

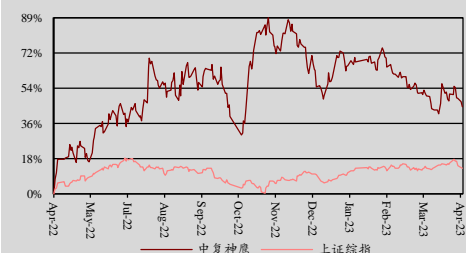
688295.SH

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 39.10

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	(15.3)	(3.8)	(13.8)	30.2
相对上证综指	(20.1)	(3.7)	(13.8)	18.7

发行股数 (百万)	900.00
流通股 (百万)	125.74
总市值 (人民币 百万)	35,190.00
3个月日均交易额 (人民币 百万)	75.79
主要股东	
中建材联合投资有限公司	33.16

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
 以 2023 年 4 月 25 日收市价为标准

相关研究报告

《中复神鹰》20230414

 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: 化学纤维

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

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

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

中复神鹰

碳纤维价格下行, 业绩增速暂承压

公司发布 2023 年一季报, 23Q1 营收 5.7 亿元, 同增 23.7%; 归母净利润 1.3 亿元, 同增 11.3%; 扣非归母净利润 1.2 亿元, 同增 1.3%; EPS0.15 元。公司是国内碳纤维龙头企业, 产能持续扩张, 成本优势稳固, 在碳纤维价格下跌的大趋势下, 依靠增量、降本、优化产品结构, 业绩有望快速增长。维持公司**增持**评级。

支撑评级的要点

- Q1 业绩增速与盈利水平暂时承压:** 据百川盈孚统计, 自 2023 年年初以来, 国内碳纤维价格下跌约 20%; 此外, 公司西宁项目二期还未满产, 人工、制造费用等未充分摊薄。上述两项因素致使公司 23Q1 业绩增速放缓, 盈利下滑。23Q1 公司营收 5.7 亿元, 同增 23.7%, 环比增长 4.7%; 归母净利润 1.3 亿元, 同增 11.3%, 环比减少 27.7%; 扣非归母净利润 1.2 亿元, 同增 1.3%, 环比减少 26.7%; EPS0.15 元。23Q1 毛利率 40.9%, 同比减少 5.2pct, 环比减少 7.7pct; 净利率 23.1%, 同比减少 2.6pct, 环比减少 10.4%。
- 产能持续扩张, 降本增效进行时:** 截至 2022H1, 公司碳纤维产能为 14,500 吨/年。西宁二期项目预计于 2023H1 实现全面投产, 届时公司年产能将翻番达到 28,500 吨。碳纤维的生产规模效应明显, 单线规模提升能显著降低单吨成本, 且据公司公告, 西宁生产线的综合成本还有 10-15% 的下降空间。此外, 公司于今年 4 月在连云港基地开工年产 3 万吨项目, 该项目投产计划分三个阶段节点: 2024H2 有 1.2 万吨 4 条线投产; 2025H1 有 2 条线投产; 2025H2 最后 4 条线全面投产。
- 行业需求平稳增长, 成本小幅波动:** 据百川盈孚数据, 2023 年 3 月国内碳纤维表现消费量为 5,864.8 吨, 同比增加 8.5%, 环比增加 8.7%; 成本端, 年初以来丙烯腈价格小幅波动, 2023 年 4 月第三周丙烯腈均价 9,400 元/吨, 同比下降 18.3%, 环比下降 11.3%, 成本端支撑有限。

估值

- 公司业绩符合我们预期, 维持原有盈利预测。预计 2023-2025 年公司收入为 34.5、44.6、64.4 亿元; 归母净利润分别为 9.3、12.6、18.8 亿元; EPS 分别为 1.03、1.40、2.08 元。维持公司**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 产能超预期投放, 原材料价格大幅上涨, 需求增速不及预期。

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)	1,173	1,995	3,454	4,457	6,435
增长率(%)	120.4	70.0	73.1	29.1	44.4
EBITDA(人民币百万)	387	805	1,205	1,573	2,237
归母净利润(人民币百万)	279	605	928	1,257	1,876
增长率(%)	227.0	117.1	53.3	35.5	49.3
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.31	0.67	1.03	1.40	2.08
市盈率(倍)	126.3	58.2	37.9	28.0	18.8
市净率(倍)	28.5	7.6	6.5	5.4	4.4
EV/EBITDA(倍)	6.3	48.5	27.9	21.0	13.7
每股股息(人民币)	-	0.1	0.2	0.2	0.3
股息率(%)	-	0.2	0.4	0.5	0.8

