

2011 年 11 月 8 日

A

未有评级

002408.SZ- 人民币 23.82

倪晓曼*

(8621) 2032 8319

xiaoman.ni@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206070221

股价相对指数表现 (A 股)



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现 (A 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对 (%)	6	(13)	(26.6)	-
相对新华富时 A50 指数 (%)	15	(21)	(24.5)	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	650
流通股 (%)	34.3
流通股市值 (人民币 百万)	3,811
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	110
净负债比率 (%)	净现金
主要股东 (%)	
淄博齐翔石油化工集团	62.9

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*王磊为本文的重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

齐翔腾达

丁酮领先的碳四深加工专家

公司专注于碳四资源深加工综合利用, 已形成以甲乙酮为主导, MTBE、异丁烯和叔丁醇等为主要产品组合的产品结构。公司 2011 年前三季度实现销售收入 21.36 亿元, 较上年同期增长 33.3%; 归属于上市公司股东净利润 4.53 亿元, 较上年同期增长 74.3%; 全面摊薄后每股收益 0.97 元。如果 10 万吨丁二烯和 5 万吨稀土顺丁橡胶项目进展顺利, 我们预测未来三年净利润年均复合增长将达到 22.6%。

主要发现

- 公司目前的主要原料来源于齐鲁石化和青岛炼化的炼油及乙烯装置副产的炼厂碳四和混合碳四。先通过甲醇醚化后, 得到 MTBE, 进一步生产异丁烯和叔丁醇等产品; 醚后碳四通过萃取技术分离出正丁烯, 其中部分作为甲乙酮的原料, 另一部分通过氧化脱氢工艺生产丁二烯; 剩余的混合丁烷产品, 返回给炼厂作为乙烯裂解原料。整个工艺流程提高了炼油乙烯联合装置的双烯收率。
- 受年初日本大地震的影响, 甲乙酮供给量大幅缩减, 造成甲乙酮价格大幅波动, 也带来了甲乙酮行业的重新洗牌。随着公司 4 万吨甲乙酮扩建装置三季度顺利达产, 目前公司在淄博和青岛共拥有 14 万吨的甲乙酮产能。在新的供需平衡后, 公司成为世界最大的生产企业和东南亚地区最大的供应商。
- 公司将目光积聚在碳四产业链中附加值较高的丁二烯、顺丁橡胶等产品上, 目前两个项目均在运行过程中, 产能预计将在明年下半年开始逐步释放。

主要风险

- 原料大幅涨价的风险; 募投项目低于预期的风险。

图表 1. 投资摘要 (市场一致预测)

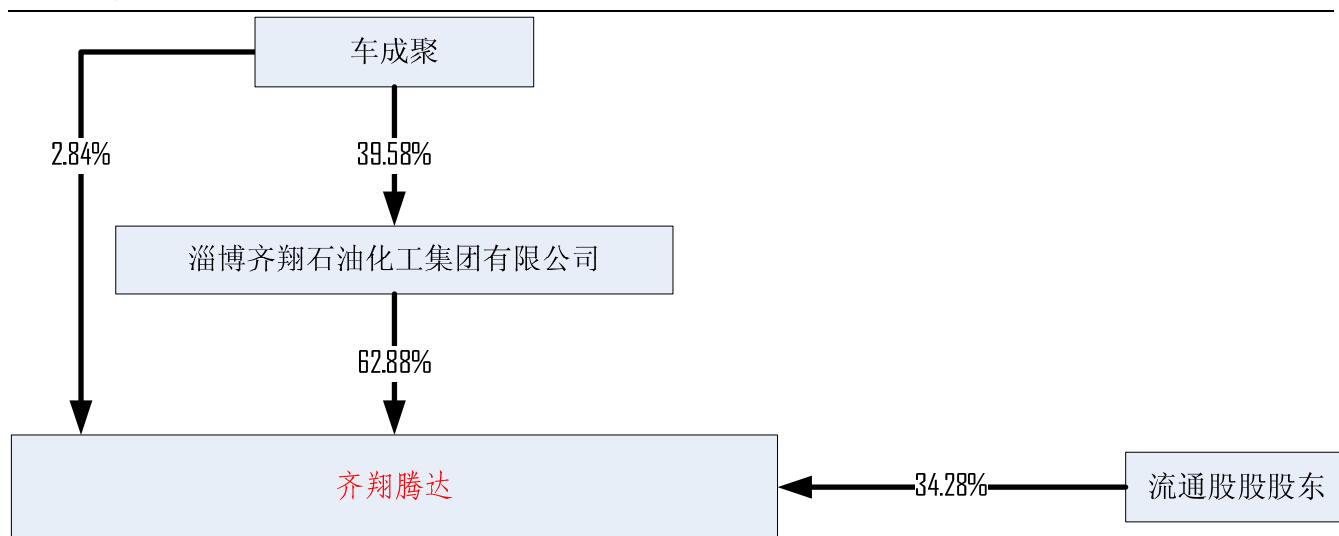
年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入 (百万元)	1,297.5	2,359.6	2,828.6	3,762.6	4,529.2
增长率 (%)		81.9	19.9	33.0	20.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	173.5	420.0	516.8	569.4	773.3
增长率 (%)		142.0	23.1	10.2	35.8
每股收益 (元)	0.37	0.90	1.11	1.22	1.66
市盈率 (倍)	64.1	26.5	21.5	19.5	14.4
每股经营现金流量 (元)	0.52	0.73	1.14	1.23	2.01

