2011 年 8 月 19 日

中粮屯河

番茄酱拖累业绩，二季度亏损仍收窄

A　持有 (↓买入)

600737.SS –人民币 10.10

目标价格: 人民币 11.00(↓14.00)

1-6 月份，公司实现营业收入 20.71 亿元，同比增长 61.55%；实现营业利润-4,579 万元，同比下降 160.10%；实现利润总额-4,846 万元，同比下降 156.87%；归属上市公司股东净利润-5,403 万元，同比下降 166.42%。每股收益为-0.054 元，较 1 季度每股收益-0.106 元亏损有所收窄。2009 年番茄酱高产导致 2-3 年的去库存过程，2011 年 1 月-8 月期间番茄酱价格并未呈明显的 U 形走势，番茄酱价格回升不及预期。我们调低公司 2011-12 年每股收益至 0.12 元和 0.30 元，调低目标价至 11.00 元，下调评级至*持有*。

刘都*
(8621) 2032 8511
du.liu@bocigroup.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300207110254

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(%)	(36)	(11)	(18)	(25)
相对新华富时 A50 指数(%)	(28)	(2)	(7)	(16)

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万) 1,00	6
流通股 (%)	40.40
流通股市值 (人民币 百万) 4,28	0
3 个月日均交易额 (人民币 百万) 85	
净负债率(%) (2011E)	141
主要股东(%)	
中粮集团	59.60

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

*苏鋮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

支撑评级的要点

- 公司“亨氏模式”构建番茄酱业务长期竞争力，未来糖业务也将复制番茄酱业务成功模式，从种植环节挖效益，在人力成本大幅上升背景下，机械化种收具备可观的发展潜力，但短期内，价格依然是最主要的业绩决定因素。
- 糖价景气，公司期货售糖锁定价格上移，毛利率有望逐季提升；番茄酱价格回升节奏低于预期，对业绩构成拖累。
- 林果制品业务快速成长，或成新亮点。
- 定向增发将使得公司糖业务规模成倍放大。

评级面临的主要风险因素

- 原料减产以及价格大幅上涨风险。
- 销售价格波动风险以及套保双刃剑风险。

估值

- 我们下调 2011-13 年业绩预测至 0.122、0.296 和 0.344 元，对应目标价由 14.00 元调低至 11.00 元，相当于 2011 年 3.9 倍市净率，下调评级至*持有*。

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) 2,87	9	2,937	3,892	4,498	4,800
变动 (%)	*(16.1)*	*2.0*	*32.5*	*15.6*	*6.7*
净利润 (人民币 百万) 268		(55)	122	297	346
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.27	(0.05)	0.12	0.30	0.34
变动 (%)	*(13.9)*	*(120.6)*	*(321.6)*	*143.4*	*16.4*
先前预测每股收益 (人民币)	0.27	(0.05)	0.39	0.62	0.7
调整幅度(%)	-	-	*(68.8)*	*(52.3)*	*(50.8)*
市盈率 (倍) 37.9		(184.2)	83.1	34.2	29.3
每股现金流量 (人民币)	(0.05)	(0.58)	(0.49)	0.29	0.70
价格/每股现金流量 (倍)	(213.0)	(17.3)	(20.5)	34.3	14.5
企业价值/息税折旧前利润 22.3		44.3	32.2	22.1	20.0
每股股息 (人民币) 0.00		0.00	0.00	0.06	0.07
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.60	0.69

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

半年报业绩概述

1-6 月份，公司实现营业收入 20.71 亿元，同比增长 61.55%；实现营业利润-4,579 万元，同比下降 160.10%；实现利润总额-4,846 万元，同比下降 156.87%；归属上市公司股东净利润-5,403 万元，同比下降 166.42%。每股收益为-0.054 元，较 1 季度每股收益-0.106 元亏损有所收窄。

4-6 月份，公司实现营业收入 11.67 亿元，净利润 5,235 万元，扣除投资收益，营业利润为-71.3 万元。

番茄酱业务亏损是拖累整体业绩的最主要原因。2010 年上半年我国番茄酱出口价格一度跌破 600 美元/吨，2010 年下半年开始有所回升，但长期低于 800 美元/吨，目前番茄酱出口价格在 750 美元/吨左右，中粮屯河番茄酱产品出口价格虽然高于市场平均，但仍亏损。

