



买入

31% ↑

目标价格: 人民币 14.08

原目标价格: 人民币 11.30

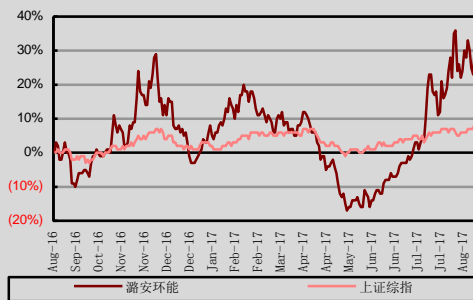
601699.CH

价格: 人民币 10.71

目标价格基础: 16倍 17年市盈率

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	40.7	6.7	11.9	21.1
相对新华富时 A50 指数	60.9	5.0	10.5	42.5

发行股数(百万)	2,294
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	24568
3个月日均交易额(人民币 百万)	
净负债比率(%) (2017E)	66
主要股东(%)	
山西潞安矿业(集团)有限责任公司	63

资料来源: 公司数据, 彭博及中银证券
以2017年8月28日收市价为标准

相关报告:

《17年半年业绩靓丽, 同比增长 21-23 倍, 估值只有 12 倍, 维持买入》2017.7.21

《冶金煤、弹性高、估值低、有题材》2017.4.6

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

能源: 煤炭

唐倩

(8610) 6622 9077

qian.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120036

潞安环能

2 季度喷吹煤销量翻倍, 估值最低的优质焦煤股

17 年中期业绩靓丽, 归属母公司净利润 11.4 亿元, 同比增加 21 倍。2 季度业绩环比增长 21%, 跑赢同业。上半年煤价几乎翻倍, 费用控制较好, 吨煤净利 71 元。公司的股价弹性比较好, 是优质的焦煤标的, 受益于山西国改进程的加快, 以及公司公告承诺的资产注入和整体上市预期较强, 而估值只有 12 倍之低, 几乎是估值最低的优质焦煤股。基于 16 倍 17 年目标市盈率, 将目标价由 11.30 元提升至 14.08 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 17 年上半年归属母公司净利润 11.4 亿元, 同比增长 2,119%, 每股收益 0.38 元。营业收入同比增长 99% 至 101 亿元, 成本同比增长 72% 至 65 亿元, 期间费用率总体下降 4 个百分点至 13%。毛利率由 25% 增长至 36%, 营业利润率由 0.6% 大幅增至 15%, 净利润由 1% 增至 11%。期间费用率总体下降 4 个百分点至 13%。净资产收益率由 0.29% 增至 5.97%。净负债率由去年同期的 54% 大幅下降至 30%。负债水平明显改善。
- 煤价同比接近翻倍, 吨煤净利 71 元。17 年上半年生产原煤 2,002 万吨, 同比上涨 9.3%; 销售商品煤 1,613 万吨, 同比下降 7.5%。综合煤价上涨 96% 至 527 元/吨, 主要是高煤价的喷吹煤销量大幅增长导致销售结构改善。单位成本增 34% 至 250 元/吨, 成本继续回升。吨煤净利同比增长 23 倍至 71 元, 但距离黄金十年 2010-2012 年的平均 110 元还有不少差距。
- 17 年 2 季度业绩较超预期, 归属母公司净利润 6.3 亿元, 环比增长 24%, 每股收益 0.21 元。与 17 年 1 季度相比, 营业收入增长 25% 至 56 亿元, 毛利润增长 8.8 至 19 亿元, 毛利率下降 5 个百分点至 33%, 经营利润率和净利润率分别维持在 15% 和 11% 的水平。期间费用率降低 7 个百分点至 10%, 主要由于管理费用大幅降低 47% 至 2.8 亿元。我们认为增长主要来自产销量的增长, 冶金煤比例的提高带来的销售结构优化, 以及超预期的期间费用控制能力。
- 2 季度产销量环比大增, 喷吹煤销量翻倍。17 年 2 季度原煤产量环比大幅增长 35% 至 1152 万吨, 喷吹煤产量环比增长 43% 至 375 万吨。公司煤炭销量大幅增长 32% 至 918 万吨, 而喷吹煤销量大幅增加 104% 到 324 万吨。冶金煤占销量的比例由今年 1 季度的 23% 提升至 35%。这导致尽管市场煤价 2 季度是环比下跌的, 但公司 2 季度综合煤炭售价 536 元, 环比增加 3%。2 季度吨煤生产成本环比增长 17% 至 266 元。
- 质地优秀的冶金煤公司。今年上半年喷吹煤占产量比例提升至 33%, 公司管理水平相对较好, 成本控制较好。母公司潞安集团 16 年煤炭产量 7,433 万吨, 为公司产量的 1 倍左右。集团后续煤炭资源储备丰富, 此外还有煤制油等高端煤化工等优质资产。随着山西国企改革加快, 以及公司公告承诺仍将积极推进优质资产的注入和整体上市, 是态度最明确和积极的公司, 我们认为资产注入可期。公司的股价弹性比较好, 又拥有外延式增长模式, 考虑到资产注入预期较强, 17 年只有 12 倍市盈率, 被低估。我们认为是很好的优质焦煤标的。

