

600176.SH

买入

原评级: 买入

市场价格:人民币 16.70

板块评级:中性

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(5.2)	0.2	6.9	45.3
相对上证指数	(3.6)	2.8	8.9	45.1

发行股数(百万)	4,003
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	66,852
3 个月日均交易额(人民币 百万)	1,182
净负债比率(%)(2021E)	净现金
主要股东(%)	
中国建材股份有限公司	27

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以 2021 年 8 月 17 日收市价为标准

相关研究报告

《中国巨石：产能优势仍在，静待产品价格反转》20191024

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

化工：化学制品

证券分析师： 余斯杰
(8621)20328217
sijie.yu@bocichina.com.cn
证券投资咨询业务证书编号：S1300520060001

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

中国巨石

景气持续，二季度营收与利润均创历史新高

公司发布 2021 年中报，上半年公司营收 85.6 亿元，同增 75.0%；归母净利 26.0 亿，同增 240.7%；EPS0.65 元/股。上半年玻纤行业景气度基本得到持续，量价齐升，成本下降，看好公司长期发展。

支撑评级的要点

- **行业景气持续，量价齐升：**受益于去年四季度以来的超高景气度，报告期内，实现玻纤粗纱及制品销量 110.19 万吨，同比增长 34%；受益于二季度电子布新项目投产，上半年电子布销量约 2.22 亿米，同比增长约 80%，行业高度景气，公司产品量价齐升是上半年业绩高速增长的最主要推动力。在景气支撑下，公司的营收、净利、现金等指标均保持强势。
- **降本继续，净利率超 30%：**随着智能产线陆续投产，巨石的智能制造水平进一步提高，自动化生产、机器换人和数字化工厂的建设再次降低了中国巨石的单吨成本。叠加上半年产品价格的持续上升与产品结构的调整，二季度巨石的综合毛利率达到 49.5%，综合净利率达到 33.9%。同时公司的期间费用率进一步降低，运营效率提高。
- **首次实施超额利润分享的中长期激励机制，业绩增长增添动力：**我们认为超额利润分享计划使员工中长期利益与公司利润增长保持一致，能够发挥促进作用。除了设置利润分享奖励外，公司还设置了利润下降扣减，亏损、事故、弄虚作假等直接终止激励计划的惩罚措施，为公司经营守住了底线，也为投资者投资增添了信心。

估值

- 公司业绩表现符合预期，我们小幅调整盈利预测。预计 2021-2023 年公司收入为 163.0、170.5、204.0 亿元；归母净利分别为 50.4、46.8、62.1 亿元；EPS 分别为 1.26、1.17、1.55 元。维持公司**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 玻纤产能超预期投放，海外疫情反复拖累需求，需求下滑。

投资摘要

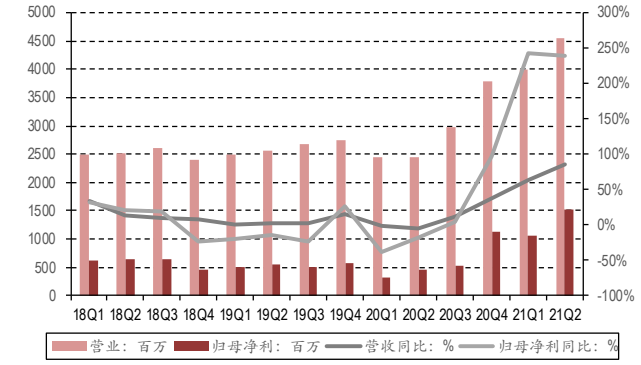
年结日：12 月 31 日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	10,493	11,666	16,298	17,051	20,401
变动(%)	5	11	40	5	20
净利润(人民币 百万)	2,129	2,416	5,042	4,684	6,210
全面摊薄每股收益(人民币)	0.532	0.604	1.260	1.170	1.551
变动(%)	(10.3)	13.5	108.7	(7.1)	32.6
市场预期每股收益(人民币)			1.180	1.350	1.490
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.252	1.170	1.551
调整幅度(%)			0.6	0.0	0.0
全面摊薄市盈率(倍)	31.4	27.7	13.3	14.3	10.8
价格/每股现金流量(倍)	(33.3)	127.8	11.4	10.5	7.3
每股现金流量(人民币)	(0.50)	0.13	1.46	1.59	2.30
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.0	12.7	6.8	7.0	5.7
每股股息(人民币)	0.22	0.20	0.43	0.40	0.53
股息率(%)	1.3	1.2	2.6	2.4	3.2