资料来源: 公司数据及万得资讯

公司概况

公司专注于炼厂混合碳四资源深加工综合利用，目前已形成以甲乙酮为主导，MTBE、异丁烯和叔丁醇等为主的产品结构。公司在未来仍瞄准碳四产业链深加工领域，随着 10 万吨丁二烯装置和 5 万吨稀土顺丁橡胶装置的投产，公司将迎来高速增长期。

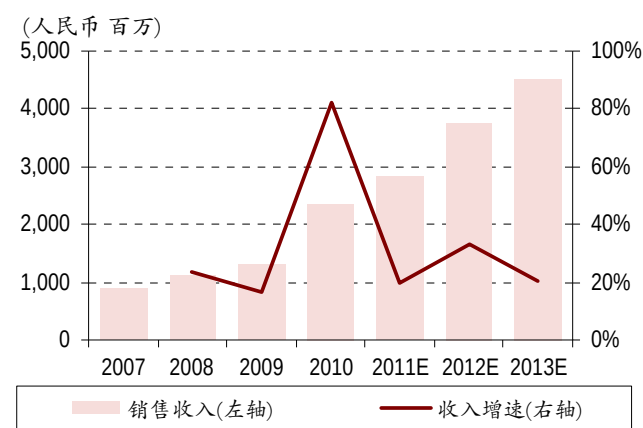
图表 2. 齐翔腾达的股权结构



资料来源：公司数据，中银国际研究

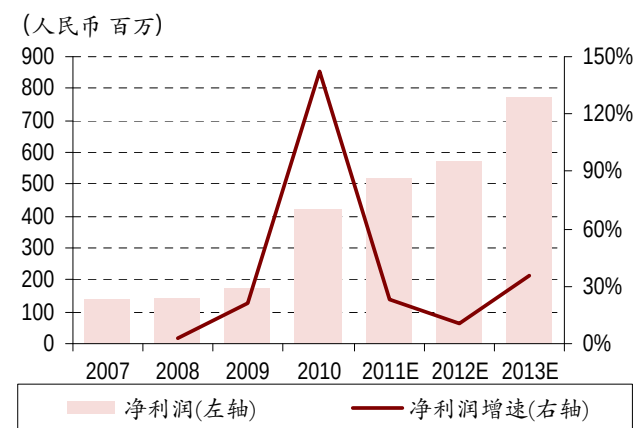
公司于 2010 年 5 月 18 日在深交所中小板首次公开发行 5,200 万 A 股股票并成功上市。目前公司总股本 4.67 亿股，流通股本为 1.60 亿股，公司第一大股东为淄博齐翔石油化工集团有限公司，实际控制人为车成聚先生。

图表 3. 公司销售收入变化



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 4. 公司净利润变化

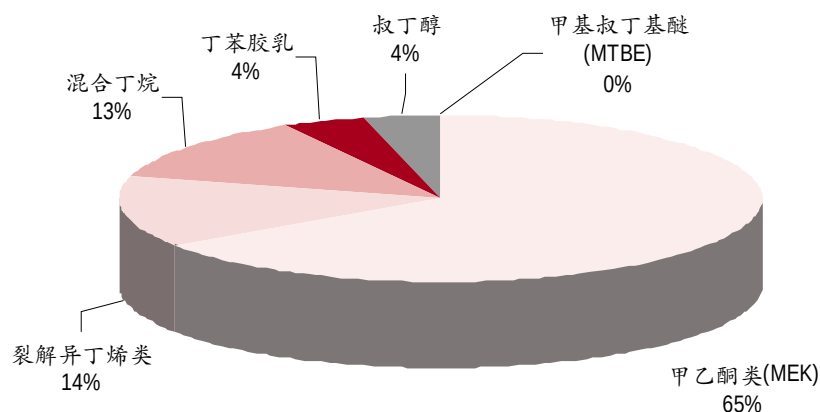


资料来源：公司数据，中银国际研究

公司经营状况分析

公司 2011 年前三季度实现销售收入 21.36 亿元，较上年同期增长 33.29%；归属于上市公司股东净利润 4.53 亿元，较上年同期增长 74.32%；全面摊薄后每股收益 0.97 元。

