



## 未有评级

002350.SZ

价格：人民币 20.80

板块评级：中立

## 股价表现



资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究  
以2012年3月27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

\*游家训为本报告重要贡献者

## 北京科锐

## 站在新的起点上

北京科锐发布年报，全年实现营收 **9.22 亿元**，同比增长 **62.86%**，归属上市公司股东净利润 **0.86 亿元**，同比增长 **73.6%**，业绩超过市场早先预期；同时公司提出了转送分红政策议案。公司是配电网智能设备领军企业，在配网故障处理、配电自动化设备领域有竞争优势。“十二五”期间配电网行业增速有望稳健保持，而智能化设备将是未来主流方向；同时，随着未来电网企业集约化程度继续深入，市场还有望进一步集中。公司有一定品牌及规模效应，产能将陆续释放，预计公司未来 **2-3 年**仍有望保持较快发展。

## 要点

- **城乡配电网智能设备龙头企业。**公司传承于中国电科院，长期在配电网行业精耕细作，公司率先在国内开展环网柜、箱变、永磁开关、配电自动化产业化，产品在业内有良好口碑。
- **产品聚焦，优势产品竞争力将更突出。**国内中高压电气设备进步很快，行业竞争大大加剧。公司在配电网故障处理、配电自动化设备等应用领域有较强的竞争优势；公司聚焦优势领域，主要募投项目均集中于以上优势方向。本年度公司募投项目将陆续投产，预计公司销售、技术资源也将向该类产品倾斜，核心竞争力将更突出。
- **受益于配电设备智能化与电网发展集约化，公司行业地位将持续提升。**在用电消费升级的过程中，配、用电行业有望保持高于整个电力工业的增长，而智能化设备将是未来主流。同时，随着未来电网企业集约化程度继续深入，市场还有望进一步集中。公司具有一定品牌及规模效应，受益于配电网智能化和集约化，公司的行业地位有望持续提升。

## 主要风险

- 国民经济持续下行，配电网投资下滑。
- 主要募投项目不能如期投产。

## 估值

- 预计公司 2012、2013、2014 年有望实现每股收益为 0.93、1.25、1.63 元。

## 投资摘要

年结日: 12月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	566	922	1,287	1,717	2,264
变动(%)	1.0	62.9	39.5	33.4	31.9
净利润(人民币 百万)	50	86	120	161	210
全面摊薄每股收益(人民币)	0.39	0.67	0.93	1.25	1.63
变动(%)	(55.17)	71.79	39.44	33.80	30.55
全面摊薄市盈率(倍)	53.76	31.05	22.21	16.59	12.73
每股现金流量(人民币)	0.24	0.76	0.49	0.60	0.83
价格/每股现金流量(倍)	85.33	27.35	42.37	34.58	25.09
企业价值/息税折旧前利润(倍)	41.86	24.45	15.28	11.26	8.44
每股股息(人民币)	0.20	0.30	0.19	0.26	0.24
股息率(%)	1.0	1.4	1.0	1.3	1.2

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

## 业绩高速增长

报告期内，公司实现营收 9.22 亿元，同比增长 62.86%，归属上市公司股东净利润 0.86 亿元，同比增长 73.6%，扣非后归属上市公司股东净利润 0.84 亿元，同比增长 79.5%。

**优势产品快速增长：**公司主要产品均实现了较快增长，盈利情况较好的产品增长尤其迅猛。在主要收入中占比近 30% 的环网柜与箱变产品是公司传统主打产品，盈利情况较好的环网柜增长高于箱式变电站。而毛利高的永磁机构真空断路器、故障定位等新型产品增长最快，同比增速分别达到 144%、80%。

**订单饱满，后劲较足：**报告期内，公司新增订单同比增长 72%，公司重点培育的新型产品订单增长迅猛，重合器等柱上开关设备产品订单突破亿元大关，永磁机构真空断路器订单达 6,569 万元，故障定位系统产品 6,475 万元。

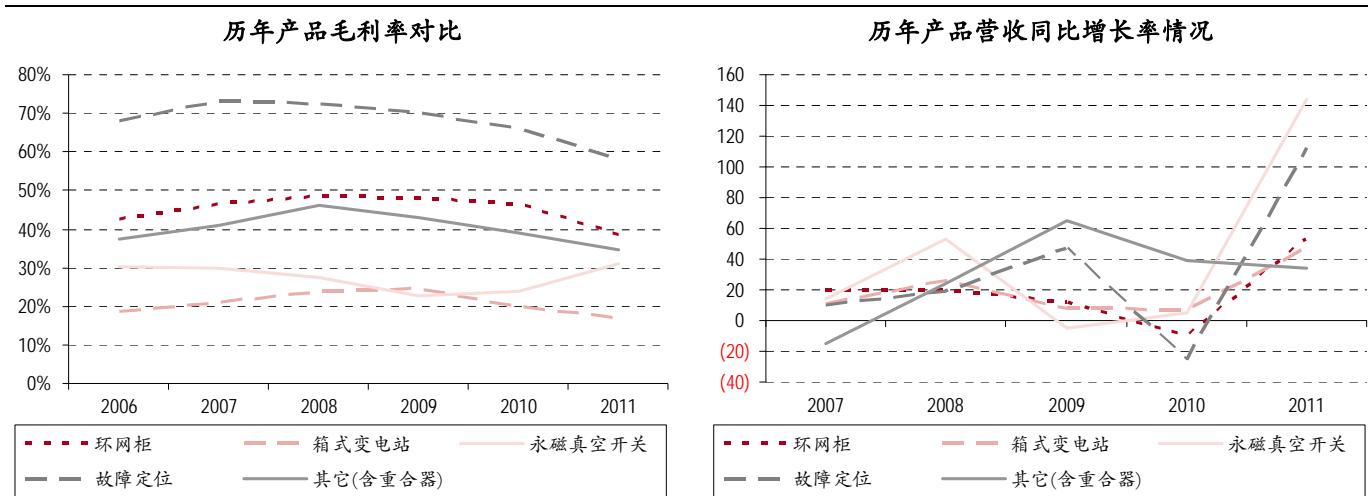
公司 90% 左右的客户为电网客户，受电网企业规划、预算特点的影响，公司订单、营收都具有明显季节波动性。公司近年来第一季度新增订单仪表只占全年订单 10-15% 左右。根据公司披露的信息，2012 年一季度新增订单同比增长 40% 左右。考虑公司 2011 年转接订单约在 2.5-3 亿上下，结合公司新增订单情况，我们认为公司 2012 年具备了比较强劲的增长支撑。

