

将受益于干散货运价周期复苏

核心观点：

● 干散货运价周期触底

我们认为干散货运价周期目前处于历史底部，周期将在未来 2-3 年持续向上。行业供给已经开始优化，在需求缓慢复苏的背景下，行业运价将受益于库存周期而逐渐抬升。

● 中远航运业绩与干散货运价相关

中远航运的盈利周期由其多用途/重吊船队主导。因这类船舶超过 50% 的收入来自散杂货运输，我们预计船型运价将受益于 BDI 的上涨而逐步回暖，推动公司盈利回升。

● BDI 低位复苏将带来盈利弹性

中远航运在 2012 年仍实现了盈亏平衡，我们认为公司的业绩将受益于干散货运价的周期性复苏。我们的弹性测算显示，多用途船和重吊运价每上升 10%，将为公司增加 0.07 元的 2013 年 EPS。

● 估值相对安全

尽管因船舶使用率不高，需求较弱，BDI 反弹的时点难以把握，但公司的估值水平仅 1.09x 2013 年 PB，我们认为这一估值水平与市场及行业估值相比相对安全。

● 上调盈利预测，上调评级至“推荐”

我们上调公司 2013/14 盈利预测至 0.08/0.13 元，上调公司评级至“推荐”。我们建议投资者买入公司并持有 2-3 年。

● 投资风险

公司的投资风险在于宏观经济的系统性风险及收购广远资产后整合成本的不确定性。

主要财务指标

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	5,163	6,305	7,488	8,444
EBITDA(百万元)	304	418	680	862
收入增长率%	17.2%	22.1%	18.8%	12.8%
净利润(百万元)	167	20	140	215
摊薄 EPS(元)	0.09	0.01	0.08	0.13
PE	48.8	380.3	53.1	34.5
EV/EBITDA(X)	29.1	21.2	13.0	10.3
PB	1.12	1.11	1.09	1.06
ROIC	0.3%	1.3%	2.5%	3.2%
总资产周转率	0.44	0.48	0.53	0.56

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

中远航运（600428.SH）

推荐 上调评级

分析师

范倩蕾

☎：0755-83471963

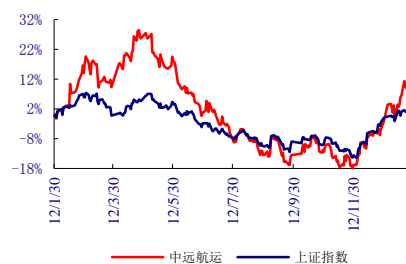
✉：fanqianlei@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512090005

市场数据 时间 2013.02.15

A 股收盘价(元)	4.46
A 股一年内最高价(元)	5.29
A 股一年内最低价(元)	3.27
上证指数	2432.40
市净率	1.14
总股本(万股)	169044.64
实际流通 A 股(万股)	169044.64
流通 A 股市值(亿元)	75.39

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

我们认为航运子行业中干散货将最早迎来周期的复苏,因供给的迅速优化。我们推荐中远航运,主要逻辑在于:

中远航运的业绩波动由多用途船和重吊船的周期主导,而多用途船及重吊船的运价周期与干散货运价周期高度相关。我们判断干散货运价处于周期底部,周期将在未来 2-3 年持续复苏,而在市场底部实现盈亏平衡的中远航运将在运价低位复苏的过程中体现盈利的弹性。

我们预测公司 2013-14 年的 EPS 为 0.08/0.13 元,基于运价缓和复苏 10% 左右的保守预期。多用途和重吊船运价每提升 10%, 将带来 0.07 元的盈利弹性。

目前公司的估值约 1.09x 2013 年 PB, 远低于市场 1.71x 和交运行业 1.36x 的估值水平。我们认为公司在目前的时点业绩的下行风险有限, 估值具有上升空间。上调评级至“推荐”。

我们与市场不同的观点:

与市场认识不同, 我们认为 1) 公司的业绩表现具有强周期性; 2) 多用途船运价不存在独立周期, 而受到干散货运价及集装箱运价的影响, 因此公司将受益于干散货运价周期的复苏。

估值与投资建议:

我们略上调公司 2013-14 年的 EPS 至 0.08/0.13 元, 基于行业复苏的基本假设。目前公司的估值相当于 1.1x PB。目前上证 A 股的估值水平约 1.71x PB, 交运行业估值水平约 1.36x。

我们上调公司的投资评级至“推荐”, 因 1) 公司相关行业处于周期的底部, 未来 2-3 年周期将持续复苏; 2) 目前 BDI 处于历史低位, 公司仍然维持盈亏平衡。未来公司业绩将受益于干散货运价的低位反弹; 3) 目前公司的估值相对便宜, 业绩下行风险有限。我们建议投资者买入中远航运并持有 2-3 年。

股价表现的催化剂:

公司股价表现的催化剂来自 1) BDI 运价指数上升; 2) 全球海工建设订单及半潜船运输需求回暖; 3) 中国海外投资建设回暖。

主要风险因素:

公司的投资风险在于 1) 系统性风险: 中国经济及全球经济复苏停滞或经济持续下滑; 2) 业绩风险: 整合广州远洋资产后整合的管理成本大幅增加或广远船队产生大幅经营亏损。

目 录

干散货运价周期触底，13-15 年将逐步复苏	3
运价周期触底	3
供给调整先行	4
需求同比回暖，运价周期向上	5
中远航运：受益于干散货周期复苏	7
定位特种船市场	7
业务具有强周期性，多用途船贡献主要业绩弹性	8
多用途船与干散货船运价周期密切相关	9
盈亏平衡点低于干散货，将受益于 BDI 低位反弹	11
盈利预测及投资评级	12
盈利预测	12
敏感性分析	12
公司估值及投资评级	12
投资风险	13
附录	14
公司财务预测表	14
插图目录	15