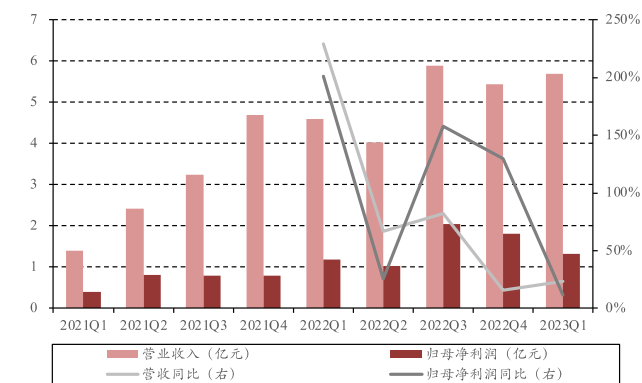
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

一、碳纤维价格下行叠加新产能未完全释放，Q1 业绩暂时承压

公司发布 2023 年一季报：公司 23Q1 营收 5.7 亿元，同增 23.7%；归母净利润 1.3 亿元，同增 11.3%；扣非归母净利润 1.2 亿元，同增 1.3%；EPS0.15 元。公司 23Q1 销售商品、提供劳务收到现金 3.5 亿元，同减 31.8%；经营活动现金净流量 0.6 亿元，同减 60.8%。

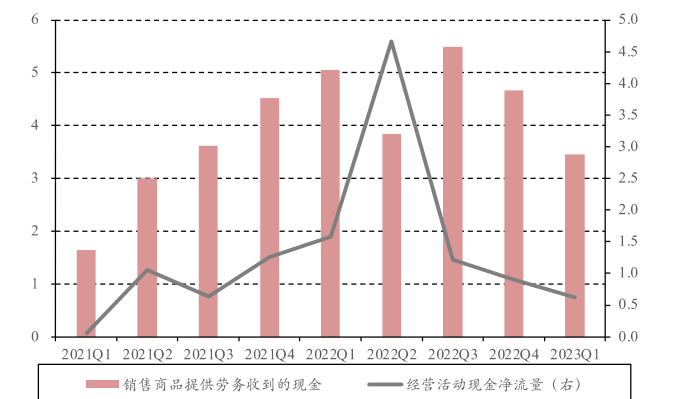
费用管控同比稳定，盈利能力有所下滑：公司 23Q1 期间费用率 15.7%，同比增加 0.3pct，其中销售、管理、财务、研发费用率同比分别+0.6/-0.9/-2.8/+3.5pct；财务费用率同比下降较多，主要系 2022H2 提前偿还部分项目贷款。23Q1 毛利率 40.9%，同比减少 5.2pct；净利率 23.1%，同比减少 2.6pct。

图表 1.23Q1 营收及利润同比均增长



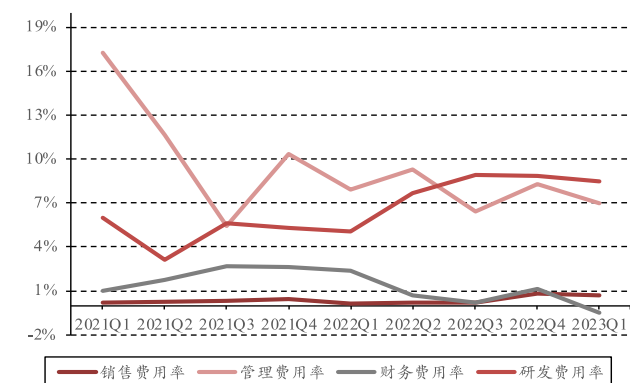
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2.经营活动现金净流量同比降幅较大 (单位：亿元)