评级面临的主要风险

- 行业供应放松超预期, 煤价下跌, 改革进度低于预期。

估值

- 基于 16 倍 17 年目标市盈率, 将目标价由 11.30 元提升至 14.08 元, 维持买入评级。

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)	11,155	14,229	23,074	23,049	24,489
变动(%)	(30.4)	27.6	62.2	(0.1)	6.2
净利润(人民币 百万)	105	860	2,640	2,841	2,992
全面摊薄每股收益(人民币)	0.04	0.29	0.88	0.95	1.00
变动(%)	(91.8)	719.4	207.0	7.6	5.3
先前预测每股收益(人民币)			0.63	0.61	
调整幅度(%)			40.1	55.7	
全面摊薄市盈率(倍)	305.2	37.2	12.1	11.3	10.7
每股现金流量(人民币)	0.11	0.38	1.53	0.81	1.12
价格/每股现金流量(倍)	99.0	28.3	7.0	13.2	9.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	59.0	21.3	10.7	10.6	10.2
每股股息(人民币)	0.00	0.09	0.26	0.28	0.30
股息率(%)	0.0	0.8	2.5	2.7	2.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

17年上半年净利润同比增长2,119%至11.4亿元，表现靓丽

公司17年上半年实现归属母公司净利润11.4亿元，同比增长2,119%，每股收益0.38元，符合业绩预告。营业收入同比增长99%至101亿元，成本同比增长72%至65亿元，系职工薪酬、材料、折旧费等成本项目增加所致，毛利润增长180%至36亿元。销售费用、管理费用和财务费用分别同比上涨56%、44%和64%，期间费用率总体下降4个百分点至13%。营业利润同比增长5,064%至15亿元。毛利率由25%增长至36%，营业利润率由0.6%大幅增至15%，净利润由1%增至11%。净资产收益率由0.29%增至5.97%。净负债率由去年同期的54%下降至30%，负债水平明显改善。

17年上半年产量增长9.3%，煤价同比大增96%，销售结构继续改善，吨煤净利71元

17年上半年公司生产原煤2,002万吨，同比上涨9.3%；销售商品煤1,613万吨，同比下降7.5%。商品煤综合煤价上涨96%至527元/吨，主要是高煤价的喷吹煤销量大幅增长导致销售结构的改善。计算的单位成本增34%至250元/吨，成本继续回升。吨煤毛利大幅增长238%至277元。非煤业务占比不高，不考虑非煤业务，吨煤净利同比增长2,300%至71元，但距离黄金十年2010-2012年的平均110元还有不少差距。煤炭业务毛利率41%，同比大幅增长14个百分点。煤炭业务收入占比84%，毛利润占比97%。

