股票代码	601186.SS	1186.HK
评级	持有	持有
收盘价	人民币 3.94	港币 5.00
目标价	人民币 4.20	港币 5.20
原先目标价	人民币 5.10	港币 4.50
上/下浮比例	7%	4%
目标价格基础	8.5 倍 12 年市盈率	8.5 倍 12 年市盈率
板块评级	中立	中立

中国铁建

2011 年业绩好于市场预期，未来压力较大

中国铁建公告 2011 年收入 4,573.7 亿人民币，同比下滑 2.7%；归属上市公司股东净利润 78.5 亿人民币，同比大幅升 85%。年度业绩好于我们此前预期 10%，也好于此前市场普遍预期。2010 年同期沙特项目大幅亏损致基数较低，是本年度业绩大幅上升的原因。超预期的因素则来自第四季度公司毛利率超预期。我们推测这可能与高毛利率项目结算比例加大，或者是集团公司对于上市公司沙特项目的补偿有关。此前高铁项目一直没有给公司的毛利率提升带来正面贡献。未来如果铁路项目复工，公司今年超预期的毛利率发挥可能较难持续，且公司的收入已经步入瓶颈期，未来预期并不乐观。公司目前对应的 2012 年市盈率为 8 倍左右，市净率 0.7 倍左右。估值虽便宜，但是股价催化剂并不足，短期维持*持有*评级不变，A、H 股目标价格分别调整为 4.20 元和 5.20 港币。

支撑评级的要点

- 公司分部毛利率来看，工程承包毛利率 9.52%，较去年同期上升了 1.35 个百分点；勘察设计及咨询毛利率 30.41%，较去年同期上升了 3.96 个百分点；工业制造毛利率 20.25%，较去年同期上升了 2.38 个百分点。
- 总新签合同额 7,472 亿元，同比下滑 9%；新签路外合同额 5438.2 亿，同比增长 73.5%；新签海外合同额 760.3 亿，同比增长 193.4%。新签合同额下滑主要是受到铁路工程市场萎缩的影响，2011 年公司铁路新签 1,373.6 亿元，同比下滑 68.3%。
- 截至 2011 年底，未完工合同额 1.2 万亿元，同比增长 23%。
- 经营性现金流流出 125.8 亿，较 2011 年前三季度环比出现改善，主要原因是 2011 年第四季度铁道部加快了项目结算。
- 2012 年公司的经营目标为：新签合同 5,500 亿；营业收入 4,300 亿。

评级面临的主要风险

- 汇率、原材料及政治风险。

估值

- 调整后的 2012-2014 年 A、H 股盈利预测为 0.496、0.536 和 0.568 元。维持 A 和 H 股的*持有*评级不变，目标价格由 5.10 元和 4.50 港币调整为 4.20 元和 5.20 港币。

股价表现 — A 股

(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	5	(11)	4	(43)
相对新华富时 A50 指数	1	(4)	(1)	(23)

发行股数 (百万)	12,338
流通股 (%)	20
流通股市值 (人民币 百万)	9,746
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	111
净负债比率 (%) (2012E)	41
主要股东(%)	
中铁建总公司	61

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2012 年 3 月 29 日收市价为标准

投资摘要 — A 股

年结日：12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入 (人民币 百万)	470,159	457,366	436,565	453,341	467,124
变动 (%)	*32*	*(3)*	*(5)*	*4*	*3*
净利润 (人民币 百万)	4,246	7,854	6,118	6,609	7,012
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.344	0.637	0.496	0.536	0.568
变动 (%)	*(35.7)*	*85.0*	*(22.1)*	*8.0*	*6.1*
市场预期每股收益(人民币)		0.640	0.688	0.895	
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.656	0.717	
调整幅度 (%)	-	-	*(24.4)*	*(25.2)*	*N/A*
核心每股收益(人民币)	0.366	0.670	0.528	0.569	0.603
变动 (%)	*(28.0)*	*82.9*	*(21.3)*	*7.8*	*6.0*
全面摊薄市盈率(倍)	11.4	6.2	7.9	7.4	6.9
核心市盈率 (倍)	10.8	5.9	7.5	6.9	6.5
每股现金流量 (人民币)	0.51	(1.02)	(0.06)	1.85	1.98
价格/每股现金流量 (倍)	7.8	(3.9)	(68.7)	2.1	2.0
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	2.0	2.6	3.5	2.9	2.3
每股股息 (人民币)	0.100	0.100	0.074	0.080	0.085
股息率 (%)	2.5	2.5	1.9	2.0	2.2

