

金属和矿产—钢铁

证券研究报告—调整目标价格

2011年8月19日

南钢股份

金安铁矿上半年利润大增67%



买入

600282.SS - 人民币 4.07

目标价格: 人民币 5.00 (▲5.40)

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(%)	19	(2)	(8)	3
相对新华富时A50 指数(%)	27	7	3	11

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	3,876
流通股(%)	43.5
流通股市值(人民币 百万)	6,862
3个月日均交易额(人民币 百万)	47
净负债比率(%) (2011E)	70.6
主要股东(%)	
南京南钢钢铁联合有限公司	83.8

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

公司11年上半年净利润同比增长14.8%至5.86亿人民币(每股收益0.151元),这占我们全年预测的51%。盈利同比上升主要是由于钢材价格和销量的同比上升以及金安矿业利润同比上升67%。公司11年上半年毛利率由去年同期10.96%下降为8.44%,这主要是由于原材料价格的同比上升。公司未来立足做强中厚板等主导产品,并积极优化产品结构;公司拥有的铁矿石和煤矿资源也将在未来提高利润贡献;随着公司对上游资源项目的开拓以及向产业链下游的进一步延伸,公司盈利能力将有进一步提高,我们看好公司中长期的发展。我们维持11年盈利预测不变,但由于成本压力仍然较大,我们下调12年盈利预测10%,我们将公司的目标价格由5.40元下调至5.00元,维持公司的买入评级。

支撑评级的要点

- 完成整体上市,分享炼铁环节利润,公司盈利能力大幅增强。
- 中厚板、船板产品市场份额居全国前列;并不断完善产品结构。
- 未来产业链向上游延伸,努力提高原材料自给率。

评级面临的主要风险

- 钢铁需求下滑;钢材价格反弹乏力;铁矿石价格居高不下。

估值

- 基于12年15倍市盈率,我们将目标价由5.40元下调至5.00元。我们维持该股的买入评级。

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)	24,452	30,055	37,998	41,567	44,892
变动(%)	-	23	26	9	8
净利润(人民币百万)	582	919	1,149	1,298	1,522
全面摊薄每股收益(人民币)	0.345	0.237	0.296	0.335	0.393
变动(%)	-	(31)	25	13	17
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.29	0.37	0.44
先前预测每股收益(人民币)			0.296	0.371	
调整幅度(%)			0	(10)	
核心每股收益(人民币)	0.345	0.237	0.296	0.335	0.393
变动(%)	0.345	0.237	0.296	0.335	0.393
全面摊薄市盈率(倍)	11.8	17.2	13.7	12.1	10.4
核心市盈率(倍)	11.8	17.2	13.7	12.1	10.4
每股现金流量(人民币)	3.05	0.81	1.26	1.35	1.43
价格/每股现金流量(倍)	1.3	5.0	3.2	3.0	2.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.2	13.9	5.6	4.8	3.9
每股股息(人民币)	0.04	0.00	0.04	0.05	0.06
股息率(%)	0.98	0.00	1.09	1.23	1.45

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

11年上半年净利润同比增长 14.8%

南钢股份公告 11年上半年净利润同比增长 14.8% 至 5.86 亿人民币（每股收益 0.151 元），这占我们全年预测的 51%。上半年公司毛利率由去年同期（按整体上市后的核算口径）的 10.96% 下降至 8.44%。盈利同比上升主要是由于钢材价格和销量同比上升。11年上半年公司钢材产量同比上升 17.4%，中厚板均价同比上升 13%，线材均价同比上升 16.7%。毛利率下降主要是由于原材料价格同比上升幅度较大，上半年进口矿铁矿石价格同比上涨 15%，国内铁矿石价格同比上涨 23.6%。此外，11年上半年金安矿业实现净利 3.3 亿，同比大增 66.93%；公司非钢贸易平台实现净利 1.1 亿；主要联营企业南京南钢嘉华新型建材有限公司在上半年达产达效也带来投资收益 163.5% 的上涨幅度。

