



买入

39% ↑

目标价格: 人民币 15.00

601616.SS

原目标价: 人民币 18.25

股价: 人民币 10.83

目标价格基础: 25倍 12年市盈率

板块评级: 中立

本报告要点

- 广电电气工业园全面投产带来的规模和协同效应明显, 公司竞争优势进一步增强。工业园内产品涵盖了几乎所有的中低压电气设备类型, 园区年内有望全部投产, 投产后的规模约在 60 亿元, 带来的规模和协同效应明显
- 电力电子和元器件具备快速发展基础, 带来盈利能力的提升。随着各项认证和试点的完成以及前期渠道建设的投入, 电力电子和元器件产品将出现较快的发展。产品结构中高毛利产品比重增大将持续提升公司盈利能力

主要催化剂/事件

- 高毛利的电力电子和元器件订单超预期
- EJV 和 CJV 盈利增长恢复超预期
- 在手现金充沛, 外延式资本运作出现

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(4)	9	(21)	(41)
相对新华富时 A50 指数	(12)	9	(23)	(26)

发行股数 (百万)	518.1
流通股 (%)	59.33
流通股市值 (人民币 百万)	3,412
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	19
净负债比率 (%) (2012E)	净现金
主要股东 (%)	
上海昱杰投资管理有限公司	27.91
严怀忠	12.76

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 2 月 20 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

工业: 电力设备及新能源

刘波

(8621) 2032 8929

bo.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512020001

广电电气

国内最大的高端中/低压电气产业基地年内投产

公司近日公告, 上海佰孚控股有限公司 (简称“佰孚控股”) 通过大宗交易系统减持了 3.638% 的股份, 佰孚控股由减持前的 7.973% 下降至 4.335%。我们认为财务投资者佰孚控股属于正常减持行为, 依然看好公司未来发展。考虑对公司盈利预测下调, 我们下调公司目标价至 15.00 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 广电电气工业园, 国内最大的定位于中高端市场的中低压电气产业园有望年内全部投产, 规模和协同效应明显。广电电气产业园占地近 400 亩, 建成 5 个专业化厂房, 全部投产后产值将达到 60 亿元以上。公司创始人严怀忠于 2007 年开始建设工业园、业务单元和品牌渠道, 形成了现在工业园格局以及产品和品牌战略。未来的三、四年, 公司仍将依托广电电气工业园, 沿着既定的产品和品牌战略继续前进。
- 电力电子和元器件具备快速发展基础, 盈利能力持续提升。经历了多年的研发、认证和渠道建设, 电力电子产品获得了高端客户的认可和订单, 大容量变频器和有源滤波器已经具备了快速发展的基础; 元器件业务渠道建设已具规模, 年内 AEG 低压断路器剩下两个序列完成 GE 的工厂和实验认证后, 元器件将进入盈利快速增长阶段。
- 在手现金 10 多亿, 优秀企业文化有助于公司全球范围内进行拓展产品链的资本运作。未来几年, 公司的现金比较充沛。凭借优秀的企业文化, 我们预计公司可能在全球范围内进行拓展产品链的资本运作。我们预计公司与美国 AE 公司极有可能在光伏逆变器及其电气集成系统方面开展资本合作, 同时还有可能在元器件技术领域进行并购。

评级面临的主要风险

- 信贷紧缩导致政府和企业投资放缓, 进而导致公司订单低于预期。

估值

- 预计 2011-2013 年每股收益为 0.44、0.60 和 0.81 元, 给予 2012 年 25 倍市盈率, 目标价由 18.75 元下调至 15.00 元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入 (人民币 百万)	1,219	1,138	1,398	1,858	2,305
变动 (%)	5.1	(6.7)	22.8	33.0	24.0
净利润 (人民币 百万)	214	203	229	309	418
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.41	0.39	0.44	0.60	0.81
变动 (%)	84.96	(5.03)	12.87	35.04	35.08
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.54	0.75	1.01
调整幅度 (%)	-	-	(18.5)	(20.0)	(19.8)
全面摊薄市盈率 (倍)	26.26	27.65	24.50	18.14	13.43
每股现金流量 (人民币)	0.10	(0.05)	0.13	0.36	0.39
价格/每股现金流量 (倍)	103.74	(200.68)	80.91	29.69	27.86
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	10.42	22.76	15.27	10.74	7.59
每股股息 (人民币)	0.00	0.15	0.04	0.06	0.08
股息率 (%)	0.0	1.4	0.4	0.6	0.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

