



买入 **17% ↑**

目标价格: 人民币 41.00

600547.CH 原目标价格: 人民币 43.90

价格: 人民币 35.16

目标价格基础: 20倍 13年市盈率

板块评级: 增持

山东黄金

黄金产量大幅上升, 未来储量有望成倍增长

山东黄金公告 12 年上半年净利润同比增长 34% 至 14.06 亿人民币 (每股收益 0.988 元), 这主要是得益于金价同比上升近 9.9% 以及矿产金销量同比大幅增加近 23%。分季度看, 12 年 2 季度净利润为 7.89 亿人民币, 环比增长 30%。由于 2 季度金价环比下降近 4.5%, 因此盈利环比大幅上升有点出乎我们意料。我们估计这主要是由于矿产金产量和销量大幅上升, 同时, 公司的单位生产成本可能也有所下降。我们估计产量有较大增长主要是选矿厂扩建项目逐步投产使得公司平均日处理矿石量不断增加, 我们将 12-14 年公司矿产金产量的预测分别上调 6.4%、5.8% 和 4.5%。我们估计 2012 年上半年公司矿产金的单位克金营业成本为 131.9 元/克, 较 2011 年上半年上升 6%, 但我们估计 2 季度公司的单位营业成本出现下降。未来随着公司完成增发新股收购矿山, 并从母公司收购盛大矿业和天承矿业下属的黄金资源, 我们估计公司的黄金资源储量可达到 825.4 吨, 是目前近 1.2 倍。由于上调了矿产金产量预测, 同时, 公司单位成本也可能低于我们预期, 我们将 2012-14 年净利润预测分别上调 18%、16% 和 16%; 另外, 由于公司增发新股的进度晚于我们预期, 我们将 2012-14 年全面摊薄的每股收益预测分别下调 19%、16% 和 15%。由于 A 股有色金属公司估值下降, 我们将目标价由 43.90 元下调至 41.00 元。我们维持对该股的买入评级。

本报告要点

- 上调 12-14 年矿产金产量预测
- 上调 12-14 年盈利预测
- 目前 2013 年的市盈率约为 17 倍, 估值便宜

主要催化剂/事件

- 金价上升
- 收购金矿

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	24	7	2	(31)
相对新华富时 A50 指数	26	12	14	(19)

发行股数(百万)	1,423
流通股(%)	49
流通股市值(人民币 百万)	50,035
3 个月日均交易额(人民币 百万)	323
净负债比率(%) (2012E)	13
主要股东(%)	
山东黄金集团	50

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 8 月 22 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: 有色金属

乐宇坤

(8621) 2032 8559

yukun.le@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120007

支撑评级的要点

- 公司储量增加潜力极大。
- 黄金产量稳步上升。
- 全球货币过量发行推升金价。

主要风险

- 管理费用、人工成本可能高于预期。
- 收购矿山成本可能高于预期。
- 美元升值可能对金价上升形成抑制。

估值

- 虽然我们上调了盈利预测, 但由于 A 股有色金属公司估值下降, 我们将目标价由 43.90 元小幅下调至 41.00 元, 这是基于约 20 倍的 2013 年市盈率。我们维持对该股的买入评级。

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)	31,429	39,351	43,259	43,157	39,540
变动(%)	35	25	10	0	(8)
净利润(人民币 百万)	1,223	1,902	2,848	3,165	2,984
全面摊薄每股收益(人民币)	0.859	1.337	2.001	2.051	1.934
变动(%)	63.4	55.5	49.7	2.5	(5.7)
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.776	2.179	2.498
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.68	1.77	1.68
调整幅度(%)	-	-	19.4	16.0	14.8
核心每股收益(人民币)	0.859	1.337	2.001	2.051	1.934
变动(%)	63.4	55.5	49.7	2.5	(5.7)
全面摊薄市盈率(倍)	40.9	26.3	17.6	17.1	18.2
核心市盈率(倍)	40.9	26.3	17.6	17.1	18.2
每股现金流量(人民币)	1.96	1.35	2.83	2.72	2.55
价格/每股现金流量(倍)	17.9	25.9	12.4	12.9	13.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.2	14.9	10.6	10.2	10.4
每股股息(人民币)	0.133	0.200	0.320	0.547	0.516
股息率(%)	0.4	0.6	0.9	1.6	1.5