**图表 1. 业绩摘要**

(人民币，百万)	2010	2011	同比变动(%)
营业收入	566.3	922.3	62.9
营业成本	(363.7)	(620.7)	70.6
营业税	(4.1)	(7.8)	92.0
毛利润	198.5	293.8	48.0
销售费用	(79.8)	(125.5)	57.4
管理费用	(57.5)	(67.3)	17.1
经营利润	61.3	100.9	64.7
财务费用	3.7	7.1	90.2
资产减值	(5.7)	(2.7)	(52.4)
投资收益	0.0	0.0	-
其他收入	5.1	2.4	(51.8)
其他支出	(1.7)	(0.0)	(98.7)
税前利润	63.1	107.7	70.6
所得税	(9.8)	(17.5)	78.1
税后利润	53.3	90.2	69.2
少数股东权益	(3.6)	(3.9)	8.8
归属母公司股东净利	49.7	86.2	73.6

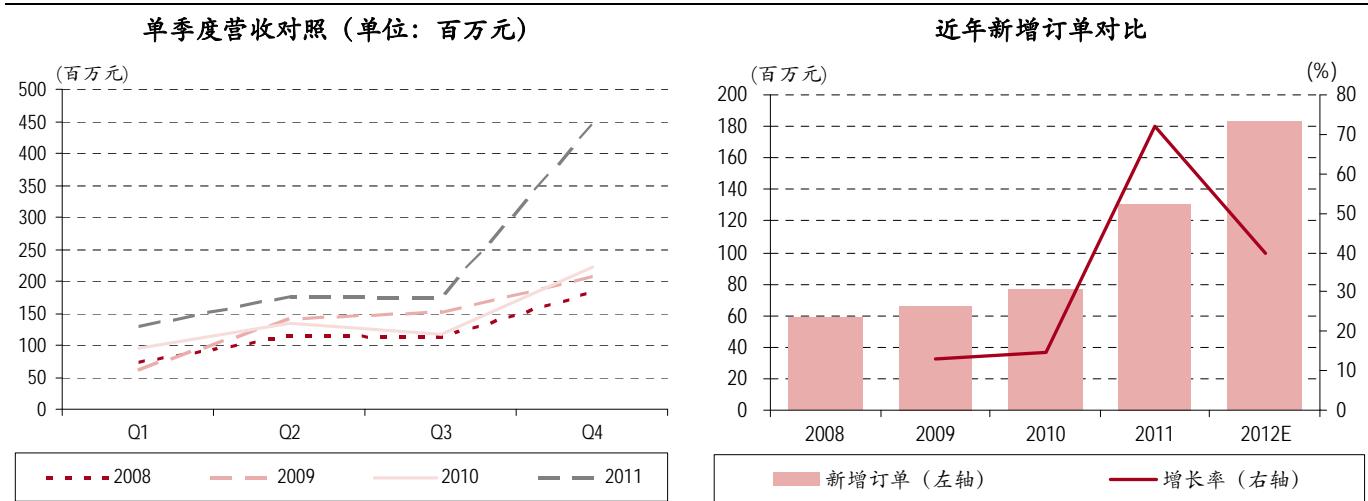
资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 2.公司产品营收构成



资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 3.公司营收及订单情况对照



资料来源：公司数据及中银国际研究

### 配电网智能设备领军企业

传承自中国电科院，配电技术底蕴深厚。公司创始人及现任部分高管来自于中国电科院科研院所及下属企业，公司董事长、总工程师及部分业务骨干之前曾在中国电科院从事研究与领导工作。公司及其前身自创立以来一直专与配电网领域，公司在配电多个领域开创先河。

图 4.公司核心技术人员行业背景一览表

头衔	姓名	科锐北方持股	就职期限	职位
董事长	张新育	25.82%	1986~2004	电科院开关所副所长
			1998~2004	电科院供用电研究所所长
董事、自动化业务总监	袁钦成	12.12%	1985~1988	电科院系统所工程师
			1998~2004	电科院供用电研究所副所长
副总经理、董秘	安志钢	0.76%	1982~21998	唐山变压器厂设计师、副厂长
监事主席、配电设备技术总监	胡兆明	3.03%	1982~1995	电科院高压所工程师、试验负责人等
副总经理、生产制造总监	申威	0.46%	1990~1997	北京变压器厂总工办副主任
副总经理、销售总监	王建		1984~1995	西安高压电器研究所电器检测主管
故障指示器部门经理	张斌	12.12%	1982~1985	许昌继电器研究所
国际销售总监	唐钢	3.03	1982~1995	武汉供电局“三电办”主任，华北电力设计院