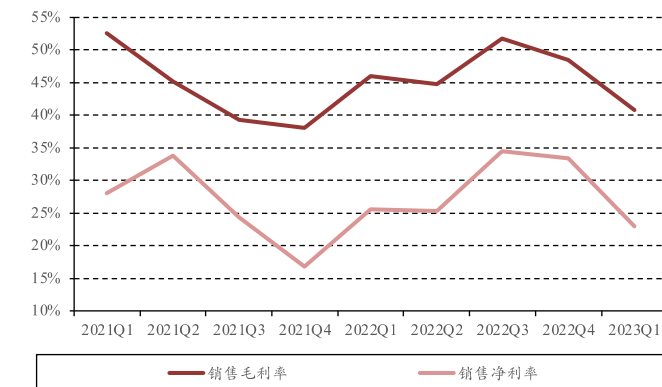
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3.23Q1 费用率同比稳定



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4.23Q1 毛利率、净利率同环比均下滑



资料来源：公司公告，中银证券

二、产能持续扩张，龙头地位稳固

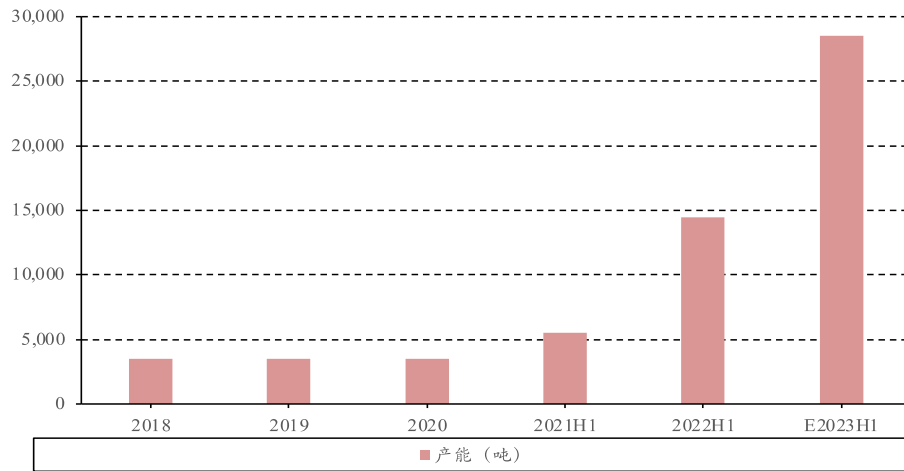
公司产能步入快速扩张期：公司本部连云港生产基地原有碳纤维产能 3,500 吨/年，2021 年 3 月西宁万吨碳纤维项目的 2,000 吨/年生产线开始试生产，并于当年 6 月正式投产。2022 年 5 月，西宁万吨碳纤维项目建成并投产 11,000 吨/年产能，公司总产能达到 14,500 吨。

图表 5.公司产线情况

投建/投产	基地名称	产线规模	主要产品	投资金额 (亿元)
2014	连云港	年产 3,500 吨高性能碳纤维	T700、T800 等	10
2019	西宁	年产两万吨碳纤维项目一期	T800、M30 等	21
2022	西宁	年产两万吨碳纤维项目二期	T1000、M40 等	29

资料来源：公司公告，中银证券

图表 6.公司产能扩张历史



资料来源：公司招股说明书，中银证券

产能将保持快速增长，规模优势进一步放大：西宁二期 14,000 吨项目正处于建设阶段，预计 2023 年上半年实现全面投产，届时公司年产能将再次翻番达到 28,500 吨。2023 年 1 月 4 日，公司发布公告，计划新建“年产 3 万吨高性能碳纤维建设项目”，该项目已于今年 4 月在连云港基地开工，投产计划分三个阶段节点：24 年下半年有 1.2 万吨 4 条线投产；25 年上半年 2 条线投产；25 年下半年最后 4 条线全面投产。

