

2011年8月4日

神火股份

放眼前瞻，盈利持续改善中

买入

A

000933.SZ - 人民币 17.16

目标价格: 人民币 20.65 (▲17.18)

神火股份2011年1-6月净利润同比下降13%至6.4亿元，折合每股收益0.38元，基本符合市场0.40元的预期。公司上半年遭遇两件特殊事件：主力矿井梁北矿断层和部门电解铝生产线复产支出了1亿多元的启动成本。我们预计下半年业绩也将大幅提高。我们预计公司增发完成后，2012年的每股收益为1.29元，基于16倍的2012年目标市盈率，将目标价由17.18元上调至20.65元，维持买入评级。

沈涛

(8610) 6622 9097

tao.shen@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511040001

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(%) | 10 | 13 | 8 | 36 |
| 相对新华富时A50指数(%) | 15 | 18 | 18 | 41 |

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

| | |
|------------------|--------|
| 发行股数(百万) | 1,680 |
| 流通股(%) | 100 |
| 流通股市值(人民币 百万) | 28,829 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 208 |
| 净负债比率(%) (2011E) | 115 |
| 主要股东(%) | |
| 神火集团 | 25 |

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

支撑评级的要点

- 公司营业收入同比增长60%或57亿元，主要是由于贸易业务同比增长61亿元。我们分析公司营业收入增加后，有利于提升在河南省的产值排名，进而有利于未来获得更多煤炭资源。
- 公司上半年业绩下滑主要是由于两个特殊原因：一是主力矿井梁北矿遇到断层问题，估计上半年只生产了20多万吨，留给下半年60万吨左右的生产任务；二是40%的电解铝生产线在年初复产，带来了一个多亿的启动成本。
- 预计公司下半年业绩环比增长50%以上。我们预计梁北矿可能会增产以弥补上半年的产量缺口；下半年没有新的电解铝启动成本，且目前的电解铝价格位于1.8万元/吨的高位。
- 预计整合煤矿的产能为相当于公司本部的83%。公司已经获得462万吨/年的整合后产能。我们认为公司未来仍将获得200万吨/年的整合后产能。我们预计公司2011-13年的整合产量分别为100万吨、400万吨和662万吨。
- 预计2012年电解铝的电力成本显著下降。公司目前大部分的电解铝用电来自外购电网，预计在建的60万千瓦装机容量机组将于2011年底拿到批文并建成，则2012年将节省公司电解铝成本5.7亿元(含税)，相当于增加每股收益0.20元。

评级面临的主要风险

- 电解铝价格下跌导致公司电解铝业务亏损。
- 整合煤矿产量释放低于预期。

估值

- 截至8月3日，公司2011年的市盈率为17倍。我们预计公司增发后，公司2012年的每股收益摊薄为1.29元。按照增发后的每股收益，基于16倍的2012年目标市盈率，我们上调目标价至20.65元。维持买入评级。

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) | 10,607 | 16,903 | 36,097 | 42,403 | 47,933 |
| 变动(%) | (12) | 59 | 114 | 17 | 13 |
| 净利润(人民币 百万) | 601 | 1,159 | 1,671 | 2,374 | 3,087 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.358 | 0.690 | 0.995 | 1.413 | 1.837 |
| 变动(%) | (46.7) | 92.9 | 44.2 | 42.1 | 30.0 |
| 原先预测摊薄每股收益(人民币) | - | - | 0.954 | 1.269 | 1.433 |
| 调整幅度(%) | - | - | 4.2 | 11.3 | 28.2 |
| 市盈率(倍) | 48.0 | 24.9 | 17.2 | 12.1 | 9.3 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 22.2 | 14.6 | 5.5 | 5.4 | 4.5 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 18.6 | 12.1 | 8.6 | 6.2 | 4.7 |
| 每股股息(人民币) | 0.365 | 0.200 | 0.288 | 0.410 | 0.533 |
| 股息率(%) | 2.1 | 1.2 | 1.7 | 2.4 | 3.1 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

