



买入

30% ↑

目标价格:人民币 10.60

原目标价格:人民币 8.50

601225.CH

价格:人民币 8.13

目标价格基础:10倍17年市盈率

板块评级:中立

陕西煤业

业绩经营节节高升, 期待再超预期

陕西煤业 17 年上半年实现归属母公司净利润 54.7 亿元, 同比增长 2,083%, 基本每股收益 0.55 元。一些盈利指标创历史新高, 比如毛利润率 54% (黄金十年最高点 2011 年为 52%), 净利润率 21.4% (2011 年为 21.1%)。除了煤价较高 (但没有达到黄金十年的高位), 这得益于公司剥离老矿区后的轻装前行, 良好的经营改善、较强的成本控制能力。公司股价弹性好, 而较好的业绩和低廉的估值又具备一定安全边际。进攻防守兼顾。基于 17 年 10 倍市盈率, 我们将目标价上调至 10.60 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **盈利指标大幅改善。**营业收入同比增长 108% 至 256 亿元, 营业成本增长 47% 至 117 亿元。毛利润增长 222% 至 139 亿元。期间费用率由 27% 大幅降低至 15%。毛利率由 35% 增长至 54%, 经营利润率由 4.8% 上升至 36%, 净利润率由 2% 升至 21%。每股经营活动产生的现金流量增长 815% 至 0.58 元, 净资产收益率由 0.79% 大幅飙升至 14.6%。净资产负债率由 50% 大幅下降至 18%。
- **甚至超过黄金十年。**一些盈利指标创历史新高, 比如毛利润率 54% (黄金十年最高点 2011 年为 52%), 净利润率 21.4% (2011 年为 21.1%)。除了煤价较高 (但没有达到黄金十年的水平), 这得益于公司剥离老矿区后的轻装前行, 良好的经营改善、较强的成本控制能力。
- **煤炭产量 4,947 万吨, 同比增长 10%, 销量增长 8.7% 至 6,354 万吨。**自产煤售价 356 元/吨, 同比增长 125%, 幅度高于港口煤价 63% 的增幅, 主要与销售结构大幅改善有关。吨煤净利 115 元 (去年同期只有 6 元), 距离 2011 年 183 元仍有距离。自产煤完全生产成本 169 元/吨, 同比增长 15%, 较 16 年全年增长 2.8%。对比煤价的飙升和企业盈利的大幅好转, 我们认为成本增加的幅度很有限。
- **陕北矿区值得期待, 内生增长可期。**预计公司 17/18/19 年产量分别增长 8%, 8% 和 7% 至 9,900 万吨、1.07 亿吨、1.15 亿吨, 增量来自于 18 年后的陕北矿区的优质先进产能释放, 且有产能核增的可能。
- **17 年的股息率为 5.2%。**截至 17 年 6 月底, 净资产负债率只有 18%, 现金 115 亿元, 年化净资产收益率 30%。上半年资产开支只有 6 亿元。去年母公司接收了大量公司落后产能, 作为回报我们认为高分红率 (如 40% 以上) 值得期待。
- **17 年 2 季度归母净利润 28 亿元, 环比增长 4.7%, 基本每股收益 0.28 元。**产量环比增加 6% 至 2,546 万吨, 吨煤净利 109 元环比减少 2 元。

评级面临的主要风险

- 煤价下跌, 成本费用计提超预期, 良好业绩不能持续。

估值

- 公司是动力煤龙头, 盈利能力非常优秀, 且有内生性增长前景。基于 17 年 10 倍市盈率, 我们将目标价由 8.50 元上调至 10.60 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)	32,511	33,132	51,646	50,804	55,580
变动 (%)	(21.0)	1.9	55.9	(1.6)	9.4
净利润 (人民币 百万)	(2,989)	2,755	10,638	9,514	10,806
全面摊薄每股收益 (人民币)	(0.30)	0.28	1.06	0.95	1.08
变动 (%)	(414.1)	(192.2)	286.1	(10.6)	13.6
先前预测每股收益 (人民币)			0.85	0.75	
调整幅度 (%)			25.2	26.8	
全面摊薄市盈率 (倍)	(27.4)	29.8	7.7	8.6	7.6
每股现金流量 (人民币)	(0.09)	0.83	1.37	1.38	1.42
价格/每股现金流量 (倍)	(92.3)	9.9	6.0	5.9	5.8
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	37.2	11.3	4.3	4.6	4.0
每股股息 (人民币)	0.00	0.11	0.43	0.38	0.43
股息率 (%)	0.0	1.3	5.2	4.6	5.3

