



买入

41% ↑

目标价格: 人民币 12.85

600176.CH

价格: 人民币 9.12

目标价格基础: 15倍15年市盈率

板块评级: 中立

中国玻纤

上半年公司净利润同比大幅增长61%

2014年上半年公司实现营业收入28.3亿元,同比增加10.0%;归属母公司净利润1.31亿元,同比增加61.2%;实现每股收益为0.15元,略超市场预期。2014年2季度公司实现营业收入16.7亿元,环比增加43.6%;2014年2季度公司实现净利润1.08亿元,环比增加349%;2季度扣非后实现净利润1.04亿元,2季度净利润非常纯粹。从销量来说,根据我们调研的情况,7、8月份玻纤销售非常良好,供给偏紧,库存很少,甚至有些新客户需要加价才能提货。进入8月,玻纤销售依然非常忙碌,玻纤供应紧张的局面依然持续。在需求增长及供给收缩的共同作用下,我们认为玻纤行业已经步入反转上行区间。我们维持目标价12.85元,评级为买入。

支撑评级的要点

- 2014年上半年公司实现营业收入28.3亿元,同比增加10.0%;归属母公司净利润1.31亿元,同比增加61.2%;实现每股收益为0.15元。2014年上半年公司综合毛利率为33.91%,同比提高2.36个百分点;同期净利率为4.67%,同比提高0.94个百分点。
- 2014年上半年公司业绩同比大幅增长,一方面是由于全球玻璃纤维市场出现明显向好趋势,公司产品销量同比较大增长,我们预计2014年上半年销量同比增长15%以上;二是因为玻纤价格年初以来不断提高;三是因为高端玻纤占比提高;四是因为公司通过自主创新等手段,提高生产效率,有效控制成本。
- 2014年初以来公司库存不断下降,2013年初库存为16.3亿元,2014年中报库存下降为12.5亿元,库存比去年年底下降了23%。其中2014年中报库存商品为9.4亿元,库存商品比去年年底下降了26%。
- 国家发展改革委8月12日宣布,决定自9月1日起非居民用存量天然气门站价格每立方米提高0.4元。据我们了解,玻纤大多数企业已经改造完成了纯氧燃烧技术,目前吨玻纤纱耗气量已经下降为180方左右,本次天然气提价对于玻纤成本提高约70元左右。每次玻纤纱提价200-300元,提一次价就足以完全覆盖天然气造成的成本上涨。天然气提价对于玻纤行业影响较小。

评级面临的主要风险

- 需求恢复不达预期风险。

估值

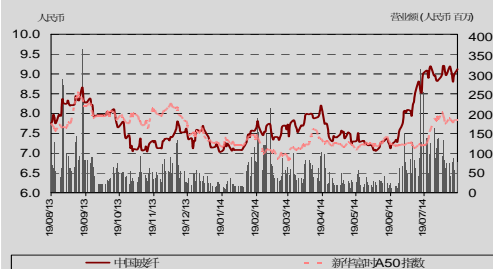
- 我们预计公司2014-2016年的每股收益分别为0.54、0.86、1.06元。考虑到需求增长及供给收缩带来的行业反转机会,我们给予公司2015年15倍市盈率,目标价为12.85元,评级为买入。

