



买入

17.9%

目标价格: 人民币 3.30

600282.SS

价格: 人民币 2.75

目标价格基础: 1.3 倍 2012 年市净率

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至	1	3	12
	今	个月	个月	个月
绝对	1	(1)	(7)	(35)
相对新华富时 A50 指数	(10)	(3)	(9)	(22)

发行股数(百万)	3,876
流通股(%)	43.5
流通股市值(人民币 百万)	4,768
3 个月日均交易额(人民币 百万)	25
主要股东(%)	
南京南钢铁联合有限公司	83.8

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 5 月 17 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

金属和矿产: 黑色金属

乐宇坤

(8621) 2032 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120007

*杭一君为本报告重要贡献者

南钢股份

中银国际投资者会议交流纪要: 灵活机制助力困境跋涉

在行业艰难的大环境下, 公司 11 年和 12 年 1 季度业绩表现疲弱。展望 2 季度, 我们估计随着钢价均价的环比反弹和铁矿石成本压力的环比减少, 2 季度业绩环比将有所改善。从中长期来看, 整体上市后, 公司拥有板带棒型材等多品种产品; 公司作为优秀的民营企业, 经营机制灵活, 在钢铁行业盈利艰难的情况下不断开拓具有技术优势和高附加值的产品, 拓展与新兴产业及热点行业相关的钢材市场, 并努力完善成本控制模式; 公司也兼备大型企业集团在装备技术和产品品牌方面的优势; 此外, 公司拥有的煤矿资源也将在投产后逐步贡献利润; 未来随着公司对上游资源项目的进一步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。我们维持原先的盈利预测和目标价不变, 并重申买入评级。

支撑评级的要点

- 作为优秀的民营企业, 公司经营机制灵活, 不断开发具有技术优势和高附加值的新产品以优化产品结构; 同时公司不断完善成本控制模式并取得较好成效。
- 兼备大型企业集团在装备技术和产品品牌方面的优势。
- 煤矿资源将在未来贡献利润; 未来公司将进一步向产业链上下游延伸, 努力提高原材料自给率。

主要风险

- 钢铁需求下滑; 钢材价格反弹乏力; 铁矿石价格仍处较高水平。

估值

- 基于 1.3 倍左右的 2012 年市净率, 我们维持原来 3.30 元的目标价不变, 并重申对该股的买入评级。

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)	30,055	38,565	37,240	38,413	39,407
变动(%)		28.3	(3.4)	3.1	2.6
净利润(人民币 百万)	919	325	383	462	590
全面摊薄每股收益(人民币)	0.237	0.084	0.099	0.119	0.152
变动(%)		(64.6)	17.6	20.8	27.8
全面摊薄市盈率(倍)	11.8	33.4	28.4	23.5	18.4
每股现金流量(人民币)	0.15	0.03	1.31	1.12	1.15
价格/每股现金流量(倍)	18.4	101.8	2.1	2.5	2.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.7	26.6	8.6	7.1	5.4
每股股息(人民币)	0.000	0.070	0.040	0.048	0.061
股息率(%)	0.0	2.5	1.4	1.7	2.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

公司 2012 年的经营目标

公司计划 2012 年实现钢产量 780 万吨, 生铁产量 702 万吨, 钢材产量 700 万吨; 同时计划实现营业收入 370.72 亿元 (营业成本预算 342.59 亿元) 以及 100% 的钢材产品产销率; 12 年公司计划完成固定资产投资计划 49.92 亿元 (含固定资产大修)。

1 季度产钢 184 万吨

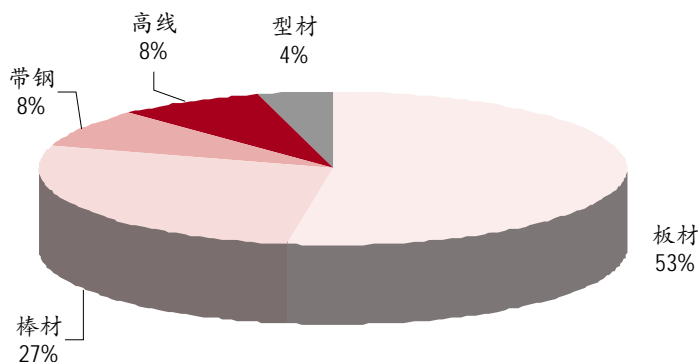
公司 1 季度共产钢 184 万吨, 同比减少 6.15%; 产铁 170 万吨, 同比减少 6.36%; 产钢材 173 万吨, 同比增加 0.77%。1 季度钢材产量中板材和棒材分别占比 52% 和 27%。

