



持有

8% ↑

目标价格: 人民币 8.00

000708.CH

价格: 人民币 7.43

目标价格基础: 15.5 倍 2013 年市盈率

板块评级: 中立

## 股价表现



	今年至 今 月	1	3	12
		个月	个月	个月
绝对	-	1	17	(35)
相对新华富时 A50 指数	-	1	(5)	(37)
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)	27			
净负债率(%) (2013E)	31			
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2013年2月27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

## 大冶特钢

## 12 年业绩下滑 62.7%, 4 季度毛利率跳升

公司公告 12 年实现营业收入 81.23 亿元, 同比下降 12.3%, 实现归属母公司净利润 2.18 亿元人民币(折合每股收益 0.486 元), 同比下降 62.7%。我们认为 12 年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 12 年尤其前 3 季度需求疲弱导致了公司产品市场低迷。从 4 季度单季度来看, 由于钢价的环比抬升, 以及铁矿石成本的环比大幅下降, 毛利率跳升至 17.7% 的近年高点, 公司毛利润环比大涨; 但由于 12 年公司将研发费用计入管理费用, 因此 4 季度管理费用大幅攀升, 季度内公司亦只录得微利。总体来看, 随着 13 年政府基建投资和铁路投资的增加, 公司产品的下游需求有望环比恢复, 但需求恢复的程度有待观察, 同时由于近期铁矿石价格的环比大幅攀升并保持坚挺, 公司产品毛利率可能再度缩窄, 我们小幅调整了盈利预测, 13-15 年的盈利预测分别为 0.52 元、0.55 元和 0.58 元。基于 15.5 倍的 2013 年市盈率, 我们维持 8.00 元的目标价并维持持有评级。

## 支撑评级的要点

- 12 年特钢年度均价同比下滑; 12 年 4 季度特钢价格抬升, 铁矿石成本大幅减少。
- 12 年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。13 年下游需求有望环比恢复, 但恢复程度有待观察。
- 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 15.5 倍左右的 2013 年的市盈率, 我们维持 8.00 元的目标价, 并维持持有评级。

## 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	9,262	8,123	8,285	8,451	8,535
变动(%)	0	(12)	2	2	1
净利润(人民币 百万)	585	218	234	248	260
全面摊薄每股收益(人民币)	1.302	0.486	0.521	0.552	0.579
变动(%)	0	(63)	7	6	5
原先每股收益预测(人民币)			0.521	0.537	
调整幅度(%)			0.0	2.8	
全面摊薄市盈率(倍)	5.7	15.3	14.4	13.6	12.9
每股现金流量(人民币)	0.2	1.3	1.4	1.3	1.4
价格/每股现金流量(倍)	46.4	5.7	5.2	5.6	5.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.0	16.6	6.0	4.8	3.6
每股股息(人民币)	0.400	0.150	0.155	0.164	0.172
股息率(%)	5.4	2.0	2.1	2.2	2.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 12年业绩同比下降62.7%

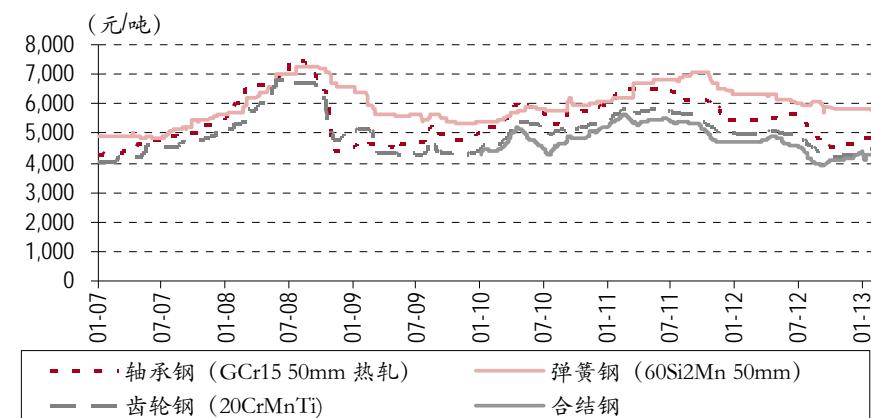
公司公告12年实现营业收入81.23亿元，同比下降12.3%，实现归属母公司净利润2.18亿元人民币（折合每股收益0.486元），同比下降62.7%，报告期内综合毛利率为8.1%。12年收入下降主要是由于年内特钢价格明显下降：数据显示12年轴承钢、弹簧钢和齿轮钢现货价格分别同比下降16%、8%和15%，同时由于12年铁矿石等原燃料价格相对于钢价更为坚挺，产品总体毛利率受到挤压，毛利率由去年同期的11.1%下降至8.1%（考虑研发费用计入管理费用的统一口径）。报告期内，公司生产钢109.26万吨，同比下降12.76%，生产钢材143.56万吨，同比增长0.44%，销售钢材143.96万吨，同比增长1.76%。

