



买入

20% ↑

目标价格: 人民币 50.00

原目标价格: 人民币 47.50

600549.CH

价格: 人民币 39.57

目标价格基础: 35 倍 2013 年市盈率估值
板块评级: 增持

主要催化剂/事件

- 福建稀有稀土集团成立, 福建稀土整合工作加速
- 钨和稀土等公司主要产品价格企稳
- 公司硬质合金和刀具等深加工产品技术和产量获得进一步突破

股价表现



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	31	2	(22)	(19)
相对新华富时 A50 指数	35	7	(8)	(3)
发行股数(百万)				
流通股 (%)				
流通股市值(人民币 百万)				
3个月日均交易额(人民币 百万)				
净负债比率(%) (2012E)				
主要股东(%)				
福建冶金控股有限责任公司				

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 8 月 28 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

李文宾

(8621) 2032 8507

wenbin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512070002

乐宇坤

(8621) 2032 8559

yukun.le@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120007

厦门钨业

有色市场低迷拖累盈利, 福建稀土整合加速

上半年公司实现营收约 45.29 亿余元 (同比小幅增加 9.0%) , 归属于上市公司净利润近 3.26 亿元 (同比下滑 28.8%, 折合 1.32 亿元) , 折合每股盈利 0.48 元, 低于预期。2011 年公司营收和净利润纷纷下滑, 主要归因于全球经济低迷导致钨和稀土等有色金属市场需求十分疲软和清淡。2012 年 8 月, 福建省公布本省稀土资源开发《行动方案》, 正式确立了以厦门钨业为主要资产的福建稀有稀土集团的龙头地位, 同时也提出了明确的发展目标。我们认为这开启了福建稀有稀土金属产业整合大幕, 公司龙头地位也被正式确立。由于下半年有色金属产业仍面临不小的压力, 因此我们下调公司 12-14 年盈利预测, 并将目标价下调至 47.50 元, 但重申买入评级。

支撑评级的要点

- 福建稀有稀土集团成立, 福建稀土整合工作加速。
- 钨和稀土等公司主要产品价格企稳。
- 公司硬质合金和刀具等深加工产品技术和产量获得进一步突破

评级面临的主要风险

- 全球经济如陷入衰退, 则将拖累公司主要产品价格。
- 钨和稀土产业综合治理效果低于预期。

估值

■ 考虑到下半年国内钨和稀土产业仍将面临不小的压力, 我们下调公司 12-14 年每股盈利预测至约 0.91 元 (下调 23.99%)、1.35 元 (下调 10.20%) 和 1.66 元 (下调 6.96%)。继而也将公司目标价从 50.00 元小幅下调至 47.50 元, 这是基于约 35 倍的 2013 年市盈率估值。考虑到福建稀土整合加速以及公司稀土和钨领域深加工项目的不断推进, 我们认为公司依然将享有广阔的发展空间, 因而我们再次重申对公司的买入评级。

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)	5,538	11,910	11,098	11,999	13,736
变动(%)		115	(7)	8	14
净利润(人民币 百万)	350	1,021	622	919	1,129
变动(%)	0.513	1.497	0.912	1.347	1.656
全面摊薄每股收益(人民币)		191.8	(39.1)	47.7	23.0
变动(%)		1.20	1.50	1.78	
先前预测每股收益(人民币)	-	-	(23.99)	(10.2)	(6.96)
调整幅度(%)	-	-			
全面摊薄市盈率(倍)	77.1	26.4	43.4	29.4	23.9
核心市盈率(倍)	77.1	26.4	43.4	29.4	23.9
每股现金流量(人民币)	0.98	(0.72)	(1.61)	5.95	3.81
价格/每股现金流量(倍)	40.2	(55.1)	(24.6)	6.7	10.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	32.2	11.8	19.2	14.5	12.3
每股股息(人民币)	0.200	0.200	0.319	0.471	0.580
股息率(%)	0.5	0.5	0.8	1.2	1.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

市场清淡需求疲软，盈利大幅下滑

2012年1-6月共实现营收约45.29亿余元（同比小幅增加9.0%），归属于上市公司净利润近3.26亿元（同比下滑28.8%，折合1.32亿元），折合每股盈利0.48元，低于预期。

2011年公司营收和净利润纷纷下滑，主要归因于全球经济低迷导致钨和稀土等有色金属市场需求十分疲软和清淡：其中钨产品需求延续去年第四季度以来的疲软趋势；钼产品售价跌幅较大；稀土产品在经历2011年的大涨快跌后，价格持续下跌，市场需求冷清。此外房地产市场受调控影响持续萎靡，销售不如预期。上半年唯一有所增长是电池业务，这主要是由于原料价格下跌的推动电池材料产品需求有一定的增长，但需要指出的是该项业务的增长幅度也较为有限。

