

# 强于大市

## SUMCO 21Q4 业绩点评

### 相关研究报告

《KLA 21Q4 业绩点评及电话会议纪要：光学缺陷检测增长强劲，行业需求看到 2023 年》  
20220206

《Lam Research 21Q4 业绩点评及电话会议纪要：需求强劲但供应链紧张，刻蚀新产品有望翻倍》 20220129

《半导体行业点评：美商务部对供应链调查显示产能严重供不应求，成熟工艺的产能提升迫在眉睫》 20220128

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

半导体

证券分析师：余嫻嫻

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050002

证券分析师：杨绍辉

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514080001

### 半导体硅片供不应求或将持续较长时间

SUMCO 发布 2021 年第四季度与 2021 年全年业绩快报。公司 2021 年全年实现营业收入 3356 亿日元，同比增长 15.6%；四季度单季度实现营业收入 912 亿日元，环比增长 5.2%。公司 2021 年全年实现归母净利润 411 亿日元，同比增长 61.2%；四季度单季度实现归母净利润 142 亿日元，环比提升 34.0%。公司 2021 年 300mm 与 200mm 及以下硅片量价齐升，业绩强势复苏。

#### 行业动态：

- **SUMCO 2021 年硅片价格提升约 10%，价格或将继续上涨。**根据 SUMCO 披露，2021 年公司硅片价格上涨约 10%，且 50% 的硅片销售为长单。下游客户对硅片涨价存在担忧，公司至 2026 年的新增产能已基本被长单锁定。根据公司预计，硅片价格或将继续上涨。从 2021 年全年公司硅片的产销量价来看，产量增长对公司业绩的贡献更大，由于产量提升，公司多晶硅库存有显著降低。
- **SUMCO 2022 年一季度营收环比将继续提升。**根据 SUMCO 测算，公司 2022 年一季度预计实现营业收入 990 亿日元，同比提升 30.4%，环比提升 8.6%；预计实现归母净利润 130 亿日元，同比提升 78%，环比下降 8.5%。归母净利润环比下降主要因为成本有所增加，单位能源和电力价格上涨是主要原因。因为采用加速折旧，折旧预计会在 2022 年有所降低。
- **未来五年半导体硅片需求量将保持较高增速。**根据 SUMCO 数据，2021-2025 年全球硅晶圆需求量 CAGR 为 10.2%。其中，智能手机、数据中心等是硅晶圆需求量的主要增量来源，智能手机通讯技术迭代五年内将带来约 100 万片/月的 300mm 硅晶圆需求增量，超级计算领域对 300mm 硅晶圆的的需求量将从目前的 80 万片/月增至 5 年后的 150 万片/月。此外，汽车芯片、AI 的蓬勃发展也将带来可观的硅片需求增量。
- **2023 年下半年以后全球硅片产量才会有明显增长，硅片供不应求仍将持续。**近期，国际硅片巨头纷纷透露扩产计划。根据信越化学公告，12 英寸硅片（主要是逻辑芯片需求的外延片）会根据订单量稳步扩产。根据爱集微消息，SUMCO 与德国世创已于 2021 年下半年宣布大规模扩产，环球晶圆在收购德国世创未果后，计划将原规划用于收购案的资金转为资本支出及营运周转使用，预计今年至 2024 年总资本支出将达新台币 1000 亿元。然而，根据 SUMCO 估计，硅片厂的建设周期约为 2-3 年，全球硅片产量至少要到 2023 年下半年才会有明显增长。国内硅片厂商宣布扩产的时点早于国际厂商，但新增产能投放的进度或与国际厂商相仿，预计 2025 年全球新增产能才能逐步完成投产，硅片供不应求的局面或将中长期持续。
- **200mm 及以下硅片新增产能有限，供给或更为紧张。**全球新增硅片产能大部分为 300mm 硅片，且由于逻辑芯片领域供不应求的局面更为严重，新增产能多为 300mm 外延片。然而，汽车芯片等领域对 200mm 及以下硅片的需求预计也将呈爆发式增长，且部分领域应用并无法用 300mm 硅片进行替代，小尺寸硅片的供应或更为紧张。

#### 投资建议：

- **全球半导体硅片供应持续偏紧，国际硅片厂商业绩强势复苏。**信越化学、SUMCO、环球晶圆、Siltronic AG 等主流厂商均有扩产计划，且对未来 2-3 年半导体硅片行情维持乐观。
- **A 股半导体材料推荐组合：**沪硅产业、晶瑞电材、雅克科技、安集科技。建议关注：立昂微、彤程新材、鼎龙股份等。
- **全球半导体设备行业景气度保持历史高位，ASML、Lam Research、AMAT 等对 2022 年行业增长及订单预期普遍乐观。**
- **A 股半导体设备推荐组合：**盛美上海、精测电子、中微公司、北方华创、万业企业、芯源微、华峰测控、长川科技、晶盛机电、江丰电子、新莱应材、神工股份。

#### 风险提示

- 地缘政治摩擦的不确定；供应链安全的不确定。

图表 1. SUMCO 主要财务数据

	2017	2018	2019	2020	2021	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1E
营业总收入	260.6	325.1	299.5	291.3	335.6	75.9	81.8	86.7	91.2	99.0
同比/环比 (%)		2.5	(0.8)	(0.3)	15.2		7.8	6.0	5.2	8.6
归母净利润	27.0	58.6	33.1	25.5	41.1	7.3	9.0	10.6	14.2	13.0
同比/环比 (%)		116.8	(43.5)	(23.0)	61.2		23.3	17.8	34.0	(8.5)
EBITDA (%)	24.5	31.7	31.0	28.6	31.1	27.4	30.3	32.8	33.2	35.2
ROE% (%)	12.0	22.3	11.3	8.3	10.4	9.3	11.0	12.7	13.9	10.9

资料来源: SUMCO 21Q4 业绩说明会材料, 万得, 中银证券

注: 单位为十亿日元

## 附 1: 电话会议 PPT

图表 2. SUMCO 四季度业绩超预期

### ■ 4Q-2021 Consolidated Business Result

(Billions of Yen)

	4Q-2021 Forecast	4Q-2021 Actual	Change
Net Sales	88.5	91.2	+2.7
Operating Income	14.0	15.0	+1.0
Ordinary Income	12.5	16.0	+3.5
Net Income (Note)	9.0	14.2	+5.2
Exchange Rate (Yen/US\$)	113.0	113.2	+0.2

### ■ 1Q-2022 Consolidated Business Forecast

(Billions of Yen)

	4Q-2021 Actual	1Q-2022 Forecast	Change
Net Sales	91.2	99.0	+7.8
Operating Income	15.0	21.0	+6.0
Ordinary Income	16.0	20.0	+4.0
Net Income (Note)	14.2	13.0	(1.2)
Exchange Rate (Yen/US\$)	113.2	115.0	+1.8

(Note) Net income attributable to owners of the parent

资料来源: SUMCO 21Q4 业绩说明会材料, 中银证券

图表 3. 300mm 与 200mm 硅片将持续紧缺

#### ■ 4Q-2021

- ✓ Volume - Strong demand for 300 mm wafers for both logic and memory, continuing to exceed supply capability
  - For wafers of 200 mm and smaller, as well, supply fell short of demand due to strong needs for automotive, consumer and industrial
- ✓ Pricing - Existing long-term agreement prices were unchanged, while spot prices for both 300 mm and 200 mm wafers continued to rise