国内最大的高端中/低压电气产业园年内即将投产

立足中/高端细分市场，专业品牌经营策略下的精细化管理。公司自 1999 年起与 GE 合资成立 EJV 和 CJV 两家分别从事成套和元器件业务的专业厂（公司与 GE 共同注入了产品技术），开始了与 GE 的长达 13 年的合作关系。公司从专门为 EJV 和 CJV 销售产品，到 2005 年起逐步恢复成套和元器件的生产，再到 2007 年并购电力电子业务。在与 GE 的长期合作中，公司逐步学习了 GE 优秀的企业文化，为公司后续恢复高水平的业务生产奠定基础，而其中精细化管理则是“精髓”。公司的精细化管理受到了 GE、HoneyWell、AE、AEG 的认可，这为 2009 年后公司实施专业品牌经营策略奠定了基础（获得外资品牌的授权，需要经过外资品牌对企业多个方面严格的考察和认证）。从公司的发展历史上，我们看到企业的核心竞争力不是简单的研发和销售，更多的是以企业文化为核心的综合实力。

注：公司前董事长兼前总裁严怀忠先生曾经担任 EJV 和 CJV 的总经理，现任总裁蔡志刚先生曾经担任 EJV 和 CJV 的副总经理。

图表 1. 立足中高端市场的专业品牌经营策略

	成套设备	元器件	电力电子
高端市场 品牌/性能	GE 品牌 开关柜 风电变流器	GE 品牌 ACB 低压断路器 VCB 中压断路器 AEG 品牌 低压断路器 自动化装置	Honeywell 品牌 大功率变频器 有源滤波器 AE 品牌 光伏逆变器及 电气系统
中端市场 性价比	SGEG 品牌 开关柜	SGEG 品牌 eVB 中压断路器 VCR 中压接触器	SGEG 品牌 大功率变频器 有源滤波器
低端市场 价格			

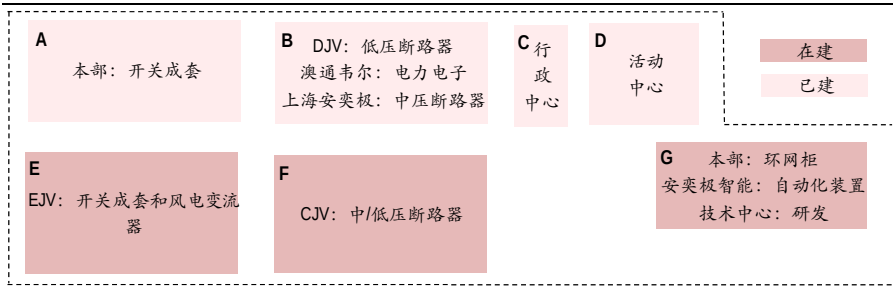
立足中高端市场的专业品牌经营策略

资料来源：公司数据及中银国际研究

60 亿产值的广电电气工业园（国内最大的中高端中/低压电气产业基地）年内有望全部投产，规模效应明显。广电电气产业园占地 400 亩，将建成 5 个专业化厂房，涵盖大部分中压电气产品系列和低压元器件系列，产值将达到 60 亿元以上，成为国内最大的高端中压电气产业基地，其中，开关成套产值在 35 亿，元器件产值在 10 亿，电力电子产值在 15 亿。预计广电电气工业园将于年内全部投产，年内 EJV 和 CJV 有望从广电老厂区搬迁进入广电电气工业园，IPO 项目环网柜和自动化装置也将于下半年投产。从子公司角度来看，EJV 和 CJV 约 25-30 亿，其它部分约 30-35 亿。

