



持有

2% ↑

目标价格: 人民币 8.56

原评级: 谨慎买入

原目标价格: 人民币 8.48

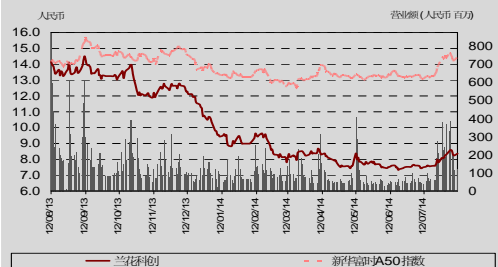
600123.CH

价格: 人民币 8.36

目标价格基础: 1倍14年市净率

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	(21.7)	11.6	9.9	(35.0)
相对新华富时 A50 指数	(24.8)	1.0	(0.2)	(40.7)

发行股数(百万)	1142
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	9547
3个月日均交易额(人民币 百万)	97
净负债比率(%) (2014E)	26
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2014年8月11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

改善空间有限, 估值不便宜

公司14年上半年归属母公司净利润同比下滑101%至-794万元, 亏损主要由于化肥厂搬迁计提减值准备。但扣非后, 利润同比下降73%, 仍然较差。主要由于公司高质量高价格的煤价及尿素价格跌幅较大, 以及化肥业务对业绩的拖累较大。与扣非后的2季度相比, 下半年基本面改善的空间不大。公司的历史优势是估值低, 但从14、15年的市盈率和市净率估值看, 并不便宜。基于1倍14年市净率, 将目标价由8.48元上调至8.56元, 由于涨幅空间有限, 将评级由谨慎买入下调至持有。

支撑评级的要点

- 14年上半年收入下降17%至26亿元, 归属母公司净利润同比下滑101%至-794万元。每股收益-0.0069元, 符合前期业绩预告公告, 业绩表现较差的主要原因是化肥厂搬迁计提2.67亿元减值准备, 销量下滑, 煤价和尿素价格跌幅较大。剔除化肥厂搬迁的减值准备, 实现利润总额2.4亿元, 同比下降73%, 仍然较差。
- 尽管收入大幅下降, 业绩亏损, 但管理费用反而上涨11%至5.17亿元, 其中职工薪酬逆势大涨26%。期间费用率由21%上升至26%。
- 产量大幅增长, 煤炭价格大幅下跌, 煤炭业务毛利率较高。2014年上半年公司共生产原煤351万吨, 同比增长8%, 增幅高于行业平均; 但由于下游低迷, 销售煤炭312万吨, 同比下降0.9%。上半年综合煤价大幅下降22%至505元/吨, 我们认为由于公司煤质较好、售价较高, 下游承受力有限是导致公司煤价下降幅度大于行业平均的原因, 这也会吞噬公司的产量成长性。吨煤成本下降5%至249元。吨煤毛利下降33%至258元, 煤炭业务毛利率由59%下降至50%。
- 化肥业务明显拖累。由于化肥厂关停搬迁导致产量大幅减少28%至59万吨, 销量减少10%至59万吨, 以及尿素价格大幅下降25%, 导致化肥业务亏损4.1亿元, 即使剔除化肥搬迁损失2.54亿元后, 亏损1.61亿元, 较上年同期的5,712万元大幅减利2.2亿元。
- 2季度利润率明显走低。2季度非经常性因素比较少, 比较能反应公司正常的情况, 但毛利率由39%环比下降至26%, 经营利润率只有4.7%, 明显低于公司近期10%以上的水平。
- 2季度实际业绩应高些。2季度由于有效所得税率高达73%, 因此每股收益只有0.04元, 净利润率只有3%, 如果按照28%的所得税率, 2季度归属母公司净利润约7,400万元, 每股收益大约0.065元, 净利润率5%左右。

评级面临的主要风险

- 煤价下跌, 化肥业务拖累业绩。
- 整合矿产能释放进展受阻, 盈利能力不及预期。

估值

- 公司的历史优势是估值低, 但从14、15年的市盈率和市净率估值看, 并不便宜。基于1倍14年市净率, 将目标价由8.48元上调至8.56元, 由于涨幅空间有限, 将评级由谨慎买入下调至持有。

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)	7,601	6,578	5,146	6,138	6,927
变动(%)	(0.1)	(13.5)	(21.8)	19.3	12.8
净利润(人民币 百万)	1,891	1,025	134	308	380
全面摊薄每股收益(人民币)	1.63	0.88	0.10	0.25	0.31
变动(%)	(44.0)	(46.2)	(89.0)	157.3	25.6
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.53	0.65	0.77
调整幅度(%)			(81.7)	(61.7)	(59.4)
全面摊薄市盈率(倍)	5.1	9.5	86.4	33.6	26.7
每股现金流量(人民币)	0.89	(0.34)	0.64	0.56	0.61
价格/每股现金流量(倍)	9.3	(24.6)	13.1	15.1	13.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.4	8.6	(151.9)	70.7	48.8
每股股息(人民币)	0.60	0.26	0.04	0.09	0.11
股息率(%)	7.2	3.1	0.4	1.1	1.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2014 年上半年净利润同比下滑 101.13%至-794 万元，业绩表现较差

