



持有

2% ↑

目标价格: 人民币 8.00

原评级: 买入 原目标价格: 人民币 10.40

000708.CH

价格: 人民币 7.84

目标价格基础: 15.4 倍 2013 年市盈率

板块评级: 中立

股价表现



	(%)	今年至			
		今	1	3	12
绝对		(17.2)	(0.8)	(5.2)	(31.8)
相对新华富时 A50 指数		(16.7)	(5.6)	(3.1)	(23.2)
发行股数(百万)		449			
流通股(%)		99.6			
流通股市值(人民币 百万)		3,933			
3个月日均交易额(人民币 百万)		26			
净负债率(%) (2012E)		38			
主要股东(%)					
中信泰富集团		58			

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

以 2012 年 10 月 25 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

杭一君

(8621)20328528

yijun.hang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080003

乐宇坤

(8621) 2032 8559

yukun.le@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120007

大冶特钢

3 季度业绩大幅度下滑, 全年下滑 60-85%

公司公告 12 年前 3 季度实现营业收入 64 亿元, 同比下降 6.6%, 实现归属母公司净利润 2.1 亿元人民币(折合每股收益 0.46 元), 同比下降 53.9%。前 3 季度收入下降主要是由于 3 季度特钢价格大幅下降, 收入同比下滑 32.3%; 同时由于前 3 季度铁矿石等原燃料价格相对于钢价更为坚挺, 产品总体毛利率受到挤压, 毛利率由去年同期的 9.5% 下降至 5.7%。从经营利润来看, 前 3 季度下降 58.9%, 3 季度单季实际上已经出现微幅亏损。此外公司公告全年业绩将有 60%-85% 的下滑。我们认为近期公司业绩承压主要是由于公司产品中应用于商用车, 工程机械以及铁路行业占比较高, 而这些行业今年需求疲弱导致了公司产品市场低迷。由于价格下降和毛利率收窄高于我们预期, 我们将 12-14 年盈利预测分别下调 34%、36.2% 和 37.7% 至 0.50 元、0.52 元和 0.54 元。基于 15.4 倍的 2013 年市盈率, 我们将目标价由 10.40 元下调至 8.00 元, 并下调对公司的评级至持有。

支撑评级的要点

- 特钢价格 3 季度大幅下滑, 原燃料价格相对坚挺挤压毛利率。
- 今年前 3 季度汽车行业(尤其商用车)以及工程机械行业增速放缓, 铁路投资建设步伐放慢对公司影响比较大。
- 未来公司的主要增长点在于品种结构调整以及强化管理。锻造项目的达产和达效推动高端产品不断释放将提高公司业绩。

主要风险

- 特钢产品下游产业需求增长低于预期, 价格低迷。
- 铁矿石等原材料成本上涨挤压利润。
- 高端特钢释放缓慢。

估值

- 基于 15.4 倍左右的 2013 年的市盈率, 我们将目标价由 10.40 元下调至 8.00 元。由于公司业绩短期承压, 我们下调公司评级至持有。

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)	7,893	9,262	8,804	8,797	8,868
变动(%)	0	17	(5)	0	1
净利润(人民币 百万)	562	585	226	234	241
全面摊薄每股收益(人民币)	1.250	1.302	0.503	0.521	0.537
变动(%)	0	4	(61)	4	3
原先每股收益预测(人民币)			0.762	0.817	0.862
调整幅度(%)			(34.0)	(36.2)	(37.7)
全面摊薄市盈率(倍)	6.3	6.0	15.7	15.2	14.7
每股现金流量(人民币)	6.3	6.0	15.7	15.2	14.7
价格/每股现金流量(倍)	1.0	1.1	0.6	0.8	0.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.7	6.9	14.2	10.3	10.3
每股股息(人民币)	5.5	5.3	6.6	5.9	5.3
股息率(%)	0.500	0.400	0.199	0.207	0.213

