



**买入**

**27% ↑**

目标价格:人民币 9.10

600067.CH

价格:人民币 7.16

目标价格基础:净资产值折价 20%

板块评级:中立

# 冠城大通

## 地产结算有望放量, 锂电池全面投产在即

2016年, 冠城大通实现营业收入61.3亿元, 归属于上市公司股东的净利润3.22亿元, 较上年同期增长51.3%。由于公司主要地产项目权益比例增加以及上年同期计提大额资产减值准备影响; 公司计划2017年合并营业收入约为70亿元。2017年随着新任董事长上任, 我们认为公司将成为非常优质的地产转型投资标的: 1) 南通项目在过去几年已计提存货跌价准备, 而高毛利的北京住宅项目将在今明两年进入竣工期, 并于去年10月大幅提升开发权益比例, 结算业绩有望超预期放量; 2) 今年1月公司连续公告新能源转型业务的推进, 年报中也首次将该业务地位置于地产业务之前体现转型决心, 与福建省投合资运营的电池组生产线年内投产, 满产后预计贡献净利润1亿元; 3) 公司此前两轮员工持股计划持股均价分别为7.67元和7.34元绑定多方利益。我们预测公司2017-2019年每股收益分别为0.29元、0.39元和0.53元, 给予目标价9.10元/股, 相当于20% RNAV折价, 重申买入评级。

### 支撑评级的要点

- **地产聚焦大北京、大南京, 高毛利北京项目进入结转期。**2016年公司房地产业务实现销售额43.9亿元, 实现结算收入33亿元, 主要由于销售和结转了南京大通蓝郡项目, 期末预收账款达31.7亿元。去年10月, 公司位于北京的西北旺和百旺项目的开发权益比例分别提升至73.82%和81.5%, 大幅提升优质土地储备。未来随着公司位于北京的项目逐步竣工, 有望迎来结转高峰期, 目前二手房均价超过7万元/平米, 可结算面积30万方, 权益可结货值达165亿元, 保证今明两年业绩释放。
- **锂电池组全面投产在即, 转型新能源获实质性推进。**2016年公司加快转型新能源锂电池行业步伐, 完成了厂房购买和技术研发团队的引进, 且动力锂电池PACK手工电池包开始小批量试生产和销售, 2016年实现销量864千瓦时, PACK自动生产线、电芯中试研发线、电芯生产线正在加紧推进, 预计在2017年2季度实现全面投产, 由于公司与福建省投成立合资公司获取订单, 有望对接省内国有新能源汽车制造商, 预计生产线满产后或贡献净利润近1亿元, 占比目前归母净利润约30%。
- **新任董事长1月上任, 两期员工持股计划绑定多方利益。**2017年1月, 韩孝煌先生担任公司董事长, 其从2006年起担任公司副董事长, 兼任福建省第十一届政协委员、北京市海淀区第十届政协常委和北京福州商会会长等社会职务, 上任后有望全面推进公司业务发展。2015-2016年公司推出两期员工持股计划, 分别于2016年1月和12月完成购买, 合计购买股票6,778万股, 增持均价分别为7.67元和7.34元, 绑定多方利益。同时, 公司控股股东过去2年累计增持2,899万股, 交易均价6.94元/股, 彰显转型决心。

### 评级面临的主要风险

- 房地产业务结转慢于预期; 锂电池业务推进慢于预期。

### 估值

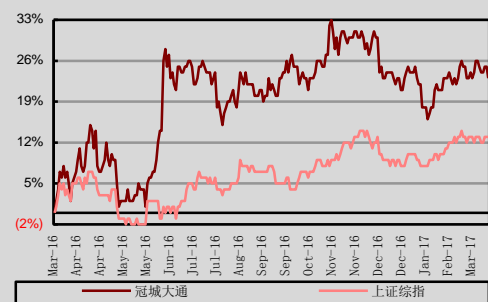
- 我们预测公司2017-2019年每股收益分别为0.29元、0.39元和0.53元, 给予公司目标价9.10元/股, 相当于20%的RNAV折价, 重申买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币百万)	7,402	6,129	7,259	9,877	12,956
变动(%)	(2)	(17)	18	36	31
净利润(人民币百万)	212	322	435	577	791
全面摊薄每股收益(人民币)	0.143	0.215	0.292	0.387	0.530
变动(%)	(77.4)	50.9	35.4	32.6	37.0
全面摊薄市盈率(倍)	50.1	33.2	24.5	18.5	13.5
价格/每股现金流量(倍)	15.5	3.1	(61.4)	(11.0)	(10.5)
每股现金流量(人民币)	0.46	2.31	(0.12)	(0.65)	(0.68)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.0	14.5	14.3	11.9	9.4
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.135	0.179	0.245
股息率(%)	1.4	1.4	1.9	2.5	3.4

