



股票代码	000157.CH	1157.HK
评级	谨慎 买入	买入
原评级	持有	持有
收盘价	人民币 8.18	港币 9.37
目标价	人民币 9.21	港币 11.40
原先目标价	人民币 9.17	港币 11.40
上/下浮比例	13%	22%
目标价格基础	市盈率估值	市盈率估值
板块评级	中立	中立

中联重科

2013年有望实现稳健增长

2012年，工程机械行业发展处于低谷期，市场需求大幅放缓，市场竞争逐步加剧。2012年，中联重科实现营业收入480.71亿元人民币，同比增长4%；实现净利润73.30亿元人民币，同比下降9%。2012年4季度，公司加强了信用销售的规模控制以及应收账款的回收，控制了现金流风险，但也导致了销售收入和盈利大幅下降。我们认为，随着城镇化的推进以及基建投资稳步回升，2013年工程机械行业有望实现温和增长。中联重科今年将进一步控制信用销售的规模，加强战略管控，有望实现收入和利润的稳健增长。我们将中联重科的H股评级上调为买入，A股评级上调谨慎买入。

支撑评级的要点

- 2012年4季度，公司实现营业收入约90亿元人民币，同比下降32%；实现净利润3.7亿元人民币，同比下降82%。
- 2012年，公司毛利率从去年同期的32.4%小幅下降至32.3%。
- 2012年12月末，公司应收账款达到189亿人民币，较9月末的196.8亿人民币和6月末的191.8亿人民币有所下降，但仍高于11年末的116.6亿人民币。
- 2012年12月末，公司融资租赁应收款达到196.6亿人民币，低于9月末的218.1亿人民币，6月末的224.5亿和11年末的198.9亿人民币。

评级面临的主要风险

- 2013年宏观经济面临不确定性。

估值

- 中联重科A股和H股目前估值分别对应7.6倍和6.9倍2013年预期市盈率，我们认为估值并不贵，已经基本反映投资者对工程机械行业的谨慎态度。我们维持H股目标价11.40港币，基于8.5倍2013年预期市盈率；将A股目标价从9.17人民币上调至9.21人民币，基于8.5倍2013年预期市盈率。

股价表现 — A股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(11)	(13)	(12)	(7)
相对新华富时A50指数	(6)	(4)	(10)	(10)

发行股数(百万)	7706
流通股(%)	81
流通股市值(人民币 百万)	51,322
3个月日均交易额(人民币 百万)	486
净负债比率(%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
湖南省人民政府国有资产监督管理委员会	16

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2013年3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

工业：机械

胡文洲, CFA

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120004

投资摘要 — A股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	46,323	48,071	54,438	62,714	72,675
变动(%)	44	4	13	15	16
净利润(人民币 百万)	8,066	7,330	8,346	9,569	11,280
全面摊薄每股收益(人民币)	1.047	0.951	1.083	1.222	1.431
变动(%)	30.0	(9.7)	13.9	12.8	17.1
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.201	1.438	1.450
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.171	1.347	-
调整幅度(%)	-	-	(7.5)	(9.3)	-
核心每股收益(人民币)	1.047	0.951	1.083	1.222	1.431
变动(%)	30.0	(9.7)	13.9	12.8	17.1
全面摊薄市盈率(倍)	7.8	8.6	7.6	6.7	5.7
核心市盈率(倍)	7.8	8.6	7.6	6.7	5.7
每股现金流量(人民币)	0.25	0.34	0.98	1.33	1.52
价格/每股现金流量(倍)	33.0	24.0	8.4	6.2	5.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.7	5.5	4.8	3.7	2.6
每股股息(人民币)	0.250	0.200	0.226	0.257	0.301
股息率(%)	3.1	2.4	2.8	3.1	3.7

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现—H股


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	(22)	(8)	(19)	(9)
相对恒生中国企业指数	(13)	(4)	(14)	(11)

发行股数(百万)	7706
流通股(%)	19
流通股市值(港币 百万)	13,399
3个月日均交易额(港币 百万)	189
净负债比率(%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
湖南省人民政府国有资产监督管理委员会	16.2