投资摘要

| 年结日: 12月31日 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 销售收入(人民币 百万) | 5,103 | 5,210 | 5,961 | 6,689 | 7,362 |
| 变动(%) | 1 | 2 | 14 | 12 | 10 |
| 净利润(人民币 百万) | 274 | 319 | 470 | 748 | 929 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.314 | 0.366 | 0.539 | 0.857 | 1.064 |
| 变动(%) | (6.2) | 16.4 | 47.4 | 59.0 | 24.2 |
| 市场预期每股收益(人民币) | | | 0.460 | 0.610 | 0.740 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.261 | 0.257 | 0.557 | 0.882 | 1.096 |
| 变动(%) | (12.1) | (1.6) | 116.4 | 58.5 | 24.2 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 29.0 | 24.9 | 16.9 | 10.6 | 8.6 |
| 核心市盈率(倍) | 34.9 | 35.5 | 16.4 | 10.3 | 8.3 |
| 每股现金流量(人民币) | 1.29 | 1.63 | 2.09 | 1.98 | 2.20 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 7.1 | 5.6 | 4.4 | 4.6 | 4.1 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 10.0 | 11.7 | 9.1 | 7.4 | 6.2 |
| 每股股息(人民币) | 0.150 | 0.131 | 0.120 | 0.100 | 0.100 |
| 股息率(%) | 1.6 | 1.4 | 1.3 | 1.1 | 1.1 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|---------------|------|-------|------|------|
| 绝对 | 20.5 | 1.6 | 25.1 | 18.0 |
| 相对新华富时 A50 指数 | 17.9 | (7.1) | 16.4 | 15.8 |

| | |
|------------------|-------|
| 发行股数(百万) | 873 |
| 流通股(%) | 100 |
| 流通股市值(人民币 百万) | 7,958 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 70 |
| 净负债比率(%) (2014E) | 240 |
| 主要股东(%) | |
| 中国建材 | 33 |

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2014年8月18日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业: 化工-新材料

苏文杰

(8610) 6622 9389

wenjie.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511050001

2014 年上半年经营情况分析: 2 季度净利润环比大幅增长 349%

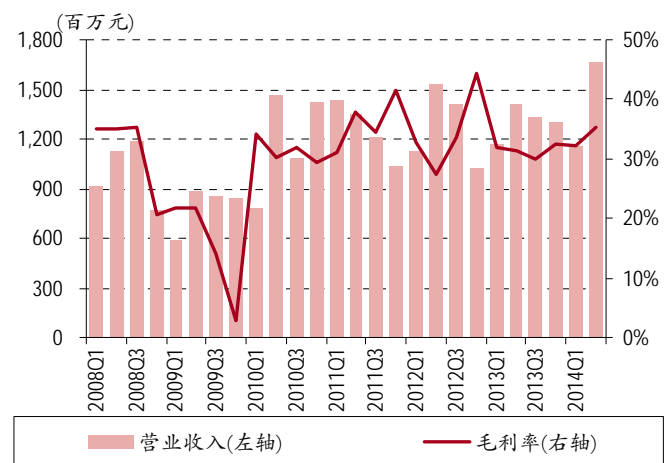
2014 年上半年公司实现营业收入 28.3 亿元, 同比增加 10.0%; 归属母公司净利润 1.31 亿元, 同比增加 61.2%; 实现每股收益为 0.15 元。2014 年上半年公司综合毛利率为 33.91%, 同比提高 2.36 个百分点; 同期净利率为 4.67%, 同比提高 0.94 个百分点。

2014 年 2 季度公司实现营业收入 16.7 亿元, 同比增长 18.5%, 环比增加 43.6%; 2014 年 2 季度公司实现净利润 1.08 亿元, 同比增长 62.5%, 环比增加 349%; 2014 年 2 季度公司综合毛利率为 35.18%, 环比提高 3.10 个百分点; 2014 年 2 季度公司净利率为 6.48%, 环比提高 4.40 个百分点。2014 年 2 季度公司扣非后实现净利润 1.04 亿元, 2 季度净利润非常纯粹。

2014 年上半年公司业绩同比大幅增长, 一方面是由于全球玻璃纤维市场出现明显向好趋势, 公司产品销量比去年同期有较大增长, 我们预计 2014 年上半年销量同比增长 15% 以上, 销量增长使得公司营业收入同比提高 10%; 二是因为玻纤价格年初以来不断提高; 三是因为高端玻纤占比提高; 四是因为公司通过自主创新等手段, 提高生产效率, 有效控制生产成本, 价格提高及成本下降使得公司综合毛利率同比提高 2.36 个百分点。