2011 年番茄种植面积较 2010 年没有明显下降，番茄酱价格回升速度低于预期。2009 年我国原料番茄产量约 865 万吨，2010 年约 650 万吨，最近预计 2011 年原料番茄的产量不低于 2010 年（而年初预计产量下降 10%-15%），去库存周期还在继续，而新榨季产量预期影响番茄酱价格回升信心。

主营业务

上半年番茄制品收入 9.93 亿元，同比增长 34.43%，毛利率 15.17%，同比下降 13.37 个百分点，原料收购价上涨导致成本上升是主要原因。

甜菜糖业务收入 10.50 亿元，同比增长 73.99%，甜菜糖产量增加以及销售价格同比大幅提升是主要原因。甜菜糖业务毛利率 18.59%，同比下降 11.40 个百分点，导致甜菜糖业务毛利仅增长 7.85%左右。由此可见，在糖价同比快涨的背景下，由于甜菜糖原料成本上涨和套保期货售糖模式下，公司未能充分受益。

品牌业务成亮点。公司自 2010 年开始推出“屯河”牌番茄汁、杏汁、石榴汁，三种功能型天然果蔬汁，借助公司的影响力和品牌优势，以新疆市场为样板市场精耕细作，多种渠道开发合作伙伴，销售稳步增长。2011 年上半年，公司林果制品业务实现收入 5,944 万元，同比增长 158.04%，毛利率 36.21%，同比提高 17.45 个百分点。

综合毛利率同比下降 12.68 个百分点至 17.11%。

第二季度主营亏损止步

1-3 月份，公司营业利润-7,599 万元(不含投资收益)，4-6 月份营业利润为-71.3 万元（不含投资收益），单季基本实现止亏，主要得益于白糖价格上涨，公司套保锁定价格提升。

图表 2.分季度毛利率情况

(%)	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度
2008 年	27.83	29.63	30.12	33.57
2009 年 30.8	1	28.56	29.12	31.35
2010 年	28.64	30.89	27.57	14.44
2011 年 10.1	5	22.50		
同比变化	(18.49)	(8.38)		

资料来源：公司数据，中银国际研究

三项费用率均有不同幅度下降

上半年销售费用率 11.10%，管理费用率 5.55%，财务费用率 3.27%，同比分别下降 1.4、2.8 和 0.81 个百分点。

销售费用增长 43.42%，仍属较快水平。其中占比较高的运输费用增长 36.86%，代理费、港杂费和佣金等费用合计同比增长 75.02%，费用占比提升至 15.1%。

图表 3.销售费用分解

项目	2010 上半年 (元)	2011 上半年 (元)	同比增长(%)	2010 上半年 占比(%)	2011 上半年 占比(%)
运费	116,995,401	160,119,560	36.86	73.0	69.7
代理费、港杂费、佣金等 19,8	51,791	34,745,197	75.02	12.4	15.1
仓储、租赁费	7,086,275	8,537,217	20.48	4.4	3.7
职工薪酬 6,31	7,250	6,823,375	8.01	3.9	3.0
办公、差旅、会议、招待、参展费等	8,146,434	12,007,759	47.40	5.1	5.2
广告费 672,	485	3,881,744	477.22	0.4	1.7
劳务、咨询费	415,856	3,008,428	623.43	0.3	1.3
折旧及摊销费用 772,	324	715,577	(7.35)	0.5	0.3
合计	160,257,814	229,838,857	43.42	100.0	100.0