图表 1. 公司 12 年 1 季度钢产量

(万吨)	2010 年	2011 年	2012 年 1 季度	与上年同比(%)
钢	677	765	184	(6.15)
铁	620	722	170	(6.36)
钢材	631	684	173	0.77

资料来源: 中银国际研究

图表 2. 12 年 1 季度公司产品品种产量占比



资料来源: 公司资料, 中银国际研究部

2 季度产品下游需求难有大的改善空间

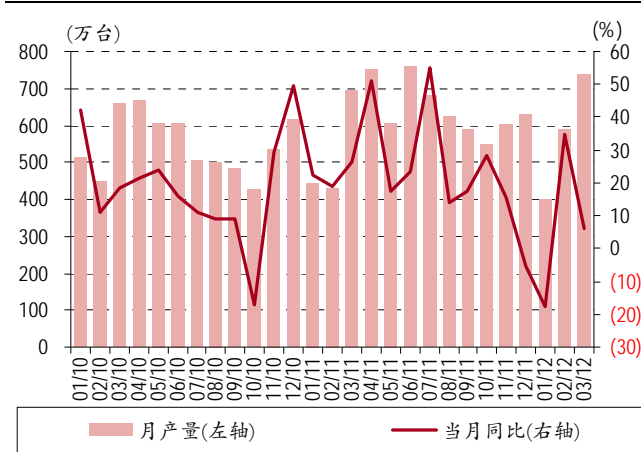
公司中厚板和船板等产品的市场占有率位列国内前列, 但 11 年板材下游行业包括造船、工程机械等行业普遍出现增速放缓的趋势: 就造船行业而言, 11 我国船企手持订单总量持续下降: 新接船舶订单同比下降了 59%; 而 11 年下半年工程机械行业由于整体宏观经济偏紧多个子行业增速出现下滑。进入 12 年造船行业和工程机械行业也都增长乏力。从 1 季度的行业数据来看, 12 年 1 季度我国新增订单量同比下降 7.34%, 而工程机械主要子行业的同比增幅也在收窄或者出现同比下降。展望 2 季度, 由于整体产能过剩和需求乏力, 我们估计造船行业将延续弱势, 同时工程机械的行业增速也将伴随固定资产投资增速的下移而难有大的改善空间。

图表 3. 中厚板主要下游情况

	11 年 1-12 月		12 年 1-3 月	
	累计	累计同比增幅 (%)	累计	累计同比增幅 (%)
新船订单(百万载重吨)	27.22	(59.07)	7.63	(7.34)
起重机产量(万台)	736.6	12	173	10
挖掘机产量(万台)	19.4	1	5.73	(10)

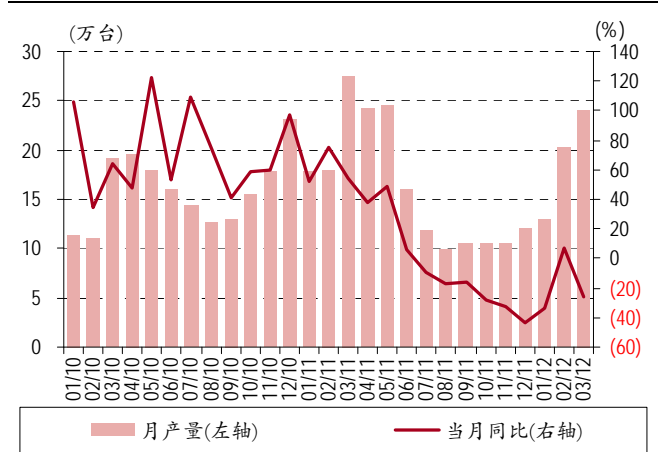
资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 4. 起重机产量



资料来源：万得资讯

图表 5. 挖掘机产量



资料来源：万得资讯

12 年金安矿业铁精粉产量将维持去年水平

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，11 年共计产精粉突破 100 万吨，实际实现营业收入 13.1 亿元，净利润为 5.55 亿元，净利率为 42.7%。12 年估计金安矿业的铁精粉产量将维持 11 年水平。

