click here: http://www.hibor.com.cn

山东黄金

谨慎买入 15% ⬆

目标价格: 人民币 24.10

原目标价格: 人民币 27.30

600547.CH

价格: 人民币20.98

目标价格基础: 25 倍 14 年市盈率

板块评级: 持有

3 季度业绩低于预期，但对金价预期改善

山东黄金公告 13 年 1-9 月净利润同比大跌 38%至 11.3 亿元(每股收益 0.8 元)，3 季度净利润同比大幅下降 62%至 1.65 亿元（每股收益 0.116 元），这主要是由于 3 季度国内黄金平均价格同比大跌近 21.5%。另外，3 季度净利润环比大幅下跌 58.2%，这估计是由于 3 季度国内金价环比下跌了近 7.1%。3 季度盈利仅占我们全年盈利预测的 9.3%，低于我们预期，估计这是由于公司虽然控制了管理费用增加的趋势，但生产成本可能并未随着金价下跌而相应下降。公司在 13 年 7 月 1 日公告计划增发新股收购包括天承公司等近 14 项黄金资产以及募集资金总额不超过 30 亿元，我们估计收购完成后公司黄金资源储量将增加 130%达到约 709 吨，由于目前股价远低于计划的增发价格，因此未来项目如何推进还需观察。虽然 6 月后金价反弹，但 3 季度金价表现略低于我们预期，同时由于近期人民币加速升值，因此我们将 2013-15 年的金价假设分别小幅下调 1.8%、1.4%和 1.4%。我们将 2013-15 年的每股收益预测下调 22.3%、22.0%和 21.8%至 0.96 元、0.96 元和 0.95 元（未考虑增发的因素），并将目标价格由 27.30 元下调至 24.10 元。维持对该股的*谨慎买入*评级。

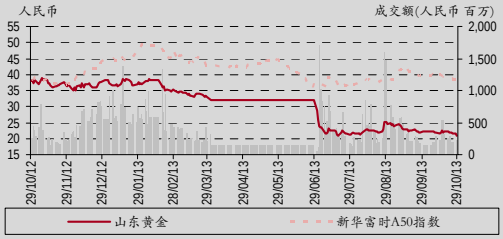
本报告要点

- 3 季度盈利低于预期；
- 下调 13-15 金价假设，下调 13-15 年盈利预测；
- 下调目标价格。

主要催化剂/事件

- 金价反弹；
- 收购金矿。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(45)	(4)	(1)	(45)
相对新华富时 A50 指数	(33)	(4)	(11)	(48)

发行股数 (百万)	1,423
流通股 (%)	49
流通股市值 (人民币 百万)	29,856
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	368
净负债比率 (%) (2013E)	36
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 2013 年 10 月 29 日收市价为标准

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。
- 在量化宽松迟迟不退出的情况下，金价可能有超预期表现。

主要风险

- 收购矿山需要消耗大量资金。
- 增发进展有较大不确定性。
- 美联储缩减 QE 规模可能对金价形成抑制。

估值

- 山东黄金集团未来的目标是“争全国第一”，建设有国际影响力和竞争力的大型现代化黄金矿业公司。因此公司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 年内有望继续改善，我们认为，该股可较同业享有较高的估值。我们下调了 13-15 年盈利预测，但基于对未来黄金价格可能会有超预期上升的判断，我们将公司的估值标准上调为 25 倍 14 年市盈率，由此目标价格由 27.30 元下调至 24.10 元。我们维持对该股的***谨慎买入***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)	39,351	50,160	43,433	41,502	40,345
变动 (%)	25	27	(13)	(4)	(3)
净利润 (人民币 百万)	1,902	2,171	1,372	1,369	1,398
全面摊薄每股收益 (人民币)	1.337	1.526	0.964	0.962	0.982
变动 (%)	55.5	14.1	(36.8)	(0.2)	2.1
市场预期每股收益(人民币)			1.101	1.480	0.934
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	1.24	1.23	1.26
调整幅度 (%)	-	-	(22.3)	(22.0)	(21.8)
核心每股收益 (人民币)	1.337	1.526	0.964	0.962	0.983
变动 (%)	55.5	14.1	(36.8)	(0.2)	2.2
全面摊薄市盈率(倍)	15.7	13.8	21.8	21.8	21.4
核心市盈率(倍)	15.7	13.8	21.8	21.8	21.3
每股现金流量 (人民币)	1.38	2.42	2.01	1.94	2.08
价格/每股现金流量 (倍)	15.2	8.7	10.4	10.8	10.1
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	9.3	8.3	10.4	10.2	9.5
每股股息 (人民币)	0.200	0.213	0.193	0.192	0.196
股息率 (%)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