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

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：建筑及基建

李攀
(8610) 6622 9073
pan.li@bocigroup.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300510120035

股价表现 — H 股

(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	15	(18)	20	(39)
相对恒生中国企业指数	12	(7)	14	(21)

发行股数(百万)	12,338
流通股(%)	17
流通股市值(港币百万)	10,381
3 个月日均交易额(港币 百万)	79
净负债比率(%)(2012E)	41
主要股东(%)	
中铁建总公司	61

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2011 年 3 月 29 日收市价为标准

投资摘要 — H 股

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	470,159	457,366	436,565	453,341	467,124
变动(%)	*32*	*(3)*	*(5)*	*4*	*3*
净利润(人民币 百万)	4,246	7,854	6,118	6,609	7,012
全面摊薄每股收益(人民币)	0.344	0.637	0.496	0.536	0.568
变动(%)	*(35.7)*	*85.0*	*(22.1)*	*8.0*	*6.1*
市场预期每股收益(人民币)		0.586	0.610	0.611	0.540
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.657	0.716	
调整幅度(%)	-	-	*(24.5)*	*(25.2)*	*N/A*
核心每股收益(人民币)	0.366	0.670	0.528	0.569	0.603
变动(%)	*(28.0)*	*82.9*	*(21.3)*	*7.8*	*6.0*
全面摊薄市盈率(倍)	11.8	6.4	8.2	7.6	7.1
核心市盈率(倍)	11.1	6.1	7.7	7.1	6.7
每股现金流量(人民币)	0.51	(1.02)	(0.06)	1.85	1.98
价格/每股现金流量(倍)	8.0	(4.0)	(70.8)	2.2	2.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	2.1	2.7	3.6	2.9	2.3
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.074	0.080	0.085
股息率(%)	2.5	2.5	1.8	2.0	2.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

图表 1.2011 年业绩摘要(A 及 H 股)

(人民币，百万)	2010	2011	同比变动%
营业收入	470,159	457,366	(2.7)
营业成本	(428,647)	(409,327)	(4.5)
营业税金及附加	(13,972)	(14,047)	0.5
销售费用	(1,531)	(1,746)	14.0
管理费用	(19,159)	(19,851)	3.6
财务费用	(511)	(1,982)	287.7
资产减值损失	(614)	(625)	1.7
公允价值变动	(20)	(27)	32.8
投资收益	135	168	24.4
营业利润	5,840	9,930	70.0
营业外收入	410	522	27.3
营业外支出	(160)	(395)	146.2
利润总额	6,089	10,056	65.2
所得税费用	(1,772)	(2,174)	22.7
净利润	4,317	7,882	82.6
少数股东损益	(70)	(28)	(60.7)
归属于上市公司股东净利润	4,246	7,854	85.0

资料来源：公司数据

图表 2.公司历年毛利率分部

(%)	2007	2008	2009	2010	2011
工程承包	8.87	9.34	8.53	8.16	9.52
勘查、设计及咨询	25.72	25.37	24.78	26.45	30.41
工业制造	23.67	15.54	16.21	17.87	20.25
其他	16.00	12.98	14.51	11.16	14.86
合计	9.52	9.96	9.31	8.83	10.50

资料来源：公司数据

图表 3.公司历年新签合同额分部

主营业务新签合同额（亿元）	2007	2008	2009	2010	2011
工程承包	2,657	3,990	5,553	6,776	5,873
其中：铁路	813	2,541	3,051	4,337	1,374
公路	388	616	1,280	942	1,082
水利水电	80	67	57	118	313
城市轨道	78	150	522	397	430
其他	1,297	616	644	983	2,675
勘察设计监理	37	46	62	76	76
工业制造	63	35	57	87	120
物流与物资贸易				402	577
房地产				114	141
其他	114	159	341	16	25
总计	2,870	4,231	6,013	7,472	6,812
% 增长	2007	2008	2009	2010	2011
工程承包	34	50	39	22	(13)
其中：铁路	(0)	213	20	42	(68)
公路	11	59	108	(26)	15
水利水电	84	(16)	(16)	108	166
城市轨道	46	92	248	(24)	8
其他	80	(53)	5	53	172
勘察设计监理	19	26	35	22	0
工业制造	494	(44)	61	54	37
物流与物资贸易					43
房地产					23
其他	15	40	114	(95)	57
总计	35	47	42	24	(9)