分季度来看，2 季度公司收入环比小幅增加 4.6%，而由于原材料成本上升 4.1%，2 季度净利润较 1 季度环比上升 16.3%，2 季度毛利率为 8.66%。

图表 2. 业绩摘要

(人民币, 百万)	10 年上半年	11 年上半年	同比变化(%)
销售收入	14,186	19,173	35.2
销售成本	(12,631)	(17,556)	39.0
营业税	(54)	(57)	6.4
毛利润	1,501	1,560	3.9
其他营业收入	0	0	n/a
销售费用	(147)	(206)	40.2
管理费用	(366)	(403)	10.1
资产减值损失	(109)	(61)	(43.7)
经营利润	879	890	1.2
财务费用	(311)	(404)	30.0
投资收入	9	25	163.4
其它非经营性收入	17	34	95.0
税前利润	626	664	5.9
税金	(116)	(77)	(33.6)
少数股东权益	(0)	0	n/a
净利润	511	586	14.8
全面摊薄每股收益	0.132	0.151	14.4
盈利能力 (%)			
毛利率	10.96	8.44	
经营利润率	6.2	4.6	
净利率	3.6	3.1	

资料来源：公司数据

图表 3. 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	11年 2季度
净利润(人民币, 百万)	12.4	43.2	109.0	(26.2)	47.8	52.1	14.1	803	271	315
毛利率(%)	(2.03)	7.12	2.80	0.78	3.40	4.10	1.95	21	8.20	8.66

资料来源：公司资料，中银国际研究

*2010年3季度及以前按收购前口径

图表 4. 南钢发展主要子公司经营情况

子公司名称	10年净利润 (亿元)	11年上半年净利 润 (亿元)	经营范围
安徽金安矿业有限公司	4.07	3.3	铁矿石采选及铁精粉的生产、销售
南京钢铁集团国际经济贸易有限公司	1.9	1.09	经营和代理各类商品及技术的进出口业务以及技术服务
南京金腾钢铁有限公司	1.71	-	生产销售电炉钢连铸小方坯以及线材、角钢、圆钢、螺纹钢
合计	7.68	-	

资料来源：公司公告

上半年生产正常，型材业绩大幅提高

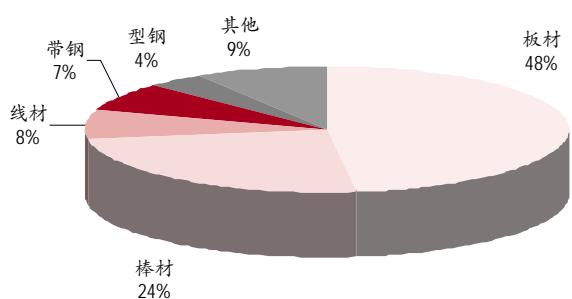
公司11年计划实现钢材产量708万吨，从实际产量来看，公司上半年生产正常，报告期内公司产钢396.77万吨，同比增长17.36%；钢材产量为349.02万吨，同比增长9.73%，完成计划的49.29%。其中宿迁金鑫型材产品船用球扁钢的产量有大幅提高，毛利率也有较大的提升。

图表 5.2010 和 2011 年各主要品种生产情况

	产量(万吨)		收入(元)		营业利润率 (%)	
	11年上半年	11年上半年	10年上半年	同比变化 (%)	11年上半年	10年上半年
板材	180.26	8,777,664,749	6,803,863,847	29.0	7.8	9.0
棒材	95.8	4,454,781,319	3,704,907,950	20.2	9.9	13.5
线材	28.67	1,390,963,595	960,875,653	44.8	9.9	11.8
带钢	29.59	1,298,431,478	1,207,169,466	7.6	8.4	13.6
型钢	14.71	726,098,117	261,374,412	177.8	7.0	2.5
其他	-	1,631,190,050	757,432,360	163.1	9.0	10.2