资料来源：公司数据，中银国际研究

管理费用 1.15 亿元，同比增长 7.42%，增速较慢。占比最高的职工薪酬以及办公费用分别增长 24.53%和 6.59%。

图表 4.管理费用分解

项目	2010 上半年(元)	2011 上半年(元)	同比增长(%)	2010 上半年占比(%)	2011 上半年占比(%)
职工薪酬	45,306,544	56,421,215	24.53	42.4	49.1
办公、交通、通讯、会议、培训费等 30,3	28,021	32,325,496	6.59	28.4	28.1
税费	11,782,106	8,274,452	(29.77)	11.0	7.2
折旧及摊销费用 9,33	4,923	9,348,791	0.15	8.7	8.1
排污费	791,086	935,330	18.23	0.7	0.8
停工损失 1,41	4,336	1,360,093	(3.84)	1.3	1.2
修理及物耗	883,294	858,736	(2.78)	0.8	0.7
咨询费、诉讼费 839,	227	1,748,015	108.29	0.8	1.5
厂内成品移库费	561,217	631,582	12.54	0.5	0.5
租赁费 1,74	5,421	404,584	(76.82)	1.6	0.4
存货报废损失	171,340	622,684	263.42	0.2	0.5
中介服务费 104,	800	245,415	134.17	0.1	0.2
技术监督、研发费	285,423	155,162	(45.64)	0.3	0.1
劳动保护费 553,	147	700,988	26.73	0.5	0.6
质量认证费	197,374	66,196	(66.46)	0.2	0.1
其他 2,66	1,755	793,385	(70.19)	2.5	0.7
合计	106,960,012	114,892,123	7.42	100.0	100.0

资料来源：公司数据，中银国际研究

利率提升，财务费用增加。上半年财务费用 6,776 万元，同比增长 29.50%，主要是因为利率上升导致利息支出增加，汇兑损失较上年同期有所下降。

盈利预测

我们对公司三、四季度主营业务继续好转持乐观态度，但对番茄酱价格上涨持谨慎态度，番茄酱业务对业绩全年业绩构成拖累。

不考虑定向增发，我们分别下调 2011-2013 年每股收益预测至 0.122 元、0.296 元和 0.344 元，相当于 2011 年 3.9 倍市净率，我们调低目标价至 11.00 元，下调评级至***持有***。

图表 5.盈利预测——番茄酱业务假设

项目	2010	2011E	2012E	2013E
平均售价(元/吨)	4,919.04	4,864.00	5,760.00	6,336.00
销量(万吨) 29.5	0	37.00 36.0	0	35.0
销售成本(万元)	1,156.51	1,515.90	1,538.18	1,572.10
原料 815.	23	1,124.61 1,12	7.04	1,139.56
人工	92.52	121.83	124.46	127.06
折旧 64.7	6	73.44 81.7	4	90.98
水电煤等	127.22	133.58	136.25	143.06
其他 56.7	7	62.45 68.6	9	71.44
毛利率	20.3%	15.8%	25.8%	29.1%

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 6.盈利预测——食糖业务假设

项目	2010	2011E	2012E	2013E
平均售价(元/吨)	5,639.10	6,800.00	6,800.00	6,800.00
销量(万吨) 26.6	0	29.00 33.0	0 34.0	0
销售成本(万元)	1,163.23	1,417.53	1,669.31	1,789.06
原料 756.	00	964.33 1,16	3.18 1,25	8.35
人工	69.79	80.26	92.94	101.50
折旧 141.	91	154.72 176.	06 181.	39
水电煤等	93.06	105.51	117.66	122.37
其他 102.	46	112.71 119.	47 125.	44
毛利率	22.5%	28.1%	25.6%	22.6%

