



**谨慎  
买入**

**15% ↑**

目标价格: 人民币 10.41

原评级: 买入 原目标价格: 人民币 10.74

002215.CH

价格: 人民币 9.04

目标价格基础: 22倍 14年市盈率

板块评级: 中立

# 诺普信

## 绿色农业受益品种之农药制剂龙头企业

2013年营业收入、净利润同比小幅上升。2013年公司实现营业收入17.4亿元,同比提高8.6%;归属母公司净利润1.8亿元,同比上涨39.1%;实现每股收益为0.33元。我国农药制剂行业市场集中度很低,2012年前30强市场占有率仅26%,随着土地流转,农药制剂有望向集中化、绿色化发展,这将有利于绿色环保的农药制剂企业做大做强。公司作为国内最大的农药制剂企业,公司的水基化环保剂型占60%以上,未来随着土地流转,农药制剂有望向集中化、绿色化发展,这将有利于绿色环保的农药制剂企业做大做强。公司并购常隆化工35%股权,常隆是国内最大的原药企业之一,通过收购打通公司上下游一体化发展。考虑到估值因素,我们将公司目标价从10.74元下调至10.41元,下调评级至**谨慎买入**。

### 支撑评级的要点

- 常隆化工是国内工艺技术成熟的大中型原药企业,位列中国原药企业10强,产品品类齐全,具有不可多得的光气资源优势。公司通过收购持有常隆化工35%的股权,诺普信第二大股东深圳市融信南方投资有限公司(16.27%)持有常隆化工52.53%的股权,后续这些股权有望转让给上市公司。公司通过投资常隆化工获取投资回报,并可通过常隆化工进军原药领域,从而提升公司在农药行业里的核心竞争力和地位,具有很强的战略意义。
- 诺普信前几年开拓经销商模式(CK)+零售店模式(AK)的销售模式,走了一些弯路。公司已经深刻反省,最近一年开拓市场更加稳健,我们认为销售模式的发展需要实践,公司后续有望凭借CK+AK模式在农药制剂领域继续引领潮流。

### 评级面临的主要风险

- 市场开拓不达预期风险。

### 估值

- 我们预计公司2014-2016年每股收益分别为0.47元、0.57元和0.68元,考虑到公司生态农业属性以及业务快速增长预期,基于2014年22倍的市盈率水平,目标价从10.74元下调为10.41元,考虑到估值因素,下调评级至**谨慎买入**。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	1,598	1,736	2,267	2,761	3,262
变动(%)	3	9	31	22	18
净利润(人民币 百万)	129	180	257	310	367
全面摊薄每股收益(人民币)	0.239	0.332	0.473	0.571	0.677
变动(%)	59.0	39.1	42.6	20.7	18.6
市场预期每股收益(人民币)			0.473	0.615	0.791
核心每股收益(人民币)	0.214	0.345	0.509	0.611	0.722
变动(%)	46.5	61.3	47.3	20.2	18.0
全面摊薄市盈率(倍)	37.9	27.2	19.1	15.8	13.3
核心市盈率(倍)	42.2	26.2	17.8	14.8	12.5
每股现金流量(人民币)	1.00	0.38	0.34	0.56	0.63
价格/每股现金流量(倍)	9.1	23.7	26.5	16.2	14.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.5	18.7	12.4	9.8	7.8
每股股息(人民币)	0.030	0.023	0.200	0.200	0.200
股息率(%)	0.3	0.3	2.2	2.2	2.2

