

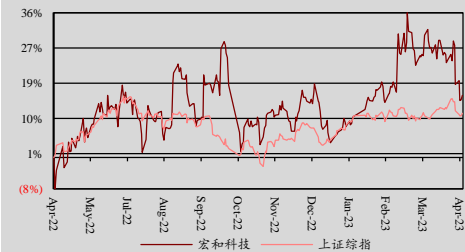
603256.SH

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 7.26

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	9.7	(12.5)	4.8	13.8
相对上证综指	4.2	(13.6)	4.1	2.7

发行股数 (百万)	884.80
流通股 (百万)	877.80
总市值 (人民币 百万)	6,423.65
3个月日均交易额 (人民币 百万)	39.08
主要股东	
远益国际有限公司	74.45

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
 以2023年4月27日收市价为标准

相关研究报告

 《宏和科技》20230210
 《宏和科技》20221201

 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

联系人: 杨逸菲

yifei.yang@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122030023

联系人: 林祁楨

qizhen.lin@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300121080012

联系人: 郝子禹

ziyu.hao@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122060027

宏和科技

业绩承压, 静待复苏

公司发布2022年年报及2023年一季报, 2022年公司营收6.1亿元, 同减24.3%; 归母净利润0.5亿元, 同减57.9%; 扣非归母净利润0.1亿元, 同减93.5%; EPS 0.06元。23Q1营收1.2亿元, 同减30.9%; 归母净亏损0.04亿元, 同减124.2%; 扣非归母净亏损0.09亿元, 同减168.3%。公司深耕中高端电子布市场, 技术、市场优势明显, 且5,040万米高端电子布项目即将全面投产, 待消费电子需求回暖后量价均将具备弹性。维持公司**增持**评级。

支撑评级的要点

- **23Q1业绩承压:** 2022年公司营收6.1亿元, 同减24.3%; 归母净利润0.5亿元, 同减57.9%, 其中22Q4实现营收1.5亿元, 同减25.5%; 归母净利润0.1亿元, 同减54.8%。23Q1营收1.2亿元, 同减30.9%; 归母净亏损0.04亿元, 同减124.2%; 扣非归母净亏损0.09亿元, 同减168.3%。
- **23Q1盈利水平同环比均下滑:** 2022年公司毛利率为28.8%, 同减7.1pct; 净利率8.6%, 同减6.8pct。2023Q1公司毛利率为16.4%, 同减19.3pct, 环比减少2.9pct; 净利率-3.1%, 同减11.9pct, 环比减少10.1pct。
- **22Q4-23Q1电子布销量先升后降, 价格持续下滑:** 公司22Q4电子布销量3,465.6万米, 环比回升38.7%; 23Q1电子布销量2,861.3万米, 环比下降17.4%。价格方面, 2022Q4公司电子布平均售价4.2元/米, 同比下降31.3%; 23Q1销售均价4.0元/米, 同比下降27.0%, 环比下降4.0%。
- **募投项目产能按计划投放, 产品结构、生产成本将获优化:** 据公司投资者互动平台信息, 今年1月1日, 公司5,040万米电子布募投项目首批装置启动试生产, 预计将于今年二季度全面投产, 产品定位极薄和超薄布。该项目投产后, 公司高端产品比例进一步提升, 且新线生产效率更高, 综合生产成本有望下降。
- **深耕中高端市场, 技术、市场高壁垒铸就护城河:** 高端电子布生产难度和技术含量高, 曾被日本日东纺、旭化成等少数企业所垄断。目前, 公司仍为国内极少数具备极薄布量产能力的厂商之一。此外, 高端电子布附加值高, 下游客户对材料的选用极为审慎, 产品验证周期长、项目多且费用昂贵, 而公司与全球主要覆铜板厂商保持长期稳定合作关系, 已构筑起坚实客户壁垒。