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
 以2013年3月28日收市价为标准

投资摘要—H股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	46,323	48,071	54,438	62,714	72,675
变动(%)	44	4	13	15	16
净利润(人民币 百万)	8,066	7,330	8,346	9,569	11,280
全面摊薄每股收益(人民币)	1.047	0.951	1.083	1.222	1.431
变动(%)	30.0	(9.1)	13.9	12.8	17.1
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.193	1.387	-
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.171	1.347	-
调整幅度(%)	-	-	(7.5)	(9.3)	-
核心每股收益(人民币)	1.047	0.951	1.083	1.222	1.431
变动(%)	30.0	(9.1)	13.9	12.8	17.1
全面摊薄市盈率(倍)	7.2	7.9	6.9	6.1	5.2
核心市盈率(倍)	7.2	7.9	6.9	6.1	5.2
每股现金流量(人民币)	0.25	0.34	0.98	1.33	1.52
价格/每股现金流量(倍)	30.3	22.0	7.7	5.6	4.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.2	4.9	4.3	3.2	2.3
每股股息(人民币)	0.250	0.200	0.226	0.257	0.301
股息率(%)	3.3	2.7	3.0	3.4	4.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2012年净利润同比下降9%

2012年, 工程机械行业发展处于低谷期, 市场需求大幅放缓, 市场竞争逐步加剧。2012年, 中联重科实现营业收入480.71亿元人民币, 同比增长4%; 实现净利润73.30亿元人民币, 同比下降9%。

2012年4季度, 公司实现营业收入约90亿元人民币, 同比下降32%, 而公司在3季度和上半年的营业收入分别同比增长10%和21%; 实现净利润3.7亿元人民币, 同比下降82%, 而公司在3季度和上半年的净利润分别同比增长0.3%和21%。

2012年, 公司毛利率从去年同期的32.4%小幅下降至32.3%。但是受到产品组合不佳和销量下降的负面影响, 公司4季度毛利率大幅下降至24.5%, 低于3季度的35.3%和上半年的34%。

2012年公司重点产品市场占有率持续提升

中联重科是国内领先的工程机械制造商, 在全球市场实力雄厚, 拥有卓越的品牌声誉。2012年, 公司继续保持其在工程机械行业中的龙头地位, 重点产品市场占有率持续提升: 混凝土机械方面, 公司泵车产品市场占有率较2011年明显提升, 目前已处于市场领先地位, 搅拌车、车载泵、搅拌站三大产品行业市场占有率均居全国第一; 起重机械方面, 公司塔机国内市场占有率稳居行业榜首, 履带吊产品实现国内销售额第一; 土方机械方面, 公司推土机国内市场占有率跃居行业第二。

混凝土机械及起重机械依然是中联重科最主要的两大收入和盈利来源。2012年, 混凝土机械的销售收入同比增长11%至235.96亿人民币, 占公司总销售收入的49.1%左右, 超过上年同期的44.1%; 起重机械销售收入同比下滑10%至141.3亿人民币, 占总销售收入的29.4%, 相比上年同期的32.5%有所回落。

图表 1.2012 年中联重科的产品销售收入

(人民币, 百万)	2011 年	2012 年	同比变动%
销售收入			
混凝土机械	21,213	23,596	11
起重机械	15,618	14,132	(10)
环卫机械	2,978	3,034	2
道路机械	1,737	1,558	(10)
土方机械	1,048	2,269	116
散装物料输送机械及系统	504	294	(42)
其他机械产品	1,643	1,588	(3)
金融租赁下的收入	1,583	1,600	1
总计	46,323	48,071	4

资料来源: 公司数据

2012 年 4 季度公司控制信用销售的规模

2012 年 4 季度, 公司加强了信用销售的规模控制以及应收账款的回收, 控制了现金流风险, 但也导致了销售收入和盈利大幅下降。

截至 2012 年 12 月末, 公司应收账款达到 189 亿人民币, 较 9 月末的 196.8 亿人民币和 6 月末的 191.8 亿人民币有所下降, 但仍高于 11 年末的 116.6 亿人民币; 公司融资租赁应收款达到 196.6 亿人民币, 低于 9 月末的 218.1 亿人民币, 6 月末的 224.5 亿和 11 年末的 198.9 亿人民币。

2012 年, 公司经营活动产生的现金流量净额约 29.60 亿元人民币, 好于 2012 年 1-9 月的 1.79 亿元人民币和 2011 年的 20.9 亿元人民币。

2013 年前景展望

我们认为, 随着城镇化的推进以及基建投资稳步回升, 2013 年工程机械行业有望实现温和增长。我们估计, 中联重科今年将进一步控制信用销售的规模, 加强战略管控, 实现收入和利润的稳健增长。

