

605006.SH

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 8.59

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	3.6	(1.8)	2.3	(30.5)
相对上证综指	(5.3)	(6.2)	(3.0)	(36.7)

发行股数(百万)	600.01
流通股(百万)	283.56
总市值(人民币 百万)	5,154.05
3个月日均交易额(人民币 百万)	26.51
主要股东	
山东能源集团新材料有限公司	52.74

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
 以2023年4月18日收市价为标准

相关研究报告

《山东玻纤》20221026
 《山东玻纤》20220823
 《山东玻纤》20220429

 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

山东玻纤

成本管控加强, 产能加速扩张

公司发布2022年年报, 全年营收27.8亿元, 同增1.2%; 归母净利5.4亿元, 同减1.9%; 扣非归母净利3.8亿元, 同减28.7%; EPS 0.89元。公司产能向百万吨规模迈进, 仍具备较高成长性。当前玻纤行业仍在磨底过程中, 成本支撑较强, 价格下探空间有限; 我们测算今年玻纤供给端压力边际减弱, 看好风电、汽车等下游领域需求增长。维持公司**增持**评级。

支撑评级的要点

- **玻纤价格触底, 22Q4 营收利润同比下滑:** 公司22Q4 营收6.3亿元, 同减9.2%; 归母净利1.0亿元, 同减0.9%; 扣非归母净利-0.3亿元, 去年同期0.9亿元。22Q4 公司非经常性损益合计1.2亿元, 主要为出售贵金属铈粉所得。
- **全年玻纤销量同比两位数增长, 成本管控良好:** 2021年11月, 公司10本部3线10万吨玻纤生产线点火复产, 新产线效率较高, 助力公司实现降本增效。2022年公司销售玻纤及制品45.0万吨, 同增14.3%; 收入2.4亿元, 同增0.9%; 销售单价5,314.4元/吨, 同降11.7%; 生产成本3,595.7元/吨, 同增1.4% (2022年天然气价格大幅上涨超30%, 天然气成本在玻纤生产成本中占10-15%, 测算天然气涨价带来的单位成本提升约为4.5%, 而公司单位生产成本仅小幅上升); 玻纤及制品毛利率32.3%, 同减8.8pct。
- **产能向百万吨迈进:** 公司现有产能41万吨; 2022年6月提出2025年玻纤及制品产量达到100万吨的战略目标; 2023年2月公告建设年产30万吨高性能玻纤智造项目, 包含一条超高模量3万吨生产线, 一条高模量12万吨生产线, 以及一条15万吨ECER生产线; 产能建设稳步推进。
- **玻纤行业库存降低, 价格修复仍需等待:** 据卓创资讯, 2023年3月行业库存80.0万吨, 环比减少2.3%/1.9万吨。行业自2022年12月起连续三个月库存增加, 于今年3月出现去库; 当前价格下粗纱成本支撑较强, 后续价格下降空间不大。

估值

- 玻纤价格修复不及预期, 我们调整原有盈利预测, 预计2023-2025年公司收入为28.2、31.4、32.0亿元; 归母净利分别为4.4、6.0、7.2亿元; EPS 分别为0.72、0.99、1.20元。维持公司**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 玻纤产能超预期投放, 原材料、燃料成本上升, 玻纤需求不及预期。

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)	2,749	2,781	2,820	3,142	3,204
增长率(%)	37.7	1.2	1.4	11.4	2.0
EBITDA(人民币 百万)	1,065	527	511	841	978
归母净利润(人民币 百万)	546	536	435	596	718
增长率(%)	216.8	(1.9)	(18.8)	37.1	20.5
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.91	0.89	0.72	0.99	1.20
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.00	1.24	
调整幅度(%)			(27.5)	(19.6)	
市盈率(倍)	9.4	9.6	11.9	8.6	7.2
市净率(倍)	2.2	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA(倍)	9.4	13.5	15.9	10.2	7.3
每股股息(人民币)	0.1	0.3	0.2	0.3	0.4
股息率(%)	0.8	3.3	2.5	3.5	4.2