资料来源：公司数据

图表 4.公司历年未完成合同额分部

主营业务未完成合同额（亿元）	2007	2008	2009	2010	2011
工程承包	3,121	4,591	6,846	9,338	11,279
勘察设计监理	25	24	24	17	19
工业制造	63	40	9	1	27
物流与物资贸易				265	545
房地产				86	89
其他	25	55	179	16	24
总计	3,234	4,711	7,057	9,724	11,983
% 增长	2007	2008	2009	2010	2011
工程承包	57	47	49	36	21
勘察设计监理	2	(4)	0	(29)	7
工业制造	294	(36)	(79)	(84)	1,795
物流与物资贸易					105
房地产					4
其他	16	120	223	(91)	47
总计	58	46	50	38	23

资料来源：公司数据

损益表 – A 股 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	470,159	457,366	436,565	453,341	467,124
销售成本	(428,647)	(409,327)	(392,601)	(407,552)	(419,761)
经营费用	(26,856)	(26,256)	(22,911)	(22,724)	(22,326)
息税折旧前利润	6,850	12,395	10,248	10,868	11,474
折旧及摊销	(7,806)	(9,388)	(10,805)	(12,197)	(13,563)
经营利润(息税前利润)	14,656	21,782	21,053	23,065	25,037
净利息收入/(费用)	(511)	(1,982)	(2,169)	(2,164)	(2,259)
其他收益/(损失)	(250)	(357)	(309)	(313)	(312)
税前利润	6,089	10,056	7,770	8,392	8,903
所得税	(1,772)	(2,174)	(1,632)	(1,762)	(1,870)
少数股东权益	(70)	(28)	(20)	(21)	(21)
净利润	4,246	7,854	6,118	6,609	7,012
核心净利润	4,519	8,266	6,508	7,017	7,435
每股收益(人民币)	0.344	0.637	0.496	0.536	0.568
核心每股收益(人民币)	0.366	0.670	0.528	0.569	0.603
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.074	0.080	0.085
收入增长(%)	32	(3)	(5)	4	3
息税前利润增长(%)	(16)	81	(17)	6	6
息税折旧前利润增长(%)	1	49	(3)	10	9
每股收益增长(%)	(36)	85	(22)	8	6
核心每股收益增长(%)	(28)	83	(21)	8	6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 –A 股(*人民币 百万*)

年结日：12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	6,089	10,056	7,770	8,392	8,903
折旧与摊销	7,806	9,388	10,805	12,197	13,563
净利息费用	511	1,982	2,169	2,164	2,259
运营资本变动	4,827	(14,590)	(20,257)	1,392	1,127
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(12,980)	(19,411)	(1,194)	(1,318)	(1,424)
经营活动产生的现金流	6,253	(12,576)	(707)	22,826	24,429
购买固定资产净值	(17,014)	(12,054)	(12,556)	(12,378)	(12,232)
投资减少/增加	1,287	1,238	0	0	0
其他投资现金流	203	213	(286)	(314)	(346)
投资活动产生的现金流	(15,524)	(10,603)	(12,842)	(12,692)	(12,578)
净增权益	177	116	0	0	0
净增债务	8,930	31,397	(1,600)	(100)	(600)
支付股息	(1,974)	(1,234)	(1,234)	(918)	(991)
其他融资现金流	3,226	11,369	(2,172)	(2,161)	(2,258)
融资活动产生的现金流	10,359	41,649	(5,005)	(3,179)	(3,850)
现金变动	1,087	18,470	(18,555)	6,956	8,001
期初现金	55,070	55,923	74,168	55,613	62,568
公司自由现金流	(7,824)	(21,102)	(11,880)	11,451	13,300
权益自由现金流	(512)	6,613	(17,318)	7,871	8,992

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 –A 股(*人民币 百万*)