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

化工

苏文杰

(8610) 6622 9389

wenjie.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511050001

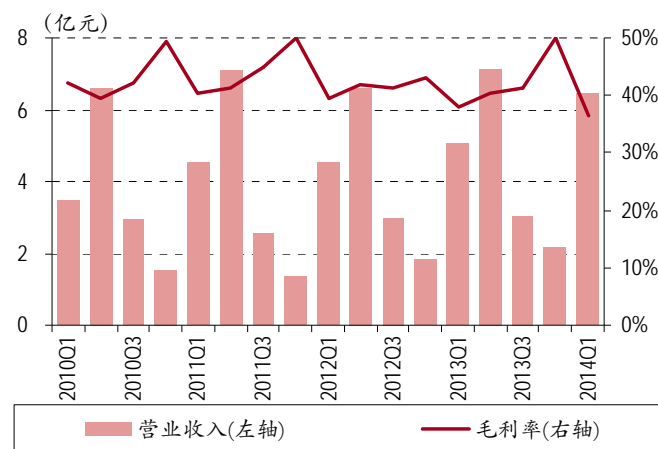
## 2013 年及 2014 年一季度经营情况分析

2013 年营业收入、净利润同比小幅上升。2013 年公司实现营业收入 17.4 亿元，同比提高 8.6%；归属母公司净利润 1.8 亿元，同比上涨 39.1%；实现每股收益为 0.33 元。2013 年公司综合毛利率为 41.00%，同比下降 0.30 个百分点，同期净利率为 10.26%，同比提高 2.01 个百分点。2013 年净利润同比增速大幅超过收入增速，主要是由于 2013 年三项费用率下降，2013 年三项费用率为 30.71%，同比下降 4.13 个百分点，其中主要是由于销售费用率的下降。

公司销售费用率下降意味着效率提升，公司 AK 模式业务通过三年多的投入和积累，不断地改善与创新，一改多年停滞不前的困局，扭亏为盈，取得了卓有成效的业绩。AK 模式创新体现在：一是调整组织架构，优化人员结构及任职素质模型，全力培养专家型的作物经理、技术型的营销人员；二是聚焦大品，打造区域性全国性品牌，探索出了以“示范推广”为核心的持续增长模式；三是创新营销管理，迅速提升了分销效率，如：自行制定激励机制、业务员回原籍工作、推广拉练示范等等；四是有效控制销售费用，人均销量和利润大幅提升。

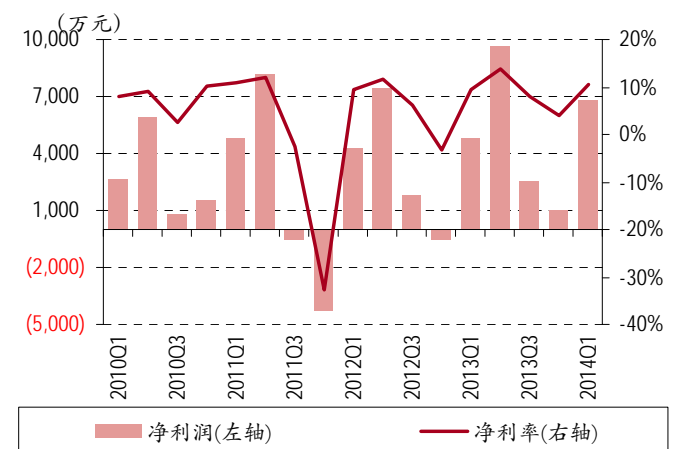
2014 年 1 季度公司实现营业收入 6.5 亿元，同比提高 27.7%，归属母公司净利润 6,785 万元，同比上涨 41.6%；实现每股收益为 0.13 元。2014 年 1 季度公司综合毛利率为 36.47%，同比下降 1.58 个百分点，同期净利率 10.59%，同比提高 1.11 个百分点。

图表 1. 分季度收入、毛利率情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

图表 2. 分季度净利润、净利率情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

公司预计 2014 年上半年公司净利润为 1.88 亿元-2.31 亿元，同比提高 30%-60%，每股收益为 0.35-0.43 元。

## 农药制剂行业集中度有望提升，水基化环保制剂潜力巨大

农药制剂 30 强企业 2012 年销售额均在 1.1 亿元以上，总销售额为 108.7 亿元，较 2011 年 83.6 亿元增加了 25.1 亿元，增长幅度达到 30.0%。诺普信继续保持农药制剂龙头地位，2012 年销售额为 15.9 亿元。2012 年制剂 30 强企业销售额超过 3 亿元的企业达到 12 家，而 2011 年仅有 7 家；2012 年农药销售超过 3 亿元企业的销售总额为 73.3 亿元，占制剂 30 强总销售总额的 67.4%，远远超过 2011 年的 57.8%。从以上数据可以看出，大型企业的优势越来越明显，农药企业结构调整的效果也越来越显示出来。

**图表 3.2012 年我国农药制剂企业收入排名情况**

排名	省份	公司	2012 年农药制剂销售额 (亿元)
1	广东	深圳诺普信农化股份有限公司	15.9
2	江苏	江苏龙灯化学有限公司	10.7
3	广西	广西田园生化股份有限公司	8.7
4	江苏	先正达 (苏州) 作物保护有限公司	8.7
5	广东	广东中讯农科股份有限公司	5.4
6	江西	江西正邦生物化工股份有限公司	4.5
7	江苏	苏州富美实植物保护剂有限公司	3.5
8	北京	北京燕化永乐农药有限公司	3.4
9	陕西	陕西恒田化工有限公司	3.4
10	陕西	陕西上格之路生物科学有限公司	3.1

