

300767.SZ
买入

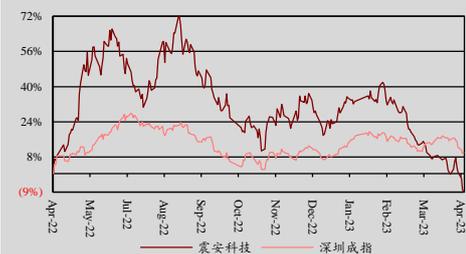
原评级: 买入

市场价格: 人民币 34.85

板块评级: 中性

本报告要点

- 震安科技 2022 年报及 2023 年一季报点评

股价表现


(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(26.0)	(16.6)	(31.3)	(23.9)
相对深圳成指	(26.7)	(12.7)	(24.7)	(33.5)

发行股数 (百万)	247.23
流通股 (百万)	209.35
总市值 (人民币 百万)	8,615.89
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	71.17
主要股东	
北京华创三鑫投资管理合伙企业(有限合伙)	20.25

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2023 年 4 月 26 日收市价为标准

相关研究报告

《震安科技》20230222

 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

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: 林祁桢

qizhen.lin@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300121080012

联系人: 杨逸菲

yifei.yang@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122030023

联系人: 郝子禹

ziyu.hao@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122060027

震安科技

短期业绩承压不改长期成长逻辑

公司发布 2022 年报及 2023 年一季报, 2022 年公司营收 8.97 亿元, 同增 33.9%; 归母净利 1.00 亿元, 同增 14.6%; EPS0.41 元, 同增 13.8%。2023Q1 营收 1.27 亿元, 同减 44.3%; 归母净利 0.04 亿元, 同减 87.5%。建筑减隔震市场需求持续扩容, 公司作为龙头企业有望率先受益。维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- **23Q1 业绩承压:** 2022 年公司实现营收 8.97 亿元, 同增 33.9%; 归母净利 1.00 亿元, 同增 14.6%。其中 22Q4 实现营收 2.44 亿元, 同增 16.0%; 归母净利 0.21 亿元, 同增 137.3%。2023Q1 公司营收 1.27 亿元, 同减 44.3%, 归母净利 0.04 亿元, 同减 87.5%。2023Q1 公司业绩降幅较大。
- **2022 年公司毛利率小幅提升, 现金流转好:** 2022 年公司毛利率为 42.21%, 同增 0.53pct; 归母净利率 11.17%, 同减 1.88pct。2023Q1 公司毛利率为 37.37%, 同减 0.13pct; 归母净利率为 3.20%, 同减 11.05pct。2022 年公司经营现金流量净额为 -0.38 亿元, 净流出规模同比大幅缩减 79.2%。2023Q1 公司经营现金流净额为 -0.37 亿元, 净流出规模较 2022Q1 小幅扩大 4.6%。
- **隔震产品销量增加, 云南省外市场占比持续提升:** 2022 年公司隔震和减震产品销量同比分别变动 30.7%、-15.7%, 且钢材价格回落使得隔震产品毛利率同增 1.54pct, 为 43.17%。2022 年公司云南省外市场营收占比达到 68.42%, 同增 9.25pct, 公司市场开拓行动卓有成效。
- **建筑减隔震市场持续扩容, 龙头企业将率先受益:** 2021 年, 国务院发布《建设工程抗震管理条例》, 该《条例》的正式实施将使强制性政策覆盖的范围大幅增加, 减隔震市场需求明显扩容。震安科技作为建筑减隔震行业龙头企业和 A 股市场唯一以建筑减隔震为主营业务的上市公司, 产能规模持续扩大、产能布局日益完善, 有望率先受益。

估值

- 公司一季度业绩降幅较大, 我们对调整盈利预测。预计 2023-2025 年公司收入为 14.3、22.2、33.7 亿元; 归母净利分别为 1.9、3.1、5.0 亿元; EPS 分别为 0.76、1.27、2.01 元。维持公司买入评级。

