



买入 **23%↑**
目标价格: 人民币 8.26

601117.SS

价格: 人民币 6.70

目标价格基础: 13倍12年市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

- 预计公司2012年业绩增速稳定
- 预计公司2012年煤化工板块订单超500亿

我们的观点有何不同?

- 现代煤化工行业“十二五”发展空间

主要催化剂/事件

- 现代煤化工行业政策
- 大额合同的签订
- 新技术突破

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	28	7	9	(9)
相对新华富时A50指数	15	4	7	7

发行股数(百万)	4933
流通股(%)	30.99
流通股市值(人民币 百万)	10,244
3个月日均交易额(人民币 百万)	163
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
中国化学工程集团公司	66.71

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年4月20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

煤化工: 设计总承包

倪晓曼

(8621) 2032 8319

xiaoman.ni@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120010

*王喆为本报告重要贡献者

中国化学

继续受益于煤化工行业, 业绩仍将高速增长

2011年, 中国化学新签订单增速达到99.2%, 实现了爆发性的增长。公司2011年实现净利润23.76亿元, 同比增长41.3%。展望2012年, 我们预计随着“十二五”新型煤化工行业的继续发展, 公司新签订单仍将保持在高位, 结合目前在手约千亿的订单, 我们预计其净利润仍将维持30%以上的高速增长。考虑公司未来2-3年仍将处在高速增长时期, 我们维持买入评级, 目标价格维持8.26元。

支撑评级的要点

- 2011年公司净利增长41%。2011年公司主营收入和净利润同比分别增长27.9%和41.3%。主要是由于公司合同签约额同比大幅增加, 工程总承包、勘察、设计及服务按计划实施。2012年1季度, 公司实现营业收入和净利润同比分别增长39%和30.6%。
- 公司新签订单翻番。全年合同签约额1,022.6亿元, 同比增长99.2%, 合同签约总额创出历史新高。订单结构中, 煤化工、电力、建筑板块增速均超过140%。
- 公司综合毛利率稳定。2011年公司综合毛利率达到14.3%, 基本与2010年的14.4%持平, 虽然工程施工(承包)板块的毛利率有一定下滑, 但是勘察设计及服务板块毛利率上涨, 我们认为2012年公司综合毛利率将保持稳定。
- 公司煤化工项目比重继续增加。公司在煤化工(煤气化、煤液化、煤制天然气、煤制甲醇等)领域占据了国内绝大多数工程设计和施工承包的市场份额。目前, 公司承揽煤化工领域的相关工程在公司订单结构中占到三分之一, 我们认为该板块在公司业务板块中的比重将逐步增加, 我们预计今年该板块新签订单将超过500亿元。

评级面临的主要风险

- 重要人才的流失; 技术开发停滞; 煤化工行业政策风险

估值

- 考虑到公司在手订单情况以及煤化工设计、总承包的垄断性优势, 我们预测2011-2014年三年净利年均复合增长将达到29%, 维持其8.26元的目标价格, 相当于13倍2012年预期市盈率, 维持买入评级。

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)	32,583	43,538	59,706	79,932	103,441
变动(%)	16	34	37	34	29
净利润(人民币 百万)	1,659	2,376	3,130	4,192	5,092
全面摊薄每股收益(人民币)	0.336	0.482	0.634	0.850	1.032
变动(%)	69.4	43.2	31.7	33.9	21.5
市场预期每股收益(人民币)			0.631	0.835	1.020
核心每股收益(人民币)	0.336	0.482	0.634	0.850	1.032
变动(%)	69.4	43.2	31.7	33.9	21.5
全面摊薄市盈率(倍)	19.9	13.9	10.6	7.9	6.5
核心市盈率(倍)	19.9	13.9	10.6	7.9	6.5
每股现金流量(人民币)	0.59	0.84	0.84	1.53	1.70
价格/每股现金流量(倍)	11.4	8.0	8.0	4.4	3.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.1	5.2	4.4	3.1	1.8
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.096	0.127	0.170
股息率(%)	0.0	0.0	1.4	1.9	2.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

估值

展望 2012 年，我们预计随着“十二五”新型煤化工行业的继续发展，公司的煤化工领域的订单仍将保持较快速度的增长，结合目前在手约千亿的订单，我们预计公司 2011-2014 年净利润复合增长率在 25% 以上的高速增长。考虑公司未来 2-3 年仍将处在高增速的时期，我们维持 **买入** 评级，目标价格 8.26 元。