每股收益 0.38 元，同比降 13%，符合预期

公司 2011 年 1-6 月净利润同比下降 13% 至 6.41 亿元，折合每股收益 0.38 元，基本符合市场 0.40 元的预期。公司第 1 和第 2 季度的每股收益分别为 0.15 元和 0.23 元，2 季度环比增长 46%。

公司营业收入同比增长 60% 或 57 亿元至 150 亿元，主要是由于贸易业务同比增长 61 亿元。贸易业务占总收入的比重由去年同期的 5% 提高至 43%，导致公司毛利率下降 7 个百分点至 11%。我们认为公司营业收入增加后，有利于提升在河南省的产值排名，进而有利于未来获得更多煤炭资源。

图表 2. 2011 年 1-6 月业绩摘要

| (人民币, 百万) | 2010 年 1-6 月 | 2011 年 1-6 月 | 同比变动(%) |
|------------|--------------|--------------|---------|
| 营业收入 | 9,391 | 15,054 | 60 |
| 营业成本 | 7,683 | 13,381 | 74 |
| 营业税及附加 | 60 | 65 | 8 |
| 毛利润 | 1,708 | 1,673 | (2) |
| 销售费用 | 126 | 108 | (14) |
| 管理费用 | 206 | 247 | 19 |
| 财务成本 | 300 | 425 | 41 |
| 资产减值 | 83 | 12 | (86) |
| 投资收益 | 94 | 76 | (19) |
| 营业利润 | 1,026 | 893 | (13) |
| 营业外收入 | 19 | 31 | 62 |
| 营业外支出 | 39 | 8 | (80) |
| 税前利润 | 1,006 | 916 | (9) |
| 所得税 | 272 | 314 | 16 |
| 少数股东权益 | (3) | (38) | 1,427 |
| 归属于母公司的净利润 | 736 | 641 | (13) |
| 每股收益(人民币) | 0.44 | 0.38 | (13) |
| 毛利率(%) | 18 | 11 | |
| 经营利润率(%) | 11 | 6 | |
| 净利率(%) | 8 | 4 | |

资料来源：公司数据，中银国际研究

上半年煤铝产量均下滑，毛利率下降

我们认为公司上半年业绩下滑，主要是由于两个特殊原因：一是主力矿井梁北矿 2-4 月份遇到断层问题，上半年只生产了 20 多万吨，留给下半年 60 万吨左右的生产任务；二是 40% 的电解铝生产线在年初复产，带来了一个多亿的启动成本。目前，这两个特殊原因已经消失，我们预计公司下半年的业绩将会大幅改善，预计下半年每股收益 0.61 元。

受梁北矿断层影响，公司上半年原煤产量同比下降1%至358万吨，完成了全年计划的44%。商品煤售价同比增长28%至910元/吨，而商品煤成本同比增长36%至447元/吨，使得毛利率下降3个百分点至51%。我们认为商品煤成本主要是由于梁北矿2-4月份没有产量，只有成本支出。尽管如此，吨煤毛利仍然同比增长22%至463元/吨。

受节能减排影响，公司2010年关闭33万吨/年的电解铝产能，仅保留23万吨/年的电解铝产能。公司关闭的电解铝产能在2011年3、4月份复产。因而公司上半年的电解铝产量同比下滑17%至24万吨。

电解铝生产线在复产的过程中不仅不能生产电解铝，还需要消耗电解铝，复产带来了较大的亏损，拖累上半年的电解铝毛利率同比下降7个百分点至-4%。

图表 3. 2011 年 1-6 月经营数据摘要

| (人民币, 百万) | 2010 年 1-6 月 | 2011 年 1-6 月 | 同比变动(%) |
|-----------|--------------|--------------|---------|
| 原煤产量 | 3.62 | 3.58 | (1) |
| 煤炭价格 | 708 | 910 | 28 |
| 煤炭成本 | 328 | 447 | 36 |
| 吨煤毛利 | 380 | 463 | 22 |
| 煤炭毛利率 | 54 | 51 | (3) |
| 电解铝产量 | 0.29 | 0.24 | (17) |
| 电解铝毛利率(%) | 3 | (4) | (7) |

