



股票代码	600808.SS	0323.HK
评级	持有	卖出
收盘价	人民币 2.56	港币 2.68
目标价	人民币 2.60	港币 2.00
原先目标价	人民币 2.70	港币 1.46
上/下浮比例	2%	-25%
目标价格基础	0.7 倍 12 年市净率	0.45 倍 12 年市净率
板块评级	中立	中立

#### 本报告要点

- 从中期来看，建筑市场（特别是房地产）忧患犹存
- 我们的观点有何不同？**
- 我们的H股2011-13年盈利预测比市场预期低22-60%
- 我们的A股2011-13年盈利预测比市场预期低28-51%

#### 主要催化剂/事件

- 春节过后工程复工
- 最近的宽松货币政策
- 年报于3月29日公布

#### 股价表现—(A股)



	今年 (%)	1 月 (%)	3 月 (%)	12 月 (%)
绝对	3	3	(14)	(31)
相对新华富时 A50 指数	(3)	(3)	(11)	(18)

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究  
以2012年2月1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

金属和矿产：钢铁

乐宇坤

(8621) 2032 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120007

\*梁颖璋为本报告重要贡献者

# 马钢股份

## 房地产市场风险犹存

尽管国内钢材市场供大于求的局面不会改变，但我们认为，春节过后随着需求回升钢价有望上涨。尽管如此，我们预期12年下半年钢价仍可能回落，钢铁公司的盈利仍将恶化，因为我们预计房地产投资将大幅下滑。我们对马钢股份A股维持持有评级，对H股维持卖出评级。

### 将2011-13年盈利预测下调4-54%

- 公司发布盈利预警公告称，因均价疲软及原材料成本高企，11年净利润可能同比下滑50%以上。
- 我们将2011-13年盈利预测下调了4-54%，因为我们认为公司2011年4季度盈利应与3季度持平。我们预计2012年铁矿石价格将有所下跌，这对盈利来说是好消息，但我们认为，市场对高铁车轮的贡献过于乐观，因为目前这一产品仍有待审批，具体开工日期也尚未确定。

### 对线材仍持悲观看法

- 我们的悲观看法是基于：1)房地产行业风险仍存，因为我们地产研究小组认为近期市场没有放松迹象；2)2012年更多新增产能是线材产能及小型钢企；及3)线材库存的上升速度要快于板材。

### 2013年前没有产能扩张计划

- 2011-12年，马钢的粗钢年产能将保持在1,670万吨，而2013年，产能将扩大200万吨（全部为热轧钢产能），也就是说，2013年，公司的热轧钢产能将由2011年的700万吨扩大至900万吨。

### 估值

- 我们认为，货币政策有所放松可能是近期股价反弹的主要原因。然而，来自房地产市场的风险（马钢的产品中50%是线材）以及产能过剩问题仍未消退。目前，我们给予马钢股份A股和H股的2012年市净率分别为0.7倍和0.45倍（比历史平均水平低1个标准差）。我们对马钢股份A股维持持有评级，对H股维持卖出评级。

### 投资摘要—(A股)

年结日：12月31日	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
销售收入(人民币百万)	51,860	64,981	72,157	70,039	78,236
变动(%)	(27.2)	25.3	11.0	(2.9)	11.7
净利润(人民币百万)	392	1,102	342	339	611
每股收益(人民币)	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1
市盈率(倍)	50.2	17.9	57.6	58.1	32.2
每股收益增长率(%)	(44.7)	180.7	(69.0)	(0.8)	80.1
先前预测每股收益(人民币)	0.05	0.14	0.05	0.10	0.16
市场共识预测每股收益(人民币)	0.07	0.15	0.06	0.12	0.18
每股收益VS市场预测(%)	(27.2)	(5.9)	(28.4)	(64.5)	(55.7)
经常性每股现金流量(人民币)	0.87	0.40	0.75	0.54	1.07
价格/每股现金流量(倍)	3.0	6.4	3.4	4.7	2.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.3	3.9	5.5	4.7	2.4
每股股息(人民币)	0.04	0.05	0.02	0.02	0.03
股息率(%)	1.6	2.0	0.6	0.6	1.1
净资产收益率(%)	1.5	4.1	1.2	1.2	2.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