资料来源: 公司数据及中银证券预测

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(0.6)	0.7	(0.4)	22.6
相对上证指数	(3.9)	(0.2)	(4.4)	9.5

发行股数(百万)	1,492
流通股(%)	100
流通股市值(人民币百万)	10,684
3个月日均交易额(人民币百万)	53
净负债比率(%) (2017E)	9
主要股东(%)	
福建丰裕投资有限公司	32

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以2017年3月15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

房地产: 房地产开发

卢晓峰

(8621)20328284

xiaofeng.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516050001

**图表 1. 2016 年业绩摘要**

(人民币, 百万)	2015 年	2016 年	同比变动 (%)
营业收入	7,402	6,129	(17.2)
营业成本	(5,249)	(4,635)	(11.7)
营业税	(810)	(448)	(44.7)
毛利润	1,343	1,045	(22.2)
其他收入	(193)	(31)	(84.2)
销售费用	(127)	(143)	13.0
管理费用	(201)	(217)	7.9
营业利润	821	654	(20.4)
投资收益	92	123	34.0
财务费用	(210)	(192)	(8.3)
营业外收支	68	12	(83.0)
税前利润	772	597	(22.7)
所得税	(317)	(232)	(26.7)
少数股东权益	(243)	(43)	(82.3)
归属上市公司股东净利润	212	322	51.3
主要比率(%)			百分点增减
毛利率	18.1	17.1	(1.1)
经营利润率	11.1	10.7	(0.4)
净利率	2.9	5.2	2.4

资料来源: 公司数据, 中银证券

2016 年, 公司实现营业收入 61.29 亿元, 同比减少 17.20%; 实现主营业务收入 59.83 亿元, 同比减少 17.52%; 由于本年度主要地产项目权益比例增加、漆包线销量增加且毛利率提高以及上年同期计提大额资产减值准备影响。

公司 2016 年度实现归属于上市公司股东的净利润 3.22 亿元, 较上年同期增长 51.34%, 利润来源仍主要为房地产业务和漆包线业务。

**图表 2. 2016 年分产品营业收入及利润率**

	营业收入(亿元)	同比增长(%)	毛利率(%)	同比变动(百分点)
房地产	33.0	(28.3)	37.8	(5.0)
漆包线	26.4	(0.6)	7.6	2.0
电解液添加剂	0.19	356.0	8.8	(0.5)
动力电池组	0.02	NA	8.4	NA

资料来源: 公司数据, 中银证券

## 1、房地产业务: 聚焦大北京、大南京

公司在南京开发的**冠城大通蓝郡项目**, 地处国家级江北新区, 毗邻地铁 S8 号线龙池站以及宁连高速、江北快速路等多条交通要道, 项目总投资额 46 亿元, 单位投资额约 5,400 元/平方米, 而目前售价约 12,000 元/平方米。2016 年冠城大通蓝郡项目实现结算面积 13.90 万平方米, 实现主营业务收入 9.84 亿元, 实现净利润 2.04 亿元, 净利润率高达 20%, 我们预计该项目权益未结货值达 63 亿元。

公司在北京开发的商品房项目主要是**百旺杏林湾项目**, 位于中关村发展区的核心位置——中关村永丰高新技术产业基地的东北角, 地理位置优越。该项目由公司收购北京海淀科技园建设股份有限公司所得, 项目主要进行西北旺新村、百旺杏林湾等项目开发, 项目投资额分别达到 84 亿和 40 亿元。此前, 项目开发权益比例分别为 53.82%和 41%。