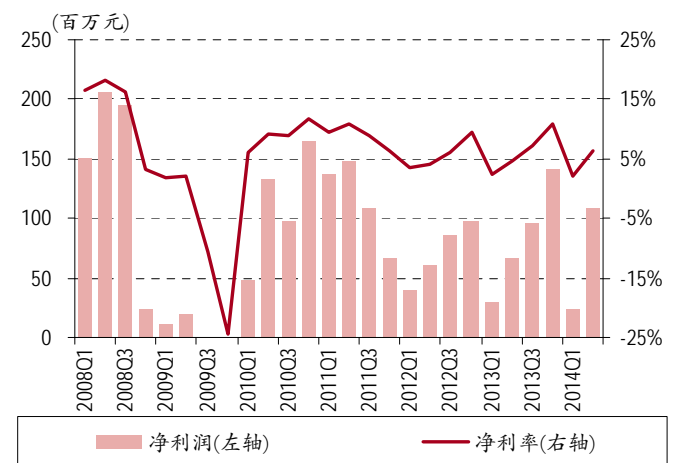
2014 年 2 季度公司营业收入环比大幅增长 43.6%, 一方面是由于销量提升, 另一方面是由于玻纤价格上涨及高端玻纤占比提高。2014 年 2 季度公司综合毛利率环比提高 3.10 个百分点, 主要是因为玻纤价格环比提升所致。

图表 1. 分季度收入、毛利率情况



资料来源: 公司资料及中银国际研究

图表 2. 分季度净利润、净利率情况



资料来源: 公司资料及中银国际研究

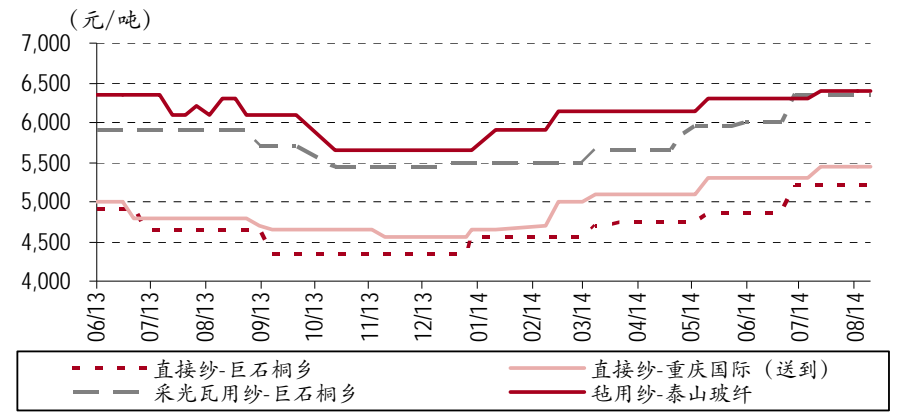
8 月份玻纤销售依然良好, 部分下游客户甚至加价提货

2014 年初以来玻纤行业进行了两次提价。第一次提价是元旦过后中国玻纤提价 200 元/吨, 此前欧文斯康宁已率先提价, 国内其他玻纤企业也跟随提价。第二次提价是 6 月份巨石集团公告将从 2014 年 7 月 1 日起将其价格上调 6 个百分点, 据我们跟踪的价格信息, 国内其他玻纤厂家也基本同比例提价。

从我们跟踪的经销商报价来说, 直接纱价格年初在 4,300-4,400 元/吨, 目前大概为 5,200 元/吨左右, 年初以来提价比例约为 20%。由于玻纤行业经销商占比较小, 一般玻纤企业 70% 以上是直销, 大的玻纤企业甚至 80% 以上都是直销。经销商占比较小, 另外经销商价格由于短期资金行为, 使得经销商报价相较于直销波动更大, 但趋势基本一致。

从销量来说, 根据我们草根调研的情况, 7、8 月份玻纤销售非常良好, 供给偏紧, 库存很少, 甚至有些新客户需要加价才能提货。进入 8 月, 玻纤销售依然非常忙碌, 玻纤供应紧张的局面依然持续。我们认为 4 季度玻纤继续提价的概率较大。