资料来源：公司公告，中银证券预测

一、行业景气持续，Q2 营收与利润均创历史新高

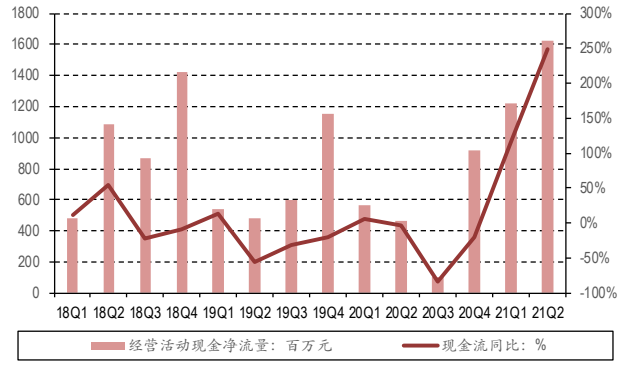
公司发布 2021 年中报，上半年公司营收 85.6 亿元，同增 75%；归母净利 26.0 亿，同增 240.7%；EPS0.65 元/股。上半年玻纤行业景气度基本得到持续，量价齐升，成本下降，看好公司长期发展。单二季度，公司营收 45.64 亿元，同增 86.34%，归母净利 15.34 亿元，同增 238.72%，归母净利润超预期，超过业绩预告上限。Q2 经营活动现金净流量 16.24 亿元，同增 249.6%，现金流继续优异表现。

图表 1. 公司营收与利润再创单季新高



资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 公司现金流继续优异表现



资料来源：公司公告，中银证券

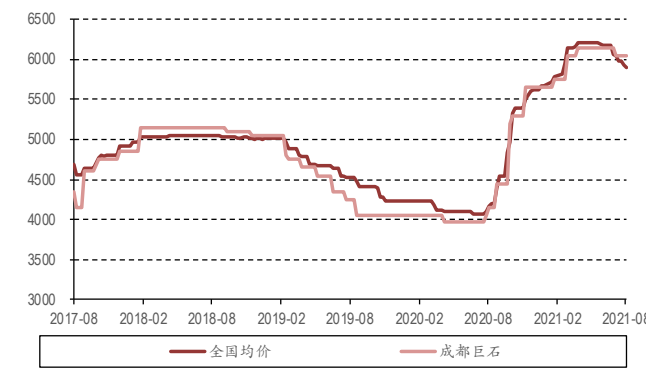
二、景气持续，量价齐升

行业景气持续，量价齐升：受益于去年四季度以来的超高景气度，报告期内，实现玻纤粗纱及制品销量 110.19 万吨，同比增长 34%；受益于二季度电子布新项目投产，上半年电子布销量约 2.22 亿米，同比增长约 80%。粗细纱销量均实现较大幅度的同比上升，且均价也有大幅提升，根据卓创资讯数据，二季度中国巨石粗纱价格保持高位，均价达到 6000 元，电子布均价约 8.8 元每米，均处于历史高位。行业高度景气，公司产品量价齐升是上半年业绩高速增长的最主要推动力。

汽车、智能制造、工业制造是需求景气的主要原因：上半年，行业需求维持高增长，粗纱、合股纱、短切原丝等玻璃纤维及其制品受益于汽车等交通工具需求的恢复、汽车轻量化的持续推进、工业生产制造的恢复；下游 PCB 板需求的持续增长，5G、智能家居、智能制造、智能汽车用板，带动了电子布产品的需求。电子布与粗纱的景气共振是公司业绩增长的重要原因。

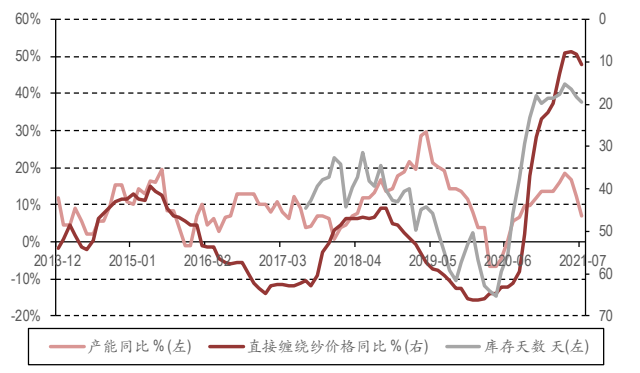
需求增速高于供给增速，景气或能维持。我们预计今年与明年玻纤行业的需求将分别有 11.7%与 8.5%的增速。在中性假设下，玻纤行业今明两年供给增速约为 8.7%与 5.9%，低于需求增速我们认为玻纤行业景气或能维持。

