

5 月金股组合

股票代码	股票名称
002352.SZ	顺丰控股
1519.HK	极兔速递-W
603181.SH	皇马科技
300014.SZ	亿纬锂能
688198.SH	佰仁医疗
000524.SZ	岭南控股
600519.SH	贵州茅台
9660.HK	地平线机器人-W
688519.SH	南亚新材
301236.SZ	软通动力

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	3380.48	0.38
深证成指	10249.17	0.77
沪深 300	3898.17	0.54
中小 100	6407.58	1.20
创业板指	2048.46	0.77

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
美容护理	2.50	国防军工	(0.50)
综合	2.12	煤炭	(0.33)
传媒	1.98	钢铁	(0.13)
家用电器	1.66	房地产	(0.11)
医药生物	1.64	建筑材料	0.07

资料来源：万得，中银证券

中银晨会聚焦-20250521

■重点关注

【电力设备】电新行业 2024 年年报与 2025 年一季报综述*武佳雄 李扬 顾真。电力设备与新能源行业 2024 年营收和归母净利润均同比下降；2025 年电新行业需求保持较高景气度，一季度报表端盈利呈现修复，但压力仍在，随着产能逐步出清，行业有望迎来反转。

【电子】雅克科技*余嫻嫻 范琦岩。公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营收 68.62 亿元，同比+44.84%；实现归母净利润 8.72 亿元，同比+50.41%；其中 24Q4 实现营收 18.63 亿元，同比+55.78%，环比+6.93%；实现归母净利润 1.23 亿元，同比+24.21%，环比-46.42%。公司发布 2025 年一季报，25Q1 实现营收 21.18 亿元，同比+30.88%，环比+13.67%；实现归母净利润 2.60 亿元，同比+5.85%，环比+111.92%。公司拟向全体股东每 10 股派发 2.6 元（含税）的现金分红。

【基础化工】蓝晓科技*余嫻嫻 范琦岩。公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营收 25.54 亿元，同比+2.62%；实现归母净利润 7.87 亿元，同比+9.79%；其中 24Q4 实现营收 6.62 亿元，同比-27.40%，环比+10.89%；实现归母净利润 1.91 亿元，同比-4.04%，环比-0.79%。公司发布 2025 年一季报，25Q1 实现营收 5.77 亿元，同比-8.58%，环比-12.91%；实现归母净利润 1.93 亿元，同比+14.18%，环比+1.22%。公司拟向全体股东每 10 股派发 6.00 元（含税）的现金分红。

【基础化工】百龙创园*余嫻嫻。公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年实现营业总收入 11.52 亿元，同比增长 32.64%；归母净利润 2.46 亿元，同比增长 27.26%；扣非归母净利润 2.31 亿元，同比增长 31.72%。其中，第四季度营收 3.31 亿元，同比增长 54.46%，环比增长 14.61%；归母净利润 0.63 亿元，同比增长 21.97%，环比降低 0.04%。2025 年一季度公司营收 3.13 亿元，同比增长 24.27%；归母净利润 0.81 亿元，同比增长 52.06%。看好公司在功能糖优质赛道的良好成长性。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

产品组

证券分析师：王军

(8621)20328310

jun.wang_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

重点关注

【电力设备】电新行业 2024 年年报与 2025 年一季报综述—盈利逐步修复，行业有望迎来反转

武佳雄 李扬 顾真

电力设备与新能源行业 2024 年营收和归母净利润均同比下降；2025 年电新行业需求保持较高景气度，一季度报表端盈利呈现修复，但压力仍在，随着产能逐步出清，行业有望迎来反转。

2024 年全行业营收同比减少 3.69%，归母净利润同比下降 44.66%：2024 年电力设备与新能源行业营业总收入 49,934.98 亿元，同比减少 3.69%，实现归属上市公司股东净利润 2,086.33 亿元，同比下降 44.66%。

2024 年全行业盈利能力有所承压：2024 年全行业平均毛利率为 18.88%，同比下降 2.29 个百分点；净利率 5.04%，同比下降 3.46 个百分点。新能源汽车板块平均毛利率 19.06%，同比下降 1.50 个百分点，平均净利率为 6.02%，同比下降 1.98 个百分点；新能源发电板块平均毛利率 17.42%，同比下降 3.44 个百分点，净利率 3.60%，同比下降 5.19 个百分点；电力设备板块平均毛利率 26.54%，同比提升 0.06 个百分点，平均净利率 8.88%，同比下降 0.24 个百分点。

