基本延续上半年增长势头，后续有望维持较高景气度，毛利率稳步改善。我们预计 26-28 年鸡精营收增速分别为+21.2%、+20.4%、+18.3%，毛利率分别为 31.5%、33.5%、34.2%。
- 面粉和面制品：**1H26 公司面粉营收增速为+103.8%，伴随基数抬升，收入增速逐步回落，毛利率小幅改善。我们预计 26-28 年面粉营收增速分别为+101.3%、+56.0%、+41.6%，毛利率分别为 3.5%、4.1%、4.5%。
- 有机肥和水溶肥：**业务以味精生产废母液为原料。1H26 化肥营收同比 + 52.2%，考虑当前业务基数较低，预计后续保持较高增长，毛利率维持平稳。我们预计 26-28 年化肥营收增速分别为 + 50.0%、+50.0%、+50.0%，毛利率分别为 6.5%、6.5%、6.5%。
- 料酒等液态调味品：**近年来公司产品重心向高附加值液态调味品转移，液态调味品营收增速较快，规模效应下毛利率连年上升。1H26 公司液态调味品营收增速为+82.6%，高基数下增速逐渐下降并趋于平稳，我们预计 26-28 年营收增速分别为+80.0%、+60.0%、+40.0%，毛利率分别为 +40.6%、+44.3%、+48.3%。
- 热力：**作为公司非核心业务受天气影响波动较大，1H26 公司热力营收增速为+79.2%，基于上半年表现预计 26 年全年将维持较高增速，后续逐步下降，毛利率维持平稳。我们预计 26-28 年营收增速分别为+70.0%、+50.0%、30.0%，毛利率分别为 13.1%、13.1%、13.1%。

7) **算力服务**：公司 AI 科技业务稳步推进，延伸布局算力调度平台、Token 工厂等高附加值服务，1H26 公司算力服务营收增速为-21.5%，预计 26 年因战略调整缩量提质，后续随着与大模型企业合作深化，有望延续第二增长曲线；同时随规模逐步扩大，成本摊薄、毛利率逐步提升。我们预计 26-28 年营收增速分别为-10.0%、+100.0%、+100.0%，毛利率分别为 52.1%、61.6%、69.3%。

8) **水业公司产品**：1H26 公司水业营收增速为-76.7%，随着公司聚焦调味品与 AI 算力的战略定位逐渐清晰，预计水业将逐步缩小。我们预计 26-28 年营收增速分别为-80.0%、-50.0%、-20.0%，毛利率分别为 20.4%、20.4%、20.4%。

公司为国内味精龙头企业，坚持“消费 + AI 科技”双轮驱动战略，调味品主业产品结构持续优化，线上渠道快速扩张，同时算力等高附加值科技业务稳步落地，打造第二增长曲线。结合 2026 年半年报业绩表现，预计 26-28 年公司收入分别为 41.6 亿元、51.3 亿元、62.7 亿元，同比分别增+20.5%、+23.3%、+22.2%，归属母公司净利分别为 4.6 亿元、6.1 亿元、8.1 亿元，同比分别增长+49.3%、+31.0%、+34.6%，EPS 分别为 0.26、0.34、0.45 元/股，当前市值对应 26-28 年 PE 分别为 51.2X、39.1X、29.0X。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 2. 莲花控股收入预测表