资料来源：公司数据及中银国际研究

注：有电科院背景的董事合计持有科锐北方 40.97% 股份，科锐北方持有 47.78% 的北京科锐的股份

**全方位的配电业务：**公司早先主营业务为 10kV 配电、控制设备及一些专用设备的研发、生产和销售。经过过去十几年的发展，业务范围已经涵盖了配电一次、二次主要设备及专业应用领域，目前公司的主营业务方向有两个，一个是配电网故障处理，主要产品包括故障指示器、环网柜和重合器，另外一方面产品为变电设备，主要包含箱式变电站、模块化变电站，中低压开关柜、真空永磁开关、非晶合金变压器等。

**在配电网故障处理有领先的竞争优势。**公司在配网故障定位、故障隔离和负荷转供方面的拥有核心竞争优势。

公司是国内最早引进环网柜设备的企业之一，产品以技术难度较高的户外型为主。城网配电所多要求“手拉手”功能，加上用地紧张，户外环网柜因其小型化、免维护等特点大受欢迎。目前公司还是国内唯一的美式环网柜规模生产企业。

公司常年致力于配电故障诊断与处理技术与产业化开发，了解行业真实需求。公司近 20 年前的发明，仍然是目前国内配电故障指示器的主导技术。公司产品在架空线中应用普遍，未来有望在电缆线路中大量推广。

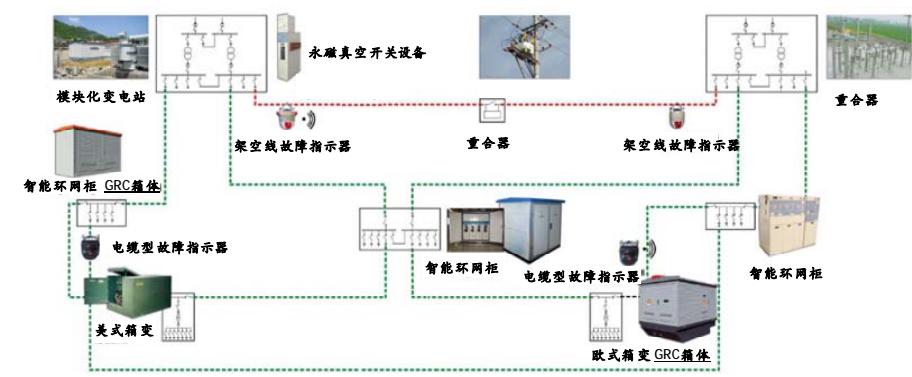
公司创造性地将永磁机构应用于重合器等开关设备，相比传统产品，具有高可靠性、寿命长、体积小、重量轻等优势，也是国内配电网重点推广的新型产品。

**新型变电设备领跑者：**公司变电类产品主要产品包括箱式变电站、永磁机构真空开关设备、模块化（预装式）变电站等。

公司是国内最早引进美式箱变并国产化的企业，公司美式箱变产量在细分市场中排名前五。公司较早地推出主要针对 110(66)、35kV 电压等级的模块化变电站产品；改变了传统配电站建设的模式，大大缩减了建设、调试的工期，显著减少了占地面积。

公司在上世纪末引进和推广永磁机构真空断路器技术，公司将永磁断路器技术结合到了重合器、箱式变电站产品中。

图表 5.公司技术及产品体系



资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 6.公司配电网相关技术发展历程

年度	产品或技术	优势及成果
1993年	故障指示器	自主研发，解决配电网短路故障点快速查找问题，迄今仍是主导技术。
1994年	美式箱式变电站	率先引进产品，并实现国产化，国内配电及控制设备行业广泛采用
1995年	带电拔插电缆附件	率先引进产品，被国内配电及控制设备行业广泛采用，并实现国产化。
1996年	多路共箱式环网柜	率先引进产品，被国内配电及控制设备行业广泛采用，并实现国产化。
1997年	预绞式线路金具	率先引进产品，被国内电力系统大量采用。
1998年	配电自动化技术	参与早期的行业推广活动，并形成系列产品。
1999年	永磁真空开关设备	率先引进产品，并积极宣传推广，实现国产化。
2000年	多级断路器配合的配电自动化技术	率先解决城市中心区配电自动化实施的难题，并在许多工程中采用，以此技术为基础研制成功 RDCU 装置荣获国家重点新产品证书。
2001年	紧凑型一体化变电站	自主研发，比同类产品体积小，已在十多个省份采用
2002年	电动备自投箱式变电站	自主研发，在发生电路故障时，自动投入备用电源，保证重要客户不间断供电，满足对供电可靠性要求较高的用户需求。
2003年	铁路箱式变电站	自主研发，专门针对偏远火车站，已在多个铁路局投入运行。
2003年	配电自动化系统远方监控装置 (RDCU)	自主研发，荣获国家火炬计划项目证书。
2005年	紧凑型永磁机构真空开关设备	自主研发，适合多种场合应用，可节省变电站建筑和占地。
2006年	玻璃纤维增强型水泥箱体(GRC 箱壳)	率先从国外引进技术，解决户外配电设备外壳锈蚀和内部凝露问题。
2007年	铁路一体化配电站	北京市火炬计划项目。
2007年	配电网故障自动定位系统	国家火炬计划产业化项目。
2007年	模块化变电站	国内第一座 66kV 户外模块化变电站。
2008年	配电系统短路、接地二合一故障指示器	国家重点新产品项目。
2008年	110kV 及以上的模块化变电站	国家火炬计划产业化项目。