评级面临的主要风险

- 原料价格上涨超预期, 政策落地效果不及预期, 产能扩张进度不及预期。

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)	670	897	1,430	2,216	3,372
增长率(%)	15.5	33.9	59.3	55.0	52.2
EBITDA(人民币 百万)	107	168	320	563	903
归母净利润(人民币 百万)	87	100	187	313	496
增长率(%)	(45.6)	14.6	86.6	67.5	58.5
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.35	0.41	0.76	1.27	2.01
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.90	1.66	
调整幅度(%)			(15.6)	(23.5)	
市盈率(倍)	98.5	86.0	46.1	27.5	17.4
市净率(倍)	6.7	5.3	4.9	4.3	3.6
EV/EBITDA(倍)	197.9	69.9	29.7	18.3	12.7
每股股息(人民币)	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4
股息率(%)	0.1	0.2	0.4	0.7	1.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

一、2022 年营收净利稳步增长，23Q1 业绩承压

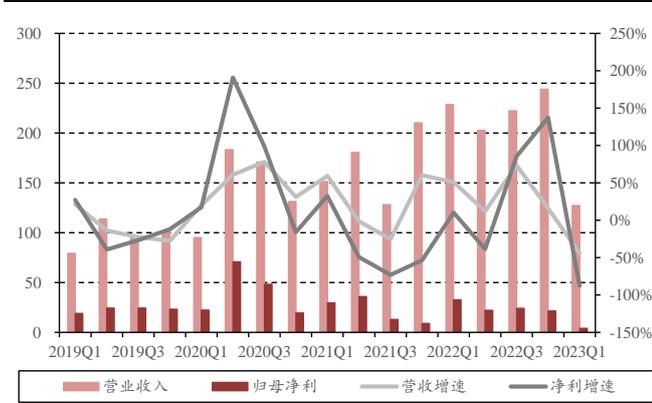
事件：4月25日晚，公司发布2022年年报及2023年一季报。2022年，公司实现营收8.97亿元，同增33.9%；归母净利1.00亿元，同增14.6%；EPS0.41元，同增13.8%。其中四季度公司实现营收2.44亿元，同增16.0%；归母净利0.21亿元，同增137.3%。2022年公司营收及净利润双双实现增长。2023年1季度，公司实现营收1.27亿元，同减44.3%；归母净利0.04亿元，同减87.5%。2023Q1公司业绩降幅明显。

2022 年公司现金流表现较好，2023Q1 经营现金流净流出规模小幅扩大。 现金流方面，2022 年公司经营活动现金流量净额为-0.38 亿元，净流出规模同比大幅缩减 79.2%；其中四季度公司经营活动现金流量净额为 0.07 亿元，较 2021Q4 由净流出转为净流入。2022 年公司现金流表现总体较优。2023 年 1 季度，公司经营活动现金流量净额为-0.37 亿元，净流出规模较 2022Q1 小幅扩大 4.6%。

2022 年公司盈利能力相对稳定，2023Q1 归母净利率降幅明显。 2022 年公司综合毛利率为 42.21%，同比提升 0.53pct；归母净利率 11.17%，同减 1.88pct。其中四季度毛利率为 41.14%，同增 7.97pct，环比 22Q3 小幅下滑 1.74pct；归母净利率 8.79%，同增 4.49pct，环比 22Q3 下滑 2.07pct。2023 年 1 季度，公司综合毛利率为 37.37%，同减 0.13pct；归母净利率为 3.20%，同减 11.05pct。2023Q1 公司毛利率同比基本维稳，归母净利率降幅较大。

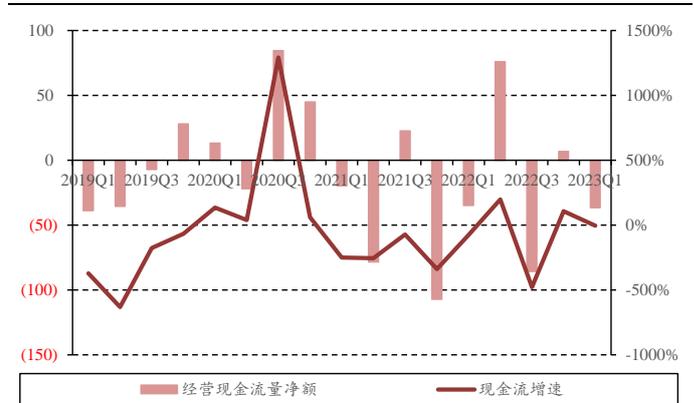
2022 年公司费用控制能力提升，2023Q1 费用率增幅较大。 期间费用方面，2022 年公司期间费用率为 21.44%，同减 3.51pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别变动-3.42/-1.33/-0.38/1.62pct；其中四季度公司期间费用率为 18.41%，同减 7.63pct，2022 年公司费用控制能力有所提升。2023Q1 公司期间费用率为 39.82%，同增 21.73pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别变动 6.02/8.65/3.38/3.68pct。