注: 假设 2013 年 1 季度完成增发

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

12 年上半年净利润同比增长 34%，高于我们预期

山东黄金公告 12 年上半年净利润同比增长 34% 至 14.06 亿人民币（每股收益 0.988 元），盈利同比上升主要是得益于金价同比上升近 9.9% 以及矿产金销量同比大幅增加近 23%。上半年净利润占我们全年预测的 58%，好于我们预期。

从分季度业绩来看，12 年 2 季度净利润为 7.89 亿人民币（每股收益 0.554 元），同比上升 30.2%，环比增长 30%。虽然 2 季度金价同比上涨了 4.1%，但环比下降近 4.5%，因此盈利环比大幅上升有点出乎我们意料。我们估计 2 季度业绩环比上升主要是由于矿产金产量和销量大幅上升，同时，随着产量的上升，公司的单位生产成本可能也有所下降。

图表 1. 季度金价 (人民币/克)

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	12 年 2 季度
246	262	268	295	296.5	316.1	352.8	345.9	345	329

资料来源：上海黄金交易所，中银国际研究

图表 2. 季度利润及毛利率

	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	12 年 2 季度
净利润(人民币, 百万)	268	304	361	290	443	606	643	210	617	789
毛利率(%)	10.7	6.2	11.7	12.1	11.5	10.0	11	13	9.4	13.0

资料来源：公司数据

矿产金产量大幅超出预期

我们估计公司上半年矿产金的销量达到近 13.1 吨，同比大幅增长近 23%。我们相信矿产金产量增长是推动销量上升的主要原因。

我们估计产量增长主要是三山岛 8,000 吨/日、焦家 6,000 吨/日、新城 10,000 吨/日等新建项目逐步投产使得公司平均日处理矿石量不断增加，从而有力的推动了公司的产量增长。

公司在年初时计划 2012 年自产黄金产量 25 吨，根据上半年的生产情况，我们相信公司下半年的矿产金产量将不低于上半年，这样公司全年矿产金的产量将高于年初的计划，也高于我们原先的假设，因此我们将 12-14 年公司矿产金产量的预测分别上调 6.4%、5.8% 和 4.5%。

图表 3. 矿产金产量假设 (吨)

	2012E	2013E	2014E
新假设	26.7	29.2	30.5
原假设	25.1	27.6	29.2
变动(%)	6.4	5.8	4.5

资料来源：中银国际研究

在建项目保证未来矿产金继续增长

2012年，公司计划努力推进三山岛8,000吨/日、焦家6,000吨/日、新城10,000吨/日等新建项目。我们相信这为未来进一步提升矿产金产量打下基础。

此外，我们估计公司今年3月收购的甘肃省西和县四儿沟门金矿和小东沟金矿也会逐步开始采选工程建设，建成后，公司的矿产金产量可能增加近2.5吨。

2季度矿产金单位成本可能出现下降

随着金价的上升，公司的成本也相应增加。我们估计2012年上半年公司矿产金的单位克金营业成本（不包括三项费用）为131.9元/克，较2011年上半年上升6%，但这要大大低于我们估计的1季度20%以上的增幅，也大大低于11年下半年的150.6元/克，因此我们估计2季度随着公司产量的大幅增长，公司的单位营业成本出现下降；另外，如果考虑三项费用，我们估计2012年上半年的完全克金成本可能达到近201.8元/克，较11年上半年同比上升近8.6%。