### 股价表现—(H股)



	今年 (%)			
	至今	1 月	3 月	12 月
绝对	8	8	14	(38)
相对新华富时	(6)	(6)	6	(28)
发行股数 (百万)	7,701			
流通股 (%)	25.6			
流通股市值 (港币 百万)	23,426			
3 个月日均交易额 (港币 百万)	25.30			
净负债比率 (%) (2011E)	26.7			
主要股东 (%)				
马钢集团	50.5			

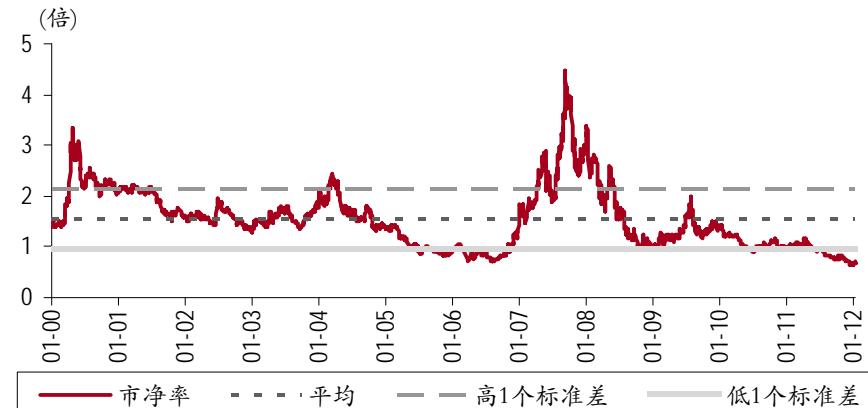
资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究  
以2012年2月1日收市价为标准

### 投资摘要—(H股)

年结日：12月31日	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
销售收入(人民币百万)	50,412	63,041	72,157	70,039	78,236
变动(%)	(28.0)	25.1	14.5	(2.9)	11.7
净利润(人民币百万)	392	1,102	342	339	611
每股收益(人民币)	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1
市盈率(倍)	42.8	15.2	49.1	49.5	27.5
每股收益增长率(%)	(44.7)	180.7	(69.0)	(0.8)	80.1
先前预测每股收益(人民币)	0.05	0.14	0.05	0.10	0.16
市场共识预测每股收益(人民币)	0.07	0.14	0.06	0.15	0.24
每股收益 vs 市场预测(%)	(31.1)	2.2	(22.1)	(70.2)	(67.3)
经常性每股现金流量(人民币)	0.87	0.51	0.79	0.57	1.10
价格/每股现金流量(倍)	2.5	4.3	2.8	3.8	2.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.6	4.3	4.8	4.0	2.0
每股股息(人民币)	0.04	0.05	0.02	0.02	0.03
股息率(%)	1.8	2.3	0.7	0.7	1.3
净资产收益率(%)	1.5	4.1	1.2	1.2	2.2

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

### 马钢股份A股市净率



资料来源：彭博、中银国际研究

### 马钢股份H股市净率



损益表-A股(人民币百万)

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
销售收入	51,860	64,981	72,157	70,039	78,236
销售成本	(49,326)	(61,439)	(69,776)	(67,381)	(74,941)
经营费用	(1,425)	(1,464)	(1,259)	(1,222)	(1,365)
经营息税折旧前利润	5,930	6,936	5,043	5,392	7,500
折旧及摊销	(4,821)	(4,858)	(3,921)	(3,957)	(5,570)
经营息税前利润	1,109	2,078	1,122	1,436	1,930
净利润收入	(939)	(732)	(881)	(1,090)	(1,161)
汇兑收益	-	-	-	-	-
其他经常性收入	189	146	109	-	-
应占联营公司利润	204	220	195	195	204
非经常收入	-	-	-	-	-
税前利润	563	1,711	545	540	974
所得税	(29)	(520)	(136)	(135)	(243)
少数股东权益	(141)	(90)	(66)	(66)	(119)
优先股股息	-	-	-	-	-
净利润	392	1,102	342	339	611
经常性净利润	392	1,102	342	339	611