2016年10月，公司分别以6,547万元和11.97亿元的挂牌底价成功竞得北京中关村永丰产业基地发展有限公司出让其持有的德成置地20%股权和德成兴业39.75%股权。本次交易完成后，公司通过直接和间接方式合计持有西北旺新村73.82%股权和百旺杏林湾81.5%股权，增加了优质权益土地储备。

2016年项目共实现结算面积1.95万平方米，实现主营业务收入7.39亿元，实现净利润1.54亿元，净利润率已高达20%。目前北京项目售价已由结算均价的40,000元/平米涨至70,000元/平米，预计项目权益可结货值达到165亿元，随着项目逐步进入竣工期，有望在未来几年贡献主要结算业绩。根据公司目前的项目布局，我们估计公司的重估净资产价值约170亿元。

**图表 3. 2016 年末主要项目储备未结面积及货值**

项目名称	区域	权益(%)	可售面积 (万平米)	剩余可售 (万平米)	未结面积 (万平米)	销售均价 (元/平米)	权益未结 货值 (亿元)
冠城大通蓝郡	南京	100	85.1	39.5	52.6	12,000	63
西北旺新村	北京	73.82	45.9	7.7	7.8	50,000	29
百旺杏林湾	北京	81.50	53.7	18.6	23.8	70,000	136
骏和棕榈湾	南通	100	45.4	16.6	19.0	12,000	23
<b>合计</b>		<b>--</b>	<b>230</b>	<b>82</b>	<b>103</b>		<b>251</b>

资料来源：公司数据，中银证券

## 2、锂电池业务：转型战略升级，全面投产在即

2016年，公司控股子公司福建冠城瑞闽新能源科技有限公司完成了厂房购买；引进了一支由具有多年从事新能源业务经验的海归领衔的强大的技术研发团队，团队技术体系涵盖动力电池产品研发、工程设计、测试验证、制造等领域；动力电池PACK手工电池包开始小批量试生产和销售，2016年实现销量864千瓦时，实现主营业务收入177.4万元。

2017年1月公司连续发布《关于控股子公司冠城瑞闽动力锂电池项目首批订单交付完成的公告》和《关于控股子公司福建冠城瑞闽动力锂电池项目进展的公告》，公告目前已取得的首批纯电动及混合动力电池订单合同金额合计214.1万元，首批纯电动动力电池订单已经成功交付，显示公司的锂电池业务获得实质性推进。

2017年，随着公司PACK自动生产线、电芯中试研发线、电芯生产线正在加紧推进，预计分别在二季度和年内实现全面投产。同时，随着新购置的电解液添加剂生产设备全面投入使用，添加剂的产品生产规模将进一步扩大，产品种类也将更加丰富。

值得注意的是，公司在2016年年度报告的表述中将“新能源业务”置于“房地产业务”之前，预示公司已将“新能源业务”提升至重要战略高度，彰显转型决心。此外，公司在2017年计划中表示将继续寻找新能源业务的并购机会做大做强，并进一步完善新能源业务产业链，预计公司的锂电池业务将实现外延与内生的共同增长。

目前负责锂电池业务的子公司福建冠城瑞闽新能源科技有限公司是由公司与福建省投合资成立，未来公司锂电池组产品有望获得福建省国有汽车生产商的采购认证，并获得持续放量的采购订单。我们预计公司年内产能有望达到1Gwh，满产后有望实现营业收入18-20亿元，按照10%的净利率和50%的权益比例计算将实现净利润1亿元，占比目前公司归母净利润近30%。

**图表 4. 动力电池业务收入敏感性分析**

收入 (亿元)	价格 (元/wh)					
	0	1.2	1.4	1.6	1.8	2.0
0.5	6	7	8	9	10	
1.0	12	14	16	18	20	
1.5	18	21	24	27	30	
产量 (Gwh)	2.0	24	28	32	36	40
	2.5	30	35	40	45	50
	3.0	36	42	48	54	60
	3.5	42	49	56	63	70