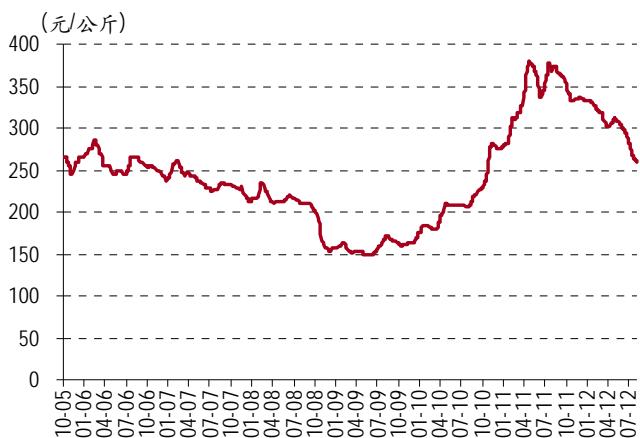
此外公司财务费用也同比增加了150.46%，折合8,151万元，这主要是由于经营规模扩大，流动资金需求增加，融资额及贷款利率上升，公司利息支出增加所致。

分产品来看，上半年能源新材料业务毛利由正转负，大幅下滑：

1. 钨钼制品销量同比上升，钨钼等有色金属制品收入同比增长3.39%，成本同比增长1.64%。
2. 需求疲软，导致稀土产品销售价格下跌及销量下降，因而能源新材料销售收入同比减少32.78%，成本同比减少5.95%，毛利率同比大幅减少29.15个百分点至-2.19%。
3. 下属房地产公司成都鹭岛国际社区项目四期交房确认收入，房地产销售收入同比增长200.94%，成本同比增长233.37%；物业管理及其他收入因管理物业增加，营业收入及营业成本同比增加。

公司于年初公布的2012年经营计划来看，公司规划全年实现营业收入106.44亿元，合并成本费用总额91.50亿元，同时力争全年净利润与去年相比不会出现大幅的下滑。从半年报业绩来看，上半年营收仅达到了目标的42.55%，净利润也并不理想。我们估计公司欲想实现年初制定的目标难度较大。

图表1. 碳化钨粉价格走势



资料来源：亚洲金属网，中银国际研究

图表2. APT 88.5% 价格走势



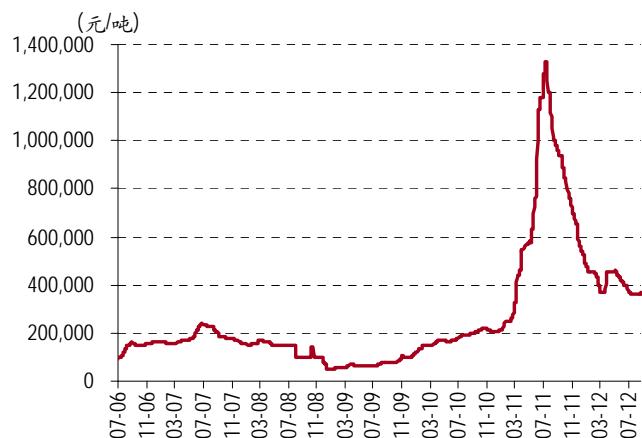
资料来源：亚洲金属网，中银国际研究

图表 3. 钨精矿 65% 价格走势



资料来源：亚洲金属网，中银国际研究

图表 4. 氧化镨钕价格走势



资料来源：亚洲金属网，中银国际研究

图表 5. 公司主要产品毛利率

(%)	2012 中报	2011 年报	2011 中报	2010 年报	2010 中报	2009 年报	2009 中报	2008 年报	2008 中报	2007 年报	2007 中报
钨钼等有色金属制品	30.00	28.24	28.79	25.18	25.37	21.91	19.01	15.9	16.38	14.14	14.44
新能源材料	-2.19	31.75	26.96	10.83	10.73	5.01	1.7	8.27	9.23	4.47	6.23
房地产销售及物业管理	33.00	37.37	40.74	19.47	20.62	35.01	4.73	42.29	32.61	38.53	9.97

资料来源：公司公告，中银国际研究

福建稀土产业发展战略日渐清晰

2012年8月6日，公司收到福建省经济贸易委员会和福建省国土资源厅联合发布的《福建省加强稀土资源保护科学开发稀土资源行动方案(2012—2015年)》。方案就福建稀土发展方向给出了清晰的规划：

