

2011年7月13日

# 大冶特钢

弄潮儿向潮头立

**买入**

**A**

000708.SZ - 人民币 15.97

目标价格: 人民币 19.50

乐宇坤\*

(8621) 2032 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

## 股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

## 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	4.0	5.1	(12.8)	44.8
相对新华富时A50指数 (%)	5.1	3.3	(4.5)	41.6

资料来源：彭博及中银国际研究

## 重要数据

发行股数(百万)	449
流通股(%)	99.6
流通市值(人民币 百万)	7,127
3个月日均交易额(人民币 百万)	32
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
中信泰富集团	58

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

\*杭一君为本报告重要贡献者

**中银国际证券有限责任公司**

具备证券投资咨询业务资格

大冶特钢的母公司中信泰富特钢集团是全球最大的特钢生产商之一，作为集团的重要成员，大冶特钢是我国主要的特钢生产基地。公司传统主导产品轴承钢品质优良，市场认可度高，拥有显著的品牌优势；同时公司积极向高端特钢业务进军。“十二五”期间特钢行业作为重点行业将受到政府的大力支持，从而使得公司迎来重大的发展机遇。公司的传统特钢业务将受益于我国机械、铁路和汽车等下游行业的发展，而高端特钢产品将广泛应用于航空航天，核电军工以及高端装备制造业，拥有着广阔的发展前景。基于14倍的2011年市盈率，我们给予公司的目标价格为19.50元人民币，首次评级为买入。

## 支撑评级的要点

- 公司是国内的轴承钢龙头企业，轴承钢拥有显著品牌优势。
- 公司积极向高端特钢业务进军，高附加值产品产量有望进一步提高。高端特钢产品广泛运用于航空航天、核电军工和高端机械装备行业，未来拥有广阔的发展空间。
- 与国外相比，我国的特钢行业还有很大的提升空间。

## 评级面临的主要风险

- 特钢产品下游产业需求增长低于预期。
- 铁矿石等原料成本上升。
- 高端特钢业务进展缓慢。

## 估值

- 我们以2011年14倍的市盈率对公司进行估值，这比2011年特殊类钢材企业估值平均水平折价20%，相应的目标价格为19.5元。我们对公司的首次评级为买入。

## 图表1. 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)	5,561	7,893	9,000	10,050	11,129
变动(%)	-	42	14	12	11
净利润(人民币百万)	333	562	625	704	784
全面摊薄每股收益(人民币)	0.741	1.250	1.391	1.567	1.744
变动(%)	-	69	11	13	11
核心每股收益(人民币)	0.741	1.250	1.391	1.567	1.744
变动(%)	-	69	11	13	11
全面摊薄市盈率(倍)	21.6	12.8	11.5	10.2	9.2
核心市盈率(倍)	21.6	12.8	11.5	10.2	9.2
每股现金流量(人民币)	0.31	1.02	1.35	2.12	2.09
价格/每股现金流量(倍)	52.0	15.7	11.8	7.5	7.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.3	11.4	7.7	6.4	5.3
每股股息(人民币)	0.150	0.500	0.556	0.627	0.698
股息率(%)	0.9	3.1	3.5	3.9	4.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

# 目 录

投资摘要及估值.....	3
公司背景 .....	5
轴承钢产品处于市场领先地位 .....	7
进一步推动高端特钢业务发展 .....	12
集团公司是全球特大特钢生产商 .....	15
盈利分析及展望.....	18
优秀的管理能力 .....	22
附录、特钢行业简介.....	26
研究报告中所提及的有关上市公司 .....	30

## 投资摘要及估值

### 投资亮点

#### 轴承钢骄子：品牌优势，以质取胜

大冶特钢是我国主要的轴承钢生产基地。公司生产轴承钢具有良好硬度、耐磨性、接触疲劳强度和抗腐蚀性能，达到国际先进水平。公司产品得到客户的高度认可，其中 70% 的客户为战略客户，公司产品销售渠道稳定，拥有显著的品牌优势，成为国内大型轴承生产企业以及瑞典 SKF 等国际著名轴承企业的原料供应商。

#### 以集团公司作为坚强后盾

集团公司中信泰富特钢集团年产 900 万吨特钢，是全球最大的特钢生产基地之一。目前集团轴承钢全球销量第一；齿轮钢、弹簧钢中国销量第一；高压锅炉管坯、中厚壁无缝钢管也具有很高的市场占有率。集团规划 3-5 年将自己打造成全球最大的高端汽车用特钢（包括轴承、齿轮、曲轴、连杆、弹簧用钢）企业。集团强大的资源、技术、管理经验优势都为上市公司的发展提供了强有力的支持。

#### 积极进军高端特钢业

公司在做强传统产品的基础上将进一步积极推进高端特殊钢材的生产。公司计划每年淘汰 10% 左右的低附加值产品。公司重点发展的高端产品包括超高强度钢、高端工模具钢、高压锅炉钢坯和高温合金钢等。高端特钢产品广泛应用于航空航天、核电军工和高端机械装备行业，未来拥有广阔的发展空间。

#### 特钢将是十二五重点发展行业

目前世界发达工业化国家的特殊钢产量一般占粗钢总产量的 10%-20%，如日本特殊钢产量占钢产量的 20% 左右。与世界发达国家相比我国特钢产量占粗钢总产量的 5-10% 左右，行业发展程度还远远不够。特殊钢大多数应用于动力机械、能源装备、化工装备、海洋工程设施、交通运输工具、武器装备等方面，是国家工业化必不可少的材料。由此可见我国的特钢行业还有很大的提升空间。钢铁行业“十二五”规划将特钢行业列为重点发展行业。

## 市盈率法估值

当前A股特钢类相关企业2011年的市盈率预测值在11.7-26.1倍，平均市盈率为18倍（剔除抚顺特钢）。大冶特钢的2011年市盈率预测值约为11.5倍左右。

图表2.特钢上市公司估值比较（截至7月12日）

证券简称	证券代码	货币	收盘价	市值 (百万)	每股收益		每股收益增长率		市盈率		市净率		净资产收益率(%) 2011E	
					(元/股)	2010	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E		
<b>A股主要特钢公司</b>														
太钢不锈	000825.SZ	人民币	5.22	15,797	0.24	0.35	0.44	46	26	14.9	11.9	1.3	1.2	8.7
沙钢股份	002075.SZ	人民币	8.86	2,456	0.23	0.34	0.37	50	9	26.1	23.9	5.5	4.5	21.1
西宁特钢	600117.SS	人民币	10.86	8,050	0.31	0.56	0.65	78	16	19.4	16.7	2.7	2.7	14.0
抚顺特钢	600399.SS	人民币	8.49	1,974	0.06	0.07	0.09	17	29	121.3	94.3	2.6	2.5	2.1
方大特钢	600507.SS	人民币	6.46	8,401	0.23	0.55	0.65	139	18	11.7	9.9	3.0	2.3	25.7
<b>平均*</b>		<b>人民币</b>		<b>8,676</b>	<b>0.25</b>	<b>0.45</b>	<b>0.53</b>	<b>78</b>	<b>17</b>	<b>18.0</b>	<b>15.6</b>	<b>3.1</b>	<b>2.7</b>	<b>17.4</b>
<b>大冶特钢</b>	<b>000708.SZ</b>	<b>人民币</b>	<b>15.97</b>	<b>7,141</b>	<b>1.25</b>	<b>1.39</b>	<b>1.57</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>11.5</b>	<b>10.2</b>	<b>2.4</b>	<b>2.1</b>	<b>21.3</b>

资料来源：中银国际研究部

\*均值剔除抚顺特钢

我们以2011年14倍市盈率对公司进行估值，这比2011年特钢企业估值的平均水平折价20%左右，相应的目标价格为19.5元。我们对公司的首次评级为买入。

## 公司背景

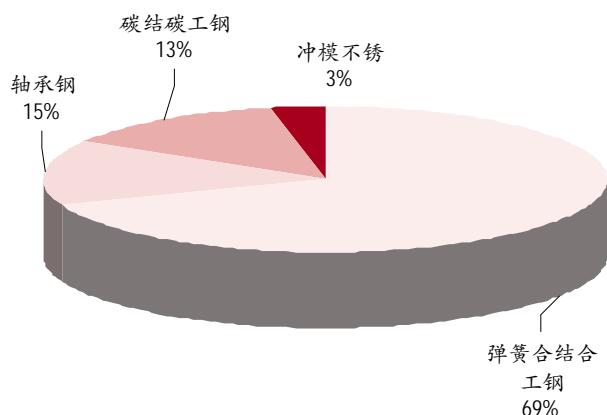
公司作为中信泰富特钢集团的重要成员之一是我国最大特钢生产企业之一。公司主要生产轴承钢、弹簧钢、齿轮钢、工模具钢、高温合金钢、高速工具钢等特殊用途的钢材。公司生产的轴承钢和齿轮钢中的三个品种获国家质量金牌奖，三个品种获国家实物质量金杯奖；单面双槽弹簧扁钢获国家质量银奖；模具钢中三个品种获国家科技进步奖；公司生产的大规格四级系泊链钢为国内第一家、世界第三家通过美国ABS、挪威DNV、英国LR等国际著名船级社认证。公司是中国质量协会认定3A级单位和为“神舟”上天做出贡献的单位，是中国军工定点生产企业，是中国特冶产品基地。