#### ■ 1Q-2022 Forecast

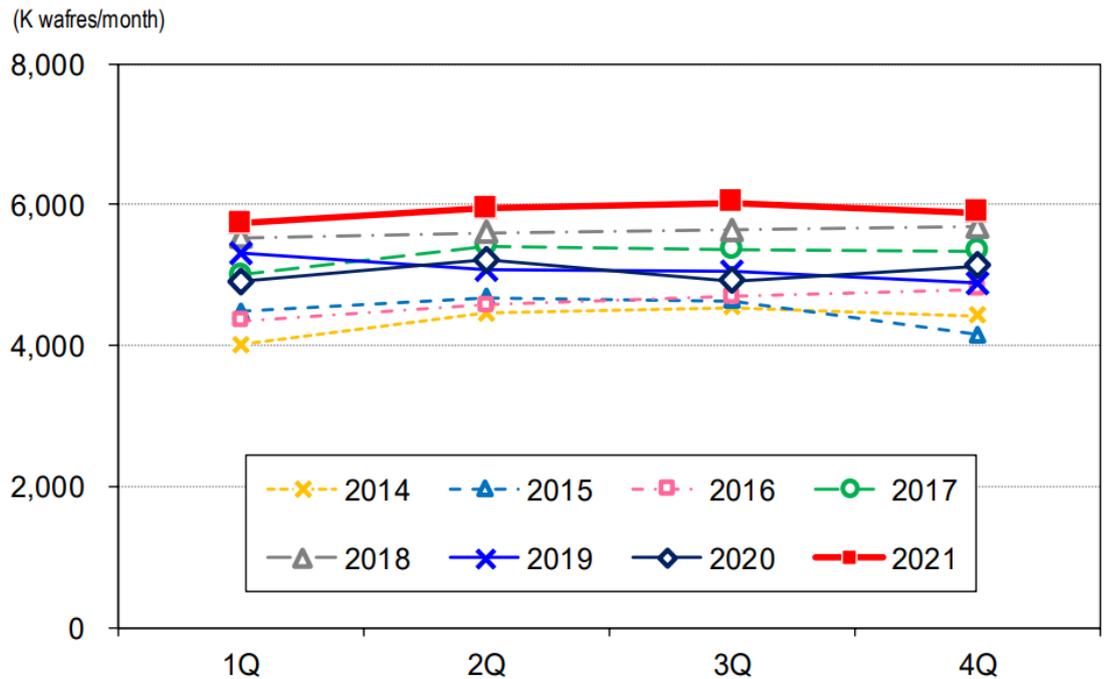
- ✓ Volume - While customer needs for 300 mm wafers for both logic and memory are increasingly strong, we will be unable to meet these
  - Supply of wafers 200 mm and smaller will continue falling short of demand
- ✓ Pricing - New long-term agreement prices kick in toward Green Field investment in 300 mm wafers
  - New agreement prices start being applied to 200 mm wafers as well

#### ■ Outlook

- ✓ Demand for 300 mm wafers for both logic and memory use is expected to continue growing, with the entire volume including the increase from new facilities to be covered by long-term contracts through fiscal 2026. Even with the increased production from Green Field investment, supply and demand tightness is expected to continue
- ✓ On Monday Jan. 17, SUMCO held a ceremony to offer prayers for safety at our new 300 mm wafer plant in Imari
- ✓ Strong demand is expected to continue also for 200 mm wafers

