



股票代码	000898.SZ	0347.HK
评级	买入	持有
原先评级	持有	持有
收盘价	人民币 4.58	港币 5.58
目标价	人民币 5.80	港币 5.21
原先目标价	人民币 5.05	港币 5.30
上/下浮比例	27%	-7%
目标价格基础	1倍 12年市净率	0.7倍 12年市净率
板块评级	中立	中立

#### 本报告要点

- 将 2011-13 年盈利预测下调 72-352%
- 毛利率下滑空间有限

#### 我们的观点有何不同?

- 我们的 H 股 2011-13 年盈利预测比市场普遍预期低 68-761%，是预期最低的
- 我们的 A 股 2011-13 年盈利预测与市场预期相差 58-354%

#### 主要催化剂/事件

- 中国货币政策放松以刺激内需
- 中国钢材可能减产
- 年报将于 3 月 28 日公布

#### 股价表现—(A 股)



(% 绝对)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
	1	1	(14)	(41)
相对新华富时 A50 指数	(6)	(6)	(10)	(27)

发行股数(百万)	7,235
流通股(%)	
流通股市值(人民币 百万)	34,979
3 个月日均交易额(人民币 百万)	9.30
净负债比率(%) (2011E)	68.8
主要股东(%)	
鞍钢集团	67.3

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

# 鞍钢股份

## 逐步复苏

尽管国内钢材市场供大于求的局面不会改变，但我们看到，由于估值便宜，公司存在交易性的投资机会。公司毛利率在当前基础上进一步下滑的空间有限，而 2011 年下半年进口铁矿石价格环比下跌 10% 以上，这将反映在 2012 年上半年盈利中。我们将鞍钢股份 A 股评级由持有上调为买入，对 H 股维持持有评级。

### 将 2011-13 年盈利预测下调 72-352%

- 鞍钢股份刚刚公告 11 年初步预计净亏损 21.5 亿人民币，说明 11 年 4 季度亏损 24 亿人民币，出现亏损的主要原因是原材料价格高企。我们计算，11 年下半年平均铁矿石采购成本可能环比上升了 50% 至 1,150 元/吨。管理层认为保本毛利率需要达到 5-10%，但我们预计公司 11 年仅获得 3% 的水平。
- 我们认为公司未来两年内没有任何内部产能扩张计划，而 2012 年内完成对本钢和攀钢的并购也希望渺茫。尽管如此，一台占公司总产能 15% 的炼钢炉将于 2012 年恢复生产，这有望使公司 2011-13 年销量分别提升至 2,130-2,170 万吨。

### 将 A 股评级上调为买入；H 股维持持有评级

- 尽管我们下调了盈利预测以反映更加保守的经营数据假设，但我们认为，毛利率进一步下滑的空间有限。此外，最近高管回购计划（锁定期两年）的买入价格已被看作地板价位。刺激内需的政策也应有利于鞍钢这样的板材生产商。我们将 A 股评级由持有上调至买入，将目标价上调至 5.80 人民币，这是基于 1.0 倍 2012 年市净率（比历史平均水平低 1 个标准差）。我们将鞍钢 H 股评级维持在持有，但将目标价由 5.30 港币下调至 5.21 港币。我们的目标价是基于 0.7 倍 2012 年市净率（之前为 0.6 倍），仍低于 1.03 倍的周期中市净率。

#### 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)	70,126	92,431	102,211	99,427	95,484
变动(%)	(11.2)	31.8	10.6	(2.7)	(4.0)
净利润(人民币 百万)	727	2,059	(2,111)	469	1,084
每股收益(人民币)	0.1	0.3	(0.3)	0.1	0.1
市盈率(倍)	45.6	16.1	NA	70.6	30.6
每股收益增长率(%)	(76.5)	183.2	(202.5)	na	131.0
先前预测每股收益(人民币)	0.10	0.28	0.11	0.22	0.57
市场共识预测每股收益(人民币)	0.18	0.40	0.12	0.22	0.35
每股收益 vs 市场预测(%)	(44.2)	(28.7)	(353.7)	(69.8)	(57.7)
经常性每股现金流量(人民币)	0.62	1.23	0.85	0.24	0.26
价格/每股现金流量(倍)	7.4	3.7	5.4	19.2	17.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.9	6.4	10.6	7.9	7.4
每股股息(人民币)	0.06	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率(%)	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	1.4	3.8	(4.1)	1.0	2.7

