



煤炭行业 2019 年中报前瞻

业绩、盈利高位震荡，估值在底部

预计 19 年中报煤炭上市公司归母净利润同比增幅中值 5%，尽管煤价有所下降，但在产销量增大、资产结构优化、资产负债表修复的作用下，业绩或仍能有小幅增长，盈利指标、资产质量指标高位运行。19 年供需进一步宽松，预计煤价将呈现震荡下行。目前 19 年市盈率 9.1 倍，位于历史底部，我们认为具有较好安全边际。我们推荐低估值有业绩支撑的龙头公司，以及有题材有成长的公司：山煤国际、陕西煤业、潞安环能、山西焦化、阳泉煤业，同时建议关注兖州煤业，中国神华。

点评

- 已披露中报公司业绩都为预减或续亏，并不具有代表性。截至目前，A 股只有 4 家煤炭公司公布了 19 年中报预披露，全部公司为预减或续亏，主要与老矿、地质复杂矿、有退出煤矿公司的盈利将不稳定有关，并不具有代表。
- 上半年煤价下行；行业景气度、产能利用率有所下降。2019 年上半年，市场煤价格同比下跌 11%，年度长协煤下跌 0.9%。统计局公布的今年前 5 个月，煤炭开采与洗选行业营业收入同比增长 4.4%，营业利润同比减少 8.6%，利润总额同比减少 9.4%，其中营业利润和利润总额从年初以来连续 5 个月为负值。相比今年 1 季度数据，前 5 个月同比增速看，营业收入同比变化不大，营业利润和利润总额负值有所收窄。今年总体行业变现差于去年，主要与煤价下跌有关，随着煤价震荡下行，总体行业景气度显示有所下降。
- 预计 19 年中报煤炭上市公司归母净利润同比增速中值 5% 左右，业绩小幅增长，盈利指标资产质量仍会较高位运行。上市公司由于集中了所在集团最好的资产与资源配置，其业绩情况要好于行业总体。比如今年 1 季度，22 家主流煤炭上市公司归属母公司净利润中值逆势上涨 8%（市场煤价下跌 16%，长协煤下跌 2%），远好于行业 -18% 的利润总额增速。业绩增长的主要原因是产销量增长、资产结构优化、业务转型以及非煤业务的大幅增长，以及资产负债表的修复带来的利润率、资产质量指标、现金流指标的高位运行。我们看到煤价的影响因素在淡化，取而代之的是供给侧改革和转型后公司经营的差异加大。我们认为随着上述原因，今年上半年上市公司归属母公司净利润仍有望有 5% 左右的增长，利润率、资产质量指标、现金流仍将高位运行。公司之间的业绩分化仍将非常明显。
- 估值低：由于上半年风险资产遭到抛售，加上煤价下行，板块 19 年市盈率 9.1 倍，为历史低位。行业业绩稳定，公共事业化趋势下基本面比较稳定且资产质量、盈利指标均较好，经济下行压力一致预期下市场对基本面预期比较充分，综合看我们认为具备较好安全边际。
- 看好的煤炭股：低估值有业绩的龙头+题材股：我们推荐低估值有业绩支撑的龙头公司，以及有题材有成长的公司：山煤国际、陕西煤业、潞安环能、山西焦化、阳泉煤业，同时建议关注高增长低估值的兖州煤业，业绩稳定、管理出色的中国神华。
- 风险提示：贸易战负面影响超预期；经济下行压力超预期；环保安检趋严且常态化；清洁能源替代加速；对超产、违规建矿的监管放松；国企改革进度和力度低于预期。

中银国际证券股份有限公司
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

上半年煤炭行业运行情况

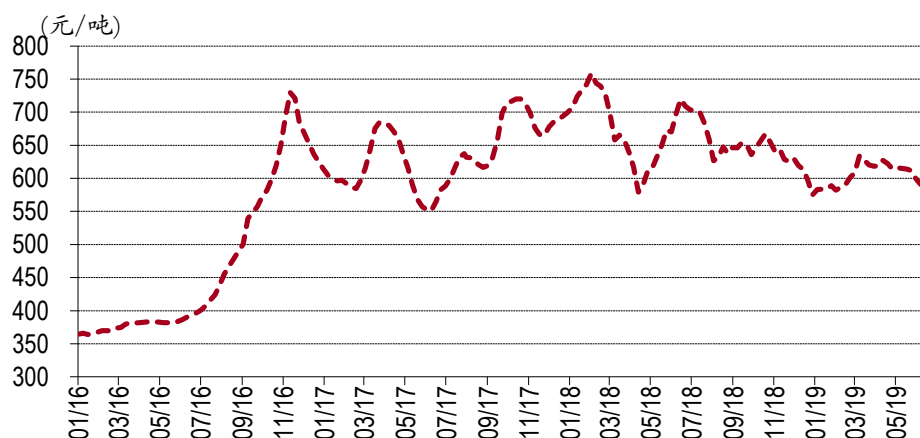
煤价：缓慢震荡回落中，符合政府调控意愿

今年上半年，煤价缓慢下行，19年上半年秦皇岛 5500 大卡动力煤平仓价平均 605 元，同比下跌 11%。其中 2 季度均价 610 元，环比增长 1.8%，同比下跌 5.9%。