2011 年公司净利增长 41%

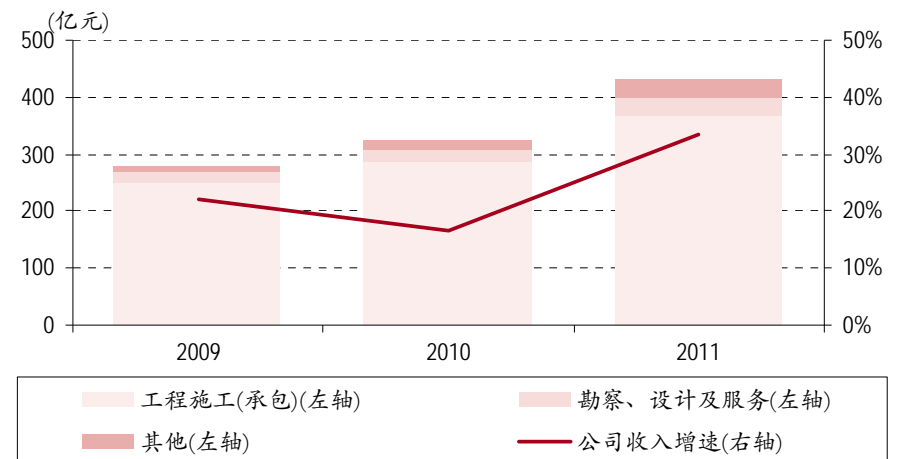
中国化学 2011 年实现营业收入 435.4 亿元，较上年增加 94.85 亿元，同比增长 27.85%，符合我们的预计；归属上市公司股东的净利润 23.76 亿元，较上年增加 6.95 亿元，同比增长 41.31%，超出我们预期 26.3% 的增速 15 个百分点。

公司经营规模的增长、盈利大幅提升主要是由于公司新签订单的增加以及新签订单中总承包项目、大额项目、海外项目所占的比重增加。净利润增幅超预期是由于勘察、设计及服务板块的收入及其毛利大幅度提高，收入增速和毛利率分别达到 46.6% 和 42.4%。

图表 1. 2011 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年	2011 年	同比变动(%)
营业额	34,052.61	43,537.96	28
销售税金	(812.37)	(945.96)	16
净销售额	33,240.237	42,592	28
销售成本	(29,237.65)	(37,316.31)	28
毛利润	4,002.59	5,275.69	32
销售费用	(146.38)	(196.20)	34
管理费用	(1,754.90)	(2,350.92)	34
经营利润	2,101.311	2,728.57	30
投资收益	8.976	22.63	152
财务费用	80.016	315.06	294
资产减值	(3.453)	(32.01)	827
其它	17.051	64.08	276
税前利润	2,203.901	3,098.33	41
所得税	(435.036)	(579.34)	33
少数股东权益	(87.633)	(143.21)	63
净利润	1,681.232	2,375.78	41
主要比率(%)			
毛利率	11.8	12.1	
经营利润率	6.2	6.3	
净利率	4.9	5.5	

资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 2. 公司营业收入大幅增长


资料来源: 公司数据及中银国际研究

在手订单充足, 1 季度增长 26.9%

截至 2011 年底, 公司在手订单 903.5 亿元, 在建项目 1,745 个, 其中亿元以上的项目 240 个, 境外项目 52 个。从地域分布上, 境内在建项目分布在除西藏外的所有省、市、自治区直辖市; 境外项目主要分布在东南亚、中东、非洲、俄罗斯等国家和地区。2012 年公司计划实现主营业务收入 500 亿元。公司 1 季度新签合同额 184.04 亿, 截至 12 年 3 月底公司在手订单 992.8 亿元。

2012 年 1 季度, 公司实现营业收入 94.71 亿元, 归属上市公司股东的净利润 4.18 亿元, 同比分别增长 39% 和 30.6%。

图表 3. 2012 年 1 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年 1 季度	2012 年 1 季度	同比变动(%)
营业额	6,810.60	9,470.72	39
销售税金	(174.58)	(223.52)	28
净销售额	6,636.02	9,247.2	39
销售成本	(5,827.01)	(8,241.80)	41
毛利润	809.01	1005.4	24
销售费用	(46.87)	(42.56)	(9)
管理费用	(416.71)	(512.88)	23
经营利润	345.43	449.96	30
投资收益	0.69	3.05	342
财务费用	30.2	56.04	86
资产减值	(6.87)	(1.43)	(79)
其它	15.89	2.39	(85)
税前利润	385.34	510.01	32
所得税	(57.03)	(82.57)	45
少数股东权益	(8.25)	(9.35)	13
净利润	320.06	418.09	31
主要比率(%)			
毛利率	11.9	10.6	
经营利润率	5.1	4.8	
净利率	4.7	4.4	