2013 年初, 公司宣布了股票期权与限制性股票激励计划。我们相信, 本次激励计划有利于中联重科吸引与保留优秀管理人才、核心技术人员和业务骨干, 提高公司核心竞争力及可持续发展能力。公司激励计划的业绩考核目标 (未来三年每年净利润同比增长幅度不低于 12%) 比其主要竞争对手的考核目标略高, 显示了公司管理层力争行业第一的决心。

估值

中联重科 A 股和 H 股目前估值分别对应 7.6 倍和 6.9 倍 2013 年预期市盈率, 我们认为估值并不贵, 已经基本反映投资者对工程机械行业的谨慎态度。我们维持 H 股目标价 11.40 港币, 基于 8.5 倍 2013 年预期市盈率, H 股评级从持有上调为**买入**; 将 A 股目标价从 9.17 人民币上调至 9.21 人民币, 基于 8.5 倍 2013 年预期市盈率, A 股评级从持有上调为**谨慎买入**。

图表 2. 2012 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年	2012 年	同比变动%
营收	46,323	48,071	4
销售成本	(31,316)	(32,546)	4
毛利润	15,007	15,525	3
其他净收入	14	(101)	(821)
销售费用	(3,160)	(3,376)	7
一般和管理费用	(2,259)	(2,952)	31
经营利润	9,602	9,096	(5)
净利息收入	(36)	(274)	661
联营公司贡献	36	36	0
税前利润	9,602	8,858	(8)
税金	(1,429)	(1,329)	(7)
少数股东权益	(107)	(199)	86
净利润	8,066	7,330	(9)
主要比率(%)			
毛利率	32.4	32.3	
经营利润率	20.7	18.9	
净利率	17.4	15.2	

资料来源: 公司数据、中银国际研究

损益表 - A股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	46,323	48,071	54,438	62,714	72,675
销售成本	(31,316)	(32,546)	(37,218)	(43,074)	(49,848)
经营费用	(4,963)	(5,826)	(6,483)	(7,373)	(8,300)
息税折旧前利润	9,588	9,197	10,163	11,610	13,842
折旧及摊销	(456)	(502)	(573)	(658)	(684)
经营利润(息税前利润)	10,044	9,699	10,737	12,267	14,527
净利息收入/(费用)	(280)	(425)	(382)	(386)	(600)
其他收益/(损失)	294	86	116	125	135
税前利润	9,602	8,858	9,897	11,348	13,377
所得税	(1,429)	(1,329)	(1,485)	(1,703)	(2,007)
少数股东权益	(107)	(199)	(67)	(76)	(90)
净利润	8,066	7,330	8,346	9,569	11,280
核心净利润	8,066	7,330	8,346	9,569	11,280
每股收益(人民币)	1.047	0.951	1.083	1.222	1.431
核心每股收益(人民币)	1.047	0.951	1.083	1.222	1.431
每股股息(人民币)	0.250	0.200	0.226	0.257	0.301
收入增长(%)	44	4	13	15	16
息税前利润增长(%)	68	(4)	11	14	19
息税折旧前利润增长(%)	64	(3)	11	14	18
每股收益增长(%)	30	(9)	14	13	17
核心每股收益增长(%)	30	(9)	14	13	17

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 - A股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	9,602	8,858	9,897	11,348	13,377
折旧与摊销	456	502	573	658	684
净利息费用	280	425	382	386	600
运营资本变动	(7,174)	(5,644)	(1,637)	(87)	(471)
税金	(975)	(1,329)	(1,485)	(1,703)	(2,007)
其他经营现金流	(280)	(187)	(187)	(189)	(192)
经营活动产生的现金流	1,908	2,626	7,543	10,414	11,991
购买固定资产净值	(1,545)	(1,767)	(1,802)	(1,892)	(1,987)
投资减少/增加	(7)	(258)	(1,500)	(25)	(30)
其他投资现金流	1,252	(581)	(103)	(108)	(114)
投资活动产生的现金流	(300)	(2,606)	(3,405)	(2,026)	(2,131)
净增权益	0	0	353	0	0
净增债务	(2,659)	7,175	(726)	(696)	(667)
支付股息	(1,669)	(1,938)	(1,561)	(1,761)	(2,020)
其他融资现金流	(36)	(1,174)	(232)	(236)	(450)
融资活动产生的现金流	(4,364)	4,063	(2,167)	(2,694)	(3,136)
现金变动	(2,756)	4,082	1,971	5,694	6,724
期初现金	18,758	16,002	20,084	22,055	27,749
公司自由现金流	1,822	369	4,520	8,861	10,060
权益自由现金流	(1,087)	6,921	3,179	7,456	8,743