2010年公司实现营业收入和净利润分别为789,302万元和56,188万元，同比分别增长42%和69%；其中实现营业收入比计划增长32%。公司计划2011年实现营业收入90亿元。

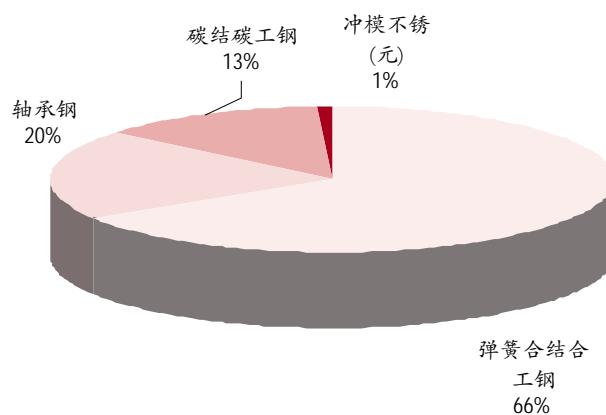
2010年公司69%的收入来自于弹簧钢及合结合工钢业务，15%的收入来自于轴承钢业务。2010年公司综合毛利率为10.7%，在主要产品中轴承钢的毛利率最高，达到15%，弹簧合结合工钢和碳结碳工钢的毛利率分别为10%和11%。

2010年公司产钢和钢材分别为128万吨和133万吨，同比分别增长18%和20%，比计划分别增长2%和21%。2010年公司出口量超过15万吨。2011年预计钢产量127万吨，钢材产量140万吨。

图表 3.2010 年销售收入分产品构成

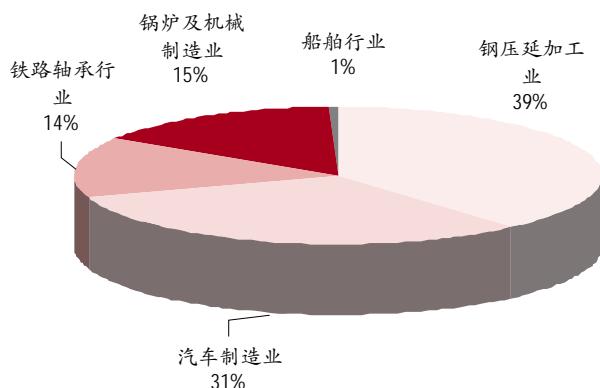


图表 4.2010 年毛利润分产品构成



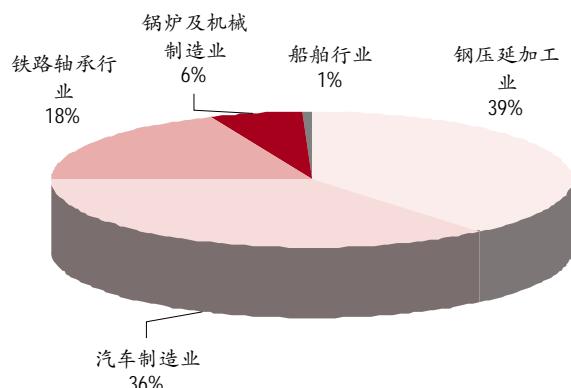
资料来源：公司数据

图表 5.2010 年销售收入分行业构成



资料来源：公司数据

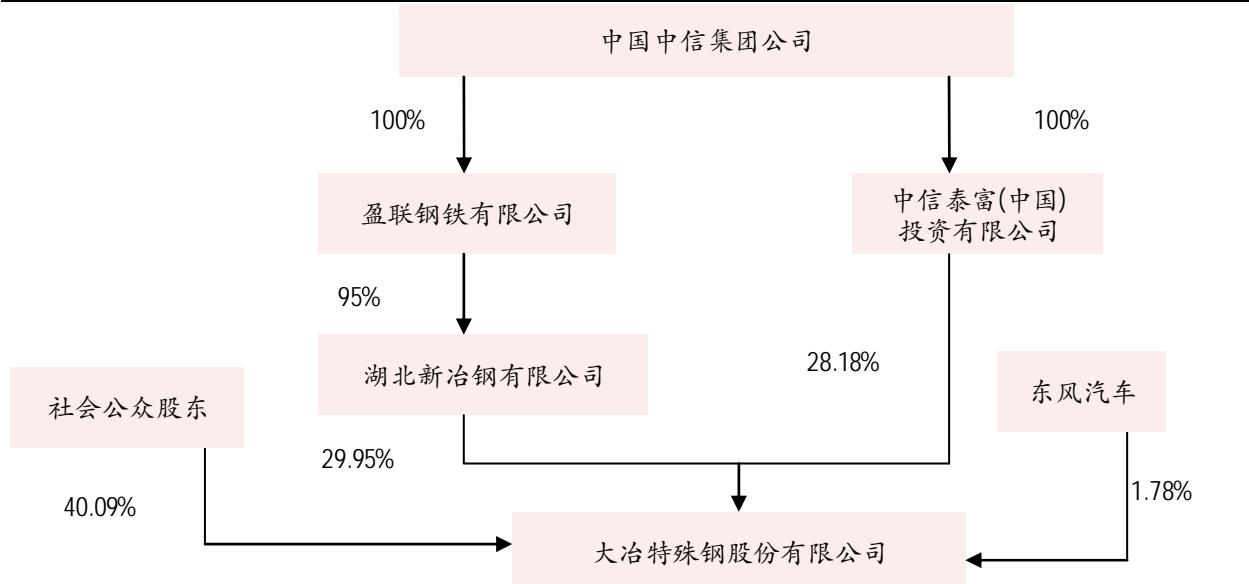
图表 6.2010 年毛利润分行业构成



资料来源：公司数据

大冶特殊钢股份有限公司是由大冶钢厂（现冶钢集团）作为主要发起人，联合东风汽车厂、襄阳轴承厂以定向募集方式设立的股份有限公司。目前湖北新冶钢有限公司和中信泰富（中国）投资有限公司分别持有上市公司 29.95% 和 28.18% 的股权。公司实际控制人为中信泰富有限公司，公司为中信泰富特钢集团的重要成员之一。

图表 7.公司股权和主要控股公司结构图



资料来源：公司数据

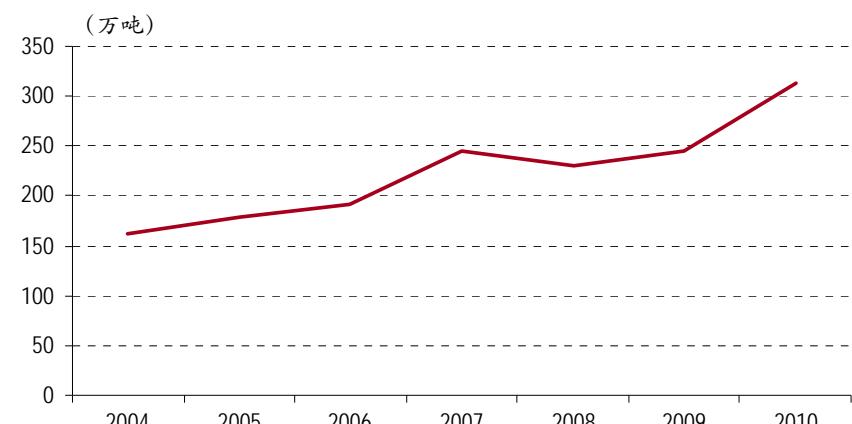
## 轴承钢产品处于市场领先地位

公司生产轴承钢、弹簧钢、齿轮钢、工模具钢、高温合金钢和超高强度钢等特殊用途的钢材，公司传统拳头产品包括轴承钢，弹簧钢和齿轮钢。其中轴承钢是公司的主要品牌产品，拥有着非常显著的品牌优势。

轴承钢主要是用来生产滚动轴承的零件，比如滚珠、滚柱和套圈，广泛运用于汽车、铁路和机械等行业。轴承钢产品品种包括高碳铬轴承钢、渗碳轴承钢、高碳铬不锈钢轴承钢、高温轴承钢以及特殊性能、特殊需要的轴承材料。由于轴承钢对硬度、耐磨性和疲劳强度具有很高的要求，所以相关钢的金相组织，化学成分和制造工艺要求十分严格。轴承钢是在各钢类中是检验项目最多的钢类，技术标准涵盖产品的化学成分、冶炼方法、机械性能、工艺性能和钢材表面质量等。