图表 3. 二季度玻纤均价维持高水平



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 4. 行业依然保持高度景气

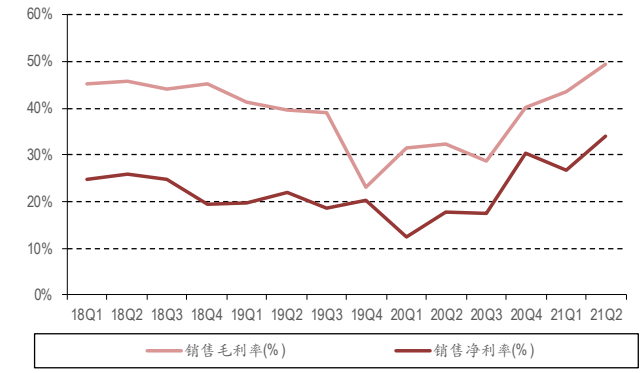


资料来源：卓创资讯，中银证券

三、降本继续，净利率超 30%

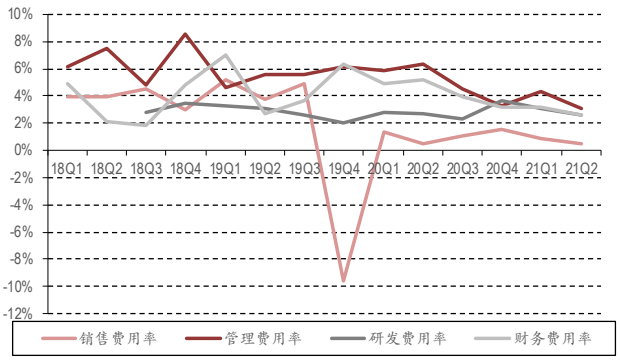
智能制造基地产能达标，智能制造优势进一步发挥，毛利净利率均上升：目前，中国巨石总部拥有三条智能制造产线、两条智能电子产线，巨石程度拥有两条智能制造基地。随着第三条年产 15 万吨粗纱生产线和第二条年产 6 万吨细纱暨 3 亿米电子布生产线实现提前点火并达产达标，中国巨石的智能制造水平进一步提高，自动化生产、机器换人和数字化工厂的建设再次降低了中国巨石的单吨成本。叠加上半年产品价格的持续上升与产品结构的调整，二季度巨石的综合毛利率达到 49.5%，综合净利率达到 33.9%。同时公司的期间费用率进一步降低，运营效率提高。

图表 5. 二季度毛利率达到 49.5%，净利率 33.9%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 二季度期间费用进一步降低



资料来源：万得，中银证券

四、新建与技改并进，海外与国内并进，产能扩张再进一步

埃及基地计划新建 12 万吨池窑产线，海外战略再进一步：巨石随年中报同时公告埃及基地新建池窑产线与总部基地技改计划。其中埃及基地计划投资建设一条年产 12 万吨玻纤池窑产线以满足日益增长的欧洲、中东等地区的玻纤需求，项目建设周期 1.5 年，计划投入 3.35 亿美元，预计建成后，每年可实现销售收入 11,536.80 万美元，年平均利润总额 4,984.11 万美元。埃及基地目前拥有产能 20 万吨，是中国巨石海外战略最成功的项目，我们认为埃及基地产能规模扩大后可以进一步优化产品结构，进一步发挥规模效应，提高公司在欧洲与中东市场的竞争力。

图表 7. 中国巨石在建或冷修产能情况

基地	名称	产品	预计产能	备注	点火日期	冷修时间
桐乡	1 线	无碱纱	10.0	冷修技改	2004-09	2021-08
桐乡	6 线	无碱纱/环保废丝	5.0	冷修技改	2010-05	2021-03
桐乡	智能 4 线	短切原丝	15.0	新建产能		
桐乡	智能电子 3 线	电子纱	10.0	新建产能		
埃及	1 线	无碱纱	12.0	冷修技改	2013-12	2021-03
埃及	4 线	无碱纱	12.0	新建产能		