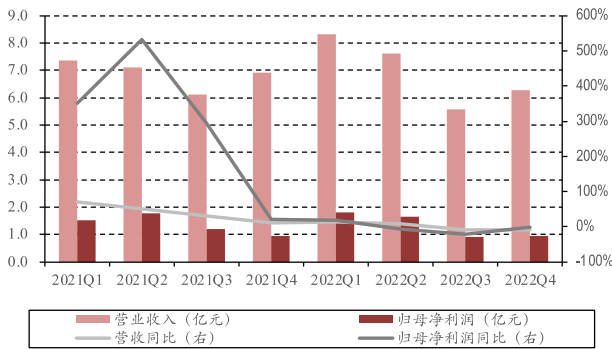
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

一、玻纤价格下跌对毛利率影响明显，净利率同比稳定

公司发布 2022 年年报：全年营收 27.8 亿元，同增 1.2%；归母净利 5.4 亿元，同减 1.9%；扣非归母净利 3.8 亿元，同减 28.7%。22Q4 营收 6.3 亿元，同减 9.2%；归母净利 1.0 亿元，同减 0.9%；扣非归母净利-0.3 亿元，去年同期 0.9 亿元。全年非经常性损益 1.6 亿元，主要为非流动资产处置损益。全年经营活动现金净流量 6.5 亿元，同减 17.2%；22Q4 经营活动现金净流量 1.7 亿元，同减 36.4%

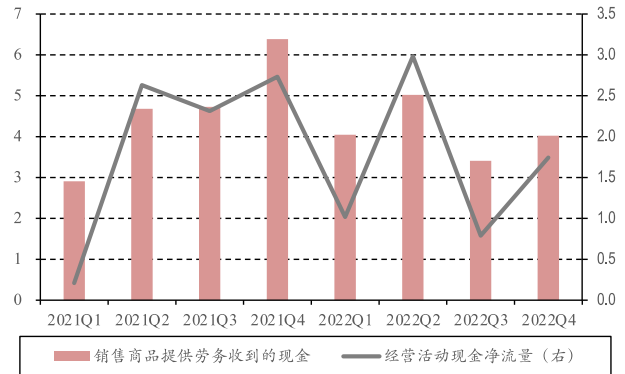
费用率稳定，全年毛利率同比下滑，净利率稳定：2022 年公司期间费用率 7.1%，同比下降 1.9pct；22Q4 费用率 9.0%，同减 2.2pct，其中销售、管理、财务费用率同比分别-0.0/-1.7/-0.5pct。玻纤价格在 2022 年下半年出现明显下滑，公司主营业务毛利率承压：全年毛利率 28.6%，净利率 19.3%，分别-8.0pct/-0.6pct；22Q4 毛利率 11.4%，同减 21.7pct，净利率 15.2%，同增 1.3pct。

图表 1. 22Q4 营收下降，利润同比稳定



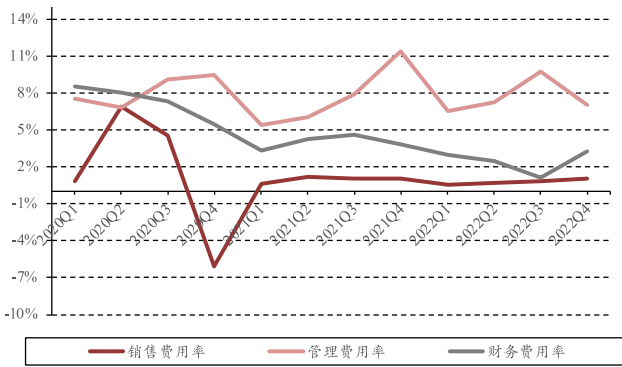
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 22Q4 经营活动现金净流量同比减少 (单位：亿元)