图表1.业绩摘要

(人民币, 百万)	2011	2012	同比变动(%)
<b>销售收入</b>	9,262	8,123	(12.3)
销售成本	(8,225)	(7,446)	(9.5)
营业税	(10)	(19)	96.0
<b>毛利润</b>	1,027	658	(35.9)
其他营业收入	0	0	n.a.
销售费用	(75)	(80)	5.9
管理费用	(379)	(356)	(6.1)
资产减值损失	12	(12)	(200.7)
<b>经营利润</b>	585	210	(64.1)
财务费用	(30)	(7)	(78.0)
投资收入	0	0	n.a.
其它非经营性收入	99	58	(41.1)
<b>税前利润</b>	654	262	(60.0)
税金	(69)	(44)	(37.1)
少数股东权益	0	0	n.a.
<b>净利润</b>	585	218	(62.7)
全面摊薄每股收益(人民币)	1.302	0.486	(62.7)
<b>盈利能力 (%)</b>			
毛利率	11.1	8.1	
经营利润率	6.3	2.6	
净利率	6.3	2.7	

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

## 4 季度净利环比下降 37%

分季度来看，4 季度公司实现营业收入 17.13 亿元，环比抬升 9%，实现净利润 1,100 万（折合每股收益 0.026 元），环比下降 37%。值得注意的是，4 季度单季度毛利增加约 2.4 亿，环比大涨 431%，毛利率由 3 季度的 3.5% 大幅回升至 17.7%，我们估计这主要是由于 4 季度钢价的环比抬升和当期铁矿石成本的大幅下降（3 季度的铁矿石现货价格大幅跳水）。但由于 12 年公司将研发费用计入管理费用（11 年 2.97 亿研发费用计入营业成本，12 年将 2.63 亿的研发支出计入管理费用），因此 4 季度管理费用大幅攀升，季度内公司亦只录得微利。

**图表 3.业绩摘要**

(人民币, 百万)	2012 年 3 季度	2012 年 4 季度	环比变动(%)
<b>销售收入</b>	1,572	1,713	9.0
销售成本	(1,515)	(1,411)	(6.9)
营业税	(1)	(7)	370.8
<b>毛利润</b>	56	296	431.2
其他营业收入	0	0	n.a.
销售费用	(15)	(18)	14.4
管理费用	(41)	(261)	541.5
资产减值损失	0	(12)	n.a.
<b>经营利润</b>	(0)	5	(1,418.4)
财务费用	3	(5)	(267.9)
投资收入	0	0	n.a.
其它非经营性收入	20	17	(17.8)
<b>税前利润</b>	23	17	(27.9)
税金	(5)	(5)	3.5
少数股东权益	0	0	n.a.
<b>净利润</b>	18	11	(36.7)
全面摊薄每股收益(人民币)	0.040	0.026	(36.7)
<b>盈利能力 (%)</b>			
毛利率	3.5	17.3	
经营利润率	0.0	0.3	
净利率	1.1	0.7	

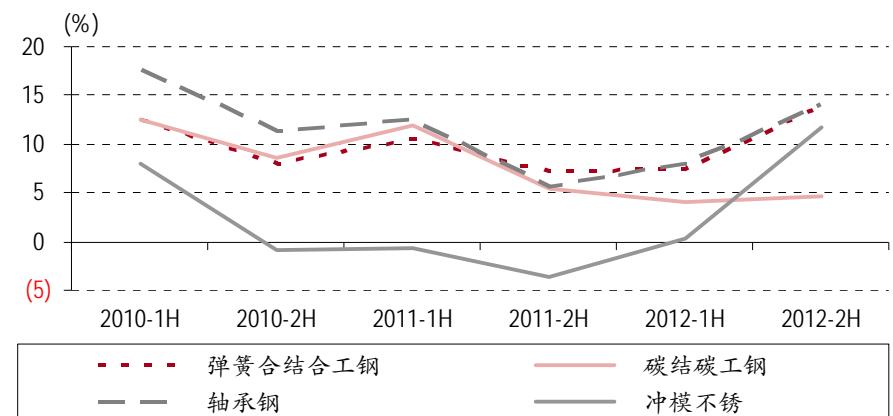
资料来源：公司数据

**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	12 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	11
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	17.3