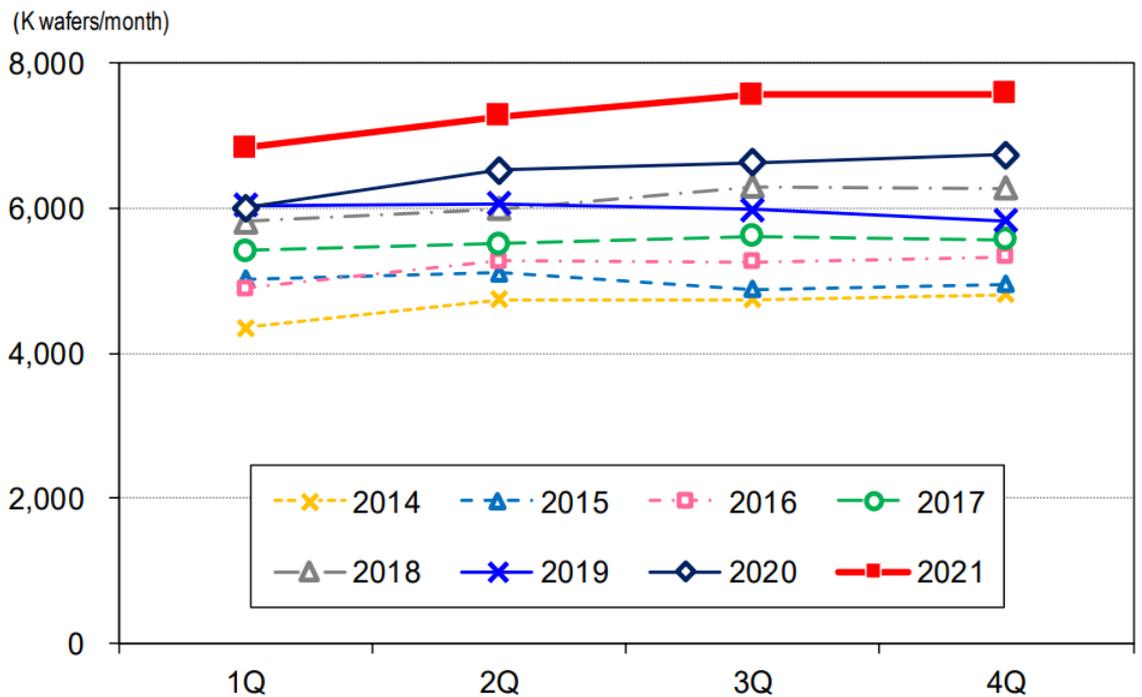
资料来源: SUMCO 21Q4 业绩说明会材料, 中银证券

图表 4. 2021 年 200mm 硅片产量约 600 万片/月



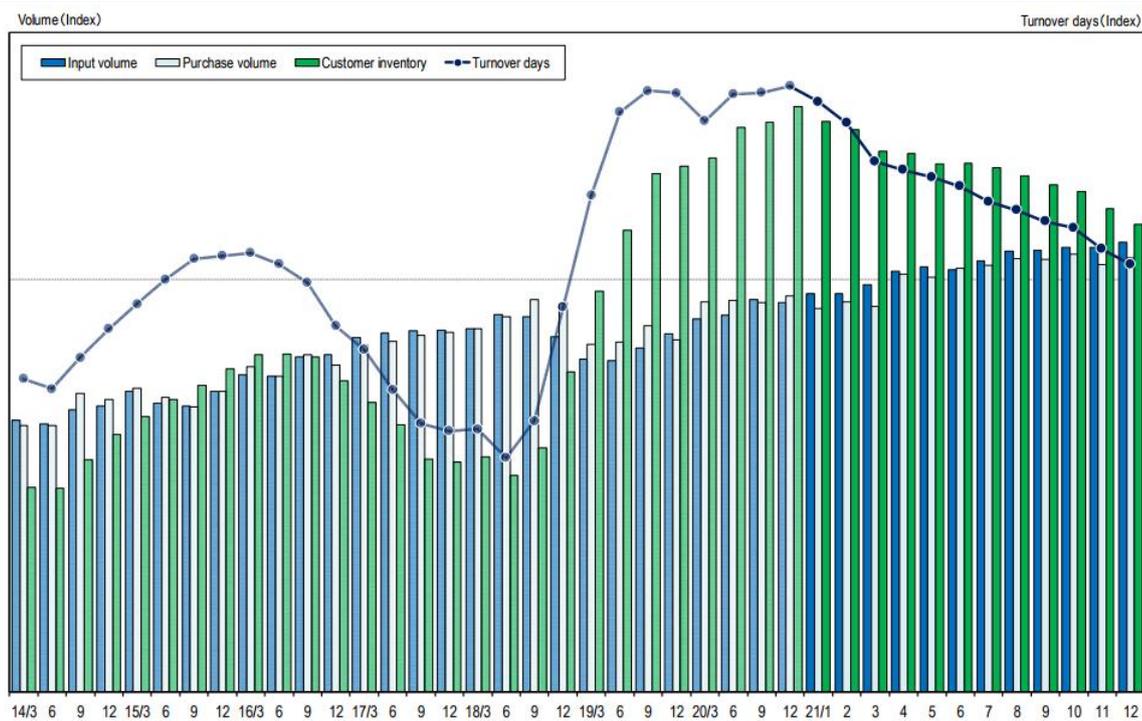
资料来源: SUMCO 21Q4 业绩说明会材料, 中银证券

图表 5. 2021 年 300mm 硅片产量逐季增加



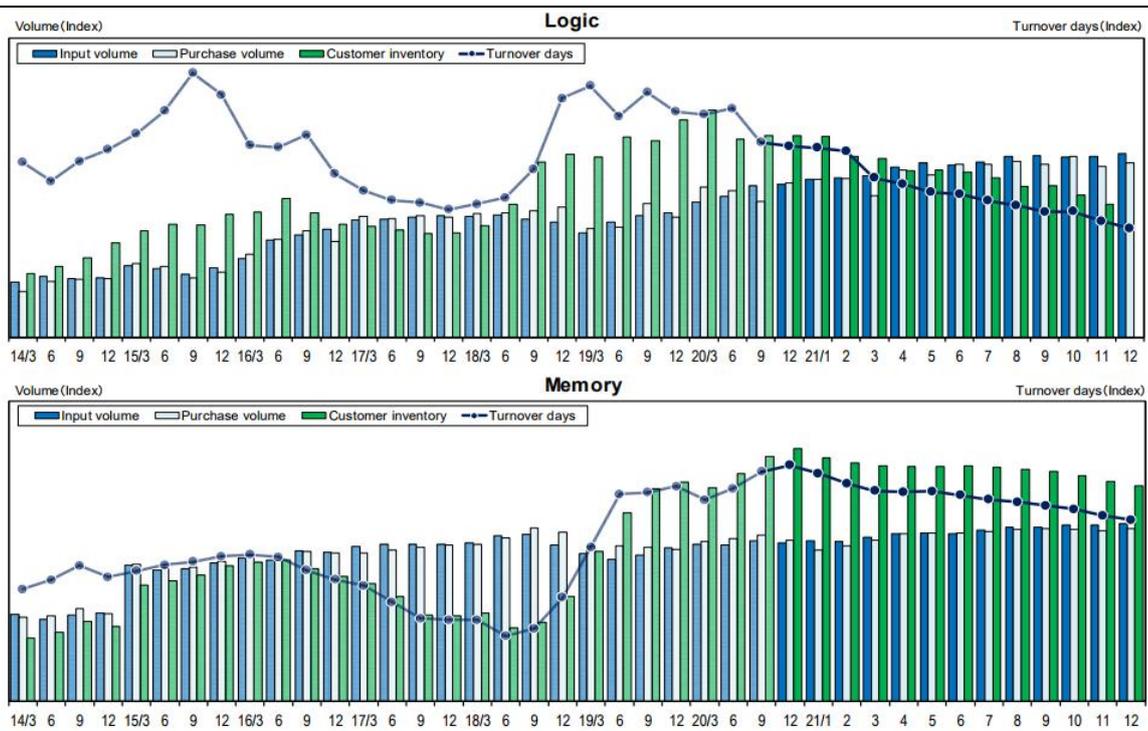
资料来源: SUMCO 21Q4 业绩说明会材料, 中银证券

图表 6. 下游客户 300mm 硅片库存不断走低



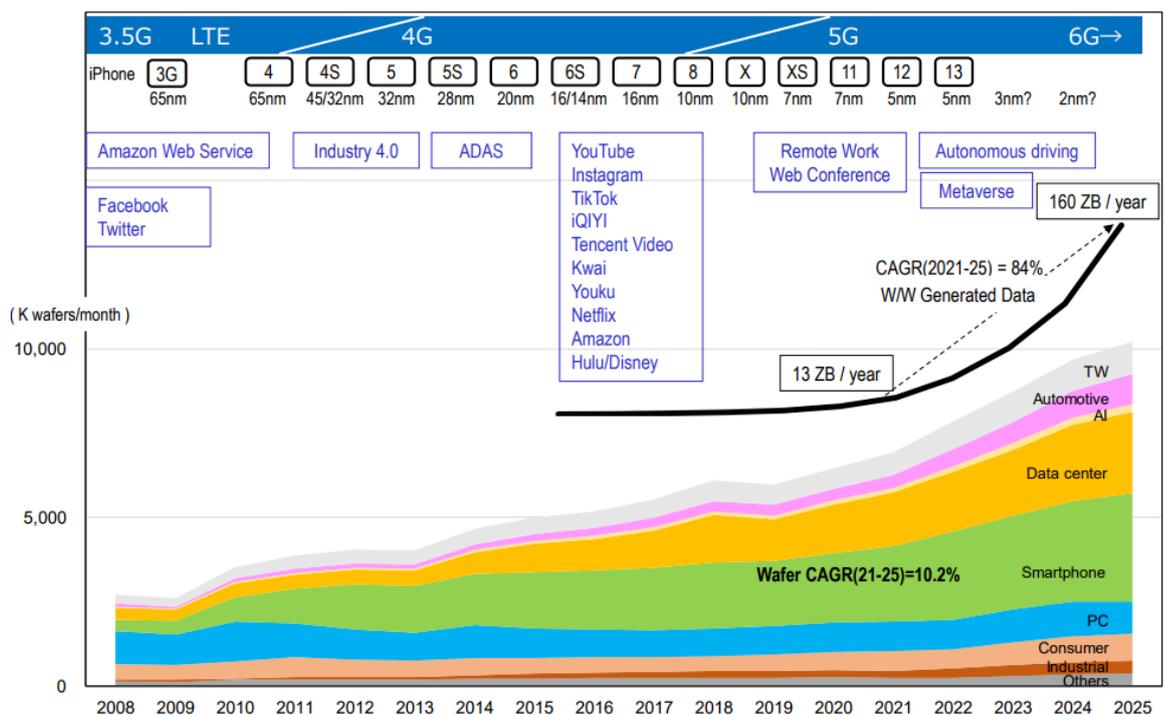
资料来源: SUMCO 21Q4 业绩说明会材料, 中银证券