17年2季度净利润6.3亿元，环比增长24%，每股收益0.21元

17年2季度实现归属母公司的净利润6.3亿元，环比增长24%，基本每股收益0.21元。与17年1季度相比，营业收入增长25%至56亿元，毛利润增长8.8至19亿元，毛利率下降5个百分点至33%，经营利润率和净利润率分别维持在15%和11%的水平。期间费用率降低7个百分点至10%，主要由于管理费用大幅降低47%至2.8亿元。我们认为增长主要来自于产销量的增长，冶金煤比例的提高带来的销售结构优化，以及超预期的期间费用控制能力。

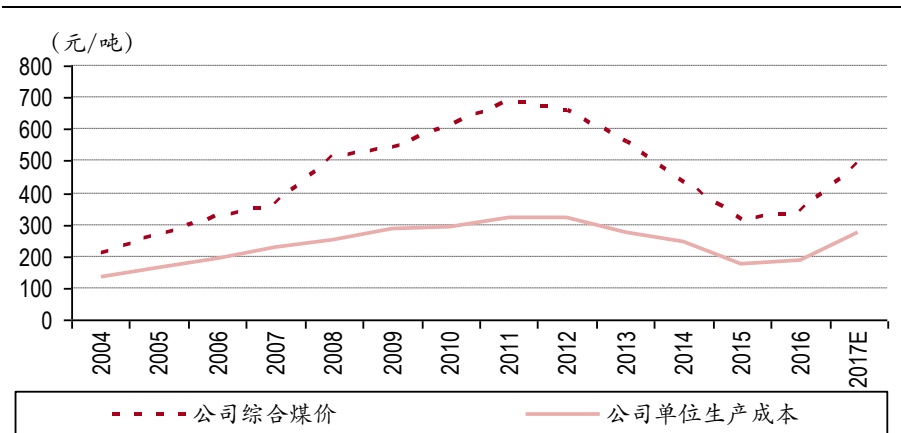
2季度产量环比大增35%，喷吹煤销量翻倍，销售结构优化导致综合煤价增长3%

17年2季度，公司原煤产量环比大幅增长35%至1,152万吨，喷吹煤产量环比增长43%至375万吨。公司煤炭销量大幅增长32%至918万吨，而喷吹煤销量大幅增加104%到324万吨。冶金煤占销量的比例由今年1季度的23%提升至35%。这导致尽管市场煤价2季度是环比下跌的，但公司2季度综合煤炭售价536元，环比增加3%。2季度吨煤生产成本环比增长17%至266元。

高弹性、焦煤、估值低、题材性、内生外延增长兼备

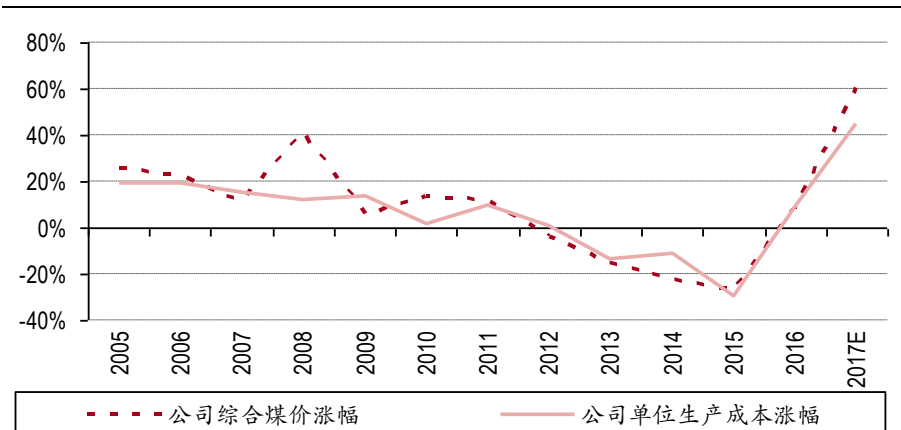
公司是质地优秀的冶金煤公司，16年炼钢用喷吹煤占收入比例43%，占产量31%，今年上半年喷吹煤占产量比例提升至33%。公司管理水平相对较好，成本控制较好。母公司潞安集团是山西5大煤炭集团之一，山西100强中排名第三，16年煤炭产量7,433万吨，为公司产量的1倍左右。集团后续煤炭资源储备丰富，此外还有煤制油等高端煤化工等优质资产。随着山西国企改革的推进的加快，以及公司公告中承诺仍将积极推进优质资产的注入和整体上市，是态度最明确的，我们认为资产注入可期。公司的股价弹性比较好，又拥有外延式增长模式，17年只有12倍市盈率，特别是考虑到资产注入预期较强的情况下，我们认为被低估。我们认为比较好的煤炭标的和焦煤标的。