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	68.7	(3.2)	36.7	47.5
相对上证指数	62.5	(5.9)	29.6	39.0

发行股数 (百万)	10,000
流通股 (%)	100
流通股市值 (人民币 百万)	81,300
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	820
净负债比率 (%) (2017E)	16
主要股东 (%)	
陕西煤业化工集团有限责任公司	64

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2017 年 8 月 28 日收市价为标准

相关研究报告

《中报业绩超预期, 被低估, 维持首选买入》
2017.6.7

《高盈利能力的煤炭公司, 进攻防守兼备》
2017.4.28

《动力煤龙头, 盈利能力大幅改善, 估值低》
2016.12.27

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

采掘: 煤炭开采

唐倩

(8610)66229077

qian.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120036

业绩靓丽，多项指标超过黄金十年水平

陕西煤业 17 年上半年实现归属母公司净利润 54.7 亿元，同比增长 2,083%，基本每股收益 0.55 元，符合业绩预盈公告。17 年上半年营业收入同比增长 108% 至 256 亿元，营业成本增长 47% 至 117 亿元。毛利润增长 222% 至 139 亿元。期间费用率由 27% 大幅降低至 15%，其中，由于贷款减少利息支出减少，财务费用下降 49% 至 1.4 亿元。由于运输费、修理费等费用增加，销售费用和管理费用分别增长 39% 和 12%。毛利率由 35% 增长至 54%，经营利润率由 4.8% 上升至 36%，净利润率由 2% 升至 21%。每股经营活动产生的现金流量增长 815% 至 0.58 元，净资产收益率由 0.79% 大幅飙升至 14.6%。净资产负债率由 50% 大幅下降至 18%。

公司一些盈利指标创历史新高，甚至比黄金十年还高，比如毛利润率 54%（黄金十年最高点 2011 年为 52%），净利润率 21.4%（2011 年为 21.1%）。除了煤价较高（但没有达到黄金十年的水平），这得益于公司剥离老矿区后的轻装前行，良好的经营改善、较强的成本控制能力。

煤价飙升+良好的经营+成本控制+剥离渭北老矿区落后产能使得公司业绩飙升，吨煤净利 115 元。

17 年上半年公司综合煤价增长 105% 至 363 元，而秦皇岛港同期煤价涨幅只有 62%。主要因为销售结构的改善：煤价较低的渭北矿区被剥离，销量减少 42%，占总产量比例由 15% 下降至 9%。而煤价最高的彬黄矿区销量大幅增加 28%，占总产量比例由 29% 提升至 35%（公司借助与重庆市政府以煤炭产能置换为突破口，开创“产能置换+保障供给”的深度合作模式，立足彬黄矿区，积极开拓西南市场。）

公司 17 年上半年煤炭产量 4,947 万吨，同比增长 10%，商品煤销量增长 8.7% 至 6,354 万吨，商品煤综合售价 362.5 元/吨，同比增长 105%。自产煤售价 356 元/吨，同比增长 125%。吨煤毛利增长 351% 至 194 元/吨，吨煤净利 115 元（去年同期只有 6 元）。吨煤净利距离 2011 年 183 元仍有距离。

公司自产煤销量共 4,753 万吨（另有 1,620 万吨贸易煤），自产煤销量中：渭北矿区销量减少 42% 到 415 万吨，彬黄矿区销量增加 28% 到 1,718 万吨，陕北矿区销量增加 9.9% 到 2,620 万吨。

自产煤完全生产成本 169 元/吨，同比增长 15%，较 2016 年全年增长 2.8%。对比煤价的飙升和企业盈利的大幅好转，我们认为成本增加的幅度很有限。期间费用率由去年同期的 27% 大幅下降至 15%，为近年最低水平。