随着下半年经济转型的深入及经济下行压力加大，需求或有所回落，在新产能加快释放以及政府调控的趋势下，预计下半年煤价将比上半年呈现回落态势。我们预计 2019 年秦皇岛 5500 大卡动力煤价格 598 元，同比下降 10%。我们认为市场煤价格会缓慢下行至 600 元偏下，离开红色区间也是政府调控的意图。

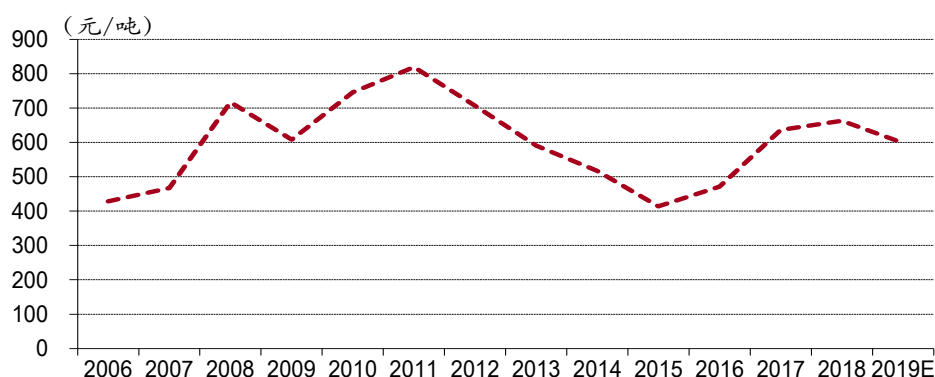
此外，18 年下半年以来，六大电厂库存高企，库存天数明显偏高，这也将成为短期抑制煤价的因素之一。

图表 1. 供给侧改革以来秦皇岛 5500 大卡动力煤（山西优混）平仓价



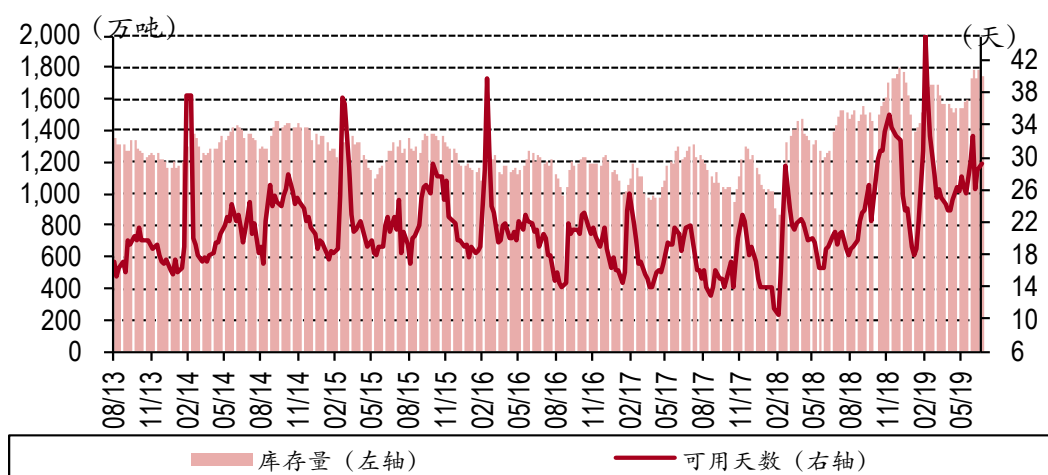
资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 市场动力煤价格：秦皇岛 5500 大卡动力煤平仓价走势及预测