年结日:12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	55,999	74,215	55,660	62,615	70,617
应收帐款	72,011	90,269	89,310	92,742	95,561
库存	59,598	76,006	84,301	87,511	90,132
其他流动资产	104,388	119,835	121,377	122,429	123,287
流动资产总计	291,996	360,324	350,647	365,296	379,598
固定资产	37,364	40,572	41,543	40,903	38,682
无形资产	6,373	6,791	6,975	7,177	7,429
其他长期资产	14,532	15,296	15,353	16,154	16,948
长期资产总计	58,269	62,659	63,871	64,234	63,059
总资产	350,265	422,983	414,518	429,531	442,657
应付帐款	183,920	199,720	191,377	198,678	204,647
短期债务	17,428	55,626	56,326	57,326	57,226
其他流动负债	61,461	63,396	60,123	62,085	63,689
流动负债总计	262,809	318,742	307,826	318,090	325,562
长期借款	22,415	30,611	28,311	27,211	26,711
其他长期负债	6,810	7,911	7,757	7,895	8,007
股本	12,338	12,338	12,338	12,338	12,338
储备	45,066	52,411	57,295	62,986	69,006
股东权益	57,403	64,748	69,632	75,323	81,344
少数股东权益	828	970	991	1,012	1,033
总负债及权益	350,265	422,983	414,518	429,531	442,657
每股帐面价值(人民币)	4.65	5.25	5.64	6.11	6.59
每股有形资产(人民币)	4.14	4.70	5.08	5.52	5.99
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.30)	0.98	2.35	1.78	1.08

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率 –A 股

年结日：12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	3.1	4.8	4.8	5.1	5.4
息税前利润率(%)	1.5	2.7	2.3	2.4	2.5
税前利润率(%)	1.3	2.2	1.8	1.9	1.9
净利率(%)	0.9	1.7	1.4	1.5	1.5
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2
利息覆盖率(倍)	5.3	3.6	2.9	3.4	3.3
净权益负债率(%)	净现金	18.4	41.1	28.8	16.2
速动比率(倍)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
估值					
市盈率 (倍)	11.4	6.2	7.9	7.4	6.9
核心业务市盈率 (倍)	10.8	5.9	7.5	6.9	6.5
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	11.5	6.3	8.0	7.4	7.0
市净率 (倍)	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
价格/现金流 (倍)	7.8	(3.9)	(68.7)	2.1	2.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	2.0	2.6	3.5	2.9	2.3
周转率					
存货周转天数	39.6	60.5	74.5	76.9	77.2
应收帐款周转天数	53.1	64.8	75.1	73.3	73.6
应付帐款周转天数	125.5	153.1	163.5	157.0	157.6
回报率					
股息支付率(%)	29.1	15.7	15.0	15.0	15.0
净资产收益率 (%)	7.7	12.9	9.1	9.1	9.0
资产收益率 (%)	1.5	2.5	1.9	2.0	2.1
已运用资本收益率(%)	8.6	11.1	7.6	7.5	7.7

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

损益表 –H 股(*人民币 百万*)

年结日：12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	470,159	457,366	436,565	453,341	467,124
销售成本	(428,647)	(409,327)	(392,601)	(407,552)	(419,761)
经营费用	(26,856)	(26,256)	(22,911)	(22,724)	(22,326)
息税折旧前利润	6,850	12,395	10,248	10,868	11,474
折旧及摊销	(7,806)	(9,388)	(10,805)	(12,197)	(13,563)
经营利润(息税前利润)	14,656	21,782	21,053	23,065	25,037
净利息收入/(费用)	(511)	(1,982)	(2,169)	(2,164)	(2,259)
其他收益/(损失)	(250)	(357)	(309)	(313)	(312)
税前利润	6,089	10,056	7,770	8,392	8,903
所得税	(1,772)	(2,174)	(1,632)	(1,762)	(1,870)
少数股东权益	(70)	(28)	(20)	(21)	(21)
净利润	4,246	7,854	6,118	6,609	7,012
核心净利润	4,519	8,266	6,508	7,017	7,435
每股收益(人民币)	0.344	0.637	0.496	0.536	0.568
核心每股收益(人民币)	0.366	0.670	0.528	0.569	0.603
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.074	0.080	0.085
收入增长(%)	32	(3)	(5)	4	3
息税前利润增长(%)	(16)	81	(17)	6	6
息税折旧前利润增长(%)	1	49	(3)	10	9
每股收益增长(%)	(36)	85	(22)	8	6
核心每股收益增长(%)	(28)	83	(21)	8	6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 –H 股(*人民币 百万*)