图表 5.2011 年上半年公司销售收入构成(按产品)



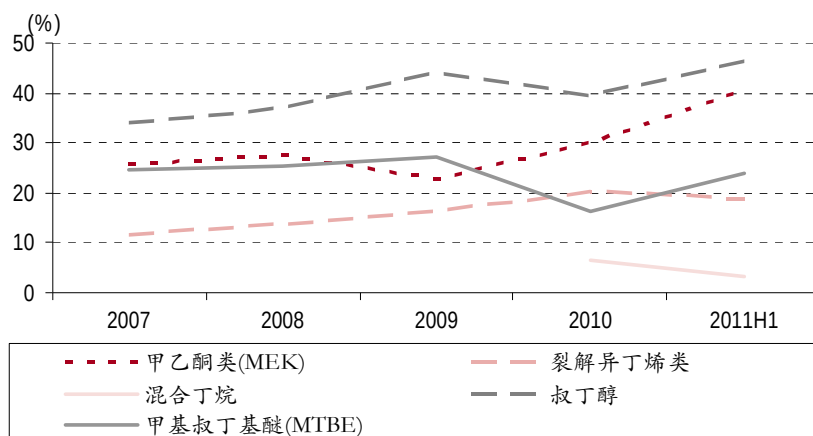
资料来源：公司数据，中银国际研究

受今年年初甲乙酮价格高涨的带动，公司上半年甲乙酮产品毛利高达 40.7%，产品毛利占公司主营产品总毛利的 84.0%。其他主要产品 MTBE、异丁烯等也稳定在 20% 左右。公司上半年净利润 3.44 亿元，全面摊薄后每股收益 0.74 元。

三季度，受到市场供给充足和原料成本下降的双重推动，甲乙酮价格大幅下挫，由 6 月份的 15,570 元/吨回落到 9 月份的 11,095 元/吨，但由于公司在国内甲乙酮行业的生产技术、产品质量等方面的领先优势，产品毛利仍能达到 25% 左右；位于青岛的甲乙酮装置由于原料供应问题停车 50 天，也对产品产量造成了较大的影响。公司三季度净利润 1.08 亿元，同比下降 13.57%。

四季度初，甲乙酮价格继续下滑，十月中一度下探到 8,400 元/吨，虽然目前价格回升到 8,800 元/吨。但受到甲乙酮整体市场供大于求的格局影响，预计价格四季度均价在 9,000-10,000 元/吨区间，虽然公司甲乙酮出厂价仍较市场价格高 100-200 元/吨，但公司四季度的业绩仍存在一定的压力。

图表 6.公司主要产品毛利率走势



资料来源：公司数据

随着公司甲乙酮产品国外销售渠道的进一步拓展和东南亚市场的稳定供给，公司甲乙酮的产销量将会进一步提升，预计 2012 年将会达到 18-19 万吨。在国际油价在 90-100 美元/桶的情况下，预计甲乙酮价格将在 9,000-11,000 元/吨区间内波动，产品毛利维持在 20-25%。