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

### 股价表现—(H股)



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)

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
销售收入(人民币 百万)	69,874	91,927	101,905	99,129	95,198
变动(%)	(10.5)	31.6	10.9	(2.7)	(4.0)
净利润(人民币 百万)	748	2,054	(2,342)	306	853
每股收益(人民币)	0.1	0.3	(0.3)	0.0	0.1
市盈率(倍)	43.9	16.0	NA	107.3	38.5
每股收益增长率(%)	(75.9)	174.5	(214.0)	na	178.8
先前预测每股收益(人民币)	0.10	0.28	0.11	0.22	0.56
市场共识预测每股收益(人民币)	0.20	0.33	0.05	0.16	0.37
每股收益 vs 市场预测(%)	(47.0)	(15.0)	(760.5)	(73.9)	(68.2)
经常性每股现金流量(人民币)	0.63	1.25	0.82	0.23	0.26
价格/每股现金流量(倍)	7.2	3.6	5.6	19.4	17.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.9	5.7	11.1	7.9	7.4
每股股息(人民币)	0.06	0.13			0.05
股息率(%)	1.3	2.8	0.0	0.0	1.2
净资产收益率(%)	1.3	3.5	(4.5)	0.7	2.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 鞍钢主要产品价格及季度变动

	热轧钢	冷轧钢	中厚板	镀锌钢
1季度	4,210	4,910	4,350	5,550
2季度	4,157	4,830	4,400	5,400
3季度	4,100	4,610	4,297	5,250
4季度	3,833	4,587	4,087	5,017
环比变动%				
1季度	8.1	7.0	12.5	5.4
2季度	(1.3)	(1.6)	1.1	(2.7)
3季度	(1.4)	(4.6)	(2.3)	(2.8)
4季度	(6.5)	(0.5)	(4.9)	(4.4)

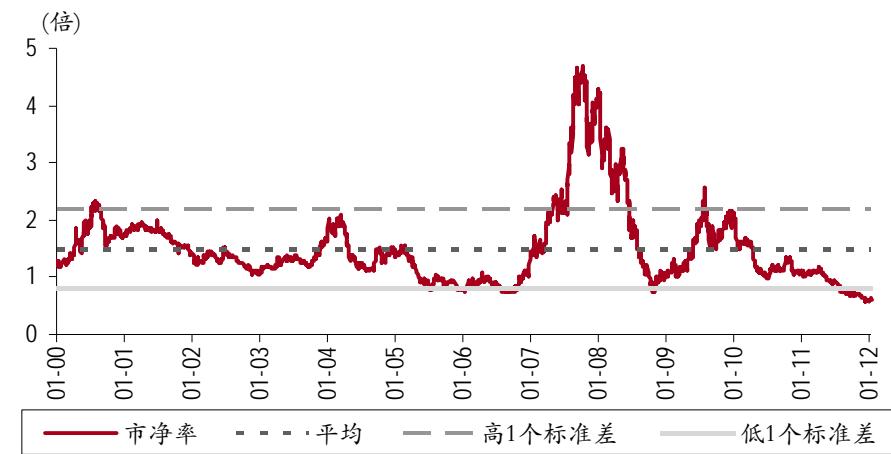
资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 2. 对鞍钢盈利能力的情境分析

铁矿石CIF价格 (美元/吨)	炼焦煤价格 (元/吨)	热轧钢生产成本 (元/吨)	鞍钢热轧钢产品的市场售价 (元/吨)	毛利率 (%)
116	1,000	3,375	3,650	8
120	1,000	3,425	3,650	7
130	1,000	3,523	3,650	4
136	1,000	3,585	3,650	2
140	1,000	3,626	3,650	1
150	1,000	3,817	3,650	(4)
160	1,000	3,978	3,650	(8)

