



买入

32% ↑

目标价格:人民币 9.10

600067.CH

价格:人民币 6.87

目标价格基础:重估净资产值平价

板块评级:中立

冠城大通

中报盈利大增再超预期, 锂电池投产迎催化剂

公司发布业绩预增公告, 预计 2017 年上半年实现归属于上市公司股东的净利润为 4.8 亿元至 5.2 亿元之间, 每股收益约 0.32 元至 0.35 元之间, 较上年同期将增加 1,302% 至 1,419%。公司半年度业绩区间已大幅超越 2016 年全年 3.2 亿元的业绩, 继一季报后再超市场预期, 也印证我们此前的推荐逻辑和观点。我们认为公司今年地产业绩的超预期释放, 体现了公司优质的地产业务储备布局, 同时公司锂电池项目将按照公告进度于下半年陆续投产, 预计 18 年满产后贡献净利润 1.8-2 亿元, 且近期显著受益于新能源汽车销量超预期和积分制落地的催化剂。此外, 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 元提供安全边际。我们上调公司 2017-2019 年每股收益预测分别为 0.39 元、0.52 元和 0.69 元, 维持目标价 9.10 元, 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。**公司上半年业绩大增, 主要由于: (1) 报告期内主要结算项目为北京百旺杏林湾项目, 毛利率较高且同期结算基数较低; (2) 公司控股子公司北京海科建于本期内完成所持有的北京实创科技园 12.4% 股权的转让, 实现净利润约 1.2 亿元。公司地产储备优质, 公司去年通过股权转让将北京的西北旺和百旺项目的开发权益比例分别已提升至 73.82% 和 81.5%, 并在今年获取常熟地块继续布局大南京, 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 7.5 万元/平米, 公司目前总货值约 350-400 亿元, 保证转型期两年业绩释放。
- **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, PACK 自动生产线、电芯生产线正在加紧推进, 预计分别于 3、4 季度投产; 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 18 年生产线满产后或贡献净利润近 1.8-2 亿元。此外, 工信部数据显示 5 月新能源汽车产销分别同比增长 38% 和 28% 超出市场预期, 而积分制也有望在明年实行, 近期催化剂明显。
- **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。

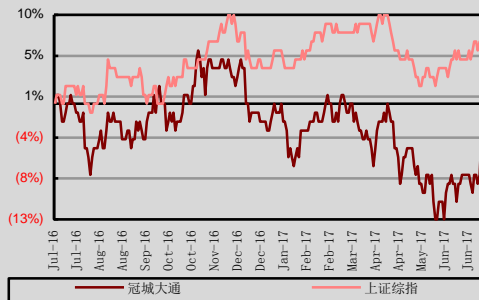
评级面临的主要风险

- 房地产业务销售受调控影响; 锂电池业务推进慢于预期。

估值

- 我们上调公司 2017-2019 年每股收益分别为 0.39 元、0.52 元和 0.69 元, 维持目标价 9.10 元, 相当于 RNAV 净资产平价, 重申买入评级。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(3.1)	7.8	2.6	(3.2)
相对上证指数	(4.9)	5.2	3.2	(12.2)

发行股数(百万)	1,492
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	10,251
3 个月日均交易额(人民币 百万)	77
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
福建丰榕投资有限公司	32

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2017 年 6 月 30 日收市价为标准

相关研究报告

《冠城大通: 地产结算有望放量, 锂电池全面投产在即》2017.3.16

《冠城大通: 一季报大幅预增, 全年结算业绩放量确定》2017.4.05

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, ACCA

(8621)20328284

xiaofeng.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516050001

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	7,408	10,057	13,171
变动(%)	(2)	(17)	21	36	31
净利润(人民币 百万)	212	322	580	771	1,024
全面摊薄每股收益(人民币)	0.143	0.215	0.389	0.517	0.686
变动(%)	(77.4)	50.9	80.4	32.9	32.8
原先预测每股收益(人民币)			0.292	0.407	0.531
调整幅度(%)			33	25	25
全面摊薄市盈率(倍)	48.1	31.9	17.7	13.3	10.0
价格/每股现金流量(倍)	14.9	3.0	15.1	7.2	3.8
每股现金流量(人民币)	0.46	2.31	0.46	0.95	1.80
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.6	14.0	11.3	7.2	4.1
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.180	0.239	0.318
股息率(%)	1.5	1.5	2.7	3.6	4.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