依托大型炼化一体化装置，互利共赢

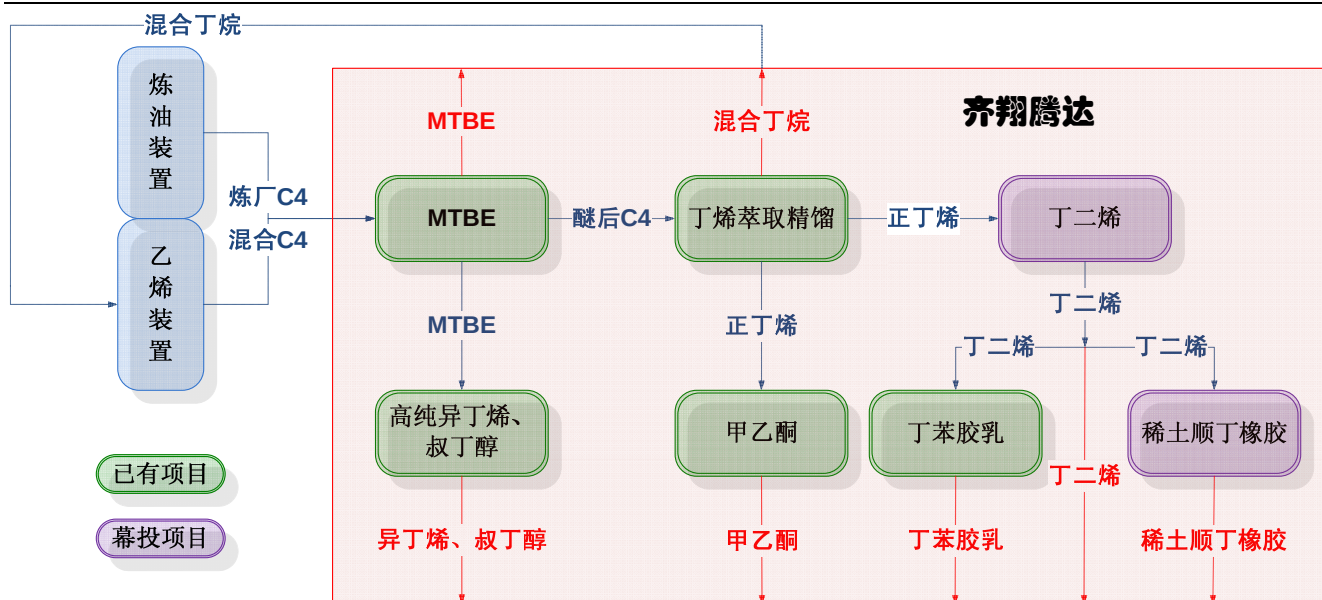
公司目前的主要原料来源于齐鲁石化和青岛炼化的炼油及乙烯装置副产的炼厂碳四和混合碳四。先通过甲醇醚化后，得到 MTBE，进一步生产异丁烯和叔丁醇等产品；醚后碳四通过萃取技术分离出正丁烯，其中一部分作为甲乙酮的原料，另一部分通过氧化脱氢工艺生产丁二烯；剩余的混合丁烷产品，返回给炼厂作为轻质乙烯裂解原料。整个工艺流程既提高了炼化一体化企业的双烯收率，也使其中的高附加值产品得到综合利用。

此工艺流程有以下几个特点：

1. 对碳四资源利用充分。分别获取碳四资源中附加值较高的异丁烯和正丁烯产品，经过提纯后生产丁二烯、顺丁橡胶、甲乙酮、MTBE 等石化产品，并有部分丁二烯、异丁烯作为商品对外销售。
2. 与炼化一体化装置结合更加紧密。公司主要原料来源是齐鲁石化和青岛炼化，经过精细分离和加工后，混合丁烷产品可以作为齐鲁石化乙烯裂解装置的原料，轻质化的原料将会为乙烯装置提供更高的双烯收率；部分丁二烯产品，供给齐鲁石化橡胶厂。

3. 原料资源保障有力。目前公司只利用了齐鲁石化碳四资源的 60%左右，加之周边地区地炼装置充足，可以保障公司目前项目及募投项目的原料需求。

图表 7. 公司产业链图



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 8. 公司主要装置生产能力

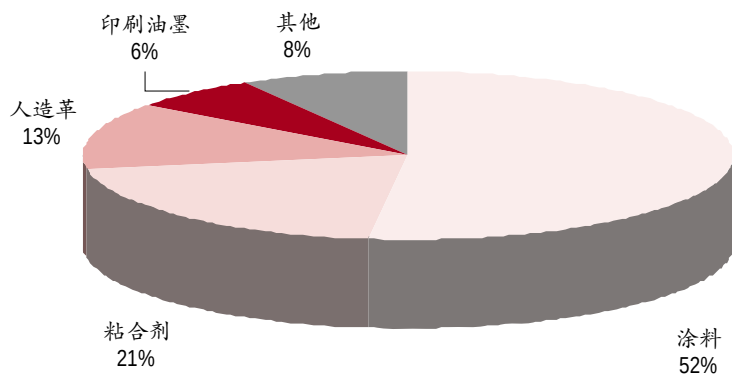
产品	产能(万吨/年)	备注
甲乙酮	14	扩能 4 万吨已经正常运行
其中：青岛子公司	8	
MTBE	4.5	
异丁烯	2	
叔丁醇	1.2	
丁苯胶乳	1.8	
丁二烯		10 万吨项目预计 2012 年二季度投产
稀土顺丁橡胶		5 万吨项目预计 2012 年下半年投产

资料来源：公司数据，中银国际研究

甲乙酮市场再次平衡，公司成为全球最大生产企业

甲乙酮主要作为溶剂使用，由于其具有溶解力强、挥发速度快、毒性低和稳定性好等特点，广泛用于涂料、印刷油墨、粘合剂、溶剂脱蜡、化工中间体和磁带涂布等领域。作为丙酮、三苯溶剂的高端替代产品，目前国内主要应用中高端涂料和粘合剂领域，在人造革、油墨、润滑油脱蜡、磁带、以及化工产品的生产方面也有一定的消费。