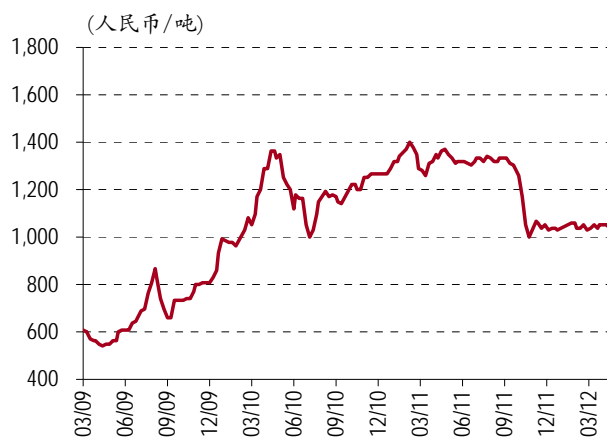
另外公司目前拥有的煤矿资源包括金黄庄矿业和郝庄矿，共计储量为 9,552 万吨，可采储量达 5,222 万吨。金黄庄矿处于建设期而郝庄矿目前正处在勘测期，所以两矿目前都尚无利润贡献。但随着未来煤矿投产，资源对公司的利润贡献率将逐步提高。

图表 6. 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	300 万吨原矿 (品位 28%左右) 开采能力	87.6 万吨 (67%左右品位精粉)	突破 100 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 2013 年底投产	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		-	-	-	

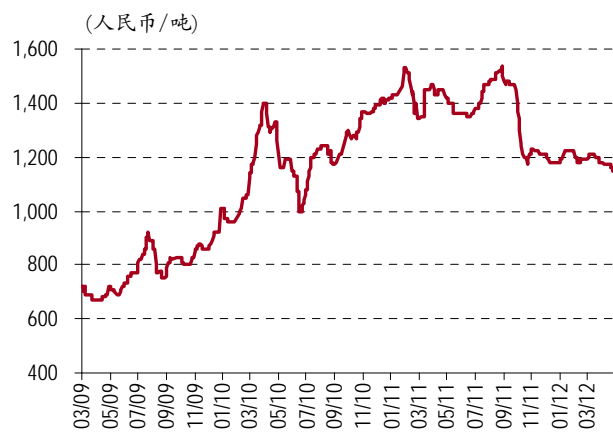
资料来源：公司公告

图表 7. 青岛港铁矿石价格走势



资料来源：彭博

图表 8. 唐山矿价格走势



资料来源：彭博

公司 4,700mm 中厚板轧机将于 2013 年中建成投产

公司产品结构调整重点项目 4,700mm 中厚板轧机将于 2013 年中建成投产，项目建成后将和传统宽厚板产品形成配套优势，届时公司宽厚板生产线的产品品种将更加齐全并拥有更强的品种扩展能力。以管线钢为例，原传统产品应用于西气东输项目上主要是用于支线建设，新项目投产后形成的品种生产能力将可支持主线建设。

中长期看，公司在经营机制，装备技术及产品品牌方面仍具有较大优势

1) 经营机制优势：作为国内优秀的民营企业，公司经营机制灵活，能积极应对市场的变化并寻找盈利增长的新途径。公司传统产品以板材为主，其中又以中厚板产品为主导，其中船板的占比约有 50%。随着下游造船等行业的颓势不改，在产品盈利下滑和毛利率收窄的情势下，公司积极改善产品结构并着力开发新兴战略产业以及热点行业用钢的新市场。公司结合自身的研发实力，先后开发多种高附加值的高端钢材品种。2011 年公司先后开发出抗大变形 X65MS 管线钢、海底管线钢等高档产品 30 个；攻克 9%Ni 钢的冶炼和探伤技术难关，完成中石油大连 LNG 项目等 2 个订单。11 年当年 13 种个重点品种共实现产量 100 万吨，约占钢材总产量的 15%，其中管线钢和海工板等产品盈利和销售情况尤为突出，这为公司在钢铁行业微利的当下开辟发展新道路奠定了基础。未来公司仍将以瞄准新兴战略产业与高端用户开展工作，形成品种研发的领先优势，积极实现产品结构升级。