资料来源：卓创资讯，公司公告，中银证券

总部产能技改计划，进一步扩大智能制造优势：巨石公布总部 8 万吨改 10 万吨池窑智能制造技改项目，项目建设周期 1 年，总投资 3.98 亿元人民币，预计每年可实现销售收入 55,000 万元，年平均利润总额 16,985.28 万元。本次技改将采用最新的窑炉技术、智能制造技术，技改完成后，产品单耗及成本将显著下降。我们认为本次技改将进一步提高中国巨石的智能制造水平，提高智能制造产线的比重，提高单线生产效率、能源利用率，提高运营效率，降低综合毛利率和产品不良率，进一步扩大智能制造优势，提高行业竞争力。

五、首次实施超额利润分享的中长期激励机制，业绩增长增添动力

巨石公告超额利润分享计划，业绩增长添动力：超额利润分享的激励对象为与公司签订劳动合同，在该岗位上连续工作 1 年以上，对企业经营业绩和持续发展有直接重要影响的管理、技术、营销、业务等核心骨干人才（不包括董监高及持股 5%以上股东及其亲属）。激励人数不超过公司在岗员工总人数的 30%。公司年度超额利润分享额一般不超过超额利润的 30%，每年实际行权或激励兑现的激励总额不得高于当年税后净利润的 10%。每年度较上一年净利润同比增长 10%以下，按照超额利润的 15%计提超额利润分享额；净利润同比增长 10-20%（含），按照超额利润的 20%计提超额利润分享额；净利润同比增长 20%以上，按照超额利润的 30%计提超额利润分享额；若年度净利润较上一年度同比下降，则本年不计提超额利润分享额。公司采用递延支付形式发放超额利润奖金。

图表 8. 超额利润分享计划内容

项目	内容	
激励对象	与公司签订劳动合同，在该岗位上连续工作 1 年以上，对企业经营业绩和持续发展有直接重要影响的管理、技术、营销、业务等核心骨干人才（不包括董监高及持股 5%以上股东及其亲属）	
激励对象比重	激励人数不超过公司在岗员工总人数的 30%。	
激励数额上限	公司年度超额利润分享额一般不超过超额利润的 30%，每年实际行权或激励兑现的激励总额不得高于当年税后净利润的 10%。	
分享额	**利润增速**	**超额利润计提分享额比例**
	0-10%	15%
	10%-20%	20%
	20%以上	30%
	利润同比下降 50%及以上	扣减超额利润=未兑现部分超额利润*净利润同比下降比例
递延支付比例	年度超额利润分享核算结束后，对于各岗位当年经考核应发的超额利润奖金，第一年兑现奖金总额度的 50%（不高于 50%），第二年兑现 30%，第三年兑现 20%，分三年兑现完毕，滚动管理。	
个人分享所得	【当年该激励对象档级工资×（当年考核评价系数+个人岗位贡献系数）】÷∑【（所有激励对象当年档级工资×(当年考核评价系数+个人岗位贡献系数）】×当年超额利润分享额。	
终止情形	任意一年出现亏损、重大事故、重大安全及质量问题、审计师出具非标审计意见、经营性现金流为负或其他重大负面情形、兑现年度故意违反会计政策或财务制度、弄虚作假等行为、其他	

资料来源：公司公告，中银证券

超额利润分享计划注重中长期，为利润增长添动力，为诚信经营画底线：我们认为超额利润分享计划为鼓励受激励对象的中长期利益，与公司的中长期增长增加直接联系，有利于公司的骨干员工进一步增加凝聚力与向心力，推动公司向前。除了设置利润分享奖励外，公司还设置了利润下降扣减，亏损、事故、弄虚作假等直接终止激励计划的惩罚措施，为公司经营守住了底线，也为投资者投资增添了信心。