资料来源：万得，中银国际证券

图表 3. 六大电厂库存高企，库存天数偏高抑制煤价涨幅



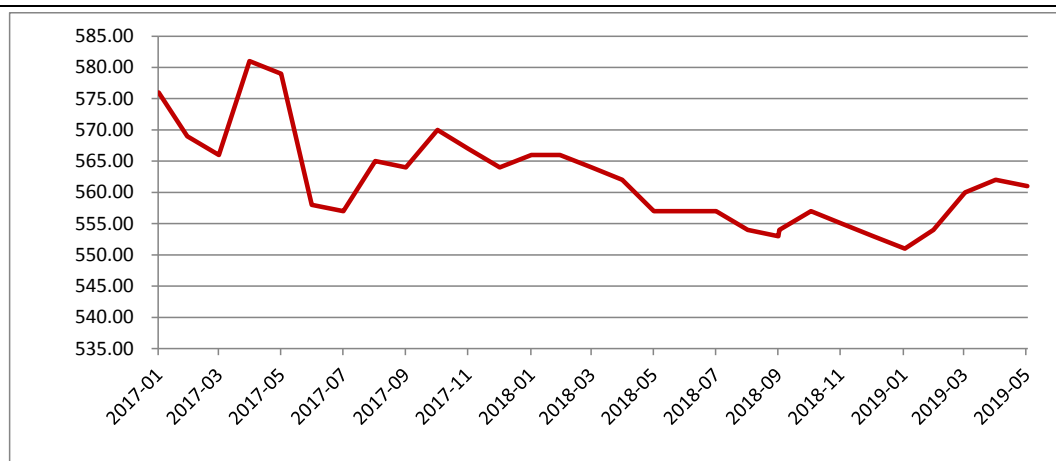
资料来源：万得，中银国际证券

政府对煤价的掌控力加强：市场煤与长协煤走势不一致

今年上半年，CCTD 秦皇岛动力煤年度长协价格 557 元，同比下降 0.9%。其中二季度均价 561 元，环比上涨 1.4%，同比微幅增长 0.3%。

随着政府调控的深入，18 年以来，年度长协煤的价格出现了与市场煤走势相反的情况，比如 18 年 4 月到 6 月的大涨，而长协煤稳中有降，18 年 10 月到 19 年 1 月的市场煤大降，长协煤则稳中有升。19 年 3 月以来的市场煤震荡下跌，长协煤则稳中有涨。在近期每一次市场煤涨跌下，长协煤都扮演着平滑煤价的作用。这显示了政府调控的力量日趋强大，对煤价的影响越来越大。由于大型煤炭企业（地方重点煤炭公司）长协煤（月度和年度）的占比较高，多数在 70% 以上，对上市公司业绩也起到了一定的平滑作用。今年 1-6 月 CCTD 年度长协煤价格 557 元，同比下降 0.89%。而秦皇岛 5500 大卡动力煤价格 605 元，同比下降 11%。

图表 4. 长协煤价格：CCTD 秦皇岛动力煤年度长协价格

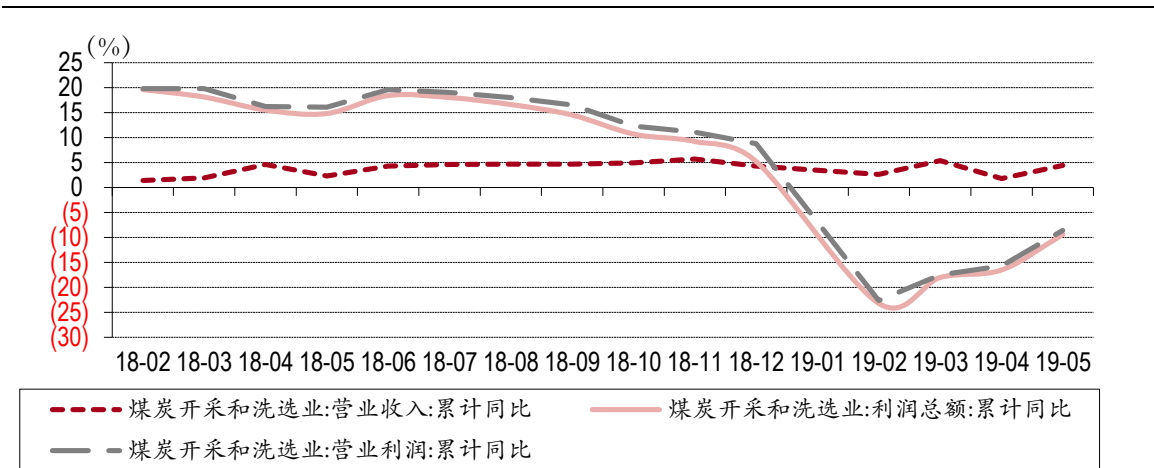


资料来源：万得，中银国际证券

上半年行业总体经营情况：行业景气度和产能利用率有所下降

根据国家统计局数据，今年前 5 个月，煤炭开采与洗选行业营业收入同比增长 4.4%，营业利润同比减少 8.6%，利润总额同比减少 9.4%，其中营业利润和利润总额从年初以来连续 5 个月为负值。相比今年 1 季度数据，前 5 个月同比增速看，营业收入同比变化不大，营业利润和利润总额负值有所收窄。今年总体行业变现差于去年，主要与煤价下跌有关，随着煤价震荡下行，行业景气度显示有所下降。