图表 7. 不同领域客户 300mm 硅片库存



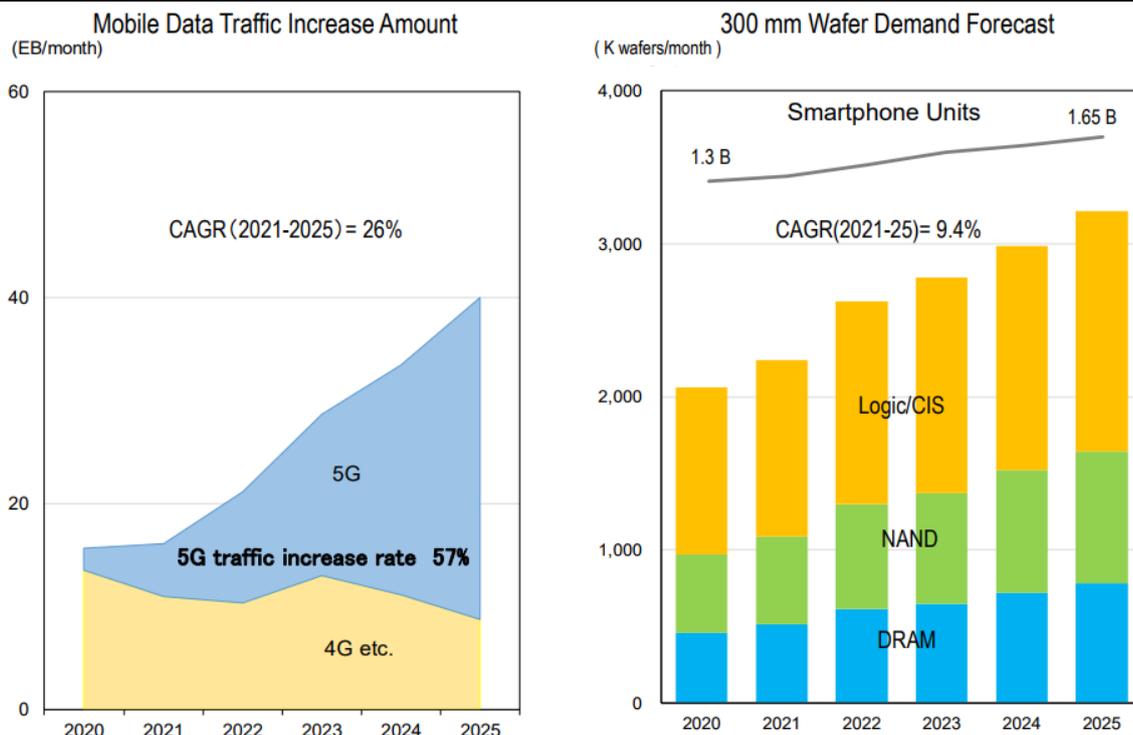
资料来源: SUMCO 21Q4 业绩说明会材料, 中银证券

图表 8. 智能手机、数据中心等是需求增量主要来源



资料来源: SUMCO 21Q4 业绩说明会材料, 中银证券

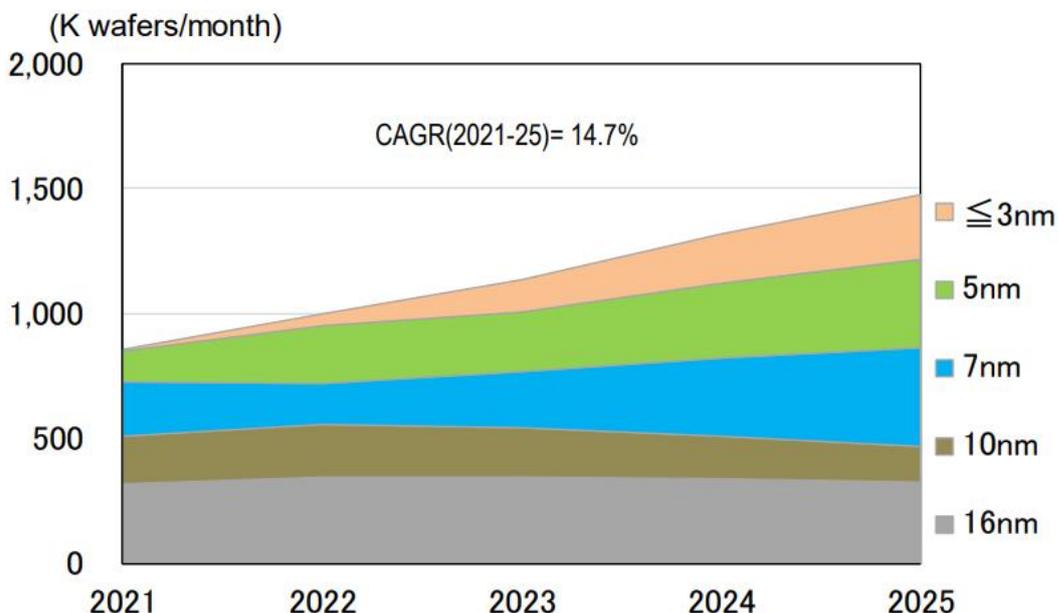
图表 9. 智能手机 300mm 晶圆需求量 2021-2025 年 CAGR 达 9.4%



资料来源: SUMCO 21Q4 业绩说明会材料, 中银证券

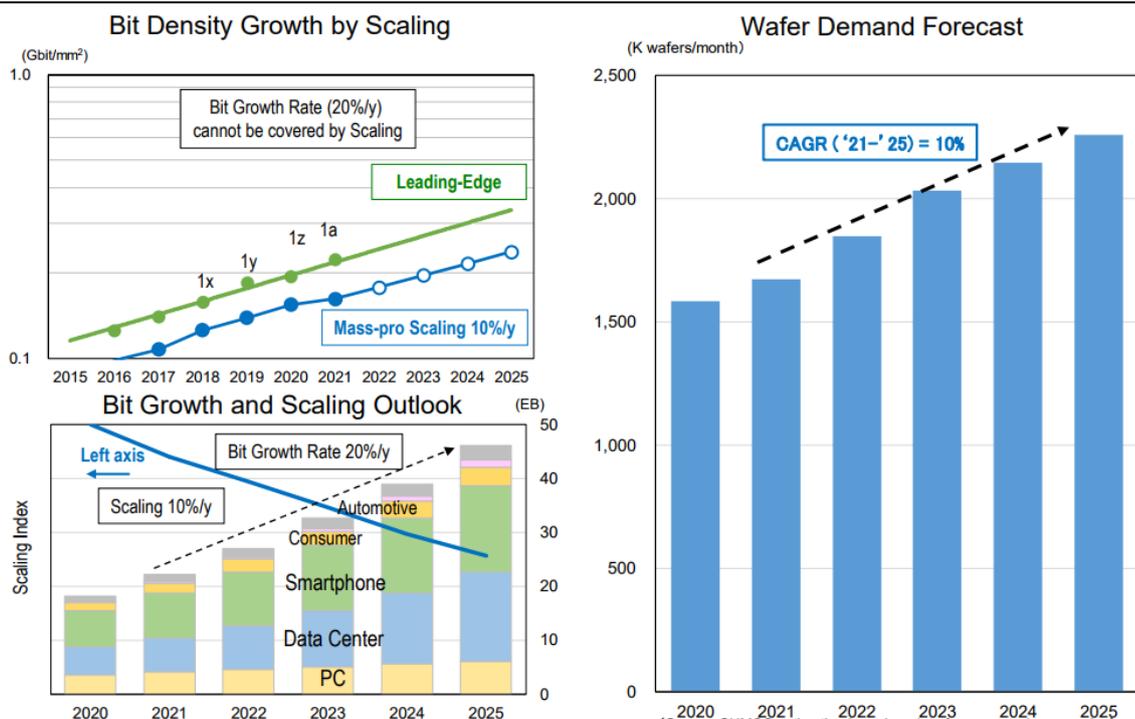
图表 10. 超级计算带来的硅片需求量 2021-2025 年 CAGR 达 14.7%