12年上半年管理费用大幅增加

12年上半年公司管理费用7.6亿元，较上年同期大幅增加约2亿元，增幅37%。我们估计这除了由于工资、养老金等成本上升外，公司在11年底和12年3月分别收购了金石矿业剩下股权以及甘肃省西和县中宝矿业有限公司70%股权，这使得上半年年无形资产摊销费用大幅增加。我们估计3季度公司管理费用的上升可能趋缓。

黄金资源收购未有停下

公司对外资源收购的步伐在不断迈进中。2011年12月13日，公司以4.15亿元收购金石公司25%股权，从而全资拥有金石公司，我们估计公司的权益黄金储量可增加25吨以上。值得关注的是，金石公司16.7平方公里的探矿权在山东黄金的新城金矿附近，公司全资拥有金石公司后，可以独自决策开发金石公司的资源；可以通过对金石公司资源与山东黄金原有资源进行整合并利用山东黄金的资金和技术优势，提高对黄金资源的综合利用，从而提高生产能力，降低生产成本，提升公司的盈利潜力。

2012年3月8日，公司公告决定以7.235亿元收购甘肃省西和县中宝矿业有限公司70%股权（另外的30%股权由叶友堂持有）。中宝公司及其全资子公司天水天龙矿业有限公司拥有“西和县四儿沟门金矿详查、西和县小东沟金矿详查、西和县元滩子金矿普查”三个探矿权。其中，四儿沟门金矿详查332+333+334类别金矿石量461.61万吨，金属量14,979吨，平均品位3.24克/吨，伴生银金属量14,356吨，平均品位3.11克/吨；小东沟金矿详查矿石量1,092.42万吨，金属量17,613吨，平均品位1.61克/吨，目前正在办理甘肃省国土资源厅的储量评审备案手续。此次收购完成后，公司的金金属资源量将增加32,592吨以上。

通过这一系列的收购，我们估计公司目前的黄金储量可能已达到约381吨。

未来收购盛大矿业将使得黄金资源储量大幅增长

2012年6月1日公司公告，控股股东山东黄金集团以37.58亿元的价格分别收购了山东盛大矿业股份有限公司和山东天承矿业有限公司各98.5%的股权。经北京海地人矿权评估事务所调查预评估，截至2012年1月31日，盛大矿业拥有采矿权3个，其中大泲河铁矿Ⅱ矿区采矿权的矿山保有铁资源量为4,493.90万吨，平均品位28.97%，预评估值为74,900万元；马塘矿区采矿权和马塘二矿区采矿权保有金资源矿石量103.44万吨，金金属量3,273.32千克，平均品位3.16克/吨，预评估值为3,730.68万元。探矿权3个，其中太平庄地区铁矿普查探矿权，探明铁矿石量105.90万吨，平均品位28.95%，预评估值为822.4万元；大泲河铁矿深部及外围普查探矿权正在勘探中，预评估值为460万元；盛大矿业通过莱州鑫源矿业投资开发有限公司控股55%的莱州鲁地矿业投资开发有限公司的冬季-南吕地区金矿普查探矿权，保有金资源矿石量29,204,523吨，金金属量105,175千克，平均品位3.60克/吨，预评估值为266,462.35万元，预评估值共计346,375.43万元。

天承矿业拥有采矿权2个，其中红布金矿采矿权保有金资源矿石量615,023吨，金金属量1,978.52千克，平均品位3.22克/吨，预评估值为4,913万元；东季金矿采矿权保有金资源矿石量865,709吨，金金属量2,981千克，平均品位3.44克/吨，预评估值为8,609万元。探矿权2个，其中红布矿区深部及外围探矿权保有金资源矿石量5,733,935吨，金金属量17,026千克，平均品位2.97克/吨，预评估值为32,284万元；马塘二矿区深部及外围普查探矿权正在勘探中，预评估值为75万元，预评估值共计45,881万元。

经山东中评恒信资产评估不动产估价有限公司调查资产评估预估，截至2012年1月31日，盛大矿业净资产评估预估值为308,202.48万元；天承矿业净资产评估预估值为76,669.20万元。