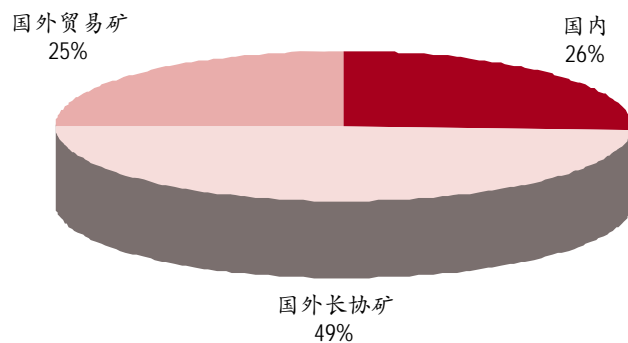
图表 9.13 种重点品种钢材产量

序号	产品名称	2011 年 (吨)
1	帘线钢	74,218
2	弹簧钢	40,075
3	高标轴承钢	59,888
4	合金管坯和系泊链用钢	50,107
5	汽车机械用钢	92,882
6	精密带钢	59,324
7	高档容器钢	55,488
8	特殊用途管线钢	195,541
9	耐磨钢、模具钢	24,590
10	高强板	59,183
11	耐蚀板	2,976
12	海工板	140,774
13	特厚板	143,273
合计		998,319
占钢材总产量		14.62%

资料来源：中银国际研究

2) 成本控制优势：作为国内优秀的民营企业，公司探索出了一套行之有效的成本管理模式。通过加强生产管理、质量控制、严格预算考核、实行材料集中采购和招投标制度、实施效益系统工程等措施，公司能有效地控制生产经营成本。以铁矿石采购成本为例，经过努力，公司成本水平目前低于沙钢、日照钢铁、兴澄和江苏中天钢铁的平均水平。12 年公司计划采购铁矿石约 1,100 万吨，其中国外矿约占 70%，国内矿占 30%。由于从目前价格来看，贸易矿的成本平均低于长协矿约 5 美元，公司将加大贸易矿的采购比例。

图表 10. 公司 12 年铁矿石采购计划



资料来源：公司资料，中银国际研究部

3) 装备技术及产品品牌优势：公司不仅具备民营企业机制灵活的特点，同时也兼备大型企业技术装备实力雄厚以及品牌影响力强大的优势。公司装备和技术工艺水平处于同行业先进地位，在铁前、热轧方面具备国内先进水平，炼钢、自动控制以及信息技术达到国际先进水平。公司生产的 9Ni 钢、特殊用途管线钢、石油储罐板、T91 等合金管坯、石油钻铤钻杆用钢等高端产品的市场占有率在国内同行业中排名第一；薄规格高强板填补国内空白，达到国际先进水平。公司培育的“双锤”品牌在行业中享有较高知名度和美誉度。公司拥有稳定的高端客户基础，以全球一流企业为合作伙伴，公司主要客户包括卡特彼勒、GE、徐工集团和贝卡尔特等国内外大型企业集团。

4) **区域优势**: 公司地处华东地区, 是中国最主要的钢材消费区域, 这为公司核心产品提供了广阔的市场。此外, 公司主要生产设施毗邻铁路、公路及水路, 在采购原材料及产品运输方面有一定的物流优势。

2 季度盈利展望

12 年年初以来由于下游行业增速放缓使得产品需求弱势延续, 公司主流产品品种价格表现不如人意, 同时铁矿石成本调整滞后, 12 年 1 季度公司盈利仍然较弱。公司 1 季度实现归属母公司净利 8,088 万, 折合每股收益为 0.02 元, 同比下降 70.2%, 1 季度综合毛利率为 6.44%, 较去年 4 季度有较大恢复。尽管钢铁行业 1 季度业绩普遍不如人意, 但我们也看到, 从分月数据来看, 1-3 月钢铁行业盈利情况是逐月好转的。我们认为 2 季度钢铁企业包括南钢股份的盈利将出现环比恢复, 这主要是由于随着钢材需求季节性提升, 钢价均价环比上扬, 而原材料成本压力减弱 (1 季度矿石均价低于去年 4 季度, 考虑库存时间, 铁矿石成本环比回落)。