资料来源：公司数据，中银证券

### 3、17年1月新任董事长上任，两轮员工持股计划绑定利益

2015年7月公司公告成立员工持股计划“融信9号资产管理计划”，员工出资总额不超过1亿元，中信证券将会为中融资管资金管理计划提供2倍的融资额度，2016年1月19日，公司员工持股计划累计通过二级市场买入的方式完成股票购买，**累计购买公司股票2,964万股，成交金额合计2.3亿元，交易均价7.77元/股**，公司总股本的比例为2.00%。

2016年5月公司公告成立第二期员工持股计划“中信盈时冠城大通员工持股计划二期资产管理计划”，员工出资总额不超过1亿元，中信证券将会为中融资管的资金管理计划提供2倍的融资额度，公司提供10%的预期保底收益。2016年12月7日，公司员工持股计划累计通过二级市场买入的方式完成股票购买，**累计购买公司股票3,814万股，成交金额合计2.8亿元，交易均价7.34元/股**，公司总股本的比例为2.56%。

此外，公司控股股东于2015-2016年期间**累计增持购买公司股票2,899万股，增持金额合计2亿元，交易均价为6.94元/股**。我们认为两轮员工持股计划有效绑定管理层、员工与股东的三方利益，为公司后续战略转型提供坚实基础。

**图表 5. 冠城大通控股股东增持均价**

公告日期	变动截止日	股东名称	方向	变动数量 (万股)	参考市值 (万元)	变动后持股数 (万股)	变动后持股比 (%)	交易均价(元)
2016/7/5	2016/7/1	福建丰榕投资有限公司	增持	1,380.13	10022.71	47,734.70	32.08	7.26
2016/6/3	2016/6/2	福建丰榕投资有限公司	增持	1,459.38	9627.40	46,354.57	31.16	6.60
2015/7/6	2015/7/3	福建丰榕投资有限公司	增持	59.82	462.54	44,895.19	30.28	7.73
<b>合计/平均</b>				<b>2,899.33</b>	<b>20,112.64</b>	<b>47,734.70</b>	<b>32.08</b>	<b>6.94</b>

资料来源：万得数据及中银证券

2016年12月30日，公司发布董事会会议决议，同意选举韩孝煌先生担任公司董事长，任职日期为2017年1月6日。韩孝煌先生从2006年8月起担任公司副董事长，兼任福建省第十一届政协委员、北京市海淀区第十届政协常委、中国民营企业家协会副会长、北京福建企业商会常务副会长、北京福州商会会长、福州市工商联副主席等社会职务。

我们认为随着2017年新任董事长上任，公司转型的锂电池业务将获得战略级别提升并取得实质性推进，有望实现外延与内生的共同增长。同时，公司今年地产结转业绩有望大幅放量，主要由于高毛利的北京百旺等住宅项目将逐步进入竣工期，考虑到公司此前两轮员工持股计划持股均价分别为7.67元和7.34元提供较高安全边际，我们预测公司2017-2019年每股收益分别为0.29元、0.39元和0.53元，给予公司目标价9.10元/股，相当于20%的RNAV折价，重申**买入**评级。

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	7,402	6,129	7,259	9,877	12,956
销售成本	(6,059)	(5,084)	(6,136)	(8,348)	(10,823)
经营费用	(240)	(274)	(329)	(482)	(662)
息税折旧前利润	1,103	771	794	1,048	1,471
折旧及摊销	(88)	(87)	(99)	(100)	(101)
经营利润(息税前利润)	1,015	685	696	948	1,371
净利息收入/(费用)	(152)	(163)	(153)	(199)	(288)
其他收益/(损失)	(61)	106	151	172	177
税前利润	772	597	657	871	1,194
所得税	(317)	(232)	(164)	(217)	(298)
少数股东权益	(243)	(43)	(58)	(77)	(105)
净利润	212	322	435	577	791
核心净利润	212	322	435	577	791
每股收益(人民币)	0.143	0.215	0.292	0.387	0.530
核心每股收益(人民币)	0.143	0.215	0.292	0.387	0.530
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.135	0.179	0.245
收入增长(%)	(2)	(17)	18	36	31
息税前利润增长(%)	(24)	(33)	2	36	45
息税折旧前利润增长(%)	(22)	(30)	3	32	40
每股收益增长(%)	(77)	51	35	33	37
核心每股收益增长(%)	(77)	51	35	33	37