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

每股价值-A股(人民币)

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
每股收益	0.05	0.14	0.04	0.04	0.08
每股股息	0.04	0.05	0.02	0.02	0.03
每股帐面价值	3.4	3.5	3.6	3.7	3.8
每股有形资产	3.4	3.5	3.6	3.7	3.8
每股净负债/(现金)	(1.5)	(0.9)	(1.0)	(0.6)	0.2

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表-A股(人民币百万)

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
现金及现金等价物	8,700	6,383	13,518	17,676	24,495
应收帐款	5,269	9,591	7,908	7,676	8,574
库存	8,989	12,452	13,711	13,240	14,726
其他流动资产	1,092	2,089	1,692	1,642	1,834
流动资产总计	24,049	30,515	36,828	40,234	49,629
固定资产净额	40,294	36,190	33,868	30,499	24,514
总投资	1,004	1,041	1,021	1,041	1,021
无形资产	-	-	-	-	-
其他资产	2,635	2,357	2,357	2,357	2,357
长期资产总计	43,934	39,588	37,245	33,898	27,891
总资产	67,983	70,103	74,074	74,131	77,520
应付帐款	11,715	10,820	13,764	11,999	13,346
短期债务	1,173	977	8,517	11,956	14,019
其他流动负债	8,561	17,370	9,900	9,562	10,690
流动负债总计	21,450	29,166	32,181	33,517	38,055
长期负债总计	18,769	12,367	12,528	10,647	8,626
其他负债	580	573	573	573	573
股东权益	26,464	27,292	28,087	28,689	29,562
少数股东权益	720	705	705	705	705
总负债及权益	67,983	70,103	74,074	74,131	77,520

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

增长率-A股

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
收入增长(%)	(27.2)	25.3	11.0	(2.9)	11.7
经营息税折旧前利润增长(%)	(10.6)	17.0	(27.3)	6.9	39.1
经营息税前利润增长(%)	(46.4)	87.4	(46.0)	27.9	34.4
税前利润增长(%)	(30.1)	204.0	(68.2)	(0.8)	80.1
净利润增长(%)	(44.7)	180.7	(69.0)	(0.8)	80.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表-A股(人民币百万)

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
<b>税前利润</b>	563	1,711	545	540	974
折旧	4,821	4,858	3,921	3,957	5,570
商誉及其他摊销	939	732	881	1,090	1,161
净利润	528	(3,043)	336	(1,456)	245
税金	(29)	(520)	(136)	(135)	(243)
其他经营现金流	62	(425)	269	371	724
<b>经营活动产生的现金流</b>	6,669	3,088	5,744	4,166	8,220
资本性支出	(1,613)	(2,091)	(2,000)	(1,000)	(1,000)
出售带来的现金流	12	27	(402)	(412)	(416)
收购附属公司	-	-	-	-	-
其他	(2,042)	56	435	187	183
<b>投资活动产生的现金流</b>	(3,643)	(2,008)	(1,967)	(1,225)	(1,233)
回购股份	-	-	-	-	-
发行债务	141	(1,274)	4,339	2,221	997
配股融资	-	-	-	-	-
收取利息	-	-	-	-	-
支付股息	(1,533)	(62)	(120)	(119)	(214)
支出利息	(1,232)	(503)	(881)	(1,090)	(1,161)
其他融资现金流	(10)	-	-	-	-
<b>融资活动产生的现金流</b>	(2,633)	(1,838)	3,338	1,012	(377)
<b>产生的现金流总额</b>	392	(758)	7,116	3,953	6,610
公司自由现金流	3,026	1,080	3,778	2,941	6,987
权益自由现金流	1,935	(696)	7,235	4,072	6,824