铁路运输占销量的比例稳定在 41%，与去年同期相同，高于 2016 年全年的 36%。

陕北矿区值得期待，内生增长可期。

陕北矿区拥有未来优质的发展前景，公司目前可采储量 110 亿吨，陕北矿区占 73%。今年上半年公司 56% 的产量来自陕北矿区。尽管煤价是三个矿区最低的，但由于埋藏浅，开采规模大，成本更低，公司参股的在陕北的红柳林、张家峁矿业上半年净利润率高达 25%，高于公司平均 21% 的净利润率。未来公司的增量基本都在陕北矿区，明年投产的小保当一期 800 万吨，而且还有后续扩张至 1,500 万吨的可能（按照 1,500 万吨建设的），袁大滩 500 万吨都是优质先进产能，有望增厚公司的盈利能力，且未来有可能核增产能。

我们预计公司 17/18/19 年产量分别增长 8%，8%和 7%至 9,900 万吨、1.07 亿吨、1.15 亿吨。

产能优势、资源优势、铁路瓶颈解决后盈利提升、内生增长可期

公司所属 15 对生产矿井中，先进产能矿井 7 对；达到一级安全质量标准矿井共 13 对，占公司总产能 90%，年产规模基本不受工作日调整制度影响。即便未来再度实行 276 天，也基本不会受到影响。

公司煤炭资源储量丰富，按照目前产量，煤炭资源足够开采 100 年以上，位列同行业公司前列。煤炭资源品质优良，97%以上的煤炭资源位于陕北、彬黄等优质煤产区，呈现一高三低（高发热量、低硫、低磷、低灰）的特点，平均热值 5,500 大卡/千克以上，是优质的环保动力、冶金及化工用煤。

公司只有 41%的销量通过铁路运输，远低于重点煤企 60%以上的比例，铁路运输的煤炭利润较高，公司的交通瓶颈依然比较严重，制约着盈利释放。从地理位置来看，陕西省相较山西、内蒙煤炭主产地，距鄂湘赣以及川渝等主要消费市场具备运距优势。作为蒙华铁路重要集疏运系统的靖神铁路已全线开工，未来将与冯红铁路、红柠铁路、榆横铁路实现直连直通，与蒙华铁路、瓦日铁路以及神朔线、大秦线实现互联互通，形成陕北煤炭富集产区的铁路大环线，实现亿吨优质煤炭的战略南下和通江达海。公司的铁路瓶颈有望得到解决，促使盈利释放。

高分红率值得期待

公司 17 年的股息率为 5.2%。截至 17 年 6 月底，公司净资产负债率只有 18%，现金 115 亿元，年化净资产收益率 30%。上半年资产开支只有 6 亿元。去年母公司接收了大量公司落后产能，作为回报我们认为高分红率（如 40%以上）依然值得期待。

17 年 2 季度净利润环比增长 4.7%至 28 亿元，每股收益 0.28 元。

公司 17 年 2 季度实现归属母公司的净利润 28 亿元，环比增长 4.7%，基本每股收益 0.28 元。与 17 年 1 季度相比，营业收入增长 8.5%至 133 亿元，毛利润增长 3.7 至 70.9 亿元。管理费用和财务费用分别下降 33%和 8.7%，销售费用增长 24%至 10.7 亿元，期间费用率总体降低 1 个百分点至 15%。毛利率由 56%下降至 53%，经营利润率由 36%降至 35%，净利润率由 22%降至 21%。产量环比增加 6%至 2,546 万吨，吨煤净利 109 元环比减少 2 元。