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 - A股 (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	16,002	20,084	22,055	27,749	34,473
应收帐款	13,614	20,170	21,699	23,249	25,055
库存	9,656	11,733	13,686	14,572	15,515
其他流动资产	8,570	11,256	11,327	11,562	11,859
流动资产总计	47,842	63,243	68,767	77,132	86,902
固定资产	6,276	7,555	8,877	8,310	7,715
无形资产	3,009	3,091	2,998	2,907	2,817
其他长期资产	14,416	15,045	15,696	16,512	17,506
长期资产总计	23,701	25,691	27,571	27,729	28,038
总资产	71,543	88,934	96,338	104,861	114,940
应付帐款	19,314	23,387	24,070	25,071	26,113
短期债务	6,049	9,639	9,446	9,257	9,072
其他流动负债	1,289	1,083	1,177	1,294	1,422
流动负债总计	26,652	34,109	34,693	35,622	36,607
长期借款	7,089	10,674	10,140	9,633	9,152
其他长期负债	2,207	3,002	3,152	3,310	3,475
股本	7,706	7,706	7,780	7,832	7,884
储备	27,701	33,056	40,139	47,954	57,222
股东权益	35,407	40,762	47,919	55,786	65,106
少数股东权益	188	387	434	510	601
总负债及权益	71,543	88,934	96,338	104,861	114,940
每股帐面价值(人民币)	4.59	5.29	6.16	7.12	8.26
每股有形资产(人民币)	4.20	4.89	5.77	6.75	7.90
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.37)	0.03	(0.32)	(1.13)	(2.06)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 - A股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	21.7	20.2	19.7	19.6	20.0
息税前利润率(%)	20.7	19.1	18.7	18.5	19.0
税前利润率(%)	20.7	18.4	18.2	18.1	18.4
净利率(%)	17.4	15.2	15.3	15.3	15.5
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.9	2.0	2.2	2.4
利息覆盖率(倍)	19.4	11.9	13.3	13.5	17.3
净权益负债率(%)	净现金	0.6	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	1.5	1.6	1.8	2.0
估值					
市盈率(倍)	7.8	8.6	7.6	6.7	5.7
核心市盈率(倍)	7.8	8.6	7.6	6.7	5.7
目标价格对应核心市盈率(倍)	8.8	9.7	8.5	7.5	6.4
市净率(倍)	1.8	1.5	1.3	1.1	1.0
价格/现金流(倍)	33.0	24.0	8.4	6.2	5.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.7	5.5	4.8	3.7	2.6
周转率					
存货周转天数	106.8	119.9	124.6	119.7	110.1
应收帐款周转天数	86.2	128.3	140.4	130.8	121.3
应付帐款周转天数	143.9	162.1	159.1	143.0	128.5
回报率					
股息支付率(%)	23.9	21.0	21.0	21.0	21.0
净资产收益率(%)	25.7	19.2	18.8	18.5	18.7
资产收益率(%)	12.1	9.7	9.3	9.8	10.7
已运用资本收益率(%)	21.3	17.3	16.3	16.9	17.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表 - H股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	46,323	48,071	54,438	62,714	72,675
销售成本	(31,316)	(32,546)	(37,218)	(43,074)	(49,848)
经营费用	(4,963)	(5,826)	(6,483)	(7,373)	(8,300)
息税折旧前利润	9,588	9,197	10,163	11,610	13,842
折旧及摊销	(456)	(502)	(573)	(658)	(684)
经营利润(息税前利润)	10,044	9,699	10,737	12,267	14,527
净利息收入/(费用)	(280)	(425)	(382)	(386)	(600)
其他收益/(损失)	294	86	116	125	135
税前利润	9,602	8,858	9,897	11,348	13,377
所得税	(1,429)	(1,329)	(1,485)	(1,703)	(2,007)
少数股东权益	(107)	(199)	(67)	(76)	(90)
净利润	8,066	7,330	8,346	9,569	11,280
核心净利润	8,066	7,330	8,346	9,569	11,280
每股收益(人民币)	1.047	0.951	1.083	1.222	1.431
核心每股收益(人民币)	1.047	0.951	1.083	1.222	1.431
每股股息(人民币)	0.250	0.200	0.226	0.257	0.301
收入增长(%)	44	4	13	15	16
息税前利润增长(%)	68	(4)	11	14	19
息税折旧前利润增长(%)	64	(3)	11	14	18
每股收益增长(%)	30	(9)	14	13	17
核心每股收益增长(%)	30	(9)	14	13	17