资料来源：公司数据，中银国际研究

2011 年下半年且看铝价

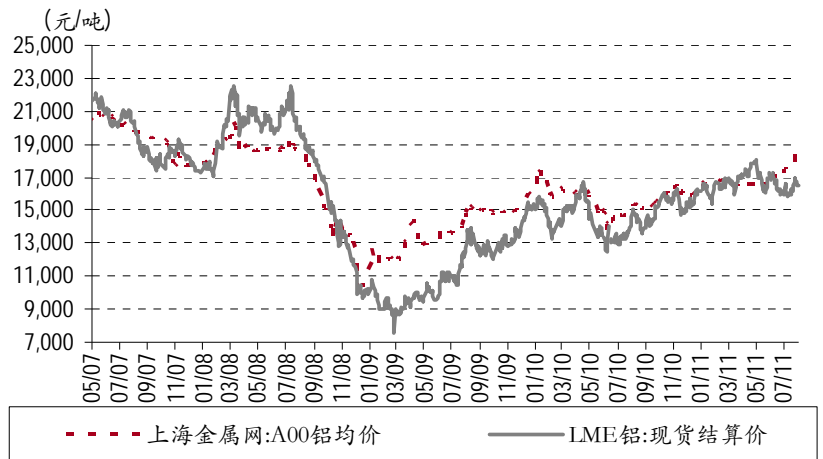
今年铝价持续上涨，目前已经突破 1.8 万元。我们预计公司电解铝产品的完全成本在 1.78 万元左右，目前已经处于微盈状态。此外，上半年的复产支出已经消失。我们预计公司下半年电解铝业务将会大幅改善。我们保守预计公司 2011 年电解铝业务亏损 3.1 亿元，折合每股亏损 0.18 元：其中上下半年各亏损 0.14 元和 0.04 元。

图表 4. 神火股份电解铝产能

| 煤矿名称 | 持股比例 | 产能 | 权益产能 | 备注 |
|-------------|------|-----------|-----------|-----------------------------|
| | % | 万吨/年 | 万吨/年 | |
| | 69 | 21 | 14 | 350KA 电解槽 |
| 神火铝业 | 69 | 6 | 4 | 200KA 电解槽 |
| | 69 | 25 | 17 | 375KA 电解槽 |
| 沁澳铝业 | 70 | 14 | 10 | 290KA 电解槽 |
| 公司总计 | | 66 | 45 | 预计 2011 年电解铝产量 53 万吨 |
| 商丘铝业 | 100 | 24 | 24 | 由上市公司托管 |

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 5. 电解铝价格走势



资料来源：万得资讯，中银国际研究

12 年重在电解铝成本显著改善

公司电解铝产能 66 万吨，按照 1.38 万度/吨铝的耗电量推算，公司电解铝年耗电 91 亿度；按照发电设备年 5,000 利用小时推算，需要配套 182 万千瓦的装机容量。

公司现有 6 个小机组，装机容量为 27 万千瓦。此外，公司在建的一台 60 万千瓦装机容量的大机组将于 2011 年 12 月投入运营，但尚未拿到批文。鉴于国家目前对火力装机的重视，我们预计公司下半年拿到批文的概率较高。

公司大部分的电解铝用电来自公网，销售电价为 0.6 元/度(含税)；小部分来自小机组，上网电价 0.50 元/度(含税)，过网费用 0.01 元/度(即销售电价 0.51 元/度)。由于大机组的单位耗煤量较小机组低 10% 以上，我们预计大机组的上网电价 0.40 元/度(含税)左右，过网费用同样为 0.01 元/度，则其销售电价将比公网电价便宜 0.19 元/度。按照 5,000 利用小时计算，大机组全年可发电 30 亿度，则将节省公司电解铝成本 5.7 亿元(含税)，相当于增加每股收益 0.20 元。