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

12 年前 3 季度净利润同比下降 53.9%，全年业绩下滑 60-85%

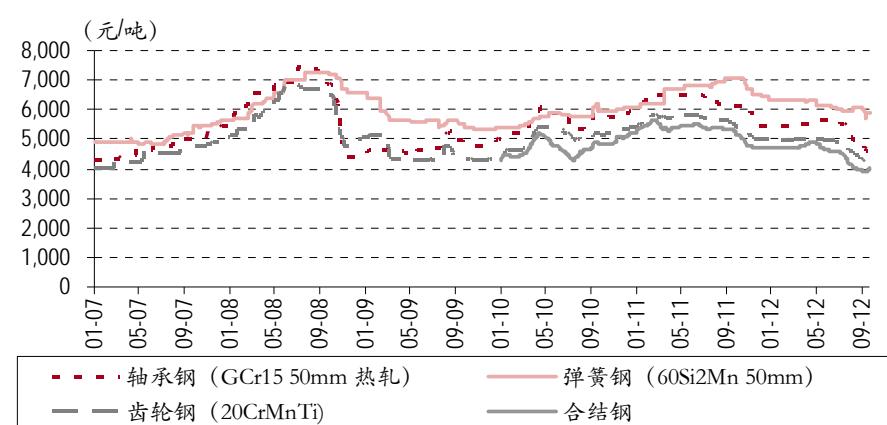
公司公告 12 年前 3 季度实现营业收入 64 亿元，同比下降 6.6%，实现归属母公司净利润 2.1 亿元人民币（折合每股收益 0.46 元），同比下降 53.9%，报告期内综合毛利率为 5.7%。前 3 季度收入下降主要是由于 3 季度单季内特钢价格大幅下降，从 3 季度单季来看，实现收入 15.72 亿，同比下滑 32.3%，而此前上半年由于高端产品的释放和高效益的出口合同作为支撑，公司收入实现稳步上升。数据显示，1-9 月轴承钢、弹簧钢和齿轮钢价格分别同比下降 15%、7% 和 15%，7-9 月轴承钢、弹簧钢和齿轮钢价格分别环比下降 9%、3% 和 9%；此外由于前 3 季度铁矿石等原燃料价格相对于钢价更为坚挺，产品总体毛利率受到挤压，毛利率由去年同期的 9.5% 下降至 5.7%，毛利润同比大幅下挫 44.1%，其中 3 季度单季毛利下挫 67.3%；从经营利润来看，前 3 季度下降 58.9%，3 季度单季实际上已经出微幅亏损。此外公司公告全年业绩将呈现 60%-85% 的下降，全年净利润在 8,774 万-2.34 亿之间，折合每股收益 0.195-0.521 元/股。

图表 1. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年前 3 季度	2012 年前 3 季度	同比变动(%)	2011 年 3 季度	2012 年 3 季度	同比变动(%)
销售收入	6,861	6,409	(6.6)	2,323	1,572	(32.3)
销售成本	(6,208)	(6,035)	(2.8)	(2,150)	(1,515)	(29.5)
营业税	(5)	(12)	147.1	(3)	(1)	(43.6)
毛利润	649	363	(44.1)	170	56	(67.3)
其他营业收入	0	0	n.a.	0	0	n.a.
销售费用	(71)	(62)	(11.8)	(20)	(15)	(21.1)
管理费用	(88)	(95)	8.0	(26)	(41)	59.2
资产减值损失	10	0	n.a.	10	0	n.a.
经营利润	500	205	(58.9)	135	(0)	(100.3)
财务费用	(20)	(2)	(92.3)	(10)	3	(131.5)
投资收入	0	0	n.a.	0	0	n.a.
其它非经营性收入	33	41	24.4	24	20	(15.6)
税前利润	513	245	(52.2)	150	23	(84.6)
税金	(64)	(38)	(40.1)	(19)	(5)	(73.0)
少数股东权益	0	0	n.a.	0	0	n.a.
净利润	449	207	(53.9)	131	18	(86.2)
全面摊薄每股收益(人民币)	0.998	0.460	(53.9)	0.288	0.040	(86.1)
盈利能力 (%)						
毛利率	9.5	5.7		7.3	3.5	
经营利润率	7.3	3.2		5.8	0.0	
净利率	6.5	3.2		5.6	1.1	

资料来源：公司数据

图表 2. 特钢价格变动



资料来源：联合钢铁网，中银国际研究

3季度净利环比下降83%

分季度来看，3季度公司实现营业收入15.7亿，环比下跌35.2%，实现净利润1,800万（折合每股收益0.04元），环比大幅下降83%。3季度由于特钢价格大幅下降以及毛利率收窄（2季度毛利率为6.2%，3季度为3.5%）以及管理费用翻倍，使得经营利润微幅亏损。