经营现金流呈现下降，电力设备板块表现较好：2024 年全行业经营现金净流入 7,429.27 亿元，同比下降 10.63%。其中，新能源汽车板块经营现金净流入 3,125.98 亿元，同比下降 17.84%；新能源发电板块净流入 3,662.88 亿元，同比下降 8.70%；电力设备板块经营现金净流入 640.41 亿元，同比增长 29.20%。

2025 年一季度盈利压力仍在：2024 年一季度全行业实现盈利 679.87 亿元，同比增长 12.25%。其中新能源汽车板块实现盈利 332.27 亿元，同比增长 75.48%；新能源发电板块实现盈利 266.15 亿元，同比下降 23.46%；电力设备板块实现盈利 81.45 亿元，同比增长 18.77%。盈利能力方面，全行业平均毛利率同比下降 0.98 个百分点至 19.50%，净利率同比增长 0.19 个百分点至 7.25%。

风险提示：价格竞争超预期；原材料价格波动；投资增速下滑；政策不达预期。

【电子】雅克科技—业绩稳健增长，电子材料业务持续开拓

余嫻嫻 范琦岩

公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营收 68.62 亿元，同比+44.84%；实现归母净利润 8.72 亿元，同比+50.41%；其中 24Q4 实现营收 18.63 亿元，同比+55.78%，环比+6.93%；实现归母净利润 1.23 亿元，同比+24.21%，环比-46.42%。公司发布 2025 年一季报，25Q1 实现营收 21.18 亿元，同比+30.88%，环比+13.67%；实现归母净利润 2.60 亿元，同比+5.85%，环比+111.92%。公司拟向全体股东每 10 股派发 2.6 元（含税）的现金分红。

支撑评级的要点

公司业绩稳健增长。2024 年公司以电子材料业务为核心，以 LNG 保温绝热板材业务为补充，业绩实现稳健增长。2024 年公司毛利率为 31.59%（同比+0.26pct），净利率为 12.27%（同比-0.40pct），期间费用率为 14.81%（同比-0.61pct），其中销售费用率为 4.23%（同比+0.98pct），主要原因为半导体材料和 LNG 保温复合材料业务为拓展国内外新客户以及增加供应品种发生较多的认证测试和样品费用。公司在建项目陆续建成后转为固定资产，截至 2024 年末公司固定资产为 42.57 亿元（同比+14.74%），在建工程为 12.06 亿元（同比-10.05%），短期内折旧摊销费用或对公司盈利能力产生一定影响。25Q1 公司毛利率为 28.50%（同比-2.00pct，环比+0.38pct），净利率为 12.65%（同比-2.83pct，环比+7.91pct）。

公司电子材料板块持续开拓。2024 年公司前驱体业务实现收入 19.54 亿元（同比+71.79%），毛利率为 41.14%（同比-9.02pct）。根据 2024 年年报，公司前驱体业务已实现 12 寸晶圆客户端全覆盖，在此基础上，公司深耕市场和客户新需求，持续加大研发投入，丰富半导体前驱体产品种类，同时通过市场拓展，不断扩大新产品的市占率；2024 年新品测试推进顺利，江苏先科宜兴工厂相关产品已陆续开始量产供应。2024 年公司光刻胶业务实现收入 15.35 亿元（同比+17.72%），毛利率为 22.59%（同比+3.12pct）。根据 2024 年年报，公司客户涵盖京东方、华星光电、惠科、天马、LG Display 等头部显示面板厂，2024 年公司有数十种光刻胶新品在头部客户测试，江苏先科正性 TFT 光刻胶、RGB 彩色光刻胶、OC/PS 光刻胶等产品均陆续实现量产和客户交付，进一步奠定公司在显示面板用光刻胶行业内的领先地位。此外，根据 2024 年年报，2024 年公司电子特气六氟化硫销量、营收均获突破，四氟化碳销量持续增加，市场拓展顺利，并成功开发新客户等，市占率进一步扩大；华飞电子半导体封装填充料及电子粉体材料业务随着半导体市场行情逐步复苏，收入同比上涨；LDS 产品国内市占率持续领先，销售业绩大幅增长；公司通过收购韩国 SKC 集团下 SKC-ENF Electronic Materials Limited 的 75.1% 股权，从而控制其下的南通子公司，南通子公司主要从事半导体湿化学品显影液、蚀刻液和稀释剂的生产和销售，产品质量在行业内处于领先水平，2024 年国内市占率显著提升。