资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 22Q4 费用率同比改善



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 22Q4 毛利率下滑，净利率同比稳定



资料来源：公司公告，中银证券

二、目标“十四五”末实现百万吨规模，产能快速扩张

公司玻纤产能规模国内第四：据公告，截至 2021 年末，公司玻纤纱产能为 41 万吨，规模位居国内第四、全球第六，属于国内玻纤第二梯队公司。

公告“十四五”发展战略，玻纤产能将大幅提升：据 2022 年 6 月公告，公司提出了打造“全球领先创新型高性能纤维材料提供商”的企业愿景，确定了未来“一个核心+两个增长点+三个种子业务”的发展模式。其中，“一个核心”指公司将大力发展玻纤业务，“十四五”末玻纤产能基本实现百万吨规模，进入行业第一梯队；“两个业务增长点”指公司将重点发展新能源应用领域的高性能玻璃纤维产品，优化产品结构；“三个种子业务”指建筑节能保温材料、汽车轻量化与碳纤维，这些业务未来的成长性较强，公司将结合实际情况延长产业链至上述领域。公告中公司提出了具体的战略目标：2025 年玻纤及制品产量达到 100 万吨，营业收入达到 70 亿元，利润总额达到 20 亿元，资产负债率控制在 60% 以下，资产总额超过 110 亿元。

公告 30 万吨高性能玻纤智造项目：2023 年 2 月，公司公告计划投资 37.0 亿元建设年产 30 万吨高性能玻纤智造项目，包含一条超高模量 3 万吨生产线，一条高模量 12 万吨生产线，以及一条 15 万吨 ECER 生产线。该目标标志着公司提出的“十四五”战略规划开始逐步落地，公司产品继续向高端化转型。

三、控股股东变更为山东能源集团，协同效应有望增加

直接控股股东由临沂矿业集团变更为山东能源集团新材料有限公司：公司 2022 年 11 月公告《关于无偿划转临沂矿业集团有限责任公司所持山东玻纤集团股份有限公司股份有关事宜的通知》，将临沂矿业集团有限责任公司持有山东玻纤的 316,441,633 股股份(占总股本 52.74%)无偿划转至山东能源集团新材料有限公司，2023 年 2 月完成无偿划转。山东能源集团是山东省第一大国有企业，主导产业为矿业、化工、电力、新能源新材料、高端技术装备和物流。山东能源集团将新材料产业作为重要发展目标，着力打造纤维及复合材料产业集群，相比以煤炭为主业的原股东临矿集团，能在资源上为公司提供更多支持。

四、玻纤行业仍在磨底，成本支撑较强

2021-2022 年新点火产线较多，23 年新增供给减少：2021 年国内主要玻纤企业新增产能 78 万吨，点火产能中下半年点火的约占一半，经历产能爬坡后于 22 年上半年实现满产，新增产能中粗纱 60 万吨，电子纱 18 万吨；2022 年点火产能约 75 万吨，其中粗纱 59 万吨，电子纱 16 万吨。几大龙头均公告了大幅扩产的计划，但根据目前的建设进度，预计 23 年实际产能冲击较小。综合考虑冷修及产能投放，我们测算 2022 年玻纤行业实际的产能冲击约 87.8 万吨，2023 年的产能冲击约 61.0 万吨，供给端压力边际减轻的确定性较强。

图表 5.2022 年新增产能情况 (万吨)

点火时间	公司	产线名称	产能	产品	22 年产能冲击	23 年产能冲击
2022/1/10	建滔化工	新建线 6 线	6	电子纱	5	1
2022/3/28	邢台金牛	4 线	10	无碱粗纱	6	4
2022/5/20	四川裕达	1 线	3	无碱粗纱	1.5	1.5
2022/5/28	中国巨石	成都 3 线	15	短切纱为主	7.5	7.5
2022/6/18	中国巨石	智能电子纱 3 线	10	电子纱	3	7
2022/6/27	重庆三磊	黔江区 2 线	10	无碱粗纱	4	6
2022/6/29	重庆国际	F12	15	无碱粗纱	5	10
2022/7/8	四川威远	泰国 1 线	5	无碱粗纱	2	3
2022/7/10	泰山玻纤	邹城 2 线	6	风电纱	1.5	4.5
2022/12/19	中国巨石	埃及 4 线	12	无碱粗纱	0	12
国内合计			75		35	40
合计			92		37	55