图表 7.公司新建产线情况

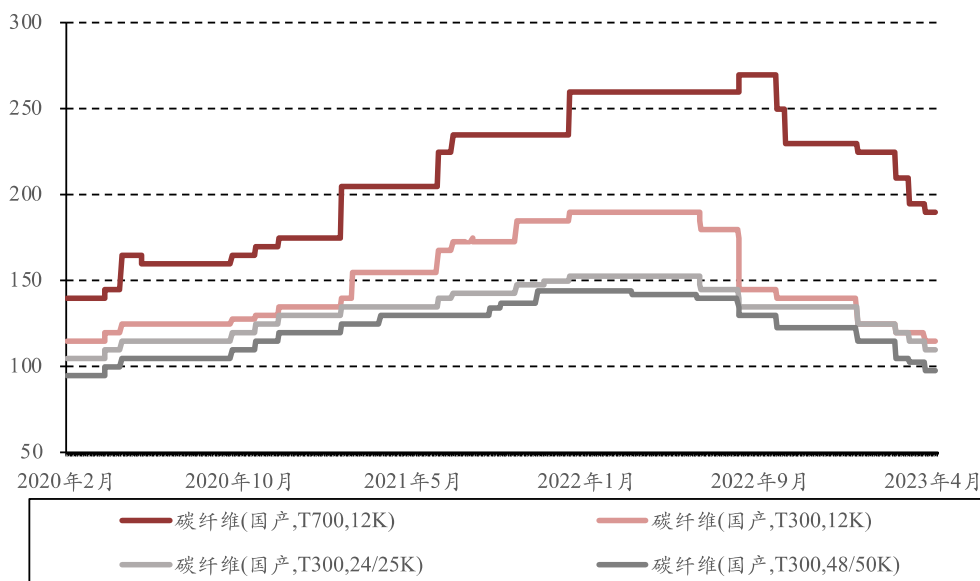
公告时间	基地名称	产线规模	主要产品	投资金额(亿元)
2019	西宁	年产两万吨碳纤维项目二期	T1000、M40 等	29
2023	连云港	年产 3 万吨高性能碳纤维建设项目	T700、T800 等	60

资料来源：公司公告，中银证券

三、碳纤维价格弱势整理，需求平稳增长，成本小幅波动

碳纤维价格自 22Q3 以来持续下跌，现处于弱势整理：据百川盈孚统计，截止今年 4 月 20 日，国产 T300 级别 12K 碳纤维市场成交送到价格参考 110-120 元/千克；国产 T300 级别 24/25K 碳纤维市场成交送到价格参考 105-115 元/千克；国产 T300 级别 48/50K 碳纤维市场成交送到价格参考 95-100 元/千克；国产 T700 级别 12K 碳纤维市场成交送到参考 185-195 元/千克，本周价格环比上周稳定。自 2023 年年初以来，各类碳纤维价格均出现较大幅度下跌，其中小丝束碳纤维价格降幅相对较小。由于市场需求较为一般，且碳纤维价格长期走跌，下游企业采购谨慎，我们预计短期内碳纤维价格仍保持偏弱整理。

图表 8.国内碳纤维价格弱势整理（单位：元/千克）



资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 9.2023 年 4 月第 3 周碳纤维市场价格情况（单位：元/千克）

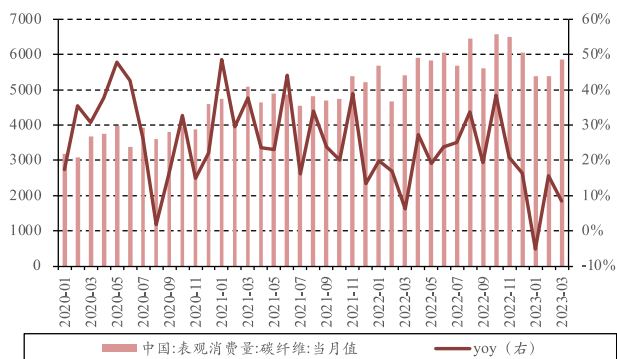
市场名称	本周末	本周均价	上周末	上周均价	周涨跌幅(%)	月涨跌幅(%)	较年初涨跌幅(%)
碳纤维国产 T300 (12K)	115	116	115	116	0	(4.2)	(17.9)
碳纤维国产 T300 (24/25K)	110	111	110	111	0	(8.3)	(18.5)
碳纤维国产 T300 (48/50K)	98	99	98	99	0	(6.7)	(20.3)
碳纤维国产 T700 (12K)	190	190	190	190	0	(2.6)	(18.4)

资料来源：百川盈孚，中银证券

2023 年 3 月碳纤维表观消费量同环比均上升：据百川盈孚统计，2023 年 3 月国内碳纤维表观消费量为 5,864.8 吨，同比增加 8.5%，环比增加 8.7%。

