



买入

13% ↑

目标价格: 人民币 43.00

原目标价格: 人民币 41.00

600547.CH

价格: 人民币 38.14

目标价格基础: 22倍13年市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

- 3季度盈利大幅低于预期
- 上调13-14金价假设, 下调12-13年盈利预测
- 上调目标价格
- 收购新矿, 将胶东百吨黄金基地建设

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	35	(9)	15	(1)
相对新华富时A50指数	38	(6)	20	14

发行股数(百万)	1,423
流通股(%)	49
流通股市值(人民币 百万)	54,276
3个月日均交易额(人民币 百万)	395
净负债比率(%) (2012E)	22
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10月30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

山东黄金

12年3季度盈利大幅低于预期, 未来将参与胶东百吨黄金基地建设

山东黄金公告12年3季度净利润同比大幅下降33%至4.3亿元(每股收益0.302元)。环比看, 3季度净利润环比大幅下跌45.5%, 而3季度国内金价环比上升了近2.7%; 另外, 3季度末公司存货减少, 因此估计公司并未多储存产品。在这种情况下, 公司3季度盈利环比大幅下跌超出我们预期, 因此3季度盈利大大低于预期。我们估计这可能是由于公司的生产成本和管理费用在3季度大幅增加。12年3季度管理费用为4.62亿元, 同比大幅增加43%, 较2季度上升15.2%。从过去几年情况看, 公司在4季度的管理费用是全年中最高的, 因此我们估计未来公司的管理费用仍有可能继续增长。此外, 3季度财务费用同比大幅增加42%。公司公告以自有资金4.904亿元收购福建省政和县源鑫矿业80%的股权, 公司储量将相应增加10.94吨。目前公司正与山东黄金集团进行会商, 进行胶东百吨黄金基地建设的前期准备工作。由此可见, 公司未来储量和矿产产量的增长空间巨大。由于9月后全球推出的宽松货币政策, 我们将2013-14年的金价假设分别上调了4.6%和5.7%。虽然如此, 由于公司3季度业绩大幅低于我们预期, 我们将2012-13年净利润预测分别下调10.8%和3.8%。由于上调了公司的估值基础, 我们将目标价由41.00元小幅上调至43.00元, 维持对该股的买入评级。

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

■ 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的增长潜力。基于公司基本面在未来2-3年内有望持续改善, 我们认为, 该股应享有较高的估值。虽然我们下调了12-13年盈利预测, 但由于公司未来储量和产量的增长可能会好于我们预期, 因此我们将公司的估值基础上调10%至22倍13年市盈率, 对应的目标价格为43.00元。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	42,840	45,072	41,740
变动(%)	35	25	9	5	(7)
净利润(人民币 百万)	1,223	1,902	2,541	3,046	2,984
全面摊薄每股收益(人民币)	0.859	1.337	1.785	1.974	1.934
变动(%)	63.4	55.5	33.5	10.6	(2.0)
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.757	2.134	2.431
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	2.002	2.05	1.93
调整幅度(%)	-	-	(10.8)	(3.8)	0.0
核心每股收益(人民币)	0.859	1.337	1.785	1.974	1.934
变动(%)	63.4	55.5	33.5	10.6	(2.0)
全面摊薄市盈率(倍)	44.4	28.5	21.4	19.3	19.7
核心市盈率(倍)	44.4	28.5	21.4	19.3	19.7
每股现金流量(人民币)	1.96	1.35	2.40	2.65	2.57
价格/每股现金流量(倍)	19.5	28.1	15.9	14.4	14.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.0	16.1	12.4	11.3	11.4
每股股息(人民币)	0.133	0.200	0.286	0.526	0.516
股息率(%)	0.3	0.5	0.7	1.4	1.4

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3季度净利润环比大跌45.5%，低于我们预期

山东黄金公告12年1-9月净利润同比下降33%至18.4亿元(每股收益1.29元)。分季度看,3季度净利润同比大幅下降33%至4.3亿元(每股收益0.302元),盈利同比下降估计是由于3季度国内黄金平均价格同比下跌近4.3%。

环比看,3季度净利润环比大幅下跌了45.5%,而3季度国内金价环比上升了近2.7%;另外,3季度末公司存货达到4.8亿元,较上半年末存货减少1.66亿元,因此估计公司在3季度并未多储存产品。在这种情况下,公司3季度盈利环比大幅下跌超出我们预期。3季度盈利仅占我们全年盈利预测的15%,大大低于我们预期。我们估计这可能是由于3季度金价上升,矿石入选品位下降,从而使得公司的生产成本大幅增加,另外管理费用在3季度也大幅增加。

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	12年 3季度
246	262	268	295	296.5	316.1	352.8	345.9	345	329	338

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	12年 3季度
净利润(人民币,百万)	268	304	361	290	443	606	643	210	617	789	430
毛利率(%)	10.7	6.2	11.7	12.1	11.5	10.0	11	13	9.4	13.0	8.1