1、房地产业务：聚焦大北京、大南京，进入业绩收获期

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/平米，而目前售价约 13,000 元/平米。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。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 166 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。

2017 年 4 月和 5 月，公司分别以 11.9 亿元和 8.5 亿元竞得两处常熟地块，继续实施布局“大南京”的战略。新增常熟项目合计建筑面积达到 27.4 万方，预计货值近 40 亿元。根据公司目前的项目布局，我们测算公司的重估净资产价值约 135 亿元，即 9.10 元/股。

图表 1. 2016 年末主要项目储备未结面积及 RNAV

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)	未结货值 (亿元)	权益未结 货值 (亿元)	总投资额 (亿元)	单位成本 (元/平 米)	预计净利 润(亿元)	RNAV 增值 (亿元)
冠城大通蓝郡	南京	100	85.1	39.5	52.6	13,000	68	68	46	4,543	18.0	12.7
西北旺新村	北京	73.82	45.9	19.1	19.1	50,000	96	70	72	9,141	21.4	16.9
百旺杏林湾	北京	81.50	53.7	18.6	23.8	70,000	166	136	40	6,267	41.3	29.6
骏和棕榈湾	南通	100	45.4	16.6	19.0	12,000	23	23	29	6,035	5.7	4.7
常熟地块	常熟	100	27.4	25	25	15,000	38	38	29	11,136	3.2	2.4
合计			258	94	114		353	297	229		90	66
归母净资产												68
RNAV												135

资料来源：万得数据及中银证券

2、锂电池业务：转型战略升级，全面投产在即

2015年5月，公司与福建省投资开发集团有限责任公司下属子公司福建省福投新能源投资有限公司共同投资设立福建冠城瑞闽新能源科技有限公司，负责动力电池、电池组及充电技术等研发、生产、销售运营管理，分别持有50%股权，计划投资规模约20亿元。公司借助福建省投资开发集团的资源，有望全面切入福建省国资委旗下客车企业的锂电池供应链，面向客户包括福建省当地金龙汽车(600686.CH)、东南汽车、龙马环卫(603686.SH)等。

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。2016年，公司控股子公司福建创鑫购置了VEC产品自动化控制生产系统，阻燃剂NPCF产品新生产线完成中试。

2017年1月公司连续发布《关于控股子公司冠城瑞闽动力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，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2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。

此外，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20%的净利率和50%的权益比例计算将实现净利润近1.8-2亿元，占比目前公司归母净利润近50%。

图表 2. 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的资金管理计划提供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 3. 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
合计/平均				2,899.33	20,112.64	47,734.70	32.08	6.94

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。

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	7,408	10,057	13,171
销售成本	(6,059)	(5,084)	(6,169)	(8,294)	(10,861)
经营费用	(240)	(274)	(337)	(492)	(675)
息税折旧前利润	1,103	771	902	1,270	1,635
折旧及摊销	(88)	(87)	(99)	(100)	(101)
经营利润(息税前利润)	1,015	685	804	1,171	1,534
净利息收入/(费用)	(152)	(163)	(139)	(127)	(98)
其他收益/(损失)	(61)	106	249	171	177
税前利润	772	597	875	1,164	1,546
所得税	(317)	(232)	(218)	(290)	(386)
少数股东权益	(243)	(43)	(77)	(103)	(136)
净利润	212	322	580	771	1,024
核心净利润	212	322	580	771	1,024
每股收益(人民币)	0.143	0.215	0.389	0.517	0.686
核心每股收益(人民币)	0.143	0.215	0.389	0.517	0.686
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.180	0.239	0.318
收入增长(%)	(2)	(17)	21	36	31
息税前利润增长(%)	(24)	(33)	17	46	31
息税折旧前利润增长(%)	(22)	(30)	17	41	29
每股收益增长(%)	(77)	51	80	33	33
核心每股收益增长(%)	(77)	51	80	33	33