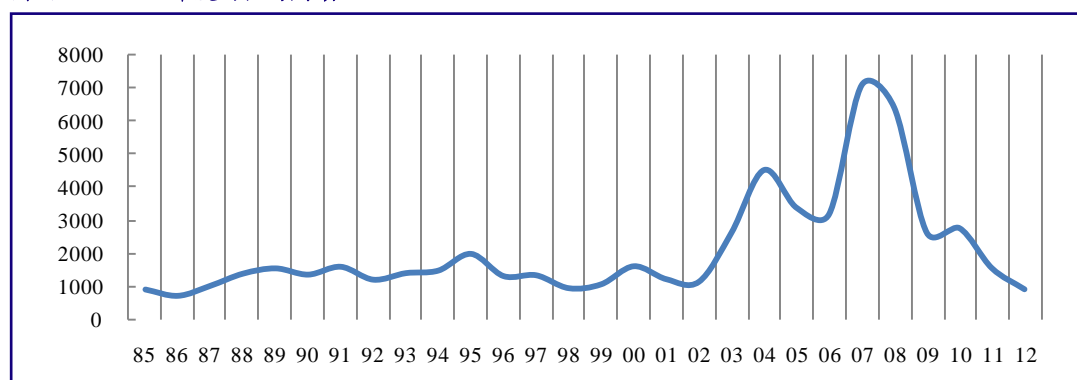
干散货运价周期触底，13-15 年将逐步复苏

运价周期触底

运价自 2010 年以来持续向下调整

2012 年，BDI 均值 920 点，同比下滑超过 40%。2012 年 1 月 BDI 均值 771 点，高于 2008 年以来的低点仅 20%。从 BDI 的历史波动来看，其运价波动的周期在 3-5 年。我们认为 2013 年运价均值相对 2012 年继续下滑的概率不高，运价周期触底。

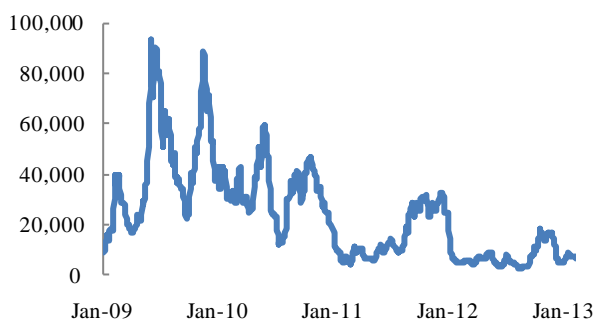
图1、 BDI 年度均值与周期



资料来源: Clarksons, 中国银河证券研究部

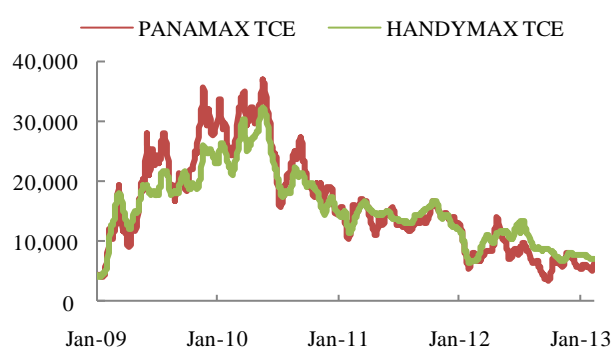
尽管供需失衡带来的运价压力在大船市场表现的更为严重，但由于需求的溢出，小船的运价亦受到巨大冲击。

图2、 波罗的海指数 – Capesize 船型 TCE



资料来源: Clarksons, 中国银河证券研究部

图3、 波罗的海指数 – Panamax 和 Handymax 船型 TCE



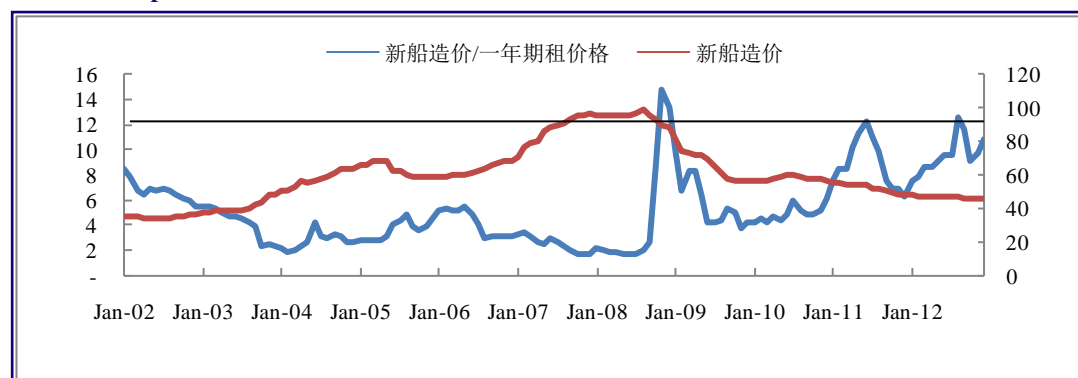
资料来源: Clarksons, 中国银河证券研究部

各船型新船期租回报率持续下滑

我们用各船型的新船造价与一年期期租收入之比测算新造船的期租回报水平。对 Capesize 船而言，期租回报已经接近 11 年以来的低点。对 Handysize 型散货船，忽略 2008 年船价飙升