资料来源: 公司数据及中银国际研究

公司新签订单翻番

2011年，公司新签合同额1,022.6亿元，同比增长99.2%。其中多个项目订单超过30亿元，这些项目分布在新材料、煤化工、煤制乙二醇、煤制天然气、电厂、仓储等领域，这也和公司全年的订单分布结构相类似。合同签约总额创出历史新高，经营档次和合同质量不断提升，为公司主营业务收入和经营业绩的稳步增长奠定了基础。

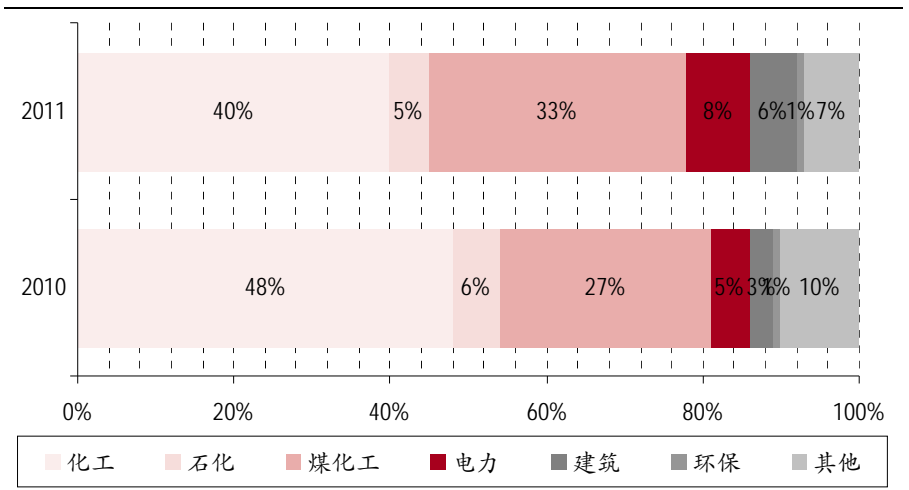
订单结构中，煤化工、电力、建筑板块增速均超过140%，这主要是收益于国内煤化工行业投资的较快增速、海外大额电厂订单以及EPC总包合同的增加。

图表 4. 公司各子行业新签订单情况

(人民币, 亿元)	2010	2011	增速(%)
化工	246.4	409.0	66.0
石化	30.8	51.1	66.0
煤化工	138.6	337.5	143.5
电力	25.7	81.8	218.7
建筑	15.4	61.4	298.4
环保	5.1	10.2	99.2
其他	51.3	71.6	39.4
合计	513.4	1,022.6	99.2

资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 5. 公司各子行业新签订单占比分析



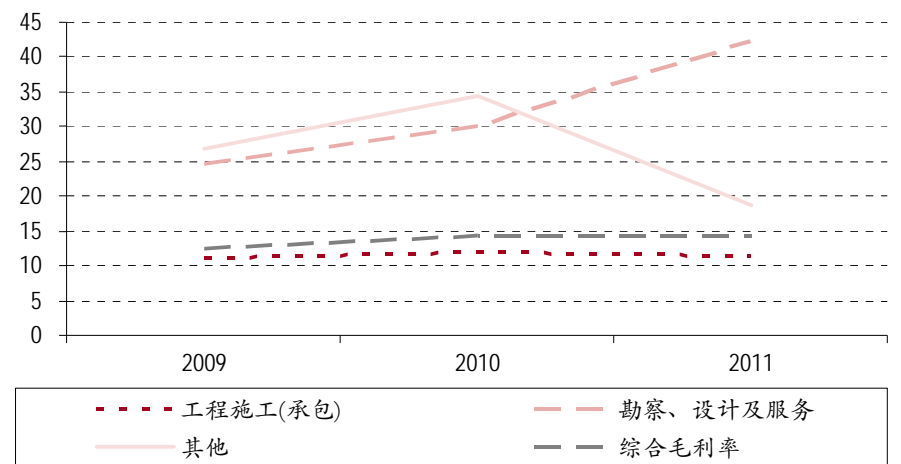
资料来源：公司数据及中银国际研究

公司综合毛利率稳定

2011年公司综合毛利率达到14.3%，基本与2010年的14.4%持平。

其中，工程施工（承包）板块的毛利率较上年同期下降0.6个百分点，由于个别项目毛利较低导致毛利率有一定下滑，但尚属于正常范围；勘察设计及服务板块毛利率较上年同期增加12.3个百分点，随着勘察设计合同额的提升，单项目的毛利也不断增加，此外也和公司管理水平、人力资源和成本控制等方面有所相关。