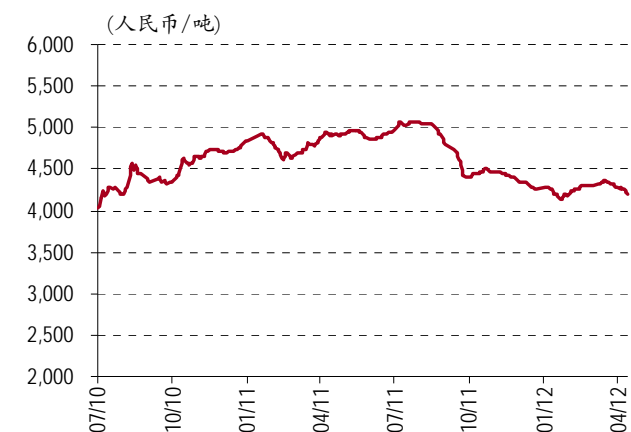
图表 11. 季度利润及毛利率

	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	11 年 3 季度	11 年 4 季度	12 年 1 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	150	(411)	81
毛利率(%)	(2.03)	7.12	2.80	0.78	3.40	4.10	1.95	21	8.20	8.66	6.4	0.12	6.44

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

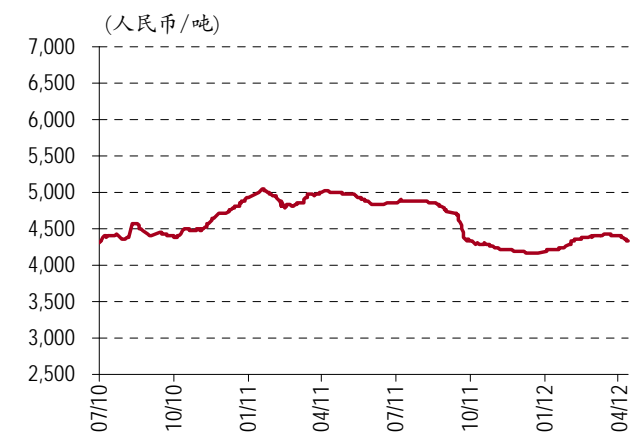
*2010 年 3 季度及以前按收购前口径

图表 12. 高速线材价格走势



资料来源: 彭博

图表 13. 中厚板价格走势



资料来源: 彭博

维持盈利预测及目标价, 重申买入评级

我们维持原来的盈利预测以及 3.30 元的目标价, 这是基于 1.3 倍左右的 2012 年市净率。从长远来看, 南钢股份于 10 年完成整体上市, 目前具备年产 800 万吨钢的生产能力, 公司在装备技术和产品品牌方面都拥有领先优势; 作为优秀的民营企业, 公司经营机制灵活, 在立足做强主导产品的同时公司着力开发诸如 9%Ni 钢, 特殊管线钢和海工钢板等具有技术优势和高附加值的应用于新兴产业和热点产业的新产品以优化产品结构; 在成本压力仍然较高的形势下, 一方面公司努力探索完善成本控制模式, 另一方面公司积极搜寻铁矿等资源项目, 力争在未来实现铁矿石自给和煤炭自给率提升。由此我们仍然看好公司的中长期发展前景, 我们维持对该股的 **买入** 评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	30,055	38,565	37,240	38,413	39,407
销售成本	(27,247)	(36,243)	(34,875)	(35,818)	(36,750)
经营费用	(1,252)	(1,505)	(1,516)	(1,794)	(1,840)
息税折旧前利润	2,968	2,509	2,571	2,602	2,662
折旧及摊销	(1,412)	(1,692)	(1,721)	(1,802)	(1,845)
经营利润(息税前利润)	1,557	817	850	801	817
净利息收入/(费用)	(623)	(813)	(416)	(274)	(139)
其他收益/(损失)	24	17	17	17	18
税前利润	1,081	281	450	544	695
所得税	(163)	45	(68)	(82)	(104)
少数股东权益	1	(0)	(0)	(0)	(0)
净利润	919	325	383	462	590
核心净利润	919	325	383	462	590
每股收益(人民币)	0.237	0.084	0.099	0.119	0.152
核心每股收益(人民币)	0.237	0.084	0.099	0.119	0.152
每股股息(人民币)	0.000	0.070	0.040	0.048	0.061
收入增长(%)	22.9	28.3	(3.4)	3.1	2.6
息税前利润增长(%)	n.a.	(15.5)	2.5	1.2	2.3
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(47.5)	4.0	(5.8)	2.0
每股收益增长(%)	n.a.	(64.6)	17.6	20.8	27.8
核心每股收益增长(%)	n.a.	(64.6)	17.6	20.8	27.8