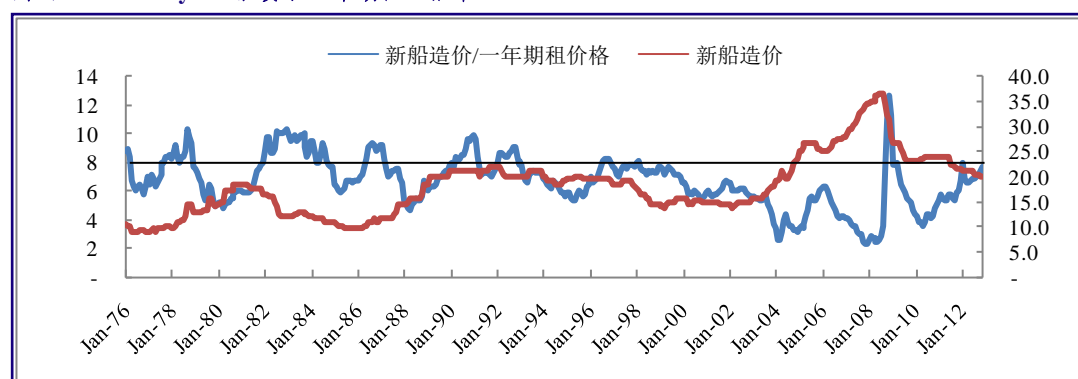
带来的影响，一年期租回报率已接近 1996 年以来的新低。新船期租回报的下滑，意味着尽管船价已经一再下调，但期租运价的下滑幅度更大，船东需要更长的时间才能够收回新造船舶的投资。按照目前的新船造价和一年期租运价，不考虑融资成本，Capesize 船东需要 11 年才能收回船舶投资，而 Handysize 船东则需要接近 8 年。

图4、 Capesize 散货船一年期租回报率



资料来源: Clarksons, 中国银河证券研究部

图5、 Handysize 散货船一年期租回报率



资料来源: Clarksons, 中国银河证券研究部

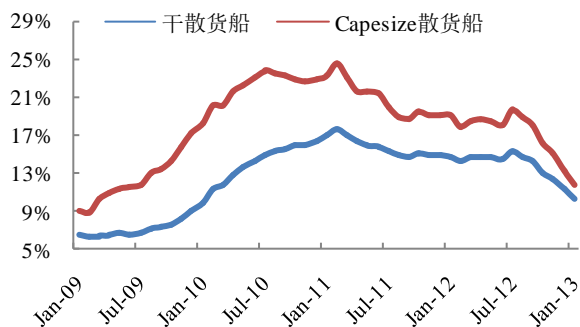
我们认为低迷的新船回报水平将抑制船东投资新船的冲动，减缓订单的大幅增加。

供给调整先行

供给增速迅速下行

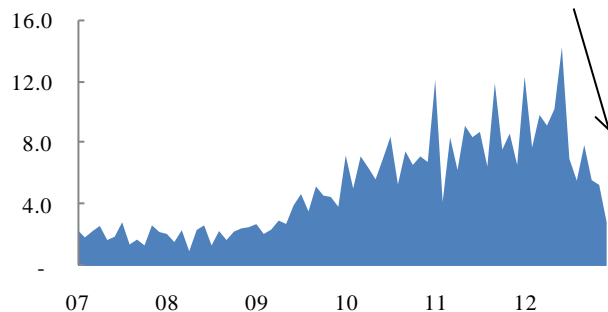
我们在干散货行业的年度策略中曾经提到，干散货子行业的供给调整将推动行业周期的复苏。从月度运力同比增速来看，散货运力供给调整已经开始进行。我们预计 2013-2014 年行业供给的增速将持续放缓。这意味着，未来 1-2 年行业的供给将持续优化。

图6、 散货船型运力增速下滑



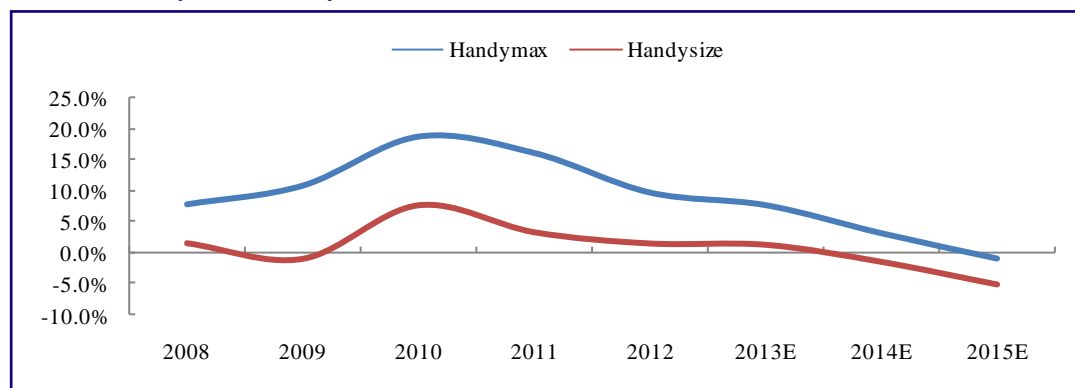
资料来源: Clarksons, 中国银河证券研究部

图7、 干散货船月度交付迅速下滑



资料来源: Clarksons, 中国银河证券研究部

图8、 Handymax 和 Handysize 散货船供给增速预测

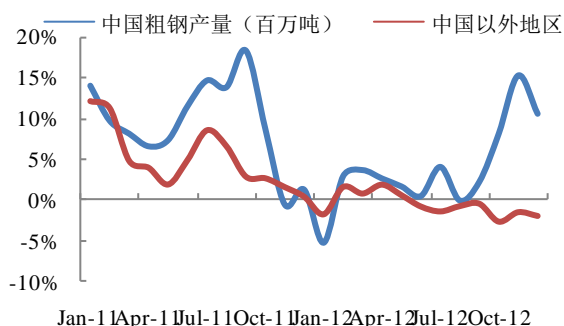


资料来源: Clarksons, 中国银河证券研究部

需求同比回暖，运价周期向上

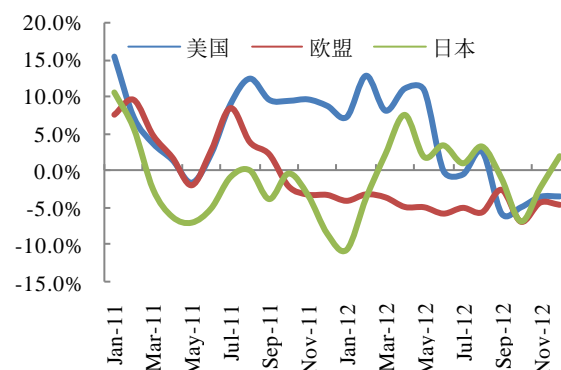
我们的钢铁研究认为，2013 年全球生铁产量增速将较 2012 年小幅回暖；我们认为在中国经济及全球经济缓慢复苏的背景下，全球干散货需求增速将同比小幅提升。目前，BDI 处于 750 点左右的水平，我们预计 2013 年 BDI 均值回归至 1400 点，同比提升 50%。