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 - H股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	9,602	8,858	9,897	11,348	13,377
折旧与摊销	456	502	573	658	684
净利息费用	280	425	382	386	600
运营资本变动	(7,174)	(5,644)	(1,637)	(87)	(471)
税金	(975)	(1,329)	(1,485)	(1,703)	(2,007)
其他经营现金流	(280)	(187)	(187)	(189)	(192)
经营活动产生的现金流	1,908	2,626	7,543	10,414	11,991
购买固定资产净值	(1,545)	(1,767)	(1,802)	(1,892)	(1,987)
投资减少/增加	(7)	(258)	(1,500)	(25)	(30)
其他投资现金流	1,252	(581)	(103)	(108)	(114)
投资活动产生的现金流	(300)	(2,606)	(3,405)	(2,026)	(2,131)
净增权益	0	0	353	0	0
净增债务	(2,659)	7,175	(726)	(696)	(667)
支付股息	(1,669)	(1,938)	(1,561)	(1,761)	(2,020)
其他融资现金流	(36)	(1,174)	(232)	(236)	(450)
融资活动产生的现金流	(4,364)	4,063	(2,167)	(2,694)	(3,136)
现金变动	(2,756)	4,082	1,971	5,694	6,724
期初现金	18,758	16,002	20,084	22,055	27,749
公司自由现金流	1,822	369	4,520	8,861	10,060
权益自由现金流	(1,087)	6,921	3,179	7,456	8,743

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 - H股 (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	16,002	20,084	22,055	27,749	34,473
应收帐款	13,614	20,170	21,699	23,249	25,055
库存	9,656	11,733	13,686	14,572	15,515
其他流动资产	8,570	11,256	11,327	11,562	11,859
流动资产总计	47,842	63,243	68,767	77,132	86,902
固定资产	6,276	7,555	8,877	8,310	7,715
无形资产	3,009	3,091	2,998	2,907	2,817
其他长期资产	14,416	15,045	15,696	16,512	17,506
长期资产总计	23,701	25,691	27,571	27,729	28,038
总资产	71,543	88,934	96,338	104,861	114,940
应付帐款	19,314	23,387	24,070	25,071	26,113
短期债务	6,049	9,639	9,446	9,257	9,072
其他流动负债	1,289	1,083	1,177	1,294	1,422
流动负债总计	26,652	34,109	34,693	35,622	36,607
长期借款	7,089	10,674	10,140	9,633	9,152
其他长期负债	2,207	3,002	3,152	3,310	3,475
股本	7,706	7,706	7,780	7,832	7,884
储备	27,701	33,056	40,139	47,954	57,222
股东权益	35,407	40,762	47,919	55,786	65,106
少数股东权益	188	387	434	510	601
总负债及权益	71,543	88,934	96,338	104,861	114,940
每股帐面价值(人民币)	4.59	5.29	6.16	7.12	8.26
每股有形资产(人民币)	4.20	4.89	5.77	6.75	7.90
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.37)	0.03	(0.32)	(1.13)	(2.06)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 - H股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	21.7	20.2	19.7	19.6	20.0
息税前利润率(%)	20.7	19.1	18.7	18.5	19.0
税前利润率(%)	20.7	18.4	18.2	18.1	18.4
净利率(%)	17.4	15.2	15.3	15.3	15.5
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.9	2.0	2.2	2.4
利息覆盖率(倍)	19.4	11.9	13.3	13.5	17.3
净权益负债率(%)	净现金	0.6	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	1.5	1.6	1.8	2.0
估值					
市盈率(倍)	7.2	7.9	6.9	6.1	5.2
核心市盈率(倍)	7.2	7.9	6.9	6.1	5.2
目标价格对应核心市盈率(倍)	8.7	9.6	8.5	7.5	6.4
市净率(倍)	1.6	1.4	1.2	1.1	0.9
价格/现金流(倍)	30.3	22.0	7.7	5.6	4.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.2	4.9	4.3	3.2	2.3
周转率					
存货周转天数	106.8	119.9	124.6	119.7	110.1
应收帐款周转天数	86.2	128.3	140.4	130.8	121.3
应付帐款周转天数	143.9	162.1	159.1	143.0	128.5
回报率					
股息支付率(%)	23.9	21.0	21.0	21.0	21.0
净资产收益率(%)	25.7	19.2	18.8	18.5	18.7
资产收益率(%)	12.1	9.7	9.3	9.8	10.7
已运用资本收益率(%)	21.3	17.3	16.3	16.9	17.7

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 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
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转载或转发的，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