注：EJV 和 CJV 目前在广电老厂区内正常生产。

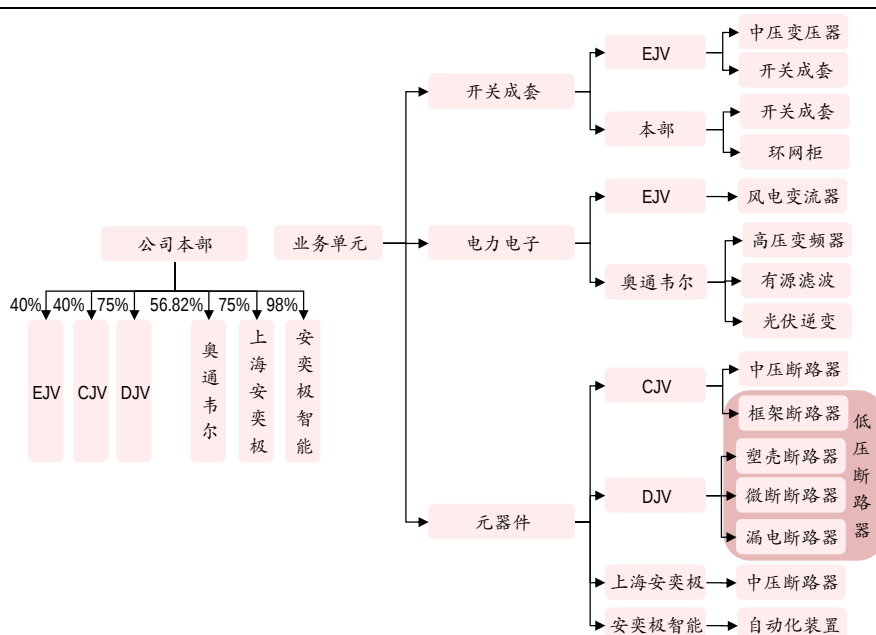
图表 2. 广电电气工业园及功能布局（虚线代表园区范围）



资料来源：公司数据及中银国际研究

工业园中/低压电气产品类型齐全，公司在中/低压电气领域配套和协同效应显著。广电工业园内涵盖了国内最齐全的中、低压电气产品，包括各类中/低压交/直流开关柜、中/低压交/直流断路器以及电力电子成套，公司在中/低压电气领域配套和协同效应显著，公司在中/高端领域综合竞争优势明显。随着 EJV 和 CJV 从广电老厂区搬迁至广电电气工业园后，EJV 和 CJV 的生产能力将大幅提升，我们预计 GE 有望陆续将新的开关产品技术注入 EJV 和 CJV，例如可能的情况，将直流开关柜注入 EJV，将直流开关注入 CJV。

图表 3. 广电电气工业园业务单元详解



资料来源：公司数据及中银国际研究

注：开关成套包括中、低压开关柜

工业园中/低压电气产品类型齐全，公司在中/低压电气领域配套和协同效应显著。广电工业园内涵盖了国内最齐全的中、低压电气产品，包括各类中/低压交/直流开关柜、中/低压交/直流断路器以及电力电子成套，公司在中/低压电气领域配套和协同效应显著，公司综合竞争优势明显。随着 EJV 和 CJV 从广电老厂区搬迁至广电电气工业园后，EJV 和 CJV 的生产能力将大幅提升，我们预计 GE 有望陆续将新的开关产品系列注入 EJV 和 CJV，例如将直流开关柜注入 EJV，将直流断路器注入 CJV。