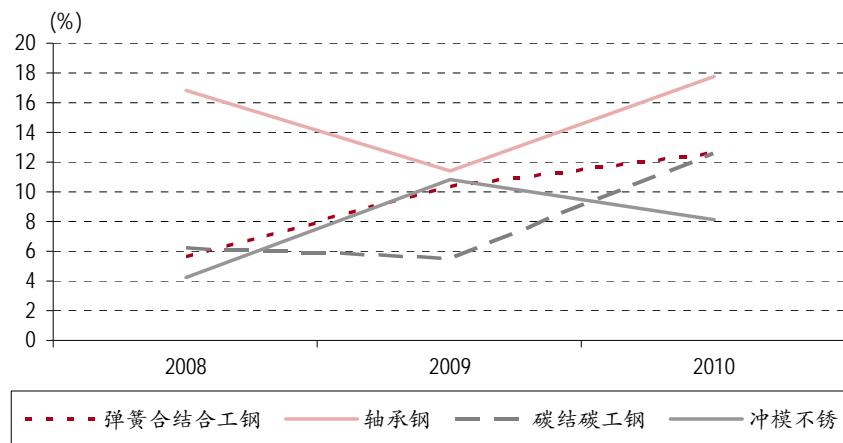
公司年产轴承钢 20 万吨左右，公司轴承钢 2010 年毛利率为 15%。公司的下游客户包括国内大型轴承制造商（例如洛轴和瓦轴等）、汽车制造商（比如东风汽车和庆铃汽车等）以及国外先进轴承制造商比如瑞典 SKF 等。

图表 8.全国 32 家特钢企业轴承钢产量统计 2004-2010



资料来源：中银国际研究部

图表 9.公司产品毛利率



资料来源：公司数据，中银国际研究部

### 品牌为王，以质取胜

大冶特钢是我国主要的轴承钢生产基地。公司生产的真空脱气高碳铬轴承钢和渗碳轴承钢等品种具有高而均匀的硬度和耐磨性、高的接触疲劳强度、良好的韧性和淬透性、低的氧含量、在大气和润滑剂中具有较好的抗腐蚀性能，性能稳定、纯洁度高，实物质量达到国际先进水平。其中 GCr15 曾获得国家金质奖，GCr18Mo 获得省科技进步一等奖，G20CrNi2MoA 获得国家质量金杯奖，GCr15SiMn 获得省科技进步一等奖。

中高端轴承钢等特钢产品由于制造工艺复杂，技术含量高，往往从产品生产试验到逐渐得到客户认可并在市场拥有一席之位需要有长时间的积累以及市场开拓过程，所以市场竞争门槛高。由于产品质量过硬，客户认可度高，大冶特钢 70% 的客户都是战略性客户，包括许多国内大型轴承制造商比如洛轴和瓦轴，汽车制造商比如庆铃汽车和东风汽车以及国际著名轴承制造商比如瑞典的 SKF。公司和客户一直保持着良好的长期合作伙伴关系，销售渠道非常稳定。在公司产品具有良好品牌优势的情况下，汽车和工程机械轴承等行业的相关战略客户提高用材质量标准将使公司避免和普通产品竞争，有益于公司品牌效应的大发挥。

## 替代进口高端轴承钢为主攻发展方向

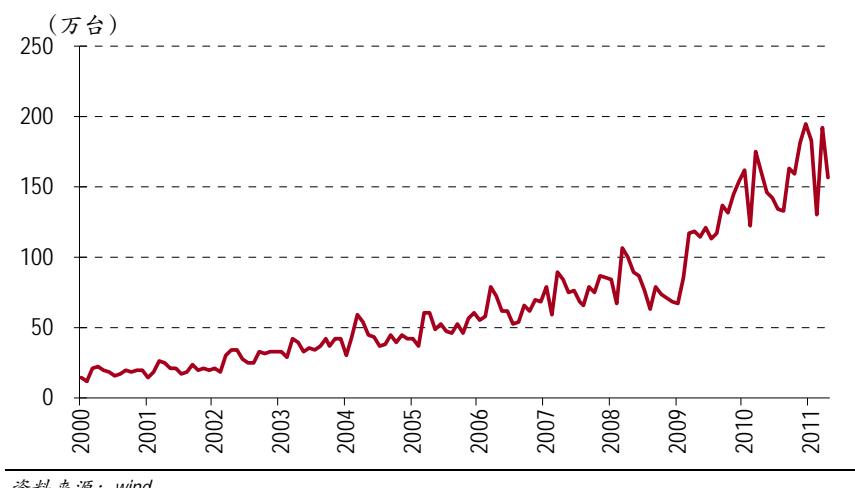
中国中高端轴承市场由于技术门槛高，目前仍主要被外资厂商占据，而外资轴承生产商用材质量标准较高，这十分有利于公司高品质轴承钢提高市场份额。目前大冶特钢将公司产品逐渐实现替代进口并且成为外资轴承生产商主要原材料供应商定为公司业务的重要发展目标之一。

## 轴承钢将受益于铁路机械汽车行业的发展

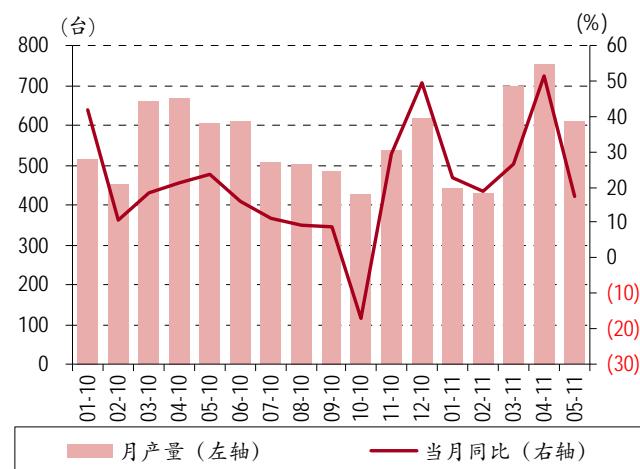
轴承钢主要应用于机械装备、铁路机车和汽车行业。机械装备、铁路和汽车等下游需求行业的发展是轴承及轴承钢产业发展的主要驱动力。近两年汽车行业增长和铁路的大力投资推动了轴承钢需求的稳步增长。展望未来，我们认为“十二五”期间公司的轴承钢业务将受益于下游需求行业的发展而拥有较为稳定的增长速度。

**汽车业：**中国汽车工业协会公布 2010 年全国汽车产销量分别为 1,826.47 万辆和 1,806.19 万辆，同比增长 32.44% 和 32.37%。2011 年 1-5 月全国汽车产销量分别为 805.88 万辆和 791.62 万台，同比增长 5.21% 和 4.06%。虽然 11 年 1-5 月汽车行业增速较往年趋缓，但从全年来看，根据中银国际汽车行业研究员预测，2011 年汽车市场仍将有 5% 的增长，我们预计 11 年公司包括轴承钢在内的汽车用特钢的销售仍可保持一定幅度的增长态势。

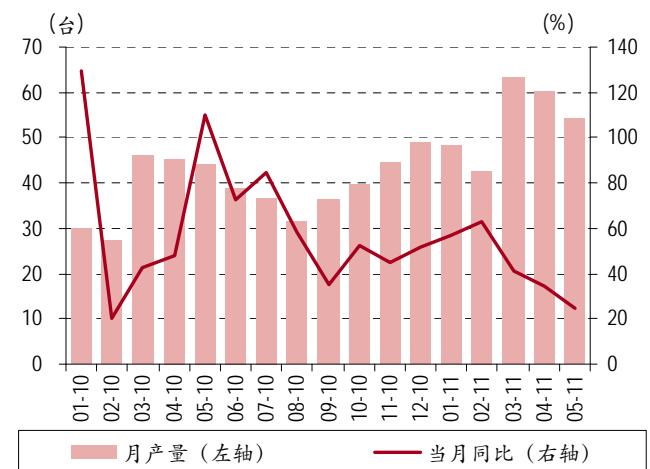
图表 10.2000-2011 汽车业产量月度数据



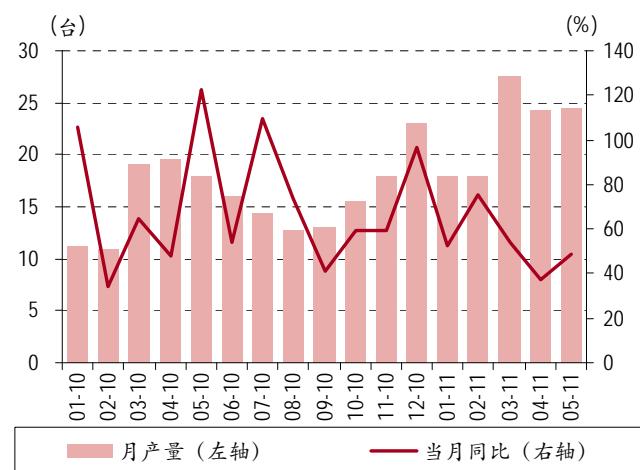
**机械行业：**机械行业作为轴承钢的重要下游行业，11年开年以来实现了稳定的增长。我们以其重要组成部分工程机械业（主要包括土方机械、混凝土机械、装载机械和起重机械等和建筑工程相关的机械制造）为例进行简要分析：11年1-5月生产数据显示工程机械业在11年前5个月实现了较为强劲增长：挖掘机产量累计同比增长51.74%；起重机产量累计同比增长29.26%；混凝土机械产量累计同比增长46.49%。从中长期来看，我们认为工程机械行业在未来仍能保证较为稳定的增长趋势。工程机械行业未来几年发展的需求源泉主要包括国家保障房建设（2011年将计划建设保障性住房1,000万套，计划到2015年，新建保障性住房3,600万套）、未来几年2万亿以上的铁路投资以及4万亿的水利建设投资。工程机械行业的发展为工程机械轴承钢市场提供了良好的需求动力。