同时，集团拟与公司签订协议，上述股权在工商登记机关变更登记至集团名下之日起的一年之内，将这些股权中的黄金资源转让给公司。

我们计算上述矿权合计的黄金资源储量达130.4吨，权益资源储量为81.1吨。如果公司未来完成对这些黄金资源的收购，我们估计公司的黄金资源储量可大幅增长到近511.4吨。

值得关注的是，根据媒体报道，盛大矿业和天承矿业拥有的黄金资源位于山东黄金所属的焦家金矿和新城金矿矿床深部和周边。焦家矿由于矿区矿体为倾斜状，山东黄金只有浅层地区的采矿权，而此次收购的储量105吨的冬季-南吕地区金矿位于焦家矿1,000米的深层地区，因此这两个矿实际是一个矿体。我们相信，此次并购完成后公司将对焦家金矿的黄金资源进行统一整合、规划建设，公司未来矿产量还有较大的增长空间。

计划增发新股时间可能晚于预期

山东黄金2011年4月底公告向特定对象非公开发行不超过12,000万股股票，发行价格不低于46.80元/股，募集资金总额约56.2亿元，增发完成后，股本增加约8.4%。控股母公司山东黄金集团以现金认购15-19亿元，发行完成后，山东黄金集团仍持有公司至少50%的股份。

由于目前公司股价低于计划的增发价格，另外，一些材料由于时间较长可能也需要重新整理，因此我们估计公司短期内较难完成增发，并可能调整增发方案。

增发完成后黄金储量翻番，并可与现有矿山实现集约化生产

本次增发募集资金将用于增资莱州公司（山东黄金下属子公司）收购新立探矿权和寺庄探矿权、增资玲珑公司（山东黄金下属子公司）收购东风探矿权这三个探矿权，收购归来庄公司 69.24% 股权，另外增资莱州公司建设三山岛金矿 8,000 吨/日扩建工程。收购完成后，我们估计公司的黄金储量可增加 314 吨至 695 吨，几乎翻番，权益储量增加 308 吨至 671 吨。如果考虑未来收购盛大矿业和天承矿业下属的黄金资源，我们估计公司的黄金资源储量可达到 825.4 吨，权益储量达到 752.1 吨。

新立探矿权位于莱州公司现有的新立矿区周边，后续可集约开采并利用现有选矿能力。寺庄探矿权位于莱州公司现有寺庄矿区采矿权下部（近焦家金矿），与寺庄矿区采矿权属同一矿体，因此未来也可集约开采并利用现有选矿能力。因此我们估计这两个探矿权在收购后可较快投入开采。玲珑公司收购东风探矿权可能也在公司现有的玲珑金矿附近，我们估计未来也可能实现集约化开采，另外值得注意的是，东风探矿权的储量达到 158 吨，规模庞大，我们估计未来该矿区产量增长的潜力非常大。

黄金储量扩张潜力仍然巨大

山东省政府在 10 年初发布了《关于深化矿产资源开发整合工作的通知》，其中特别提到了重点整合区域包括平度金矿区、蓬莱金矿区、玲珑金矿区，这些地区黄金储量丰富，并且都是山东黄金下属金矿所在的矿区。我们相信整合会有利于公司获得更多的并购机遇，从而实现跨越式发展。此外，母公司山东黄金集团还拥有海南抱伦金矿、蓬莱河西金矿、河南嵩县山金矿、青海山金矿业有限公司（52% 股权），我们相信这些矿未来也会注入上市公司（目前由上市公司托管）。在此次增发完成后，我们相信公司未来 2-3 年黄金储量增加的空间仍然巨大，公司未来三年发展战略规划中争全国第一是有可能实现的。