图表 1. 潞安环能历年综合煤价与单位成本走势图



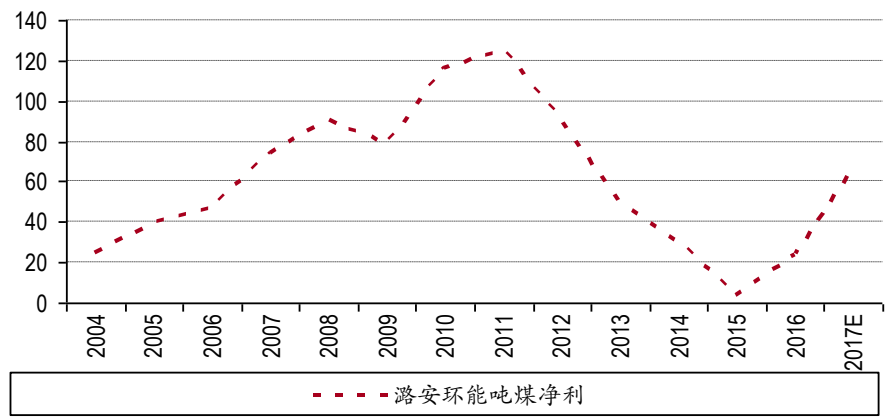
资料来源：万得资讯，中银证券

图表 2. 潞安环能历年综合煤价与单位成本涨幅走势图



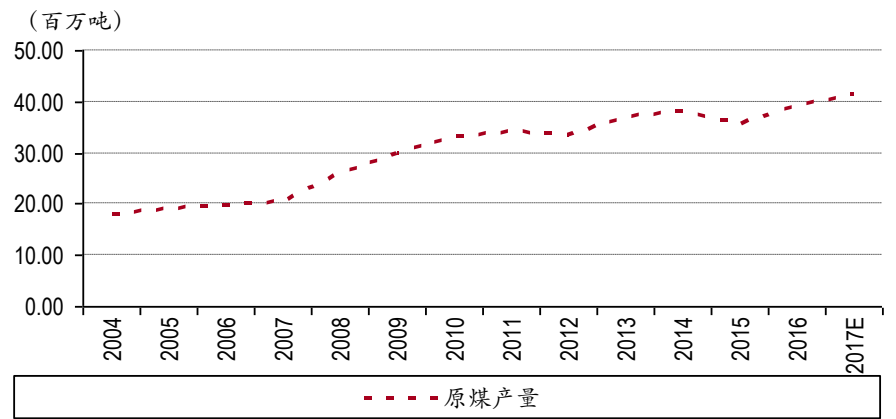
资料来源：万得资讯，中银证券

图表 3. 潞安华能吨煤净利



资料来源：万得资讯，中银证券

图表 4. 潞安环能历年原煤产量



资料来源：万得资讯，中银证券

图表 5. 17 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2016 上半年	2017 上半年	同比变动(%)
营业收入	5,076	10,126	99
营业成本	3,787	6,513	72
毛利润	1,288	3,612	180
营业税金及附加	380	776	104
销售费用	75	116	56
管理费用	561	811	44
财务费用	230	378	64
资产减值损失	59	82	39
投资净收益	45	47	2.5
营业利润	29	1,497	5,064
营业外收入	12	13	9.4
营业外支出	11	15	42
税前利润	31	1,495	4,794
所得税	58	417	613
少数股东损益	(79)	(64)	19
归属于母公司所有净利润	51	1,143	2,119
每股收益(人民币, 元)			
基本每股收益(元)	0.02	0.38	2,119
每股经营活动产生现金净流量(元)	0.06	1.45	2,508
毛利率(%)	25	36	
经营利润率(%)	0.6	15	
净利润率(%)	1.0	11	
期间费用率(%)	17	13	
净资产收益率(%)	0.29	5.97	
有效税率(%)	191	28	