资料来源：卓创资讯，各公司公告，中银证券

图表 6.2023 年在建新产能情况 (万吨)

建设进展	公司	产线名称	产能	产品	产能冲击
2023 年 2 月点火	泰山玻纤	邹城 4 线	12	无碱粗纱	9
2023 年年底点火一条 15 万吨	长海股份	高性能玻璃纤维智能制造基地	60	无碱粗纱	0
预计 2023 年上半年点火	中国巨石	九江 3 线	20	无碱粗纱	10
预计一期 15 万吨于 2023 年年底点火	山东玻纤	30 万吨高性能玻纤智造项目	30	无碱粗纱	3
预计一期 15 万吨于 2023 年下半年点火	泰山玻纤	高性能玻纤智能制造生产线	30	无碱粗纱	3
2023 年计划点火	重庆国际	F13	15	无碱粗纱	3
合计					28

资料来源: 卓创资讯, 各公司公告, 中银证券

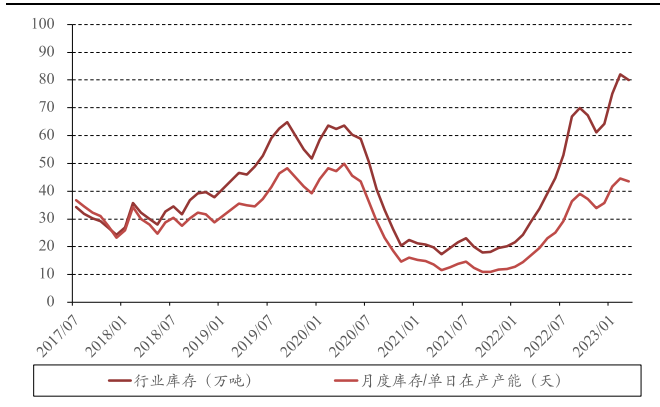
图表 7.2023 年 3 月冷修产线变动

公司	生产线	原产能/万吨	复产后产能/万吨	2023 年产能冲击/万吨
重庆国际	F02	5.0	6.0	3.5

资料来源: 卓创资讯, 中银证券

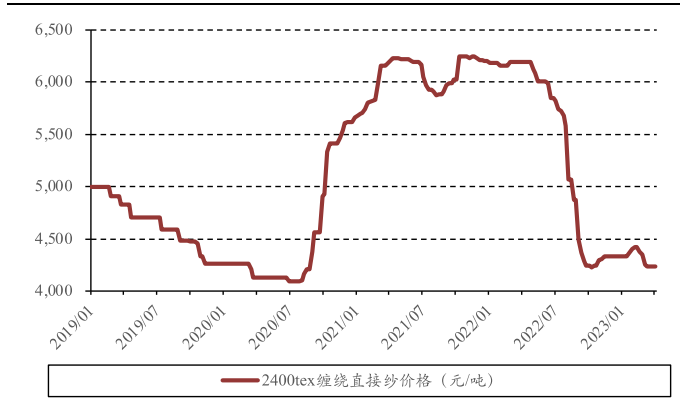
库存水平有所下降, 粗纱价格仍在底部, 成本支撑较强: 据卓创资讯, 2023 年 3 月行业库存 80.0 万吨, 环比减少 2.3%/1.9 万吨。行业自 2022 年 12 月起连续三个月库存增加, 于今年 3 月出现去库; 经我们测算, 2023 年 3 月玻纤行业库存天数 43.6 天, 环比减少 1.0 天。据卓创资讯, 2023 年 4 月第 2 周, 主流产品 2400tex 缠绕直接纱均价 4,200 元/吨左右, 同比下调 31.5%, 环比上月基本持平。当前价格下粗纱价格成本支撑较强, 后续价格下降空间不大, 短期内价格走势以稳为主。