图表 9.我国甲乙酮消费结构



资料来源：中银国际研究

今年年初，受到日本大地震的影响，位于日本市原的丸善石化的 17 万吨的装置停产，截至目前装置尚未恢复生产。由于公司装置采用的工艺为硫酸间接水合法，属于较落后技术，且对装置腐蚀性较大。加之原料及电力供应保障的问题，预计装置不会复产。目前，全球总的产能约为 128 万吨，由于近期全球无新增产能的计划，预计至少到明年年底全球的产能仍将维持。

今年公司 4 万吨甲乙酮装置扩建完成后，目前公司在淄博和青岛共拥有 14 万吨的甲乙酮产能（实际生产能力能达到 18-19 万吨），公司已成为世界上第二大的甲乙酮生产商（仅次于埃克森美孚），产能约占全球总产能的 14%，已替代日本成为东南亚地区最大的甲乙酮供货商。今年前三季度，公司甲乙酮产量突破 10 万吨，其中国内销售和国外销售各占一半，主要出口到泰国、巴基斯坦、印度尼西亚等东南亚国家。

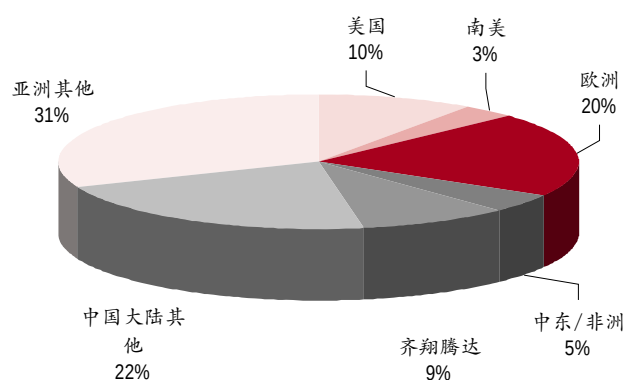
图表 10.世界各地甲乙酮供需平衡

(万吨)	2009		2012E		
	产能	消费量	产量	消费量	消费量
北美	13.6	16.5	10.2	16	16.5
中南美	4.5	3.6	3.2	3.1	3.6
欧洲	28.5	16.3	23.9	15.5	16.3
非洲及中东	6.5	1.9	5.5	1.7	1.9
中国	43.5	33.1	24	26.6	33.1
日本	30.5	14.7	25.8	14	14.7
亚太其他	12.5	26.9	10.4	25.6	26.9
合计	139.6	113	103	102.5	113

资料来源：SRI 咨询公司报告、中银国际研究

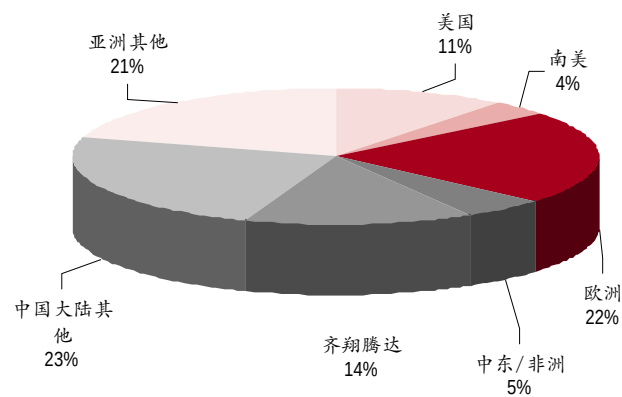
随着日本产能的减少，亚太市场，尤其是东南亚市场中 15 万吨左右的缺口将主要由中国的产产品来补充

图表 11.2010 年底世界甲乙酮产能分布情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 12.2011 年 3 季度末世界甲乙酮产能分布情况