图表3.业绩摘要

(人民币, 百万)	2012年2季度	2012年3季度	环比变动 (%)
销售收入	2,427	1,572	(35.2)
销售成本	(2,272)	(1,515)	(33.3)
营业税	(6)	(1)	(74.0)
毛利润	149	56	(62.7)
其他营业收入	0	0	n.a.
销售费用	(25)	(15)	(37.8)
管理费用	(19)	(41)	111.9
资产减值损失	0	0	n.a.
经营利润	105	(0)	(100.4)
财务费用	(0)	3	(1,083.5)
投资收入	0	0	n.a.
其它非经营性收入	21	20	(0.3)
税前利润	126	23	(81.6)
税金	(19)	(5)	(73.1)
少数股东权益	0	0	n.a.
净利润	107	18	(83.1)
全面摊薄每股收益(人民币)	0.238	0.040	(83.1)
盈利能力 (%)			
毛利率	6.2	3.5	
经营利润率	4.3	0.0	
净利率	4.4	1.1	

资料来源：公司数据

图表4.季度利润及毛利率

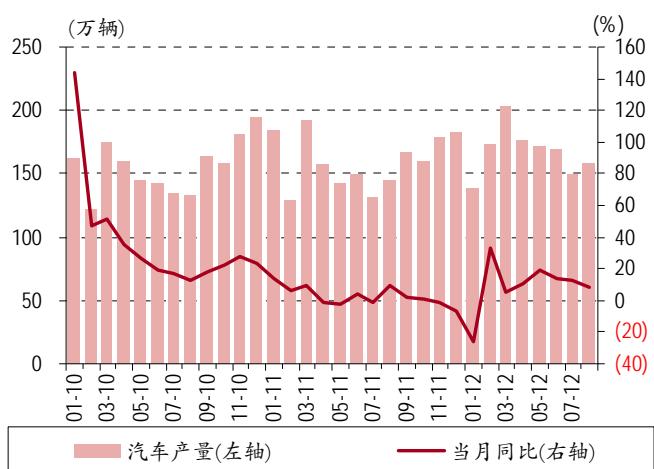
	09年1季度	09年2季度	09年3季度	09年4季度	10年1季度	10年2季度	10年3季度	10年4季度	11年1季度	11年2季度	11年3季度	11年4季度	11年1季度	12年2季度	12年3季度	12年4季度
净利润(人民币, 百万)	30.4	81.6	92.1	128.6	144.2	149.0	121.7	147.0	159.6	158.2	131.0	136.2	82.0	106.7	18	
毛利率(%)	3.52	15.56	8.92	8.94	12.67	12.01	8.87	7.63	10.98	10.19	7.54	5.23	6.74	6.2	3.5	

资料来源：公司资料，中银国际研究

前3季度下游行业需求疲弱

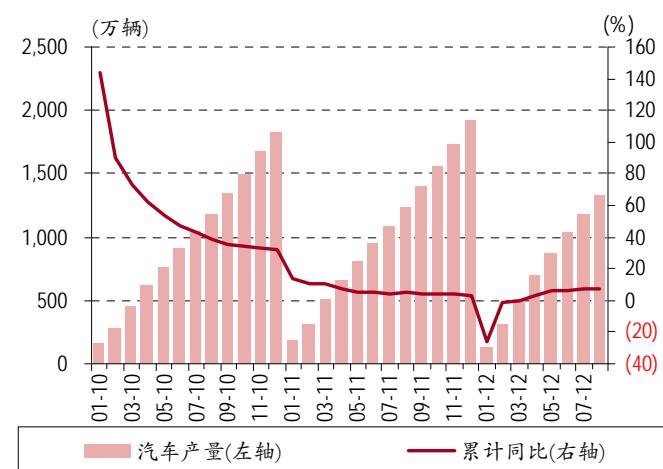
前3季度公司产品的主要下游行业汽车行业，机械行业，铁路设备行业都表现较弱。尤其值得注意的是，公司产品用在商用车和工程机械行业上的比例不低，而这两个子板块今年表现尤为弱势。数据显示今年1-9月，汽车累计总销量同比增长3.4%至1,409万辆，其中乘用车累计增长6.9%，商用车累计下降8.8%。而今年以来工程机械行业增长缓慢，挖掘机等部分子行业出现大幅下滑。数据显示，起重机、挖掘机和混凝土机械行业1-8月产量分别累计增长14.5%、-34%和0.5%。根据中银国际研究机械组预测12年工程机械子板块销售增速预计同比下降10%。此外今年年初以来铁路投资的下降对公司影响较大。铁路投资累计完成额为1,880亿元，同比下降32%。