图表 8.3 月库存小幅下降



资料来源: 卓创资讯, 中银证券

图表 9. 2400tex 缠绕直接纱均价仍在底部, 成本支撑较强



资料来源: 卓创资讯, 中银证券

五、风险提示

玻纤产能超预期投放, 原材料、燃料成本上升, 玻纤需求不及预期。

图表 10. 2022Q4 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021Q4	2022Q4	同比增长(%)
营业收入	690.88	627.54	(9.17)
营业税及附加	4.48	5.51	23.10
净营业收入	686.41	622.03	(9.38)
营业成本	462.69	556.19	20.21
销售费用	7.22	6.49	(10.15)
管理费用	44.08	29.40	(33.31)
财务费用	26.45	20.67	(21.87)
资产减值损失	(5.99)	(21.53)	(259.22)
营业利润	122.34	117.49	(3.96)
营业外收入	0.89	0.20	(77.12)
营业外支出	12.41	0.48	(96.15)
利润总额	110.81	117.21	5.77
所得税	14.71	21.96	49.26
少数股东损益	0.00	0.00	
归属母公司股东净利润	96.10	95.25	(0.88)
扣除非经常性损益的净利润	86.24	(25.26)	(129.29)
每股收益(元)	0.16	0.16	0.00
扣非后每股收益(元)	0.14	(0.04)	(128.57)
毛利率(%)	33.03	11.37	减少 21.66 个百分点
净利率(%)	13.91	15.18	增加 1.27 个百分点
销售费用率(%)	1.05	1.03	减少 0.01 个百分点
管理费用率(%)	6.38	4.69	减少 1.70 个百分点
财务费用率(%)	3.83	3.29	减少 0.54 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	2,748.63	2,781.35	1.19
营业税及附加	20.28	21.27	4.89
净营业收入	2,728.36	2,760.08	1.16
营业成本	1,741.20	1,985.41	14.03
销售费用	26.80	21.17	(21.02)
管理费用	112.40	106.16	(5.55)
财务费用	109.12	70.28	(35.59)
资产减值损失	(5.74)	(30.10)	(424.52)
营业利润	661.29	634.69	(4.02)
营业外收入	1.64	0.81	(50.89)
营业外支出	12.50	0.54	(95.67)
利润总额	650.43	634.95	(2.38)
所得税	104.40	99.17	(5.01)
少数股东损益	0.00	0.00	
归属母公司股东净利润	546.03	535.79	(1.88)
扣除非经常性损益的净利润	527.77	376.31	(28.70)
每股收益(元)	0.91	0.89	(2.20)
扣非后每股收益(元)	0.88	0.63	(28.41)
毛利率(%)	36.65	28.62	减少 8.04 个百分点
净利率(%)	19.87	19.26	减少 0.60 个百分点
销售费用率(%)	0.98	0.76	减少 0.21 个百分点
管理费用率(%)	4.09	3.82	减少 0.27 个百分点
财务费用率(%)	3.97	2.53	减少 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	2,749	2,781	2,820	3,142	3,204
营业收入	2,749	2,781	2,820	3,142	3,204
营业成本	1,741	1,985	2,152	2,165	2,099
营业税金及附加	20	21	22	24	25
销售费用	27	21	21	24	24
管理费用	112	106	108	120	122
研发费用	97	102	103	115	117
财务费用	109	70	56	80	58
其他收益	33	32	32	32	32
资产减值损失	(8)	(23)	(12)	(12)	(12)
信用减值损失	2	(7)	(3)	(3)	(3)
资产处置收益	(8)	157	140	75	75
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	661	635	515	706	851
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	13	1	1	1	1
利润总额	650	635	515	706	851
所得税	104	99	80	110	133
净利润	546	536	435	596	718
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	546	536	435	596	718
EBITDA	1,065	527	511	841	978
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.91	0.89	0.72	0.99	1.20