图表 1. 2017 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	12,274	25,586	108
营业成本	7,949	11,654	47
毛利润	4,326	13,932	222
营业税金及附加	558	1,288	131
销售费用	1,379	1,922	39
管理费用	1,663	1,863	12
财务费用	272	140	(49)
资产减值损失	78	33	(58)
投资净收益	218	485	122
营业利润	594	9,181	1,446
营业外收入	41	13	(68)
营业外支出	36	24	(32)
税前利润	599	9,170	1,431
所得税	58	1,129	1,834
少数股东损益	290	2,568	786
归属于母公司所有净利润	251	5,473	2,083
每股收益(人民币, 元)			
基本每股收益(元)	0.03	0.55	2,083
每股经营活动产生现金净流量(元)	0.06	0.58	815
毛利率(%)	35	54	
经营利润率(%)	4.8	36	
净利润率(%)	2.0	21	
应收账款	5,828	6,374	9.4
期间费用率(%)	27	15	
净资产收益率-加权(%)	0.79	14.60	
有效税率(%)	9.7	12	

资料来源: 公司数据, 中银证券

图表 2. 17 年上半年煤炭经营数据

	2016 上半年	2017 上半年	同比变动(%)
产量(百万吨)	44.94	49.47	10
销量(百万吨)	58.45	63.54	8.7
自产煤价格(元/吨)	158	356	125
自产煤成本(元/吨)	147	169	15
吨煤毛利(元/吨)	43	194	351
营业收入(百万元)	11,551	24,737	114
营业成本(百万元)	7,406		
毛利率(%)	36		
煤炭收入占比(%)	94		
煤炭毛利率占比(%)	96		

资料来源: 公司数据, 中银证券

图表 3.17 年 2 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2017 年 1 季度	2017 年 2 季度	环比变动 (%)
营业收入	12,274	13,312	8.5
营业成本	5,434	6,220	14
毛利润	6,840	7,092	3.7
营业税金及附加	649	639	(1.5)
销售费用	857	1,065	24
管理费用	974	889	(8.7)
财务费用	83	56	(33)
资产减值损失	55	(22)	(140)
投资净收益	255	230	(10)
营业利润	4,477	4,705	5.1
营业外收入	12	1	(93)
营业外支出	3	21	642
税前利润	4,486	4,684	4.4
所得税	502	628	25
少数股东损益	1,311	1,258	(4.1)
归属于母公司所有净利润	2,674	2,799	4.7
每股收益(人民币, 元)			
基本每股收益(元)	0.27	0.28	4.7
毛利率(%)	56	53	
经营利润率(%)	36	35	
净利润率(%)	22	21	
期间费用率(%)	16	15	
净资产收益率-加权(%)	7.45	7.27	
有效税率(%)	11	13	

资料来源: 公司数据, 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	32,511	33,132	51,646	50,804	55,580
销售成本	(22,041)	(18,756)	(23,512)	(25,324)	(27,136)
经营费用	(11,025)	(9,199)	(10,144)	(9,979)	(10,917)
息税折旧前利润	2,757	8,506	21,316	18,799	20,770
折旧及摊销	3,312	3,330	3,325	3,298	3,243
经营利润(息税前利润)	(555)	5,176	17,990	15,502	17,527
净利息收入/(费用)	(812)	(458)	(290)	(319)	(351)
其他收益/(损失)	220	402	627	627	627
税前利润	(1,147)	5,120	18,327	15,809	17,803
所得税	(750)	(746)	(2,558)	(2,191)	(2,481)
少数股东权益	(638)	(1,625)	(5,137)	(4,109)	(4,520)
净利润	(2,989)	2,755	10,638	9,514	10,806
核心净利润	(2,989)	2,755	10,638	9,514	10,806
每股收益(人民币)	(0.299)	0.275	1.064	0.951	1.081
每股股息(人民币)	0.000	0.110	0.426	0.381	0.432
收入增长(%)	(21)	2	56	(2)	9
息税前利润增长(%)	(114)	(1033)	248	(14)	13
息税折旧前利润增长(%)	(67)	208	151	(12)	10
每股收益增长(%)	(414)	(192)	286	(11)	14