资料来源：公司数据，中银国际研究

风险因素提示

气候灾害等自然风险。近年来全球气象灾害较为频繁，对农业产业的发展构成较大影响，若新疆地区发生较大自然灾害，则会影响公司主要原料的供应。

食糖价格风险。食糖价格形成机制较为复杂，而食糖价格是影响公司业绩的主要因素之一，若 2012 年食糖价格大幅下行，则公司业绩可能低于预期。

再次强调番茄酱价格上升不及预期风险。

套期保值风险。公司对糖价的判断会影响套期保值锁定售价的高低，从而影响平均售价。如果公司对糖价走势判断出现较大失误，则可能糖业务盈利低于预期。

图表 7.公司上半年业绩摘要

(人民币，百万)	2010 年上半年	2011 年上半	同比变动(%)
营业总收入	1,282.22	2,071.37	61.55
营业收入 1,28	2.22	2,071.37	61.55
营业总成本	1,233.92	2,148.07	74.09
营业成本 900.	33	1,717.00	90.71
营业税金及附加	5.95	15.74	164.68
销售费用 160.	26	229.84	43.42
管理费用	106.96	114.89	7.42
财务费用 52.3	2	67.76	29.50
资产减值损失	8.09	2.84	(64.87)
其他经营收益			
公允价值变动净收益	(2.80)	0.36	(112.73)
投资净收益 30.6	8	30.55	(0.42)
汇兑净收益	0.00		
营业利润	76.19	(45.79)	(160.10)
加：营业外收入	16.09	5.42	(66.34)
减：营业外支出 7.07		8.09	14.40
利润总额	85.21	(48.46)	(156.87)
减：所得税 4.91		6.27	27.69
加：未确认的投资损失	0.00		
净利润	80.30	(54.73)	(168.16)
减：少数股东损益	(1.05)	(0.70)	(33.28)
归属于母公司所有者的净利润	81.35	(54.03)	(166. 42)
每股收益(元)	0.08	(0.05)	
盈利能力(%)			
毛利率	29.78	17.11	
经营利润率 5.94		(2.21)	
税前利润率	6.65	(2.34)	
净利率 6.26		(2.64)	

资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 8.公司 2011 年 1 季度业绩摘要

(人民币，百万)	11 年 1 季度	11 年 2 季度	环比变动(%)
营业总收入	904.42	1,166.95	29.03
营业收入 904.	42	1,166.95	29.03
营业总成本	980.41	1,167.66	19.10
营业成本 812.	64	904.36	11.29
营业税金及附加	2.73	13.01	376.92
销售费用 87.0	8	142.76	63.93
管理费用	50.16	64.73	29.05
财务费用 27.8	0	39.96	43.72
资产减值损失	0.00	2.84	-
其他经营收益			
公允价值变动净收益	0.01	0.35	5,628.88
投资净收益	(19.13)	49.68	(359.74)
汇兑净收益	0.00	0.00	
营业利润	(95.11)	49.32	(151.85)
加：营业外收入	1.20	4.22	252.37
减：营业外支出 6.88		1.21	(82.48)
利润总额	(100.79)	52.33	(151.92)
减：所得税 5.87		0.40	(93.12)
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	
净利润	(106.66)	51.93	(148.68)
减：少数股东损益	(0.27)	(0.43)	56.33
归属于母公司所有者的净利润	(106.39)	52.35	(149.21)
每股收益(元)	(0.11)	0.05	
盈利能力(%)			
毛利率	10.15	22.50	
经营利润率	(10.52)	4.23	
税前利润率	(11.14)	4.48	
净利率	(11.79)	4.45	

资料来源：公司资料，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	2,879	2,937	3,892	4,498	4,800
销售成本	(2,019)	(2,219)	(3,011)	(3,324)	(3,537)
经营费用	(519)	(679)	(647)	(733)	(778)
息税折旧前利润	589	318	461	671	720
折旧及摊销	(248)	(279)	(227)	(231)	(235)
经营利润 (息税前利润)	342	39	233	440	485
净利息收入/(费用)	(78)	(105)	(123)	(134)	(128)
其他收益/(损失)	20	24	21	6	6
税前利润	284	(42)	131	313	363
所得税	(1)	(15)	(5)	(10)	(11)
少数股东权益	(14)	2	(4)	(5)	(6)
净利润	268	(55)	122	297	346
核心净利润	268	(55)	122	297	346
每股收益(人民币)	0.27	(0.05)	0.12	0.30	0.34
核心每股收益(人民币)	0.27	(0.05)	0.12	0.30	0.34
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.00	0.06	0.07
收入增长(%)	(16.1)	2.0	32.5	15.6	6.7
息税前利润增长(%)	(21.1)	(88.6)	502.0	88.6	10.2
息税折旧前利润增长(%)	(7.4)	(46.1)	45.1	45.7	7.3
每股收益增长(%)	(13.9)	(120.6)	(321.6)	143.4	16.4
核心每股收益增长(%)	(13.9)	(120.6)	(321.6)	143.4	16.4