图表 1. 2022 年公司营收净利均增长，23Q1 业绩降幅较大
(单位：百万)



资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 2022 年公司经营现金流净流出规模同比大幅缩减
(单位：百万)



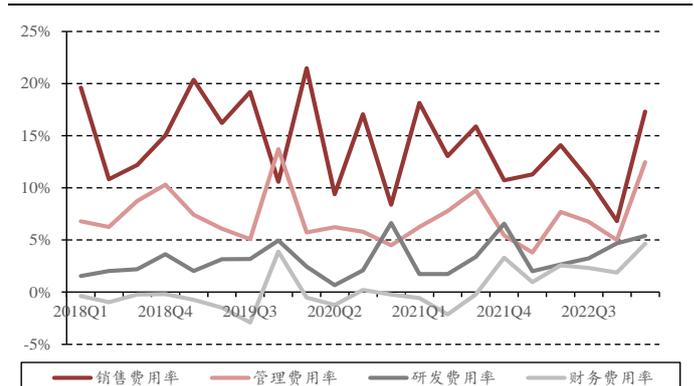
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 2022 年及 2023Q1 公司毛利率相对稳定、归母净利率有所下滑



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 2022 年公司期间费用率同减，2023Q1 期间费用率同比增幅较大



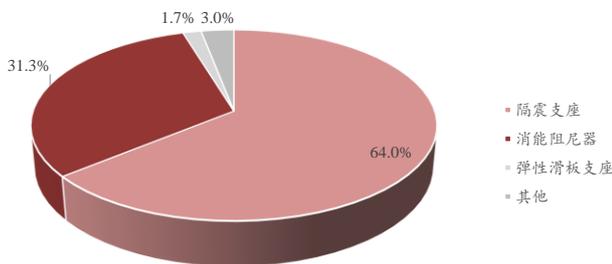
资料来源：公司公告，中银证券

二、隔震产品销量同增，云南省外营收占比持续提升

2022年公司隔震产品销量同增，减震产品销量同减。分产品来看，2022年公司隔震支座产品仍是主要营收来源，占比为64.04%；减震产品消能阻尼器营收占比较2021年提升4.96pct，达到31.28%。公司隔震和减震产品销量分别为34,877套、47,917套，同比分别变动30.7%、-15.7%，主要系2022年公司隔震订单增加，销量增加；而减震产品非标件产品减少较多，产销量减少。2022年钢材价格较上年有所回落，使得公司隔震产品毛利率同增1.54pct，为43.17%；2022年公司厂房租赁等固定费用增加导致减震产品毛利率同比下降1.57pct，为38.25%。

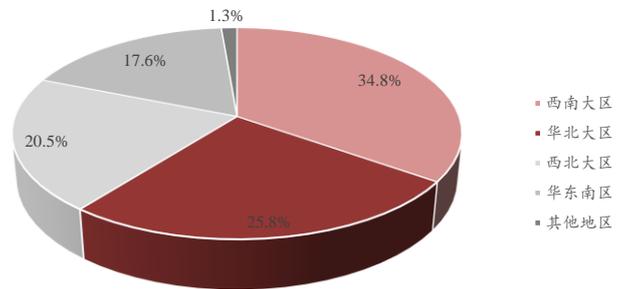
2022年公司云南省外市场贡献收入比重进一步提升。分地区来看，2022年西南大区、华北大区和西北大区合计贡献了超过80%的营业收入，云南省外营收占比进一步提高。2022年云南省内市场实现收入2.72亿元，同增3.3%；云南省外市场实现收入6.14亿元，同比大幅增长54.8%。