拟非公开融资 19 亿元，用于煤炭整合及安全投入

公司此前公告，拟发行股票数量不超过 16,000 万股，发行价格不低于 13.46 元/股，募集资金不超过 19.35 亿元。发行后，公司总股本将增加 10% 至 18.4 亿股，母公司神火集团持股比例由 25.24% 下降至 23.05%。

募集资金主要用于：

- 1) 6.53 亿元用于收购 28 家整合小煤矿；
- 2) 6.88 亿元用于购置井下紧急避险设备项目；
- 3) 5.5 亿元用于补充流动资金。

我们认为公司的非公开计划，虽然摊薄了每股收益，但是有利于公司产量的尽快释放以及财务费用的降低。

整合煤矿在 2011-13 年快速释放产量

公司公告将整合小煤矿 44 个，整合后保留 28 个，核定产能为 462 万吨/年，可采储量 66 亿吨，综合可采年限 14 年。其中，无烟煤产能为 327 万吨/年，贫煤及贫瘦煤产能 120 万吨/年，焦煤产能 15 万吨/年。

目前 28 个煤矿基本未取得六证中的煤炭生产许可证和安全生产许可证，我们预计其将从 2011 年下半年逐渐释放产量，2013 年达产。此外，我们认为公司未来仍有可能获得 200 万吨/年的整合产能。我们预计公司 2011-13 年的整合产量分别为 150 万吨、350 万吨和 662 万吨。

梁北矿改扩建只欠东风

公司未来两年的煤炭产能增长，主要来自整合煤矿和梁北矿改扩建。梁北矿煤种为瘦煤，现有产能 90 万吨/年，规划产能 240 万吨/年，但改扩建尚未获得政府批复。梁北矿是公司盈利能力最好的煤矿，我们预计其产能将在获得批复的半年内达到 240 万吨/年。

图表 6. 公司控股及参股煤矿

| 矿区 | 矿井名称 | 主要煤种 | 产能 (万吨/年) | 持股比例 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|------|-------------|-------|--------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 永城矿区 | 新庄煤矿 | 无烟煤 | 240 | 100% | 278 | 270 | 240 | 240 | 240 |
| | 葛店煤矿 | | 90 | 100% | 74 | 60 | 50 | 66 | 64 |
| | 刘河煤矿 | | 45 | 100% | 40 | 45 | 45 | 45 | 45 |
| | 薛湖煤矿 | | 120 | 100% | 46 | 96 | 120 | 120 | 120 |
| 许昌矿区 | 新龙公司梁北煤矿 | 贫瘦煤 | 90 | 98% | 95 | 97 | 100 | 100 | 100 |
| | 兴隆公司泉店煤矿 | 瘦煤 | 120 | 82% | 39 | 90 | 120 | 120 | 120 |
| | 诚德矿业边沟煤矿 | 贫煤 | 30 | 51% | | 30 | 30 | 30 | 30 |
| | 庇山煤业庇山煤矿 | 贫煤 | 30 | 67% | | 20 | 30 | 30 | 30 |
| | 扒村井田 | 贫瘦煤 | 勘探阶段 | | | | 待建 | | |
| 郑州矿区 | 新郑煤电赵家寨煤矿 | 贫煤 | 300 | 39% | | 300 | 300 | 300 | 300 |
| | 永昌矿业石井矿 | 无烟煤 | 120 | 75% | | | 待建 | | |
| | 天宏公司李岗煤矿 | 贫煤 | 120 | 70% | | | 待建 | | |
| 山西矿区 | 左权晋源矿业高家庄煤矿 | 贫煤无烟煤 | 800 | 100% | | | 待建 | | |
| 整合产能 | | | | | | | 150 | 350 | 462 |
| 合计 | | | | | 572 | 715 | 885 | 1,085 | 1,197 |