**图表 11. 起重机 2010-2011 年月度产量数据**


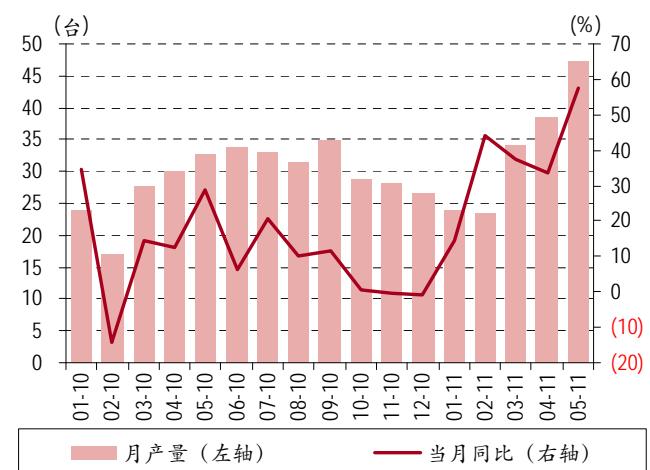
资料来源：wind

**图表 12. 挖掘，铲土运输机械 2010-2011 年月度产量数据**


资料来源：wind

**图表 13. 挖掘机 2010-2011 年月度产量数据**


资料来源：wind

**图表 14. 混凝土机械 2010-2011 年月度产量数据**


资料来源：wind

**铁路行业：**“十二五”将是我国铁路尤其是高速铁路发展的重要时期。截至 2010 年底，我国铁路营业里程达到 9.1 万公里，居世界第二位；投入运营的高速铁路营业里程达到 8,358 公里，居世界第一位。目前我国已成为世界上高速铁路系统技术最全、集成能力最强、运营里程最长、运行速度最高、在建规模最大的国家。按照高铁建设规划，2011 年全国将新建成通车高铁 4,715 公里，合计高铁营运里程将达到 13,000 公里以上。到 2015 年，我国铁路营业里程将达到 12 万公里以上。其中，新建高速铁路将达到 1.6 万公里以上；加上其他新建铁路和既有线提速线路，我国铁路快速客运网将达到 5 万公里以上。铁路轴承作为铁路货车的核心部件，其需求也将随着铁路货车购置数量的大幅增加而出现大幅的增长。

## 进一步推动高端特钢业务发展

大冶特钢目前产品以轴承钢和弹簧钢为主要品种。公司在做强传统产品的基础上将进一步推进高端特殊钢材的生产。中低端附加值不高的产品将被逐步淘汰，计划每年淘汰10%左右的低附加值产品。公司重点发展的高端产品包括超高强度钢、高温合金钢、高端工模具钢、高压锅炉钢坯、工程机械钢、锚链钢、易切削钢和油田用钢坯等。目前公司中高端体现公司产品品牌和档次的关键产品占公司总量的20%以上。在新建的特殊冶炼锻造项目逐步建成投产后，公司高端产品的产量将逐渐释放。

### 超高强度钢广泛应用于航空航天高端设备

超高强度钢是指应用于制造承受较高应力结构件的合金钢类，一般屈服强度大于 $120\text{kgf/mm}^2$ 、抗拉强度大于 $140\text{kgf/mm}^2$ 。超高强度钢必须具有高抗拉强度，足够的韧性，大比强度(强度与密度之比)，高屈强比，以及良好的焊接性和成形性等工艺性能。超高强度钢可分为低合金、中合金和高合金超高强度钢三类。超高强度钢广泛用于制造航空航天领域的高端装备比如飞机大梁、起落架构件、发动机轴、高强度螺栓、固体火箭发动机壳体和化工高压容器等。

### 高温合金钢需求将有进一步提高

高温合金产品绝大多数应用于航空航天业，目前已扩大到能源电力、石油化工、交通运输以及核电等领域。我国每年有数千吨进口量。随着装备制造业技术和产品提升，该类特殊材料需求量会有进一步提高。

### 高端模具钢为工模具行业提供优质材料

模具钢是用来制造热挤压模具，热锻模，冲头，轧辊和芯棒等的钢种，广泛运用于模具行业。模具的质量直接影响着加工工艺的质量、产品的精度和生产成本，而以高品质钢作为模具的材料将提高模具的质量与使用寿命。模具钢市场的发展前景十分广阔，特别是对精密、大型、高质量和长寿命的模具钢中高档锻造产品的需求量有所增长，目前我国每年有较大比例的中高档模具钢需进口。公司研发的工模具钢含硫和磷低，纯净度高，等向性好，抗热疲劳性好，综合性能良好，获得良好的市场口碑。

## 特殊钢锻造工程 11 年投产

2009 年公司投资 49,800 万元建设特殊钢锻造工程项目，项目包括两条生产线，一条是 45MN 快锻液压机组生产线，产量为 3.5 万吨；另一条是 16MN 精锻生产线，产量为 4.5 万吨。两条生产线合计产能为 8 万吨，生产品种包括模具钢、超高强度钢、高温合金钢、合金钢、不锈钢、合工/轧辊用钢、轴承钢和军工钢，项目旨在扩大高端特钢产品的产量。该特钢建设项目建设期 2 年。45MN 快锻机组目前已试车，16MN 精锻机及配套设备正在施工，计划于 2011 年中试车投产。该项目预计达产期为 3 年，预计达产时间为 2014 年。

## 真空特殊冶炼，锻造，辗环生产线项目进入试生产

公司真空特殊冶炼，锻造，辗环生产线项目投资 16,600 万元，其中真空特殊冶炼项目投资 8,000 万元，20MN 快速锻造项目投资 3,000 万元，辗环项目投资 5,600 万元包括 2.5 米辗环机和 5 米辗环机用来生产环件和套件。目前真空感应炉、真空自耗炉和 5M 镊环机已进入试生产阶段；20MN 快锻液压机组和 2.5M 镊环机已于 2010 年投产。

图表 15. 公司主要高端特钢 品种列表

高端产品品种	应用范围
超高强度钢	主要应用于制造飞机大梁、起落架构件、发动机轴、高强度螺栓、固体火箭发动机壳体和化工高压容器等
高端模具钢	主要应用于机械制造、无线电仪表、电机电器行业
高温合金钢	主要应用于航空，核电，军工等行业
其他：高压锅炉钢坯，工程机械钢，锚链钢，易切削钢，油田用钢坯	

资料来源：公司资料，中银国际研究部

图表 16.公司新投资特钢冶炼项目列表

项目名称	投资额	生产产品及产能	建设情况
<b>特殊钢锻造工程项目</b>			
45MN 快锻生产线		生产模具钢，超高强度钢，高温合金钢和 45MN 目前已试车;16MN 预计	
16MN 精锻生产线		合结钢，不锈钢，合工/轧辊用钢，轴承钢 2011 年中投产;达产期为 3 年， 和军工钢。45MN 产能 3.5 万吨;16MN 产能 预计达产时间为 2014 年 4.5 万吨。	
<b>合计</b>	<b>4.98 亿</b>	<b>合计产能 8 万吨</b>	
<b>真空特殊冶炼，锻造和辗环生产线项目</b>			
真空特殊冶炉	8,000 万		处于试生产阶段
20MN 快速锻造项目	3,000 万		10 年已投产
辗环项目 (2.5 米辗环机和 5 米辗环机)	5,600 万	生产环件和套件	2.5M 镊环机 10 年已投产，5 米辗 环机处于试生产阶段
<b>合计</b>	<b>1.66 亿</b>		