图表5. 月度汽车产量



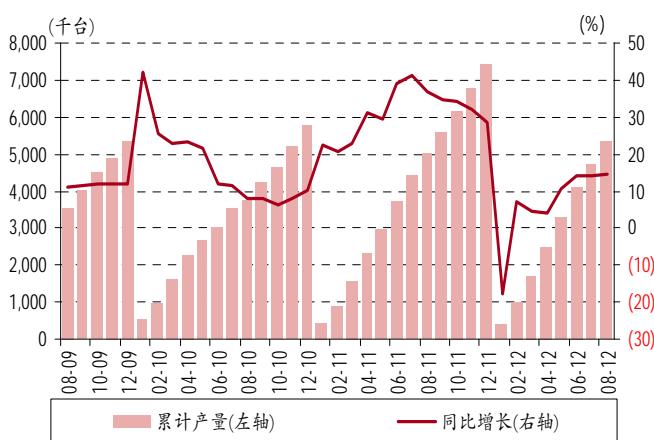
资料来源：国家统计局、中银国际研究

图表6. 累计汽车产量同比增速(%)



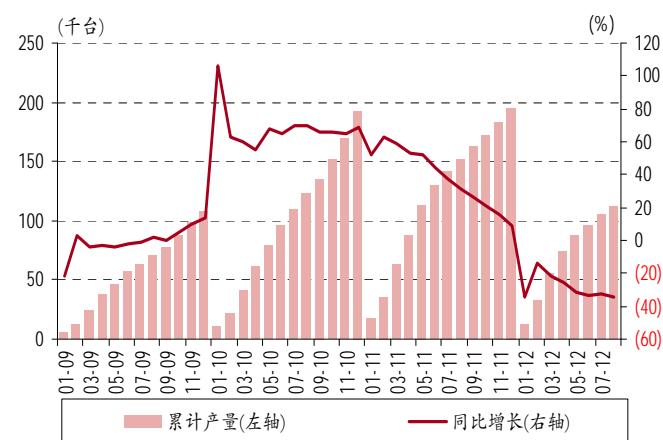
资料来源：国家统计局、中银国际研究

图表7. 起重机产量



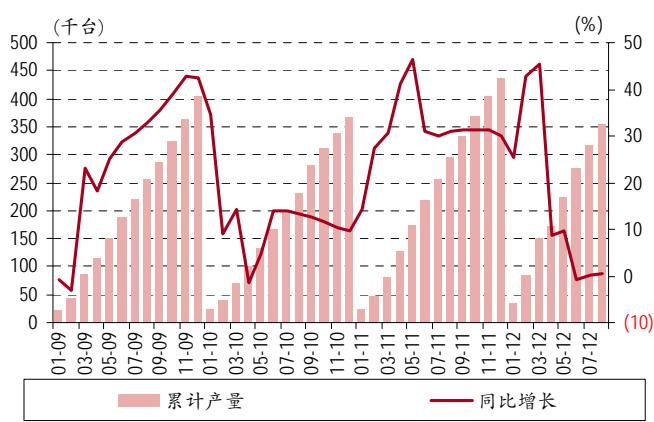
资料来源：万得资讯、中银国际研究

图表8. 挖掘机产量



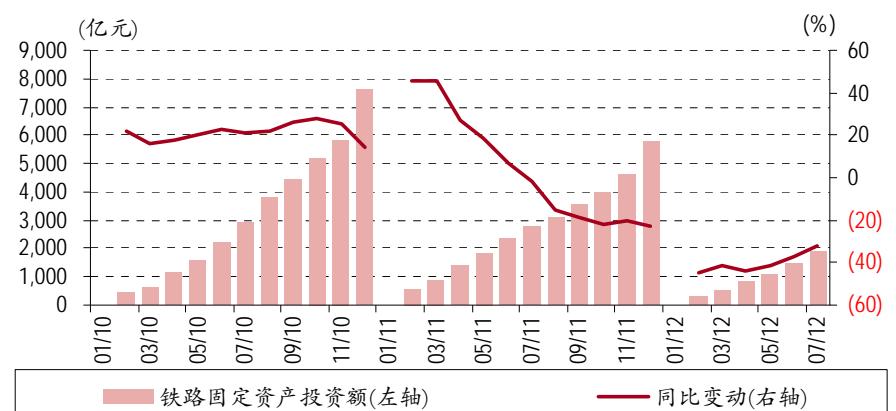
资料来源：万得资讯、中银国际研究

图表9. 混凝土机械产量



资料来源：万得资讯、中银国际研究

图表 10. 铁路投资数据



资料来源：国家统计局，中银国际研究

图表 11. 公司新投资特钢冶炼项目列表

项目名称	投资额	生产产品及产能	建设情况
特殊钢锻造工程项目			
45MN 快锻生产线		生产模具钢、超高强度钢、高温合金钢和合结钢、不锈钢、合工/轧辊用钢、轴承钢和军工钢。	45MN 已生产；16MN 投产
16MN 精锻生产线		45MN 产能 3.5 万吨；16MN 产能 4.5 万吨。	
合计	4.98 亿	合计产能 8 万吨	
真空特殊冶炼，锻造和辗环生产线项目			
真空特殊冶炉	8,000 万		已试生产
20MN 快速锻造项目	3,000 万		已生产
辗环项目（2.5 米辗环机和 5 米辗环机）	5,600 万	生产环件和套件	11 年 2.5M 镊环机生产 2,300 余吨，5 米 镊环机投产
合计	1.66 亿		

资料来源：公司资料，中银国际研究

明后年增长来自于传统产品需求恢复以及高端产品释放