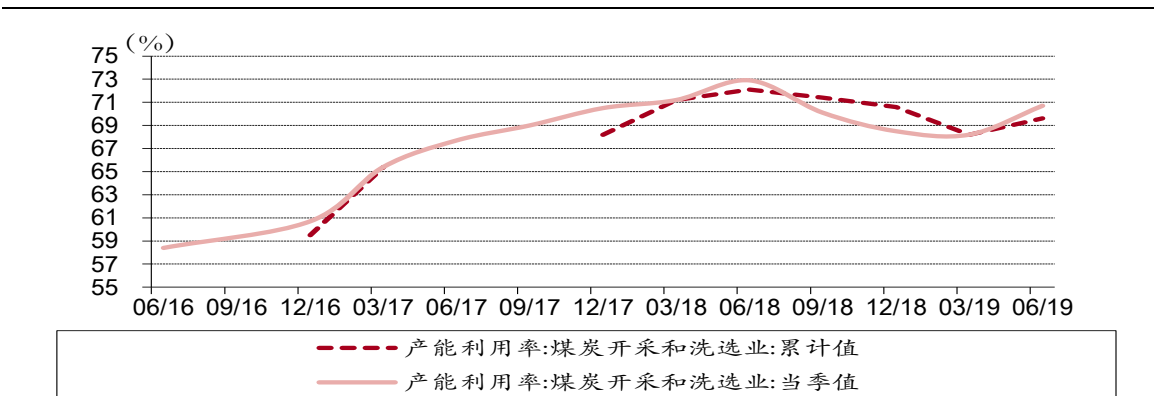
图表 5. 煤炭行业经营情况



资料来源：万得，中银国际证券

此外，从行业的产能利用率看，供给侧改革以来，产能利用率由不到 60%一路增长至最高值：2018 年 6 月的 72%（这与行业景气度的高点重合，见上图），随后下滑至 19 年 3 月的 68%，截至 6 月又反弹至 70%。近期，国家发改委领导在多处场合敦促加快优质供给投放，尽管未来行业短期可能受到短期特殊事件、严格的安监环保影响，短期供给可能会受到影响，但随着去产能节奏明显放慢以及先进产能加快投产，供应增速将会加快，我们认为产能利用率大概率已经见顶。

图表 6. 煤炭行业产能利用率



资料来源：万得，中银国际证券

煤炭企业的资产负债率缓慢下降中，总体仍偏高

我们统计了一些有代表性的 18 家煤炭集团的资产负债率，截至 19 年 3 月底，平均资产负债率 75%，同比下降 1 个百分点。从 16 年年底最高值 80% 下降了 5 个百分点，总体下降速度并不快，远不如盈利增长体现的那么好。大概是 13、14 年的水平。山西七大煤炭集团平均资产负债率 77%，仍高于全国平均水平，尽管从最高点下降了 6 个百分点，但总体水平仍然偏高。

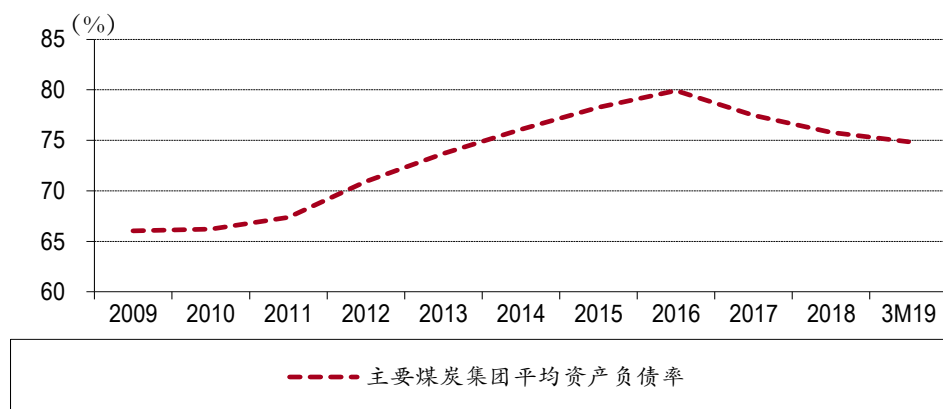
资产负债表仍在比较缓慢的修复中，可能还要持续 2 年左右的时间。我们预计供给侧改革的成果仍然要巩固，政府对于行业的态度未来可能仍是一边保护一边控制（煤价），但重心或略微转移至向下调控煤价。