图表 9. 2021Q2 业绩摘要表

(人民币，百万)	2020Q2	2021Q2	同比增长(%)
营业收入	2,449.33	4,564.20	86.34
营业税及附加	23.41	46.41	98.27
净营业收入	2,425.92	4,517.80	86.23
营业成本	1,660.13	2,307.25	38.98
销售费用	11.69	24.31	108.06
管理费用	221.53	258.23	16.57
财务费用	126.25	119.42	(5.41)
资产减值损失	(26.38)	(117.94)	(347.17)
营业利润	542.76	1,817.42	234.85
营业外收入	2.13	11.04	417.22
营业外支出	12.17	3.14	(74.23)
利润总额	532.73	1,825.33	242.64
所得税	94.87	277.13	192.12
少数股东损益	(14.90)	14.63	198.20
归属母公司股东净利润	452.75	1,533.57	238.72
扣除非经常性损益的净利润	362.12	1,452.94	301.23
每股收益(元)	0.11	0.38	245.45
扣非后每股收益(元)	0.10	0.41	310.00
毛利率(%)	32.22	49.45	增加 17.23 个百分点
净利率(%)	17.88	33.92	增加 16.04 个百分点
销售费用率(%)	0.48	0.53	增加 0.06 个百分点
管理费用率(%)	9.04	5.66	减少 3.39 个百分点
财务费用率(%)	5.15	2.62	减少 2.54 个百分点

资料来源：万得，中银证券

图表 10. 2021H1 业绩摘要表

(人民币，百万)	2020H1	2021H1	同比增长(%)
营业收入	4,891.59	8,560.34	75.00
营业税及附加	46.11	74.47	61.53
净营业收入	4,845.48	8,485.86	75.13
营业成本	3,335.79	4,564.22	36.83
销售费用	44.99	58.71	30.49
管理费用	433.54	554.47	27.89
财务费用	246.93	245.82	(0.45)
资产减值损失	18.50	(67.22)	(463.37)
营业利润	912.23	3,137.64	243.95
营业外收入	5.51	17.11	210.66
营业外支出	15.99	41.62	160.21
利润总额	901.74	3,113.13	245.24
所得税	162.75	496.27	204.93
少数股东损益	(23.30)	19.84	185.13
归属母公司股东净利润	762.30	2,597.03	240.68
扣除非经常性损益的净利润	692.12	2,512.35	262.99
每股收益(元)	0.19	0.65	242.11
扣非后每股收益(元)	0.20	0.72	260.00
毛利率(%)	31.81	46.68	增加 14.88 个百分点
净利率(%)	15.11	30.57	增加 15.46 个百分点
销售费用率(%)	0.92	0.69	减少 0.23 个百分点
管理费用率(%)	8.86	6.48	减少 2.39 个百分点
财务费用率(%)	5.05	2.87	减少 2.18 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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	**10,493**	**11,666**	**16,298**	**17,051**	**20,401**
销售成本	6,773	7,725	8,180	9,337	10,583
经营费用	726	793	1,630	1,705	2,040
息税折旧前利润	**4,170**	**4,619**	**8,569**	**8,328**	**10,257**
折旧及摊销	1,102	1,274	2,113	2,340	2,534
经营利润 (息税前利润)	**3,068**	**3,345**	**6,456**	**5,988**	**7,723**
净利息收入/(费用)	(515)	(485)	(501)	(458)	(392)
其他收益/(损失)	119	160	120	120	120
税前利润	**2,552**	**2,860**	**5,955**	**5,530**	**7,331**
所得税	424	444	912	846	1,121
少数股东权益	(15)	(6)	128	113	144
净利润	**2,129**	**2,416**	**5,042**	**4,684**	**6,210**
核心净利润	**2,010**	**2,256**	**4,923**	**4,564**	**6,090**
每股收益 (人民币)	0.532	0.604	1.260	1.170	1.551
核心每股收益 (人民币)	0.502	0.564	1.230	1.140	1.521
每股股息 (人民币)	0.219	0.197	0.430	0.400	0.530
收入增长(%)	5	11	40	5	20
息税前利润增长(%)	(3)	9	93	(7)	29
息税折旧前利润增长(%)	0	11	86	(3)	23
每股收益增长(%)	(10)	13	109	(7)	33
核心每股收益增长(%)	(16)	12	118	(7)	33