我们认为明后年的增量，主要来自于：1) 铁路投资以及基建投资提升带动的商用车，工程机械设备以及铁路设备相关特钢产品的需求的恢复。铁道部近期的内部会议上提出铁路投资最新计划：今年的铁路固定资产投资规模已经上调至 6,300 亿元，预计今年的基本建设规模为 5,200 亿元左右；同时铁路的“十二五”规划投资规模未遭到缩减，根据规划，“十二五”期间，铁路固定资产投资的规模为 2.8 万亿。铁路投资上调，相关设备以及材料的需求将有所恢复。此外，今年 5 月到 9 月发改委加快基建投资审批速度，随着基建项目的陆续开建，相关工程机械以及商用车以及其上游材料产品的需求也将有所回暖。2) 高端特钢产品的进一步释放所带来的整体价格水平的提高以及毛利率的提升。公司锻造项目的达产和达效将推动高端产品的不断释放，同时从毛利来看，锻造产品的毛利要强于普通轧材。

下调盈利预测及目标价，下调评级至持有

由于3季度产品价格下降幅度和毛利率收窄幅度高于我们预期，我们将12-14年盈利预测分别下调34%、36.2%和37.7%至0.50元、0.52元和0.54元。中长期来看，我们仍看好公司发展前景，这主要是由于：1)特钢行业作为“十二五”重点发展行业将受益于政府重点扶持；2)同时未来铁路投资提速以及随着基建项目的推进公司产品市场需求将有所恢复；3)公司锻造项目提前实现达产达效将推动高端产品的不断释放；4)此外作为优秀的民营企业公司的经营机制灵活。但短期来看，由于公司业绩承压，基于15.4倍的2013年市盈率，我们将公司的目标价由10.40元下调至8.00元，同时我们下调公司的评级至持有。

图表8. 公司产品价格预测假设（元/吨）

	2011	2012E	2013E	2014E
弹簧钢	6,650	6,184.5	6,061	6,061
原来预测变化 (%)		(3)	(2)	0
目前预测变化 (%)		(7)	(2)	0
轴承钢	6,200	6,200	6,386	6,513.72
原来预测变化 (%)		3	3	0
目前预测变化 (%)		0	3	2
碳结碳工钢	5,260	4,944.4	4,846	4,846
原来预测变化 (%)		(2)	(2)	0
目前预测变化 (%)		(6)	(2)	0