图表 7. 主要煤炭集团资产负债率

资产负债率（单位：%）	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	3M19
大同煤业集团	69	67	69	73	80	83	85	85	79	79	79
潞安集团	70	73	72	75	80	82	83	84	79	79	79
阳煤集团	70	69	72	76	78	82	86	86	84	77	77
焦煤集团	64	65	69	74	77	79	79	78	75	74	74
山煤集团	82	85	78	82	83	83	85	85	86	79	79
晋煤集团	71	73	72	73	78	82	85	87	86	86	n.a
晋能集团	n.a	n.a	n.a	71	73	77	77	78	79	77	77
淮南矿业集团	70	69	74	77	80	80	83	80	78	79	76
冀中能源集团	66	71	73	73	75	78	83	83	83	82	82
江西能源集团	60	57	59	64	68	72	77	97	91	81	80
开滦集团	56	58	63	65	69	70	73	71	71	71	72
兰花集团	52	52	50	57	59	63	66	70	70	69	69
山东能源集团	67	64	65	66	68	70	74	75	67	68	67
陕煤化集团	63	67	69	75	80	80	80	80	72	73	73
皖北煤电	61	60	63	66	65	69	73	73	72	73	74
兖矿集团	72	70	70	74	75	75	75	75	74	71	69
伊泰集团	61	55	52	55	60	64	68	69	65	62	60
郑州煤电集团	68	69	75	82	78	80	79	84	83	84	85
平均值	66	66	67	71	74	76	78	80	77	76	75
山西七大煤炭集团平均值	71	72	72	75	78	81	83	83	81	79	77

资料来源：万得，中银国际证券

图表 8. 主要煤炭集团平均资产负债率



资料来源：万得，中银国际证券

19 年半年报业绩预计仍有小幅增长

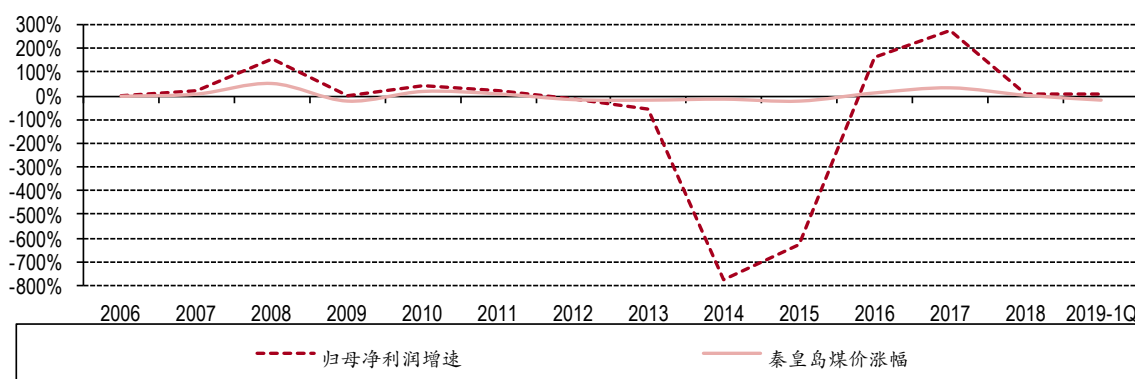
上市公司由于集中了所在集团最好的资产与资源配置，其业绩情况要好于行业总体。比如今年 1 季度，22 家主流煤炭上市公司归属母公司净利润中值逆势上涨 8%（市场煤价下跌 16%，长协煤下跌 2%），远好于行业-18%的利润总额增速。业绩增长的主要原因是产销量增长、资产结构优化、业务转型以及非煤业务的大幅增长，以及资产负债表的修复带来的利润率、资产质量指标、现金流指标的高位运行。我们看到煤价的影响因素在淡化，取而代之的是供给侧改革和转型后公司经营的差异加大。我们认为随着上述原因，今年上半年上市公司归属母公司净利润仍有望有 5% 左右的增长，利润率、资产质量指标、现金流仍将高位运行。公司之间的业绩分化仍将非常明显。