估值

- 下游消费电子需求恢复不及预期, 我们调整原有盈利预测, 预计2023-2025年公司收入为6.7、7.6、7.8亿元; 归母净利润分别为0.6、0.8、1.2亿元; EPS分别为0.06、0.09、0.13元。维持公司**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 生产成本上升, 终端电子市场需求不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	808	612	674	755	776
增长率(%)	30.2	(24.3)	10.1	12.1	2.7
EBITDA(人民币 百万)	218	95	105	176	215
归母净利润(人民币 百万)	124	52	55	83	119
增长率(%)	6.1	(57.9)	4.2	51.9	43.7
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.14	0.06	0.06	0.09	0.13
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.09	0.15	
调整幅度(%)			(33.72)	(39.25)	
市盈率(倍)	51.7	122.7	117.7	77.5	53.9
市净率(倍)	4.2	4.3	4.2	4.1	3.9
EV/EBITDA(倍)	38.0	70.5	71.4	41.6	33.6
每股股息(人民币)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1
股息率(%)	1.1	0.5	0.4	0.7	0.9

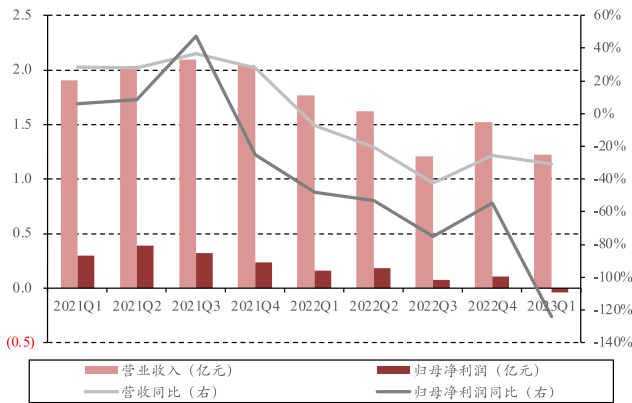
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

一、22Q4 营收利润有所回升，23Q1 业绩承压

事件:4月27日晚,公司发布2022年年报及2023年一季报。2022年公司营收6.1亿元,同减24.3%;归母净利0.5亿元,同减57.9%。其中22Q4实现营收1.5亿元,同减25.5%;归母净利0.1亿元,同减54.8%。23Q1营收1.2亿元,同减30.9%;归母净亏损0.04亿元,同减124.2%;扣非归母净亏损0.09亿元,同减168.3%。22Q4公司经营现金流净流出0.2亿元;23Q1经营现金流净流出0.2亿元,流出规模同比缩小。

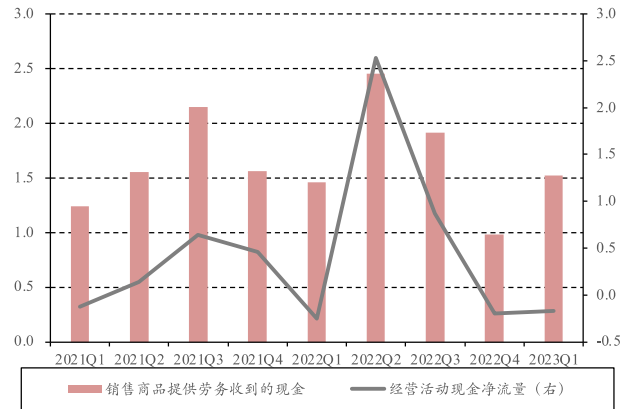
23Q1 费用率上升较明显,盈利水平同环比均下滑:2022年公司期间费用率为24.3%,同增7.1pct,其中销售/管理/财务/研发费用率同比分别变动+0.1/+4.5/+0.1/+2.4pct,管理费用增加较多,主要系黄石宏和人员增长所致;22Q4期间费用率为28.3%,同增10.5pct。23Q1期间费用率为30.9%,同增8.1pct,其中销售/管理/财务/研发费用率同比分别变动+0.1/+2.6/+4.1/+1.3pct。2022年公司毛利率为28.8%,同减7.1pct;净利率8.6%,同减6.8pct。2023Q1公司毛利率为16.4%,同减19.3pct,环比减少2.9pct;净利率-3.1%,同减11.9pct,环比减少10.1pct。