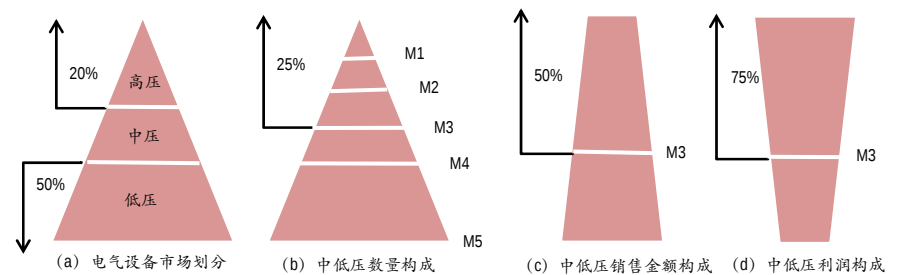
前任董事长兼前总裁严怀忠为公司发展倾入毕生，奠定了公司未来数年的发展格局。前任董事长兼总裁严怀忠于 2007 年开始着力建设广电电气工业园、业务单元和品牌渠道，才形成了现在广电电气工业园的规模，“开关成套、元器件、电力电子”齐头并进的产品战略，“GE、AEG、HoneyWell、SGEG”兼容并包的专业品牌战略。虽然严总已于 2011 年底不幸逝世，但我们认为，未来的三、四年，公司仍将依托广电电气工业园，沿着严总身前已定的战略方向继续前进。

在手现金充沛，优秀企业文化有助于公司全球范围内进行拓展产品链方面的资本运作。公司上市时净募集资金约 18.53 亿，超募 11.91 元。由于公司于 2007 年已提前从银行借款进行募投项目建设，募集资金到位后，公司又置换出近 3 亿元现金用于偿还银行贷款。从 2011 年三季度报来看，公司在手现金 14.6 亿元（电力电子、成套以及断路器募投项目已投产）；除此之外，公司老厂区作为固定资产评估为 1.7 亿元左右，但目前已作为市级规划的商业用地（南桥新城区域），年内 EJV 和 CJV 从老厂区搬迁至广电电气工业园后，我们预计该地块有望进行商业开发，有较大的升值空间。总体来看，未来几年，公司在手现金比较充沛。凭借优秀的企业文化，我们认为公司有望在全球范围内进行拓展产品链方面的资本运作，我们预计公司与美国 AE 公司极有可能在光伏逆变器及其电气集成系统方面开展合作，同时也有可能元器件技术领域进行并购。

电力电子和元器件快速发展，盈利能力持续提升

中高端市场享有大部分的利润份额。中低压电气市场具有明显的高/中/低端市场划分，不同市场竞争格局不同，一般来说，外资品牌占据高端市场，一部分国内品牌与外资品牌争夺中端市场，大部分内资品牌在低端品牌厮杀。以中压断路器为例，数据显示，国际品牌中压断路器销售台数上大约占据 25%，几乎独占了 M3 以上的市场份额，但若按销售金额统计，却占据着近 50% 的市场份额和 75% 的利润份额。

图表 4. 国内中低压电气设备市场特点



资料来源：中银国际研究

立足中高端市场的电力电子和元器件产品，享有明显高于行业平均水平的毛利率。与国内大多产品类似上市公司不同，公司的终端客户主要分布在中高端市场领域，因此，公司的电力电子和元器件产品享有高于行业平均水平的毛利率。公司的高压变频器（包括软启动）主要以大容量为主，多应用于一些对产品性能和品牌要求较高的行业中，如钢厂的高炉鼓风机、西气东输压缩机、大型风洞鼓风机等领域，有源滤波器主要应用于城市轨道交通、大型数据中心等领域，因此享受较高的毛利率，预计在 50% 以上。而元器件也类似，如 AEG 配电与控制获得了高档商业楼宇合肥港汇广场的订单等。对广电产品和销售渠道的分析，我们看到，决定产品毛利率的关键，不仅是产品本身，更多的是应用领域。决定应用领域的包括了产品和品牌两个方面。