图9、 中国及中国以外地区粗钢产量增速



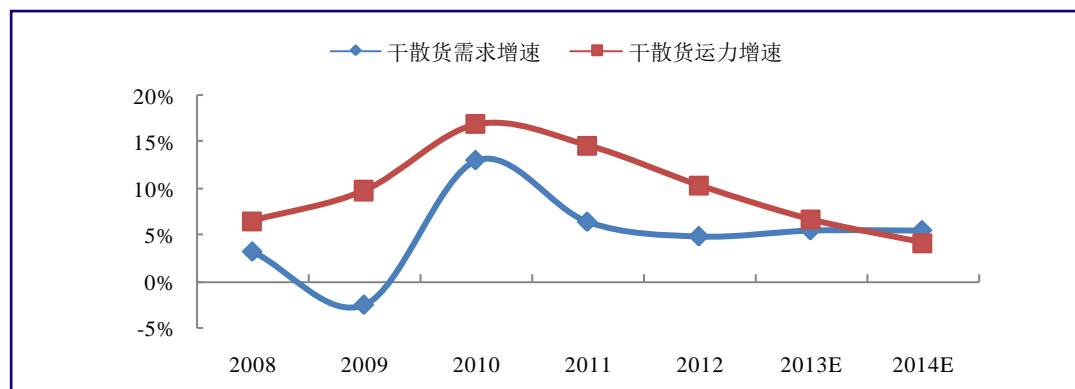
资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部

图10、 部分国家粗钢产量增速



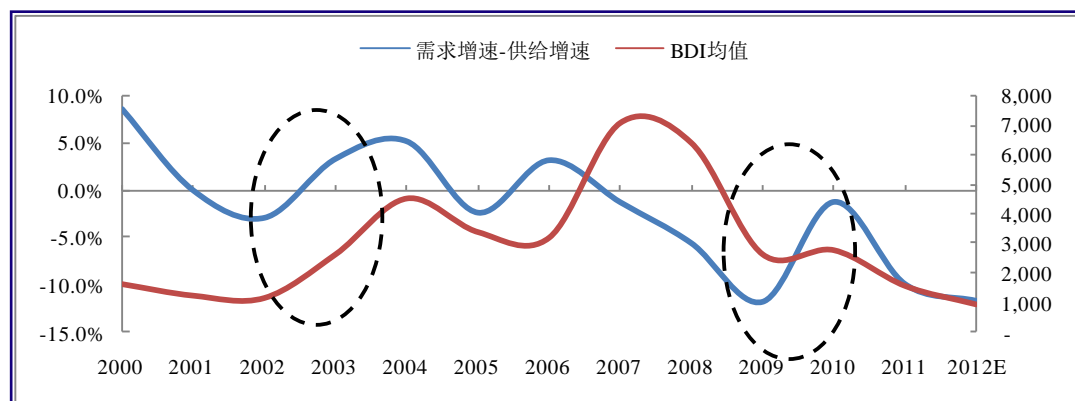
资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部

图11、 干散货运力供需增速及预测 (2008-2014E)



资料来源: Clarksons, 中国银河证券研究部

图12、 干散货运力供需差与 BDI 均值增速



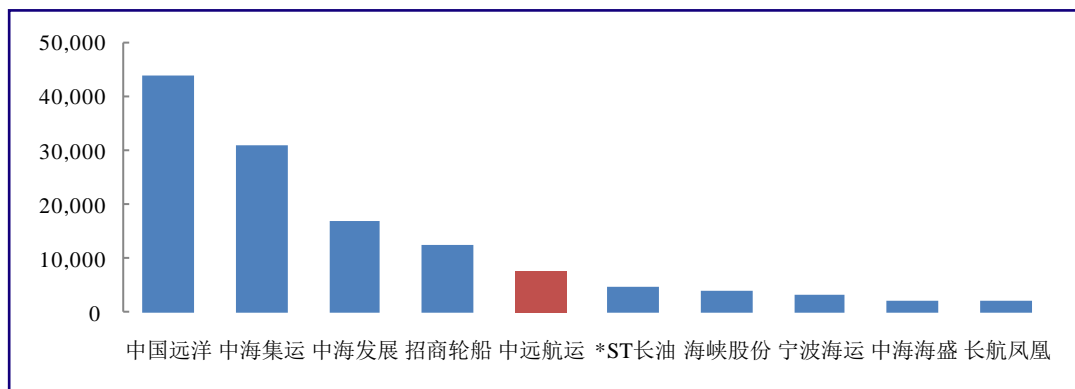
资料来源: Clarksons, 中国银河证券研究部

中远航运：受益于干散货周期复苏

定位特种船市场

不同于在大宗散货和集装箱市场上参与全球竞争的航运公司,中远航运的主要业务范围定位于特种船运输。其业务范围包括多用途船、重吊船、半潜船、汽车船等。公司船队规模约156万载重吨,总市值约75亿。