资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 5.公司产品毛利率变动情况

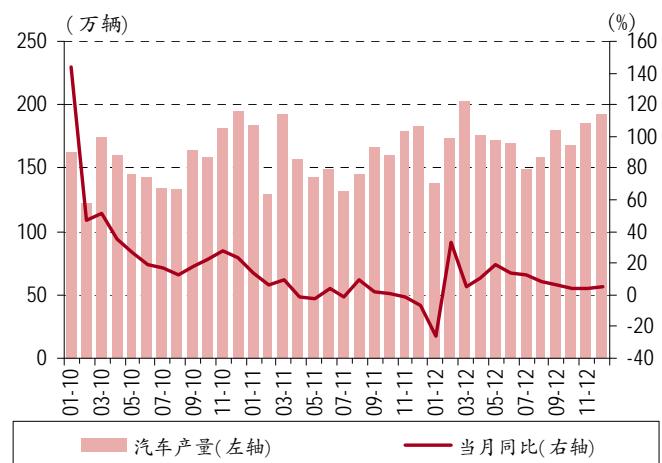


资料来源：公司数据，中银国际研究

## 12年公司产品下游行业需求疲弱，13年有望环比恢复

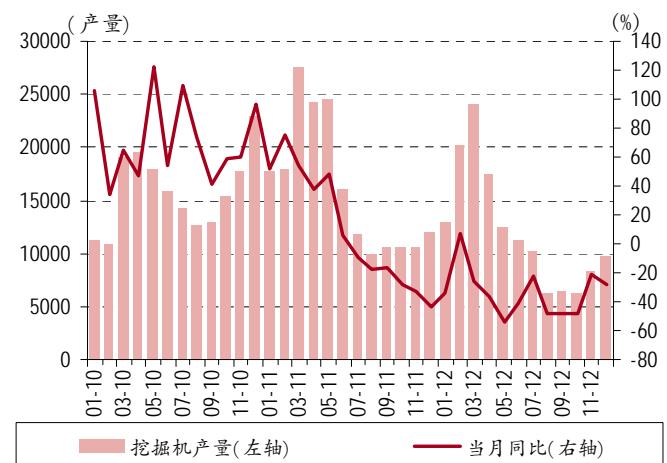
12年尤其前3季度公司产品的主要下游汽车行业、机械行业、铁路设备行业都表现较弱。尤为值得注意的是，公司产品用在商用车和工程机械行业上的比例不低，而这两个子板块12年前3季度表现尤为弱势。数据显示12年1-9月，汽车累计总销量同比增长3.4%至1,409万辆，其中乘用车累计增长6.9%，商用车累计下降8.8%。而12年工程机械行业增长缓慢，挖掘机等部分子行业出现大幅下滑；数据显示，12年挖掘机产量为14.59万台，同比下降24.65%。此外12年前3季度铁路投资的下降对公司影响较大，1-9月铁路投资累计完成额为3,085亿元，同比下降12.4%。展望13年，由于铁路投资的提速和基建投资的增加，公司产品下游行业有望获得环比恢复。