电力电子和元器件具备快速发展的基础。经历了公司几年来的研发、认证和渠道建设，电力电子产品获得了高端客户的认可和订单（已获得西气东输用的高压变频器 4 台，仅此一项订单金额预计在 5,000 多万；已获上海市轨道交通 11 号线北段(二期)工程、11 号线南段工程和上海松江老城区公共交通配套工程 0.4kV 低压有源滤波装置集中采购项目），高压变频器和有源滤波器具备了快速发展的基础；元器件业务渠道建设已具规模，年内 AEG 品牌的低压断路器剩下两个序列完成 GE 的工厂和实验认证后，元器件业务也将进入盈利快速增长阶段。

自主化加快和产品结构优化持续提升公司盈利能力。一方面，公司自主生产的开关成套、电力电子和元器件占营收比重不断提高；另一方面，自主产品结构中高毛利的电力电子和元器件产品占比不断提高，两个方面使得公司盈利能力不断提升。

维持买入评级

考虑对公司盈利预测下调，我们下调目标价至 15.00，维持买入评级。预计 2012-2014 年每股收益为 0.44、0.60 和 0.81 元，给予 2012 年 25 倍市盈率，目标价由 18.75 元下调至 15.00 元，维持买入评级。

图表 5.盈利预测及假设

(人民币, 百万)		2009	2010	2011E	2012E	2013E
成套设备	营业收入	1,028.6	894.1	972.7	1,093.3	1,237.9
	同比增长(%)	5.0	(13.1)	8.8	12.4	13.2
	毛利率 (%)	23.5	26.4	26.3	27.0	27.8
元器件	营业收入	157.9	170.8	234.8	304.4	428.0
	同比增长(%)	29.7	8.2	37.5	29.6	40.6
	毛利率 (%)	29.4	34.8	34.4	39.3	47.4
电力电子	营业收入		58.1	175.2	297.4	426.5
	同比增长(%)			201.3	69.8	43.4
	毛利率 (%)		44.6	42.2	44.7	45.5
其它	营业收入	32.8	14.8	14.8	163.3	212.3
	同比增长(%)	(44.3)	(54.7)	0.0	1,000.0	30.0
	毛利率 (%)	58.2	36.9	36.9	30.0	30.0
合计	营业收入	1,219.2	1,137.9	1,397.6	1,858.3	2,304.8
	同比增长(%)	5.1	(6.7)	22.8	33.0	24.0
综合毛利率	(%)	25.2	28.8	29.8	32.1	34.9
销售费用率	(%)	7.6	6.2	11.1	11.1	11.1
管理费用率	(%)	7.9	12.6	8.0	8.0	8.0
财务费用率	(%)	0.7	0.7	(1.5)	(1.0)	(0.8)
实际所得税率	(%)	10.3	12.3	12.3	12.3	12.3
净利润率	(%)	17.7	18.2	17.4	17.7	19.3
少数股东损益率	(%)	0.2	0.4	0.9	1.0	1.1

资料来源：公司数据及中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	1,219	1,138	1,398	1,858	2,305
销售成本	(913)	(811)	(982)	(1,261)	(1,500)
经营费用	(79)	(110)	(148)	(225)	(296)
息税折旧前利润	228	218	268	373	508
折旧及摊销	(4)	(10)	(46)	(50)	(56)
经营利润(息税前利润)	224	208	222	322	452
净利息收入/(费用)	0	0	20	16	17
投资收益	111	103	86	95	105
其他收益/(损失)	26	37	33	35	36
税前利润	241	236	275	373	506
所得税	(25)	(29)	(34)	(46)	(62)
少数股东权益	(2)	(4)	(12)	(18)	(26)
净利润	214	203	229	309	418
核心净利润	214	203	229	309	418
每股收益(人民币)	0.41	0.39	0.44	0.60	0.81
核心每股收益(人民币)	0.41	0.39	0.44	0.60	0.81
每股股息(人民币)	0.00	0.15	0.04	0.06	0.08
收入增长(%)	5	(7)	23	33	24
息税前利润增长(%)	104	(7)	7	45	40
息税折旧前利润增长(%)	100	(4)	23	39	36
每股收益增长(%)	85	(5)	13	35	35
核心每股收益增长(%)	37	(5)	13	35	35