图表 3. 年初以来玻纤纱价格不断上调



资料来源: 中银国际研究

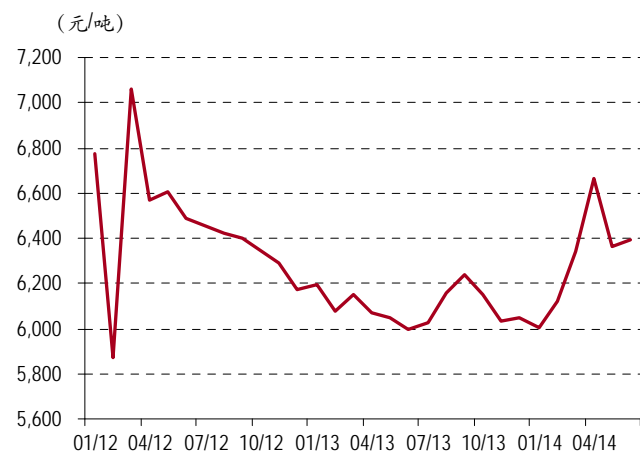
玻纤出口恢复正增长, 年初以来玻纤出口价格趋势不断上行

由于经销商价格仅为 2013 年 6 月份以来的数据, 我们想看看更长周期的玻纤产品价格情况。我们发现玻纤出口价格数据时间更长, 可以上溯到 2012 年 1 月, 当然由于玻纤纱出口产品品类繁多, 不同产品价格也有不同, 这使得出口均价可能受产品结构不同的影响, 但总体来说, 玻纤出口价格的趋势跟整个玻纤行业是基本一致的。

我们发现 2012 年初至 2013 年底这两年的时间, 玻纤纱价格整体处于下行趋势, 但 2014 年初以来, 玻纤纱价格开始呈现整体上行态势, 从年初的平均 6,000 元/吨上涨到 6 月份的 6,400 元/吨, 涨幅约为 7%。

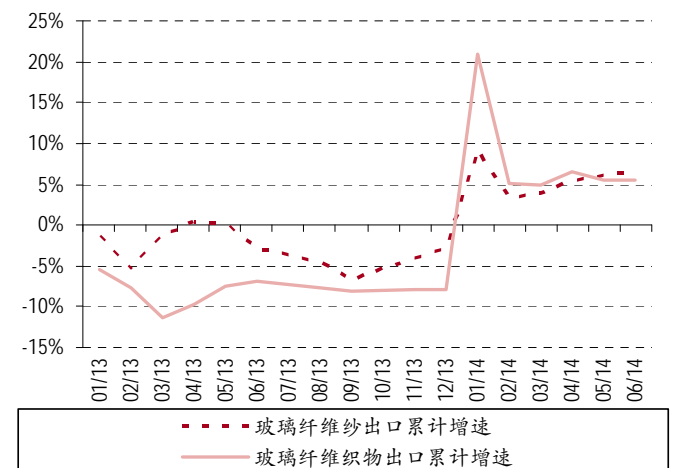
从玻纤纱出口情况来看, 2014 年年初以来玻纤纱及织物出口反弹明显, 2014 年前 6 个月玻纤纱及玻纤织物出口同比增速分别为 6.5%、5.4%。而去年同期却为负增长, 欧美经济回暖拉动玻纤纱及制品需求恢复性增长。