资料来源：公司数据，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 | 10,607 | 16,903 | 36,097 | 42,403 | 47,933 |
| 销售成本 | (8,751) | (13,949) | (32,044) | (36,518) | (40,472) |
| 经营费用 | 144 | 238 | 389 | 237 | 276 |
| 息税折旧前利润 | 2,000 | 3,192 | 4,442 | 6,122 | 7,737 |
| 折旧及摊销 | (727) | (1,058) | (1,394) | (1,666) | (1,937) |
| 经营利润(息税前利润) | 1,273 | 2,134 | 3,048 | 4,456 | 5,799 |
| 净利息收入(费用) | (429) | (634) | (902) | (1,060) | (1,198) |
| 其他收益/(损失) | 52 | 21 | 52 | 60 | 73 |
| 税前利润 | 896 | 1,521 | 2,197 | 3,456 | 4,674 |
| 所得税 | (304) | (490) | (549) | (864) | (1,169) |
| 少数股东权益 | 9 | 128 | 23 | (218) | (419) |
| 净利润 | 601 | 1,159 | 1,671 | 2,374 | 3,087 |
| 核心净利润 | 551 | 1,183 | 1,633 | 2,329 | 3,032 |
| 每股收益(人民币) | 0.358 | 0.690 | 0.995 | 1.413 | 1.837 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.365 | 0.200 | 0.288 | 0.410 | 0.533 |
| 收入增长(%) | (12) | 59 | 114 | 17 | 13 |
| 息税前利润增长(%) | (41) | 68 | 43 | 46 | 30 |
| 息税折旧前利润增长(%) | (29) | 60 | 39 | 38 | 26 |
| 每股收益增长(%) | (47) | 93 | 44 | 42 | 30 |

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 | 896 | 1,521 | 2,197 | 3,456 | 4,674 |
| 折旧与摊销 | 727 | 1,058 | 1,394 | 1,666 | 1,937 |
| 净利息费用 | 429 | 634 | 902 | 1,060 | 1,198 |
| 运营资本变动 | (549) | (968) | 1,101 | 64 | 62 |
| 税金 | (304) | (490) | (549) | (864) | (1,169) |
| 其他 | 100 | 216 | 188 | (53) | (254) |
| 经营活动产生的现金流 | 1,299 | 1,972 | 5,234 | 5,328 | 6,449 |
| 购建固定资产净额 | (1,605) | (1,678) | (2,000) | (2,000) | (2,000) |
| 投资减少/(增加) | (667) | (161) | (492) | (492) | (492) |
| 其它投资现金流 | 0 | 11 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动产生的现金流 | (2,272) | (1,828) | (2,492) | (2,492) | (2,492) |
| 净增权益 | 55 | 47 | 0 | 0 | 0 |
| 净增债务 | 1,690 | 1,236 | 1,000 | 1,000 | 1,000 |
| 其他融资现金流 | (799) | (686) | (1,183) | (1,183) | (1,183) |
| 融资活动产生的现金流 | 946 | 597 | (183) | (183) | (183) |
| 现金变动 | (27) | 741 | 2,559 | 2,654 | 3,774 |
| 期初现金 | 2,482 | 2,800 | 1,896 | 4,455 | 7,108 |
| 公司自由现金流 | (973) | 144 | 2,742 | 2,837 | 3,957 |
| 权益自由现金流 | 188 | 526 | 2,888 | 2,982 | 4,103 |