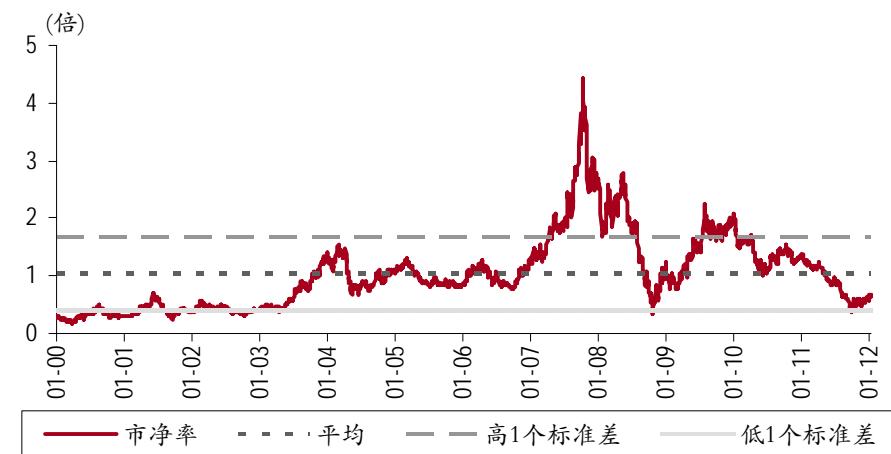
资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 3. 鞍钢股份 A 股市净率



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 4. 鞍钢股份 H 股市净率



资料来源：公司数据、中银国际研究

损益表-A股(人民币百万)

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
销售收入	70,126	92,431	102,211	99,427	95,484
销售成本	(63,712)	(82,694)	(98,806)	(92,841)	(91,768)
经营费用	(5,670)	(7,998)	(4,353)	(4,036)	(286)
经营息税折旧前利润	7,012	8,923	6,139	8,747	9,617
折旧及摊销	(6,268)	(7,184)	(7,087)	(6,196)	(6,187)
经营息税前利润	744	1,739	(947)	2,551	3,430
净利润收入	(902)	(1,249)	(1,986)	(2,143)	(2,309)
汇兑收益	-	-	-	-	-
其他经常性收入	815	1,477	-	-	-
应占联营公司利润	186	411	-	100	206
非经常收入	-	-	-	-	-
税前利润	843	2,378	(2,934)	507	1,327
所得税	(157)	(408)	733	(127)	(332)
少数股东权益	41	89	89	89	89
优先股股息	-	-	-	-	-
净利润	727	2,059	(2,111)	469	1,084
经常性净利润	727	2,059	(2,111)	469	1,084

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	0.10	0.28	(0.29)	0.06	0.15
每股股息	0.06	-	-	-	-
每股帐面价值	7.4	7.6	6.6	5.8	5.3
每股有形资产	6.5	6.7	5.7	4.9	4.3
每股净负债/(现金)	(4.2)	(3.5)	(4.6)	(5.1)	(5.4)

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	2,242	3,651	2,506	1,572	1,000
应收帐款	1,770	2,061	705	686	659
库存	10,658	13,134	16,149	15,192	14,316
其他流动资产	9,566	12,098	13,176	13,024	12,808
流动资产总计	24,236	30,944	32,536	30,473	28,782
固定资产净额	64,393	62,544	63,323	62,128	60,945
总投资	1,629	1,986	1,679	1,679	1,679
无形资产	7,061	6,967	6,967	6,967	6,967
其他资产	3,607	2,673	2,594	2,594	2,594
长期资产总计	76,690	74,170	74,563	73,368	72,185
总资产	100,926	105,114	107,099	103,842	100,967
应付帐款	6,827	9,562	11,225	10,809	10,410
短期债务	21,363	16,435	17,501	19,255	19,881
其他流动负债	7,297	10,403	12,239	12,239	12,239
流动负债总计	35,487	36,400	40,965	42,303	42,529
长期负债总计	11,502	12,717	18,071	19,297	20,425
其他负债	139	652	-	-	-
股东权益	53,798	55,345	48,062	42,242	38,013
少数股东权益	-	-	-	-	-
总负债及权益	100,926	105,114	107,099	103,842	100,967

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(%)	(11.2)	31.8	10.6	(2.7)	(4.0)
经营息税折旧前利润增长(%)	(23.0)	27.2	(31.2)	42.5	9.9
经营息税前利润增长(%)	(82.8)	133.7	(154.5)	-	34.5
税前利润增长(%)	(78.0)	182.1	(223.4)	-	161.6
净利润增长(%)	(75.6)	183.2	(202.5)	-	131.0