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	4,702	9,999	11,520	13,672	14,671
应收帐款	5,645	4,523	7,051	6,936	7,588
库存	1,116	860	1,078	1,161	1,244
其他流动资产	6,343	8,044	11,001	10,834	11,782
流动资产总计	17,805	23,426	30,651	32,603	35,287
固定资产	46,707	44,253	47,895	52,044	57,249
无形资产	21,198	21,365	21,365	23,501	28,202
其他长期资产	4,764	4,645	4,427	4,427	4,426
长期资产总计	72,669	70,263	73,687	79,973	89,877
总资产	90,474	93,689	104,337	112,575	125,164
应付帐款	11,482	8,944	11,211	12,075	12,940
短期债务	9,501	14,912	12,000	10,000	9,000
其他流动负债	7,941	9,918	10,476	11,633	13,253
流动负债总计	28,924	33,774	33,688	33,708	35,193
长期借款	15,789	9,109	8,500	7,400	7,500
其他长期负债	6,488	6,238	6,061	5,561	5,561
股本	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
储备	21,179	24,317	30,700	36,408	42,892
股东权益	31,179	34,317	40,700	46,408	52,892
少数股东权益	8,094	10,201	15,338	19,447	23,968
总负债及权益	90,474	93,689	104,337	112,575	125,164
每股帐面价值(人民币)	3.12	3.43	4.07	4.64	5.29
每股有形资产(人民币)	1.00	1.30	1.93	2.29	2.47
每股净负债(现金)(人民币)	2.24	2.23	1.60	0.97	0.68

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	(1,600)	5,125	18,332	15,814	17,808
折旧与摊销	3,312	3,330	3,325	3,298	3,243
净利息费用	812	458	290	319	351
运营资本变动	(2,606)	(89)	(4,972)	(2,683)	(4,002)
税金	(750)	(746)	(2,558)	(2,191)	(2,481)
其他经营现金流	(56)	187	(723)	(723)	(725)
经营活动产生的现金流	(889)	8,267	13,695	13,834	14,195
购买固定资产净值	(2,445)	(2,009)	(2,600)	(2,900)	(3,100)
投资减少/增加	590	1,731	63	267	471
其他投资现金流	(1,855)	(278)	(2,537)	(2,633)	(2,629)
投资活动产生的现金流	0	1	0	0	0
净增权益	2,919	(923)	(5,000)	(5,000)	(6,000)
净增债务	(1,799)	(1,992)	(4,255)	(3,805)	(4,322)
支付股息	218	120	(244)	(244)	(245)
其他融资现金流	1,339	(2,795)	(9,499)	(9,049)	(10,566)
融资活动产生的现金流	(1,405)	5,194	1,658	2,151	999
现金变动	6,110	4,798	9,862	11,520	13,672
期初现金	(2,744)	7,989	11,158	11,201	11,567
公司自由现金流	(1,623)	5,073	1,902	2,395	1,244
权益自由现金流	(1,600)	5,125	18,332	15,814	17,808

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(%)	8.5	25.7	41.3	37.0	37.4
息税前利润率(%)	(1.7)	15.6	34.8	30.5	31.5
税前利润率(%)	(4.9)	15.5	35.5	31.1	32.0
净利率(%)	(9.2)	8.3	20.6	18.7	19.4
流动性					
流动比率(倍)	0.6	0.7	0.9	1.0	1.0
利息覆盖率(倍)	(0.7)	11.3	62.0	48.6	49.9
净权益负债率(%)	52.4	31.5	16.0	5.7	2.4
速动比率(倍)	0.6	0.7	0.9	0.9	1.0
估值					
市盈率(倍)	(27.4)	29.8	7.7	8.6	7.6
市净率(倍)	2.6	2.4	2.0	1.8	1.6
价格/现金流(倍)	(92.3)	9.9	6.0	5.9	5.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	37.2	11.3	4.3	4.6	4.0
周转率					
存货周转天数	20.9	19.2	15.0	16.1	16.2
应收帐款周转天数	63.4	49.8	49.8	49.8	49.8
应付帐款周转天数	128.9	98.5	79.2	86.8	85.0
回报率					
股息支付率(%)		39.9	40.0	40.0	40.0
净资产收益率(%)	(9.6)	8.0	26.1	20.5	20.4
资产收益率(%)	(0.6)	4.7	14.8	11.9	12.1
已运用资本收益率(%)	(0.9)	7.6	23.5	18.6	18.8

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