资料来源：公司数据及中银国际研究

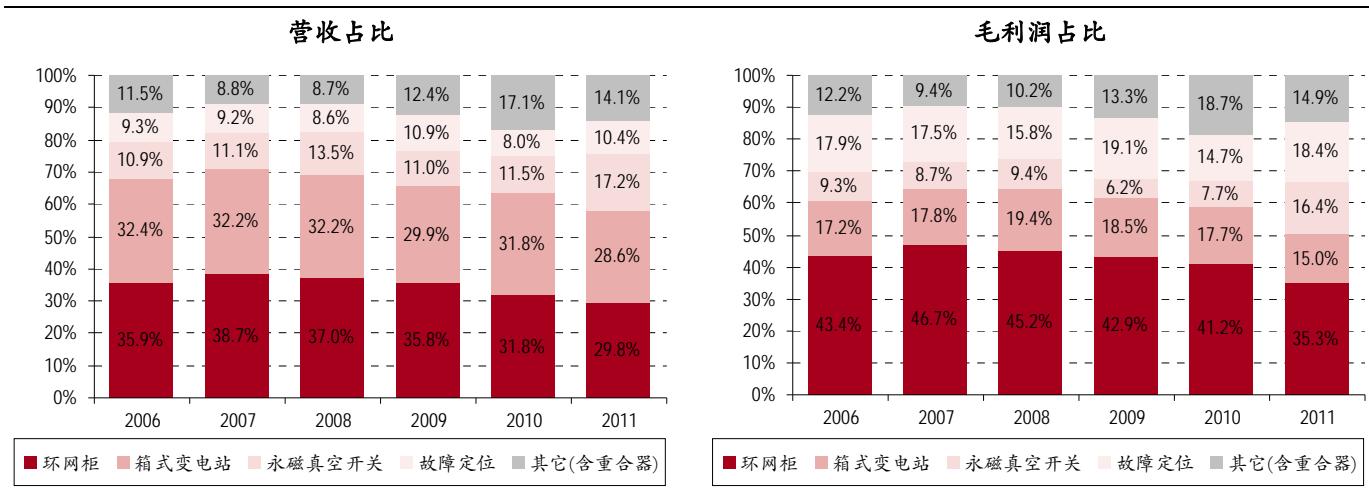
### 资本驱动+产品聚焦提升核心竞争力

**配电产品是公司主要的利润来源：**公司的细分产品主要有环网柜、箱式变电站、故障指示器、重合器、真空永磁开关、非晶合金变压器及 GRC 箱体等产品。

国内中低压设备行业近年来进步加快，生产技术与工艺水平都大大提升，35kV、10kV 电压等级通用设备竞争日趋激烈。箱式变电站、户内环网柜、常用中压开关柜等产品由于缺乏技术壁垒，市场竞争尤其激烈。但在配网故障处理、真空永磁断路器等专用领域或新兴市场上，产品盈利情况仍然很高，这类产品也是公司目前主要的盈利支撑。

**公司资源向优势产品倾斜：**由于技术壁垒相对较低的通用电力箱变产品竞争日趋激烈，公司的投入也较好的考虑了这一现状。公司上市进行了三个募投项目建设，计划投资额 1.89 亿元，其中配电故障定位产品 6,000 万元，占比 31.75%，配电自动化设备技术产品计划投入 1.03 亿元，占比 54.5%；变配电网技术研发仅占比 13.76%。公司后续计划投入 1.56 亿元建设智能配电网技术研发中心及公司总部。其中，技术研发中心的主要研究方向也集中于配电网故障处理与配电自动化产品。