图表 6. 月度汽车产量



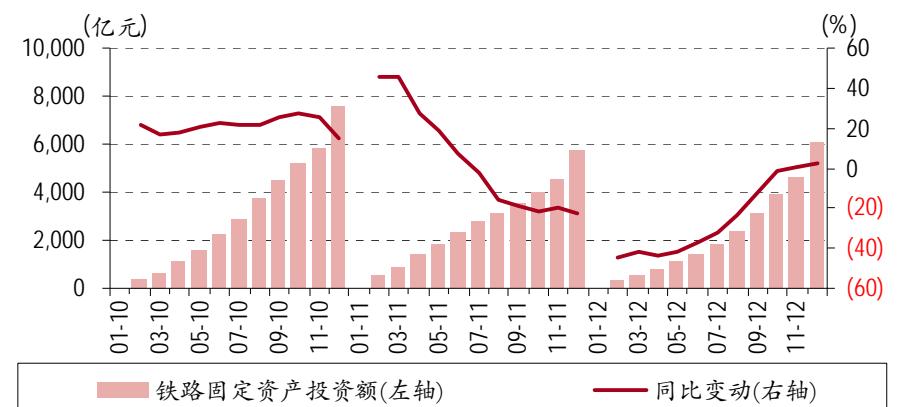
资料来源：国家统计局、中银国际研究

图表 7. 挖掘机产量



资料来源：万得资讯、中银国际研究

图表 8. 铁路投资数据



资料来源：国家统计局，中银国际研究

图表 9. 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
<b>特殊钢锻造工程项目</b>			
45MN 快锻生产线		生产模具钢、超高强度钢、高温合金钢和合结	锻造 20MN、45MN 快锻、16MN 径锻
16MN 精锻生产线		钢、不锈钢、合工/轧辊用钢、轴承钢和军工钢。机共生产各类产品 6 万吨	
<b>合计</b>	<b>4.98 亿</b>	<b>合计产能 8 万吨</b>	<b>45MN 产能 3.5 万吨；16MN 产能 4.5 万吨。</b>
<b>真空特殊冶炼，锻造和辗环生产线项目</b>			
真空特殊冶炉	8,000 万		真空感应炉成功生产高温耐蚀合 金、低合金高强度钢、不锈塑 料模具钢、高温耐蚀合金品种；
20MN 快速锻造项目	3,000 万		锻造 20MN、45MN 快锻、16MN 径 锻机共生产各类产品 6 万吨
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	2.5M、5M 环轧机生产环件 6 千余 吨
<b>合计</b>	<b>1.66 亿</b>		

资料来源：公司资料，中银国际研究

### 维持目标价和持有评级

总体来看，13 年随着政府基建投资和铁路投资的增加，下游需求有望环比恢复，但需求的恢复程度有待观察；同时由于铁矿石价格的大幅攀升，公司产品毛利率可能再度缩窄，我们小幅调整了我们的盈利预测，13-15 年盈利预测分别为 0.52 元、0.55 元和 0.58 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逐步恢复；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，由于受行业景气度影响，公司业绩增长的空间受到抑制，基于 15.5 倍左右的 2013 年市盈率，我们维持 8.00 元的目标价并维持持有评级。

图表 10.公司产品价格假设和铁矿石价格假设

	2012	2013E	2014E	2015E
弹簧钢 (元/吨)	5,627	5,739	5,854	5,971
变动 (%)		2	2	0
轴承钢 (元/吨)	5,764	5,937	6,174	6,421
变动 (%)		3	3	2
碳结碳工钢 (元/吨)	4,979	4,979	4,979	4,979
变动 (%)		0	0	0
铁矿石 (美元/吨)	130	130	127	125
变动 (%)		2	0	(2)

资料来源：中银国际研究

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	9,262	8,123	8,285	8,451	8,535
销售成本	(8,225)	(7,446)	(7,593)	(7,731)	(7,797)
经营费用	(452)	(467)	(457)	(472)	(476)
息税折旧前利润	585	210	235	248	262
折旧及摊销	(163)	(201)	(258)	(260)	(261)
经营利润(息税前利润)	749	411	493	508	523
净利润收入/(费用)	(30)	(7)	0	3	4
其他收益/(损失)	99	58	40	40	40
税前利润	654	262	275	292	306
所得税	(69)	(44)	(41)	(43)	(46)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	585	218	234	248	260
核心净利润	585	218	234	248	260
每股收益(人民币)	1.302	0.486	0.521	0.552	0.579
核心每股收益(人民币)	1.302	0.486	0.521	0.552	0.579
每股股息(人民币)	0.400	0.150	0.155	0.164	0.172
收入增长(%)	17	(12)	2	2	1
息税前利润增长(%)	n.a.	(64)	12	6	5
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(45)	20	3	3
每股收益增长(%)	n.a.	(63)	7	6	5
核心每股收益增长(%)	n.a.	(63)	7	6	5