公司 2014 年 1-6 月归属母公司净利润同比下滑 101.13%至-793.53 万元。每股收益-0.0069 元，符合前期业绩预亏公告，业绩表现较差。报告期内实现营业收入 25.72 亿元，同比下降 16.79%；由于产量明显大于销量，成本增长 3%至 17.5 亿元。毛利润下滑 41%至 8.25 亿元。由于计提了 2.67 亿元化肥厂搬迁引起的资产减值损失，以及投资净收益同比大幅下降 34%至 1.31 亿元，营业利润同比下降 101%至-947 万元。上半年利润率水平明显下滑，毛利率下降 13 个百分点至 32%，经营利润率和净利率分别下降 29、23 个百分点至-0.37%和-0.31%。

剔除化肥厂搬迁的减值准备，实现利润总额 2.4 亿元，同比下降 73%，仍然较差。尽管收入大幅下降，但管理费用反而上涨 11%至 5.17 亿元，其中职工薪酬逆势大涨 26%。期间费用率由 21%上升至 26%。

图表 1.14 年上半年及 2 季度经营数据比较

项目	2014 年 1-6 月	2013 年 1-6 月	同比增减(%)	2014 年 2 季度	2 季度环比增幅(%)
一、煤炭产品					
产量(万吨)	351	325	8.0	191	19.4
销量(万吨)	312	315	(0.9)	161	6.6
价格(不含税)(元/吨)	505	644	(21.6)	458	(16.8)
生产成本(元/吨)	247	259	(4.9)	241	(4.3)
二、尿素产品					
产量(万吨)	59	81	(28.1)	31	10.7
销量(万吨)	59	65	(9.5)	40	109.3
价格(元/吨)	1,533	2,063	(25.7)	1,393	(16.7)
生产成本(元/吨)	1,502	1,701	(11.7)	1,417	(10.7)
三、二甲醚产品					
产量(万吨)	8.65	9.9	(12.6)	4.13	(8.6)
销量(万吨)	8.72	10.02	(13.0)	4.32	(1.8)
价格(不含税)(元/吨)	3,267	3,116	4.8	3,107	(9.3)
生产成本(元/吨)	3,219	3,533	(8.8)	3,143	(4.6)

资料来源：公司数据，中银国际研究

14 年上半年煤炭产量增长 8%，销量下降 1%，但综合煤价下跌幅度 22%。煤炭业务毛利率由 59%下降至 50%

2014 年上半年公司共生产原煤 351 万吨，同比增长 8%，增幅较快，高于行业平均；但销售煤炭 312 万吨，同比下降 0.9%。上半年综合煤价大幅下降 22%至 505 元/吨，直接导致煤炭业务收入同比下降 22%至 15.75 亿元，我们认为由于公司煤质较好、售价较高，下游承受力有限是导致公司煤价下降幅度大于行业平均的原因。吨煤成本下降 5%至 249 元。吨煤毛利下降 33%至 258 元，煤炭业务毛利率由 59%下降至 50%。上半年尽管产量增长较快，但由于下游低迷，销量受阻，总体盈利能力仍然较高。

华润大宁矿盈利能力强劲

公司持股 41%，重要利润来源的华润大宁矿盈利能力较好。上半年收入 8.2 亿元，同比下降 13%，净利润 3.18 亿元，同比下降 14%，净利润率维持高达 39%的水平不变。

扣非后化肥业务仍大幅亏损，化工业务减亏

由于化肥厂关停搬迁导致产量大幅减少 28%至 59 万吨，销量减少 10%至 59 万吨，以及尿素价格大幅下降 25%，导致化肥业务亏损 4.1 亿元，剔除化肥搬迁损失 2.54 亿元后，亏损 1.61 亿元，较上年同期的 5,712 万元大幅减利 2.2 亿元。由于二甲醚价格增长 5%，成本下降 9%，化工业务亏损 3,883 万元，较上年同期减亏 3,765 万元。

2 季度煤炭、尿素产销量环比大幅回升，但价格下降幅度均较大，利润率下降快

2 季度煤炭产销量分别大幅环比增长 19%和 7%，但煤价大幅下跌 17%至 458 元，降幅明显大于行业平均。生产成本环比下降 4%至 458 元。化肥厂搬迁因素消除，2 季度化肥产量增长 11%至 31 万吨，销量环比大增 109%至 40 万吨，但尿素价格环比下跌 17%至 1,397 元。2 季度毛利率由 39%下降至 26%，经营利润率只有 4.7%，明显低于公司近期 10%以上的水平。