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	875	1,164	1,546
折旧与摊销	88	87	99	100	101
净利息费用	182	194	177	178	165
运营资本变动	(167)	2,900	(122)	417	1,419
税金	(317)	(232)	(218)	(290)	(386)
其他经营现金流	129	(96)	(132)	(153)	(160)
经营活动产生的现金流	688	3,450	679	1,415	2,685
购买固定资产净值	(25)	132	0	0	0
投资减少/增加	30	31	37	51	67
其他投资现金流	638	(1,276)	45	20	27
投资活动产生的现金流	642	(1,112)	83	70	94
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(1,045)	(747)	302	594	(283)
支付股息	(149)	(149)	(268)	(357)	(474)
其他融资现金流	638	(1,276)	45	20	27
融资活动产生的现金流	(556)	(2,172)	79	257	(730)
现金变动	774	166	841	1,743	2,050
期初现金	3,335	3,869	4,035	4,878	6,621
公司自由现金流	1,330	2,338	762	1,486	2,779
权益自由现金流	285	1,591	1,064	2,080	2,496

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	4,878	6,621	8,672
应收帐款	753	801	969	1,315	1,722
库存	10,232	9,294	10,372	12,068	13,171
其他流动资产	427	506	402	544	715
流动资产总计	15,281	14,637	16,620	20,548	24,280
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	3,303	3,537	3,837
长期资产总计	4,608	5,237	5,367	5,697	6,094
总资产	19,889	19,874	21,987	26,245	30,374
应付帐款	2,145	2,895	3,399	4,595	6,044
短期债务	1,599	1,081	1,612	2,435	2,381
其他流动负债	3,510	4,503	5,429	7,356	9,611
流动负债总计	7,254	8,479	10,440	14,387	18,037
长期借款	3,713	3,484	3,255	3,026	2,797
其他长期负债	192	177	207	280	367
股本	1,488	1,492	1,492	1,492	1,492
储备	5,574	5,324	5,634	6,046	6,593
股东权益	7,062	6,816	7,126	7,538	8,085
少数股东权益	1,668	918	959	1,014	1,087
总负债及权益	19,889	19,874	21,987	26,245	30,374
每股帐面价值(人民币)	4.75	4.57	4.78	5.05	5.42
每股有形资产(人民币)	4.33	4.17	4.37	4.64	5.01
每股净负债/(现金)(人民币)	0.97	0.36	(0.01)	(0.78)	(2.34)

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
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.9	12.6	12.2	12.6	12.4
息税前利润率(%)	13.7	11.2	10.8	11.6	11.6
税前利润率(%)	10.4	9.7	11.8	11.6	11.7
净利率(%)	2.9	5.2	7.8	7.7	7.8
流动性					
流动比率(倍)	2.1	1.7	1.6	1.4	1.3
利息覆盖率(倍)	4.8	3.0	3.8	5.1	6.6
净权益负债率(%)	16.5	6.8	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
估值					
市盈率(倍)	48.1	31.9	17.7	13.3	10.0
核心业务市盈率(倍)	48.1	31.9	17.7	13.3	10.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	63.7	42.2	23.4	17.6	13.3
市净率(倍)	1.4	1.5	1.4	1.4	1.3
价格/现金流(倍)	14.9	3.0	15.1	7.2	3.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.6	14.0	11.3	7.2	4.1
周转率					
存货周转天数	636.6	701.0	581.8	493.8	424.1
应收帐款周转天数	38.3	46.3	43.6	41.4	42.1
应付帐款周转天数	112.1	150.1	155.1	145.1	147.4
回报率					
股息支付率(%)	118.7	76.0	61.6	61.7	61.7
净资产收益率(%)	3.4	4.6	8.3	10.5	13.1
资产收益率(%)	3.0	2.1	2.9	3.6	4.1
已运用资本收益率(%)	7.6	5.4	6.7	9.1	11.3

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