- ✓ Increase in the Computed Data (CAGR(2021-2025) = 84%)
- ✓ CPU / AI Chips for Data Centers
- ✓ AP chip for 5G / Smartphone
- ✓ CPU for Autonomous Driving



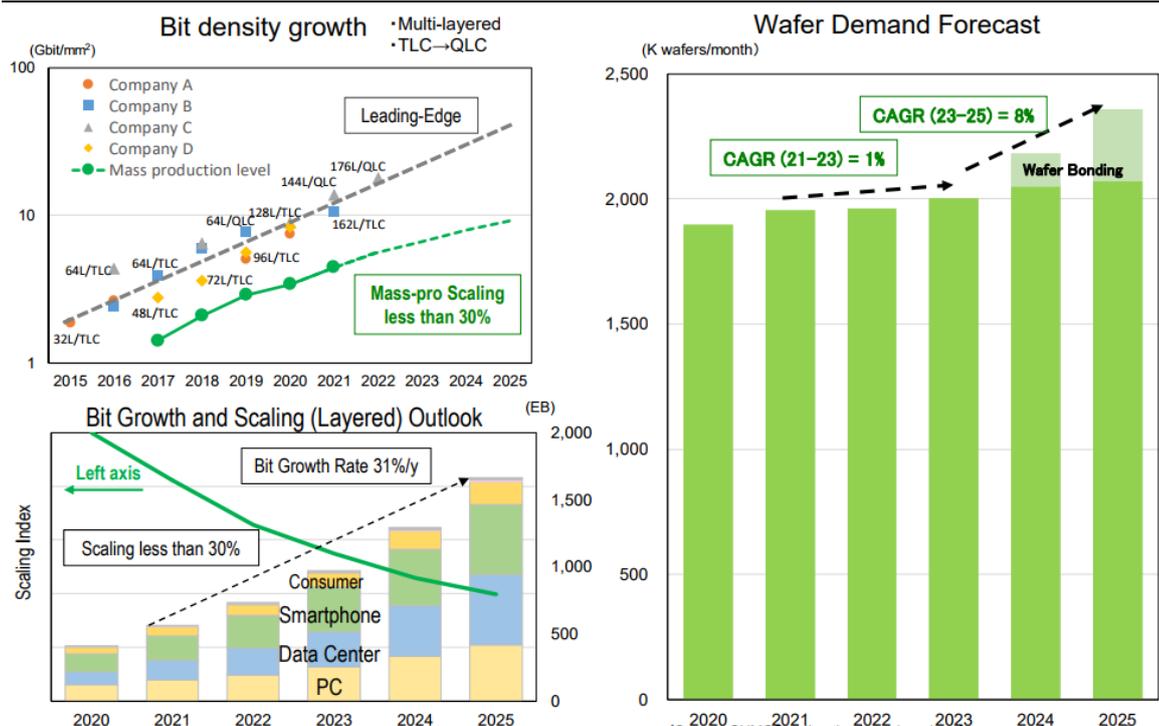
资料来源: SUMCO 21Q4 业绩说明会材料, 中银证券

图表 11. DARM 存储容量提升带来的硅片需求量 2021-2025 年 CAGR 达 10%



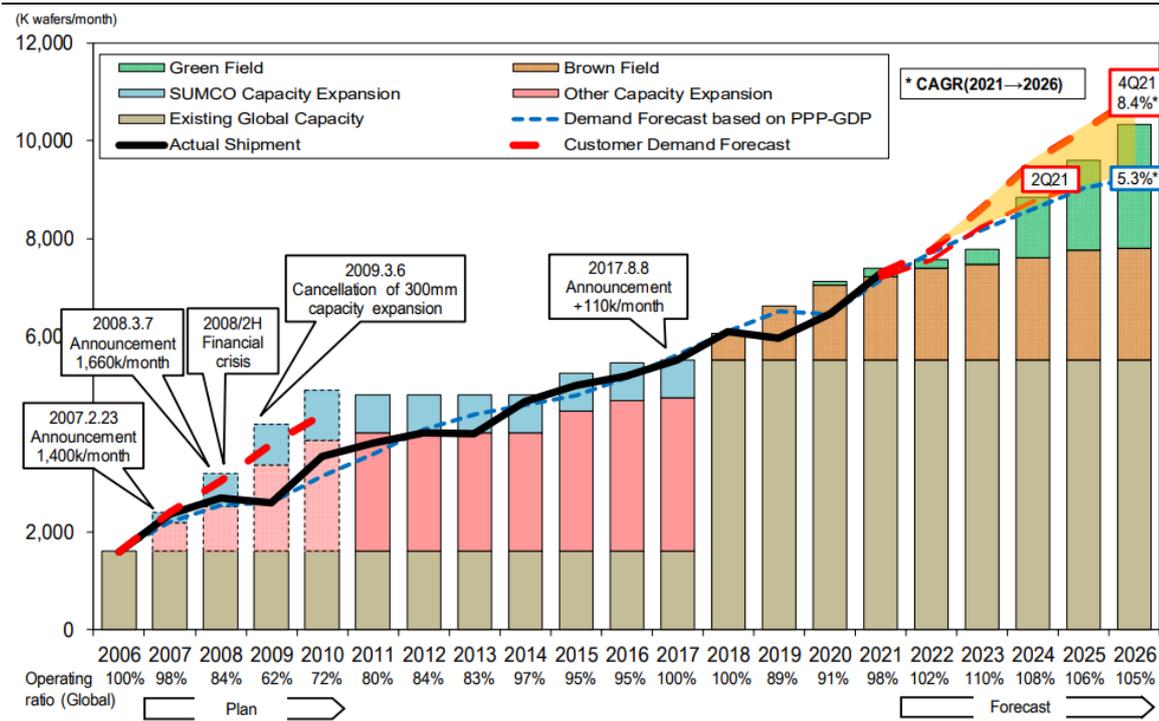
资料来源: SUMCO 21Q4 业绩说明会材料, 中银证券

图表 12. NAND 新结构或带来硅片需求增量



资料来源: SUMCO 21Q4 业绩说明会材料, 中银证券

图表 13. 全球 300mm 晶圆供需预测



资料来源: SUMCO 21Q4 业绩说明会材料, 中银证券

图表 14. SUMCO 2021 年全年业绩汇总

	FY2020 Actual	FY2021 Actual					Total	Change
		(Billions of Yen)						
		1Q	2Q	3Q	4Q			
Net sales	291.3	75.9	81.8	86.7	91.2	335.6	+44.3	
Operating income	37.8	9.3	12.4	14.8	15.0	51.5	+13.7	
Non-operating income and expenses	(2.2)	0.1	(0.9)	(0.6)	1.0	(0.4)	+1.8	
Ordinary income	35.6	9.4	11.5	14.2	16.0	51.1	+15.5	
Extraordinary income and expenses	-	-	-	-	-	-	-	
Income taxes	(7.0)	(1.3)	(1.9)	(2.6)	(0.9)	(6.7)	+0.3	
Net income attributable to non-controlling interests	(3.1)	(0.8)	(0.6)	(1.0)	(0.9)	(3.3)	(0.2)	
Net income attributable to owners of the parent	25.5	7.3	9.0	10.6	14.2	41.1	+15.6	
Capital expenditure (Acceptance basis)	53.3	11.2	14.8	22.7	20.8	69.5	+16.2	
Depreciation	45.1	11.0	12.0	13.3	15.0	51.3	+6.2	
EBITDA (*1)	84.6	20.8	24.7	28.5	30.3	104.3	+19.7	
Exchange rate (Yen/US\$) (*2)	106.9	104.8	109.8	110.0	113.2	109.6	+2.7	
Operating margin (%)	13.0%	12.3%	15.1%	17.1%	16.5%	15.4%	+2.4%	
EBITDA margin (%)	29.1%	27.4%	30.3%	32.8%	33.2%	31.1%	+2.0%	
ROE (%)	8.3%	9.3%	11.0%	12.7%	13.9%	10.4%	+2.1%	
Net income per share (Yen)	87.48	25.35	31.01	36.55	41.71	135.86	+48.38	

\*1. EBITDA = Operating Income + Depreciation + Amortization of Goodwill