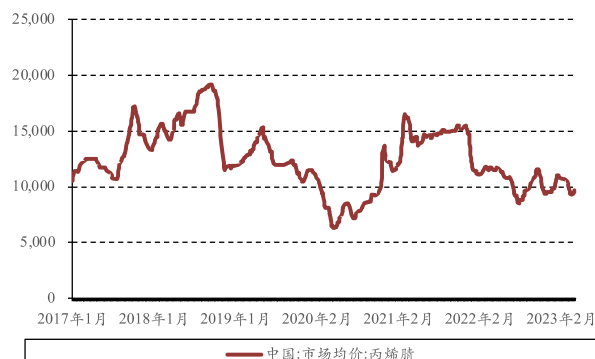
成本端，年初以来丙烯腈价格小幅波动：据百川盈孚统计，碳纤维主要原材料丙烯腈价格自年初以来小幅波动，基本稳定在 10,000 元/吨左右；2023 年 4 月第三周丙烯腈均价 9,400 元/吨，同比下降 18.3%，环比下降 11.3%，碳纤维价格成本端支撑有限。

图表 10.表观消费量同比环比均上升（单位：吨）



资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 11.丙烯腈市场平稳运行（单位：元/吨）



资料来源：百川盈孚，中银证券

四、风险提示

产能超预期投放，原材料价格大幅上涨，需求增速不及预期

图表 12.2023Q1 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022Q1	2023Q1	同比增长(%)
营业收入	459.54	568.37	23.68
营业税及附加	2.71	4.32	59.41
净营业收入	456.83	564.05	23.47
营业成本	248.16	336.18	35.47
销售费用	0.49	3.87	693.28
管理费用	36.27	39.80	9.75
财务费用	10.91	(2.64)	(124.25)
研发费用	23.16	48.30	108.55
资产减值损失	0.00	0.00	
营业利润	140.98	153.85	9.13
营业外收入	0.01	0.14	1,187.07
营业外支出	1.11	0.00	(99.92)
利润总额	139.88	153.99	10.09
所得税	22.08	22.91	3.75
少数股东损益	0.00	0.00	
归属母公司股东净利润	117.80	131.09	11.28
扣除非经常性损益的净利润	116.08	117.57	1.28
每股收益(元)	0.13	0.15	15.38
扣非后每股收益(元)	0.13	0.13	0.00
毛利率(%)	46.00	40.85	减少 5.15 个百分点
净利率(%)	25.63	23.06	减少 2.57 个百分点
销售费用率(%)	0.11	0.68	增加 0.57 个百分点
管理费用率(%)	7.89	7.00	减少 0.89 个百分点
财务费用率(%)	2.37	(0.47)	减少 2.84 个百分点
研发费用率(%)	5.04	8.50	增加 3.46 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 13.2022A 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021A	2022A	同比增长(%)
营业收入	1,173.44	1,994.81	70.00
营业税及附加	10.14	10.40	2.56
净营业收入	1,163.30	1,984.41	70.58
营业成本	685.10	1,034.74	51.04
销售费用	3.97	6.76	70.22
管理费用	118.27	156.51	32.33
财务费用	26.57	20.92	(21.26)
研发费用	59.13	154.77	161.75
资产减值损失	0.05	(0.02)	(139.53)
营业利润	296.29	676.18	128.22
营业外收入	0.70	0.72	3.03
营业外支出	1.84	16.00	768.25
利润总额	295.14	660.90	123.93
所得税	16.42	55.82	239.89
少数股东损益	0.00	0.00	
归属母公司股东净利润	278.72	605.08	117.09
扣除非经常性损益的净利润	257.61	564.43	119.10
每股收益(元)	0.31	0.67	116.13
扣非后每股收益(元)	0.29	0.63	117.24
毛利率(%)	41.62	48.13	增加 6.51 个百分点
净利率(%)	0.00	30.33	增加 30.33 个百分点
销售费用率(%)	0.34	0.34	增加 0.00 个百分点
管理费用率(%)	10.08	7.85	减少 2.23 个百分点
财务费用率(%)	2.26	1.05	减少 1.22 个百分点
研发费用率(%)	5.04	7.76	增加 2.72 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	1,173	1,995	3,454	4,457	6,435
营业收入	1,173	1,995	3,454	4,457	6,435
营业成本	685	1,035	1,995	2,526	3,590
营业税金及附加	10	10	18	23	34
销售费用	4	7	12	15	22
管理费用	118	157	259	334	483
研发费用	59	155	207	267	386
财务费用	27	21	7	(24)	(70)
其他收益	25	38	38	38	38
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	0	(0)	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	7	0	0	0
投资收益	0	21	21	21	21
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	296	676	1,013	1,373	2,050
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	2	16	1	1	1
利润总额	295	661	1,013	1,373	2,050
所得税	16	56	86	116	173
净利润	279	605	928	1,257	1,876
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	279	605	928	1,257	1,876
EBITDA	387	805	1,205	1,573	2,237
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.31	0.67	1.03	1.40	2.08