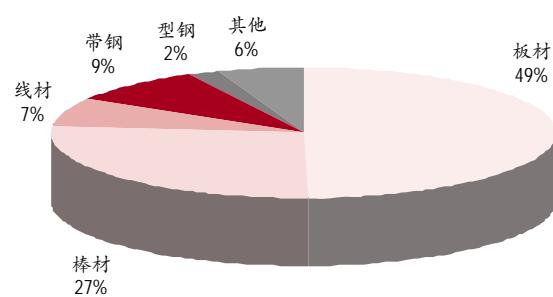
资料来源：公司数据

图表 6. 2011年上半年产品分品种占比



资料来源：万得资讯

图表 7. 2010年上半年产品分品种占比



资料来源：万得资讯

开展产品结构优化，狠抓特色产品

2011年公司重点开展产品结构优化工作，主要内容有做强中厚板、做精特钢棒线材，实施差异化战略目标，并形成若干特色产品。特色产品的研发和突破任务上主要包括：1) 高档容器钢、特殊用途管线钢、特厚板等重点品种的研发和推广；2) 攻克 9%Ni 钢的市场并力争年市场投放量达到 2 万吨；3) 对合金模具钢进行攻关，相关产品迅速放量；另外在稳定质量的基础上做大特殊钢带产品，月产要力争突破 1 万吨。公司上半年累计开发 17 个钢种。9%Ni 钢、薄规格高强板 Q960 实现批量生产，成为国内少数具备批量生产该等高端产品的企业；石油储罐板实现了品种规格的全覆盖，市场占有率为国内第一；超（超）临界高压锅炉管用钢 T91 市场占有率为国内第一；合金焊丝钢产量国内第一。从特色产品细分品种来看，公司多数新品种产量实现放量，其中海工板和特殊用途管线钢市场销售情况优异，盈利能力较强。

向上游产业链延伸

公司目前铁矿石 70%来自国外进口矿，其中季度协议矿占进口矿的 75%左右，国内铁矿石除金安矿业供应以外，复星集团下海南矿业和周边矿业也提供部分铁矿石。南钢发展下属子公司金安矿业的草楼矿拥有 8,600 万吨的储量，品位约为 28%，目前公司具备年开采 300 万吨原矿的能力，10 年共计产精粉 87.6 万吨，计划 11 年产精粉 95 万吨。在铁矿石价格高企的情况下，公司将积极向上游产业链拓展，公司目标是力争 2-3 年内实现铁矿石原料自给率由目前的 10%提高至 40-50%。

公司于 5 月 18 日发布公告，斥资 5,000 万美元受让 AWC 公司 10% 的股权，AWC 公司持有马来西亚铁矿项目公司 70% 股权。南钢每年将获得 100-200 万吨的马来西亚铁矿供应，2011 年 6 月 1 日至 2012 年 5 月 31 日期间为 100 万吨，之后每年供应 200 万吨。前五年的价格为马来西亚铁矿市场价基础上每吨优惠 3 美元，马来西亚铁矿市场价确定的基准为印度 63.5% 粉矿价格乘以 95%。由此南钢每年获得 100-200 万吨稳定的铁矿石供应且价格也有一定优惠。

另外公司目前拥有的煤矿资源包括金黄庄矿业和郝庄矿，共计储量为 9,552 万吨，可采储量达 5,222 万吨。金黄庄矿处于建设期而郝庄矿目前正处在勘测期，所以两矿目前都尚无利润贡献。金黄庄矿计划 12 年 11 月份投产，达产后产能可达 90 万吨，可优先按市场价供应给南钢，如果按 10 年 3 月采购成本倒推坑口价每年可实现净利润 2.4 亿。