资料来源：公司资料，中银国际研究部

## 集团公司是全球特大特钢生产商

### 向全球最大的高端汽车用特钢生产企业进军

中信泰富特钢集团是中国中信集团旗下香港上市公司中信泰富有限公司控股的专业化集团公司，旗下拥有江阴兴澄特种钢铁有限公司、湖北新冶钢有限公司、大冶特殊钢股份有限公司、安徽铜陵新亚星焦化有限公司。集团具备年产 900 万吨优特钢的生产能力（兴澄特钢年产 600 万吨左右，新冶钢年产 200 万吨左右，大冶特钢年产 120 万吨左右），工艺技术和设备装置都具世界先进水平，是全球特大的特钢生产基地。公司产品包括高标准的轴承钢、齿轮钢、汽车用钢、弹簧钢、合金管坯钢、高精度中厚壁无缝钢管、高合金钢、易切削非调质钢等。产品广泛应用于国民经济建设各领域和军工科技领域并远销欧美，日韩和东南亚各地。中特集团规划 3-5 年将自己打造成全球最大的高端汽车用特钢（包括轴承、齿轮、曲轴、连杆、弹簧用钢）企业，实现走特色路，产精品钢，创世界一流特殊钢集团。

中信泰富特钢产品拥有强大的市场优势，目前集团轴承钢全球销量第一；齿轮钢、弹簧钢中国销量第一；高压锅炉管坯、中厚壁无缝钢管也具有很高的市场占有率。集团产品质量过硬并得到客户的高度认可，通过长年业务往来与许多世界 500 强企业形成了战略联盟伙伴关系，具有良好销售渠道，为公司的市场开发提供非常好的平台。

集团公司在资源、技术、人才和管理经验上都拥有深厚的积淀具备着显著的优势，这都为上市公司的进一步发展提供了良好的保障和支持。

图表 17. 中信泰富特钢主要产品市场份额

产品	市场份额	
	2010	2009
齿轮钢	32%	45%
轴承钢	29%	42%
合金弹簧钢	23%	36%
合结钢	19%	23%
无缝钢管	9%	6%

资料来源：集团网站

图表 18. 中信泰富特钢主要产品销量分行业

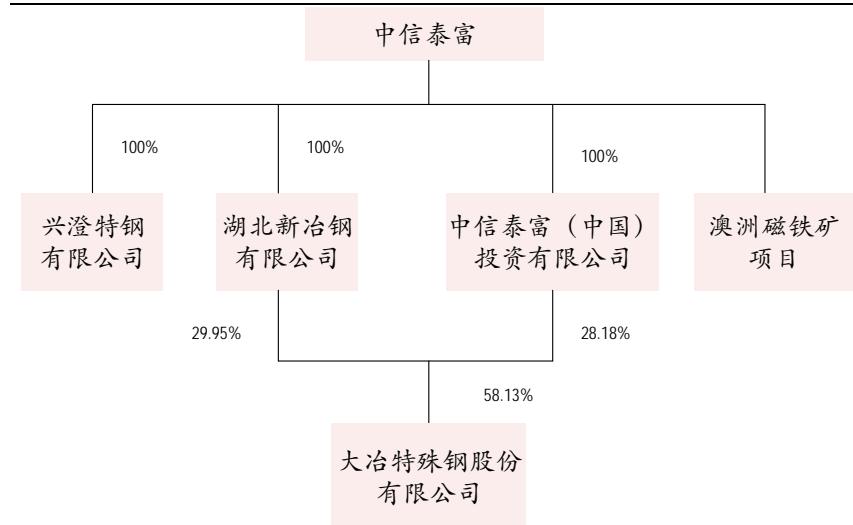
行业	2010 年销量 (万吨)	占总销量百分比	
		2010	2009
汽车零部件	2,115	34%	44%
机械制造	1,025	17%	22%
造船	677	11%	2%
发电	619	10%	7%
石油及石化	604	10%	5%
金属制品	570	9%	11%
铁路	156	3%	3%
其他	356	6%	6%
总计	6,122	100%	100%

资料来源：集团网站

### 中信泰富集团西澳磁铁矿年开采量可达 2,800 万吨

中澳铁矿项目在与 Mineralogy 有限公司签订了十亿吨资源开采权的协定后，中信泰富矿业于 2008 年获得了第二个十亿吨资源的开采权。项目的预计开采年限为二十五年，年开采量约为二千八百万吨，并且中信泰富矿业有权认购额外四十亿吨的开采权，使年产量增加到七千万吨。今年 1 月中信泰富发布公告称预计项目第一条生产线应可在今年 7 月底开始整体联机运行调试并投产，预计下半年可出口精矿粉。中信泰富的西澳铁矿石项目是中资企业最大的海外铁矿石生产基地之一，按目前的年开采矿石量计算，是全世界最大的铁矿开采项目之一。项目生产的铁精粉有可能供给中信泰富特钢下的特钢企业包括大冶特钢。

图表 19. 中信泰富集团下特钢及铁矿石业务



资料来源：集团公司资料，中银国际研究部

图表 20. 中信泰富特钢集团子公司介绍

中信泰富特钢下属特钢子公司	主要产品品种	年产能	中信泰富控股股权
大冶特殊钢股份有限公司	主要生产高标轴承钢，齿轮钢，合金弹簧钢，特冶产品（工具钢，高温合金钢，高速工具钢）等特钢高中端产品	120万吨	58%
江阴兴澄特种钢铁有限公司	国内高标轴承钢，齿轮钢，合金弹簧钢，合金管坯钢和易切削非调质钢，中厚合金钢板等特殊钢	600万吨	100%
湖北新冶钢有限公司	主要生产中厚壁无缝钢管，轴承钢，合金管坯钢，齿轮钢	200万吨	100%

资料来源：集团公司资料，中银国际研究部

## 盈利分析及展望

我们预测 2011 年-2012 年公司净利润分别增长 11% 和 13%。公司未来两年盈利增长主要来源于：

1. 轴承钢和弹簧钢等传统产品业务的稳定增长。
2. 新高端产品的开发和发展。

### 轴承钢和弹簧钢等传统业务为重要盈利来源

目前大冶特钢的主要品种包括轴承钢、弹簧钢和碳结碳工钢。我们预计公司特钢总产量 2011-2012 年均增长 5%。而由于公司逐步淘汰低附加值产品增加高附加值特钢产品，不断优化产品结构，我们预计公司轴承钢包括高端轴承钢产量 2011 和 2012 年分别增长 23% 和 11%，弹簧钢产量 2011 年和 2012 年分别增长 5%。

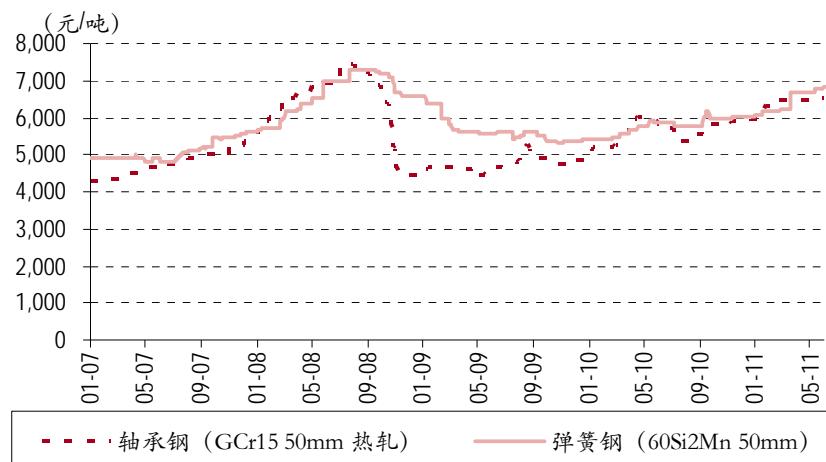
### 高端特钢业务发展将带动公司盈利提升

我们预计，公司于 2009 年新建设特钢锻造项目将于 2011 年投产，2014 年达产。公司将逐步提高高端特钢产品的产量，产品品种包括超高强度钢、模具钢、高温合金钢等高附加值的产品。高端特钢产量的逐步提高将带动公司盈利提升。

### 价格和成本假设

特钢市场价格受宏观因素和市场供需的影响上下波动，但相对普碳钢价格较为稳定。公司的铁矿石基本外购现货矿，部分以市场价购自关联方湖北新冶钢有限公司；焦炭基本以市场价购自关联企业湖北中特新华能科技有限公司。

图表 21. 轴承钢与弹簧钢价格走势图



资料来源：联合钢铁网，中银国际研究部

图表 22. 普碳高速线材价格走势图



资料来源：彭博，中银国际研究部

图表 23. 大冶特钢产品价格假设

	单位	2010	2011E	2012E	2013E
轴承钢产品价格假设	元/吨	5,168	5,581	5,916	6,212
变动幅度(%)			8	6	5
弹簧钢产品价格假设	元/吨	5,786	6,249	6,624	6,955
变动幅度(%)			8	6	5

资料来源：中银国际研究部

图表 24. 主要产品产量假设

	单位	2011E	2012E	2013E
轴承钢产品产量	万吨	25	28	31
变动幅度(%)		23	11	11
弹簧钢产品产量	万吨	21	22	23
变动幅度(%)		5	5	5