LNG 保温绝热板材销售业绩保持增长。2024 年公司 LNG 保温绝热板材业务实现收入 16.35 亿元（同比+89.18%），毛利率为 31.08%（同比-4.46pct）。根据 2024 年年报，受益于下游大型 LNG 运输船舶需求的快速增长以及陆地大型储运设施的增多，LNG 储运装备制造企业对保温材料的需求不断增长，公司 LNG 保温绝热板材业务材料订单和工程安装订单数量大幅增加。2024 年公司取得了 FLEX+380mm 厚度泡沫板、210mm+290mm 厚度 HFC+HFO 发泡泡沫板、FLEX+平板等新产品的 GTT 认证，RSB、FSB 次屏蔽层关键材料已批量小规模生产，RSB 新配方产品小试送样测试顺利；公司在完成并交付前期订单的同时，也与下游船东和陆上储罐制造商保持着密切的友好关系，为板材销售以及获取未来工程施工项目打下坚实基础。

评级面临的主要风险

研发进度不及预期，半导体行情波动，汇率大幅波动风险。

【基础化工】蓝晓科技—吸附材料需求旺盛，基本仓业务稳定增长

余嫒嫒 范琦岩

公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营收 25.54 亿元，同比+2.62%；实现归母净利润 7.87 亿元，同比+9.79%；其中 24Q4 实现营收 6.62 亿元，同比-27.40%，环比+10.89%；实现归母净利润 1.91 亿元，同比-4.04%，环比-0.79%。公司发布 2025 年一季报，25Q1 实现营收 5.77 亿元，同比-8.58%，环比-12.91%；实现归母净利润 1.93 亿元，同比+14.18%，环比+1.22%。公司拟向全体股东每 10 股派发 6.00 元（含税）的现金分红。

支撑评级的要点

公司业绩稳健增长。2024 年公司营收及归母净利润创历史新高，主要原因为生命科学、金属资源、水处理、化工与工业催化等领域相关产品需求旺盛，公司产品产销量同步增长。2024 年公司毛利率为 49.47%（同比+0.81pct），净利率为 31.11%（同比+2.12pct），期间费用率为 13.53%（同比+0.50pct），其中财务费用率为-0.37%（同比+0.44pct），主要系 2024 年汇兑收益减少所致。25Q1 公司毛利率为 50.79%（同比+5.37pct，环比-1.03pct），净利率为 33.90%（同比+6.78pct，环比+4.89pct）。分业务来看，根据公司 2024 年年报，2024 年公司盐湖提锂大项目收入为 0.99 亿元（同比-80.96%），这与锂资源行业的周期性景气度和项目执行进度有关；基础业务收入为 24.55 亿元（同比+24.71%），该业务连续多年稳定增长，表明公司业务底盘稳健、成长动能明显。

吸附材料产销量同比增长，多肽载体拉动生科增长，超纯水等板块持续放量。2024 年公司吸附材料产销量双增，总产量 6.57 万吨（同比+33.40%），销量 6.37 万吨（同比+33.60%），收入为 19.86 亿元（同比+27.61%），毛利率为 52.85%（同比+1.72pct）。2024 年，公司继续保持吸附材料的根据 2024 年年报，公司吸附材料收入的稳定增长，一方面弥补了由于行业周期性带来的提锂大项目收入下滑，另一方面也在不断提升公司盈利的稳定性和质量。1）金属资源板块：2024 年收入 2.56 亿元（同比+30%），其中金属镓、铈的价格同比上涨，行业景气度较高，石煤提钒工艺流程优化取得重要进展。2）生命科学板块：2024 年收入 5.68 亿元（同比+28%），延续良好增长趋势。近年来凭借 seplife2-CTC 固相合成载体和 sieber 树脂的高等级优质产能和持续稳定供货，公司已成为多肽领域的重要供应商。受益于 GLP-1 多肽类药物良好的市场表现，公司固相合成载体业务快速增长。2024 年公司 ProteinA 亲和填料新增多个客户临床项目，部分三期项目进展良好；离子交换类产品成功导入胰岛素临床二期项目；复合模式填料完成 14 价 HPV 疫苗的中试放大验证。医美胶原蛋白领域，公司与国内多个知名头部企业建立合作并实现商业化供货。此外，公司陆续完成固相载体车间、琼脂糖/葡聚糖车间的扩建，2024 年产能分别达 120t 和 70,000L，同时计划新建 GMP 高等级生产车间及独立的生命科学园区。3）水处理与超纯化板块：2024 年收入 6.88 亿元（同比+34%），公司在高端饮用水市场渗透率持续提升，超纯水领域进一步放量。公司已经与高端饮用水头部客户形成长单合同，超纯水领域业务快速增长，部分重点半导体企业已有实质性订单落地，在面板行业也实现多条新建水线的全线供货。4）化工与催化板块：2024 年收入 2.02 亿元（同比+42%）。化工及催化领域国产替代空间较大，2024 年公司已成功实现在行业龙头企业的双酚 A 催化树脂商业化供货。5）节能环保板块：2024 年收入 1.81 亿元，基本持平。2024 年公司 CO₂ 捕捉吸附剂、VOCs 治理成套设备、有机物污染工业废水治理、重金属污染工业废水资源化治理等产品和技术的销售趋势稳定。