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	284	(42)	131	313	363
折旧与摊销	248	279	227	231	235
净利息费用	81	89	123	134	128
运营资本变动	170	(432)	(57)	(135)	32
税金	(1)	(15)	(5)	(10)	(11)
其他经营现金流	(829)	(464)	(916)	(237)	(47)
经营活动产生的现金流	(48)	(586)	(497)	296	701
购买固定资产净值	(732)	(216)	(90)	(99)	(109)
投资减少/增加	73	4	(100)	0	0
其他投资现金流	(2)	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(661)	(213)	(190)	(99)	(109)
净增资产	0	0	0	0	0
净增债务	(105)	(20)	5	5	11
支付股息	(28)	0	0	(61)	(71)
其他融资现金流	732	889	754	(86)	(538)
融资活动产生的现金流	598	869	758	(141)	(598)
现金变动	(106)	52	72	56	(6)
期初现金	197	90	142	214	270
公司自由现金流	(709)	(798)	(687)	197	592
权益自由现金流	(892)	(923)	(805)	68	475

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	90	142	214	270	264
应收帐款	404	379	508	677	771
库存	2,312	2,717	3,764	4,156	4,244
其他流动资产	366	886	1,150	1,293	1,368
流动资产总计	3,172	4,124	5,636	6,395	6,647
固定资产	3,212	3,148	2,956	2,782	2,619
无形资产	289	283	274	264	255
其他长期资产	340	421	549	567	582
长期资产总计	3,841	3,852	3,779	3,614	3,456
总资产	7,013	7,976	9,415	10,009	10,102
应付帐款	452	539	693	765	813
短期债务	3,062	4,053	4,901	4,931	4,512
其他流动负债	318	592	869	1,096	1,258
流动负债总计	3,832	5,184	6,463	6,792	6,583
长期借款	20	0	5	9	20
其他长期负债	94	93	121	140	149
股本	1,006	1,006	1,006	1,006	1,006
储备	1,986	1,626	1,748	1,985	2,261
股东权益	2,991	2,631	2,754	2,990	3,266
少数股东权益	75	68	72	78	84
总负债及权益	7,013	7,976	9,415	10,009	10,102
每股帐面价值(人民币)	2.97	2.62	2.74	2.97	3.25
每股有形资产(人民币)	2.69	2.33	2.46	2.71	2.99
每股净负债/(现金)(人民币)	2.99	3.89	4.67	4.64	4.24

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 (%)	20.46	10.81	11.84	14.92	15.01
息税前利润率(%)	11.87	1.32	6.00	9.79	10.11
税前利润率(%)	9.85	(1.44)	3.37	6.95	7.57
净利率(%)	9.30	(1.88)	3.14	6.61	7.21
流动性					
流动比率(倍)	0.83	0.80	0.87	0.94	1.01
利息覆盖率(倍)	4.4	0.4	1.9	3.3	3.8
净权益负债率(%)	97.9	144.9	166.0	152.2	127.4
速动比率(倍)	0.22	0.27	0.29	0.33	0.36
估值					
市盈率 (倍)	37.9	(184.2)	83.1	34.2	29.3
核心业务市盈率 (倍)	37.9	(184.2)	83.1	34.2	29.3
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	41.3	(200.6)	90.5	37.2	31.9
市净率 (倍)	3.31	3.76	3.59	3.31	3.03
价格/现金流 (倍)	(213.0)	(17.3)	(20.5)	34.3	14.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.3	44.3	32.2	22.1	20.0
周转率					
存货周转天数	293.1	337.7	353.1	337.2	322.7
应收帐款周转天数	50.9	47.1	47.5	54.8	58.4
应付帐款周转天数	81.8	88.6	84.0	84.0	84.0
回报率					
股息支付率(%)	10.52	0.00	0.00	20.35	20.36
净资产收益率 (%)	8.73	(2.04)	4.32	9.69	10.34
资产收益率 (%)	3.82	(0.69)	1.30	2.97	3.43
已运用资本收益率(%)	4.16	0.43	2.27	4.12	4.62

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