资料来源：中国农药工业协会、中银国际研究

根据中国农药工业协会统计，中国现有农药企业 2,400 多家，其中原药企业 560 多家，制剂企业 1,840 多家。2011 年中国农药制剂前 30 强实现销售收入 83.8 亿元，市场占有率仅约 21%，2012 年前 30 强市场占有率约为 26%，市场集中度在增加。另外，据统计 2012 年美国前 16 家农药经销企业占据了美国 90% 以上的农药市场。中国农药市场集中度明显偏低。

农药制剂与原药企业相比，规模普遍偏小，技术水平落后，导致行业集中度偏低，这与中国农药行业重视合成生产，一直不重视下游应用开发的传统有关。小而散的市场格局不利于市场监管，农民用药知识不足，导致农药制剂行业不规范发展，假冒伪劣和违规添加禁用成分的产品横行，不利于农业的健康发展。我们认为，随着社会食品安全意识提高，上游农药原药和下游农户生产的集中度提升，农药制剂行业整合也是大势所趋，行业龙头将明显受益。

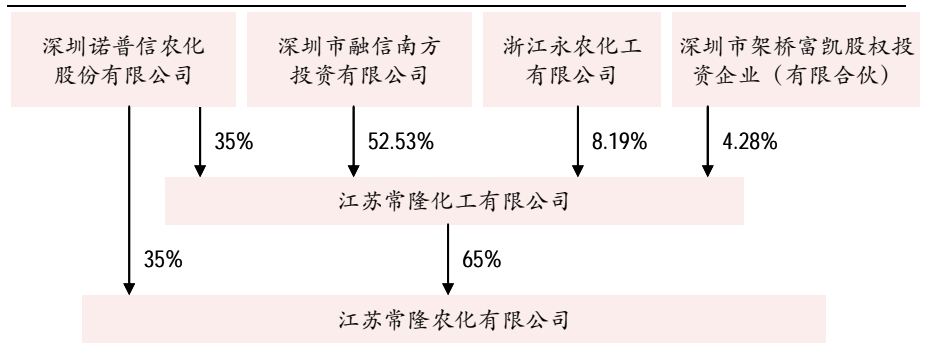
从农药制剂生产来说，同一种农药有效成份可加工成不同的剂型，如可溶液剂、微乳剂、水乳剂、乳油等，只是配方不同而已。在不同的液体制剂配方中，对溶剂的使用有所区别。由于溶剂的种类不同，故对环境的影响也不一样。其中水基化环保制剂是未来发展方向。

### 参股常隆化工实现优势互补，有望通过常隆化工进军原药领域

2013 年 9 月常隆化工成功改制，国资退出，公司参股 35%。诺普信第二大股东深圳市融信南方投资有限公司 (16.27%) 持有常隆化工 52.53% 的股权，后续这些股权有望转让给上市公司。

常隆化工是国内工艺技术成熟的大中型原药企业，位列中国原药企业 10 强，产品品类齐全，具有不可多得的光气资源优势。常隆化工是国内产业基础好、品种多、工艺技术成熟的大型原药企业，两家联合，优势互补，协调发展，可快速响应市场，满足上下游产业链的产品需求，在产品供应、成本节减、利润保证等方面获得较大的比较优势，其竞争力远超国内其他对手；同时，公司在人力资源、激励机制、次新化合物的研发、产品结构、市场营销、环保投入、安全生产等等诸方面给予了优化、把控与支持，常隆化工超额完成了全年的收入和利润目标，发展势头更为清晰、强劲。

公司通过投资常隆化工获取投资回报，并可通过常隆化工进军原药领域，从而提升公司在农药行业里的核心竞争力和地位，具有很强的战略意义。

**图表 4.常隆化工股权结构情况**


资料来源：公司公告、中银国际研究

### 公司估值

我们预计公司 2014-2016 年每股收益分别为 0.47 元、0.57 元和 0.68 元。按照 2014 年 4 月 28 日收盘价 9.04 元计算，对应的动态市盈率分别为 19.1 倍、15.8 倍和 13.3 倍。考虑到公司生态农业属性以及业务快速增长预期，基于 2014 年 22 倍的市盈率水平，目标价为 10.41 元，考虑到估值因素，下调评级至 **谨慎买入**。