(百万元)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
味精等氨基酸调味品						
营业收入	1,622.9	1,929.7	2,292.4	2,509.7	2,713.0	2,894.8
同比增速 (%)	26.4	18.9	18.8	9.5	8.1	6.7
毛利率 (%)	18.5	27.0	29.0	33.5	36.4	36.8
鸡精等复合调味品						
营业收入	256.8	343.3	460.0	557.5	671.0	794.0
同比增速 (%)	35.6	33.7	34.0	21.2	20.4	18.3
毛利率 (%)	18.4	28.1	29.7	31.5	33.5	34.2
面粉和面制品						
营业收入	109.0	122.9	265.9	535.3	835.1	1,182.5
同比增速 (%)	(33.2)	12.8	116.4	101.3	56.0	41.6
毛利率 (%)	4.6	6.2	7.5	3.5	4.1	4.5
有机肥和水溶肥						
营业收入	28.9	36.2	37.4	56.0	84.1	126.1
同比增速 (%)	(13.4)	25.3	3.3	50.0	50.0	50.0
毛利率 (%)	9.1	7.5	8.9	6.5	6.5	6.5
料酒等液态调味品						
营业收入	10.4	20.1	153.3	276.0	441.6	618.2
同比增速 (%)	105.1	92.6	661.8	80.0	60.0	40.0
毛利率 (%)	12.9	24.0	37.1	40.6	44.3	48.3
热力						
营业收入	56.2	73.2	63.5	107.9	161.8	210.3
同比增速 (%)	375.0	30.2	(13.3)	70.0	50.0	30.0
毛利率 (%)	0.8	7.5	(13.7)	13.1	13.1	13.1
算力服务						
营业收入	0.8	80.6	121.9	109.7	219.4	438.8
同比增速 (%)		1,0447.1	51.1	(10.0)	100.0	100.0
毛利率 (%)	58.6	42.5	46.1	52.1	61.6	69.3
水业公司产品						
营业收入	13.7	38.0	34.9	7.0	3.5	2.8
同比增速 (%)		178.0	(8.3)	(80.0)	(50.0)	(20.0)
毛利率 (%)	7.7	(12.1)	6.4	20.4	20.4	20.4
其他						
营业收入	2.07	2.39	23.09	0.00	0.00	0.00
同比增速 (%)	(48.4)	15.1	867.3	(100.0)	0.00	0.00
毛利率 (%)	54.1	82.9	66.7			

资料来源: ifind, 中银证券

我们选取主要调味品上市公司做对比，行业外部经营环境相近，具备较强横向对比基础。按照 9 月 14 日估值测算，公司市值对应 26 至 28 年 PE 分别为 51.2X、39.1X、29.0X，考虑到公司业绩增速亮眼，同时布局科技业务打造第二增长曲线，具备估值溢价基础；首次覆盖，给予 **增持** 评级。

图表 3. 可比公司相对估值表

证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE (X)		
		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
海天味业	1,966.8	7,743.5	8,574.2	9,398.3	25.4	22.9	20.9
千禾味业	98.2	460.1	526.8	590.5	21.3	18.6	16.6
恒顺醋业	74.2	165.9	184.1	201.2	44.8	40.3	36.9
天味食品	135.4	734.1	840.9	937.3	18.4	16.1	14.4
可比公司平均值					27.5	24.5	22.2
莲花控股	236.3	461.6	604.9	814.3	51.2	39.1	29.0

资料来源：同花顺，中银证券

注：数据截至 2026 年 9 月 14 日，海天味业、千禾味业、恒顺醋业、天味食品盈利预测来自同花顺一致预测。

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	2,646	3,452	4,159	5,129	6,267
营业收入	2,646	3,452	4,159	5,129	6,267
营业成本	1,977	2,505	2,934	3,526	4,239
营业税金及附加	15	21	24	26	31
销售费用	189	289	312	349	426
管理费用	110	111	137	164	201
研发费用	41	45	52	62	75
财务费用	10	29	165	322	328
其他收益	1	1	1	8	2
资产减值损失	(11)	(71)	0	0	0
信用减值损失	(5)	(1)	15	15	15
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	(3)	4	0	0	0
投资收益	(6)	10	12	18	10
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	278	396	563	722	994
营业外收入	3	11	20	30	20
营业外支出	3	12	10	10	15
利润总额	278	395	573	742	999
所得税	78	74	97	119	160
净利润	200	320	476	624	839
少数股东损益	(3)	11	14	19	25
归母净利润	203	309	462	605	814
EBITDA	370	503	846	1,214	1,759
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.11	0.17	0.26	0.34	0.45