图13、 部分航运上市公司市值（百万元）



资料来源：WIND，中国银河证券研究部

我们认为特种船是杂货船型的升级，通过对装卸方式、货舱设计等领域的技术改进，为无法集装箱化的货物提供个性化的运输服务。中远航运的多用途船和重吊船在起吊能力、舱板设计、装货甲板等细节上的技术改进，使其具有更好的适货性和竞争力。

表1： 中远航运主要自有船型运力（截止2012年底）

船型	数量	载重吨（mdwt）	承运的主要货物
多用途船	50	1.09	机械设备、钢材、化工品、建材、精选矿、农产品
重吊船	12	0.30	电力设备、石油化工类设备、港口机械、小型船舶以及海上工程设备等重件货
半潜船	4	0.14	海上石油钻井平台、海上油气生产模块、集装箱桥吊、船舶、大型钢结构件
汽车船	3	0.04	汽车
合计	69	1.56	

资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

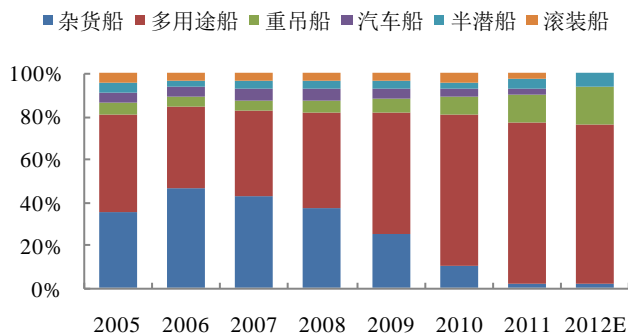
多用途/重吊船贡献主要收入

从船型营运天和船型收入来看，多用途和重吊船是公司经营的重点和主要收入贡献来源。2012年，我们估计多用途船和重吊船合计贡献了80%以上的营运天。历史上，这两种穿行合计贡献超过60%的航运收入。

相对于全球其他的多用途船/重吊船经营者，中远航运的竞争优势在于：更好的船舶适货

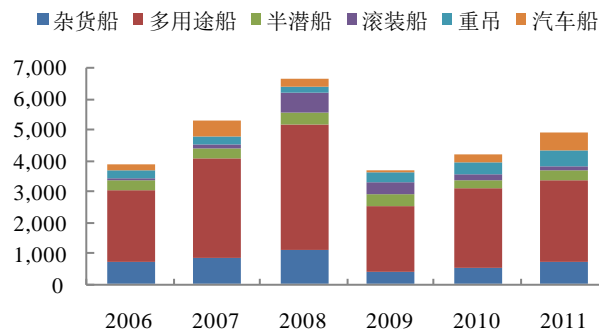
性、船队规模较大以支持其班轮化经营、熟悉中国市场以支持其对中国进出口货物的揽货。

图14、 中远航运船型营运天



资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

图15、 中远航运分船型收入

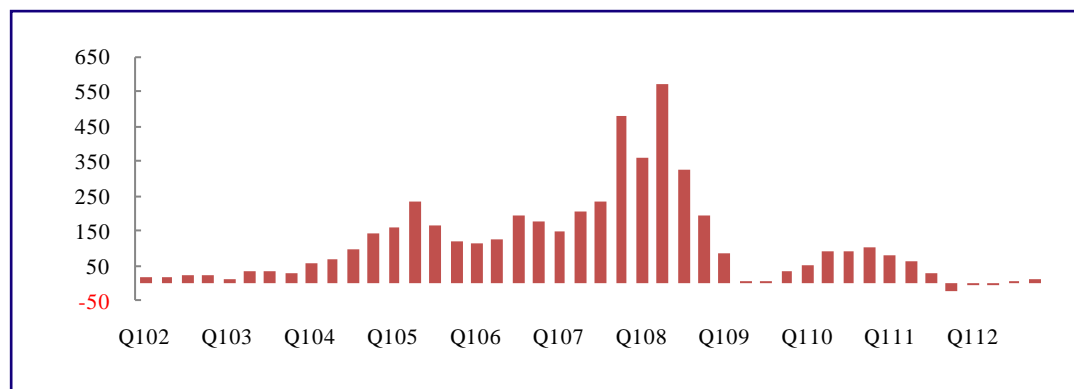


资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

业务具有强周期性，多用途船贡献主要业绩弹性

尽管其目标需求市场与传统航运市场有所区别，半潜船、重吊船的运价波动周期也与传统干散货运输市场有别，但主导公司估值的仍是其周期属性而非成长属性。其业绩具有强周期性。从历史数据来看，其业绩的波动周期也在3-5年。

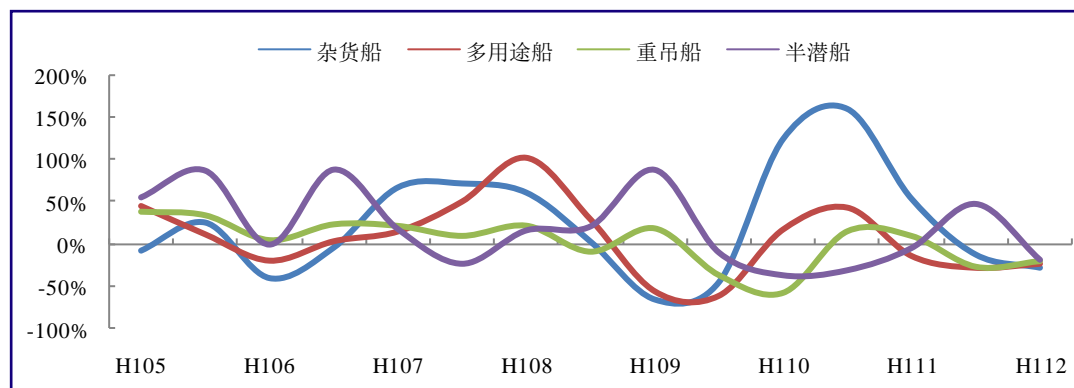
图16、 中远航运季度归属母公司所有者净利润（百万元）



资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

分船型的经营数据亦表现出其运价的波动性，同时，我们还观察到，除了半潜船，其他船型的运价波动节奏基本一致，而半潜船则略有滞后。从波幅来看，历史上运价同比波动50%-100%的时点并不罕见。