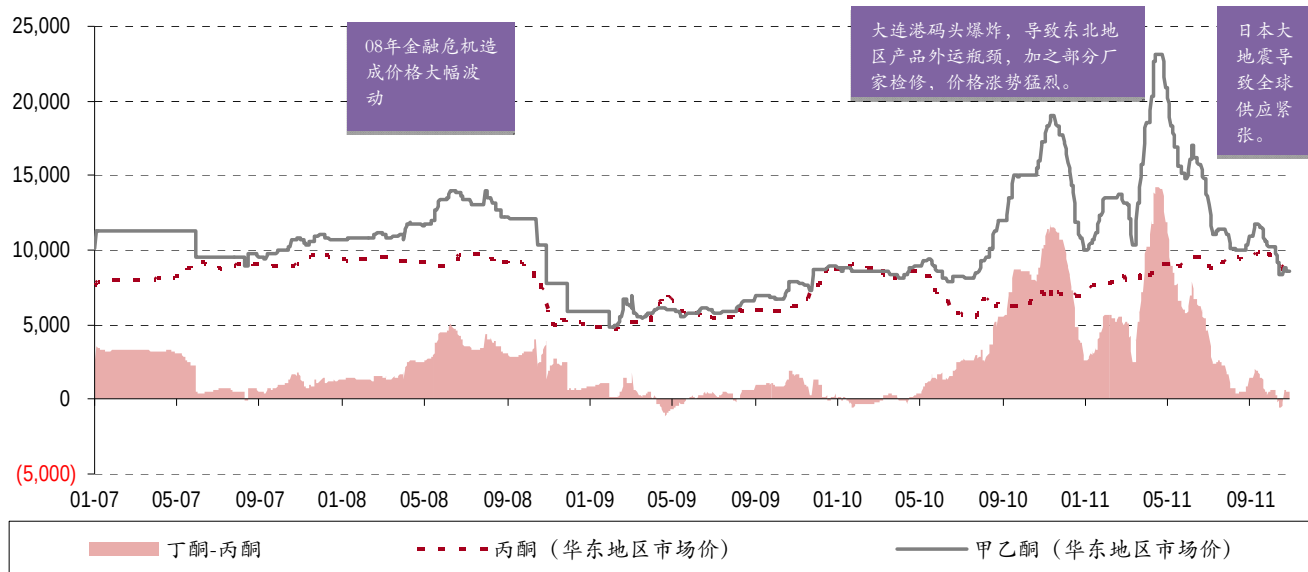


资料来源：公司数据，中银国际研究

甲乙酮市场近几年内经历了 3 次大幅波动，最近两次都是受到供给端的紧张的冲击，带动产品价格大幅上涨。而后，随着全球市场重新平衡后，价格逐步回落到正常水平，这个周期一般在 6 个月左右。

近期，国内各甲乙酮厂家开车平稳，市场供应增加，我们预计短期内，市场还将维持较弱势的行情，价格维持在 9,000 元/吨左右。

图表 13.近几年甲乙酮市场价格波动



资料来源：百川咨询、公司数据

公司的装置采用正丁烯直接水合法工艺，通过多年的实践摸索，目前吨产品仅消耗正丁烯 850-860 千克，处于国内领先水平；公司产品的含水量在 200ppm 左右，远高于国内其他厂家。一般产品出厂价较市场价格高 100-200 元/吨，即使在目前价格低位的情况下，仍能保持 20%以上的毛利率。

丁二烯，橡胶产业的重要原料

公司募投项目之一“10 万吨丁二烯”项目预计于 2012 年下半年投产，届时将会极大地延伸公司的产业链。

丁二烯是一种重要的石油化工基础有机原料和合成橡胶单体，在石油化工烯烃原料中的地位仅次于乙烯和丙烯。其化学性质活泼，使得其在合成橡胶和有机合成等方面具有广泛的用途，可以合成聚丁二烯橡胶（BR）、丁苯橡胶（SBR）、丁腈橡胶、苯乙烯-丁二烯-苯乙烯弹性体（SBS）、丙烯腈-丁二烯-苯乙烯（ABS）树脂等多种橡胶产品，此外还可用于生产己二腈、己二胺、尼龙 66、1, 4-丁二醇等有机化工产品以及用作粘接剂、汽油添加剂等，用途十分广泛。

截至 2010 年底，国内共有丁二烯生产企业 22 家，生产能力 226.1 万吨/年，我国的丁二烯全部从抽乙烯裂解装置副产的混合碳四中抽提。2010 年我国丁二烯产量 186.9 万吨，装置平均开工率 82.6%，开工率偏低的最大问题在于原料混合碳四资源不足。“十二五”期间，我国又有多套丁二烯装置投产，预计到 2015 年，我国丁二烯产能将达到约 320 万吨。