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 | 2,455 | 3,541 | 4,455 | 7,108 | 10,883 |
| 应收帐款 | 112 | 70 | 149 | 175 | 198 |
| 库存 | 1,066 | 2,006 | 4,609 | 5,253 | 5,821 |
| 其他流动资产 | 1,925 | 2,440 | 4,928 | 5,745 | 6,462 |
| 流动资产总计 | 5,558 | 8,057 | 14,140 | 18,281 | 23,363 |
| 固定资产 | 12,206 | 14,181 | 15,806 | 17,157 | 18,236 |
| 无形资产 | 1,090 | 1,648 | 1,631 | 1,614 | 1,598 |
| 其他长期资产 | 691 | 586 | 586 | 586 | 586 |
| 长期资产总计 | 13,988 | 16,414 | 18,023 | 19,357 | 20,420 |
| 总资产 | 19,546 | 24,471 | 32,163 | 37,638 | 43,783 |
| 应付帐款 | 1,309 | 1,715 | 3,940 | 4,490 | 4,976 |
| 短期债务 | 5,072 | 5,305 | 5,401 | 6,401 | 7,401 |
| 其他流动负债 | 3,641 | 4,763 | 8,410 | 9,431 | 10,479 |
| 流动负债总计 | 10,021 | 11,784 | 17,751 | 20,322 | 22,856 |
| 长期借款 | 4,601 | 6,439 | 7,000 | 8,000 | 9,000 |
| 其他长期负债 | 238 | 483 | 483 | 483 | 483 |
| 股本 | 750 | 1,050 | 1,680 | 1,680 | 1,680 |
| 储备 | 2,834 | 3,253 | 3,810 | 5,496 | 7,688 |
| 股东权益 | 3,584 | 4,303 | 5,490 | 7,176 | 9,368 |
| 少数股东权益 | 1,102 | 1,463 | 1,439 | 1,657 | 2,076 |
| 总负债及权益 | 19,546 | 24,471 | 32,163 | 37,638 | 43,783 |
| 每股帐面价值(人民币) | 2.13 | 2.56 | 3.27 | 4.27 | 5.58 |
| 每股有形资产(人民币) | 1.48 | 1.58 | 2.30 | 3.31 | 4.63 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | 4.30 | 4.88 | 4.73 | 4.34 | 3.28 |

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 | 18.9 | 18.9 | 12.3 | 14.4 | 16.1 |
| 息税前利润率 | 12.0 | 12.6 | 8.4 | 10.5 | 12.1 |
| 税前利润率 | 8.4 | 9.0 | 6.1 | 8.2 | 9.8 |
| 净利率 | 5.7 | 6.9 | 4.6 | 5.6 | 6.4 |
| 流动性(倍) | | | | | |
| 流动比率 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 0.9 | 1.0 |
| 利息覆盖率 | 3.0 | 3.4 | 3.4 | 4.2 | 4.8 |
| 净权益负债率(%) | 154.0 | 142.3 | 114.7 | 82.6 | 48.2 |
| 速动比率 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.8 |
| 估值(倍) | | | | | |
| 市盈率 | 48.0 | 24.9 | 17.2 | 12.1 | 9.3 |
| 市净率 | 8.0 | 6.7 | 5.3 | 4.0 | 3.1 |
| 价格/现金流 | 22.2 | 14.6 | 5.5 | 5.4 | 4.5 |
| 企业价值/息税折旧前利润 | 18.6 | 12.1 | 8.6 | 6.2 | 4.7 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 37.3 | 40.2 | 37.7 | 49.3 | 49.9 |
| 应收帐款周转天数 | 3.8 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| 应付帐款周转天数 | 45.0 | 37.0 | 39.8 | 38.6 | 37.9 |
| 回报率(%) | | | | | |
| 股息支付率 | 102.1 | 29.0 | 29.0 | 29.0 | 29.0 |
| 净资产收益率 | 16.8 | 26.9 | 30.4 | 33.1 | 33.0 |
| 资产收益率 | 4.3 | 5.9 | 7.1 | 8.9 | 9.9 |
| 已运用资本收益率 | 8.9 | 12.2 | 15.8 | 19.2 | 20.8 |

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转载或转发的，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 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