图17、 中远航运部分船型 TCE 运价同比波动

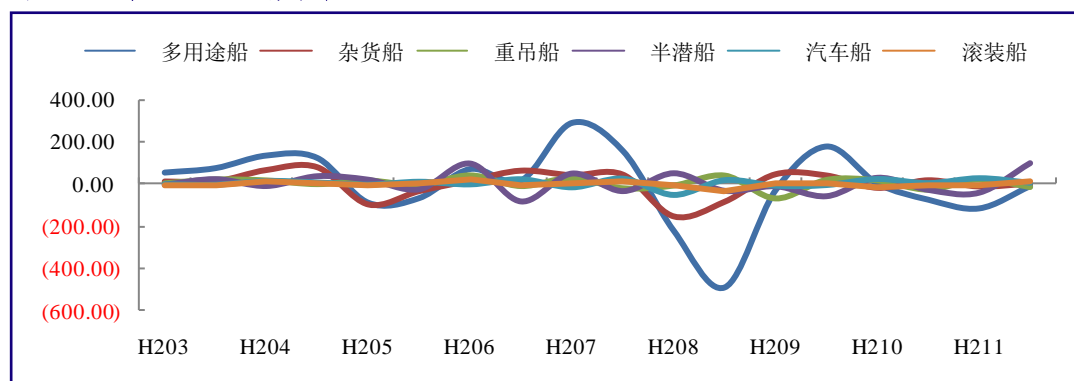


资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

业绩弹性主要由多用途船贡献

由于多用途船占有绝大多数的营运天和收入贡献比重，同时其运价的波动性亦较大，我们拆分的毛利变化显示，多用途船的毛利波动是影响公司毛利波动的主要因素。

图18、 中远航运业务半年度毛利环比变化（百万元）

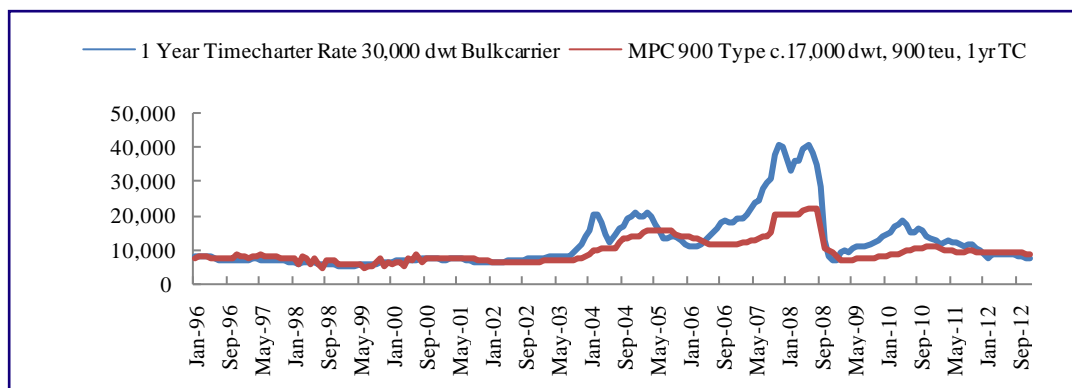


资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

多用途船与干散货船运价周期密切相关

我们观察到多用途船的运价周期与干散货船的运价波动密切相关。对中远航运而言，目前运输单价较高、公司议价能力较强的重型机械设备货物贡献多用途/重吊船船队的收入比重接近 40%。而船舶另 60% 的收入则来自于散杂货，这部分货物的运价受到干散货市场运价的影响，这也是多用途船运价周期与干散货运价周期存在一定相关性的原因所在。

图19、 多用途船一年期租与干散货船期租运价的相关性



资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

历史数据还显示，多用途船的期租价格弹性小于接近吨位的散货船，这是因为多用途船专注于细分和小宗货物市场，在运输效率上略有牺牲。

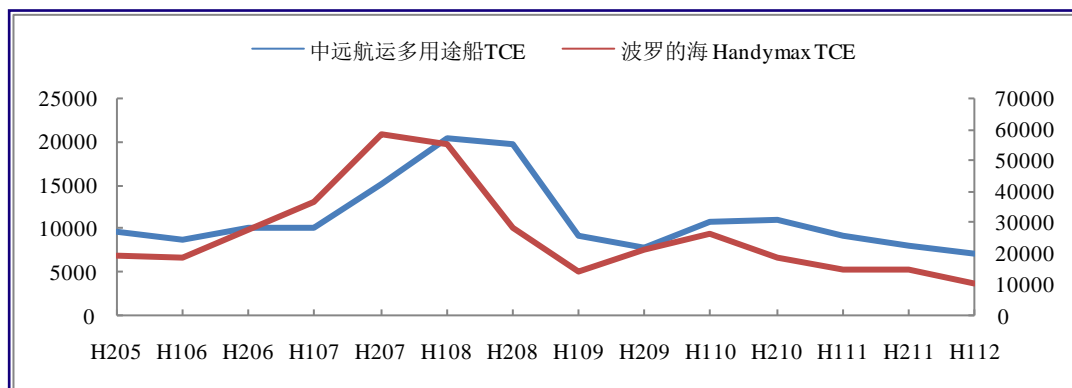
表2： 多用途/重吊船运输航次周期

航线	集装箱班轮	多用途/重吊船班轮
东亚 - 中东/红海	40-50 天	约 4 个月
远东 - 美洲航线	60-70 天	约 5 个月
东亚 - 欧洲/地中海	60-70 天	约 6 个月
东亚 - 非洲	50-60 天	2-3 个月
东南亚	约 1 周	1 个月