**图表 5.13 年业绩摘要**

(人民币, 百万)	2012 年	2013 年	同比变动(%)
<b>一、营业总收入</b>	<b>1,597.52</b>	<b>1,735.50</b>	<b>8.64</b>
营业收入	1,597.52	1,735.50	8.64
<b>二、营业总成本</b>	<b>1,522.54</b>	<b>1,581.88</b>	<b>3.90</b>
营业成本	937.74	1,023.94	9.19
营业税金及附加	5.72	5.76	0.70
销售费用	353.26	332.73	(5.81)
管理费用	202.67	205.97	1.63
财务费用	0.56	(5.74)	(1,125.00)
资产减值损失	22.60	19.22	(14.96)
<b>三、其他经营收益</b>	<b>36.73</b>	<b>29.92</b>	<b>(18.54)</b>
公允价值变动净收益			
投资净收益	36.73	29.92	(18.54)
汇兑净收益			
<b>四、营业利润</b>	<b>111.70</b>	<b>183.55</b>	<b>64.32</b>
加：营业外收入	45.62	19.26	(57.78)
减：营业外支出	8.02	8.06	0.50
<b>五、利润总额</b>	<b>149.30</b>	<b>194.75</b>	<b>30.44</b>
减：所得税	17.45	16.68	(4.41)
加：未确认的投资损失			
<b>六、净利润</b>	<b>131.85</b>	<b>178.07</b>	<b>35.05</b>
减：少数股东损益	2.47	(1.95)	(178.95)
归属于母公司所有者的净利润	129.38	180.02	39.14
<b>七、每股收益：</b>			
(一) 基本每股收益(元)	0.36	0.33	39.14
(二) 稀释每股收益(元)	0.36	0.33	39.14
<b>主要指标(%)</b>			
营业利润率	41.30	41.00	
息税前利润率	6.99	10.58	
净利润率	8.10	10.37	

资料来源：公司数据、中银国际研究

**图表 6.14 年 1 季度业绩摘要**

(人民币, 百万)	2013 年 1 季度	2014 年 1 季度	同比变动(%)
<b>一、营业总收入</b>	<b>505.71</b>	<b>645.71</b>	<b>27.68</b>
营业收入	505.71	645.71	27.68
<b>二、营业总成本</b>	<b>458.32</b>	<b>575.30</b>	<b>25.52</b>
营业成本	313.27	410.24	30.95
营业税金及附加	0.96	0.86	(10.42)
销售费用	85.68	99.89	16.58
管理费用	54.61	62.12	13.75
财务费用	(0.60)	0.15	(125.00)
资产减值损失	4.39	2.05	
<b>三、其他经营收益</b>	<b>6.28</b>	<b>7.10</b>	<b>13.06</b>
公允价值变动净收益			
投资净收益	6.28	7.10	13.06
汇兑净收益			
<b>四、营业利润</b>	<b>53.66</b>	<b>77.50</b>	<b>44.43</b>
加：营业外收入	0.97	0.86	(11.34)
减：营业外支出	0.87	0.04	(95.40)
<b>五、利润总额</b>	<b>53.76</b>	<b>78.33</b>	<b>45.70</b>
减：所得税	5.80	9.97	71.90
加：未确认的投资损失			
<b>六、净利润</b>	<b>47.96</b>	<b>68.36</b>	<b>42.54</b>
减：少数股东损益	0.04	0.51	1,175.00
归属于母公司所有者的净利润	47.93	67.85	41.56
<b>七、每股收益：</b>			
(一) 基本每股收益(元)	0.14	0.13	41.56
(二) 稀释每股收益(元)	0.14	0.13	41.56
<b>主要指标(%)</b>			
营业利润率	38.05	36.47	
息税前利润率	10.61	12.00	
净利润率	9.48	10.51	