- 主要目标：**用两年时间，建立起规范有序的稀土资源开发秩序，遏制全省稀土非法盗采行为；培育1个产值超过200亿元具有国际竞争力的稀土龙头企业，力争创建1个国家级稀土产业园（基地），建设2个稀土绿色开采示范矿山，建设1个国家级稀土及应用产品技术创新和研发平台，到2015年稀土产业产值达到400亿元以上，形成合理开发、有序生产、高效利用、技术先进、集约化发展的稀土行业持续健康发展的格局。
- 加快推进稀土资源整合开发：**以厦门钨业为主体，按照福建省稀土资源开发管理机制，加快推进已建矿山的资源整合。2012年底前没有完成整合工作，或不进行资源整合的采矿权人，2013年不予安排稀土开采控制指标。
- 做强做大龙头企业：**通过资产兼并重组和资源整合，2012年底前完成以厦门钨业为核心的福建稀有稀土集团公司的组建，形成大企业引领稀土产业发展格局，将本公司培育成为具有完整稀土产业链、具有国际竞争力的稀土龙头企业。
- 加快稀土产业园建设：**本公司发挥龙头企业的带动作用，利用与下游关联企业的合作关系，配合地方政府和稀土产业园加大招商力度，引导稀土深加工及应用项目落户稀土产业园区。龙岩稀土工业园重点发展稀土磁性材料及其应用产品，形成空调、汽车、电脑等稀土磁性电机及应用产品产业集群，2015年稀土产业产值达300亿元以上；三明市稀土工业园要加快园区基础建设，加强相关稀土建设项目的招商引资，形成稀土发光材料和现代LED显示器、照明器具等应用产品产业链，2015年稀土产值力争100亿元。

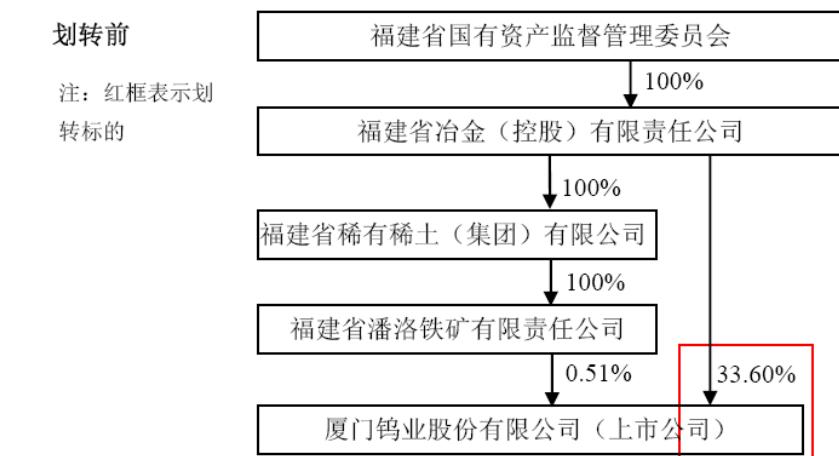
5. **促进稀土产业链延伸发展**: 加大力度鼓励企业发展稀土深加工及应用产品研发生产, 进一步提升稀土产品附加值。结合省战略性新兴产业实施意见, 编制稀土产业重点发展导向产品目录; 省经贸工商发展资金设立稀土发展专项 1,000 万元, 推动高性能稀土材料及应用产品研发生产。依托稀土工业园稀土材料的优势, 引入央企和国内、外优秀稀土应用企业向稀土园区集中, 发展稀土下游应用产品。

2012 年 8 月 28 日, 公司公告母公司福建冶金集团将其持有的厦门钨业股份有限公司 33.60% 股份, 全部无偿划转给全资子公司福建省稀有稀土(集团)有限公司。

本次股权划转前, 稀有稀土集团已通过其下属子公司潘洛铁矿间接持有厦门钨业 345.33 万股、占厦门钨业总股本 0.51% 的股份。本次股权划转后, 稀有稀土集团将直接间接合计持有厦门钨业 23,263.02 万股、占厦门钨业总股本 34.11% 的股份, 其中 22,917.69 万股、33.60% 的股份由稀有稀土集团直接持有, 另外 345.33 万股、0.51% 的股份通过其下属子公司潘洛铁矿间接持有。