资料来源：中银国际研究部

图表 25. 主要产品毛利率假设

(%)	2010	2011E	2012E	2013E
弹簧	10	10	10	10
轴承	15	15	15	15

资料来源：中银国际研究部

## 敏感性测试

### 价格变动敏感性分析

目前公司主要拳头产品有轴承钢业务。我们测算，如 2011 年轴承钢比我们预计的价格上升 10%，则公司盈利将上升近 18%。

图表 26. 轴承钢价格敏感性分析

轴承钢价格变动 (%)	盈利变化 (%)	
	2011E	2012E
10	18.0	20.2
5	9.0	10.1
1	1.8	2.2
(1)	(1.8)	(2.2)
(5)	(9.0)	(10.1)
(10)	(18.0)	(20.2)

资料来源：中银国际研究部

## 公司 11 年 1 季度净利润同比增长 11%

公司 11 年 1 季度净利润同比增长 11% 至 1.6 亿人民币（每股收益 0.355 元），这占我们全年预测的 25% 左右。1 季度毛利率为 11%，去年同期毛利率为 12.7%，我们估计毛利率同比下降主要是由于铁矿石价格同比上涨。另外，营业外收入同比大幅减少主要是固定资产处置收益同比大幅减少。分季度来看，1 季度净利润环比上涨 8.6%，毛利率由 7.6% 上升为 11%。11 年 2 季度由于下游的汽车以及机械行业需求增速有所放缓，我们预计 2 季度盈利可能环比持平或者小幅下降。

图表 27. 业绩摘要

(人民币, 百万)	10年1季度	11年1季度	同比变化(%)
销售收入	1,811	2,264	25.0
销售成本	(1,582)	(2,016)	27.4
营业税	0	0	n.a.
毛利润	229	248	8.3
其他营业收入	0	0	n/a
销售费用	(30)	(25)	(17.5)
管理费用	(37)	(41)	9.4
资产减值损失	0	0	n/a
经营利润	162	183	12.9
财务费用	(2)	(2)	(28.6)
投资收入	0	0	n/a
其它非经营性收入	5	1	(83.1)
税前利润	165	182	10.7
税金	(21)	(23)	10.7
少数股东权益	0	0	n/a
净利润	144	160	10.7
全面摊薄每股收益	0.32	0.36	10.6
盈利能力 (%)			
毛利率	12.7	11.0	
经营利润率	9.0	8.1	
净利率	8.0	7.0	

资料来源：公司数据

图表 28. 季度利润及毛利率

	09年1季度	09年2季度	09年3季度	09年4季度	10年1季度	10年2季度	10年3季度	10年4季度	11年1季度
净利润(人民币, 百万)	30.4	81.6	92.1	128.6	144.2	149.0	121.7	147.0	159.6
毛利率(%)	3.50	15.54	8.90	8.93	12.66	12.00	8.87	7.62	10.97

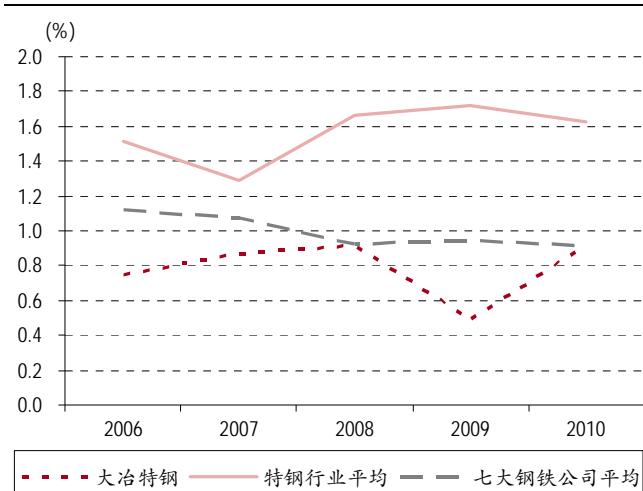
资料来源：公司资料，中银国际研究

## 优秀的管理能力

### 期间费用率低于行业均值

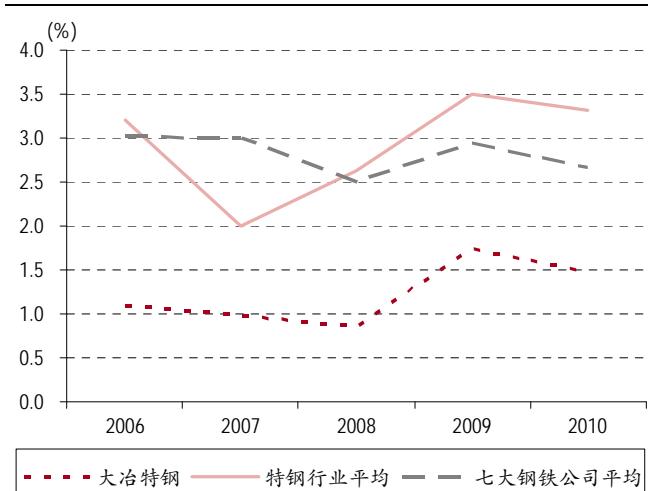
公司销售费用率、管理费用率和财务费用率都显著低于特钢行业均值以及钢铁行业七大主要上市公司平均值，并由此在销售毛利率较特钢行业均值低的情况下实现销售净利率高于特钢行业均值（除10年公司财务费用略高于A股七大主要上市公司均值外）。以10年为例，公司销售费用率，管理费用率和财务费用率分别为0.92%，1.47%和0.1%而特钢行业相关指标均值分别为1.63%，3.32%和2.66%；同期A股七大主要上市公司相关指标均值分别为0.91%，2.66%和1.26%。这显示了公司作为优秀民营企业的卓越的管理能力和相关成本优势。

图表 29.公司销售费用率低于特钢行业均值



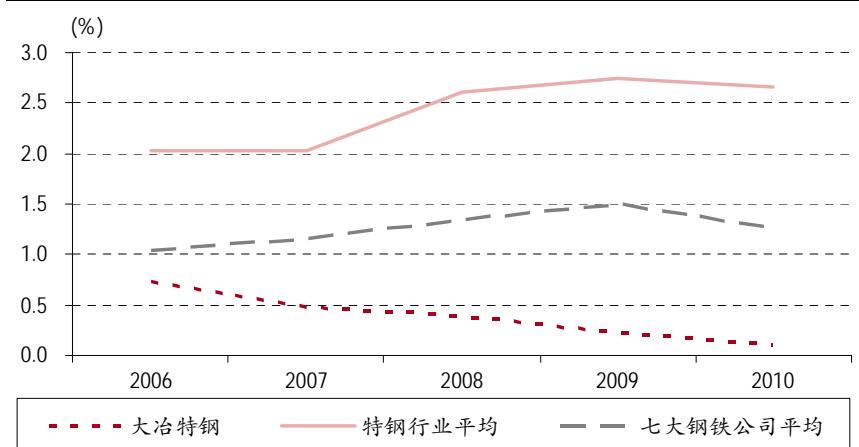
资料来源：万得资讯

图表 30.公司管理费用率低于特钢行业均值



资料来源：万得资讯

图表 31.公司财务费用率低于特钢行业均值

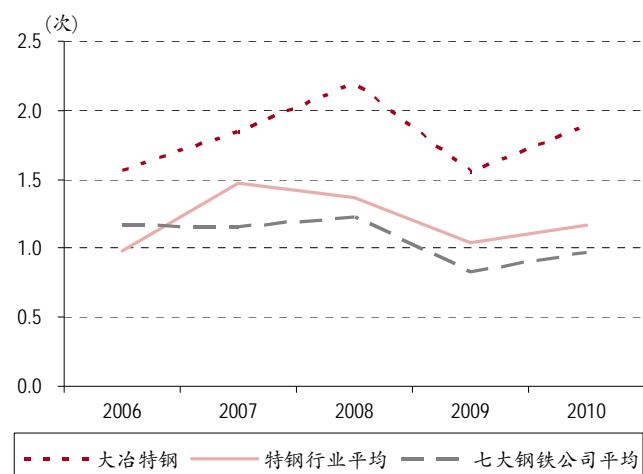


资料来源：万得资讯

## 营运能力良好

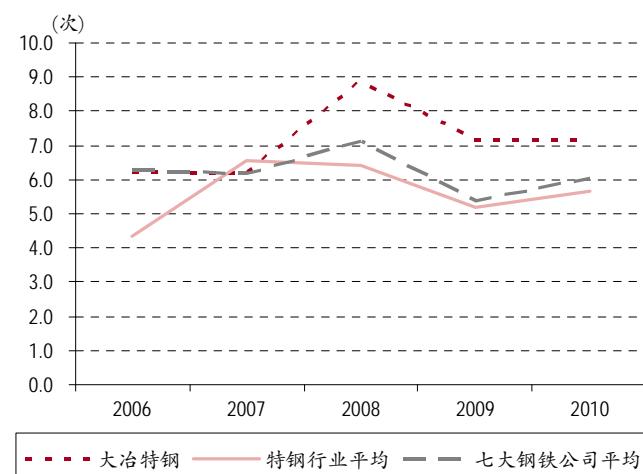
2006-2010 年间，公司的总资产周转率和存货周转率基本高于行业平均水平，公司的营运能力良好。