资料来源：公司数据、中银国际研究

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	1,598	1,736	2,267	2,761	3,262
销售成本	(938)	(1,024)	(1,336)	(1,627)	(1,922)
经营费用	(524)	(506)	(628)	(772)	(916)
息税折旧前利润	136	205	302	362	424
折旧及摊销	(38)	(38)	(36)	(38)	(40)
经营利润(息税前利润)	98	167	266	325	384
净利息收入/(费用)	(1)	6	6	6	8
其他收益/(损失)	52	22	13	13	15
税前利润	149	195	285	344	407
所得税	(17)	(17)	(26)	(31)	(37)
少数股东权益	(2)	2	(3)	(3)	(4)
净利润	129	180	257	310	367
核心净利润	116	187	276	332	391
每股收益(人民币)	0.239	0.332	0.473	0.571	0.677
核心每股收益(人民币)	0.214	0.345	0.509	0.611	0.722
每股股息(人民币)	0.030	0.023	0.200	0.200	0.200
收入增长(%)	3	9	31	22	18
息税前利润增长(%)	19	70	59	22	18
息税折旧前利润增长(%)	15	51	47	20	17
每股收益增长(%)	59	39	43	21	19
核心每股收益增长(%)	47	61	47	20	18

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	149	195	285	344	407
折旧与摊销	38	38	36	38	40
净利息费用	1	(6)	(6)	(6)	(8)
运营资本变动	213	2	(79)	(14)	(27)
税金	(17)	(17)	(26)	(31)	(37)
其他经营现金流	(22)	(5)	(25)	(29)	(34)
经营活动产生的现金流	361	207	185	302	342
购买固定资产净值	(52)	(40)	(20)	(20)	(20)
投资减少/增加	43	5	0	0	0
其他投资现金流	142	(354)	(8)	(6)	(4)
投资活动产生的现金流	133	(389)	(28)	(26)	(24)
净增权益	44	2	0	0	0
净增债务	(350)	250	20	20	20
支付股息	(11)	(11)	(13)	(108)	(108)
其他融资现金流	(29)	(177)	6	6	10
融资活动产生的现金流	(346)	64	13	(82)	(79)
现金变动	149	(117)	170	193	239
期初现金	478	626	509	679	872
公司自由现金流	500	(181)	166	285	331
权益自由现金流	144	66	182	301	346

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	629	652	732	928	1,170
应收帐款	312	412	442	578	697
库存	323	381	468	570	673
其他流动资产	7	18	23	28	33
流动资产总计	1,270	1,463	1,664	2,102	2,572
固定资产	271	266	250	232	213
无形资产	155	148	148	149	149
其他长期资产	321	702	736	772	809
长期资产总计	747	1,116	1,134	1,153	1,172
总资产	2,017	2,579	2,798	3,255	3,744
应付帐款	488	660	693	913	1,105
短期债务	0	250	270	290	310
其他流动负债	107	127	137	146	156
流动负债总计	595	1,038	1,100	1,349	1,571
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	40	41	42	42	42
股本	362	542	542	542	542
储备	971	934	1,088	1,292	1,555
股东权益	1,333	1,476	1,630	1,835	2,097
少数股东权益	49	24	26	29	33
总负债及权益	2,017	2,579	2,798	3,255	3,744
每股帐面价值(人民币)	3.68	2.72	3.01	3.38	3.87
每股有形资产(人民币)	3.25	2.45	2.73	3.11	3.59
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.74)	(0.74)	(0.85)	(1.18)	(1.59)

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	8.5	11.8	13.3	13.1	13.0
息税前利润率(%)	6.1	9.6	11.8	11.8	11.8
税前利润率(%)	9.3	11.2	12.6	12.5	12.5
净利率(%)	8.1	10.4	11.3	11.2	11.3
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	2.1	1.4	1.5	1.6	1.6
利息覆盖率(倍)	12.2	42.0	55.9	56.4	57.3
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.6	1.0	1.1	1.1	1.2
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	37.9	27.2	19.1	15.8	13.3
核心业务市盈率(倍)	42.2	26.2	17.8	14.8	12.5
目标价对应核心业务市	48.6	30.1	20.5	17.0	14.4
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.5	3.3	3.0	2.7	2.3
价格/现金流(倍)	9.1	23.7	26.5	16.2	14.3
企业价值/息税折旧前利	17.5	18.7	12.4	9.8	7.8
润(倍)					
<b>周转率</b>					
存货周转天数	151.8	125.4	115.9	116.3	118.0
应收帐款周转天数	62.3	76.1	68.7	67.4	71.3
应付帐款周转天数	95.8	120.7	108.9	106.2	112.9
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	8.3	7.0	42.3	35.0	29.5
净资产收益率(%)	10.1	12.8	16.5	17.9	18.7
资产收益率(%)	4.2	6.6	9.0	9.8	10.0
已运用资本收益率(%)	7.0	11.3	15.1	16.5	17.4

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