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	1,081	281	450	544	695
折旧与摊销	1,412	1,692	1,721	1,802	1,845
净利息费用	623	813	416	274	139
运营资本变动	3,303	509	2,990	990	(1,130)
税金	(163)	45	(68)	(82)	(104)
其他经营现金流	(5,665)	(3,233)	(444)	798	3,005
经营活动产生的现金流	590	107	5,067	4,326	4,451
购买固定资产净值	(1,586)	(899)	(4,900)	(100)	(100)
投资减少/增加	(309)	(1,327)	0	0	0
其他投资现金流	(1)	5	0	0	0
投资活动产生的现金流	(1,896)	(2,221)	(4,900)	(100)	(100)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(281)	(134)	490	10	10
支付股息	0	(271)	(153)	(185)	(236)
其他融资现金流	1,066	3,414	(223)	(3,917)	(4,010)
融资活动产生的现金流	161	2,198	95	(4,109)	(4,251)
现金变动	(1,145)	85	262	117	99
期初现金	4,640	6,051	3,462	3,724	3,841
公司自由现金流	(1,306)	(2,111)	167	4,227	4,351
权益自由现金流	(2,210)	(3,059)	638	4,219	4,346

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	6,051	3,462	3,724	3,841	3,941
应收帐款	3,656	4,130	4,171	4,302	4,414
库存	5,922	5,782	5,580	5,731	5,880
其他流动资产	1,349	2,138	2,394	2,430	2,463
流动资产总计	16,978	15,513	15,869	16,304	16,698
固定资产	15,585	15,336	15,898	15,126	14,090
无形资产	842	990	940	891	841
其他长期资产	1,809	2,502	5,169	4,289	3,629
长期资产总计	18,236	18,828	22,007	20,305	18,560
总资产	35,215	34,341	37,876	36,609	35,258
应付帐款	3,327	2,691	3,487	3,582	3,675
短期债务	9,687	8,350	8,557	4,886	990
其他流动负债	7,267	4,980	6,815	8,826	10,903
流动负债总计	20,281	16,021	18,859	17,293	15,568
长期借款	2,188	2,054	2,544	2,554	2,564
其他长期负债	2,593	6,568	6,555	6,567	6,577
股本	3,876	3,876	3,876	3,876	3,876
储备	6,233	5,783	6,012	6,289	6,644
股东权益	10,109	9,659	9,888	10,165	10,519
少数股东权益	7	8	8	8	9
总负债及权益	35,215	34,341	37,876	36,609	35,258
每股帐面价值(人民币)	2.62	2.50	2.56	2.63	2.72
每股有形资产(人民币)	2.40	2.24	2.31	2.40	2.50
每股净负债/(现金)(人民币)	0.94	2.85	2.77	1.70	0.65

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(%)	9.9	6.5	6.9	6.8	6.8
息税前利润率(%)	5.2	2.1	2.3	2.1	2.1
税前利润率(%)	3.6	0.7	1.2	1.4	1.8
净利率(%)	3.1	0.8	1.0	1.2	1.5
流动性					
流动比率(倍)	0.8	1.0	0.8	0.9	1.1
利息覆盖率(倍)	2.5	1.0	2.0	2.9	5.9
净权益负债率(%)	57.6	71.9	74.6	35.4	-3.7
速动比率(倍)	0.5	0.6	0.5	0.6	0.7
估值					
市盈率(倍)	11.8	33.4	28.4	23.5	18.4
核心业务市盈率(倍)	11.8	33.4	28.4	23.5	18.4
目标价对应核心业务市	13.9	39.3	33.4	27.7	21.7
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0
价格/现金流(倍)	18.4	101.8	2.1	2.5	2.4
企业价值/息税折旧前利	10.7	26.6	8.6	7.1	5.4
润(倍)					
周转率					
存货周转天数	71.9	54.7	54.7	54.5	54.5
应收帐款周转天数	2.8	4.2	4.4	4.4	4.4
应付帐款周转天数	44.6	27.1	36.5	36.5	36.5
回报率					
股息支付率(%)	0.0	83.3	40.0	40.0	40.0
净资产收益率(%)	9.0	3.4	3.9	4.5	5.6
资产收益率(%)	2.6	0.9	1.0	1.3	1.7
已运用资本收益率(%)	5.1	2.4	2.4	2.6	3.2

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，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