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率-A股(%)

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	11.4	10.7	7.0	7.7	9.6
息税前利润率	2.1	3.2	1.6	2.0	2.5
税前利润率	1.1	2.6	0.8	0.8	1.2
净利率	0.8	1.7	0.5	0.5	0.8
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	1.1	1.0	1.1	1.2	1.3
利息覆盖率	1.2	2.8	1.3	1.3	1.7
净权益负债率(%)	41	25	26	17	净现金
速动比率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.9
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	50.2	17.9	57.6	58.1	32.2
核心业务市盈率	50.2	17.9	57.6	58.1	32.2
市净率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
价格/现金流	3.0	6.4	3.4	4.7	2.4
企业价值/息税折旧前利润	5.3	3.9	5.5	4.7	2.4
<b>周转率</b>					
存货周转天数	66.5	74.0	71.7	71.9	71.7
应收账款周转天数	37.1	53.9	40.0	40.1	40.0
应付账款周转天数	86.7	64.3	72.0	65.2	65.0
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	78.5	34.9	34.9	34.9	34.9
净资产收益率	1.5	4.1	1.2	1.2	2.1
资产收益率	0.6	1.6	0.5	0.5	0.8
已运用资产收益率	2.3	4.7	2.5	2.8	3.7

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

损益表-H股(人民币百万)

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
销售收入	50,412	63,041	72,157	70,039	78,236
销售成本	(47,675)	(59,676)	(69,776)	(67,381)	(74,941)
经营费用	(1,353)	(945)	(1,259)	(1,222)	(1,365)
经营息税折旧前利润	6,204	7,278	5,043	5,392	7,500
折旧及摊销	(4,821)	(4,858)	(3,921)	(3,957)	(5,570)
经营息税前利润	1,384	2,420	1,122	1,436	1,930
净利润收入	(1,004)	(914)	(881)	(1,090)	(1,161)
汇兑收益	-	-	-	-	-
其他经常性收入	-	-	-	-	-
应占联营公司利润	183	205	304	195	204
非经常收入	-	-	-	-	-
税前利润	563	1,711	545	540	974
所得税	(29)	(520)	(136)	(135)	(243)
少数股东权益	(141)	(90)	(66)	(66)	(119)
优先股股息	-	-	-	-	-
净利润	392	1,102	342	339	611
经常性净利润	392	1,102	342	339	611

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

每股价值-H股(人民币)

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
每股收益	0.05	0.14	0.04	0.04	0.08
每股股息	0.04	0.05	0.02	0.02	0.03
每股帐面价值	3.4	3.5	3.6	3.6	3.7
每股有形资产	3.4	3.5	3.5	3.6	3.7
每股净负债/(现金)	(1.6)	(1.9)	(1.0)	(0.6)	0.2

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表-H股(人民币百万)

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
现金及现金等价物	8,701	6,384	13,519	17,677	24,496
应收帐款	5,244	9,472	7,908	7,676	8,574
库存	8,836	12,321	13,566	13,101	14,571
其他流动资产	1,411	2,629	2,210	2,157	2,360
流动资产总计	24,192	30,806	37,203	40,610	50,000
固定资产净额	40,294	36,190	33,868	30,499	24,514
总投资	1,004	1,041	1,021	1,041	1,021
无形资产	109	168	168	168	168
其他资产	2,526	2,189	2,189	2,189	2,189
长期资产总计	43,934	39,588	37,245	33,898	27,891
总资产	68,126	70,394	74,448	74,508	77,892
应付帐款	11,715	10,820	13,764	11,999	13,346
短期债务	1,989	8,835	8,517	11,956	14,019
其他流动负债	7,887	9,802	9,900	9,562	10,690
流动负债总计	21,592	29,457	32,181	33,517	38,055
长期负债总计	18,769	12,367	12,528	10,647	8,626
其他负债	-	-	-	-	-
股东权益	26,465	27,293	27,437	27,723	28,334
少数股东权益	720	705	705	705	705
总负债及权益	68,126	70,394	74,448	74,508	77,892