\*2. If the yen appreciate by 1 yen against the US dollar, operating income of SUMCO will decrease by 1.0 billion yen per year.

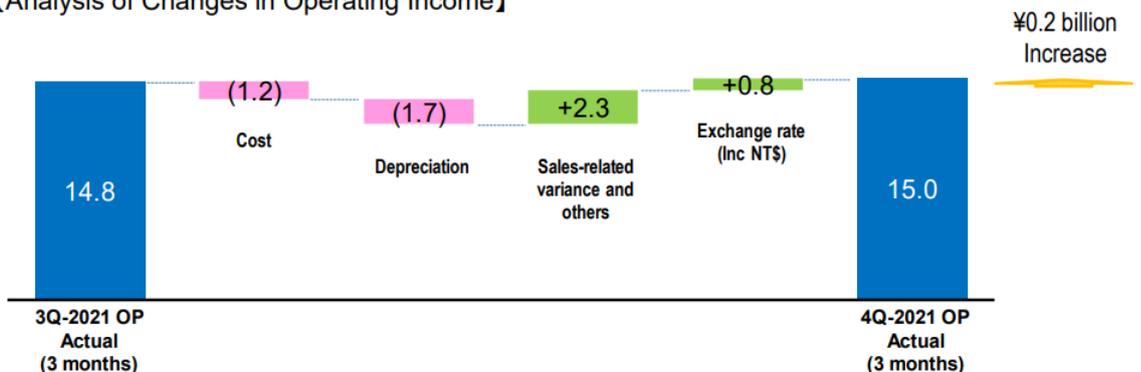
资料来源: SUMCO 21Q4 业绩说明会材料, 中银证券

图表 15. SUMCO 2021Q4 单季度经营利润环比提升归因

■ 3Q-2021 Actual → 4Q-2021 Actual

	3Q-2021 Actual	4Q-2021 Actual	Change
Net Sales	86.7	91.2	+4.5
Operating Income	14.8	15.0	+0.2
Exchange Rate (Yen/US\$)	110.0	113.2	+3.2

【Analysis of Changes in Operating Income】



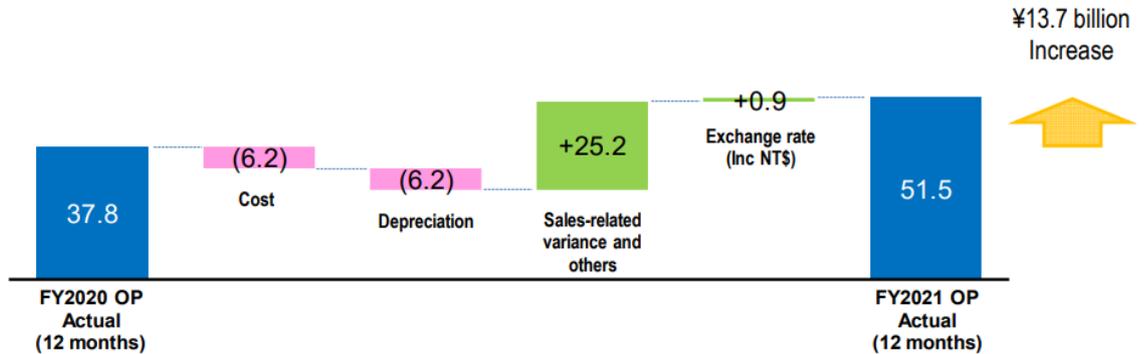
资料来源: SUMCO 21Q4 业绩说明会材料, 中银证券

图表 16. SUMCO 2021 年全年经营利润同比提升归因

■ FY2020 Actual (12 months) → FY2021 Actual (12 months)

	(Billions of Yen)		
	FY2020 Actual	FY2021 Actual	Change
Net Sales	291.3	335.6	+44.3
Operating Income	37.8	51.5	+13.7
Exchange Rate (Yen/US\$)	106.9	109.6	+2.7

【Analysis of Changes in Operating Income】



资料来源: SUMCO 21Q4 业绩说明会材料, 中银证券

图表 17. SUMCO 2021 年资产负债表节选

	(Billions of Yen)		
	End of Dec-2020	End of Dec-2021	Change
Cash and time deposits	82.9	224.6	+141.7
Notes and accounts receivable	60.4	75.8	+15.4
Finished products and WIP	38.3	39.8	+1.5
Raw materials and supplies	142.1	134.9	(7.2)
Tangible and intangible assets	214.1	235.1	+21.0
Deferred income tax assets	10.4	12.5	+2.1
Other assets	45.2	42.1	(3.1)
<b>Total Assets</b>	<b>593.4</b>	<b>764.8</b>	<b>+171.4</b>
Debt and borrowings	149.8	141.0	(8.8)
Other liabilities	88.6	101.0	+12.4
<b>Liabilities</b>	<b>238.4</b>	<b>242.0</b>	<b>+3.6</b>
Capital stock	138.7	199.0	+60.3
Capital surplus	27.4	85.2	+57.8
Retained earnings	151.5	185.0	+33.5
Others	37.4	53.6	+16.2
<b>Equity</b>	<b>355.0</b>	<b>522.8</b>	<b>+167.8</b>
Shareholders' equity ratio	53.1%	62.3%	+9.2%
Equity per share (Yen)	1,082.2	1,359.8	+277.6
D/E ratio (gross)	0.48x	0.30x	(0.18)x
D/E ratio (net)	0.21x	(0.18)x	(0.39)x