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	241	236	275	373	506
折旧与摊销	4	10	46	50	56
净利息费用	8	0	(20)	(16)	(17)
运营资本变动	(247)	721	(66)	(72)	(111)
税金	(25)	(29)	(34)	(46)	(62)
其他经营现金流	62	(961)	(145)	(139)	(211)
经营活动产生的现金流	43	(22)	55	151	161
购买固定资产净值	(110)	(127)	(170)	(90)	(40)
投资减少/增加	111	103	86	95	105
其他投资现金流	(51)	(227)	162	0	0
投资活动产生的现金流	(51)	(250)	78	5	65
净增权益	0	170	105	0	0
净增债务	62	191	(105)	(16)	(17)
支付股息	0	(61)	(23)	(31)	(42)
其他融资现金流	(6)	(8)	1,768	16	17
融资活动产生的现金流	56	292	1,745	(30)	(41)
现金变动	48	20	1,879	125	184
期初现金	74	122	142	2,020	2,146
公司自由现金流	(8)	(273)	154	177	248
权益自由现金流	54	(82)	48	156	226

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	18.7	19.1	19.2	20.0	22.1
息税前利润率(%)	18.3	18.3	15.9	17.3	19.6
税前利润率(%)	19.8	20.8	19.7	20.1	21.9
净利率(%)	17.5	17.8	16.4	16.6	18.1
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.2	3.2	3.1	3.3
利息覆盖率(倍)	nm	nm	nm	64.4	75.3
净权益负债率(%)	16.0	35.6	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.1	2.9	2.8	3.1
估值					
市盈率(倍)	26.3	27.6	24.5	18.1	13.4
心业务市盈率(倍)	26.3	27.6	24.5	18.1	13.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	43.6	46.0	40.7	30.1	22.3
市净率(倍)	4.6	6.6	2.0	1.9	1.7
价格/现金流(倍)	103.7	(200.7)	80.9	29.7	27.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.4	22.8	15.3	10.7	7.6
周转率					
存货周转天数	87.4	78.3	90.0	80.0	70.0
应收帐款周转天数	159.9	230.9	200.0	180.0	170.0
应付帐款周转天数	155.6	176.3	172.5	175.5	172.3
回报率					
股息支付率(%)	0.0	30.0	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	39.2	31.0	13.4	10.7	13.0
资产收益率(%)	13.6	10.0	6.8	6.9	8.7
已运用资本收益率(%)	27.2	17.9	11.3	10.5	13.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	122	142	2,020	2,146	2,329
应收帐款	534	720	766	916	1,073
库存	208	163	227	259	270
其他流动资产	96	141	197	293	407
流动资产总计	971	1,176	3,225	3,632	4,097
固定资产	168	282	414	466	457
无形资产	76	101	101	101	101
其他长期资产	262	264	146	149	152
长期资产总计	506	647	662	717	710
总资产	1,477	1,823	3,886	4,349	4,807
应付帐款	520	519	619	805	945
短期债务	150	320	304	289	272
其他流动负债	104	104	99	92	24
流动负债总计	773	942	1,023	1,186	1,241
长期借款	69	90	0	0	0
其他长期负债	33	39	41	46	50
股本	243	413	518	518	518
储备	324	268	2,222	2,501	2,877
股东权益	567	681	2,741	3,019	3,395
少数股东权益	36	71	82	98	121
总负债及权益	1,477	1,823	3,886	4,349	4,807
每股帐面价值(人民币)	2.33	1.65	5.29	5.83	6.55
每股有形资产(人民币)	2.14	1.39	5.08	5.51	6.24
每股净负债/(现金)(人民币)	0.40	0.65	(3.31)	(3.58)	(3.97)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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
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