资料来源: 公司数据及中银证券

图表 6. 17 年 2 季度环比业绩摘要

(人民币, 百万)	2017 年 1 季度	2017 年 2 季度	环比变动 (%)
营业收入	4,503	5,623	25
营业成本	2,773	3,741	35
毛利润	1,730	1,883	8.8
营业税金及附加	324	452	39
销售费用	39	77	97
管理费用	531	280	(47)
财务费用	186	191	2.9
资产减值损失	(0)	82	
投资净收益	15	31	106
营业利润	666	831	25
营业外收入	6	8	32
营业外支出	5	10	84
税前利润	666	829	24
所得税	202	215	6.4
少数股东损益	(45)	(19)	58
归属于母公司所有净利润	509	633	24
每股收益(人民币, 元)	0.17	0.21	24
毛利率(%)	38	33	
经营利润率(%)	15	15	
净利润率(%)	11	11	
期间费用率(%)	17	10	
净资产收益率-加权(%)	2.72	3.27	
有效税率(%)	30	26	

资料来源: 公司数据及中银证券

图表 7. 煤炭业务经营数据摘要

指标	2016 上半年	2017 上半年	同比变动 (%)
产量 (百万吨)	18.31	20.02	9.3
销量 (百万吨)	17.44	16.13	(7.5)
价格 (元/吨)	269	527	96
成本 (元/吨)	187	250	34
吨煤毛利 (元/吨)	82	277	238
营业收入 (百万元)	4,685	8,494	81
营业成本 (百万元)	3,417	4,997	46
毛利率 (%)	27	41	
煤炭收入占比 (%)	92	84	

资料来源: 公司数据及中银证券

图表 8. 焦化业务经营数据摘要

指标	2016 上半年	2017 上半年	同比变动 (%)
产量 (百万吨)	0.54	0.83	52
销量 (百万吨)	0.58	0.75	30
价格 (元/吨)	583	1,428	145
成本 (元/吨)	606	1,214	100
吨毛利 (元/吨)	(24)	214	1,000
营业收入 (百万元)	338	1,074	218
营业成本 (百万元)	328	1,003	205
毛利率 (%)	2.9	6.6	
焦化收入占比 (%)	6.7	10.6	

资料来源: 公司数据及中银证券

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	11,155	14,229	23,074	23,049	24,489
销售成本	(7,449)	(8,958)	(14,020)	(14,275)	(15,222)
经营费用	(2,962)	(3,086)	(4,825)	(4,472)	(4,751)
息税折旧前利润	745	2,185	4,229	4,303	4,517
折旧及摊销	764	885	833	967	1,088
经营利润(息税前利润)	1,611	3,219	5,212	5,419	5,756
净利息收入/(费用)	(522)	(710)	(745)	(781)	(820)
其他收益/(损失)	1,611	3,219	5,212	5,419	5,756
税前利润	130	1,255	3,416	3,522	3,697
所得税	(172)	(545)	(957)	(880)	(924)
少数股东权益	145	147	177	194	214
净利润	105	860	2,640	2,841	2,992
核心净利润	105	860	2,640	2,841	2,992
每股收益(人民币)	0.035	0.288	0.883	0.950	1.000
每股股息(人民币)	0.000	0.090	0.264	0.284	0.299
收入增长(%)	(30)	28	62	(0)	6
息税前利润增长(%)	(53)	193	94	2	5
息税折旧前利润增长(%)	(35)	100	62	4	6
每股收益增长(%)	(92)	719	207	8	5