图表 4. 年初以来玻纤纱出口价格呈现上行趋势



资料来源: 万得资讯、中银国际研究

图表 5. 我国玻纤纱及织物年初以来出口反弹明显

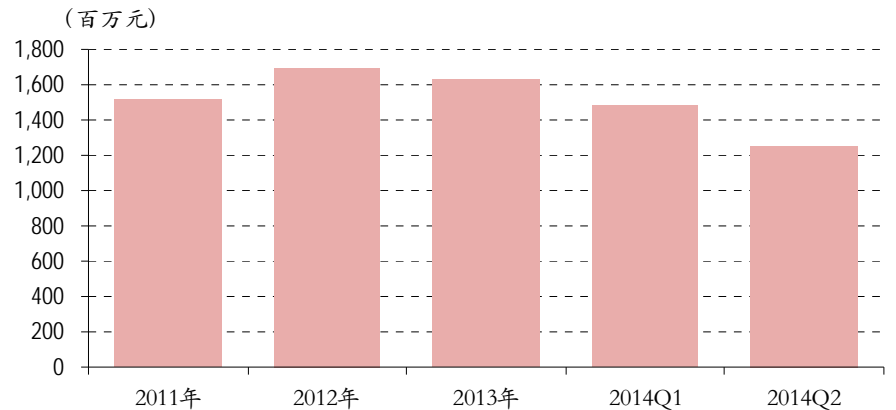


资料来源: 万得资讯、中银国际研究

公司库存逐渐下降

2014 年初以来公司库存不断下降，2013 年初库存为 16.3 亿元，2014 年中报库存下降为 12.5 亿元，库存比去年年底下降了 23%。其中 2014 年中报库存商品为 9.4 亿元，库存商品比去年年底下降了 26%。

图表 6. 中国玻纤库存情况



资料来源：公司公告、中银国际研究

天然气提价影响较小，玻纤提价一次就足以覆盖成本提高

国家发展改革委 8 月 12 日宣布，决定自 9 月 1 日起非居民用存量天然气门站价格每立方米提高 0.4 元。

据我们了解，玻纤大多数企业已经改造完成了纯氧燃烧技术，目前吨玻纤纱耗气量已经下降为 180 方左右，本次天然气提价对于玻纤成本提高约 70 元左右。每次玻纤纱提价 200-300 元，提一次价就足以完全覆盖天然气造成的成本上涨。天然气提价对于玻纤行业影响较小。

公司估值：评级为买入

我们预计公司 2014-2016 年的每股收益分别为 0.54、0.86、1.06 元，按照 2014 年 8 月 18 日收盘价 9.12 元计算，对应的动态市盈率分别为 16.9 倍、10.6 倍和 8.6 倍。考虑到需求增长及供给收缩带来的行业反转机会，我们给予公司 2015 年 15 倍市盈率，目标价为 12.85 元，评级为**买入**。

图表 7.14 年上半年业绩摘要

| (人民币, 百万) | 2013 年中报 | 2014 年中报 | 同比变动 (%) |
|-----------------|----------|----------|----------|
| 一、营业总收入 | 2,576.5 | 2,834.0 | 10.0 |
| 营业收入 | 2,576.5 | 2,834.0 | 10.0 |
| 二、营业总成本 | 2,439.4 | 2,643.2 | 8.4 |
| 营业成本 | 1,763.6 | 1,873.1 | 6.2 |
| 营业税金及附加 | 23.5 | 27.6 | 17.5 |
| 销售费用 | 73.0 | 81.9 | 12.3 |
| 管理费用 | 235.2 | 259.3 | 10.2 |
| 财务费用 | 336.9 | 384.8 | 14.2 |
| 资产减值损失 | 7.1 | 16.5 | 131.0 |
| 三、其他经营收益 | (1.9) | (2.5) | 30.4 |
| 公允价值变动净收益 | | | |
| 投资净收益 | (1.9) | (2.5) | 30.4 |
| 汇兑净收益 | | | |
| 四、营业利润 | 135.1 | 188.3 | 39.3 |
| 加: 营业外收入 | 8.3 | 14.7 | 77.6 |
| 减: 营业外支出 | 1.9 | 5.2 | 176.6 |
| 五、利润总额 | 141.5 | 197.8 | 39.8 |
| 减: 所得税 | 45.4 | 65.3 | 43.9 |
| 加: 未确认的投资损失 | | | |
| 六、净利润 | 96.2 | 132.5 | 37.8 |
| 减: 少数股东损益 | 14.8 | 1.3 | (90.9) |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 81.4 | 131.2 | 61.2 |
| 七、每股收益: | | | |
| (一) 基本每股收益(元) | 0.09 | 0.15 | 61.2 |
| (二) 稀释每股收益(元) | 0.09 | 0.15 | 61.2 |
| 主要指标(%) | | | |
| 营业利润率 | 31.5 | 33.9 | |
| 息税前利润率 | 5.2 | 6.6 | |
| 净利润率 | 3.2 | 4.6 | |