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

click here: http://www.hibor.com.cn

13 年 3 季度净利润同比大跌 62%，低于我们预期

山东黄金公告 13 年 1-9 月净利润同比大跌 38%至 11.3 亿元（每股收益 0.8 元）。分季度看，3 季度净利润同比大幅下降 62%至 1.65 亿元（每股收益 0.116 元），盈利同比下降是由于 3 季度国内黄金平均价格同比大跌近 21.5%。

环比看，3 季度净利润环比大幅下跌了 58.2%，这估计主要是由于 3 季度国内金价环比下跌了近 7.1%，虽然如此，公司 3 季度盈利环比跌幅仍超出我们预期，3 季度盈利仅占我们全年盈利预测的 9.3%。我们估计这是由于公司虽然控制了管理费用增加的趋势，但生产成本可能并未随着金价下跌而相应下降。

图表 1.季度金价 (人民币/克)

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	13 年 1 季度	13 年 2 季度	13 年 3 季度
296.5	316.1	352.8	345.9	345	329	338	344.5	328.7	285.5	265.2

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

	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	13 年 1 季度	13 年 2 季度	13 年 3 季度
净利润(人民币，百万)	443	606	643	210	617	789	430	335	574	395	165
毛利率(%)	11.5	10.0	11	13	9.4	13.0	8.1	9.4	9.5	7.0	7.7

资料来源：公司数据

图表 3.业绩摘要

(人民币，百万)	12 年 3 季度	13 年 3 季度	同比变化(%)
销售收入	13,844	9,474	(32)
销售成本	(12,717)	(8,746)	(31)
营业税	(1)	(1)	(6)
毛利润	1,125	727	(35)
其他收入	0	0	n/a
分销费用	(10)	(9)	(18)
管理费用	(462)	(418)	(9)
其它经营费用	(3)	(1)	(72)
经营利润	650	299	(54)
财务费用	(68)	(68)	0
投资收入	3	(11)	n/a
其它非营业收入	3	(4)	n/a
税前利润	588	216	(63)
税金	(153)	(56)	(64)
少数股东权益	(5)	4	(195)
净利润	430	165	(62)
全面摊薄每股收益(元)	0.302	0.116	(62)
盈利能力 (%)			
毛利率	8.1	7.7	
经营利润率	4.7	3.2	
净利率	3.1	1.7	

资料来源：公司数据

click here: http://www.hibor.com.cn

矿产金单位成本可能并未下降

3 季度金价下跌，但公司的成本并未相应减少。我们粗略估计 2013 年公司矿产金的单位克金营业成本（不包括三项费用）为 150-160 元/克，可能与上半年水平差不多。

管理费用持续上升的趋势得以扭转

13 年 3 季度管理费用为 4.18 亿元，同比小幅下降 9%，较 2 季度小降 1.2%，这改变了公司过去管理费用持续上升的趋势，我们估计这主要是由于金价下跌使得公司加强了费用控制。另外，3 季度财务费用同比持平，环比下降了 3.7%，主要原因是公司拓宽融资渠道、调整贷款结构，发行了面值 20 亿元的债券，从而降低了财务费用。

增发新股收购母公司黄金资产，储量将翻番

公司在 13 年 7 月 1 日公告了重大资产重组方案，具体为向山东黄金集团（母公司）、山东黄金有色矿业集团（山东黄金集团下属子公司）、山东盛大矿业、金茂矿业和王志强发行 29,607.14 万股，收购包括天承公司等近 14 项黄金资产，发行价格为人民币 33.72 元/股。此外，公司还将向不超过 10 名投资者发行股份，募集资金总额不超过 30 亿元，且不超过本次交易总额的 25%，发行股份的数量不超过 8,896.80 万股，发行价格不低于前 20 个交易日股票交易均价 33.72 元，募集资金用于发展收购资产的主营业务及补充流动资金。我们计算发行完成后，公司的总股本将达到约 180,811.18 万股，较目前增加 27%。

图表 4.收购资产

被收购方	标的资产
山东黄金集团	天承公司 100%股权
山东黄金集团	东风探矿权
山东黄金集团	东风采矿权及相关资产与负债
山东黄金集团	寺庄探矿权
山东黄金集团	新城探矿权
山东黄金有色矿业	归来庄公司 70.65%股权
山东黄金有色矿业	嵩县山金 70%股权
山东黄金有色矿业	海南山金 63%股权
山东黄金有色矿业	蓬莱公司 51%股权
盛大矿业	鑫源矿投 100%股权
盛大矿业	马塘采矿权及相关资产与负债
盛大矿业	马塘二采矿权及相关资产与负债
金茂矿业	蓬莱公司 20%股权
王志强	蓬莱公司 29%股权