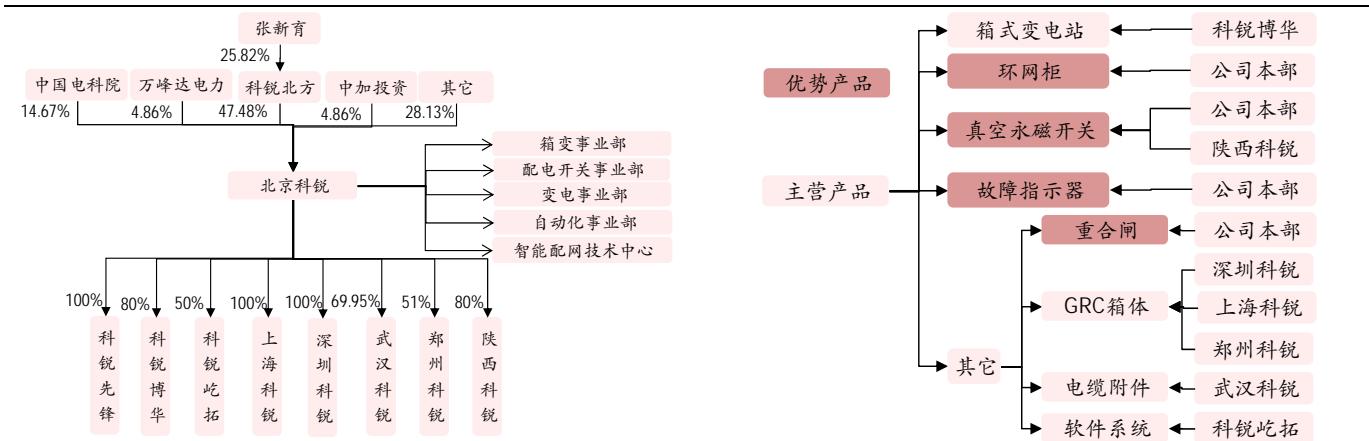
图表 7. 收入及毛利润构成



资料来源：公司数据及中银国际研究

注释：上图中，其他包含了住上开关等产品（下同）

图表 8. 公司股权结构与产品构成（至 2011 年底）



资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 9. 股权及公司结构

净利润 (百万元)	公司 本部	科锐 博华	武汉 科锐	科锐 屹拓	深圳 科锐	上海 科锐	郑州 科锐	科锐 先锋	科锐 宝同
2010 年	50.68	1.87	8.98	0.4	(0.23)	0.85	0.68	-	-
2011 年	76.74	6.49	7.79	0.91	0.86	1.39	0.09	0.32	(0.64)

资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 10. 募投及超募项目 (含流动资金)

项目名称	计划投资额	资金使用计划(百万元)			建设期
		第一年	第二年	第三年	
配网故障定位及自动化装置技术改造项目	80.0	24.0	36.0	20.0	1.5 年
配电自动化设备技术改造项目	123.0	41.0	62.0	20.0	1.5 年
变配电技术研发中心	26.0	14.2	11.8	0	1.5 年
智能配电网技术研发中心及公司总部项目	156.0		156.0		2 年
设立陕西科锐宝同永磁开关	16.0		11.9		2 年

资料来源：中银国际研究

图表 11. 公司募投项目收益预估

项目收益(百万)：	配电故障定位 技改	配电自动化设 备技改	子公司项目 (平均)	总计
新增销售收入	81.2	188.0	34.0	292.9
新增利润总额	31.2	34.3	7.4	70.6
投资利润率(税前)	39.0%	27.9%	34.0%	34.8%
投资回收期(含建设)	4.1	6.5	3.8	6.5

资料来源：公司招股说明书，中银国际研究

### 配网，春天刚刚开始

电力设备企业的高速增长，是在电力工业的高速增长大背景下实现的。过去20多年间，国内的电力设备制造行业蓬勃生长，部分企业做大做强，并在很多重要的输变电设备领域完成了进口替代

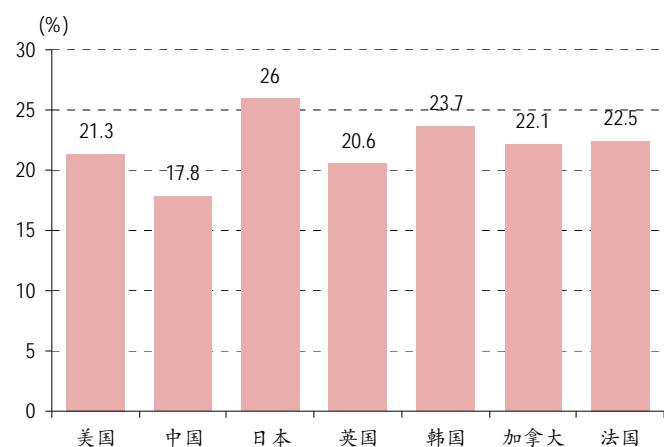
我国经济在今后几十年中对能源需求的增速将有所放缓，发电、输电行业将难以重复前几年的那样突飞猛进式的增长。不同的是，国内配电网发展严重滞后，无论从我国经济社会发展还是国内电力工业现状来看，我国的配电网还将迎来一个持续时间很长、增长稳健时期。

从社会经济发展看：城镇化与用电消费升级是配/用电产品的发动机

改革开放后，国内经济高速增长，对能源消费的需求旺盛，整个电力工业保持了高速的增长，我国的电力设备制造企业经历了近三十年的跨越式发展。

新的时期，工业特别是制造业的飞速发展，对配电网提出了新的要求。工业对电能的依赖性逐步提高，用户对供电可靠性、供电质量的要求也越来越高；而随着城市化进程的推进，居民与商业用户对供电可靠性、供电质量都将有更严格的要求。