图表 32.公司和行业总资产周转率对比



资料来源：万得资讯

图表 33.存货周转率高于特钢行业均值



资料来源：万得资讯

## 盈利能力高于行业平均

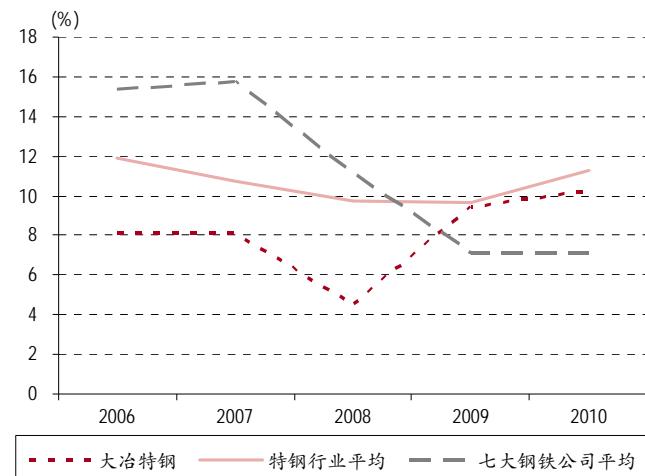
大冶特钢展现了较强的盈利能力。在过去的几年中，其总资产报酬率、净资产收益率和销售净利率基本上都位居特钢行业均值和A股七大主要钢铁上市公司相关指标均值之上。其中净资产收益率和总资产报酬率远高于行业均值的优势尤为突出。以 2010 年为例，公司的净资产收益率和总资产报酬率分别为 24.5% 和 15.4%，而同期特钢行业均值为 8.33% 和 5.22%，A 股七大主要上市公司的相关指标均值为 5.5% 和 3.35%。

图表 34.大冶特钢的盈利能力高于行业平均

		2006	2007	2008	2009	2010 年
净资产收益率	大冶特钢	27.74	21.81	11.81	17.51	24.52
	特钢行业平均	11.16	15.03	2.51	2.32	8.33
	七大钢铁公司平均	19.04	19.43	10.38	3.37	5.50
总资产报酬率	大冶特钢	11.48	10.81	5.89	10.88	15.43
	特钢行业平均	6.69	8.06	3.86	2.94	5.22
	七大钢铁公司平均	12.43	11.81	6.28	2.57	3.35
销售毛利率	大冶特钢	8.09	8.08	4.48	9.40	10.24
	特钢行业平均	11.88	10.77	9.71	9.65	11.26
	七大钢铁公司平均	15.35	15.79	11.11	7.10	7.08
销售净利率	大冶特钢	6.59	5.48	2.68	5.98	7.12
	特钢行业平均	4.15	4.07	1.84	0.86	2.35
	七大钢铁公司平均	7.00	7.18	3.21	1.52	1.41

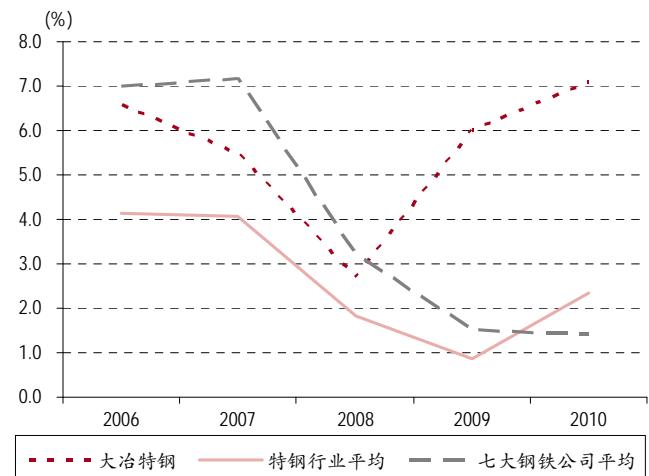
资料来源：万得资讯

图表 35.公司和行业销售毛利率对比



资料来源：万得资讯

图表 36.公司和行业销售净利率对比



资料来源：万得资讯

### 偿债风险小

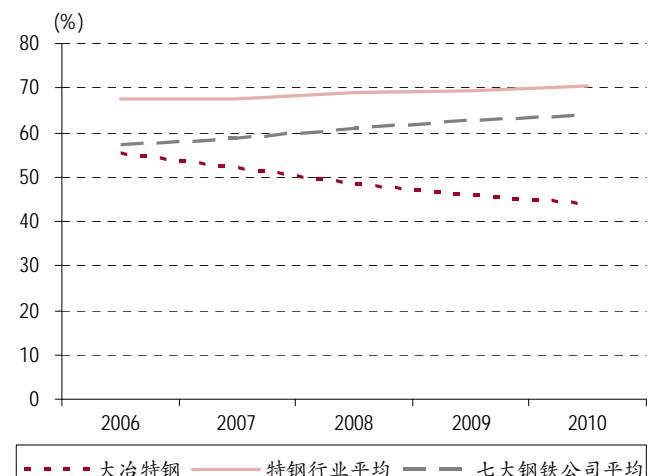
2006-2010 年公司的流动比率大于 1 且显著高于行业均值，短期偿债能力风险小；公司的资产负债率显著低于特钢行业均值，资本结构较为合理。

图表 37.流动比率对比



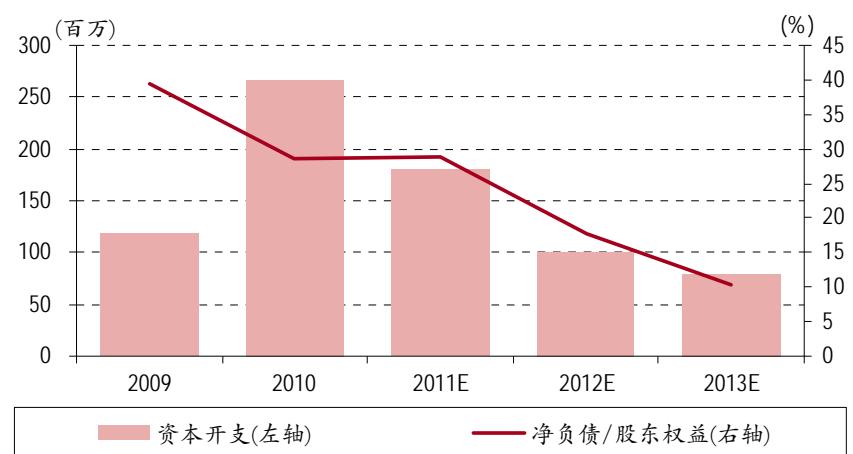
资料来源：万得资讯

图表 38.资产负债率低于行业平均水平



资料来源：万得资讯

图表 39. 资产开支与净权益负债率比率



资料来源：公司数据，中银国际研究部

## 附录、特钢行业简介

### 我国特钢发展近况

特殊钢是指与普通钢相比，在生产和应用方面均有特殊要求的钢类。特殊钢大多数应用于动力机械、能源装备、化工装备、海洋工程设施、交通运输工具、武器装备等方面，是国家工业化必不可少的材料。从产品品种来看，特殊钢分为特殊碳素钢、合金钢和高合金钢。具体钢种有特殊碳素结构钢、碳素工具钢、碳素弹簧钢、合金弹簧钢、合金结构钢、滚珠轴承钢、合金工具钢、高合金工具钢、高速工具钢、不锈钢、耐热钢，以及高温合金、精密合金、电热合金等。

近年来我国的特殊钢行业发展较快，产量由改革开放之初的几百万吨增加到 2010 年 32 家主要特殊钢制造商优特钢产量达到 5000 万吨以上，其中不锈钢产量已跃居世界首位。但与世界发达国家相比我国特钢行业发展还处于较为初级的阶段。工业化国家的特殊钢产量一般占粗钢总产量的 10%-20%，如日本特殊钢产量占钢产量的 20%左右，而我国目前特钢产量只占粗钢产量的 5-10%左右，尤其是中高端的特钢产量更是不足，未来工业化进程将推进市场对高品质特殊钢材的需求，我国的特钢行业还有很大的提升空间。

图表 40.32 家特殊钢生产企业 2009-2010 生产情况

主要分类	品种分类	2010 年 (吨)	2009 年 (吨)	增减幅度 (%)
粗钢合计		88,683,616	79,701,902	11
非合金钢		34,785,692	31,728,024	10
	普通质量非合金钢	7,923,061	9,174,109	-14
	优质非合金钢	20,296,245	17,499,365	16
	特殊质量非合金钢	6,566,386	5,054,550	30
低合金钢		29,117,845	27,768,547	5
	普通质量低合金钢	18,300,572	18,083,693	1
	优质低合金钢	9,964,380	9,294,728	7
	特殊质量低合金钢	852,893	390,126	119
合金钢		20,619,971	16,543,012	25
	优质合金钢	3,472,884	3,057,760	14
	特殊质量合金钢	17,147,086	13,485,252	27