年结日：12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	6,089	10,056	7,770	8,392	8,903
折旧与摊销	7,806	9,388	10,805	12,197	13,563
净利息费用	511	1,982	2,169	2,164	2,259
运营资本变动	4,827	(14,590)	(20,257)	1,392	1,127
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(12,980)	(19,411)	(1,194)	(1,318)	(1,424)
经营活动产生的现金流	6,253	(12,576)	(707)	22,826	24,429
购买固定资产净值	(17,014)	(12,054)	(12,556)	(12,378)	(12,232)
投资减少/增加	1,287	1,238	0	0	0
其他投资现金流	203	213	(286)	(314)	(346)
投资活动产生的现金流	(15,524)	(10,603)	(12,842)	(12,692)	(12,578)
净增权益	177	116	0	0	0
净增债务	8,930	31,397	(1,600)	(100)	(600)
支付股息	(1,974)	(1,234)	(1,234)	(918)	(991)
其他融资现金流	3,226	11,369	(2,172)	(2,161)	(2,258)
融资活动产生的现金流	10,359	41,649	(5,005)	(3,179)	(3,850)
现金变动	1,087	18,470	(18,555)	6,956	8,001
期初现金	55,070	55,923	74,168	55,613	62,568
公司自由现金流	(7,824)	(21,102)	(11,880)	11,451	13,300
权益自由现金流	(512)	6,613	(17,318)	7,871	8,992

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 –H 股(*人民币 百万*)

年结日:12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	55,999	74,215	55,660	62,615	70,617
应收帐款	72,011	90,269	89,310	92,742	95,561
库存	59,598	76,006	84,301	87,511	90,132
其他流动资产	104,388	119,835	121,377	122,429	123,287
流动资产总计	291,996	360,324	350,647	365,296	379,598
固定资产	37,364	40,572	41,543	40,903	38,682
无形资产	6,373	6,791	6,975	7,177	7,429
其他长期资产	14,532	15,296	15,353	16,154	16,948
长期资产总计	58,269	62,659	63,871	64,234	63,059
总资产	350,265	422,983	414,518	429,531	442,657
应付帐款	183,920	199,720	191,377	198,678	204,647
短期债务	17,428	55,626	56,326	57,326	57,226
其他流动负债	61,461	63,396	60,123	62,085	63,689
流动负债总计	262,809	318,742	307,826	318,090	325,562
长期借款	22,415	30,611	28,311	27,211	26,711
其他长期负债	6,810	7,911	7,757	7,895	8,007
股本	12,338	12,338	12,338	12,338	12,338
储备	45,066	52,411	57,295	62,986	69,006
股东权益	57,403	64,748	69,632	75,323	81,344
少数股东权益	828	970	991	1,012	1,033
总负债及权益	350,265	422,983	414,518	429,531	442,657
每股帐面价值(人民币)	4.65	5.25	5.64	6.11	6.59
每股有形资产(人民币)	4.14	4.70	5.08	5.52	5.99
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.30)	0.98	2.35	1.78	1.08

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率 –H 股

年结日：12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	3.1	4.8	4.8	5.1	5.4
息税前利润率(%)	1.5	2.7	2.3	2.4	2.5
税前利润率(%)	1.3	2.2	1.8	1.9	1.9
净利率(%)	0.9	1.7	1.4	1.5	1.5
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2
利息覆盖率(倍)	5.3	3.6	2.9	3.4	3.3
净权益负债率(%)	净现金	18.4	41.1	28.8	16.2
速动比率(倍)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
估值					
市盈率 (倍)	11.8	6.4	8.2	7.6	7.1
核心业务市盈率 (倍)	11.1	6.1	7.7	7.1	6.7
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	11.5	6.3	8.0	7.4	7.0
市净率 (倍)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
价格/现金流 (倍)	8.0	(4.0)	(70.8)	2.2	2.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	2.1	2.7	3.6	2.9	2.3
周转率					
存货周转天数	39.6	60.5	74.5	76.9	77.2
应收帐款周转天数	53.1	64.8	75.1	73.3	73.6
应付帐款周转天数	125.5	153.1	163.5	157.0	157.6
回报率					
股息支付率(%)	29.1	15.7	15.0	15.0	15.0
净资产收益率 (%)	7.7	12.9	9.1	9.1	9.0
资产收益率 (%)	1.5	2.5	1.9	2.0	2.1
已运用资本收益率(%)	8.6	11.1	7.6	7.5	7.7

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 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