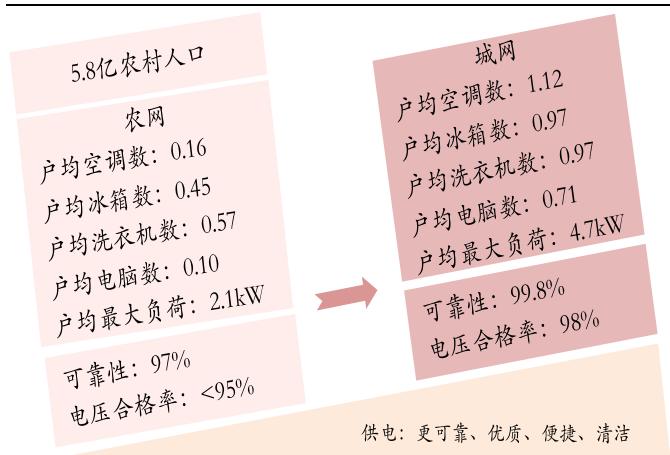
图表 12-1. 电能在各国能源消费中占比



资料来源：中银国际研究，CEIC，电监会，中电联

注：上表可靠性、电压合格率为终端用户数据，非配变侧数据

图表 12-2. 城乡电网差异比较



## 从电力工业发展看：我国配电网大有可为

我国电力工业建设常年以来“重发、不重输电配套”、“重输、轻供、不管用”，进而导致了整个电力工业的结构性失衡：电网滞后电源，配网滞后于输电网，农网滞后与城网。

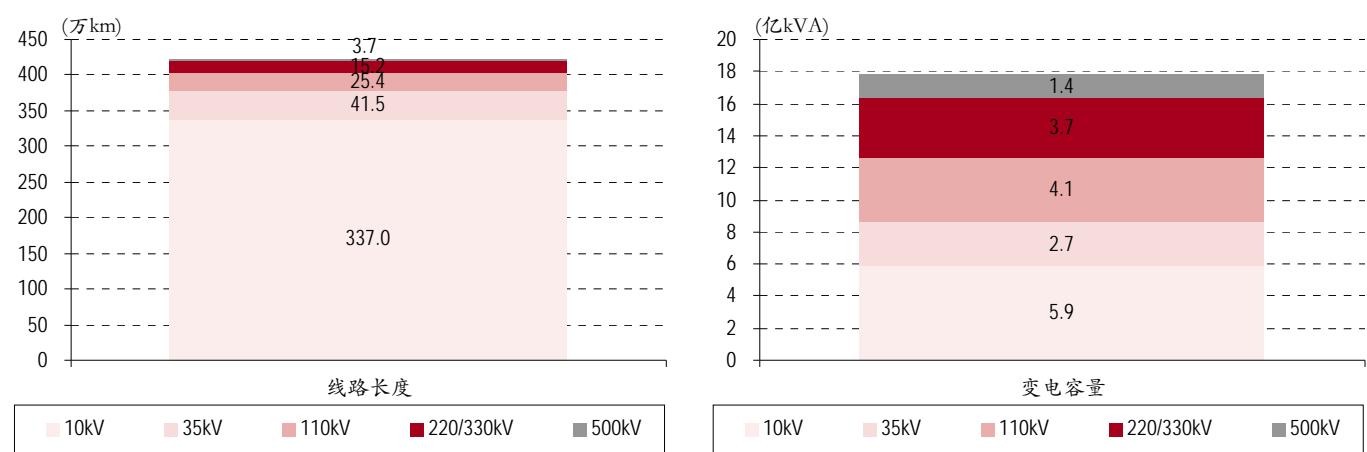
“十一五”期间，220kV及以上电网等级，输电线路长度增长70%多，变电容量增长133%，相比之下，110kV至35kV电压等级的线路长度增长仅23%，变电容量增长不足60%，而如果计入10kV电压等级，增长数据还将更低。

**未来电网建设将向配网倾斜：**一般认为，在成熟的电网中，这一比例在1:1.2~1:2左右。当然，其默认条件是电力负荷增长缓慢，电力装机容量相对充裕。以幅员同样辽阔的美国为例，由于投资回报率相对较低，1998之前输电网投资一直呈下降走势，直到2005年才恢复到1975年的水平。2004年之后，美国电网开始较大规模地对输电网进行升级。2004年至2008年，输电网投资达374亿美元，较之前的5年增长了近50%，同期，配电网投资近1,000亿美元，增长8.2%，为输电网投资的2.66倍。

我国电力工业还处在高速发展阶段，这些数值眼下尚不能在我国电力建设中作为直接参照；但这也间接地说明，我国配电网在今后相当长的时期内都大有可为。

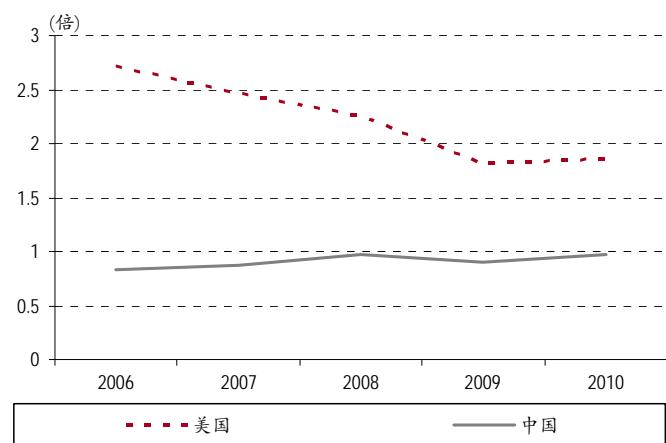
注释：美国电力工业界一般将161kV、115kV等电压等级也计入输电网，其配电网指的是37kV及以下的部分；而我国电力统计一般以220kV为界进行划分，如果统一标准进行比较，我国配网的投入比例可能还要低得多。