盐湖提锂项目有序推进，海外业务快速增长。根据公司 2024 年年报，截至 2024 年公司已完成及在执行盐湖提锂产业化项目合计碳酸锂/氢氧化锂产能 10 万吨。2025 年以来，国投罗钾项目吸附材料及系统装置于一季度顺利交付，年度重点项目国能矿业结则茶卡项目首条产线试运行顺利。2024 年锂盐价格相对低迷，但盐湖直接提锂技术路线成本优势明显，竞争力较高，已投运项目保持较高生产负荷。2024 年公司实现海外收入 6.55 亿元（同比+45.1%），同比增速高于国内业务。近年来公司在关键海外市场逐步突破，海外市场渗透率逐步提升，海外市场已拓展覆盖到北美、欧洲、亚洲、南美、非洲等地区。2024 年公司在美国设立全资子公司，进一步提高响应效率，为促进业务本地化发展搭建平台。

评级面临的主要风险

项目投产不及预期；吸附材料需求不及预期；行业竞争格局恶化。

【基础化工】百龙创园—成长性凸显，毛利率提升

余嫒嫒

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年实现营业总收入 11.52 亿元，同比增长 32.64%；归母净利润 2.46 亿元，同比增长 27.26%；扣非归母净利润 2.31 亿元，同比增长 31.72%。其中，第四季度营收 3.31 亿元，同比增长 54.46%，环比增长 14.61%；归母净利润 0.63 亿元，同比增长 21.97%，环比降低 0.04%。2025 年一季度公司营收 3.13 亿元，同比增长 24.27%；归母净利润 0.81 亿元，同比增长 52.06%。看好公司在功能糖优质赛道的良好成长性。

支撑评级的要点

2024 年各主要品类营收均保持较高增长，膳食纤维收入增速达 40% 以上。2024 年 5 月公司“年产 30,000 吨可溶性膳食纤维项目”、“年产 15,000 吨结晶糖项目”全面投产，对公司年内产品产能及盈利能力带来积极影响，叠加境内外客户需求增长，2024 年公司收入逐季提升。全年公司营业总收入同比提升 32.64% 至 11.52 亿元，其中第四季度实现营业总收入 3.31 亿元，同比/环比分别增长 54.46%/14.61%。分产品看，2024 年公司膳食纤维、益生元、健康甜味剂产品分别实现收入 6.24 亿元、3.22 亿元、1.56 亿元，分别同比+40.42%、+25.43%、+13.85%，毛利率分别为 41.60%、27.97%、19.04%，分别同比+2.64pct、-0.89pct、-5.36pct。分区域看，2024 年公司境内、境外地区分别实现收入 4.09 亿元、6.98 亿元，同比分别-1.19%、+58.42%，境外收入占比同比提升 11.49pct 至 63.08%。

2025Q1 营收同比高增，业绩增速高于收入。2025 年一季度公司实现营业总收入 3.13 亿元，同比、环比分别+24.27%、-5.42%；归母净利润 0.81 亿元，同比、环比分别+52.06%、+29.22%，业绩增速高于收入。2025 年一季度公司膳食纤维、益生元、健康甜味剂分别实现收入 1.70 亿元、0.86 亿元、0.50 亿元，同比分别+25.40%、+17.27%、+105.31%，健康甜味剂收入实现翻倍增长。