图表 8. 公司拥有资源情况

名称	收购时间	股权比例	目前情况	储量	年产能	10 年产量	11 年计划产量	备注
铁矿	金安矿业-2010 年 10 月 草楼矿	100%	基本达产	8,600 万吨 (品位 28% 左右)	300 万吨原矿 (67% 左右品位) 开采能力	87.6 万吨 (67% 左右品位精粉)	95 万吨 (67% 左右品位精粉)	
煤矿	金黄庄矿 2010 年 5 月	49%	建设期，预计 2012 年 11 月投产	合计储量 9,552 万吨，可采储量 5,222 万吨	90 万吨	-	-	可优先以市场价供给公司。按年产 90 万吨，达产后实现净利润 2.4 亿
郝庄矿	2010 年 5 月	49%	勘测期间			-	-	

资料来源：公司公告

发行 40 亿元公司债

5月17日南钢股份公告称公司发行存续期限为7年，票面利率为5.18%的40亿元公司债券，本次发行公司债券的募集资金拟用于偿还公司债务、优化公司债务结构和补充流动资金。

“十二五”期间落实四大战略

“十二五”期间公司将努力以市场为导向，以提升企业盈利能力、竞争能力和可持续发展能力为目标，大力推进品牌、大营销、国际化和差异化四大战略，实现产品品种结构优化并积极拓展上下游产业。目前公司正开展全球对标工作，对标企业主要包括江苏兴澄，江苏中天和台湾中钢。

下调12年盈利预测

由于3季度是淡季，钢价环比有小幅下降，以中厚板为例6月底以来，均价较2季度环比下降2%左右，但同期铁矿石价格也有小幅下跌，另外公司从4月开始逐步采取将生产厂转变为直接面向市场的成本主体和利润主体统一安排配置生产要素等成本费用控制的措施，其效果将逐步显现。我们估计3季度公司业绩将与2季度持平。我们维持11年0.296元/股的盈利预测不变，但由于成本压力仍然较大，我们下调2012年盈利预测10%至0.335元/股。南钢股份于去年完成整体上市，目前具备年产800万吨钢的生产能力，在立足做强主导产品的同时公司着力开发诸如管线钢和海工钢等具有技术优势的新产品以优化产品结构；在成本压力高企的形势下，公司积极搜寻铁矿等资源项目，力争在未来2-3年内实现铁矿石40%-50%自给和煤炭自己率达1/3以上。由此我们看好公司的中长期发展前景，我们将目标价由5.40元下调至5.00元，这是基于15倍的12年市盈率水平。我们维持该股的买入评级。

损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	24,452	30,055	37,998	41,567	44,892
销售成本	(22,092)	(27,247)	(34,719)	(37,971)	(41,001)
经营费用	(1,184)	(1,252)	(1,445)	(1,717)	(1,904)
经营利润(息税前利润)	1,176	1,557	1,834	1,879	1,987
折旧及摊销	(1,332)	(1,412)	(1,687)	(1,760)	(1,847)
息税折旧前利润	2,508	2,968	3,521	3,638	3,834
净利息收入/(费用)	(562)	(623)	(508)	(377)	(224)
其他收益/(损失)	32	24	25	26	28
税前利润	646	1,081	1,351	1,528	1,791
所得税	(65)	(163)	(203)	(229)	(269)
少数股东权益	0	1	0	0	0
净利润	582	919	1,149	1,298	1,522
核心净利润	582	919	1,149	1,298	1,522
每股收益(人民币)	0.345	0.237	0.296	0.335	0.393
核心每股收益(人民币)	0.345	0.237	0.296	0.335	0.393
每股市息(人民币)	0.04	0.00	0.04	0.05	0.06
收入增长(%)	n.a.	23	26	9	8
息税前利润增长(%)	n.a.	32	18	2	6
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	18	19	3	5
每股收益增长(%)	n.a.	(31)	25	13	17
核心每股收益增长(%)	n.a.	(31)	25	13	17