图表 1. 23Q1 营收及利润同比大幅下降



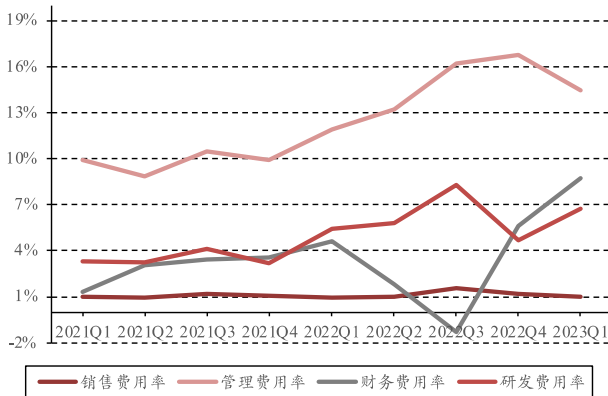
资料来源:公司公告,中银证券

图表 2. 22Q4、23Q1 经营活动现金流均净流出(单位:亿元)



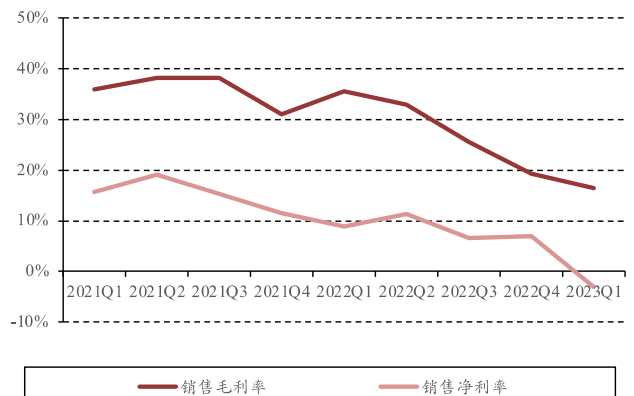
资料来源:公司公告,中银证券

图表 3. 23Q1 费用率上升较多,主要是财务费用率上涨



资料来源:公司公告,中银证券

图表 4. 23Q1 盈利水平明显下滑



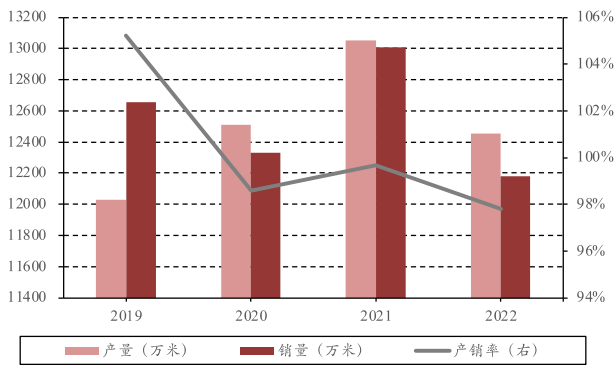
资料来源:公司公告,中银证券

二、22Q4-23Q1 公司电子布销量先升后降，价格持续下滑

2022 年公司电子布产销量均下滑，价格下降明显：据公司公告，2022 年公司销售电子布 12,179.5 万平米，同减 6.4%；生产电子布 12,454.4 万平米，同减 4.6%；产销率 97.8%，维持高位。价格方面，2022 年公司电子布平均售价 4.8 元/米，同比下降 20.7%。

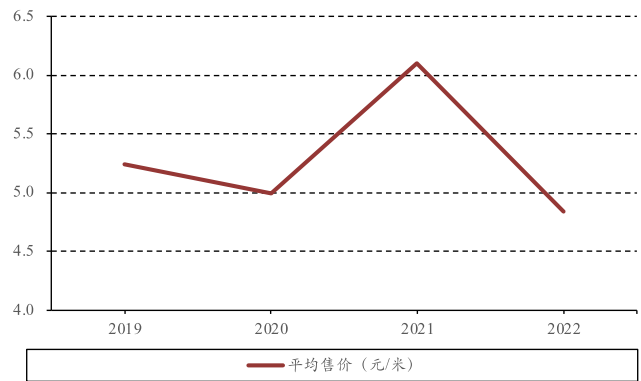
22Q4-23Q1 公司电子布销量先升后降，价格持续下滑：分季度来看，公司 22Q4 电子布销量 3,465.6 万平米，环比回升 38.7%；23Q1 电子布销量 2,861.3 万平米，环比下降 17.4%。价格方面，2022Q4 公司电子布平均售价 4.2 元/米，同比下降 31.3%；23Q1 销售均价 4.0 元/米，同比下降 27.0%，环比下降 4.0%。