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	693	2,810	3,445	3,582	6,214
现金及等价物	320	807	1,036	1,337	3,186
应收账款	1	14	12	22	27
应收票据	1	0	2	1	3
存货	154	298	589	393	1,003
预付账款	22	52	91	90	167
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	195	1,639	1,716	1,738	1,829
非流动资产	3,032	4,437	4,975	5,502	5,982
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,130	2,676	4,179	4,901	5,442
无形资产	190	185	176	166	157
其他长期资产	712	1,576	620	435	383
资产合计	3,724	7,247	8,420	9,084	12,196
流动负债	1,239	1,295	2,582	2,308	3,840
短期借款	576	253	414	442	0
应付账款	534	838	1,807	1,542	3,217
其他流动负债	129	204	361	324	623
非流动负债	1,250	1,335	431	300	282
长期借款	1,059	999	168	0	0
其他长期负债	191	336	263	300	282
负债合计	2,489	2,630	3,014	2,608	4,122
股本	800	900	900	900	900
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,235	4,617	5,407	6,477	8,074
负债和股东权益合计	3,724	7,247	8,420	9,084	12,196

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	279	605	928	1,257	1,876
折旧摊销	90	174	243	282	316
营运资金变动	54	219	731	(143)	1,194
其他	(122)	(163)	(62)	(20)	(103)
经营活动现金流	301	835	1,839	1,376	3,283
资本支出	(1,164)	(1,236)	(800)	(800)	(800)
投资变动	0	(1,486)	0	0	0
其他	(7)	21	21	21	21
投资活动现金流	(1,170)	(2,701)	(779)	(779)	(779)
银行借款	1,110	(382)	(671)	(140)	(442)
股权融资	(9)	2,712	(138)	(187)	(279)
其他	(90)	9	(22)	31	66
筹资活动现金流	1,011	2,338	(831)	(295)	(655)
净现金流	141	472	229	301	1,849

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(%)	120.4	70.0	73.1	29.1	44.4
营业利润增长率(%)	251.4	128.2	49.8	35.5	49.3
归属于母公司净利润增长率(%)	227.0	117.1	53.3	35.5	49.3
息税前利润增长(%)	258.4	112.7	52.4	34.1	48.9
息税折旧前利润增长(%)	191.5	108.2	49.7	30.5	42.2
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	227.0	117.1	53.3	35.5	49.3
获利能力					
息税前利润率(%)	25.3	31.7	27.9	29.0	29.9
营业利润率(%)	37.1	40.2	32.6	34.0	32.3
毛利率(%)	41.6	48.1	42.2	43.3	44.2
归母净利润率(%)	23.8	30.3	26.9	28.2	29.2
ROE(%)	22.6	13.1	17.2	19.4	23.2
ROIC(%)	7.6	12.0	23.3	27.6	49.2
偿债能力					
资产负债率	0.7	0.4	0.4	0.3	0.3
净负债权益比	1.1	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.4)
流动比率	0.6	2.2	1.3	1.6	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
应收账款周转率	2,465.2	263.9	263.9	263.9	263.9
应付账款周转率	2.8	2.9	2.6	2.7	2.7
费用率					
销售费用率(%)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
管理费用率(%)	10.1	7.8	7.5	7.5	7.5
研发费用率(%)	5.0	7.8	6.0	6.0	6.0
财务费用率(%)	2.3	1.0	0.2	(0.5)	(1.1)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.3	0.7	1.0	1.4	2.1
每股经营现金流(最新摊薄)	0.3	0.9	2.0	1.5	3.6
每股净资产(最新摊薄)	1.4	5.1	6.0	7.2	9.0
每股股息	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3
估值比率					
P/E(最新摊薄)	126.3	58.2	37.9	28.0	18.8
P/B(最新摊薄)	28.5	7.6	6.5	5.4	4.4
EV/EBITDA	6.3	48.5	27.9	21.0	13.7
价格/现金流(倍)	117.0	42.1	19.1	25.6	10.7

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