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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	5,047	6,803	9,795	13,341	18,902
应收帐款	1,496	2,239	3,114	3,243	3,867
库存	2,070	1,580	2,205	2,297	2,743
其他流动资产	440	332	332	332	332
流动资产总计	**9,053**	**10,955**	**15,447**	**19,213**	**25,845**
固定资产	19,553	20,815	21,504	22,137	21,575
无形资产	803	783	757	731	705
其他长期资产	4,093	4,033	3,282	3,355	2,927
长期资产总计	**24,449**	**25,631**	**25,543**	**26,223**	**25,206**
总资产	**33,502**	**36,586**	**40,989**	**45,436**	**51,051**
应付帐款	2,411	2,175	2,299	2,616	2,958
短期债务	6,611	4,201	4,201	4,201	4,201
其他流动负债	2,548	5,023	5,323	5,708	6,106
流动负债总计	**11,569**	**11,399**	**11,823**	**12,525**	**13,266**
长期借款	3,149	4,430	4,430	4,430	4,430
其他长期负债	2,704	2,410	2,725	3,074	3,451
股本	3,502	3,502	3,502	3,502	3,502
储备	12,578	14,844	18,508	21,904	26,402
股东权益	**16,081**	**18,346**	**22,011**	**25,407**	**29,904**
少数股东权益	434	910	1,038	1,151	1,295
总负债及权益	**33,502**	**36,586**	**40,989**	**45,436**	**51,051**
每股帐面价值 (人民币)	3.91	4.36	5.99	6.93	8.17
每股有形资产 (人民币)	8.01	8.79	11.31	12.59	14.20
每股净负债/(现金)(人民币)	1.85	1.06	0.45	(0.47)	(1.95)

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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	2,552	2,860	5,955	5,530	7,331
折旧与摊销	1,102	1,274	2,113	2,340	2,534
净利息费用	515	485	501	458	392
运营资本变动	(1,033)	287	1,076	(482)	331
税金	548	468	513	337	611
其他经营现金流	(2,982)	(2,748)	(1,105)	(844)	(1,333)
经营活动产生的现金流	**2,769**	**2,052**	**6,902**	**8,302**	**9,203**
购买固定资产净值	4,907	1,483	2,025	3,020	1,517
投资减少/增加	(108)	(18)	(110)	(110)	(110)
其他投资现金流	21	(64)	124	174	242
投资活动产生的现金流	**(4,778)**	**(1,528)**	**(1,791)**	**(2,737)**	**(1,165)**
净增权益	18	(206)	0	0	0
净增债务	2,237	(177)	0	0	0
支付股息	876	788	1,506	1,401	1,856
其他融资现金流	650	1,079	(613)	(619)	(621)
融资活动产生的现金流	**2,029**	**(91)**	**(2,119)**	**(2,019)**	**(2,478)**
现金变动	(43)	421	2,992	3,546	5,560
期初现金	1,473	5,047	6,803	9,795	13,341
公司自由现金流	(2,010)	523	5,111	5,566	8,038
权益自由现金流	877	1,426	4,498	4,947	7,417

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率 (%)

年结日：12 月 31 日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	39.7	39.6	52.6	48.8	50.3
息税前利润率(%)	29.2	28.7	39.6	35.1	37.9
税前利润率(%)	24.3	24.5	36.5	32.4	35.9
净利率(%)	20.1	20.7	31.7	28.1	31.1
流动性					
流动比率(倍)	0.8	1.0	1.3	1.5	1.9
利息覆盖率(倍)	8.1	9.5	17.1	18.2	26.2
净权益负债率(%)	46.1	23.1	7.1	(6.4)	(22.8)
速动比率(倍)	0.6	0.8	1.1	1.4	1.7
估值					
市盈率 (倍)	31.4	27.7	13.3	14.3	10.8
核心业务市盈率(倍)	33.3	29.6	13.6	14.6	11.0
市净率 (倍)	4.3	3.8	2.8	2.4	2.0
价格/现金流 (倍)	(33.3)	127.8	11.4	10.5	7.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.0	12.7	6.8	7.0	5.7
周转率					
存货周转天数	72.0	49.4	49.4	49.2	49.1
应收帐款周转天数	52.0	70.1	69.7	69.4	69.2
应付帐款周转天数	129.9	102.7	102.6	102.3	102.0
回报率					
股息支付率(%)	41.1	32.6	34.1	34.2	34.2
净资产收益率 (%)	13.1	13.1	23.5	18.9	21.2
资产收益率 (%)	6.3	6.6	12.6	10.6	12.4
已运用资本收益率(%)	9.0	9.6	16.4	13.7	15.6

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刊载或转发的，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