12 年 3 季度盈利可能会继续上升

金价在 12 年 7 月后保持平稳并逐步小幅上升，因此我们估计 3 季度黄金均价不会低于 2 季度；此外，我们估计公司 3 季度矿产金的销量可保持平稳，而 3 季度的管理费用可能也不会有大的上升。因此我们估计 3 季度的净利润可能较去年同期增长 20% 达到 7.9 亿元以上（每股收益 0.55 元）。

上调盈利预测

由于我们上调了公司矿产金产量预测，同时，公司单位成本也可能低于我们预期，因此我们将 2012-14 年净利润预测分别上调 18%、16% 和 16%；另外，由于公司增发新股的进度晚于我们预期，我们将 2012-14 年全面摊薄的每股收益预测分别下调 19%、16% 和 15%。

图表 4.金价假设

(人民币/克)	2012E	2013E	2014E
金价假设	347	339	306
变化(%)	5.6	(2.3)	(9.6)

资料来源: 中银国际研究

维持买入评级

山东黄金的管理团队充满了进取精神, 未来黄金资源储量以及产量有巨大增长的潜力。基于公司基本面在未来 2-3 年内有望持续改善、以及对中短期金价较乐观的预期, 我们认为, 该股应享有较高的估值。虽然我们上调了盈利预测, 但由于 A 股有色金属公司估值下降, 我们将目标价由 43.90 元下调至 41.00 元, 这是基于约 20 倍的 2013 年市盈率。我们维持对该股的**买入**评级。

图表 5.业绩摘要

(人民币, 百万)	11 年上半年	12 年上半年	同比变化%
销售收入	19,832	25,356	28
销售成本	(17,729)	(22,522)	27
营业税	(3)	(3)	(16)
毛利润	2,099	2,831	35
其他收入	0	0	n/a
分销费用	(12)	(19)	55
管理费用	(554)	(760)	37
其它经营费用	(2)	(4)	108
经营利润	1,531	2,048	34
财务费用	(88)	(136)	54
投资收入	13	38	187
其它非营业收入	4	(4)	n/a
税前利润	1,460	1,947	33
税金	(368)	(491)	33
少数股东权益	(43)	(50)	16
净利润	1,049	1,406	34
全面摊薄每股收益(元)	0.737	0.988	34
盈利能力 (%)			
毛利率	10.6	11.2	
经营利润率	7.7	8.1	
净利率	5.3	5.5	

资料来源: 公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	31,429	39,351	43,259	43,157	39,540
销售成本	(28,409)	(34,957)	(37,404)	(36,933)	(33,767)
经营费用	(628)	(827)	(927)	(866)	(709)
息税折旧前利润	2,392	3,567	4,928	5,358	5,063
折旧及摊销	(486)	(671)	(782)	(860)	(919)
经营利润(息税前利润)	1,906	2,896	4,146	4,498	4,145
净利息收入/(费用)	(110)	(182)	(163)	(88)	(13)
其他收益/(损失)	(8)	(22)	(26)	(11)	14
税前利润	1,788	2,692	3,957	4,398	4,146
所得税	(491)	(710)	(989)	(1,100)	(1,037)
少数股东权益	(74)	(80)	(120)	(134)	(126)
净利润	1,223	1,902	2,848	3,165	2,984
核心净利润	1,223	1,902	2,848	3,165	2,984
每股收益(人民币)	0.859	1.337	2.001	2.051	1.934
核心每股收益(人民币)	0.859	1.337	2.001	2.051	1.934
每股股息(人民币)	0.133	0.200	0.320	0.547	0.516
收入增长(%)	35	25	10	0	(8)
息税前利润增长(%)	67	52	43	8	(8)
息税折旧前利润增长(%)	60	49	38	9	(5)
每股收益增长(%)	63	56	50	3	(6)
核心每股收益增长(%)	63	56	50	3	(6)