图表 5. 2022 年公司电子布产销量均下滑



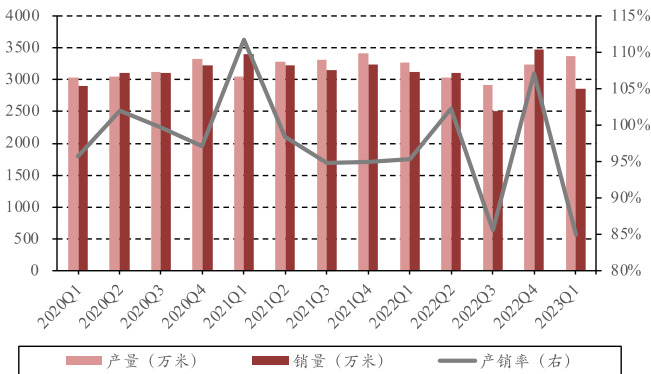
资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 2022 年公司电子布平均售价下滑明显



资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 22Q4 电子布产销回升，23Q1 再度回落



资料来源：公司公告，中银证券

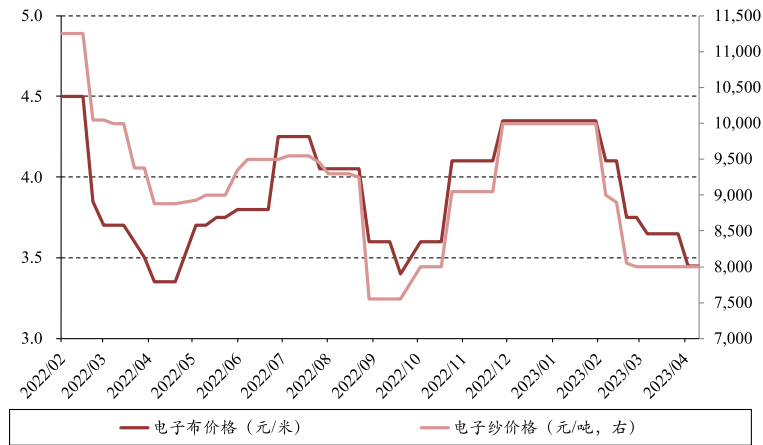
图表 8. 22Q4-23Q1 电子布销售价格持续下滑



资料来源：公司公告，中银证券

电子纱/布市场价格均处于底部，成本支撑较强：据卓创资讯，受下游 PCB 厂商开工率较低影响，电子纱/布需求趋弱，价格在 22Q4 有所回暖后再度回落至底部区间；2023 年 4 月 20 日，电子布市场均价 3.5 元/米，电子纱价格 8,000 元/吨，多数厂商处亏损，成本支撑较强。

图表 9. 电子纱/布价格再度回落至底部区间



资料来源：卓创资讯，中银证券

三、风险提示

生产成本上升，终端电子市场需求不及预期。

图表 10. 2023Q1 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022Q1	2023Q1	同比增长(%)
营业收入	176.99	122.26	(30.92)
营业税及附加	2.30	1.47	(36.21)
净营业收入	174.69	120.79	(30.85)
营业成本	113.91	102.24	(10.24)
销售费用	1.62	1.26	(22.52)
管理费用	21.08	17.68	(16.12)
财务费用	8.19	10.65	30.00
研发费用	9.57	8.20	(14.34)
资产减值损失	(5.81)	11.06	290.29
营业利润	15.28	(5.43)	(135.55)
营业外收入	2.58	3.12	21.02
营业外支出	0.07	0.30	307.65
利润总额	17.78	(2.61)	(114.68)
所得税	2.18	1.16	(46.84)
少数股东损益	0.00	0.00	
归属母公司股东净利润	15.61	(3.77)	(124.15)
扣除非经常性损益的净利润	13.02	(8.89)	(168.27)
每股收益(元)	0.02	(0.00)	(100.00)
扣非后每股收益(元)	0.01	(0.01)	(200.00)
毛利率(%)	35.64	16.37	减少 19.27 个百分点
净利率(%)	8.82	(3.08)	减少 11.90 个百分点
销售费用率(%)	0.92	1.03	增加 0.11 个百分点
管理费用率(%)	11.91	14.46	增加 2.55 个百分点
财务费用率(%)	4.63	8.71	增加 4.08 个百分点
研发费用率(%)	5.41	6.71	增加 1.30 个百分点