毛利率持续提升。2024 年公司毛利率为 33.65%，同比提升 0.92pct，2025 年一季度公司毛利率同比提升 5.99pct 至 39.74%，我们判断毛利率提升主要来源于：1. 新项目投产减少产线切换成本并实现部分原料自产；2. 产品结构中高附加值产品占比提升。公司 2024 年费用率保持稳健，销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.96%/2.90%/3.86%/-0.68%，分别同比-0.08pct/+0.44pct/+0.11pct/-0.03pct。净利率方面，2024 年公司净利率为 21.33%，同比降低 0.90pct，2025 年一季度公司净利率为 25.99%，同比提升 4.75pct。

立足大健康赛道，项目投建及新品开发推动公司收入、业绩增长。2024 年公司项目顺利投产，实现营收高速增长、盈利能力提升，目前公司在建项目包括“功能糖干燥扩产与综合提升项目”、“泰国大健康新食品原料智慧工厂项目”，建成后有望进一步缓解公司产能压力、增强公司客户服务能力和国际竞争力。此外，公司持续丰富产品结构，2024 年重点推出异麦芽糖醇、结晶果糖等产品并实现量产，看好公司在功能糖领域的高成长性。

评级面临的主要风险

竞争加剧导致毛利率下降；新项目投产进度不及预期；关税风险等。

中银证券研究部

首席经济学家

徐高 S1300519050002 gao.xu@bocichina.com

全球首席经济学家

管涛 S1300520100001 tao.guan@bocichina.com

宏观研究团队

朱启兵 S1300516090001 qibing.zhu@bocichina.com

张晓娇 S1300514010002 xiaojiao.zhang@bocichina.com

刘立品 S1300521080001 lipin.liu@bocichina.com

陈琦 S1300521110003 qi.chen@bocichina.com

固收研究团队

肖成哲 S1300520060005 chengzhe.xiao@bocichina.com

张鹏 S1300520090001 peng.zhang_bj@bocichina.com

策略研究团队

王君 S1300519060003 jun.wang@bocichina.com

徐沛东 S1300518020001 peidong.xu@bocichina.com

郭晓希 S1300521110001 xiaoxi.guo@bocichina.com

徐亚 S1300521070003 ya.xu@bocichina.com

高天然 S1300522100001 tianran.gao@bocichina.com

金融工程研究团队

郭策 S1300522080002 ce.guo@bocichina.com

李腾 S1300522080001 tengli@bocichina.com

宋坤笛 S1300123070004 kundi.song@bocichina.com

杨依晨 S1300123050021 yichen.yang@bocichina.com

郭军 S1300519070001 Jun.guo@bocichina.com

非银金融研究团队

张天愉 S1300521100002 tianyu.zhang@bocichina.com

医药生物研究团队

刘恩阳 S1300523090004 enyang.liu@bocichina.com

电新研究团队

武佳雄 S1300523070001 jiexiong.wu@bocichina.com

李扬 S1300523080002 yang.li@bocichina.com

机械研究团队

陶波 S1300520060002 bo.tao@bocichina.com

曹鸿生 S1300523070002 hongsheng.cao@bocichina.com

化工研究团队

余嫻嫻 S1300517050002 yuanyuan.yu@bocichina.com

徐中良 S1300524050001 zhongliang.xu@bocichina.com

赵泰 S1300123070003 tai.zhao@bocichina.com

食品饮料研究团队

邓天娇 S1300519080002 tianjiao.deng@bocichina.com

社会服务团队

李小民 S1300522090001 xiaomin.li@bocichina.com

宋环翔 S1300524080001 huanxiang.song@bocichina.com

纠泰民 S1300524040001 taimin.jiu@bocichina.com

计算机研究团队

杨思睿 S1300518090001 sirui.yang@bocichina.com

电子研究团队

苏凌瑶 S1300522080003 lingyao.su@bocichina.com

李圣宣 S1300123050020 shengxuan.li@bocichina.com

茅珈恺 S1300123050016 jiakai.mao@bocichina.com

通信研究团队

庄宇 S1300520060004 yu.zhuang@bocichina.com

吕然 S1300521050001 ran.lv@bocichina.com

交通运输研究团队

王靖添 S1300522030004 jingtian.wang@bocichina.com

刘国强 S1300524070002 guoqiang.liu_01@bocichina.com

地产研究团队

夏亦丰 S1300521070005 yifeng.xia@bocichina.com

许佳璐 S1300521110002 jialu.xu@bocichina.com

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）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, 1Lothbury
London EC2R7DB
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
7BryantPark15 楼
NY10018
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