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	130	1,255	3,416	3,522	3,697
折旧与摊销	(865)	(1,033)	(982)	(1,117)	(1,239)
净利息费用	522	710	745	781	820
运营资本变动	(1,267)	(1,710)	226	(2,213)	(1,577)
税金	(172)	(545)	(957)	(880)	(924)
其他经营现金流	1,976	2,457	2,122	2,336	2,572
经营活动产生的现金流	324	1,134	4,570	2,429	3,348
购买固定资产净值	(1,872)	(869)	(1,200)	(1,800)	(2,000)
投资减少/增加	29	65	23	23	23
投资活动产生的现金流	(1,843)	(804)	(1,154)	(1,754)	(1,954)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	1,530	1,333	0	0	500
支付股息	(421)	(96)	(40)	(61)	(66)
其他融资现金流	(1,012)	(1,210)	(750)	(788)	(829)
融资活动产生的现金流	97	26	(790)	(850)	(395)
现金变动	(1,423)	356	2,626	(174)	999
期初现金	7,656	6,233	6,588	9,215	9,041
公司自由现金流	(1,519)	331	3,419	680	1,399
权益自由现金流	(511)	952	2,671	(106)	1,075

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	7,970	8,689	10,215	11,041	12,040
应收帐款	7,089	12,731	20,645	20,623	21,911
库存	985	1,207	1,890	1,924	2,052
其他流动资产	662	418	370	369	382
流动资产总计	16,704	23,041	33,113	33,951	36,379
固定资产	22,110	23,430	27,457	29,871	33,171
无形资产	9,061	8,764	7,953	6,995	5,892
其他长期资产	2,558	2,388	2,382	2,384	2,386
长期资产总计	33,729	34,582	37,791	39,250	41,448
总资产	50,620	57,824	70,905	73,199	77,823
应付帐款	12,961	17,517	27,416	27,914	29,765
短期债务	13,326	16,451	17,813	18,149	19,557
其他流动负债	(1,273)	(1,304)	(4,018)	(4,154)	(4,661)
流动负债总计	25,014	32,665	41,211	41,909	44,660
长期借款	4,861	4,629	4,500	4,500	4,700
其他长期负债	3,179	2,550	5,193	4,609	3,978
股本	2,991	2,991	2,991	2,991	2,991
储备	14,771	15,329	17,174	19,159	21,249
股东权益	17,763	18,320	20,166	22,151	24,241
少数股东权益	(197)	(341)	(164)	30	244
总负债及权益	50,620	57,824	70,905	73,199	77,823
每股帐面价值(人民币)	5.94	6.12	6.74	7.40	8.10
每股有形资产(人民币)	2.91	3.19	4.08	5.06	6.12
每股净负债/(现金)(人民币)	3.42	4.14	4.04	3.88	4.08

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(%)	14.4	22.6	22.6	23.5	23.5
息税前利润率(%)	6.7	15.4	18.3	18.7	18.4
税前利润率(%)	1.2	8.8	14.8	15.3	15.1
净利率(%)	0.9	6.0	11.4	12.3	12.2
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
利息覆盖率(倍)	1.4	3.1	5.7	5.5	5.5
净权益负债率(%)	68.1	80.6	65.5	61.4	58.1
速动比率(倍)	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
估值					
市盈率(倍)	305.2	37.2	12.1	11.3	10.7
市净率(倍)	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3
价格/现金流(倍)	99.0	28.3	7.0	13.2	9.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	59.0	21.3	10.7	10.6	10.2
周转率					
存货周转天数	48.0	44.7	40.3	48.8	47.7
应收帐款周转天数	254.7	254.2	264.0	326.8	317.0
应付帐款周转天数	444.0	390.9	355.4	438.1	429.8
回报率					
股息支付率(%)	0.0	31.3	30.0	29.9	29.9
净资产收益率(%)	0.6	4.8	13.7	13.4	12.9
资产收益率(%)	(0.5)	2.3	4.7	4.5	4.5
已运用资本收益率(%)	2.1	5.8	10.4	9.9	9.7

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