老矿、地质复杂矿、有退出煤矿公司的盈利将不稳定，从已经公布业绩预告或快报的公司看，表现欠佳，均为净利润同比减少，主要也是上述原因。

看好的煤炭股：低估值有业绩的龙头+题材股

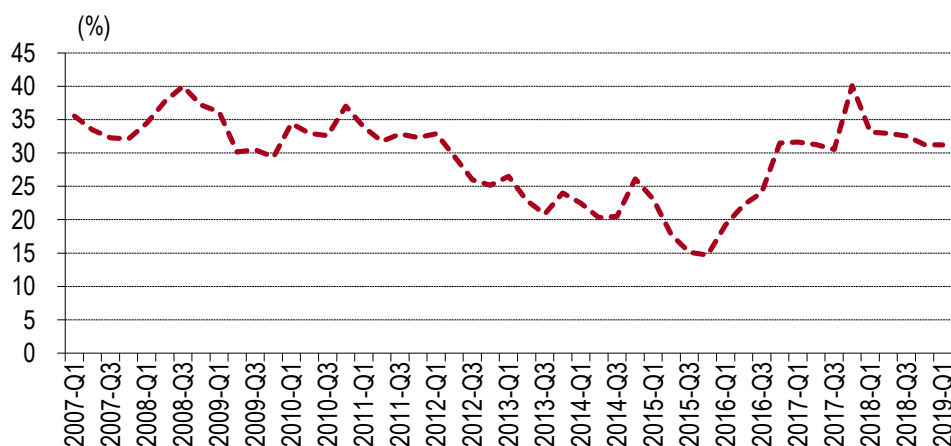
我们推荐低估值有业绩支撑的龙头公司，以及有题材有成长的公司：山煤国际、陕西煤业、潞安环能、山西焦化、阳泉煤业，同时建议关注高增长低估值的兖州煤业，业绩稳定、管理出色的中国神华。