资料来源: SUMCO 21Q4 业绩说明会材料, 中银证券

**图表 18. SUMCO 2021 年现金流量表节选**

		(Billions of Yen)
		FY2021 (12 months)
	Income before income taxes	51.1
	Depreciation	51.3
	Subtotal	102.4
	Decrease in inventories	11.1
	Changes in working capital, etc.	(8.8)
	<b>Net cash provided by operating activities</b>	<b>104.7</b>
	Capital expenditure (Acceptance basis)	(69.5)
	Others, net	2.2
	<b>Net cash used in investing activities</b>	<b>(67.3)</b>
	<b>Free cash-flow</b>	<b>37.4</b>
Cash flow from financing activities, etc.	Proceeds from issuance of new shares	119.8
	Dividends paid & payments for purchases of treasury stock	(11.8)
	Repayments of debt	(8.8)
	Foreign currency translation adjustments and others	5.1
	<b>Net increase in cash and time deposits</b>	<b>141.7</b>

资料来源: SUMCO 21Q4 业绩说明会材料, 中银证券

**图表 19. SUMCO 2022 年一季度业绩预测**

						(Billions of Yen)
	1Q-2021 Actual	4Q-2021 Actual	1Q-2022 Forecast	Change		
				YoY	QoQ	
Net sales	75.9	91.2	99.0	+23.1	+7.8	
Operating income	9.3	15.0	21.0	+11.7	+6.0	
Non-operating income and expenses	0.1	1.0	(1.0)	(1.1)	(2.0)	
Ordinary income	9.4	16.0	20.0	+10.6	+4.0	
Extraordinary income and expenses	-	-	-	-	-	
Income taxes	(1.3)	(0.9)	(5.5)	(4.2)	(4.6)	
Net income attributable to non-controlling interests	(0.8)	(0.9)	(1.5)	(0.7)	(0.6)	
Net income attributable to owners of the parent	7.3	14.2	13.0	+5.7	(1.2)	
Exchange rate (Yen/US\$) (*1)	104.8	113.2	115.0	+10.2	+1.8	
Operating margin (%)	12.3%	16.5%	21.2%	+8.9%	+4.7%	
EBITDA margin (%)	27.4%	33.2%	35.2%	+7.8%	+2.0%	
ROE (%)	9.3%	13.9%	10.9%	+1.6%	(3.0%)	
Net income per share (Yen)	25.35	41.71	37.13	+11.78	(4.58)	

\*1. If the yen appreciate by 1 yen against the US dollar, operating income of SUMCO will decrease by 1.3 billion yen per year.

资料来源: SUMCO 21Q4 业绩说明会材料, 中银证券

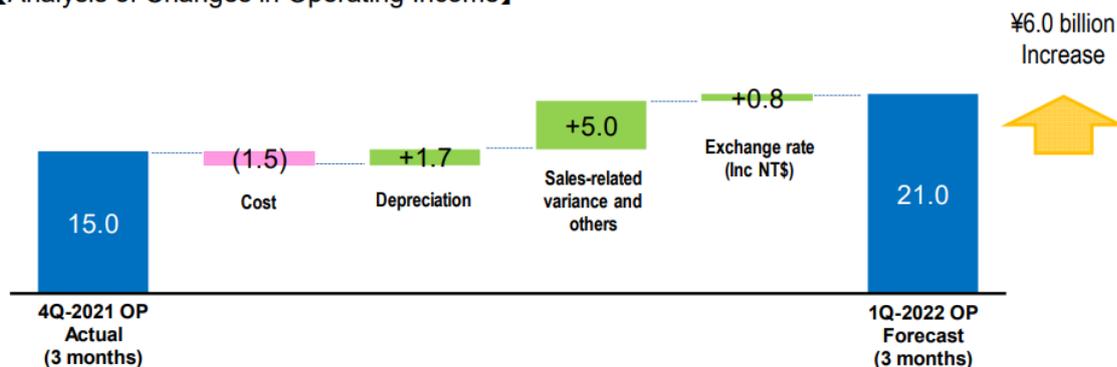
图表 20. SUMCO 2022 年一季度经营利润环比提升归因

■ 4Q-2021 Actual → 1Q-2022 Forecast

	4Q-2021 Actual	1Q-2022 Forecast	Change
Net Sales	91.2	99.0	+7.8
Operating Income	15.0	21.0	+6.0
Exchange Rate (Yen/US\$)	113.2	115.0	+1.8

(Billions of Yen)

【Analysis of Changes in Operating Income】



资料来源: SUMCO 21Q4 业绩说明会材料, 中银证券

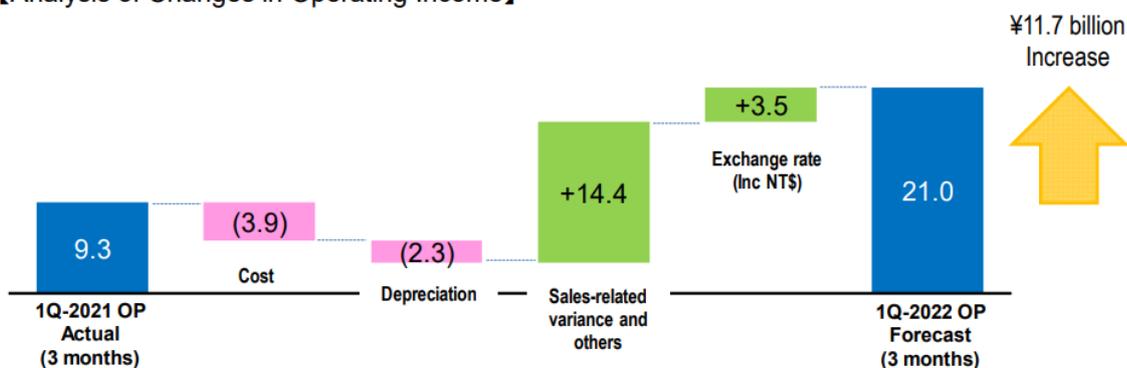
图表 21. SUMCO 2022 年一季度经营利润同比提升归因

■ 1Q-2021 Actual (3 months) → 1Q-2022 Forecast (3 months)

	1Q-2021 Actual	1Q-2022 Forecast	Change
Net Sales	75.9	99.0	+23.1
Operating Income	9.3	21.0	+11.7
Exchange Rate (Yen/US\$)	104.8	115.0	+10.2

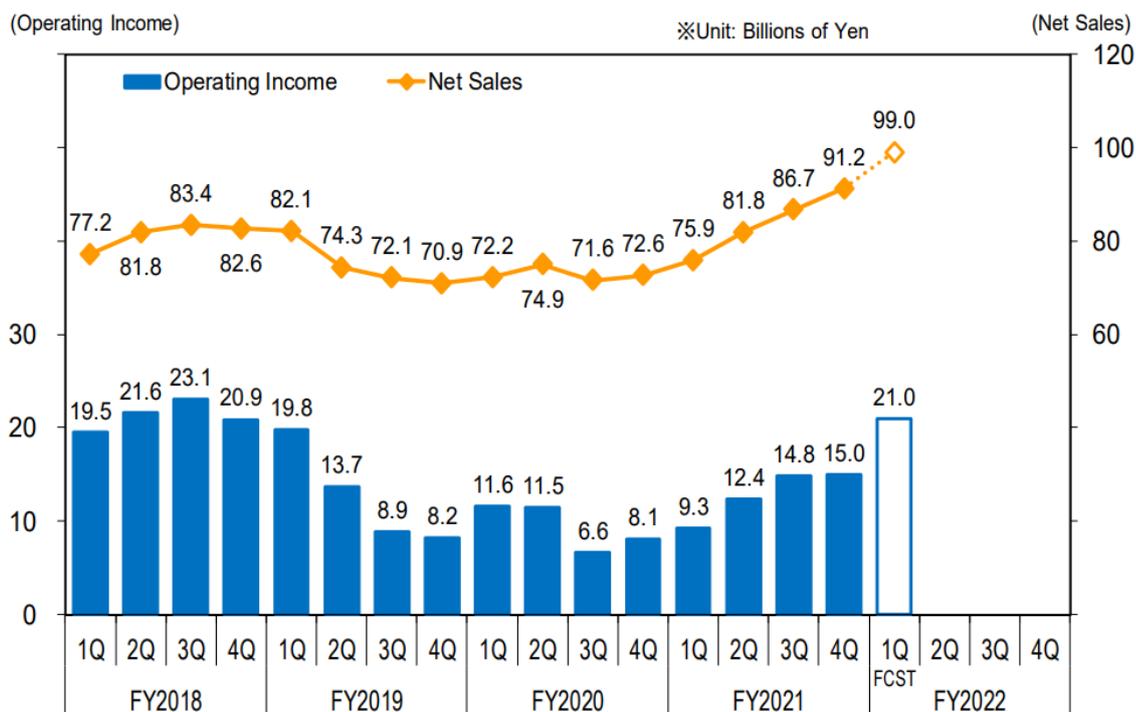
(Billions of Yen)