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	4,640	6,051	7,600	8,313	8,978
应收帐款	3,509	3,656	4,845	5,300	5,724
库存	4,868	5,922	6,944	7,594	8,200
其他流动资产	1,061	1,349	1,620	1,734	1,840
流动资产总计	14,077	16,978	21,008	22,941	24,742
固定资产	12,834	15,585	15,228	15,121	15,183
无形资产	782	842	800	758	716
其他长期资产	1,989	1,809	3,027	3,972	4,714
长期资产总计	15,604	18,236	19,055	19,851	20,613
总资产	29,681	35,215	40,063	42,793	45,355
应付帐款	2,535	3,327	4,166	4,556	4,920
短期债务	6,137	9,687	9,088	7,552	5,673
其他流动负债	6,665	7,267	10,427	13,048	15,799
流动负债总计	15,337	20,281	23,681	25,157	26,392
长期借款	2,469	2,188	2,438	2,565	2,565
其他长期负债	2,553	2,593	2,593	2,593	2,593
股本	1,685	3,876	3,876	3,876	3,876
储备	7,577	6,233	7,209	8,313	9,607
股东权益	9,261	10,109	11,085	12,189	13,482
少数股东权益	13	7	7	7	7
总负债及权益	29,681	35,215	40,063	42,793	45,355
每股帐面价值(人民币)	5.53	2.62	2.93	3.22	3.56
每股有形资产(人民币)	5.06	2.40	2.72	3.02	3.38
每股净负债/(现金)(人民币)	0.85	0.94	0.50	0.20	(0.10)

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	646	1,081	1,351	1,528	1,791
折旧与摊销	1,332	1,412	1,687	1,760	1,847
净利息费用	562	623	508	377	224
运营资本变动	1,259	3,303	2,673	2,216	1,650
税金	(65)	(163)	(203)	(229)	(269)
其他经营现金流	1,399	(3,110)	(1,129)	(436)	314
经营活动产生的现金流	5,135	3,146	4,887	5,215	5,557
购买固定资产净值	(1,451)	(1,586)	(2,500)	(2,550)	(2,601)
投资减少/增加	(60)	(315)	0	0	0
其他投资现金流	(3)	5	6	6	7
投资活动产生的现金流	(1,515)	(1,896)	(2,494)	(2,544)	(2,594)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	2,179	(281)	250	128	0
支付股息	(67)	(67)	0	(172)	(195)
其他融资现金流	(1,746)	1,130	(1,076)	(1,896)	(2,088)
融资活动产生的现金流	(196)	161	(845)	(1,958)	(2,298)
现金变动	3,424	1,411	1,548	714	665
期初现金	1,216	4,640	6,051	7,600	8,313
公司自由现金流	3,620	1,253	2,393	2,673	2,963
权益自由现金流	5,237	349	2,624	2,782	2,948

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	10.3	9.9	9.3	8.8	8.5
息税前利润率	4.8	5.2	4.8	4.5	4.4
税前利润率	2.6	3.6	3.6	3.7	4.0
净利率	2.4	3.1	3.0	3.1	3.4
流动性(倍)					
流动比率	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
利息覆盖率	2.1	2.5	3.6	5.0	8.9
净权益负债率(%)	68.6	71.2	71.7	70.8	69.6
速动比率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
估值(倍)					
市盈率	11.8	17.2	13.7	12.1	10.4
核心业务市盈率	11.8	17.2	13.7	12.1	10.4
目标价对应核心业务市盈率	14.5	21.1	16.9	14.9	12.7
市净率	0.7	1.6	1.4	1.3	1.1
价格/现金流	1.3	5.0	3.2	3.0	2.8
企业价值/息税折旧前利润	9.2	13.9	5.6	4.8	3.9
周转率					
存货周转天数	72.7	71.9	66.7	66.7	66.7
应收账款周转天数	3.9	2.8	6.4	6.4	6.4
应付账款周转天数	41.9	44.6	43.8	43.8	43.8
回报率 (%)					
股息支付率	11.6	0.0	15.0	15.0	15.0
净资产收益率	6.2	9.0	10.1	10.4	11.0
资产收益率	2.0	2.6	2.9	3.0	3.4
已运用资本收益率	4.6	5.1	5.8	6.0	6.5

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