2 季度有效税率高企，拖累业绩

由于有效所得税率高达 73%，因此每股收益只有 0.04 元，净利润率只有 3%，如果按照 28%的所得税率，归属母公司净利润约 7,400 万元，每股收益大约 0.065 元，净利润率 5%左右。

图表 2.2014 年上半年业绩同比摘要

(人民币, 百万)	2013 年上半年	2014 年上半年	同比变动(%)
营业收入	3,091	2,572	(16.8)
营业成本	1,700	1,747	2.8
毛利润	1,391	825	(40.7)
营业税金及附加	38	33	(14.0)
销售费用	109	80	(26.5)
管理费用	466	517	10.9
财务费用	80	68	(15.1)
资产减值损失	9	267	2,733.4
投资净收益	199	131	(34.2)
营业利润	887	(9)	(101.1)
营业外收入	9	7	(20.3)
营业外支出	8	11	39.6
税前利润	888	(13)	(101.5)
所得税	260	47	(82.1)
少数股东损益	(71)	(52)	27.2
归属于母公司所有净利润	700	(8)	(101.1)
每股收益(人民币, 元)			
基本每股收益(元)	0.61	(0.01)	(101.1)
每股经营活动产生现金净流量(元)	0.25	0.33	32.9
毛利率(%)	45.00	32.08	
经营利润率(%)	28.70	(0.37)	
净利润率(%)	22.63	(0.31)	
净资产收益率(%)	7.09	(0.08)	
期间费用率(%)	21.18	25.85	
应收账款	31	89	183.1
有效税率(%)	29.29	(354.16)	

资料来源：公司数据

图表 3.煤炭业务经营数据

指标	2013 年上半年	2014 年上半年	同比变动 (%)
产量(百万吨)	3.25	3.51	8.0
销量(百万吨)	3.15	3.12	(0.9)
价格(元/吨)	644	505	(21.6)
成本(元/吨)	259	247	(4.9)
吨煤毛利(元/吨)	384	258	(32.9)
营业收入(百万元)	2,027	1,575	(22.3)
营业成本(百万元)	827	778	(5.9)
毛利率(%)	59.22	50.60	
煤炭业务收入占比(%)	65.58	61.21	
煤炭业务毛利占比(%)	86.30	96.57	

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 4.尿素业务经营数据

指标	2013 年上半年	2014 年上半年	同比变动 (%)
尿素产量(百万吨)	0.81	0.59	(28.1)
尿素销量(百万吨)	0.65	0.59	(9.5)
尿素价格(元/吨)	2,063	1,533	(25.7)
尿素成本(元/吨)	1,701	1,502	(11.7)
营业收入(百万元)	2,067	1,285	(37.8)
营业成本(百万元)	1,906	1,282	(32.7)
毛利率(%)	7.82	0.26	
化肥业务收入占比(%)	66.87	49.95	
化肥业务毛利占比(%)	11.62	0.40	

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 5.2014 年 2 季度业绩环比摘要

(人民币, 百万)	2014-1 季度	2014-2 季度	环比变动(%)
营业收入	1,193	1,379	15.6
营业成本	732	1,015	38.7
毛利润	461	364	(21.1)
营业税金及附加	18	15	(14.0)
销售费用	54	26	(51.0)
管理费用	264	253	(4.0)
财务费用	31	37	21.1
资产减值损失	251	16	(93.6)
投资净收益	82	49	(39.6)
营业利润	(75)	65	(187.3)
营业外收入	3	4	61.7
营业外支出	6	5	(26.4)
税前利润	(78)	65	(183.1)
所得税	(1)	48	(5,509.6)
少数股东损益	(26)	(26)	(2.8)
归属于母公司所有净利润	(52)	44	(184.6)
每股收益(人民币, 元)			
基本每股收益(元)	(0.05)	0.04	(184.6)
每股经营活动产生现金净流量(元)	0.25	0.08	(69.1)
毛利率(%)	38.65	26.39	
经营利润率(%)	(6.26)	4.73	
净利润率(%)	(4.33)	3.17	
净资产收益率(%)	(0.53)	0.45	
期间费用率(%)	29.18	22.96	