资料来源: 公司数据、中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销售收入 | 5,103 | 5,210 | 5,961 | 6,689 | 7,362 |
| 销售成本 | (3,385) | (3,575) | (3,916) | (4,285) | (4,682) |
| 经营费用 | 12 | (5) | (62) | (79) | (108) |
| 息税折旧前利润 | 1,731 | 1,629 | 1,983 | 2,325 | 2,572 |
| 折旧及摊销 | (723) | (721) | (737) | (817) | (878) |
| 经营利润(息税前利润) | 1,008 | 908 | 1,246 | 1,508 | 1,694 |
| 净利息收入/(费用) | (717) | (659) | (684) | (594) | (551) |
| 其他收益/(损失) | 82 | 194 | 20 | 11 | 4 |
| 税前利润 | 372 | 443 | 582 | 925 | 1,147 |
| 所得税 | (89) | (109) | (134) | (213) | (264) |
| 少数股东权益 | (9) | (14) | 22 | 36 | 44 |
| 净利润 | 274 | 319 | 470 | 748 | 929 |
| 核心净利润 | 228 | 224 | 486 | 770 | 956 |
| 每股收益(人民币) | 0.314 | 0.366 | 0.539 | 0.857 | 1.064 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.261 | 0.257 | 0.557 | 0.882 | 1.096 |
| 每股股息(人民币) | 0.150 | 0.131 | 0.120 | 0.100 | 0.100 |
| 收入增长(%) | 1 | 2 | 14 | 12 | 10 |
| 息税前利润增长(%) | (11) | (10) | 37 | 21 | 12 |
| 息税折旧前利润增长(%) | (10) | (6) | 22 | 17 | 11 |
| 每股收益增长(%) | (6) | 16 | 47 | 59 | 24 |
| 核心每股收益增长(%) | (12) | (2) | 116 | 58 | 24 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------|---------|---------|-------|---------|---------|
| 税前利润 | 372 | 443 | 582 | 925 | 1,147 |
| 折旧与摊销 | 723 | 721 | 737 | 817 | 878 |
| 净利息费用 | 717 | 659 | 684 | 594 | 551 |
| 运营资本变动 | (561) | (264) | (5) | (360) | (349) |
| 税金 | (89) | (109) | (134) | (213) | (264) |
| 其他经营现金流 | (34) | (24) | (40) | (40) | (41) |
| 经营活动产生的现金流 | 1,129 | 1,426 | 1,825 | 1,724 | 1,922 |
| 购买固定资产净值 | (984) | (1,315) | (200) | (200) | (200) |
| 投资减少/增加 | (383) | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 36 | (195) | (560) | 40 | 40 |
| 投资活动产生的现金流 | (1,331) | (1,507) | (760) | (160) | (160) |
| 净增权益 | 2 | 0 | 1,200 | 0 | 0 |
| 净增债务 | 1,407 | 998 | 500 | (1,500) | (1,000) |
| 支付股息 | (139) | (131) | (115) | (105) | (87) |
| 其他融资现金流 | (391) | (596) | (694) | (612) | (551) |
| 融资活动产生的现金流 | 878 | 271 | 891 | (2,216) | (1,638) |
| 现金变动 | 676 | 189 | 1,956 | (652) | 124 |
| 期初现金 | 1,111 | 1,782 | 1,841 | 3,861 | 3,209 |
| 公司自由现金流 | (224) | (89) | 1,080 | 1,594 | 1,786 |
| 权益自由现金流 | 487 | 232 | 880 | (530) | 211 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物 | 2,121 | 2,061 | 3,523 | 2,941 | 3,131 |
| 应收帐款 | 2,493 | 2,744 | 2,563 | 2,935 | 3,208 |
| 库存 | 1,691 | 1,627 | 1,858 | 2,041 | 2,194 |
| 其他流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动资产总计 | 6,305 | 6,432 | 7,945 | 7,917 | 8,533 |
| 固定资产 | 11,275 | 11,818 | 11,281 | 10,664 | 9,986 |
| 无形资产 | 802 | 870 | 870 | 870 | 870 |
| 其他长期资产 | 130 | 110 | 110 | 110 | 110 |
| 长期资产总计 | 12,207 | 12,798 | 12,261 | 11,644 | 10,966 |
| 总资产 | 18,512 | 19,230 | 20,206 | 19,561 | 19,499 |
| 应付帐款 | 1,059 | 991 | 1,030 | 1,218 | 1,287 |
| 短期债务 | 6,197 | 7,288 | 8,788 | 7,788 | 7,288 |
| 其他流动负债 | 1,904 | 1,019 | 1,015 | 1,003 | 1,010 |
| 流动负债总计 | 9,160 | 9,298 | 10,833 | 10,010 | 9,584 |
| 长期借款 | 5,129 | 5,865 | 4,865 | 4,365 | 3,865 |
| 其他长期负债 | 410 | 279 | 280 | 281 | 282 |
| 股本 | 873 | 873 | 873 | 873 | 873 |
| 储备 | 2,765 | 2,832 | 3,262 | 3,923 | 4,763 |
| 股东权益 | 3,638 | 3,705 | 4,135 | 4,796 | 5,636 |
| 少数股东权益 | 175 | 83 | 93 | 108 | 127 |
| 总负债及权益 | 18,512 | 19,230 | 20,206 | 19,561 | 19,499 |
| 每股帐面价值(人民币) | 4.17 | 4.25 | 4.74 | 5.50 | 6.46 |
| 每股有形资产(人民币) | 3.25 | 3.25 | 3.74 | 4.50 | 5.46 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | 10.55 | 12.71 | 11.61 | 10.56 | 9.19 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