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
税前利润	843	2,378	(2,934)	507	1,327
折旧	6,264	7,166	7,084	6,194	6,185
商誉及其他摊销	4	18	3	2	2
净利息费用	902	1,249	1,986	2,143	2,309
运营资本变动	(547)	2,581	5,488	(261)	(180)
税金	(165)	(413)	783	(68)	(240)
其他经营现金流	(2,643)	(3,644)	(6,269)	(6,695)	(7,290)
经营活动产生的现金流	4,472	8,924	6,141	1,723	1,906
资本性支出	(7,013)	(4,935)	(6,000)	(4,000)	(4,000)
出售带来的现金流	-	-	-	-	-
收购附属公司	1,800	185	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
投资活动产生的现金流	(5,213)	(4,750)	(6,000)	(4,000)	(4,000)
回购股份	-	-	-	-	-
发行债务	3,056	(812)	(124)	1,376	1,516
配股融资	-	-	-	-	-
收取利息	-	-	-	-	-
支付股息	(3,086)	(1,985)	(924)	-	-
支出利息	(940)	(1,333)	(2,091)	(2,233)	(2,431)
其他融资现金流	979	1,365	1,852	2,200	2,437
融资活动产生的现金流	9	(2,765)	(1,286)	1,343	1,522
产生的现金流总额	(732)	1,409	(1,145)	(934)	(572)
公司自由现金流	(741)	4,174	141	(2,277)	(2,094)
权益自由现金流	1,375	2,029	(2,073)	(3,134)	(3,009)

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
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	10.0	9.7	6.0	8.8	10.1
息税前利润率	1.1	1.9	(0.9)	2.6	3.6
税前利润率	1.2	2.6	(2.9)	0.5	1.4
净利率	1.0	2.2	(2.1)	0.5	1.1
流动性(倍)					
流动比率	0.7	0.9	0.8	0.7	0.7
利息覆盖率	0.8	1.4	(0.5)	1.2	1.5
净权益负债率(%)	57	46	69	88	103
速动比率	0.4	0.5	0.4	0.4	0.3
估值(倍)					
市盈率	45.6	16.1	NA	70.6	30.6
核心业务市盈率	45.6	16.1	NA	70.6	30.6
市净率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
价格/现金流	7.4	3.7	5.4	19.2	17.4
企业价值/息税折旧前利润	8.9	6.4	10.6	7.9	7.4
周转率					
存货周转天数	61.1	58.0	59.7	59.9	56.9
应收账款周转天数	9.2	8.1	2.5	2.5	2.5
应付账款周转天数	39.1	42.2	41.5	42.6	41.4
回报率(%)					
股息支付率	59.7	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率	1.4	3.8	(4.1)	1.0	2.7
资产收益率	0.8	2.0	(2.0)	0.4	1.1
已运用资产收益率	0.9	2.0	(1.1)	3.1	4.3

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	69,874	91,927	101,905	99,129	95,198
销售成本	(65,721)	(85,409)	(99,193)	(93,071)	(88,383)
经营费用	(2,517)	(3,200)	(3,952)	(3,541)	(3,381)
经营息税折旧前利润	7,904	10,502	5,846	8,714	9,622
折旧及摊销	(6,268)	(7,184)	(7,087)	(6,196)	(6,187)
经营息税前利润	1,636	3,318	(1,241)	2,518	3,435
净利润收入	(940)	(1,333)	(2,091)	(2,233)	(2,431)
汇兑收益	-	-	55	-	-
其他经常性收入	-	-	-	-	-
应占联营公司利润	176	393	-	-	-
非经常收入	-	-	-	-	-
税前利润	872	2,378	(3,277)	285	1,004
所得税	(165)	(413)	783	(68)	(240)
少数股东权益	41	89	152	89	89
优先股股息	-	-	-	-	-
净利润	748	2,054	(2,342)	306	853
经常性净利润	748	2,054	(2,342)	306	853

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	0.10	0.28	(0.32)	0.04	0.12
每股股息	0.06	0.13	-	-	0.05
每股帐面价值	8.4	7.6	6.8	6.1	5.6
每股有形资产	8.4	7.6	6.8	6.1	5.6
每股净负债/(现金)	(4.2)	(3.9)	(4.6)	(5.1)	(5.4)