资料来源：公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	7,601	6,578	5,146	6,138	6,927
销售成本	(4,193)	(4,257)	(3,620)	(4,668)	(5,199)
经营费用	(1,437)	(1,316)	(1,592)	(1,296)	(1,456)
息税折旧前利润	1,970	1,005	(66)	174	272
折旧及摊销	526	513	863	946	1,044
经营利润 (息税前利润)	2,520	1,555	839	1,166	1,367
净利息收入/(费用)	(166)	(128)	(128)	(154)	(185)
其他收益/(损失)	2,520	1,555	839	1,166	1,367
税前利润	2,345	1,259	46	260	327
所得税	(629)	(350)	(4)	(65)	(84)
少数股东权益	185	125	100	120	144
净利润	1,891	1,025	134	308	380
核心净利润	1,863	1,001	111	284	357
每股收益(人民币)	1.631	0.876	0.097	0.249	0.313
每股股息(人民币)	0.600	0.263	0.035	0.091	0.114
收入增长(%)	(0)	(13)	(22)	19	13
息税前利润增长(%)	(16)	(49)	(107)	(365)	56
息税折旧前利润增长(%)	(11)	(38)	(46)	39	17
每股收益增长(%)	(44)	(46)	(89)	157	26

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	2,306	1,226	13	227	294
折旧与摊销	549	550	(905)	(992)	(1,095)
净利息费用	166	128	128	154	185
运营资本变动	(910)	(1,642)	(130)	(496)	(616)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(1,089)	(651)	1,624	1,741	1,933
经营活动产生的现金流	1,022	(389)	731	635	700
购买固定资产净值	(1,143)	(1,201)	(1,100)	(1,100)	(1,200)
投资减少/增加	(596)	838	1	2	3
投资活动产生的现金流	(1,738)	(363)	(1,098)	(1,096)	(1,194)
净增权益	247	55	(1)	(2)	(3)
净增债务	(952)	418	800	300	800
支付股息	(357)	(847)	88	50	55
其他融资现金流	2,924	87	(127)	(152)	(182)
融资活动产生的现金流	1,862	(288)	762	200	676
现金变动	1,146	(1,040)	395	(261)	182
期初现金	2,063	3,209	2,170	2,562	2,294
公司自由现金流	(677)	(711)	(335)	(428)	(460)
权益自由现金流	(1,834)	(463)	305	(316)	121

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	3,209	2,170	2,562	2,294	2,468
应收帐款	3,079	3,660	3,044	3,471	3,810
库存	724	561	477	615	685
其他流动资产	70	461	241	241	241
流动资产总计	7,082	6,852	6,324	6,622	7,204
固定资产	6,687	7,771	8,007	8,162	8,218
无形资产	4,760	4,750	5,467	6,179	6,892
其他长期资产	1,844	1,110	1,111	1,112	1,113
长期资产总计	13,292	13,631	14,586	15,453	16,223
总资产	20,374	20,483	20,910	22,075	23,427
应付帐款	2,081	1,771	1,948	1,881	2,373
短期债务	1,883	1,145	3,500	4,000	4,101
其他流动负债	775	593	588	588	588
流动负债总计	4,739	3,508	6,036	6,470	7,063
长期借款	508	1,681	1,800	2,000	2,100
其他长期负债	1,809	1,815	173	173	173
股本	1,142	1,142	1,142	1,142	1,142
储备	8,389	8,564	8,637	8,825	9,062
股东权益	9,532	9,706	9,779	9,968	10,204
少数股东权益	792	773	873	993	1,137
总负债及权益	20,374	20,483	20,909	22,073	23,424
每股帐面价值(人民币)	8.34	8.50	8.56	8.73	8.93
每股有形资产(人民币)	4.17	4.33	3.76	3.30	2.89
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.72)	0.57	2.40	3.24	3.27

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
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	33.1	23.6	16.3	19.0	19.7
息税前利润率(%)	25.9	15.3	(1.3)	2.8	3.9
税前利润率(%)	30.3	18.6	0.3	3.7	4.2
净利率(%)	24.5	15.2	2.1	4.6	5.2
流动性					
流动比率(倍)	1.5	2.0	1.0	1.0	1.0
利息覆盖率(倍)	9.6	5.9	(0.4)	0.9	1.2
净权益负债率(%)	净现金	4.2	25.7	33.8	32.9
速动比率(倍)	1.3	1.8	1.0	0.9	0.9
估值					
市盈率(倍)	5.1	9.5	86.4	33.6	26.7
市净率(倍)	1.00	0.98	0.98	0.96	0.94
价格/现金流(倍)	9.3	(24.6)	13.1	15.1	13.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.4	8.6	(151.9)	70.7	48.8
周转率					
存货周转天数	72.8	55.1	52.3	42.7	45.7
应收帐款周转天数	148.0	187.0	237.8	193.7	191.8
应付帐款周转天数	107.9	106.9	131.9	113.9	112.1
回报率					
股息支付率(%)	36.8	30.0	36.5	36.5	36.5
净资产收益率(%)	21.3	10.4	1.1	2.9	3.5
资产收益率(%)	8.1	3.5	(0.2)	0.6	0.9
已运用资本收益率(%)	16.4	8.0	(0.2)	1.3	1.8

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得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