我们认为2012年工程施工（承包）板块的毛利率仍将保持稳定，随着煤化工项目的开展运行逐步成熟，未来仍有进一步提高的空间。随着公司勘察设计板块单个项目合同额的增加，该板块2012年预计将维持在40-50%的高毛利水平。

图表 6. 公司毛利率稳定


资料来源：公司数据及中银国际研究

公司将继续受益于新型煤化工行业的高速发展

我们预计“十二五”期间，相较于其他现代煤化工项目，煤制烯烃和煤制天然气项目发展速度相对较快。煤制烯烃将在示范技术完善和优化的基础上，预计到“十二五”末，产能从目前的160万吨/年提高到400-500万吨/年；煤制天然气将在煤炭资源丰富、管输条件成熟的，建设煤制天然气示范项目，缓解天然气供求矛盾，预计在新疆和蒙东地区将会有多套装置建成投产，预计到“十二五”末，产能达到150-250亿标方/年左右。煤制油将会新建百万吨级的间接液化示范性装置。煤制乙二醇随着技术的不断突破发展，预计将会形成50-120万吨/年左右的产能，估计2012-2015年实现固定资产总投资达到2,000-3,000亿。

公司在煤化工（煤气化、煤液化、煤制天然气、煤制甲醇等）领域占据了国内绝大多数工程设计和施工承包的市场份额。目前，公司承揽煤化工领域的相关工程在公司订单结构中占到三分之一，我们认为该板块在公司业务板块中的比重将逐步增加，我们预计今年该板块新签订单将超过500亿元，从而继续带动公司订单的增长。

产业支撑计划稳步实施

公司在上市之初就提出“工程立业、技术领先、产业支撑”的发展理念。近些年来，在发展理念的指引下，公司在工程总承包领域的市场份额不断增加，以FMTP、乙二醇、MTA为代表的一批新技术、新工艺的不断研发、实践和推广。我们预计“产业支撑”项目也将在今年获得实质性的进展。

图表 7. 公司各子行业新签订单情况

(人民币, 亿元)	总投资	公司股权比例	预计建成日期
四川南充100万吨/年PTA项目	41.93	80%	2013年底
中国化学启东新材料产业园区项目	62.06	100%	2014年
20万吨己内酰胺项目	41.93	60%	2013年底

资料来源：公司数据

我们预计,在2011年公司主营业务收入和净利润同比增幅28%、41%的基础上,公司2012年将会继续保持较高的增速。尤其是工程施工(承包)板块,我们预计该板块2012年总收入增幅在40%左右,毛利率如果仍能维持在11-12%的水平,将会给公司业绩带来超过30%的增长。此外,勘探、设计及服务板块由于毛利率水平较高,预计在近几年也将维持40-50%的毛利率。

因此,我们预计公司2012-2014年的营业收入分别为597、799和1,034亿元,2012-2014年的净利润分别为31.3、41.9和50.9亿元,2012-2014年每股收益分别为0.63元、0.85元和1.03元。按照2011年4月20日收盘价6.70元计算,对应的动态市盈率分别为11倍、8倍和7倍。

预计随着“十二五”新型煤化工行业的继续发展,公司的煤化工领域的订单仍将保持较快速度的增长,结合目前在手约千亿的订单,我们预计公司2011-2014年净利润复合增长率在25%以上的高速增长。考虑公司未来2-3年仍将处在高增速的时期,我们维持**买入**评级,目标价格8.26元。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	32,583	43,538	59,706	79,932	103,441
销售成本	(27,875)	(37,316)	(50,973)	(68,218)	(88,678)
经营费用	(2,281)	(3,044)	(4,479)	(6,057)	(7,900)
息税折旧前利润	2,428	3,178	4,253	5,656	6,864
折旧及摊销	(359)	(449)	(596)	(737)	(893)
经营利润(息税前利润)	2,069	2,729	3,658	4,919	5,971
净利息收入/(费用)	44	260	631	625	763
其他收益/(损失)	61	110	(222)	(98)	(118)
税前利润	2,174	3,098	4,067	5,446	6,616
所得税	(427)	(579)	(752)	(1,008)	(1,224)
少数股东权益	(88)	(143)	(185)	(247)	(300)
净利润	1,659	2,376	3,130	4,192	5,092
核心净利润	1,659	2,376	3,130	4,192	5,092
每股收益(人民币)	0.336	0.482	0.634	0.850	1.032
核心每股收益(人民币)	0.336	0.482	0.634	0.850	1.032
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.096	0.127	0.170
收入增长(%)	16	34	37	34	29
息税前利润增长(%)	57	32	34	34	21
息税折旧前利润增长(%)	44	31	34	33	21
每股收益增长(%)	69	43	32	34	21
核心每股收益增长(%)	69	43	32	34	21