资料来源：中銀國際研究预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	7,893	9,262	8,804	8,797	8,868
销售成本	(7,085)	(8,483)	(8,372)	(8,354)	(8,417)
经营费用	(187)	(194)	(216)	(216)	(215)
息税折旧前利润	621	585	217	227	236
折旧及摊销	(153)	(163)	(230)	(231)	(232)
经营利润(息税前利润)	775	749	447	458	468
净利润收入/(费用)	(8)	(30)	9	8	8
其他收益/(损失)	28	99	40	40	40
税前利润	642	654	266	275	284
所得税	(80)	(69)	(40)	(41)	(42)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	562	585	226	234	241
核心净利润	562	585	226	234	241
每股收益(人民币)	1.250	1.302	0.503	0.521	0.537
核心每股收益(人民币)	1.250	1.302	0.503	0.521	0.537
每股股息(人民币)	0.500	0.400	0.199	0.207	0.213
收入增长(%)	42	17	(5)	(0)	1
息税前利润增长(%)	n.a.	(6)	(63)	5	4
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(3)	(40)	3	2
每股收益增长(%)	n.a.	4	(61)	4	3
核心每股收益增长(%)	n.a.	4	(61)	4	3

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	642	654	266	275	284
折旧与摊销	153	163	230	231	232
净利润利息费用	8	30	(9)	(8)	(8)
运营资本变动	(430)	(331)	(689)	(1,051)	(1,418)
税金	(80)	(69)	(40)	(41)	(42)
其他经营现金流	166	61	489	936	1,294
经营活动产生的现金流	458	509	248	342	341
购买固定资产净值	(266)	(129)	(8)	(10)	(10)
投资减少/增加	18	12	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(248)	(117)	(8)	(10)	(10)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	180	(180)	0	0	0
支付股息	(225)	(180)	(90)	(93)	(96)
其他融资现金流	(23)	136	23	25	23
融资活动产生的现金流	(75)	(251)	(86)	(85)	(88)
现金变动	135	141	154	248	243
期初现金	143	278	419	573	820
公司自由现金流	210	395	240	333	331
权益自由现金流	382	185	221	315	316

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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	278	419	573	820	1,064
应收帐款	616	552	528	616	709
库存	1,138	1,009	1,256	1,504	1,768
其他流动资产	167	106	104	104	105
流动资产总计	2,199	2,086	2,461	3,044	3,645
固定资产	1,805	2,233	2,033	1,827	1,616
无形资产	28	27	25	24	23
其他长期资产	506	355	336	322	312
长期资产总计	2,338	2,615	2,394	2,173	1,951
总资产	4,537	4,701	4,855	5,217	5,596
应付帐款	946	762	753	752	758
短期债务	5	5	0	0	0
其他流动负债	818	989	1,019	1,241	1,470
流动负债总计	1,769	1,756	1,772	1,993	2,227
长期借款	180	0	0	0	0
其他长期负债	49	47	47	47	47
股本	449	449	449	449	449
储备	2,090	2,450	2,584	2,724	2,867
股东权益	2,539	2,899	3,034	3,173	3,317
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	4,537	4,701	4,855	5,217	5,596
每股帐面价值(人民币)	5.65	6.45	6.75	7.07	7.39
每股有形资产(人民币)	5.59	6.39	6.70	7.02	7.34
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.33)	(0.99)	(1.00)	(1.00)	(1.00)

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(%)	9.8	8.1	5.1	5.2	5.3
息税前利润率(%)	7.9	6.3	2.5	2.6	2.7
税前利润率(%)	8.1	7.1	3.0	3.1	3.2
净利率(%)	7.1	6.3	2.6	2.7	2.7
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.4	1.5	1.6
利息覆盖率(倍)	82	19	(25)	(28)	(29)
净权益负债率(%)	44.0	38.3	37.5	39.1	40.6
速动比率(倍)	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
估值					
市盈率(倍)	6.3	6.0	15.7	15.2	14.7
核心业务市盈率(倍)	6.3	6.0	15.7	15.2	14.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	6.4	6.1	16.0	15.5	15.0
市净率(倍)	1.4	1.2	1.2	1.1	1.1
价格/现金流(倍)	7.7	6.9	14.2	10.3	10.3
企业价值/息税折旧前利润率(倍)	5.5	5.3	6.6	5.9	5.3
周转率					
存货周转天数	52.6	39.8	52.1	62.4	72.8
应收帐款周转天数	9.2	10.9	11.0	14.6	18.3
应付帐款周转天数	48.7	32.8	32.9	32.9	32.9
回报率					
股息支付率(%)	40	31	40	40	40
净资产收益率(%)	22.1	20.2	7.4	7.3	7.2
资产收益率(%)	12.4	12.4	4.6	4.4	4.3
已运用资本收益率(%)	17.1	14.2	5.1	5.1	5.0

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