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	2,398	2,626	9,027	8,993	8,689
货币资金	1,730	1,646	8,072	7,638	7,295
应收账款	122	95	167	156	238
应收票据	0	0	0	0	0
存货	167	270	242	373	367
预付账款	98	280	163	369	270
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	280	335	383	457	518
非流动资产	1,241	997	1,330	1,785	3,789
长期投资	8	20	20	20	20
固定资产	855	610	703	1,001	2,807
无形资产	117	67	125	185	245
其他长期资产	261	300	483	579	718
资产合计	3,639	3,623	10,358	10,778	12,478
流动负债	1,620	1,530	4,003	3,805	4,698
短期借款	140	223	2,000	2,000	2,000
应付账款	125	116	166	173	235
其他流动负债	1,354	1,192	1,836	1,633	2,463
非流动负债	504	289	4,090	4,103	4,097
长期借款	443	172	4,000	4,000	4,000
其他长期负债	61	117	90	103	97
负债合计	2,124	1,819	8,093	7,909	8,794
股本	1,795	1,793	1,793	1,793	1,793
少数股东权益	(181)	(158)	(144)	(125)	(100)
归属母公司股东权益	1,697	1,962	2,409	2,995	3,784
负债和股东权益合计	3,639	3,623	10,358	10,778	12,478

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	200	320	476	624	839
折旧摊销	73	94	131	195	448
营运资金变动	189	(701)	899	(597)	944
其他	191	508	117	322	309
经营活动现金流	652	220	1,623	544	2,541
资本支出	(643)	(11)	(455)	(655)	(2,450)
投资变动	(112)	(75)	(60)	(60)	(60)
其他	0	167	12	18	10
投资活动现金流	(755)	82	(503)	(697)	(2,500)
银行借款	498	(188)	5,605	0	0
股权融资	(18)	(213)	(15)	(19)	(25)
其他	112	211	(284)	(263)	(358)
筹资活动现金流	591	(190)	5,306	(281)	(383)
净现金流	488	112	6,426	(435)	(342)

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(%)	26.0	30.5	20.5	23.3	22.2
营业利润增长率(%)	40.2	42.0	42.4	28.2	37.7
归属于母公司净利润增长率(%)	55.9	52.6	49.3	31.0	34.6
息税前利润增长率(%)	123.1	37.6	74.6	42.5	28.6
息税折旧前利润增长率(%)	144.5	35.8	68.2	43.5	44.9
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	55.9	52.6	49.3	31.0	34.6
获利能力					
息税前利润率(%)	11.2	11.9	17.2	19.9	20.9
营业利润率(%)	10.5	11.5	13.5	14.1	15.9
毛利率(%)	25.3	27.4	29.4	31.3	32.4
归母净利润率(%)	7.7	9.0	11.1	11.8	13.0
ROE(%)	11.9	15.8	19.2	20.2	21.5
ROIC(%)	9.6	12.9	7.0	9.3	11.0
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.5	0.8	0.7	0.7
净负债权益比	(0.7)	(0.5)	(0.8)	(0.5)	(0.3)
流动比率	1.5	1.7	2.3	2.4	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	0.6	0.5	0.5
应收账款周转率	23.4	31.8	31.8	31.8	31.8
应付账款周转率	25.5	28.7	29.5	30.3	30.8
费用率					
销售费用率(%)	7.2	8.4	7.5	6.8	6.8
管理费用率(%)	4.2	3.2	3.3	3.2	3.2
研发费用率(%)	1.5	1.3	1.3	1.2	1.2
财务费用率(%)	0.4	0.9	4.0	6.3	5.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.1	0.2	0.3	0.3	0.5
每股经营现金流(最新摊薄)	0.4	0.1	0.9	0.3	1.4
每股净资产(最新摊薄)	0.9	1.1	1.3	1.7	2.1
每股股息	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	116.6	76.4	51.2	39.1	29.0
P/B(最新摊薄)	13.9	12.0	9.8	7.9	6.2
EV/EBITDA	24.9	19.6	25.8	18.4	12.9
价格/现金流(倍)	36.2	107.3	14.6	43.4	9.3

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得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) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

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
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