图表 9. 22 家主流上市煤企归母净利润增速涨幅与煤价涨幅



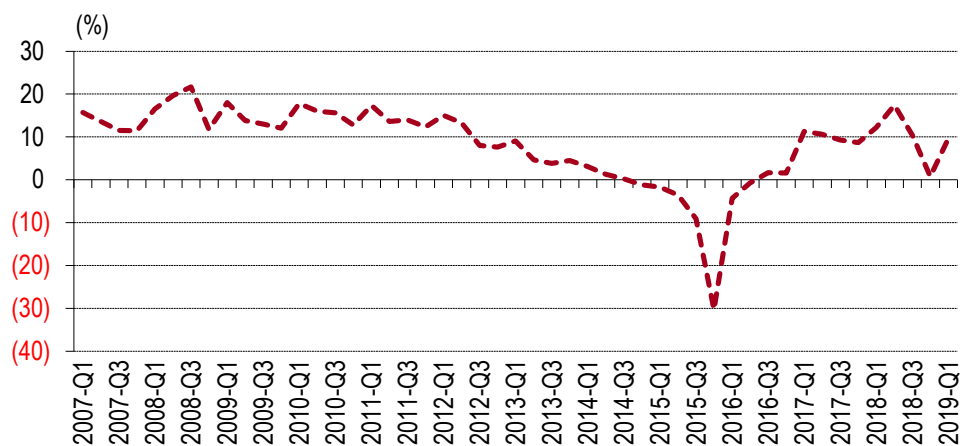
资料来源：万得，中银国际证券

图表 10. 22 家主流上市煤企季度毛利润率



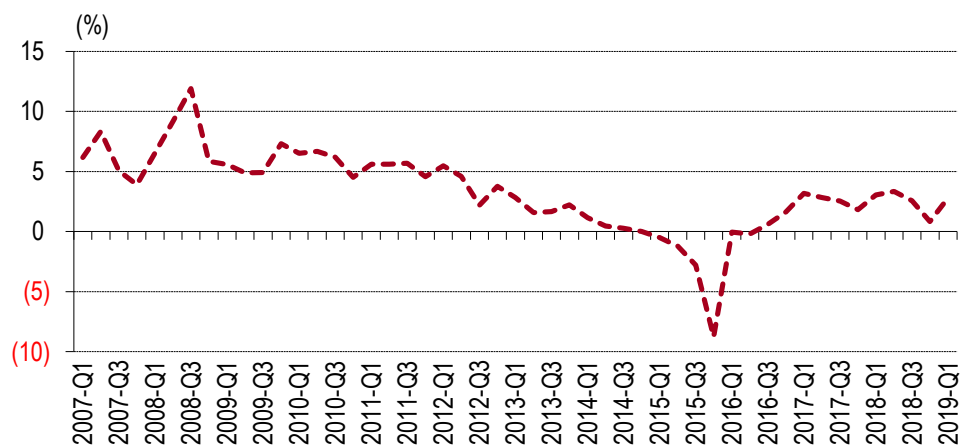
资料来源：万得，中银国际证券

图表 11. 22 家主流上市煤企季度净利润率



资料来源：万得，中银国际证券

图表 12. 22 家主流上市煤企季度 ROE



资料来源：万得，中银国际证券

图表 13. 2019 年中报业绩预告或快报摘要

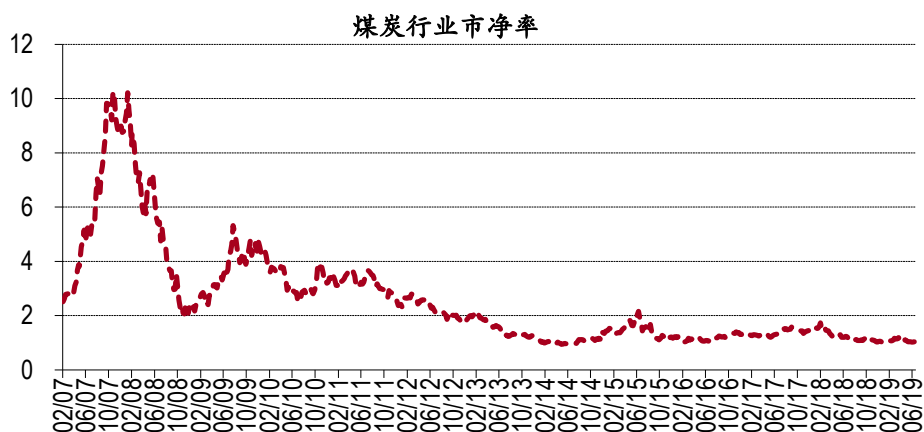
证券代码	证券简称	业绩预告快报摘要	预告净利润变动幅度(%)	业绩预告变动原因	业绩预告类型
000780.SZ	平庄能源	净利润约-19000 万元~-18000 万元	(722.4)	1.在产的三个煤矿中,风水沟矿受井下地质条件影响,煤炭含矸率高,水分大,上半年煤炭发热量同比下降 691 千卡/千克;老公营子矿与六家矿受开采工作面条件影响,1-3 月份煤炭水分大,灰分偏高,4 月份开始煤质好转,1-3 月份老公营子矿煤炭发热量同比下降 434 千卡/千克、六家矿同比下降 300 千卡/千克。公司煤质不稳影响了煤炭销售价格。2019 年上半年,煤炭平均销售价格为 307.33 元/吨,与上年同期 335.80 元/吨相比下跌 28.47 元/吨,下跌幅度 8.48%,因售价下跌减少煤炭销售收入 7131.27 万元;因冬季偏暖,公司销售区域内取暖用煤量下降,上半年煤炭销售数量为 250.48 万吨,与上年同期 263.92 万吨相比减少 13.44 万吨,下降幅度 5.09%;因销量下降减少煤炭销售收入 4514.66 万元。2.本期确认去产能奖补资金收入,较去年同期下降 1492.76 万元。3.因本期代销平庄煤业煤炭数量下降,导致煤炭代销收入较去年同期有所下降。	续亏
600121.SH	郑州煤电	净利润约 1200 万元,下降 88%左右	(88)	主要原因是受地质条件影响,公司两对主力矿井煤质下降、售价下降。一是新郑煤电主力回采工作面受正断层影响,切巷出现全岩现象,导致原煤售价较同期下降 63.52 元/吨,归上市公司净利润较同期减少 4561 万元。二是白坪煤业工作面过薄煤带托薄煤回采,导致原煤售价较同期下降 18.30 元/吨,归上市公司净利润较同期减少 6930 万元	预减
601918.SH	新集能源	净利润 7.39 亿元,同比下降 3.39%,扣非后同比增幅 13%。	(3.4)	1.今年上半年煤炭售价同比下降;2.上年同期换回坏账准备影响。	略减
600403.SH	大有能源	预测年初至下一报告期期末累计净利润较同期存在下降风险			略减

资料来源:万得,中银国际证券

估值

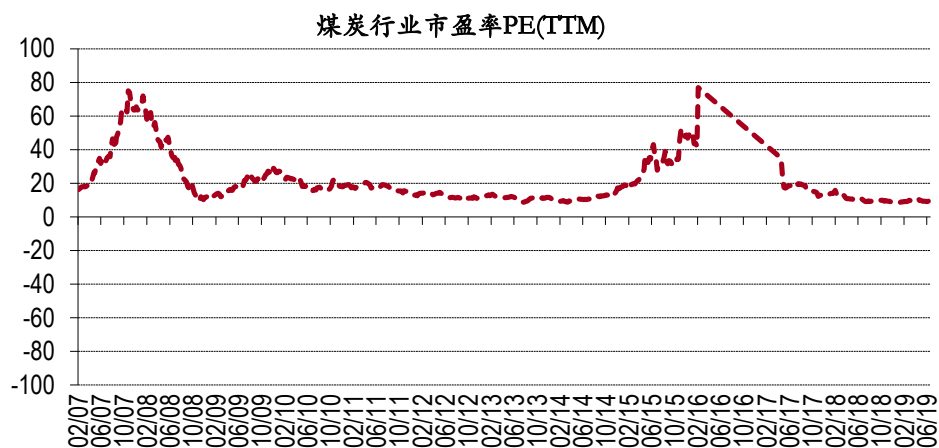
从历史角度看具备较好安全边际: 目前煤炭板块主流煤炭公司平均 19 年市盈率为 9.1 倍,市净率 1.19 倍,位于历史市盈率区间的下限,仅次于 08 年金融危机时期。我们认为行业业绩稳定,行业公共事业化趋势下基本面比较稳定且资产质量、盈利指标均较好,经济下行压力一致预期下市场对基本面预期比较充分,从估值看我们认为具备较好安全边际。