资料来源：公司公告

click here: http://www.hibor.com.cn

收购完成后，公司将获得归来庄公司、嵩县山金、海南山金、蓬莱公司、天承公司及鑫源矿投的控制权及六宗黄金矿业权，相应的矿山分别位于山东、河南及海南。收购资产中，归来庄公司、嵩县山金、海南山金、蓬莱公司及天承公司均为黄金生产企业，鑫源矿投虽尚未开始黄金生产，但其控股子公司莱州鲁地拥有一宗储量丰富的探矿权。六宗黄金矿业权中，寺庄探矿权、新城探矿权等矿业权位于公司现有成熟矿山开采范围周边或深部，因此将有助于公司延伸扩大寺庄金矿的许可开采范围，实现集约化开采并利用现有选矿能力，降低开采成本，增强盈利能力。截至 2012 年底，公司黄金资源量为 308 吨，收购完成后，我们估计公司黄金资源储量将增加约 401 吨达到约 709 吨，增加 130%。

截至 2013 年 3 月 31 日，收购资产的预估值约为 99.835 亿元。收购资产 2012 年的矿产金产量约 5 吨，盈利估计 4-5 亿元。

目前相关的审计、评估及盈利预测工作尚未完成，这些工作完成后，公司董事会将再次召开会议审议通过正式方案；此后还需经过：山东省国资委核准并对相关资产评估结果备案或核准；公司股东大会审议批准本次交易事项；中国证监会核准本次交易事项。其后再寻找适当时机向不超过 10 名投资者发行股份募集配套资金。由于目前股价远低于公司计划的增发价格，因此未来项目如何推进还需观察。

小幅下调金价假设，并下调盈利预测

黄金价格在 12 年 10 月以后逐级下滑，即使在去年 12 月份美联储推出 QE4 也未能推动金价上升，这主要还是由于市场预期随着美国经济好转，QE 的力度将减弱甚至逐步退出。而自今年 4 月 12 日起，在塞浦路斯可能出售黄金这一事件的催化下，市场信心出现崩溃，黄金经历了史上罕见的暴跌，金价连续跌破 1,500 美元和 1,400 美元，12 日和 13 日分别下跌了 5.1% 和 8.3%，连续 2 个交易日累计下跌 12.9%，这创下了过去 30 年的最大跌幅。至 6 月底金价最低跌至近 1,180 美元/盎司，其后才出现较明显回升，6 月以来的金价，整体呈现较为平稳的运行状态。

展望未来，明年上半年美国仍将面临举债上限的不确定、同时，美国推迟缩减 QE 形成的超预期宽松政策将提供更多的流动性，因此我们估计黄金明年可能有超预期表现。

虽然 6 月后金价反弹，但 3 季度金价表现略低于我们预期，同时由于近期人民币加速升值，因此我们将 2013-15 年的金价假设分别小幅下调 1.8%、1.4%和 1.4%。

由于下调了金价假设，同时由于公司生产成本可能并未随着金价下跌而下降，因此我们将 2013-15 年的每股收益预测下调 22.3%、22.0%和 21.8%至 0.96 元、0.96 元和 0.95 元（未考虑增发的因素）。

图表 5.金价假设

(人民币/克)	2013E	2014E	2015E
原假设	293	275	266
新假设	287	272	262
调整幅度(%)	(1.8)	(1.4)	(1.4)

资料来源：中银国际研究

click here: http://www.hibor.com.cn

维持谨慎买入评级

山东黄金集团未来的目标是“争全国第一”， 建设有国际影响力和竞争力的大型现代化黄金矿业公司。因此公司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年内有望继续改善，我们认为，该股可较同业享有较高的估值。我们下调了13-15年盈利预测，但基于对未来黄金价格可能会有超预期上升的判断，我们将公司的估值标准上调为25倍14年市盈率，由此目标价格由27.30元下调至24.10元。我们维持对该股的***谨慎买入***评级。