【Analysis of Changes in Operating Income】



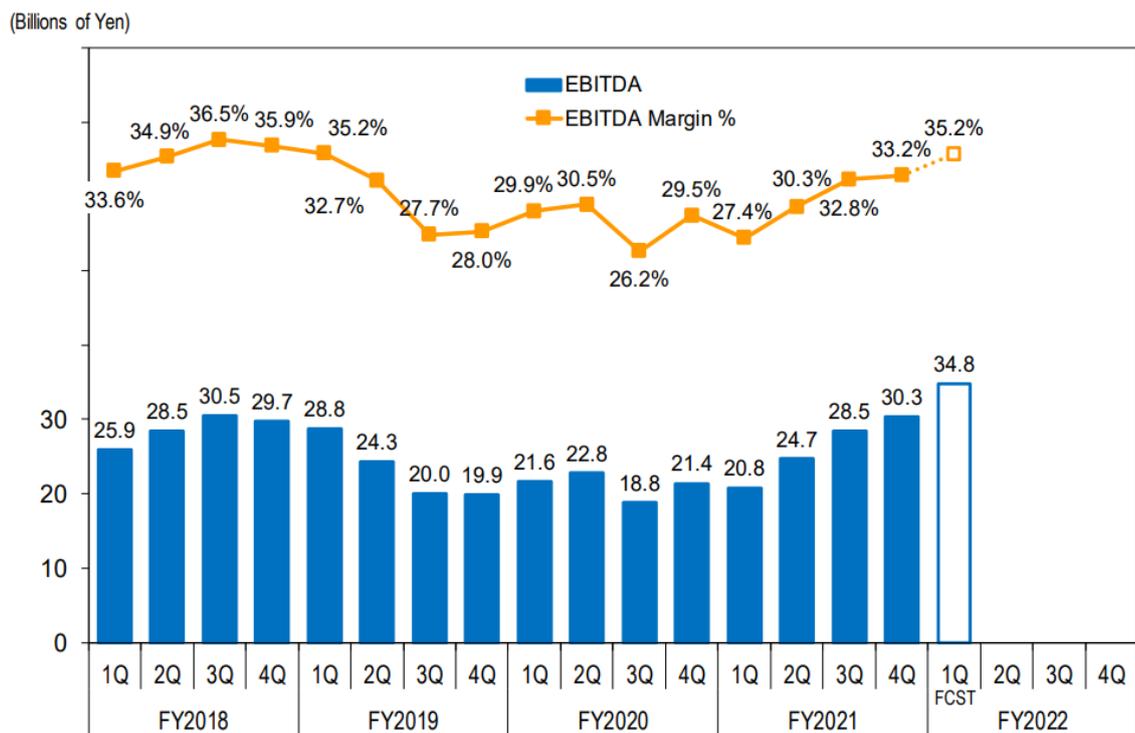
资料来源: SUMCO 21Q4 业绩说明会材料, 中银证券

图表 22. SUMCO 2021 年盈利能力不断走高



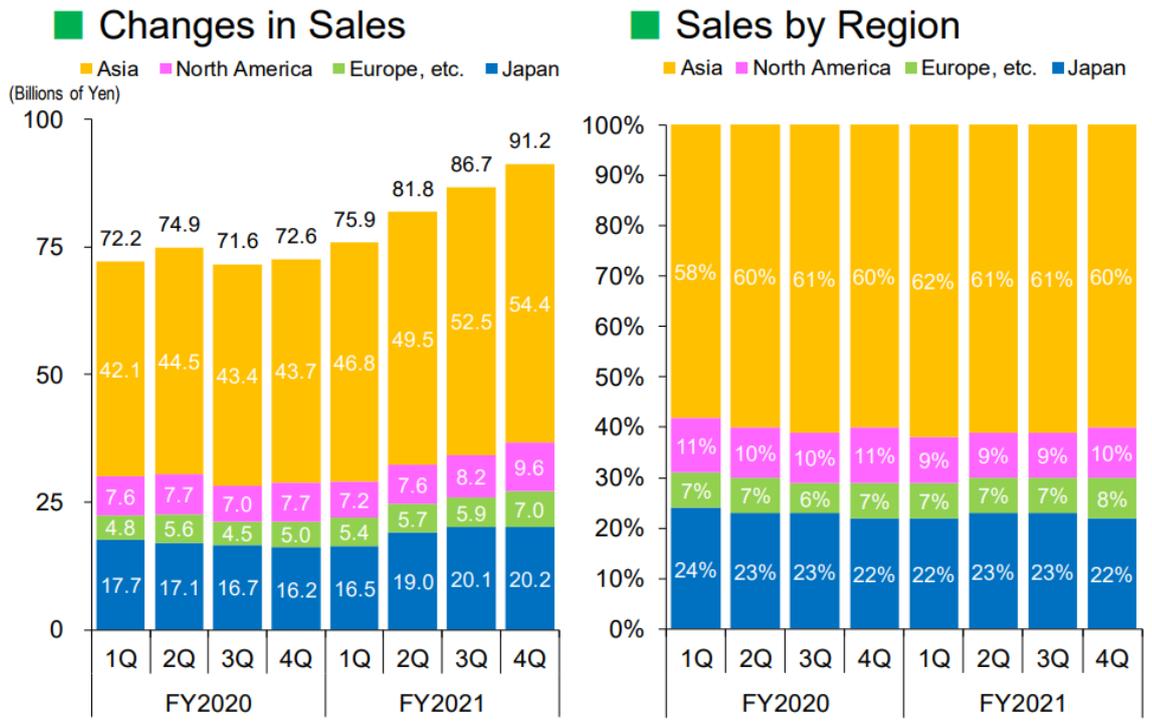
资料来源: SUMCO 21Q4 业绩说明会材料, 中银证券

图表 23. SUMCO 2021 年 EBITDA 率不断走高



资料来源: SUMCO 21Q4 业绩说明会材料, 中银证券

图表 24. SUMCO 营收来源拆分



资料来源: SUMCO 21Q4 业绩说明会材料, 中银证券

## 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