资料来源:公司数据

管理费用大幅增加,财务费用也上升

12年3季度管理费用为4.62亿元,同比大幅增加43%,较2季度上升15.2%。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,这使得无形资产摊销费用大幅增加。从过去几年情况看,公司在4季度的管理费用是全年中最高的,因此我们估计未来公司的管理费用仍有可能继续增长。

此外,3季度财务费用虽然环比下降了15%,但同比大幅增加42%至6,769万元,主要原因是今年银行借款增加。

收购福建金矿

山东黄金公告以自有资金4.904亿元收购自然人范顺生、林容彬、钟杭生、黄润明、吴云英所持有的福建省政和县源鑫矿业有限公司(源鑫矿业)合计80%的股权。源鑫矿业拥有一个采矿权和一个探矿权,分别是福建省政和县源鑫矿业有限公司东际金(银)矿区采矿权和东际矿区金(银)矿普查探矿权。

根据2012年8月由福州东鑫矿业技术有限公司编制的《福建省政和县东际矿区金(银)矿上部矿生产勘探暨下部补充详查地质报告》,以2012年6月30日为核实基准日,核实工作获得保有矿石量289.70万吨,金金属量10.94吨,平均品位3.78克/吨;银金属量117吨,平均品位40克/吨。该报告尚未经福建省国土资源评估中心评审,目前正在福建省国土资源厅办理储量评审备案手续。我们估计该矿山未来增储的潜力较大。

源鑫矿业是在产黄金矿山企业，主要产品为金精矿，于 2005 年投产，日处理矿石量约 400 吨。2011 年实现产值 1 亿，利润总额约 6,000 万元；2012 年上半年营业收入 5,665.97 万元、净利润 1,815.79 万元。假设按照年化的利润计算，我们估计公司收购该矿山的股权约合 15 倍左右市盈率，基本合理。此外，由于目前源鑫矿业生产规模较小，未来随着储量增加，规模提升空间也较大。完成源鑫矿业的收购后，我们估计公司的黄金储量可能达到近 392 吨。

与母公司会商进行“胶东百吨黄金基地”建设的前期准备

近年来，公司在胶东金矿集中区几条主要断裂成矿带上，在深部及超深部找矿方面获得重大突破，最深矿体控制深度达到 2,662 米，探明保有金属量和远景储量达 2,330 吨。而地处莱州湾畔的山东莱州的焦家地质断裂被发现富存大量黄金矿床。

目前，公司的母公司山东黄金集团是胶东地区黄金产能最大的企业，其黄金产量今年以来已跃居全国同行业第一。山东黄金集团为实现新战略目标“2015 年末进入中国 100 强，矿产金产量全国第一，黄金产量进入世界前十；2020 年进入世界 500 强，黄金产量进入世界前五”，决定将以焦家地质断裂为中心，在胶东半岛建设一个年产百吨的世界级黄金生产基地。该基地建成后，将超越澳大利亚纽克雷斯黄金矿业公司，成为世界五大黄金公司之一。

胶东百吨黄金基地规划建设工作于 2012 年 10 月 28 日正式启动。该基地虽然是山东黄金集团制定的黄金产业发展规划，但股份公司旗下的三山岛金矿、焦家金矿、新城金矿等矿山企业，在地理位置上处于胶东百吨黄金基地规划范围，公司公告目前正与山东黄金集团进行会商，进行胶东百吨黄金基地建设的前期准备工作。由此可见，公司未来储量和矿产金产量的增长空间巨大。

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 706 吨，几乎翻番，权益储量将增加 308 吨至 680 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 836.3 吨，权益储量达到 760.9 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。另外值得注意到是，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。

上调金价假设，但下调盈利预测

9 月后由于美国推出 QE3，欧洲和日本也采取了宽松的货币政策，这些措施有力地推高了金价。我们因此将 2013-14 年的金价假设分别上调了 4.6% 和 5.7%。

虽然如此，由于公司 3 季度的业绩由于成本和费用上升的原因大幅低于我们预期，因此我们将 2012-13 年净利润预测分别下调 10.8% 和 3.8%。

图表 3. 金价假设

(人民币/克)	2012E	2013E	2014E
原假设	347	339	306
新假设	343	354	324
调整幅度(%)	(1.0)	4.6	5.7

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，我们认为，该股应享有较高的估值。虽然我们下调了 12-13 年盈利预测，但由于公司未来储量和产量的增长可能会好于我们预期，因此我们将公司的估值基础上调 10% 至 22 倍 13 年市盈率，对应的目标价格为 43.00 元。我们维持对该股的 **买入** 评级。