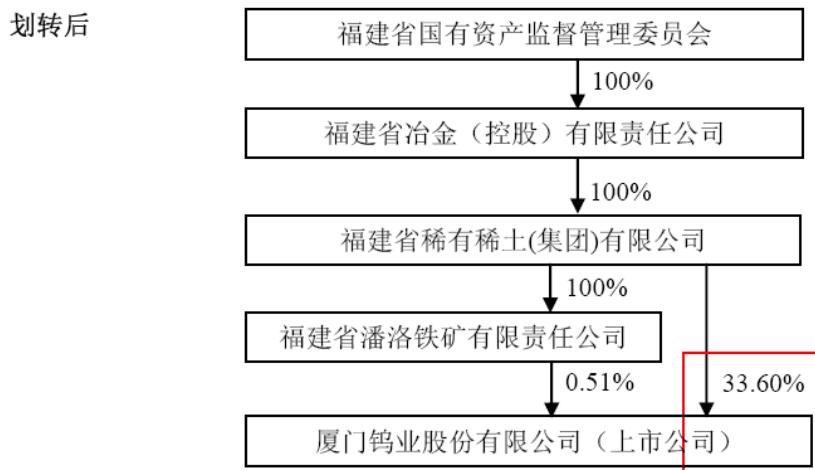
我们认为此次厦门钨业股权的划转预示着福建稀土资源整合平台的正式成立。考虑到福建稀有稀土集团在省内的地位, 其极有可能即为《行动方案》中所指的“1 个产值超过 200 亿元具有国际竞争力的稀土龙头企业”。由于目前厦门钨业是稀有稀土集团现阶段唯一的稀有金属子公司, 因而合理推测未来厦门钨业产值的增长空间将会十分显著。

图表 6. 划转前股权图



资料来源: 公司公告, 中银国际研究

图表 7.划转后股权图



资料来源：公司公告，中银国际研究

下调盈利预测和目标价，但重申买入评级

展望下半年，如果国内外经济仍没有明显好转迹象，需求不足仍然是市场的主基调。从7-8月份的市场情况来看，国内钨及稀土产品价格进一步下跌，公司主要产品钨及稀土仍面临较大的消化库存压力，盈利能力很难有较大改观，公司硬质合金深加工产品、磁性材料、荧光粉、三元材料等新产品也将面临较大市场开拓压力。

因而半年报中公司预计年初至下一报告期期末的累计净利润与上年同期相比下降幅度超过50%。

综合考虑以上因素，出于谨慎考量，我们下调公司12-14年每股盈利预测至约0.91元（下调23.99%）、1.35元（下调10.20%）和1.66元（下调6.96%）。我们继而也将公司目标价从50.00元小幅下调至47.50元，这是基于约35倍的2013年市盈率估值。

在稀土领域，公司作为福建稀土整合平台，在股权划拨至福建稀有稀土集团后，公司于福建省内的整合工作将步入加速期。此外根据福建省颁布的《行动方案》，公司将在上游资源获取，下游深加工领域持续获得政府政策支持。在钨资源领域，随着公司江西深加工项目的推进，公司将巩固全国加工龙头地位。考虑这些因素，我们认为公司依然将享有广阔的长期发展空间，因而我们再次重申对公司的买入评级。

图表 8. 2012 年半年报业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年半年报	2012 年半年报	同比变化(%)
销售收入	4,154.8	4,529.1	9.0
销售成本	2,939.9	3,351.7	14.0
营业税	76.2	113.8	49.3
毛利润	1,138.6	1,063.6	(6.6)
其他营业收入	0.0	0.0	n.a.
分销费用	55.4	67.5	21.9
管理费用	197.5	237.1	20.1
资产减值损失	87.2	14.1	(83.9)
经营利润	798.5	744.9	(6.7)
财务费用	54.2	135.7	150.5
投资收入	8.3	(10.2)	n.a.
其它非经营性收入	14.5	14.3	(1.1)
税前利润	767.1	613.3	(20.0)
税金	178.4	95.7	(46.4)
少数股东权益	130.7	191.5	46.6
净利润	458.0	326.1	(28.8)
全面摊薄每股收益(元)	0.67	0.48	(28.8)
盈利能力 (%)			
毛利率	27.41	23.48	
经营利润率	19.22	16.45	
净利率	11.02	7.20	

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	5,538	11,910	11,098	11,999	13,736
销售成本	(4,341)	(8,122)	(8,240)	(8,617)	(9,853)
经营费用	(291)	(1,232)	(1,105)	(1,189)	(1,361)
息税折旧前利润	907	2,556	1,753	2,193	2,522
折旧及摊销	(202)	(243)	(220)	(271)	(328)
经营利润(息税前利润)	705	2,313	1,533	1,922	2,194
净利润收入/(费用)	(77)	(158)	(187)	(228)	(166)
其他收益/(损失)	25	(8)	19	12	8
税前利润	652	2,147	1,365	1,706	2,036
所得税	(137)	(654)	(341)	(427)	(509)
少数股东权益	(166)	(472)	(401)	(361)	(397)
净利润	350	1,021	622	919	1,129
核心净利润	350	1,021	622	919	1,129
每股收益(人民币)	0.513	1.497	0.912	1.347	1.656
核心每股收益(人民币)	0.513	1.497	0.912	1.347	1.656
每股股息(人民币)	0.200	0.200	0.319	0.471	0.580
收入增长(%)	n.a.	115	(7)	8	14
息税前利润增长(%)	n.a.	228	(34)	25	14
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	182	(31)	25	15
每股收益增长(%)	n.a.	192	(39)	48	23
核心每股收益增长(%)	n.a.	192	(39)	48	23