图表 5. 2022 年隔震及减震产品合计营收占比超 90%



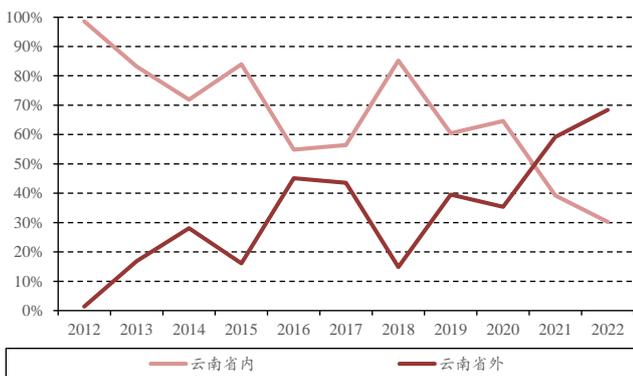
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 西南、华北及西北地区为公司主要营收来源



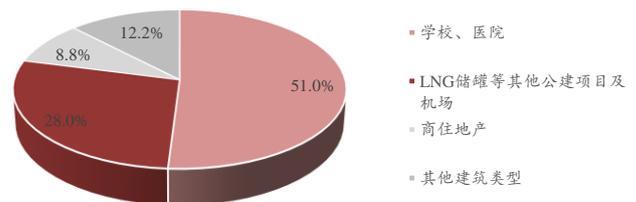
资料来源：万得，中银证券

图表 7. 云南省外收入占比不断提升



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 学校、医院、LNG 储罐、机场等公共建筑为减隔震产品主要应用场景



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 2022 年公司隔震产品毛利率提升，减震产品毛利率下降

	2022 年	2021 年	毛利率变动
隔震产品	43.17%	41.63%	1.54pct
减震产品	38.25%	39.82%	(1.57)pct

资料来源：公司公告，中银证券

三、减隔震需求持续扩容，公司作为行业龙头将率先受益

减隔震市场需求持续扩容，公司作为行业龙头将率先受益。2021年，国务院发布《建设工程抗震管理条例》，并于当年9月1日起正式实施。该《条例》的正式施行将使强制性政策覆盖的范围大幅增加，减隔震市场需求明显扩容。震安科技作为建筑减隔震行业的龙头企业，也是A股市场唯一以建筑减隔震为主营业务的上市公司，有望率先从需求扩容中受益。

公司产能规模持续扩张，产能布局日益完善。自上市以来，震安科技陆续通过IPO、可转债、并购和简易程序定增等方式扩大产能布局。据我们测算，公司募投项目全部投产后，隔震产品产能有望增加至12.9万套，减震产品产能增加至15.5万套。由于减隔震市场正处于扩容阶段，因此，公司提前布局产能扩张虽然会在短期内增加费用、增大资金压力，但产能充沛有利于公司抓住市场扩容带来的机遇，对未来业绩增长提供强有力支撑。

图表 10. 公司募投项目及产能扩张情况

时间	资金来源	项目名称	项目总投资 (万元)	拟投入募 集资金 (万元)	项目状态	新增隔震 产能 (万套)	新增减震 产能 (万套)	预计投产 时间
2019	IPO	减隔震制品生产线技术改造	33,682.3	31,606.8	2021年已达可使用状态	1.2		2021
2019	IPO	新建智能化减隔震制品装备制造基地项目	34,900.1	26,937.0	2022年底竣工验收工作已完成，可以投产	5.0		2022
2021	可转债	新建智能化减震及隔震制品装备制造基地项目	30,000.0	28,500.0	已完成厂房等基础设施建设，达到试运行条件	3.0	3.0	2023
2022	定增	年产10万套智能阻尼器、1.5万套核电站用液压阻尼器及2.5万套配件项目（一期）	9,000.0	8,000.0	-		3.505	2024
一期达产后	自筹	年产10万套智能阻尼器、1.5万套核电站用液压阻尼器及2.5万套配件项目（二期）	6,000.0	-	-		7.995	-