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	2,242	3,651	2,506	1,572	1,000
应收帐款	4,145	4,872	1,906	1,854	1,781
库存	10,658	13,134	16,149	15,192	14,316
其他流动资产	9,592	11,369	11,975	11,856	11,686
流动资产总计	26,637	33,026	32,536	30,473	28,782
固定资产净额	73,776	70,550	70,290	69,095	67,912
总投资	8,665	2,167	2,167	2,167	2,167
无形资产	13	8	9	7	6
其他资产	1,038	1,368	1,368	1,368	1,368
长期资产总计	83,492	74,093	73,834	72,638	71,453
总资产	110,129	107,119	106,370	103,111	100,235
应付帐款	6,744	9,371	8,958	8,428	7,942
短期债务	21,363	19,356	17,501	19,255	19,881
其他流动负债	9,721	9,755	12,150	11,805	11,450
流动负债总计	37,828	38,482	38,609	39,488	39,273
长期负债总计	11,502	12,717	18,071	19,297	20,425
其他负债	-	-	-	-	-
股东权益	60,725	55,329	49,287	44,211	40,451
少数股东权益	-	-	-	-	-
总负债及权益	110,129	107,119	106,370	103,111	100,235

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(%)	(10.5)	31.6	10.9	(2.7)	(4.0)
经营息税折旧前利润增长(%)	(15.2)	32.9	(44.3)	49.1	10.4
经营息税前利润增长(%)	(64.0)	102.8	(137.4)	-	36.4
税前利润增长(%)	(77.3)	172.7	(237.8)	-	252.1
净利润增长(%)	(75.0)	174.5	(214.0)	-	178.8

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>	872	2,378	(3,277)	285	1,004
折旧	6,264	7,166	7,084	6,194	6,185
商誉及其他摊销	4	18	3	2	2
净利润息费用	940	1,333	2,091	2,233	2,431
运营资本变动	(547)	2,581	5,488	(261)	(180)
税金	(165)	(413)	783	(68)	(240)
其他经营现金流	(2,643)	(3,644)	(6,269)	(6,695)	(7,290)
<b>经营活动产生的现金流</b>	4,549	9,026	5,903	1,690	1,912
资本性支出	(7,013)	(4,935)	(6,000)	(4,000)	(4,000)
出售带来的现金流	-	-	-	-	-
收购附属公司	1,800	185	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
<b>投资活动产生的现金流</b>	(5,213)	(4,750)	(6,000)	(4,000)	(4,000)
回购股份	-	-	-	-	-
发行债务	3,056	(812)	(124)	1,376	1,516
配股融资	-	-	-	-	-
收取利息	-	-	-	-	-
支付股息	(3,086)	(1,985)	(924)	-	-
支出利息	(940)	(1,333)	(2,091)	(2,233)	(2,431)
其他融资现金流	902	1,263	2,091	2,233	2,431
<b>融资活动产生的现金流</b>	(68)	(2,867)	(1,048)	1,376	1,516
<b>产生的现金流总额</b>	(732)	1,409	(1,145)	(934)	(572)
公司自由现金流	(664)	4,276	(97)	(2,310)	(2,088)
权益自由现金流	1,452	2,131	(2,312)	(3,167)	(3,003)

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	11.3	11.4	5.7	8.8	10.1
息税前利润率	2.3	3.6	(1.2)	2.5	3.6
税前利润率	1.2	2.6	(3.2)	0.3	1.1
净利率	1.1	2.2	(2.3)	0.3	0.9
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7
利息覆盖率	1.7	2.5	(0.6)	1.1	1.4
净权益负债率(%)	50	51	67	84	97
速动比率	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	43.9	16.0	NA	107.3	38.5
核心业务市盈率	43.9	16.0	NA	107.3	38.5
市净率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8
价格/现金流	7.2	3.6	5.6	19.4	17.2
企业价值/息税折旧前利润	7.9	5.7	11.1	7.9	7.4
<b>周转率</b>					
存货周转天数	59.2	56.1	59.4	59.7	59.1
应收账款周转天数	21.7	19.3	6.8	6.8	6.8
应付账款周转天数	37.5	40.0	33.0	33.1	32.8
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	58.0	45.0	0.0	0.0	45.0
净资产收益率	1.3	3.5	(4.5)	0.7	2.0
资产收益率	0.7	1.9	(2.2)	0.3	0.8
已运用资产收益率	1.9	3.7	(1.4)	3.0	4.2

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