click here: http://www.hibor.com.cn

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	39,351	50,160	43,433	41,502	40,345
销售成本	(34,957)	(45,192)	(39,469)	(37,641)	(36,535)
经营费用	(827)	(812)	(647)	(554)	(421)
息税折旧前利润	3,567	4,156	3,317	3,308	3,389
折旧及摊销	(671)	972	1,157	1,226	1,345
经营利润 (息税前利润)	2,896	3,184	2,161	2,081	2,045
净利息收入/(费用)	(182)	(275)	(284)	(235)	(160)
其他收益/(损失)	(22)	7	(18)	1	1
税前利润	2,692	2,915	1,859	1,847	1,886
所得税	(710)	(698)	(465)	(462)	(471)
少数股东权益	(80)	(46)	(22)	(16)	(17)
净利润	1,902	2,171	1,372	1,369	1,398
核心净利润	1,902	2,171	1,372	1,369	1,399
每股收益(人民币)	1.337	1.526	0.964	0.962	0.982
核心每股收益(人民币)	1.337	1.526	0.964	0.962	0.983
每股股息(人民币)	0.200	0.213	0.193	0.192	0.196
收入增长(%)	25	27	(13)	(4)	(3)
息税前利润增长(%)	52	10	(32)	(4)	(2)
息税折旧前利润增长(%)	49	17	(20)	0	2
每股收益增长(%)	56	14	(37)	0	2
核心每股收益增长(%)	56	14	(37)	0	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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	2,692	2,915	1,859	1,847	1,886
折旧与摊销	671	972	1,157	1,226	1,345
净利息费用	182	275	284	235	160
运营资本变动	(1,138)	(28)	37	(86)	34
税金	(479)	(772)	(508)	(462)	(470)
其他经营现金流	32	86	33	0	0
经营活动产生的现金流	1,960	3,449	2,861	2,759	2,954
购买固定资产净值	(2,342)	(4,717)	(1,500)	(1,500)	(1,100)
投资减少/增加	114	(1)	(19)	14	14
其他投资现金流	(11)	(80)	8	8	8
投资活动产生的现金流	(2,240)	(4,798)	(1,511)	(1,478)	(1,078)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	136	1,320	(335)	(853)	(858)
支付股息	(141)	(106)	(228)	(206)	(205)
其他融资现金流	285	217	(988)	(235)	(160)
融资活动产生的现金流	279	1,431	(1,551)	(1,293)	(1,223)
现金变动	0	81	(201)	(12)	653
期初现金	817	817	898	696	684
公司自由现金流	(271)	(1,338)	1,368	1,308	1,921
权益自由现金流	(326)	(298)	723	193	859

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	817	898	696	684	1,337
应收帐款	13	31	27	26	25
库存	875	1,079	1,047	1,137	1,105
其他流动资产	1,628	2,336	2,039	1,945	1,888
流动资产总计	3,333	4,344	3,809	3,792	4,356
固定资产	6,033	8,055	8,831	9,539	9,728
无形资产	3,162	4,800	4,353	3,906	3,458
其他长期资产	133	262	254	246	238
长期资产总计	9,328	13,116	13,438	13,690	13,424
总资产	12,661	17,460	17,247	17,482	17,780
应付帐款	807	1,593	1,392	1,327	1,288
短期债务	2,253	4,040	1,705	853	426
其他流动负债	1,624	1,645	832	805	790
流动负债总计	4,684	7,278	3,929	2,985	2,505
长期借款	1,043	575	2,575	2,575	2,144
其他长期负债	537	892	863	863	863
股本	1,423	1,423	1,423	1,423	1,423
储备	4,248	6,175	7,320	8,483	9,675
股东权益	5,671	7,598	8,743	9,906	11,098
少数股东权益	727	1,116	1,138	1,154	1,170
总负债及权益	12,661	17,460	17,247	17,482	17,780
每股帐面价值(人民币)	3.98	5.34	6.14	6.96	7.80
每股有形资产(人民币)	1.76	1.97	3.08	4.22	5.37
每股净负债/(现金)(人民币)	1.74	2.61	2.52	1.93	0.87

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 (%)	9.1	8.3	7.6	8.0	8.4
息税前利润率(%)	7.4	6.3	5.0	5.0	5.1
税前利润率(%)	6.8	5.8	4.3	4.5	4.7
净利率(%)	4.8	4.3	3.2	3.3	3.5
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.6	1.0	1.3	1.7
利息覆盖率(倍)	15.2	11.1	7.1	7.9	10.0
净权益负债率(%)	38.7	42.7	36.3	24.8	10.0
速动比率(倍)	0.5	0.4	0.7	0.9	1.3
估值					
市盈率 (倍)	15.7	13.8	21.8	21.8	21.4
核心业务市盈率 (倍)	15.7	13.8	21.8	21.8	21.3
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	18.0	15.8	25.0	25.0	24.5
市净率 (倍)	5.3	3.9	3.4	3.0	2.7
价格/现金流 (倍)	15.2	8.7	10.4	10.8	10.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.3	8.3	10.4	10.2	9.5
周转率					
存货周转天数	5.9	7.1	8.9	9.6	10.1
应收帐款周转天数	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应付帐款周转天数	6.1	8.7	12.5	12.0	11.8
回报率					
股息支付率(%)	15.0	14.0	20.0	20.0	20.0
净资产收益率 (%)	39.8	32.7	16.8	14.7	13.3
资产收益率 (%)	19.2	16.1	9.3	9.0	8.7
已运用资本收益率(%)	33.3	27.8	15.9	14.7	14.3

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

click here: http://www.hibor.com.cn

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。

click here: http://www.hibor.com.cn

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