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	652	2,147	1,365	1,706	2,036
折旧与摊销	202	243	220	271	328
净利润利息费用	77	158	187	228	166
运营资本变动	(987)	(1,678)	(1,446)	(1,735)	(2,431)
税金	(137)	(654)	(341)	(427)	(509)
其他经营现金流	864	(706)	(1,082)	4,014	3,011
经营活动产生的现金流	671	(490)	(1,097)	4,057	2,601
购买固定资产净值	(517)	(1,093)	(1,505)	(1,220)	(1,055)
投资减少/增加	129	(69)	0	0	0
其他投资现金流	0	(19)	4	4	4
投资活动产生的现金流	(388)	(1,181)	(1,501)	(1,216)	(1,051)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(2)	345	4,431	(1,938)	(604)
支付股息	(136)	(136)	(218)	(322)	(395)
其他融资现金流	(553)	1,233	(236)	(188)	(82)
融资活动产生的现金流	(692)	1,442	3,977	(2,447)	(1,082)
现金变动	(409)	(229)	1,380	393	467
期初现金	1,122	714	507	1,887	2,280
公司自由现金流	283	(1,667)	(2,598)	2,842	1,549
权益自由现金流	204	(1,481)	1,814	885	930

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	705	507	1,887	2,280	2,747
应收帐款	981	1,251	1,776	1,920	2,060
库存	5,839	5,495	9,888	9,909	11,824
其他流动资产	1,152	1,139	1,605	1,706	2,050
流动资产总计	8,677	8,393	15,156	15,815	18,681
固定资产	2,322	2,670	3,440	4,222	5,137
无形资产	245	264	251	239	227
其他长期资产	728	1,329	1,861	2,044	1,872
长期资产总计	3,295	4,263	5,552	6,505	7,236
总资产	11,972	12,656	20,708	22,321	25,917
应付帐款	953	1,207	1,813	1,896	2,168
短期债务	1,339	1,471	5,601	3,419	2,603
其他流动负债	5,397	4,036	6,296	8,766	11,479
流动负债总计	7,690	6,714	13,710	14,080	16,250
长期借款	42	690	991	1,235	1,446
其他长期负债	138	200	149	189	273
股本	682	682	682	682	682
储备	1,875	2,759	3,163	3,760	4,494
股东权益	2,557	3,441	3,845	4,442	5,176
少数股东权益	1,546	1,612	2,013	2,374	2,772
总负债及权益	11,972	12,656	20,708	22,321	25,917
每股帐面价值(人民币)	3.75	5.05	5.64	6.51	7.59
每股有形资产(人民币)	3.39	4.66	5.27	6.16	7.26
每股净负债/(现金)(人民币)	0.99	2.43	6.90	3.48	1.91

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(%)	16.4	21.5	15.8	18.3	18.4
息税前利润率(%)	12.7	19.4	13.8	16.0	16.0
税前利润率(%)	11.8	18.0	12.3	14.2	14.8
净利率(%)	6.3	8.6	5.6	7.7	8.2
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1
利息覆盖率(倍)	9.1	14.6	8.2	8.4	13.2
净权益负债率(%)	16.5	32.7	80.3	34.8	16.4
速动比率(倍)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
估值					
市盈率(倍)	77.1	26.4	43.4	29.4	23.9
核心业务市盈率(倍)	77.1	26.4	43.4	29.4	23.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	92.6	31.7	52.1	35.3	28.7
周转率					
市净率(倍)	10.6	7.8	7.0	6.1	5.2
价格/现金流(倍)	40.2	(55.1)	(24.6)	6.7	10.4
企业价值/息税折旧前利润率(倍)	32.2	11.8	19.2	14.5	12.3
回报率					
股息支付率(%)	39.0	13.4	35.0	35.0	35.0
净资产收益率(%)	13.7	29.7	17.1	22.2	23.5
资产收益率(%)	4.7	12.7	6.9	6.7	6.8
已运用资本收益率(%)	12.9	32.1	15.6	16.1	18.8

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