图表 14.我国丁二烯产能扩建计划

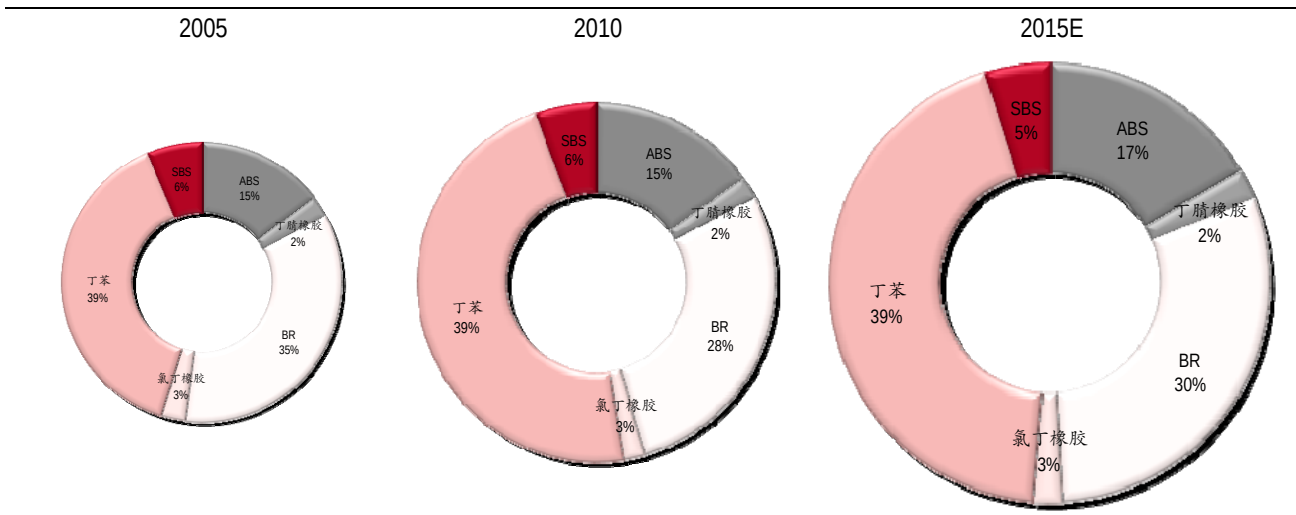
(万吨)	2011	2012	2013	2014
扬巴石化	6.5	6.5		
镇海炼化	3.5			
大庆石化		8		
抚顺石化		10.5		
四川石化		15		
齐翔腾达		10		
天津蓝星			4	
武汉石化			12	
南沙石化				15
合计	10	50	16	15

资料来源：中银国际研究

我国基本上都是以石脑油作为乙烯裂解原料，其副产的丁二烯的比例在 13%-19%（以乙烯产量作为 100%）。我国 2010 年乙烯产量为 1,419 万吨，计算副产的丁二烯约为 230 万吨（按 16% 计算），丁二烯抽提率达到 81.3%。我国规划到 2015 年石油路线的乙烯产能将达到 2,500 万吨，开工率按 95% 计算，副产的丁二烯约为 380 万吨，按照丁二烯抽提率 80% 计算，可以得到纯丁二烯 305 万吨，可以基本满足国内丁二烯装置的需求。

随着经济的发展，国内丁二烯的消费结构已发生了根本的变化，从 20 世纪 90 年代初几乎全部用于生产合成橡胶，逐渐扩大到生产合成树脂、热塑性弹性体、丁苯胶乳及其它有机化工品，尤其在 ABS、SBS 及丁苯胶乳等领域的消费增长幅度最大。2010 年国内丁二烯消费量 199 万吨，其中丁苯占总消费量的 47.3%；其次是顺丁橡胶，占 28%；ABS 领域占 15%；SBS 领域占 6%。根据美国 SRI 咨询公司估计到 2015 年国内丁二烯消费量将达到 300 万吨，其下游产品中，丁苯、聚丁二烯橡胶和 ABS 年均增长率分别为 4.9%、7.6% 和 8.0%。