图表 14. 煤炭行业（中信）历史市净率-目前估值历史低位



资料来源：万得，中银国际证券

图表 15. 煤炭行业（中信）历史市盈率-目前估值历史低位



资料来源：万得，中银国际证券

注：16年前后市盈率波动巨大因为当时陷入全行业亏损，众多公司的业绩只有几分钱或者亏损。

图表 16. A 股主要煤炭公司估值表

股票代码	公司名称	评级	每股收益(人民币, 元)				价格 (人民币)	市盈率(倍)				每股净资产 (人民币)	市净率(倍)
			2017	2018	2019E	2020E		2017	2018	2019E	2020E	2018	2018
601918.SH	新集能源	未有评级	0.01	0.22	0.48	0.49	3.15	350.0	14.3	6.6	6.4	2.1	1.50
600740.SH	山西焦化	买入	0.12	1.21	1.14	1.32	8.75	72.9	7.2	7.7	6.6	6.5	1.32
600348.SH	阳泉煤业	买入	0.68	0.82	0.82	0.92	5.53	8.1	6.7	6.7	6.0	6.7	0.86
600546.SH	山煤国际	买入	0.19	0.11	0.58	0.73	6.09	32.1	55.4	10.5	8.3	1.8	3.06
601225.SH	陕西煤业	买入	1.04	1.10	1.14	1.29	8.95	8.6	8.1	7.9	6.9	5.1	1.82
600395.SH	盘江股份	未有评级	0.53	0.60	0.63	0.65	5.88	11.1	9.8	9.3	9.0	4.0	1.49
601699.SH	潞安环能	买入	0.93	0.89	0.96	1.07	8.05	8.7	9.0	8.4	7.5	8.0	0.99
600123.SH	兰花科创	未有评级	0.68	0.94	1.02	1.13	6.87	10.0	7.3	6.7	6.1	8.9	0.82
600157.SH	永泰能源	未有评级	0.05	0.06	0.07	0.08	18.98	8.5	8.6	9.3	9.5	1.9	0.87
600403.SH	大有能源	未有评级	0.20	0.38	0.41	0.43	1.63	33.6	27.2	23.3	20.4	3.6	1.10
000937.SZ	冀中能源	未有评级	0.30	0.32	0.33	0.34	3.80	19.0	10.0	9.3	8.8	5.6	0.69
000933.SZ	神火股份	未有评级	0.19	0.16	0.23	0.38	3.80	12.6	11.9	11.5	11.2	3.2	1.32
002128.SZ	露天煤业	未有评级	1.07	1.24	1.30	1.33	4.16	21.5	26.0	18.1	10.9	7.5	1.15
600997.SH	开滦股份	未有评级	0.33	0.88	0.94	0.99	4.68	17.8	13.8	12.7	10.9	6.6	0.92
601101.SH	昊华能源	未有评级	0.52	0.59	0.60	0.65	8.40	7.9	6.8	6.5	6.3	6.7	0.93
601666.SH	平煤股份	未有评级	0.58	0.39	0.45	0.55	6.06	18.4	6.9	6.4	6.1	5.5	0.77
A 股主要煤炭公司平均值								35.1	12.8	9.1	8.0	6.2	1.19

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 7 月 17 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

风险提示

贸易战负面影响及预期增大, 经济走势低于预期: 作为周期板块, 风险偏好是影响板块的重要考虑因素, 直接影响未来需求预期的改变, 板块对此非常敏感。

环保安检趋严且常态化: 频发的矿难会引发政府频繁且严格的大面积停产整顿及各种管制, 对供应的影响较大。

清洁能源替代加速: 影响需求的又一重要变量, 天然气、水电、风电、核电、太阳能等清洁能源占比提高, 明显挤占了煤炭消费空间。

对超产、违规违建矿的监管放松: 我国煤矿超产现象在供给侧改革前比较严重, 特别是三西地区, 巨量数据游离在统计之外, 如果监管放松, 将对供应产生较大冲击。

国企改革进度和力度低于预期: 市场对此有期待, 如果低于预期, 将在估值上有所体现。

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：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来6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个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来6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