资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

公司的经营数据与即期市场运价的对比印证了我们对两者周期相关的判断。两周波动方向一致，多用途船的运价弹性相对较低。同时，公司运价 TCE 略滞后于干散货即期市场运价波动，这可能与需求的“溢出”有关：需求总是优先满足机动性更强的散货船供给，而这些船的运价上升后才拉升具有替代性的多用途船运价。

图20、 中远航运多用途船 TCE 与波罗的海大灵便船运价指数

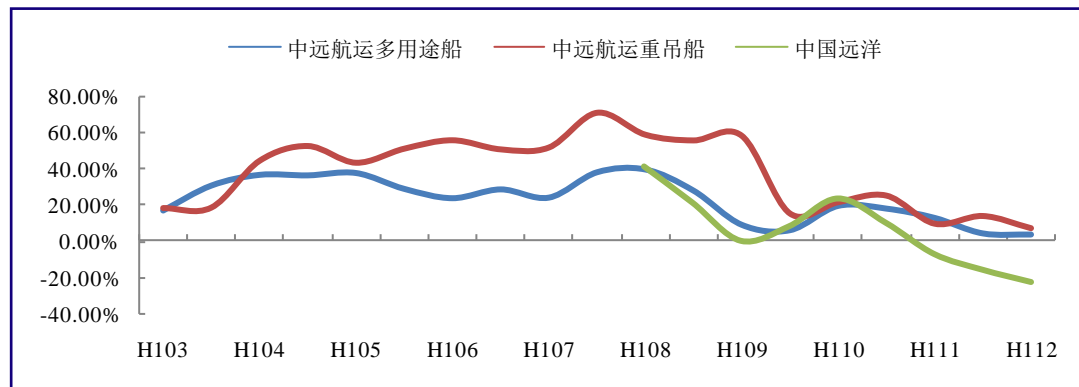


资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

盈亏平衡点低于干散货，将受益于 BDI 低位反弹

因其重型机械设备载货的单位收入高于散杂货，中远航运的多用途船和重吊船盈亏平衡对应的 BDI 点位较低。2011-12 年，同在干散货市场经营的中国远洋散货板块出现了严重亏损，而中远航运的多用途船和重吊船依然维持正盈利。

图21、 中远航运多用途/重吊船毛利率与远洋干散货业务毛利率



资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

我们认为中远航运的业绩将受益于 BDI 的低位反弹，因其在 2012 年仍维持盈亏平衡。BDI 和小船运价的反弹将推动其散杂货运价的上行，贡献业绩弹性。

盈利预测及投资评级

盈利预测

公司已经公布了 2012 年的业绩快报，2012 年公司实现 EPS0.011 元。我们略上调公司 2013-14 年的 EPS 至 0.08/0.13 元。基于我们对干散货子行业运价周期触底复苏拉动的多用途和重吊船价上涨的基本判断，我们的业绩预测采用了以下基本假设：

表3： 中远航运业绩预测运价假设

TCE 运价同比增速	2013	2014
多用途船	10.3%	5.0%
重吊船	8.2%	4.3%
半潜船	10.0%	10.0%
汽车船	12.0%	8.0%

资料来源：中国银河证券研究部

我们的盈利预测未考虑公司对广州远洋收购的整合可能产生的亏损，以及收购产生的潜在盈利的影响。

敏感性分析

我们的敏感性分析显示，多用途船的 TCE 运价每高于我们的预测 10%，将增加 2013 年 EPS0.05 元，重吊船的运价每高于我们的预测 10%，将增加 2013 年 EPS0.02 元。

表4： 中远航运业绩预测敏感性分析

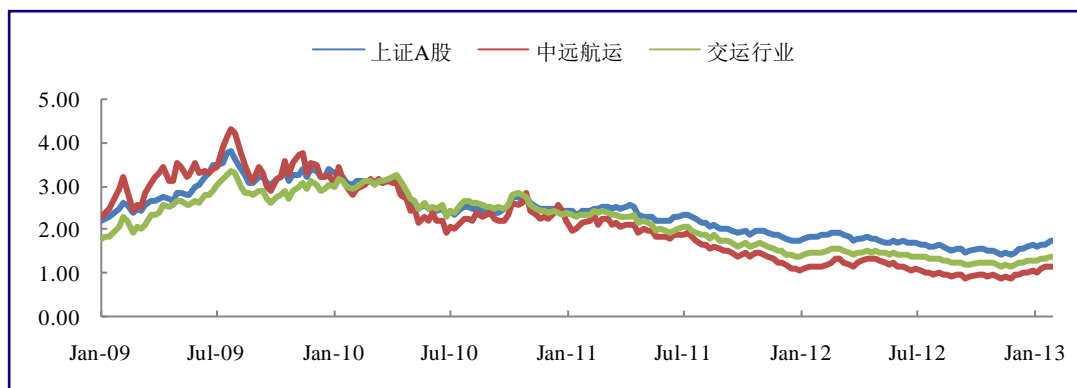
2013 年 TCE 运价假设	2013 年 EPS
多用途船运价+10%	0.13
重吊船运价+10%	0.10
半潜船运价+10%	0.09

资料来源：中国银河证券研究部

公司估值及投资评级

目前，公司的估值约相当于 1.1x 2013 年 PB，目前，上证 A 股和交运行业的平均估值分别为 1.71x 和 1.36x。我们调升公司的投资评级至“推荐”，因 1) 目前公司的估值相对安全；2) 公司相关行业处于周期的底部，未来 2-3 年周期将持续复苏；3) 目前 BDI 处于历史低位，公司仍然维持盈亏平衡。未来公司业绩将受益于干散货运价的低位反弹。我们建议投资者买入中远航运并持有 2-3 年。