资料来源：万得，中银证券

图表 11. 2022A 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021A	2022A	同比增长(%)
营业收入	808.16	612.10	(24.26)
营业税及附加	6.18	7.43	20.25
净营业收入	801.98	604.66	(24.60)
营业成本	518.23	435.68	(15.93)
销售费用	8.39	6.91	(17.58)
管理费用	79.14	87.62	10.72
财务费用	23.29	18.05	(22.50)
研发费用	28.17	36.12	28.21
资产减值损失	(14.55)	(13.65)	6.23
营业利润	130.89	43.90	(66.46)
营业外收入	9.93	14.01	41.01
营业外支出	0.41	0.07	(81.94)
利润总额	140.42	57.84	(58.81)
所得税	16.16	5.46	(66.19)
少数股东损益	0.00	0.00	
归属母公司股东净利润	124.26	52.37	(57.85)
扣除非经常性损益的净利润	114.50	7.40	(93.54)
每股收益(元)	0.14	0.06	(57.14)
扣非后每股收益(元)	0.13	0.01	(92.31)
毛利率(%)	35.88	28.82	减少 7.05 个百分点
净利率(%)	15.38	8.56	减少 6.82 个百分点
销售费用率(%)	1.04	1.13	增加 0.09 个百分点
管理费用率(%)	9.79	14.32	增加 4.52 个百分点
财务费用率(%)	2.88	2.95	增加 0.07 个百分点
研发费用率(%)	3.49	5.90	增加 2.41 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 2022Q4 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021Q4	2022Q4	同比增长(%)
营业收入	204.34	152.20	(25.52)
营业税及附加	2.84	2.34	(17.60)
净营业收入	201.50	149.86	(25.63)
营业成本	140.82	122.94	(12.70)
销售费用	2.17	1.84	(15.44)
管理费用	20.21	25.53	26.33
财务费用	7.24	8.54	17.96
研发费用	6.56	7.08	7.99
资产减值损失	(11.18)	(7.30)	34.69
营业利润	13.87	6.44	(53.56)
营业外收入	3.36	5.76	71.67
营业外支出	(0.01)	0.00	100.00
利润总额	17.24	12.20	(29.20)
所得税	(6.24)	1.59	125.43
少数股东损益	0.00	0.00	
归属母公司股东净利润	23.47	10.62	(54.77)
扣除非经常性损益的净利润	18.56	(21.79)	(217.41)
每股收益(元)	0.03	0.01	(66.67)
扣非后每股收益(元)	0.02	(0.02)	(200.00)
毛利率(%)	31.08	19.23	减少 11.86 个百分点
净利率(%)	11.49	6.98	减少 4.51 个百分点
销售费用率(%)	1.06	1.21	增加 0.14 个百分点
管理费用率(%)	9.89	16.77	增加 6.88 个百分点
财务费用率(%)	3.55	5.61	增加 2.07 个百分点
研发费用率(%)	3.21	4.65	增加 1.44 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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	808	612	674	755	776
营业收入	808	612	674	755	776
营业成本	518	436	500	500	481
营业税金及附加	6	7	8	9	9
销售费用	8	7	7	8	8
管理费用	79	88	81	91	93
研发费用	28	36	40	45	47
财务费用	23	18	6	10	6
其他收益	0	0	0	0	0
资产减值损失	(14)	(14)	(14)	(14)	(14)
信用减值损失	(1)	0	0	0	0
资产处置收益	0	35	10	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	2	2	2
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	131	44	30	82	122
营业外收入	10	14	30	10	10
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	140	58	60	92	132
所得税	16	5	6	9	12
净利润	124	52	55	83	119
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	124	52	55	83	119
EBITDA	218	95	105	176	215
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.14	0.06	0.06	0.09	0.13