图表13. 全国电网结构（2002年）



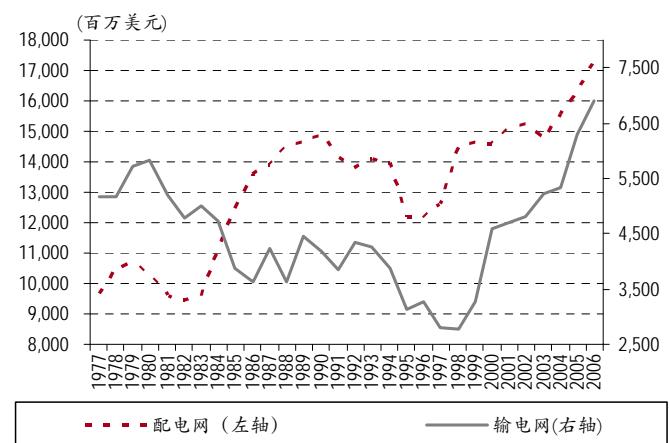
资料来源：中银国际研究，中电联

图表 14-1. 中、美配电与输电投资比例对照



资料来源：中银国际研究，电监会、EEI、NERC、FERC

图表 14-2. 美国近 45 年来电网投资构成



资料来源：中银国际研究，电监会、EEI、NERC、FERC

### 从配电细分行业发展看：自动化程度提高是大势所趋

美国、日本的配电自动化起步早，日本的馈线自动化率 2004 年已超过 80%，我国目前还不到 8%。

国外发达国家的配电自动化实施程度与技术路线都有较大的差别。

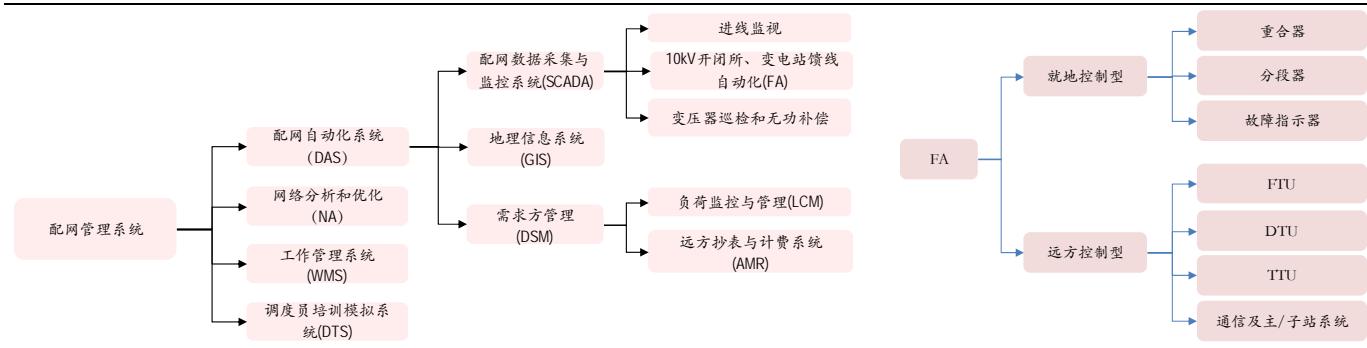
美国配电自动化与 DSCADA 系统采集较多，而日本通过与重合器、分段器及变电站馈线的保护的配合，实施判别故障、自动隔离故障段，并恢复非故障段供电

**馈线自动化是配电自动化的基础：**馈线自动化 (FA) 是继变电站综合自动化之后，配电网自动化领域发展较快的自动化系统。从日本、美国及欧洲实施配电自动化的历程来看，配电自动化都是从馈线自动化开始，首先在进行用户细分的基础上实现馈线自动化，然后建立通信信道与配电自动化主站系统，在主站机上丰富各类高级应用。

我国早先对几种路线都有过尝试，1998 年后掀起过一次配电自动化技术试点的热潮，2004 年之后热情有所消减。近年来，随着通信自动化、高级应用的成熟，国内新一轮配电自动化尝试已经逐步开始；目前国内主流方向是远控模式。

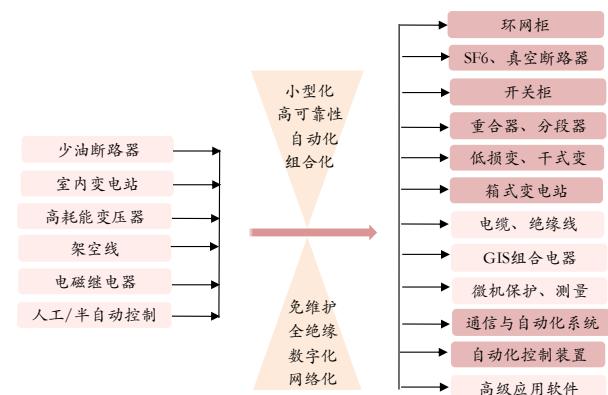
**坚强的网架与可靠一次设备是馈线自动化的前提：**配电网的自动化的建立需要 3 方面的基础：坚强合理的网架、高可靠性一/二次设备、发达的通信及丰富的高级应用，其中可靠、坚强的一次设备是基础。