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	654	262	275	292	306
折旧与摊销	163	201	258	260	261
净利息费用	30	7	(0)	(3)	(4)
运营资本变动	(331)	(362)	(750)	(1,178)	(1,613)
税金	(69)	(44)	(41)	(43)	(46)
其他经营现金流	(376)	519	902	1,268	1,711
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>72</b>	<b>582</b>	<b>644</b>	<b>596</b>	<b>616</b>
购买固定资产净值	(129)	(207)	(8)	(10)	(10)
投资减少/增加	12	3	0	0	0
其他投资现金流	0	0	(30)	0	0
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(117)</b>	<b>(203)</b>	<b>(38)</b>	<b>(10)</b>	<b>(10)</b>
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(180)	93	0	0	0
支付股息	(180)	(67)	(70)	(74)	(77)
其他融资现金流	139	(159)	(108)	23	20
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>(251)</b>	<b>(137)</b>	<b>(196)</b>	<b>(67)</b>	<b>(72)</b>
现金变动	(296)	242	409	518	534
期初现金	278	419	73	482	1,000
公司自由现金流	(45)	382	605	587	606
权益自由现金流	(255)	468	586	569	591

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	419	73	482	1,000	1,534
应收帐款	552	569	580	592	598
库存	1,009	874	891	908	915
其他流动资产	106	46	49	53	55
<b>流动资产总计</b>	<b>2,086</b>	<b>1,561</b>	<b>2,003</b>	<b>2,553</b>	<b>3,102</b>
固定资产	2,233	2,496	2,277	2,050	1,816
无形资产	27	23	22	21	20
其他长期资产	355	174	173	152	135
<b>长期资产总计</b>	<b>2,615</b>	<b>2,693</b>	<b>2,473</b>	<b>2,223</b>	<b>1,971</b>
<b>总资产</b>	<b>4,701</b>	<b>4,254</b>	<b>4,476</b>	<b>4,776</b>	<b>5,073</b>
应付帐款	762	827	843	859	866
短期债务	5	130	0	0	0
其他流动负债	989	242	410	517	623
<b>流动负债总计</b>	<b>1,756</b>	<b>1,199</b>	<b>1,253</b>	<b>1,375</b>	<b>1,489</b>
长期借款	0	93	93	93	93
其他长期负债	47	24	27	31	32
股本	449	449	449	449	449
储备	2,450	2,488	2,651	2,823	3,004
<b>股东权益</b>	<b>2,899</b>	<b>2,938</b>	<b>3,100</b>	<b>3,273</b>	<b>3,453</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>总负债及权益</b>	<b>4,701</b>	<b>4,254</b>	<b>4,476</b>	<b>4,776</b>	<b>5,073</b>
每股帐面价值(人民币)	6.45	6.54	6.90	7.29	7.70
每股有形资产(人民币)	6.39	6.48	6.85	7.24	7.65
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.99)	2.07	(0.81)	(0.91)	(0.94)

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	8.1	5.1	6.0	6.0	6.1
息税前利润率(%)	6.3	2.6	2.8	2.9	3.1
税前利润率(%)	7.1	3.2	3.3	3.5	3.6
净利率(%)	6.3	2.7	2.8	2.9	3.0
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.2	1.3	1.6	1.9	2.1
利息覆盖率(倍)	19	32	(1,024)	(78)	(73)
净权益负债率(%)	38.3	30.9	30.7	31.4	31.8
速动比率(倍)	0.6	0.6	0.9	1.2	1.5
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	5.7	15.3	14.4	13.6	12.9
核心业务市盈率(倍)	5.7	15.3	14.4	13.6	12.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	6.1	16.5	15.5	14.6	13.9
市净率(倍)	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
价格/现金流(倍)	46.4	5.7	5.2	5.6	5.4
企业价值/息税折旧前利润率(倍)	5.0	16.6	6.0	4.8	3.6
<b>周转率</b>					
存货周转天数	39.8	39.3	39.3	39.2	39.1
应收帐款周转天数	10.9	12.9	12.9	12.9	12.9
应付帐款周转天数	33.8	40.5	40.5	40.5	40.5
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	31	31	30	30	30
净资产收益率(%)	20.2	7.4	7.5	7.5	7.5
资产收益率(%)	12.4	5.1	5.2	5.2	5.1
已运用资本收益率(%)	14.2	5.0	5.5	5.5	5.5

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