资料来源：公司公告，中银证券

四、风险提示

原材料价格上涨超预期，政策落地效果不及预期，公司产能扩张进度不及预期

图表 11. 2022 年业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021	2022	同比增长(%)
营业收入	670.33	897.25	33.85
营业税及附加	5.82	9.38	61.18
净营业收入	664.51	887.87	33.61
营业成本	390.94	518.49	32.63
销售费用	93.94	95.06	1.19
管理费用	71.36	80.19	12.37
财务费用	1.96	17.18	776.89
资产减值损失	(25.50)	6.00	123.53
营业利润	96.63	118.82	22.97
营业外收入	1.85	1.82	(1.54)
营业外支出	0.41	0.31	(24.14)
利润总额	98.07	120.33	22.70
所得税	12.93	19.20	48.49
少数股东损益	(2.32)	0.90	138.81
归属母公司股东净利润	87.46	100.24	14.60
扣除非经常性损益的净利润	80.36	101.67	26.51
每股收益(元)	0.36	0.41	13.78
扣非后每股收益(元)	0.36	0.41	13.85
毛利率(%)	41.68	42.21	增加 0.53 个百分点
净利率(%)	12.70	11.27	减少 1.43 个百分点
销售费用率(%)	14.01	10.59	减少 3.42 个百分点
管理费用率(%)	10.65	8.94	减少 1.71 个百分点
财务费用率(%)	0.29	1.91	增加 1.62 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	210.23	243.89	16.01
营业税及附加	2.15	2.88	34.00
净营业收入	208.07	241.00	15.83
营业成本	140.49	143.55	2.18
销售费用	22.56	16.64	(26.22)
管理费用	25.25	23.65	(6.33)
财务费用	6.93	4.60	(33.62)
资产减值损失	(13.22)	(21.65)	(63.75)
营业利润	3.27	20.36	522.67
营业外收入	1.03	0.20	(80.23)
营业外支出	0.40	0.07	(81.46)
利润总额	3.89	20.49	426.16
所得税	(3.14)	(1.33)	57.58
少数股东损益	(2.01)	0.37	118.60
归属母公司股东净利润	9.04	21.45	137.31
扣除非经常性损益的净利润	8.71	22.00	152.53
每股收益(元)	0.04	0.09	125.00
扣非后每股收益(元)	0.11	0.28	154.55
毛利率(%)	33.17	41.14	增加 7.97 个百分点
净利率(%)	3.34	8.95	增加 5.60 个百分点
销售费用率(%)	10.73	6.82	减少 3.91 个百分点
管理费用率(%)	12.01	9.70	减少 2.31 个百分点
财务费用率(%)	3.30	1.89	减少 1.41 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 13. 2023Q1 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022Q1	2023Q1	同比增长(%)
营业收入	228.48	127.29	(44.29)
营业税及附加	2.68	1.25	(53.39)
净营业收入	225.80	126.05	(44.18)
营业成本	142.82	79.73	(44.17)
销售费用	25.80	22.04	(14.58)
管理费用	13.32	22.73	70.62
财务费用	2.21	5.92	167.94
资产减值损失		4.00	
营业利润	37.36	3.58	(90.41)
营业外收入	0.07	0.53	623.02
营业外支出	0.11	0.10	(3.41)
利润总额	37.33	4.01	(89.26)
所得税	4.49	(0.21)	(104.59)
少数股东损益	0.29	0.15	(49.61)
归属母公司股东净利润	32.55	4.07	(87.50)
扣除非经常性损益的净利润	32.51	3.38	(89.61)
每股收益(元)	0.16	0.02	(87.50)
扣非后每股收益(元)	0.41	0.04	(90.24)
毛利率(%)	37.49	37.37	减少 0.13 个百分点
净利率(%)	14.37	3.31	减少 11.06 个百分点
销售费用率(%)	11.29	17.31	增加 6.02 个百分点
管理费用率(%)	5.83	17.85	增加 12.02 个百分点
财务费用率(%)	0.97	4.65	增加 3.68 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	670	897	1,430	2,216	3,372
营业收入	670	897	1,430	2,216	3,372
营业成本	391	518	804	1,207	1,782
营业税金及附加	6	9	14	22	34
销售费用	94	95	181	266	405
管理费用	47	52	88	133	202
研发费用	24	29	50	78	118
财务费用	2	17	50	114	213
其他收益	8	2	4	4	3
资产减值损失	1	(3)	(0)	(0)	(1)
信用减值损失	(22)	(56)	(29)	(26)	(23)
资产处置收益	0	(2)	(1)	(1)	(1)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	4	1	3	3	2
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	97	119	220	376	598
营业外收入	2	2	8	4	4
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	98	120	227	380	602
所得税	13	19	34	57	90
净利润	85	101	193	323	512
少数股东损益	(2)	1	6	10	15
归母净利润	87	100	187	313	496
EBITDA	107	168	320	563	903
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.35	0.41	0.76	1.27	2.01