图表 15. 配电自动化内容及构成



资料来源：中银国际研究

图表 16-1. 城市中低压电网发展的典型设备需求



资料来源：中银国际研究

注：右侧深色为公司主营产品

世界主要电力企业很早就实行了集团化管理。德国等电力企业甚至早已对办公用纸等产品实行集团采购。

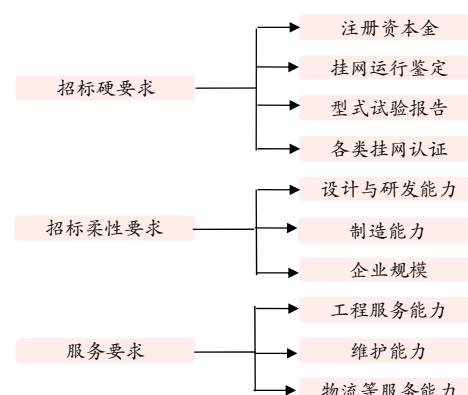
大部分央企已不同程度的资金集中管理，中国华能、航天科技集团资金集中度已经超过 90%。

我国的中国石油、中国海油公司

“十五”期间就建立了专门的装备公司与商务部门进行集团统一采购，并取得了可观的经济收益。

国内外企业的实践表明，集约化的物资管理能显著降低企业成本、提高效率

图表 16-2. 集约化招标模式对企业的要求



**电网企业集约化程度将继续深入：**2010 年国务院国资委在中央企业全面推行经济增加值(EVA)考核，企业的真实盈利能力得到重视，客观上给了各大央企在提高资产收益水平方面一定的动力和压力。

从国外知名电网企业的发展模式来看，规模扩张与效益提升是一般通过“内”、“外”两个方向双管齐下而实现。对“内”即扩充发电、输电、配电一体化业务，开发核、水、风、光伏等能源，同时采取集约化、精益化管理以降低集团成本。对“外”拓展其余能源特别是天然气能源，并通过国际工程、咨询业务在国外市场获利。

对我国电网公司来讲，情况有所不同，国内能源体系有严格的行业划分，电力行业也有上下游的分割，电力的上下游处于与电网竞争利润的关系；而电价又受到国家严格管制，客观来看，国网在输配电主营业务方面，除开降低成本、提高效率，在获取利润上能做的文章确实不多。

近年来，主要央企近年来普遍通过集中采购、降低管理费用等措施，有效降低了成本。如，中国移动公司通过集中采购，2009 年即降低采购成本约 190 亿元。

尽管大型企业的集约化经营一定程度影响了设备供应企业，但无论如何，过去那种粗放的、成本居高不下的电网建设方式毕竟一去难返了。

**集约模式将推动行业集中：**在电网企业集约化深入的过程中，前期规模不够、资质不够、技术实力不够的企业或许还将经历相当长时期的艰难考验。例如，在国家电网公司推行的两级招标体系下，不论是国家总部集中招标还是省级集中招标，都对注册资本金、挂网运行经验、企业资质等有一系列硬性要求。这类硬性门槛，将过滤掉大部分微/小型设备企业。

同时，全国范围的集中招标，也给设备企业提出了更高的物流及售后服务要求，以往以某局部区域为主的企业将承受更高的物流与服务成本压力。

图表 17. 国内外电力企业发展战略比较



资料来源：中银国际研究

图表 18. 公司分类产品假设

	(人民币，百万)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
环网柜	营业收入	200.6	179.8	274.4	370.5	481.6	611.7
	同比增长(%)	12.2	(10.4)	52.6	35.0	30.0	27.0
	营业成本	104.3	96.3	168.1	231.6	308.2	397.6
	毛利率(%)	48.0	46.4	38.8	37.5	36.0	35.0
箱式变电站	营业收入	167.5	179.8	263.9	329.8	395.8	475.0
	同比增长(%)	7.8	7.3	46.7	25.0	20.0	20.0
	营业成本	126.0	144.0	218.7	270.5	322.6	384.7
	毛利率(%)	24.8	19.9	17.1	18.0	18.5	19.0
永磁真空开关	营业收入	61.7	64.9	158.5	253.7	367.8	533.3
	同比增长(%)	(5.4)	5.2	144.2	60.0	45.0	45.0
	营业成本	47.8	49.4	109.1	171.2	248.3	357.3
	毛利率(%)	22.6	23.9	31.2	32.5	32.5	33.0
故障指示类	营业收入	61.2	45.1	95.7	157.8	236.8	331.5
	同比增长(%)	46.6	(26.4)	112.3	65.0	50.0	40.0
	营业成本	18.4	15.3	40.1	71.0	113.6	172.4
	毛利率(%)	70.0	66.1	58.1	55.0	52.0	48.0
其它	营业收入	69.4	96.7	129.8	175.2	234.7	312.2
	同比增长(%)	39.6	58.8	84.8	118.2	162.0	218.5
	营业成本	42.9	39.2	34.6	32.5	31.0	30.0
合计	营业收入	560.5	566.3	922.3	1,287.0	1,716.7	2,263.6
	同比增长(%)	16.0	1.0	62.9	39.5	33.4	31.9
	营业成本	336.1	363.7	620.7	862.5	1,154.7	1,530.5
	综合毛利率(%)	40.0	35.8	32.7	33.0	32.7	32.4
	销售费用率(%)	15.3	14.1	13.6	13.6	13.4	13.2
	管理费用率(%)	7.7	10.2	7.3	7.3	7.2	7.0
	财务费用率(%)	0.7	(0.7)	(0.8)	(0.7)	(0.6)	(0.5)
	净利润率(%)	13.0	9.4	9.8	9.8	9.9	9.8

资料来源：公司数据及中银国际研究

## 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 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