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	1,788	2,692	3,957	4,398	4,146
折旧与摊销	486	671	782	860	919
净利息费用	110	182	163	88	13
运营资本变动	334	(1,138)	(92)	(109)	(29)
税金	73	(479)	(789)	(1,021)	(1,082)
其他经营现金流	(1)	0	0	(15)	(40)
经营活动产生的现金流	2,790	1,928	4,021	4,203	3,927
购买固定资产净值	(3,476)	(2,340)	(1,823)	(6,774)	(800)
投资减少/增加	98	144	3	3	3
其他投资现金流	(41)	(11)	8	(475)	(480)
投资活动产生的现金流	(3,418)	(2,208)	(1,812)	(7,246)	(1,277)
净增权益	0	0	0	5,520	0
净增债务	1,070	136	(713)	(1,842)	(371)
支付股息	(70)	(141)	(213)	(342)	(633)
其他融资现金流	43	285	(739)	(88)	(13)
融资活动产生的现金流	1,044	279	(1,665)	3,248	(1,016)
现金变动	416	0	544	205	1,634
期初现金	401	817	817	1,360	1,565
公司自由现金流	(623)	(271)	2,219	(3,034)	2,671
权益自由现金流	332	(326)	1,333	(4,974)	2,267

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	817	817	1,360	1,565	3,199
应收帐款	25	13	16	16	15
库存	254	875	962	1,079	1,130
其他流动资产	696	1,628	1,745	2,214	2,576
流动资产总计	1,791	3,333	4,083	4,875	6,920
固定资产	4,410	6,033	6,588	7,038	7,179
无形资产	3,259	3,162	3,645	9,106	8,842
其他长期资产	123	133	125	125	135
长期资产总计	7,792	9,328	10,358	16,268	16,157
总资产	9,583	12,661	14,441	21,143	23,077
应付帐款	502	807	864	853	780
短期债务	1,890	2,253	1,483	742	371
其他流动负债	770	1,624	1,382	1,459	1,360
流动负债总计	3,162	4,684	3,729	3,054	2,511
长期借款	1,270	1,043	1,100	0	0
其他长期负债	565	537	461	461	461
股本	1,423	1,423	1,423	1,543	1,543
储备	2,465	4,248	6,882	15,105	17,456
股东权益	3,888	5,671	8,305	16,648	18,999
少数股东权益	698	727	847	980	1,106
总负债及权益	9,583	12,661	14,441	21,143	23,077
每股帐面价值(人民币)	2.73	3.98	5.84	10.79	12.31
每股有形资产(人民币)	0.44	1.76	3.27	4.89	6.58
每股净负债/(现金)(人民币)	1.65	1.74	0.86	(0.53)	(1.83)

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(%)	7.6	9.1	11.4	12.4	12.8
息税前利润率(%)	6.1	7.4	9.6	10.4	10.5
税前利润率(%)	5.7	6.8	9.1	10.2	10.5
净利率(%)	3.9	4.8	6.6	7.3	7.5
流动性					
流动比率(倍)	0.6	0.7	1.1	1.6	2.8
利息覆盖率(倍)	16.5	15.2	23.9	45.8	124.3
净权益负债率(%)	51.1	38.7	13.4	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.5	0.5	0.8	1.2	2.3
估值					
市盈率(倍)	40.9	26.3	17.6	17.1	18.2
核心业务市盈率(倍)	40.9	26.3	17.6	17.1	18.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	47.7	30.7	20.5	20.0	21.2
市净率(倍)	12.9	8.8	6.0	3.3	2.9
价格/现金流(倍)	17.9	25.9	12.4	12.9	13.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.2	14.9	10.6	10.2	10.4
周转率					
存货周转天数	4.2	5.9	7.7	8.6	10.2
应收帐款周转天数	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
应付帐款周转天数	4.9	6.1	7.0	7.3	7.5
回报率					
股息支付率(%)	15.5	15.0	16.0	26.7	26.7
净资产收益率(%)	36.1	39.8	40.8	25.4	16.7
资产收益率(%)	17.4	19.2	22.9	19.0	14.1
已运用资本收益率(%)	29.3	33.3	38.8	29.9	21.4

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。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

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

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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