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

增长率-H股

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
收入增长(%)	(28.0)	25.1	14.5	(2.9)	11.7
经营息税折旧前利润增长(%)	(11.5)	17.3	(30.7)	6.9	39.1
经营息税前利润增长(%)	(43.4)	74.9	(53.6)	27.9	34.4
税前利润增长(%)	(30.2)	204.0	(68.2)	(0.8)	80.1
净利润增长(%)	(44.7)	180.7	(69.0)	(0.8)	80.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表-H股(人民币百万)

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
<b>税前利润</b>	563	1,711	545	540	974
折旧	4,821	4,858	3,921	3,957	5,570
商誉及其他摊销	-	-	-	-	-
净利润	1,004	914	881	1,090	1,161
运营资本变动	716	(3,043)	336	(1,456)	245
税金	(158)	(260)	(68)	(135)	(243)
其他经营现金流	(84)	(72)	762	630	983
<b>经营活动产生的现金流</b>	6,669	3,897	6,066	4,425	8,479
资本性支出	(1,613)	(2,091)	(2,000)	(1,000)	(1,000)
出售带来的现金流	12	27	(402)	(412)	(416)
收购附属公司	-	-	-	-	-
其他	(2,125)	2,401	132	132	132
<b>投资活动产生的现金流</b>	(3,726)	337	(2,269)	(1,280)	(1,283)
回购股份	-	-	-	-	-
发行债务	(1,447)	(276)	4,339	2,221	997
配股融资	-	-	-	-	-
收取利息	-	-	-	-	-
支付股息	(10)	(78)	(120)	(119)	(214)
支出利息	(1,232)	(503)	(881)	(1,090)	(1,161)
其他融资现金流	69	(3,772)	-	-	-
<b>融资活动产生的现金流</b>	(2,620)	(4,628)	3,338	1,012	(377)
<b>产生的现金流总额</b>	323	(395)	7,135	4,158	6,819
公司自由现金流	2,942	4,233	3,797	3,145	7,196
权益自由现金流	264	3,454	7,255	4,276	7,033

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率-H股(%)

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	12.3	11.5	7.0	7.7	9.6
息税前利润率	2.7	3.8	1.6	2.0	2.5
税前利润率	1.1	2.7	0.8	0.8	1.2
净利率	0.8	1.7	0.5	0.5	0.8
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	1.1	1.0	1.2	1.2	1.3
利息覆盖率	1.4	2.6	1.3	1.3	1.7
净权益负债率(%)	44	53	27	17	净现金
速动比率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.9
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	42.8	15.2	49.1	49.5	27.5
核心业务市盈率	42.8	15.2	49.1	49.5	27.5
市净率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
价格/现金流	2.5	4.3	2.8	3.8	2.0
企业价值/息税折旧前利润	4.6	4.3	4.8	4.0	2.0
<b>周转率</b>					
存货周转天数	67.6	75.4	71.0	71.2	71.0
应收账款周转天数	38.0	54.8	40.0	40.1	40.0
应付账款周转天数	89.7	66.2	72.0	65.2	65.0
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	78.5	34.9	34.9	34.9	34.9
净资产收益率	1.5	4.1	1.2	1.2	2.2
资产收益率	0.6	1.6	0.5	0.5	0.8
已运用资产收益率	2.9	5.0	2.3	2.9	3.8

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

## 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，其本人或其关联人士都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其本人或其关联人士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声明，其员工均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；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；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中银国际证券有限责任公司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。

## 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  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### **中银国际(英国)有限公司**

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### **中银国际(美国)有限公司**

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
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) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371