图表 4.业绩摘要

(人民币, 百万)	11年3季度	12年3季度	同比变化%
销售收入	11,602	13,844	19
销售成本	(10,326)	(12,717)	23
营业税	(1)	(1)	166
毛利润	1,275	1,125	(12)
其他收入	0	0	n/a
分销费用	(7)	(10)	42
管理费用	(322)	(462)	43
其它经营费用	0	(3)	n/a
经营利润	946	650	(31)
财务费用	(48)	(68)	42
投资收入	(6)	3	n/a
其它非营业收入	(0)	3	n/a
税前利润	892	588	(34)
税金	(223)	(153)	(31)
少数股东权益	(26)	(5)	(83)
净利润	643	430	(33)
全面摊薄每股收益(元)	0.452	0.302	(33)
盈利能力 (%)			
毛利率	11.0	8.1	
经营利润率	8.2	4.7	
净利率	5.5	3.1	

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	42,840	45,072	41,740
销售成本	(28,409)	(34,957)	(37,213)	(38,742)	(35,756)
经营费用	(628)	(827)	(1,013)	(1,060)	(914)
息税折旧前利润	2,392	3,567	4,613	5,270	5,070
折旧及摊销	(486)	(671)	(782)	(860)	(919)
经营利润(息税前利润)	1,906	2,896	3,831	4,410	4,151
净利息收入/(费用)	(110)	(182)	(252)	(138)	(29)
其他收益/(损失)	(8)	(22)	(26)	(11)	35
税前利润	1,788	2,692	3,554	4,261	4,157
所得税	(491)	(710)	(906)	(1,086)	(1,060)
少数股东权益	(74)	(80)	(107)	(128)	(113)
净利润	1,223	1,902	2,541	3,046	2,984
核心净利润	1,223	1,902	2,541	3,046	2,984
每股收益(人民币)	0.859	1.337	1.785	1.974	1.934
核心每股收益(人民币)	0.859	1.337	1.785	1.974	1.934
每股股息(人民币)	0.133	0.200	0.286	0.526	0.516
收入增长(%)	35	25	9	5	(7)
息税前利润增长(%)	67	52	32	15	(6)
息税折旧前利润增长(%)	60	49	29	14	(4)
每股收益增长(%)	63	56	34	11	(2)
核心每股收益增长(%)	63	56	34	11	(2)

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	3,554	4,261	4,157
折旧与摊销	486	671	782	860	919
净利息费用	110	182	252	138	29
运营资本变动	334	(1,138)	(406)	(193)	(18)
税金	73	(479)	(766)	(958)	(1,079)
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	3,415	4,094	3,968
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)	(305)	(609)
其他融资现金流	43	285	(827)	(138)	(29)
融资活动产生的现金流	1,044	279	(1,753)	3,235	(1,009)
现金变动	416	0	(150)	83	1,682
期初现金	401	817	817	667	750
公司自由现金流	(623)	(271)	1,613	(3,142)	2,712
权益自由现金流	332	(326)	639	(5,132)	2,291

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	667	750	2,432
应收帐款	25	13	16	17	16
库存	254	875	952	1,127	1,193
其他流动资产	696	1,628	2,058	2,634	2,979
流动资产总计	1,791	3,333	3,693	4,528	6,619
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	14,051	20,796	22,776
应付帐款	502	807	859	895	826
短期债务	1,890	2,253	1,483	742	371
其他流动负债	770	1,624	1,317	1,479	1,410
流动负债总计	3,162	4,684	3,659	3,115	2,606
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	6,575	14,716	17,090
股东权益	3,888	5,671	7,998	16,259	18,633
少数股东权益	698	727	834	962	1,075
总负债及权益	9,583	12,661	14,051	20,796	22,776
每股帐面价值(人民币)	2.73	3.98	5.62	10.54	12.08
每股有形资产(人民币)	0.44	1.76	3.06	4.64	6.35
每股净负债/(现金)(人民币)	1.65	1.74	1.35	(0.01)	(1.34)

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	10.8	11.7	12.1
息税前利润率(%)	6.1	7.4	8.9	9.8	9.9
税前利润率(%)	5.7	6.8	8.3	9.5	10.0
净利率(%)	3.9	4.8	5.9	6.8	7.1
流动性					
流动比率(倍)	0.6	0.7	1.0	1.5	2.5
利息覆盖率(倍)	16.5	15.2	14.7	29.8	83.0
净权益负债率(%)	51.1	38.7	21.7	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.5	0.5	0.7	1.1	2.1
估值					
市盈率(倍)	44.4	28.5	21.4	19.3	19.7
核心业务市盈率(倍)	44.4	28.5	21.4	19.3	19.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	50.0	32.2	24.1	21.8	22.2
市净率(倍)	14.0	9.6	6.8	3.6	3.2
价格/现金流(倍)	19.5	28.1	15.9	14.4	14.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.0	16.1	12.4	11.3	11.4
周转率					
存货周转天数	4.2	5.9	7.8	8.4	10.1
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	7.1	7.1	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	37.2	25.1	17.1
资产收益率(%)	17.4	19.2	21.4	18.9	14.2
已运用资本收益率(%)	29.3	33.3	36.4	30.1	21.9

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

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