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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	922	934	1,035	992	1,084
现金及等价物	292	329	270	302	310
应收账款	252	191	296	250	311
应收票据	54	40	64	53	67
存货	136	173	181	174	168
预付账款	11	6	13	6	13
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	177	194	210	207	215
非流动资产	1,548	1,671	1,889	1,827	1,798
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,096	1,049	1,334	1,456	1,496
无形资产	46	45	44	43	42
其他长期资产	406	577	511	329	261
资产合计	2,470	2,605	2,924	2,819	2,883
流动负债	355	909	1,116	1,139	1,156
短期借款	126	332	671	641	685
应付账款	68	57	86	57	81
其他流动负债	161	520	358	441	390
非流动负债	582	188	273	105	92
长期借款	501	90	183	11	0
其他长期负债	80	98	89	94	92
负债合计	937	1,098	1,389	1,243	1,248
股本	878	884	885	885	885
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,533	1,507	1,535	1,576	1,635
负债和股东权益合计	2,470	2,605	2,924	2,819	2,883

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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	124	52	55	83	119
折旧摊销	65	70	81	87	91
营运资金变动	(171)	56	(126)	46	(69)
其他	94	116	(65)	36	(12)
经营活动现金流	111	294	(55)	252	129
资本支出	(555)	(286)	(250)	(50)	(50)
投资变动	(75)	(15)	0	0	0
其他	(83)	52	12	3	3
投资活动现金流	(713)	(249)	(238)	(47)	(47)
银行借款	161	(205)	432	(203)	34
股权融资	(55)	(96)	(27)	(42)	(60)
其他	29	314	(172)	72	(47)
筹资活动现金流	136	13	234	(173)	(74)
净现金流	(465)	58	(59)	33	8

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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	30.2	(24.3)	10.1	12.1	2.7
营业利润增长率(%)	2.0	(66.5)	(30.9)	169.1	49.0
归属于母公司净利润增长率(%)	6.1	(57.9)	4.2	51.9	43.7
息税前利润增长(%)	26.1	(83.9)	(2.7)	269.2	39.9
息税折旧前利润增长(%)	49.5	(56.7)	11.3	66.8	22.6
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	6.1	(57.9)	4.2	51.9	43.7
获利能力					
息税前利润率(%)	19.0	4.0	3.6	11.7	16.0
营业利润率(%)	37.1	40.2	32.6	34.0	32.3
毛利率(%)	35.9	28.8	25.9	33.8	38.0
归母净利润率(%)	15.4	8.6	8.1	11.0	15.4
ROE(%)	8.1	3.5	3.6	5.3	7.3
ROIC(%)	5.9	0.9	0.8	3.3	4.6
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
净负债权益比	0.3	0.3	0.5	0.4	0.4
流动比率	2.6	1.0	0.9	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	3.7	2.8	2.8	2.8	2.8
应付账款周转率	11.3	9.8	9.4	10.5	11.3
费用率					
销售费用率(%)	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0
管理费用率(%)	9.8	14.3	12.0	12.0	12.0
研发费用率(%)	3.5	5.9	6.0	6.0	6.0
财务费用率(%)	2.9	2.9	0.9	1.4	0.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
每股经营现金流(最新摊薄)	0.1	0.3	(0.1)	0.3	0.1
每股净资产(最新摊薄)	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8
每股股息	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1
估值比率					
P/E(最新摊薄)	51.7	122.7	117.7	77.5	53.9
P/B(最新摊薄)	4.2	4.3	4.2	4.1	3.9
EV/EBITDA	38.0	70.5	71.4	41.6	33.6
价格/现金流(倍)	57.6	21.8	(117.0)	25.5	49.9

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