| 年结日: 12月31日 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 息税折旧前利润率(%) | 33.9 | 31.3 | 33.3 | 34.8 | 34.9 |
| 息税前利润率(%) | 19.8 | 17.4 | 20.9 | 22.5 | 23.0 |
| 税前利润率(%) | 7.3 | 8.5 | 9.8 | 13.8 | 15.6 |
| 净利率(%) | 5.4 | 6.1 | 7.9 | 11.2 | 12.6 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 0.9 |
| 利息覆盖率(倍) | 1.4 | 1.3 | 1.8 | 2.4 | 2.9 |
| 净权益负债率(%) | 241.4 | 292.8 | 239.6 | 187.8 | 139.1 |
| 速动比率(倍) | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.7 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 29.0 | 24.9 | 16.9 | 10.6 | 8.6 |
| 核心业务市盈率(倍) | 34.9 | 35.5 | 16.4 | 10.3 | 8.3 |
| 目标价对应核心业务市盈率(倍) | 49.2 | 50.0 | 23.1 | 14.6 | 11.7 |
| 盈率(倍) | | | | | |
| 市净率(倍) | 2.2 | 2.1 | 1.9 | 1.7 | 1.4 |
| 价格/现金流(倍) | 7.1 | 5.6 | 4.4 | 4.6 | 4.1 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 10.0 | 11.7 | 9.1 | 7.4 | 6.2 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 172.8 | 169.4 | 162.4 | 166.1 | 165.1 |
| 应收帐款周转天数 | 155.7 | 183.5 | 162.5 | 150.0 | 152.3 |
| 应付帐款周转天数 | 60.9 | 71.8 | 61.9 | 61.3 | 62.1 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 47.8 | 35.9 | 22.3 | 11.7 | 9.4 |
| 净资产收益率(%) | 7.7 | 8.7 | 12.0 | 16.7 | 17.8 |
| 资产收益率(%) | 4.5 | 3.6 | 4.9 | 5.8 | 6.7 |
| 已运用资本收益率(%) | 7.1 | 5.8 | 7.3 | 8.8 | 10.1 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它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，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任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有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任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。

中银国际证券有限责任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。中银国际证券有限责任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。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，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士，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，中银国际证券有限责任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有限责任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。中银国际证券有限责任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有限责任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。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

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
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

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

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
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) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371