图表 15. 我国丁二烯消费结构（面积代表消费量）



资料来源：SRI 咨询公司报告、中银国际研究

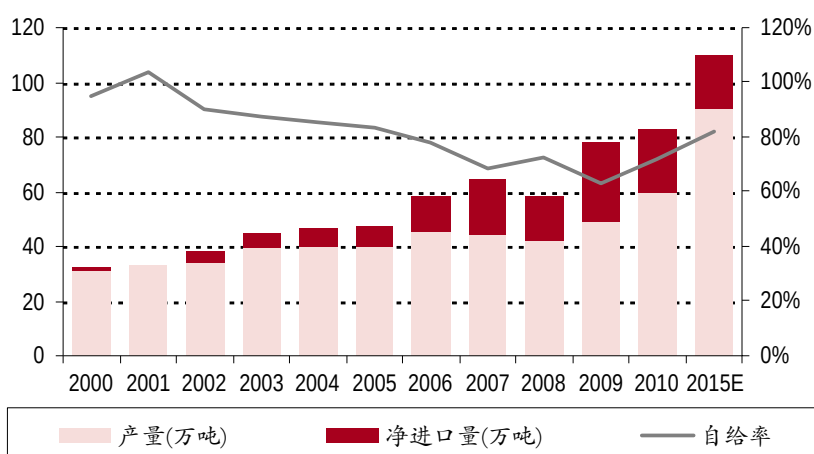
稀土顺丁橡胶，未来业绩的增长点

聚丁二烯橡胶(简称 BR)是仅次于丁苯橡胶的世界第二大通用合成橡胶，具有弹性好、耐磨性强、耐低温性能好等优点，可与天然橡胶、氯丁橡胶以及丁腈橡胶等并用，在轮胎、抗冲击改性、胶带、胶管以及胶鞋等橡胶制品的生产中有广泛的应用。按照聚合物的微观结构，聚丁二烯橡胶可以分为高顺式聚丁二烯橡胶(顺式-1, 4 结构 90%以上，即顺丁橡胶)、低顺式聚丁二烯橡胶(顺式-1, 4 结构 35%-40%，简称 LCBR)、乙烯基聚丁二烯橡胶 (1, 2 结构 35%-65%)和高反式聚丁二烯橡胶(反式-1, 4-结构 65%以上)4 种产品。其微观结构的不同，主要取决于催化剂、聚合溶剂和聚合反应温度。钴系、钛系、镍系和稀土钹系催化剂主要用于生产高顺式-1、4-聚丁二烯橡胶，其它聚丁二烯橡胶品种则主要采用锂系催化剂体系。

稀土聚丁二烯橡胶是发展高性能轮胎和节能轮胎的优选胶种，与目前广泛使用的镍系聚丁二烯橡胶相比，稀土聚丁二烯橡胶具有减少轮胎滞后损失和生热、降低滚动阻力、提高轮胎耐磨性和抗湿滑性、改善轮胎老化性能的优点，可以提高轮胎的耐久性能和高速性能。产品价格也高于普通的顺丁橡胶。

近些年来，随着我国近几年汽车产业的高速发展，带动了顺丁橡胶需求量的迅速增长，“十一五”期间聚丁二烯橡胶的表观消费量平均增速为 11.7%。据美国 SRI 咨询公司预测，到 2015 年，我国聚丁二烯橡胶产品的需求量将超过 110 万吨。届时，我国丁二烯橡胶的产能将由目前的近 70 万吨增长到超过 100 万吨，但是仍不能满足国内市场需求，约有近 20% 的产品需进口。

图表 16. 聚丁二烯橡胶产品 供需预测



资料来源：SRI 咨询公司报告、中银国际研究

图表 17.我国聚丁二烯橡胶产能情况

企业名称	产能(万吨/年)	主要产品
中石化	高桥石化 17.8	镍系顺丁橡胶
	燕山石化 12	镍系顺丁橡胶
	齐鲁石化 4	镍系顺丁橡胶、镍系充油顺丁橡胶
	巴陵石化 3	镍系顺丁橡胶、镍系顺丁橡胶
	茂名石化 3	低顺式聚丁二烯橡胶
中石油集团	大庆石化 8	镍系顺丁橡胶
	锦州石化 5	镍系顺丁橡胶、稀土顺丁橡胶
	独山子石化 3	镍系顺丁橡胶
山东玉皇化工有限公司	8	镍系顺丁橡胶
台橡宇部公司	5	
总计	68.8	

资料来源：中银国际研究

表 18.我国聚丁二烯橡胶产能扩建计划

企业名称	产能(万吨/年)	类别	备注
大庆石化	8	稀土顺丁橡胶	2012 年投产
齐翔腾达	5	稀土顺丁橡胶	2013 年投产
独山子石化	5	镍系顺丁橡胶	2011 年底
福建湄洲湾氯碱有限公司	5	镍系顺丁橡胶	2012 年投产
中石油四川乙烯工程	15	镍系顺丁橡胶	2012 年投产
台橡宇部公司	2.7		2014 年
合计	40.7		

资料来源：中银国际研究

风险

原料大幅涨价的风险；募投项目低于预期的风险。

初步结论

受今年甲乙酮价格大幅波动的影响，公司今年的业绩也经历了较大幅度的波动。随着甲乙酮价格的逐步回升和 4 万吨扩产项目的满负荷生产，我们预测公司 2011 年销售收入达到 28.29 亿元，同比上涨 19.9%；净利润上涨超过 23 个百分点，达到 5.17 亿元。

随着甲乙酮价格的回升，以及丁二烯和顺丁橡胶项目的投产，我们预测公司 2012-2013 年销售收入将分别达到 37.63 亿元和 45.29 亿元，同比增长 33.0%和 20.4%；公司 2012-2013 年净利润预测分别为 5.69 亿和 7.73 亿元，同比增长 10.2 和 35.8%。

目前股价相当于 2011 年和 2012 年 22 倍和 20 倍预期市盈率。

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，其本人或其关联人士都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其本人或其关联人士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声明，其员工均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；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；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中银国际证券有限责任公司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。

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 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 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