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	1,501	1,524	1,371	1,738	1,452
现金及等价物	708	577	564	628	641
应收账款	47	103	49	121	52
应收票据	0	0	0	0	0
存货	152	234	184	237	171
预付账款	4	9	5	10	5
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	591	599	568	742	583
非流动资产	3,581	3,522	4,615	5,055	5,082
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3,413	3,369	4,471	4,923	4,957
无形资产	134	128	121	114	107
其他长期资产	34	26	23	19	19
资产合计	5,082	5,046	5,986	6,793	6,535
流动负债	1,324	1,125	1,612	1,927	1,758
短期借款	206	325	557	1,018	758
应付账款	370	280	425	285	403
其他流动负债	748	520	630	624	597
非流动负债	1,400	1,082	1,230	1,306	713
长期借款	641	396	508	601	0
其他长期负债	759	686	722	704	713
负债合计	2,724	2,207	2,842	3,233	2,471
股本	500	600	600	600	600
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2,358	2,839	3,143	3,561	4,064
负债和股东权益合计	5,082	5,046	5,986	6,793	6,535

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	546	536	435	596	718
折旧摊销	320	12	112	162	176
营运资金变动	(92)	(201)	259	(381)	356
其他	14	306	(31)	(11)	2
经营活动现金流	788	653	775	366	1,252
资本支出	(227)	(368)	(1,210)	(610)	(210)
投资变动	0	0	0	0	0
其他	11	188	140	75	75
投资活动现金流	(215)	(180)	(1,070)	(535)	(135)
银行借款	(623)	(126)	344	554	(862)
股权融资	(110)	(195)	(131)	(179)	(216)
其他	573	(318)	68	(142)	(27)
筹资活动现金流	(159)	(639)	281	234	(1,105)
净现金流	413	(166)	(13)	65	12

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(%)	37.7	1.2	1.4	11.4	2.0
营业利润增长率(%)	211.8	(4.0)	(18.8)	37.1	20.5
归属于母公司净利润增长率(%)	216.8	(1.9)	(18.8)	37.1	20.5
息税前利润增长(%)	117.5	(30.8)	(22.6)	70.2	18.2
息税折旧前利润增长(%)	66.0	(50.5)	(3.0)	64.4	16.4
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	216.8	(1.9)	(18.8)	37.1	20.5
获利能力					
息税前利润率(%)	27.1	18.5	14.1	21.6	25.0
营业利润率(%)	37.1	40.2	32.6	34.0	32.3
毛利率(%)	36.7	28.6	23.7	31.1	34.5
归母净利润率(%)	19.9	19.3	15.4	19.0	22.4
ROE(%)	23.2	18.9	13.8	16.7	17.7
ROIC(%)	11.5	8.6	5.5	8.2	11.1
偿债能力					
资产负债率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4
净负债权益比	0.5	0.3	0.4	0.5	0.2
流动比率	1.1	1.4	0.9	0.9	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	49.0	37.1	37.1	37.1	37.1
应付账款周转率	9.1	8.6	8.0	8.9	9.3
费用率					
销售费用率(%)	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
管理费用率(%)	4.1	3.8	3.8	3.8	3.8
研发费用率(%)	3.5	3.7	3.7	3.7	3.7
财务费用率(%)	4.0	2.5	2.0	2.5	1.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.9	0.9	0.7	1.0	1.2
每股经营现金流(最新摊薄)	1.3	1.1	1.3	0.6	2.1
每股净资产(最新摊薄)	3.9	4.7	5.2	5.9	6.8
每股股息	0.1	0.3	0.2	0.3	0.4
估值比率					
P/E(最新摊薄)	9.4	9.6	11.9	8.6	7.2
P/B(最新摊薄)	2.2	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	9.4	13.5	15.9	10.2	7.3
价格/现金流(倍)	6.5	7.9	6.6	14.1	4.1

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