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	772	597	657	871	1,194
折旧与摊销	88	87	99	100	101
净利息费用	182	194	190	249	354
运营资本变动	(167)	2,900	(824)	(1,819)	(2,208)
税金	(317)	(232)	(164)	(217)	(298)
其他经营现金流	129	(96)	(132)	(154)	(160)
经营活动产生的现金流	688	3,450	(174)	(970)	(1,018)
购买固定资产净值	(25)	132	34	9	2
投资减少/增加	30	31	37	50	66
其他投资现金流	638	(1,276)	61	31	(14)
投资活动产生的现金流	642	(1,112)	132	90	53
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(1,045)	(747)	925	2,838	3,371
支付股息	(149)	(149)	(201)	(267)	(366)
其他融资现金流	638	(1,276)	61	31	(14)
融资活动产生的现金流	(556)	(2,172)	785	2,603	2,991
现金变动	774	166	743	1,723	2,026
期初现金	3,335	3,869	4,035	4,779	6,503
公司自由现金流	1,330	2,338	(42)	(880)	(965)
权益自由现金流	285	1,591	883	1,958	2,406

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	3,869	4,035	4,779	6,503	8,530
应收帐款	753	801	949	1,291	1,694
库存	10,232	9,294	11,007	14,978	19,646
其他流动资产	427	506	401	550	714
流动资产总计	15,281	14,637	17,136	23,322	30,584
固定资产	982	1,366	1,463	1,560	1,657
无形资产	625	601	601	601	601
其他长期资产	3,002	3,270	3,214	3,382	3,624
长期资产总计	4,608	5,237	5,278	5,542	5,882
总资产	19,889	19,874	22,414	28,864	36,466
应付帐款	2,145	2,895	3,391	4,645	6,039
短期债务	1,599	1,081	2,235	5,303	8,903
其他流动负债	3,510	4,503	5,328	7,261	9,534
流动负债总计	7,254	8,479	10,955	17,209	24,476
长期借款	3,713	3,484	3,255	3,026	2,797
其他长期负债	192	177	207	283	367
股本	1,488	1,492	1,492	1,492	1,492
储备	5,574	5,324	5,556	5,864	6,287
股东权益	7,062	6,816	7,048	7,357	7,779
少数股东权益	1,668	918	949	990	1,046
总负债及权益	19,889	19,874	22,414	28,864	36,466
每股帐面价值(人民币)	4.75	4.57	4.72	4.93	5.21
每股有形资产(人民币)	4.33	4.17	4.32	4.52	4.80
每股净负债/(现金)(人民币)	0.97	0.36	0.48	1.22	2.12

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	14.9	12.6	10.9	10.6	11.4
息税前利润率(%)	13.7	11.2	9.6	9.6	10.6
税前利润率(%)	10.4	9.7	9.0	8.8	9.2
净利率(%)	2.9	5.2	6.0	5.8	6.1
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	2.1	1.7	1.6	1.4	1.2
利息覆盖率(倍)	4.8	3.0	3.1	3.2	3.3
净权益负债率(%)	16.5	6.8	8.9	21.9	35.9
速动比率(倍)	0.7	0.6	0.6	0.5	0.4
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	50.1	33.2	24.5	18.5	13.5
核心业务市盈率(倍)	50.1	33.2	24.5	18.5	13.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	63.7	42.2	31.2	23.5	17.2
市净率(倍)	1.5	1.6	1.5	1.5	1.4
价格/现金流(倍)	15.5	3.1	(61.4)	(11.0)	(10.5)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.0	14.5	14.3	11.9	9.4
<b>周转率</b>					
存货周转天数	636.6	701.0	603.8	568.1	583.8
应收帐款周转天数	38.3	46.3	44.0	41.4	42.0
应付帐款周转天数	112.1	150.1	158.1	148.5	150.5
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	118.7	76.0	61.5	61.6	61.7
净资产收益率(%)	3.4	4.6	6.3	8.0	10.5
资产收益率(%)	3.0	2.1	2.5	2.8	3.1
已运用资本收益率(%)	7.6	5.4	5.7	6.6	7.7

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 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。

本报告期内含保密信息，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  
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