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	1,425	1,790	2,719	3,750	6,005
现金及等价物	402	569	429	665	1,012
应收账款	547	839	1,370	2,055	3,156
应收票据	8	15	21	35	50
存货	341	279	682	762	1,369
预付账款	49	33	94	97	184
合同资产	32	35	69	88	143
其他流动资产	47	19	55	50	90
非流动资产	639	772	927	1,070	1,191
长期投资	0	10	10	10	10
固定资产	285	584	714	839	951
无形资产	51	64	68	71	74
其他长期资产	304	114	136	150	156
资产合计	2,064	2,563	3,645	4,820	7,195
流动负债	562	637	1,445	2,115	3,735
短期借款	115	238	539	1,065	1,900
应付账款	177	182	375	462	775
其他流动负债	269	217	530	587	1,061
非流动负债	195	302	422	667	1,009
长期借款	0	70	208	443	790
其他长期负债	195	232	214	223	219
负债合计	757	939	1,867	2,781	4,744
股本	202	247	247	247	247
少数股东权益	23	8	14	23	39
归属母公司股东权益	1,285	1,615	1,765	2,015	2,413
负债和股东权益合计	2,064	2,563	3,645	4,820	7,195

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	85	101	193	323	512
折旧摊销	20	33	57	79	96
营运资金变动	(266)	(247)	(562)	(652)	(1,121)
其他	(22)	75	43	114	211
经营活动现金流	(183)	(38)	(269)	(136)	(302)
资本支出	(212)	(149)	(219)	(219)	(219)
投资变动	0	(10)	0	0	0
其他	8	(18)	2	2	1
投资活动现金流	(205)	(177)	(216)	(217)	(217)
银行借款	67	193	440	761	1,181
股权融资	17	201	(37)	(63)	(99)
其他	178	(1)	(57)	(110)	(215)
筹资活动现金流	262	393	345	589	866
净现金流	(125)	178	(140)	236	347

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(%)	15.5	33.9	59.3	55.0	52.2
营业利润增长率(%)	(44.1)	23.0	84.7	71.5	58.9
归属于母公司净利润增长率(%)	(45.6)	14.6	86.6	67.5	58.5
息税前利润增长(%)	(46.6)	55.0	94.7	83.9	66.8
息税折旧前利润增长(%)	(38.9)	57.3	90.2	75.9	60.4
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	(45.6)	14.6	86.6	67.5	58.5
获利能力					
息税前利润率(%)	13.0	15.1	18.4	21.8	23.9
营业利润率(%)	14.4	13.2	15.4	17.0	17.7
毛利率(%)	41.7	42.2	43.8	45.5	47.1
归母净利润率(%)	13.0	11.2	13.1	14.1	14.7
ROE(%)	6.8	6.2	10.6	15.5	20.6
ROIC(%)	5.5	6.2	8.4	11.1	12.9
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
净负债权益比	(0.1)	(0.0)	0.3	0.5	0.8
流动比率	2.5	2.8	1.9	1.8	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	1.5	1.3	1.3	1.3	1.3
应付账款周转率	5.3	5.0	5.1	5.3	5.5
费用率					
销售费用率(%)	14.0	10.6	12.7	12.0	12.0
管理费用率(%)	7.1	5.7	6.2	6.0	6.0
研发费用率(%)	3.6	3.2	3.5	3.5	3.5
财务费用率(%)	0.3	1.9	3.5	5.1	6.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.4	0.4	0.8	1.3	2.0
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.7)	(0.2)	(1.1)	(0.6)	(1.2)
每股净资产(最新摊薄)	5.2	6.5	7.1	8.2	9.8
每股股息	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4
估值比率					
P/E(最新摊薄)	98.5	86.0	46.1	27.5	17.4
P/B(最新摊薄)	6.7	5.3	4.9	4.3	3.6
EV/EBITDA	197.9	69.9	29.7	18.3	12.7
价格/现金流(倍)	(47.1)	(226.7)	(32.0)	(63.3)	(28.5)

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