资料来源：联合钢铁网

## 钢铁行业“十二五”规划将特钢行业列为重点行业

特钢是一国工业化必不可少的工业材料，尤其是中高端特钢更是高端装备等行业的基础柱石，“十二五”期间特钢业将成为国家重点发展的产业。2011年2月21日中国钢铁工业协会召开第四次会员大会，会上明确了钢铁业“十二五”发展方向：“十二五”钢铁行业发展重点方向包括高速铁路、城市轨道交通、海洋工程和海上石油开采、大型和特殊性能船舶和舰艇、节能环保汽车、水电、核电、风电和超临界火电、特高压电网等领域；“十二五”期间将加大特殊钢产品升级开发力度，努力替代进口和满足国内装备制造业提升的新增市场需求。

## 我国主要特钢生产基地

我国现有特钢生产主要包括：东北特钢集团、中信泰富特钢集团，淮钢特钢以及宝钢特殊钢事业部。

**东北特钢**旗下拥有大连特钢（具备年产特殊钢60万吨、钢材58万吨的生产能力）、抚顺特钢（有年产特殊钢锭（连铸坯）100万吨、年产特殊钢材80万吨的生产能力，主要产品坚持“两高三线”即高温合金，高强度钢以及工模具钢，汽车用钢和不锈钢生产线）和北满特钢（年总冶炼能力85万吨）。东北特钢集团目前四大主导产品分别是不锈钢长型材、轴承钢、工模具钢和汽车用钢。

**淮钢特钢**是沙钢集团的控股子公司，其特钢年产能约为300万吨，主要产品有优碳圆钢，合结钢，管坯钢以及轴承钢和弹簧钢等。

**宝钢股份特钢事业部**前身为上海第五钢铁厂，1998年并入宝钢集团，2005年5月，五钢公司核心资产被宝钢股份收购，2009年4月宝钢组建特钢事业部，特殊钢分公司整体划归特钢事业部。目前宝钢特钢事业部主要产品包括特种冶金、不锈钢、结构钢三大系列产品，产品涉及汽车交通用钢，航空航天用钢，模具钢，能源用钢和不锈钢线棒材。2010年宝钢特钢销售100万吨左右。

## 特钢强国日本的特钢行业概况

日本是世界上著名的特钢生产强国，特钢产量约占粗钢总产量的 20%。以 2009 年为例，日本粗钢总产量达到 8,750 万吨，其中特殊钢产量为 1,470 万吨，占全部产量的 17% 左右。从特钢产品品质来看，高端特钢占特钢总产量的 1/3 左右，中低端产品约占 2/3。日本是世界上最大的特钢消费国，其强大的汽车工业支撑着特钢行业的发展。日本特钢行业经过多年发展从以前的“规模小，厂家多”，到如今以大型联合企业为主，十几家大型特钢企业分工明确，每家的主导产品都有较高的市场占有率。市场需求的变化推动行业经历了诸如大型普钢生产企业向特殊钢生产领域扩展以及特钢企业之间的联合重组等重大的产业结构变局。

**损益表(人民币百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	5,561	7,893	9,000	10,050	11,129
销售成本	(5,038)	(7,085)	(8,086)	(9,025)	(9,989)
经营费用	(132)	(187)	(209)	(233)	(258)
息税折旧前利润	391	621	705	792	881
折旧及摊销	(143)	(153)	(191)	(197)	(202)
经营利润(息税前利润)	534	775	895	989	1,083
净利润收入/(费用)	(12)	(8)	9	13	15
其他收益/(损失)	2	28	0	0	0
税前利润	380	642	714	805	896
所得税	(48)	(80)	(89)	(101)	(112)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	333	562	625	704	784
核心净利润	333	562	625	704	784
每股收益(人民币)	0.741	1.250	1.391	1.567	1.744
核心每股收益(人民币)	0.741	1.250	1.391	1.567	1.744
每股股息(人民币)	0.150	0.500	0.556	0.627	0.698
收入增长(%)	(26)	42	14	12	11
息税前利润增长(%)	n.a.	59	13	12	11
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	45	16	10	10
每股收益增长(%)	n.a.	69	11	13	11
核心每股收益增长(%)	n.a.	69	11	13	11

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	380	642	714	805	896
折旧与摊销	143	153	191	197	202
净利息费用	12	8	(9)	(13)	(15)
运营资本变动	(166)	(430)	(798)	(1,307)	(1,892)
税金	(48)	(80)	(89)	(101)	(112)
其他经营现金流	(184)	166	600	1,373	1,861
经营活动产生的现金流	138	458	608	954	941
购买固定资产净值	(119)	(266)	(180)	(100)	(80)
投资减少/增加	0	18	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(119)	(248)	(180)	(100)	(80)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(250)	180	(18)	(10)	(8)
支付股息	(67)	(225)	(250)	(282)	(313)
其他融资现金流	71	(26)	23	30	30
融资活动产生的现金流	(259)	(75)	(264)	(279)	(307)
现金变动	(239)	135	165	575	554
期初现金	382	143	278	443	1,018
公司自由现金流	19	213	428	855	861
权益自由现金流	(243)	386	391	827	838

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	143	278	443	1,018	1,572
应收帐款	684	616	945	1,106	1,280
库存	836	1,138	1,375	1,579	1,798
其他流动资产	203	167	206	231	258
<b>流动资产总计</b>	<b>1,865</b>	<b>2,199</b>	<b>2,968</b>	<b>3,934</b>	<b>4,907</b>
固定资产	1,825	1,805	1,750	1,669	1,571
无形资产	29	28	26	25	24
其他长期资产	64	506	551	537	514
<b>长期资产总计</b>	<b>1,918</b>	<b>2,338</b>	<b>2,327</b>	<b>2,230</b>	<b>2,108</b>
<b>总资产</b>	<b>3,784</b>	<b>4,537</b>	<b>5,296</b>	<b>6,165</b>	<b>7,015</b>
应付帐款	750	946	1,051	1,173	1,199
短期债务	135	5	0	0	0
其他流动负债	814	818	1,119	1,454	1,817
<b>流动负债总计</b>	<b>1,699</b>	<b>1,769</b>	<b>2,171</b>	<b>2,627</b>	<b>3,016</b>
长期借款	0	180	162	152	144
其他长期负债	40	49	49	49	49
股本	449	449	449	449	449
储备	1,595	2,090	2,465	2,887	3,357
<b>股东权益</b>	<b>2,045</b>	<b>2,539</b>	<b>2,914</b>	<b>3,337</b>	<b>3,807</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>总负债及权益</b>	<b>3,784</b>	<b>4,537</b>	<b>5,296</b>	<b>6,165</b>	<b>7,015</b>
每股帐面价值(人民币)	4.55	5.65	6.48	7.42	8.47
每股有形资产(人民币)	4.49	5.59	6.43	7.37	8.42
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.05)	(0.33)	(0.63)	(0.85)	(0.91)

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
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	9.6	9.8	9.9	9.8	9.7
息税前利润率(%)	7.0	7.9	7.8	7.9	7.9
税前利润率(%)	6.8	8.1	7.9	8.0	8.0
净利率(%)	6.0	7.1	6.9	7.0	7.0
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.1	1.2	1.4	1.5	1.6
利息覆盖率(倍)	32	82	(75)	(60)	(61)
净权益负债率(%)	46.0	44.0	45.0	45.9	45.7
速动比率(倍)	0.6	0.6	0.7	0.9	1.0
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	21.6	12.8	11.5	10.2	9.2
心业务市盈率(倍)	21.6	12.8	11.5	10.2	9.2
目标价对应核心业务					
市盈率(倍)	26.3	15.6	14.0	12.4	11.2
市净率(倍)	3.5	2.8	2.5	2.2	1.9
价格/现金流(倍)	52.0	15.7	11.8	7.5	7.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.3	11.4	7.7	6.4	5.3
<b>周转率</b>					
存货周转天数	54.9	52.6	55.8	57.4	59.0
应收帐款周转天数	9.1	9.2	9.1	11.0	12.8
应付帐款周转天数	54.4	48.7	47.5	47.5	43.8
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	20	40	40	40	40
净资产收益率(%)	16.3	22.1	21.4	21.1	20.6
资产收益率(%)	8.8	12.4	11.8	11.4	11.2
已运用资本收益率(%)	13.1	17.1	17.2	17.0	16.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

方大特钢(600507.SS/人民币 6.46, 未有评级)

西宁特钢(600117.SS/人民币 10.86, 未有评级)

沙钢股份(002075.SZ/人民币 8.86, 未有评级)

抚顺特钢(002423.SZ/人民币 8.49, 未有评级)

太钢不锈(000825.SZ/人民币 5.22, 买入)

以 2011 年 7 月 12 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%;  
卖出指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。  
未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述  
指数在上下 10% 区间内波动

## 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 15 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