图22、 中远航运 PB 估值相对于市场和行业估值



资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

投资风险

公司的投资风险在于 1) 系统性风险: 中国经济及全球经济复苏停滞或经济持续下滑; 2) 业绩风险: 整合广州远洋资产后整合的管理成本大幅增加或广远船队产生大幅经营亏损。

附录

公司财务预测表

资产负债表				利润表			
	2011	2012E	2013E		2011	2012E	2013E
流动资产	4,446	3,092	3,598	营业收入	5,163	6,305	7,488
现金	3,765	2,500	2,903	营业成本	4,870	5,800	6,770
应收账款	190	120	142	营业税金及附加	13	23	26
其他应收款	48	49	58	营业费用	-	-	-
预付账款	184	220	257	管理费用	247	328	374
存货	228	203	237	财务费用	(61)	94	133
其他流动资产	31	-	-	资产减值损失	6	-	-
非流动资产	8,676	10,291	11,023	公允价值变动收益	-	-	-
长期投资	57	57	57	投资净收益	-	-	-
固定资产	7,449	10,967	11,849	营业利润	87	61	184
无形资产	5	4	4	营业外收入	131	10	-
其他非流动资产	1,165	(737)	(887)	营业外支出	0	1	-
资产总计	13,122	13,384	14,621	利润总额	219	70	184
流动负债	2,630	2,448	2,692	所得税	52	50	44
短期借款	1,134	1,134	1,212	净利润	167	20	140
应付账款	667	841	982	少数股东损益	15	0	0
其他流动负债	828	472	498	归属母公司净利润	152	19	139
非流动负债	3,846	4,133	5,083	EBITDA	304	418	680
长期借款	2,242	2,292	3,242	EPS (元)	0.09	0.01	0.08
其他非流动负债	1,604	1,841	1,841	数据来源：公司数据，中国银河证券研究部			
负债合计	6,475	6,580	7,774	主要财务比率			
少数股东权益	49	49	49		2011	2012E	2013E
股本	1,690	1,690	1,690	成长能力			
资本公积	2,551	2,551	2,551	营业收入	17.2%	22.1%	18.8%
留存收益	2,611	2,597	2,736	营业利润	-75.7%	-30.7%	203.4%
归属母公司股东权益	6,598	6,658	6,797	归属于母公司净利润	-55.3%	-87.2%	616.0%
负债和股东权益	13,122	13,287	14,621	获利能力			
数据来源：公司数据，中国银河证券研究部				毛利率(%)	5.7%	8.0%	9.6%
现金流量表				净利率(%)	2.9%	0.3%	1.9%
	2011	2012E	2013E	ROE(%)	2.3%	0.3%	2.1%
经营活动现金流	43	872	725	ROIC(%)	0.3%	1.3%	2.5%
净利润	167	20	140	偿债能力			
折旧摊销	278	264	363	资产负债率(%)	49.3%	49.5%	53.2%
财务费用	-61	94	133	净负债比率(%)	56.92%	52.07%	57.29%
投资损失	0	0	0	流动比率	1.69	1.26	1.34
营运资金变动	-271	196	63	速动比率	1.60	1.18	1.25
其他经营现金流	-71	300	26	营运能力			
投资活动现金流	-2184	-1883	-1120	总资产周转率	0.44	0.48	0.53
资本支出	2357	1914	1120	应收账款周转率	32	39	54
长期投资	0	0	0	应付账款周转率	8.03	7.69	7.43
其他投资现金流	172	31	0	每股指标 (元)			
筹资活动现金流	3081	-255	798	每股收益(最新摊薄)	0.09	0.01	0.08
短期借款	41	0	78	每股经营现金流(最新摊薄)	0.03	0.52	0.43
长期借款	854	50	950	每股净资产(最新摊薄)	3.90	3.94	4.02
普通股增加	380	-0	0	估值比率			
资本公积增加	1718	0	0	P/E	48.86	381.14	53.23
其他筹资现金流	87	-305	-230	P/B	1.12	1.11	1.09
现金净增加额	885	-1265	403	EV/EBITDA	29	21	13

数据来源：公司数据 中国银河证券研究部

插图目录

图 1、	BDI 年度均值与周期.....	3
图 2、	波罗的海指数 – Capesize 船型 TCE.....	3
图 3、	波罗的海指数 – Panamax 和 Handymax 船型 TCE.....	3
图 4、	Capesize 散货船一年期租回报率.....	4
图 5、	Handysize 散货船一年期租回报率.....	4
图 6、	散货船型运力增速下滑.....	5
图 7、	干散货船月度交付迅速下滑.....	5
图 8、	Handymax 和 Handysize 散货船供给增速预测.....	5
图 9、	中国及中国以外地区粗钢产量增速.....	6
图 10、	部分国家粗钢产量增速.....	6
图 11、	干散货运力供需增速及预测（2008-2014E）.....	6
图 12、	干散货运力供需差与 BDI 均值增速.....	6
图 13、	部分航运上市公司市值（百万元）.....	7
图 14、	中远航运船型营运天.....	8
图 15、	中远航运分船型收入.....	8
图 16、	中远航运季度归属母公司所有者净利润（百万元）.....	8
图 17、	中远航运部分船型 TCE 运价同比波动.....	8
图 18、	中远航运分业务半年度毛利环比变化（百万元）.....	9
图 19、	多用途船一年期租与干散货船期租运价的相关性.....	9
图 20、	中远航运多用途船 TCE 与波罗的海大灵便船运价指数.....	10
图 21、	中远航运多用途/重吊船毛利率与远洋干散货业务毛利率.....	11
图 22、	中远航运 PB 估值相对于市场和行业估值.....	12

表格目录

表 1:	中远航运主要自有船型运力（截止 2012 年底）.....	7
表 2:	多用途/重吊船运输航次周期.....	10
表 3:	中远航运业绩预测运价假设.....	12
表 4:	中远航运业绩预测敏感性分析.....	12

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

范倩蕾，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn