



谨慎
买入

13% ↑

目标价格: 人民币 15.40
原目标价格: 人民币 20.67

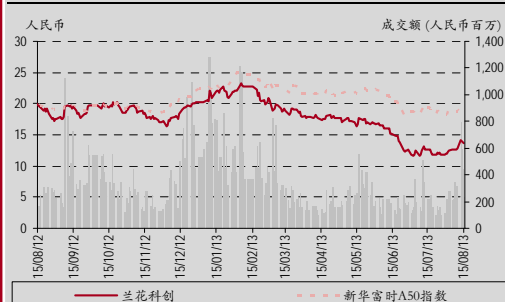
600123.CH

价格: 人民币 13.60

目标价格基础: 16倍13年市盈率

板块评级: 中立

股价表现



| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|-------------|------|-----|------|------|
| 绝对 | (33) | 7 | (17) | (31) |
| 相对新华富时A50指数 | (19) | 8 | (6) | (28) |

| | |
|------------------|--------|
| 发行股数(百万) | 1142 |
| 流通股(%) | 100 |
| 流通股市值(人民币 百万) | 15,531 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 332 |
| 净负债比率(%) (2013E) | 8.5 |
| 主要股东(%) | |
| 兰化集团 | 45 |

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2013年8月15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

能源: 煤业

唐倩

(8610) 6622 9077

qian.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120036

兰花科创

盈利水平较高, 有一定抗周期性

兰花科创13年上半年归属于母公司净利润同比下降36%至7亿元, 每股收益0.61元, 好于同业50%的同比降幅。利润降幅好于同业, 主要由于: 1. 产量增长8%至318万吨; 2. 化工化肥业务对冲了煤价下跌的影响, 拥有煤炭产业链的企业具有一定抗周期性。总体利润率维持高位, 毛利率45%, 净利率23%。从上半年看, 煤种优势更多体现在利润率高, 但抗跌性一般。今年开始产量释放加速, 13-15年煤炭产量预计增长12%、36%和32%至644万吨、877万吨和1,160万吨。我们看好公司较好的成长性、优秀的质地。目前14倍13年市盈率, 我们认为比较合理, 下调目标价至15.40元。维持谨慎买入的评级。

支撑评级的要点

- 盈利下滑好于同业: 13年上半年净利润同比下降36%, 好于同业50%的同比降幅。主要由于: 1. 公司产量增长8%至318万吨; 2. 化工化肥业务对冲了煤价下跌的影响。
- 利润率下滑好于同业, 绝对值维持高位: 毛利率45%, 经营利润率29%, 净利率23%。公司总体盈利水平处于行业高位。
- 煤炭业务盈利能力下滑幅度与行业相似, 但绝对值高。吨煤价格下降21%, 吨煤成本上涨8%, 吨煤毛利下滑31%至469元。总体降幅与行业相似。煤炭业务毛利率59%。亚美大宁矿净利率高达29%。
- 拥有煤炭产业链使得企业应对经济下滑显从容。化工化肥业务尽管从微利到税前利润亏损1,921万元, 但由于煤炭成本的大幅下降, 利润率提升, 利润下滑程度远小于煤炭业务, 防止了公司业绩下滑过大。
- 内生长性较好。今年开始产量释放加速, 受益于产量恢复、整合矿和新矿的投产, 13-15年煤炭产量预计增长12%、36%和32%至644万吨、877万吨和1,160万吨。
- 公司下调经营目标。13年全年收入目标由80亿元下调至63.71亿元, 利润目标由23.5亿元下调至12.15亿元。我们预计其折合每股收益0.93元左右。

评级面临的主要风险

- 煤价持续低位, 难以明显反弹。
- 整合矿进展受阻。

估值

- 看好公司较好的成长性、优秀的质地。目前14倍13年市盈率, 我们认为比较合理, 下调目标价至15.40元。维持谨慎买入的评级。

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) | 7,608 | 7,601 | 6,541 | 8,013 | 9,804 |
| 变动(%) | 30.9 | (0.1) | (13.9) | 22.5 | 22.4 |
| 净利润(人民币 百万) | 1,771 | 1,891 | 1,125 | 1,401 | 1,688 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 2.91 | 1.63 | 0.96 | 1.20 | 1.45 |
| 变动(%) | 26.5 | (44.0) | (41.2) | 25.2 | 21.0 |
| 原先预测摊薄每股收益(人民币) | | 1.66 | 1.59 | 1.96 | 2.69 |
| 调整幅度(%) | | (1.6) | (39.7) | (38.7) | (46.0) |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 4.7 | 8.3 | 14.2 | 11.3 | 9.4 |
| 每股现金流量(人民币) | 2.06 | 0.89 | 1.19 | 1.18 | 1.56 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 6.6 | 15.2 | 11.5 | 11.6 | 8.7 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 3.7 | 4.5 | 6.5 | 6.2 | 5.2 |
| 每股股息(人民币) | 0.60 | 0.60 | 0.35 | 0.44 | 0.53 |
| 股息率(%) | 4.4 | 4.4 | 2.6 | 3.2 | 3.9 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2013 年上半年净利润同比下滑 36%至 7 亿元, 利润率下滑不大, 盈利能力依然较强。

公司 2013 年 1-6 月归属母公司净利润同比下滑 36%至 7 亿元, 每股收益 0.61 元, 符合业绩快报。报告期内实现营业收入 31 亿元, 同比下降 22%; 毛利润下滑 27%至 14 亿元。营业利润同比下降 37%至 8.9 亿元, 主要由于投资净收益同比大幅下降 35%至 2 亿元, 其中华润大宁公司(原亚美大宁矿)上半年贡献收益 1.9 亿元, 同比大幅下降 38%。上半年利润率水平有所下滑, 毛利率下降 3 个百分点至 45%, 经营利润率和净利率各下降 6 个百分点至 29%和 23%。但总体利润率下滑程度不大, 盈利能力依然较强, 远好于行业平均水平。净资产负债率由去年同期的 13%下滑至 7%, 下滑幅度与行业平均相似, 但绝对值好于行业平均水平。

公司认为尽管下半年煤炭尿素价格有望止跌企稳, 但供需形势难以根本好转, 因此对经营预算目标进行调整, 全年收入目标由 80 亿元下调至 63.71 亿元, 利润目标由 23.5 亿元下调至 12.15 亿元。我们预计其折合每股收益 0.93 元左右。

虽然三项费用同比均呈现下滑, 但由于收入的下滑幅度较大, 期间费用率同比增长 3 个百分点至 21%。管理费用的降幅最大, 同比下降 16%至 4.7 亿元, 其中占管理费用 47%的管理人员工资同比下降 6%; 财务费用同比下降 10%至 0.8 亿元; 销售费用同比微降 4%至 11 亿元。我们认为期间费用率的控制与行业平均相似。

煤炭业务的生产成本控制欠佳, 煤价抗跌性表现不太明显, 盈利能力受到影响, 但从绝对值看仍是盈利能力较高的公司。

2013 年上半年公司共生产原煤 318 万吨, 同比增长 8%, 符合预期; 销售煤炭 309 万吨, 同比增长 4%。上半年综合煤价大幅下降 21%至 728 元/吨, 直接导致煤炭业务收入同比下降 17%至 20 亿元, 煤价下降幅度与行业平均相似。吨煤成本上涨 8%至 259 元, 成本的大幅上涨主要由于一线员工工资的上涨和安全费用的上涨。据了解, 员工工资约占生产成本高达 52%。由于被鉴定为高瓦斯矿井, 公司可能将部分高瓦斯矿的安全费用上调至 30 元/吨。煤炭毛利率下降 12 个百分点至 59%, 毛利占比随之由 90%下滑至 86%。吨煤毛利由 682 元下降 31%至 469 元。如果简单按照公司净利润(不剔除化肥化工的影响)与煤价的关系, 上半年吨煤净利下降 25%至 165 元。总体来看, 煤炭业务的生产成本控制欠佳, 煤价抗跌性表现不充分, 盈利能力受到影响较大, 但从绝对值看仍是盈利能力较高的公司,

亚美大宁矿上半年净利润 3.7 亿元, 吨煤净利仍可达到 185 元左右, 净利润率高达 39%。

化工化肥业务防止了业绩下滑过大-拥有煤炭产业链使得企业应对经济下滑显从容

化肥化工板块由去年同期的微利将为税前利润亏损 1,936 万元。

化肥业务税前利润同比减少 17%至 5,712 万元, 税前利润率 2.8%; 化工业务税前利润亏损增加 11%至 7,648 万元, 拖累整体化肥化工板块税前利润亏损 1,936 万元, 但相比近 9 亿元的总体税前利润, 影响有限。

报告期内生产尿素 81 万吨, 同比增长 1.5%, 但销售量同比大降 12% 至 65 万吨。尿素价格下滑 6% 至 2,063 元/吨, 由于煤炭价格的下跌, 尿素单位成本下滑 11% 至 1,701 元/吨, 毛利率增长 5 个百分点至 18%, 化肥业务毛利占比由 8% 提升至 12%。总体看来, 由于煤炭成本的大幅下降, 拥有煤炭产业链的企业应对经济下滑更显从容。

2 季度净利润环比下滑 35% 至 2.8 亿元, 生产成本压缩较大, 盈利能力不降反升, 期间费用压缩较难。

公司 13 年 2 季度归属母公司净利润环比下降 35%, 主要由于当季煤价连续下跌导致收入环比大幅下滑 37% 至 12 亿元, 依靠成本压缩 43% 至 6 亿元, 实现毛利润 5.8 亿元, 环比下滑 28%。销售费用和管理费用环比基本持平, 财务费用下降 28% 至 0.34 亿元。2 季度投资收益增长 16% 至 1 亿元, 营业利润下降 37% 至 3.4 亿元。2 季度公司成本控制的力度加强, 直接导致当季利润率环比逆势上涨, 其中毛利率上涨 6 个百分点至 49%, 净利率上涨 1 个百分点至 23%, 且净资产收益率环比保持 4% 不变。由于 2 季度行业景气度大幅下滑, 2 季度经营现金流由 1 季度的 0.5 元下降至 -0.25 元。

图表 1.2013 年上半年业绩同比摘要

| (人民币, 百万) | 2012 年上半年 | 2013 年上半年 | 同比变动(%) |
|-------------------|-----------|-----------|---------|
| 营业收入 | 3,957 | 3,091 | (21.9) |
| 营业成本 | 2,043 | 1,700 | (16.8) |
| 毛利润 | 1,914 | 1,391 | (27.3) |
| 营业税金及附加 | 48 | 38 | (19.5) |
| 销售费用 | 113 | 109 | (3.9) |
| 管理费用 | 557 | 466 | (16.3) |
| 财务费用 | 89 | 80 | (10.2) |
| 资产减值损失 | 10 | 9 | (7.1) |
| 投资净收益 | 308 | 199 | (35.4) |
| 营业利润 | 1,404 | 887 | (36.8) |
| 营业外收入 | 5 | 9 | 81.5 |
| 营业外支出 | 40 | 8 | (80.7) |
| 税前利润 | 1,369 | 888 | (35.1) |
| 所得税 | 369 | 260 | (29.4) |
| 少数股东损益 | (59) | (71) | (20.9) |
| 归属于母公司所有净利润 | 1,096 | 700 | (36.2) |
| 每股收益 (人民币, 元) | | | |
| 基本每股收益 (元) | 0.96 | 0.61 | (36.2) |
| 每股经营活动产生现金净流量 (元) | 0.55 | 0.25 | (55.1) |
| 毛利率 (%) | 48 | 45 | |
| 经营利润率 (%) | 35 | 29 | |
| 净利润率 (%) | 28 | 23 | |
| 净资产收益率 (%) | 13 | 7 | |
| 期间费用率 (%) | 19 | 21 | |
| 净负债率 (%) | 10 | 净现金 | |
| 应收账款 | 41 | 31 | (23.2) |

资料来源: 公司数据

图表 2.煤炭业务经营数据

| 指标 | 2012 年上半年 | 2013 年上半年 | 同比变动 (%) |
|--------------|-----------|-----------|----------|
| 产量 (百万吨) | 2.95 | 3.18 | 7.6 |
| 销量 (百万吨) | 2.99 | 3.09 | 3.5 |
| 价格 (元/吨) | 921 | 728 | (21.0) |
| 成本 (元/吨) | 239 | 259 | 8.2 |
| 吨煤毛利 (元/吨) | 682 | 469 | (31.2) |
| 营业收入 (百万元) | 2,446 | 2,027 | (17.1) |
| 营业成本 (百万元) | 714 | 827 | 15.7 |
| 毛利率 (%) | 71 | 59 | |
| 煤炭业务收入占比 (%) | 62 | 66 | |
| 煤炭业务毛利占比 (%) | 90 | 86 | |

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 3.尿素业务经营数据

| 指标 | 2012 年上半年 | 2013 年上半年 | 同比变动 (%) |
|--------------|-----------|-----------|----------|
| 尿素产量 (百万吨) | 0.80 | 0.81 | 1.5 |
| 尿素销量 (百万吨) | 0.74 | 0.65 | (12.1) |
| 尿素价格 (元/吨) | 2,202 | 2,063 | (6.3) |
| 尿素成本 (元/吨) | 1,911 | 1,701 | (11.0) |
| 营业收入 (百万元) | 2,501 | 2,067 | (17.3) |
| 营业成本 (百万元) | 2,341 | 1,906 | (18.6) |
| 毛利率 (%) | 6 | 8 | |
| 化肥业务收入占比 (%) | 63 | 67 | |
| 化肥业务毛利占比 (%) | 8 | 12 | |

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 4.2013 年 2 季度业绩环比摘要

| (人民币, 百万) | 2013-1 季度 | 2013-2 季度 | 环比变动 (%) |
|-------------------|-----------|-----------|----------|
| 营业收入 | 1,896 | 1,195 | (36.9) |
| 营业成本 | 1,086 | 614 | (43.4) |
| 毛利润 | 810 | 581 | (28.3) |
| 营业税金及附加 | 21 | 18 | (15.9) |
| 销售费用 | 54 | 54 | 0.1 |
| 管理费用 | 233 | 233 | (0.1) |
| 财务费用 | 47 | 34 | (27.5) |
| 资产减值损失 | 3 | 6 | 109.5 |
| 投资净收益 | 92 | 107 | 15.5 |
| 营业利润 | 545 | 343 | (37.1) |
| 营业外收入 | 3 | 6 | 119.0 |
| 营业外支出 | 5 | 3 | (46.2) |
| 税前利润 | 542 | 346 | (36.2) |
| 所得税 | 152 | 108 | (28.9) |
| 少数股东损益 | (33) | (38) | (13.3) |
| 归属于母公司所有净利润 | 424 | 276 | (34.9) |
| 每股收益 (人民币, 元) | | | |
| 基本每股收益 (元) | 0.37 | 0.24 | (34.9) |
| 每股经营活动产生现金净流量 (元) | 0.50 | (0.25) | (149.8) |
| 毛利率 (%) | 43 | 49 | |
| 经营利润率 (%) | 29 | 29 | |
| 净利润率 (%) | 22 | 23 | |
| 净资产收益率 (%) | 4 | 4 | |
| 期间费用率 (%) | 18 | 27 | |

资料来源：公司数据

损益表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销售收入 | 7,608 | 7,601 | 6,541 | 8,013 | 9,804 |
| 销售成本 | (4,076) | (4,193) | (4,239) | (5,094) | (6,174) |
| 经营费用 | (1,186) | (1,437) | (1,240) | (1,514) | (1,848) |
| 息税折旧前利润 | 2,345 | 1,970 | 1,062 | 1,404 | 1,782 |
| 折旧及摊销 | 465 | 526 | 749 | 864 | 1,003 |
| 经营利润 (息税前利润) | 2,831 | 2,520 | 1,836 | 2,298 | 2,818 |
| 净利息收入/(费用) | (140) | (166) | (182) | (219) | (263) |
| 其他收益/(损失) | 2,831 | 2,520 | 1,836 | 2,298 | 2,818 |
| 税前利润 | 2,258 | 2,345 | 1,300 | 1,627 | 1,961 |
| 所得税 | (545) | (629) | (315) | (397) | (480) |
| 少数股东权益 | 95 | 185 | 150 | 180 | 216 |
| 净利润 | 1,771 | 1,891 | 1,125 | 1,401 | 1,688 |
| 核心净利润 | 1,663 | 1,863 | 1,095 | 1,372 | 1,659 |
| 每股收益(人民币) | 2.911 | 1.631 | 0.959 | 1.201 | 1.452 |
| 每股股息(人民币) | 0.600 | 0.600 | 0.353 | 0.441 | 0.534 |
| 收入增长(%) | 31 | (0) | (14) | 23 | 22 |
| 息税前利润增长(%) | 40 | (16) | (46) | 32 | 27 |
| 息税折旧前利润增长(%) | 31 | (11) | (27) | 25 | 23 |
| 每股收益增长(%) | 27 | (44) | (41) | 25 | 21 |

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 | 2,112 | 2,306 | 1,260 | 1,587 | 1,921 |
| 折旧与摊销 | 485 | 549 | 774 | (894) | (1,036) |
| 净利息费用 | 140 | 166 | 182 | 219 | 263 |
| 运营资本变动 | (1,114) | (910) | (158) | (550) | (546) |
| 税金 | (545) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他经营现金流 | 96 | (1,089) | (704) | 981 | 1,185 |
| 经营活动产生的现金流 | 1,175 | 1,022 | 1,355 | 1,344 | 1,786 |
| 购买固定资产净值 | (680) | (1,143) | (1,312) | (1,100) | (1,100) |
| 投资减少/增加 | (116) | (596) | 0 | 1 | 2 |
| 投资活动产生的现金流 | (796) | (1,738) | (1,312) | (1,098) | (1,096) |
| 净增权益 | 5 | 247 | 0 | (1) | (2) |
| 净增债务 | (225) | (952) | 500 | 800 | 100 |
| 支付股息 | (303) | (357) | (221) | (285) | (347) |
| 其他融资现金流 | (140) | 2,924 | (182) | (218) | (261) |
| 融资活动产生的现金流 | (663) | 1,862 | 97 | 298 | (506) |
| 现金变动 | (284) | 1,146 | 140 | 543 | 184 |
| 期初现金 | 2,347 | 2,063 | 3,209 | 3,349 | 3,890 |
| 公司自由现金流 | 411 | (677) | 74 | 278 | 723 |
| 权益自由现金流 | 15 | (1,834) | 361 | 827 | 527 |

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 | 2,063 | 3,209 | 3,349 | 3,890 | 4,068 |
| 应收帐款 | 3,083 | 3,079 | 2,766 | 3,200 | 3,728 |
| 库存 | 947 | 724 | 732 | 880 | 1,066 |
| 其他流动资产 | 5 | 70 | 0 | 0 | 0 |
| 流动资产总计 | 6,098 | 7,082 | 6,848 | 7,970 | 8,862 |
| 固定资产 | 5,743 | 6,687 | 7,251 | 7,487 | 7,583 |
| 无形资产 | 2,083 | 4,760 | 5,409 | 6,126 | 6,838 |
| 其他长期资产 | 1,262 | 1,844 | 1,844 | 1,845 | 1,846 |
| 长期资产总计 | 9,089 | 13,292 | 14,504 | 15,458 | 16,267 |
| 总资产 | 15,187 | 20,374 | 21,352 | 23,428 | 25,129 |
| 应付帐款 | 2,414 | 2,081 | 2,093 | 2,319 | 2,604 |
| 短期债务 | 2,308 | 1,883 | 2,800 | 3,500 | 4,000 |
| 其他流动负债 | 785 | 775 | 770 | 770 | 770 |
| 流动负债总计 | 5,507 | 4,739 | 5,663 | 6,589 | 7,374 |
| 长期借款 | 803 | 508 | 1,500 | 1,800 | 2,000 |
| 其他长期负债 | 162 | 1,809 | 169 | 169 | 169 |
| 股本 | 571 | 1,142 | 1,142 | 1,142 | 1,142 |
| 储备 | 7,386 | 8,389 | 9,138 | 10,076 | 11,209 |
| 股东权益 | 7,958 | 9,532 | 10,281 | 11,218 | 12,351 |
| 少数股东权益 | 758 | 792 | 942 | 1,122 | 1,338 |
| 总负债及权益 | 15,187 | 20,374 | 21,352 | 23,428 | 25,129 |
| 每股帐面价值(人民币) | 13.93 | 8.34 | 9.00 | 9.82 | 10.81 |
| 每股有形资产(人民币) | 10.28 | 4.17 | 4.26 | 4.45 | 4.81 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | 1.84 | (0.72) | 0.83 | 1.23 | 1.69 |

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 |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 息税折旧前利润率(%) | 37.2 | 33.1 | 28.1 | 28.7 | 28.7 |
| 息税前利润率(%) | 30.8 | 25.9 | 16.2 | 17.5 | 18.2 |
| 税前利润率(%) | 27.8 | 30.3 | 19.3 | 19.8 | 19.6 |
| 净利率(%) | 21.9 | 24.5 | 16.7 | 17.1 | 16.9 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 1.1 | 1.5 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| 利息覆盖率(倍) | 13.7 | 9.6 | 5.0 | 5.6 | 6.0 |
| 净权益负债率(%) | 12.0 | 净现金 | 8.5 | 11.4 | 14.1 |
| 速动比率(倍) | 0.9 | 1.3 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 4.7 | 8.3 | 14.2 | 11.3 | 9.4 |
| 市净率(倍) | 1.0 | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 1.3 |
| 价格/现金流(倍) | 6.6 | 15.2 | 11.5 | 11.6 | 8.7 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 3.7 | 4.5 | 6.5 | 6.2 | 5.2 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 74.6 | 72.8 | 62.7 | 57.7 | 57.5 |
| 应收帐款周转天数 | 118.9 | 148.0 | 163.1 | 135.9 | 129.0 |
| 应付帐款周转天数 | 104.4 | 107.9 | 116.5 | 100.5 | 91.7 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 20.6 | 36.8 | 36.8 | 36.8 | 36.8 |
| 净资产收益率(%) | 22.9 | 21.3 | 11.1 | 12.8 | 14.1 |
| 资产收益率(%) | 12.1 | 8.1 | 3.8 | 4.7 | 5.5 |
| 已运用资本收益率(%) | 21.3 | 16.4 | 7.7 | 8.7 | 9.7 |

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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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