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	2,174	3,098	4,067	5,446	6,616
折旧与摊销	359	449	596	737	893
净利息费用	(44)	(260)	(631)	(625)	(763)
运营资本变动	76	(10)	29	28	12
税金	(427)	(579)	(752)	(1,008)	(1,224)
其他经营现金流	761	1,424	813	2,952	2,869
经营活动产生的现金流	2,899	4,122	4,121	7,531	8,404
购买固定资产净值	(1,159)	(1,255)	(6,092)	(6,055)	(3,266)
投资减少/增加	9	23	20	20	20
其他投资现金流	(2)	(108)	10	0	0
投资活动产生的现金流	(1,152)	(1,340)	(6,062)	(6,035)	(3,246)
净增权益	187	35	0	0	0
净增债务	(648)	(865)	(46)	(400)	(376)
支付股息	0	0	(475)	(626)	(838)
其他融资现金流	80	315	631	625	763
融资活动产生的现金流	(382)	(515)	110	(401)	(451)
现金变动	1,364	2,267	(1,831)	1,096	4,707
期初现金	13,758	14,708	17,627	15,796	16,892
公司自由现金流	1,924	3,117	(1,272)	2,150	5,928
权益自由现金流	1,143	2,176	(1,356)	1,722	5,545

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	14,708	17,627	15,796	16,892	21,599
应收帐款	3,629	5,385	7,385	9,537	12,681
库存	8,877	14,411	17,710	23,540	31,450
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	27,214	37,424	40,891	49,969	65,730
固定资产	3,877	4,829	10,245	15,582	17,869
无形资产	1,707	1,788	1,769	1,854	1,948
其他长期资产	1,464	1,616	1,676	1,544	1,523
长期资产总计	7,047	8,233	13,690	18,980	21,340
总资产	34,262	45,656	54,581	68,949	87,070
应付帐款	15,670	24,531	30,906	41,574	55,279
短期债务	176	85	150	125	100
其他流动负债	3,197	3,817	3,472	3,683	3,870
流动负债总计	19,042	28,434	34,528	45,382	59,250
长期借款	850	451	443	143	(157)
其他长期负债	949	1,040	1,040	1,040	1,040
股本	4,933	4,933	4,933	4,933	4,933
储备	8,088	10,294	12,948	16,514	20,768
股东权益	13,021	15,227	17,881	21,447	25,701
少数股东权益	400	505	689	936	1,237
总负债及权益	34,262	45,656	54,581	68,949	87,070
每股帐面价值(人民币)	2.64	3.09	3.62	4.35	5.21
每股有形资产(人民币)	2.29	2.72	3.27	3.97	4.81
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.77)	(3.46)	(3.08)	(3.37)	(4.39)

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	7.5	7.3	7.1	7.1	6.6
息税前利润率(%)	6.3	6.3	6.1	6.2	5.8
税前利润率(%)	6.7	7.1	6.8	6.8	6.4
净利率(%)	5.1	5.5	5.2	5.2	4.9
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1
利息覆盖率(倍)	15.5	36.1	96.4	171.2	887.1
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6
估值					
市盈率(倍)	19.9	13.9	10.6	7.9	6.5
核心业务市盈率(倍)	19.9	13.9	10.6	7.9	6.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	24.6	17.2	13.0	9.7	8.0
市净率(倍)	2.5	2.2	1.8	1.5	1.3
价格/现金流(倍)	11.4	8.0	8.0	4.4	3.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.1	5.2	4.4	3.1	1.8
周转率					
存货周转天数	115.1	113.9	115.0	110.4	113.2
应收帐款周转天数	35.4	37.8	39.0	38.6	39.2
应付帐款周转天数	168.7	168.5	169.5	165.5	170.9
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	15.2	14.9	16.5
净资产收益率(%)	13.7	16.8	18.9	21.3	21.6
资产收益率(%)	5.0	5.6	5.9	6.5	6.2
已运用资本收益率(%)	16.4	20.0	24.4	26.7	27.2

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士，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 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