



**买入**

**40% ↑**

目标价格:人民币 25.00

原目标价格:人民币 15.00

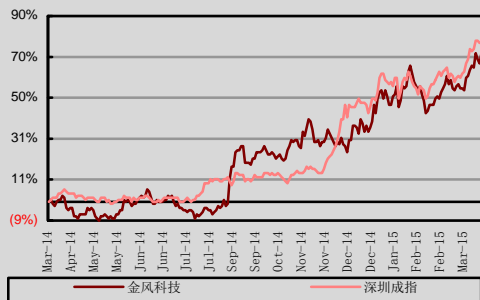
002202.CH

价格:人民币 17.81

目标价格基础:4.2倍 15年市净率

板块评级:未有评级

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	23.6	21.1	36.3	79.7
相对深证成指	11.8	11.6	17.1	0.2

发行股数(百万)	2,695
流通股(%)	79
流通股市值(人民币 百万)	38,087
3个月日均交易额(人民币 百万)	704
净负债比率(%) (2015E)	94
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司	18

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究  
以2015年3月27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

电气设备: 电源设备

张戢, PhD

(8610)66229075

jian.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120023

\*张丽新为本报告重要贡献者

# 金风科技

## 风机王者, 不断加码运营

金风科技公告2014年年报, 业绩符合预期, 同时2015年1季度预告业绩增长350%-400%, 增幅显著超预期, 持续推荐; 2014年公司营业收入为人民币1,770,421.80万元, 同比上升43.84%; 实现营业利润为人民币205,231.86万元, 同比上升331.52%; 实现净利润为人民币185,351.32万元, 同比上升327.44%; 实现归属母公司净利润为人民币182,968.23万元, 同比上升327.85%。我们将目标价格上调至25.00元, 维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 2014年风电新增装机创新高, 而在限电改善预期以及补贴电价下调的强装压力下, 以及配额压力下, 2015年有望再创新高, 公司作为风机的龙头企业, 受益行业增长。
- 风机龙头地位稳固, 毛利率提升明显。风机和配件收入157.85亿元, 同比增长39.69%, 不断开发新机型, 创新发展。同时风机标准提高, 调整风机的竞争环境, 利好风机龙头厂商。
- 在手订单量近12GW创新高, 保证风机业务持续发展, 龙头地位进一步巩固。1.5MW风机主力机型订单合计达8GW, 2.5MW风机以及3MW风机订单增幅明显, 而新产品2.0MW风机受市场认可, 在手订单合计达1.34GW。
- 风场运营发展迅速, 2014年已完工风场2GW, 权益装机1.5GW, 预计2015年新增装机可能达1GW, 且公司运营经验丰富, 风机管理以及平台信息化, 运营收益领先, 支持公司业务持续发展。
- 成功践行国家“一带一路”发展战略, 积极拓展全球风电市场。海外风机销售以及海外风场运营布局, 同时跟随国内总包厂商出口, 后续发展空间大。
- 运营管理不断增强, 资产质量优。公司2014年期间费用率17.42%同比降低1.22个百分点, 销售费用率下降幅度最大, 同比下降1.47个百分点。加强存货管理, 存货周转率得到提高, 较上年同期提高了30.39%。资产负债率66.74%, 主要是因为风电场运营业务增加, 仍处于合理水平。

### 评级面临的主要风险

- 风速情况不达预期; 风场装机不达预期。

### 估值

- 持续推荐金风科技, 2015-2017年每股收益(未摊薄)分别为1.05和1.35和1.65元, 目标价由15.00元提高到25.00元。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	12,308	17,704	22,654	25,577	28,370
变动(%)	9	44	28	13	11
净利润(人民币 百万)	440	1,877	2,321	2,886	3,607
全面摊薄每股收益(人民币)	0.159	0.679	1.050	1.349	1.650
变动(%)	179.4	327.8	54.6	28.5	22.3
先前预测每股收益(人民币)			0.89	1.14	
调整幅度(%)			17.9	18.4	
全面摊薄市盈率(倍)	112.2	26.2	17.0	13.2	10.8
价格/每股现金流量(倍)	24.9	17.0	(5.0)	2.4	(8.1)
每股现金流量(人民币)	0.72	1.05	(3.59)	7.38	(2.20)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	75.2	19.0	15.3	8.8	8.0
每股股息(人民币)	0.080	0.000	0.515	0.447	0.452
股息率(%)	0.4	n.a.	2.9	2.5	2.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

1、金风科技公告年报,业绩符合预期,2015年1季度预告业绩增长350%-400%,增幅显著超预期,持续推荐;2014年公司营业收入为人民币1,770,421.80万元,同比上升43.84%;实现营业利润为人民币205,231.86万元,同比上升331.52%;实现净利润为人民币185,351.32万元,同比上升327.44%;实现归属母公司净利润为人民币182,968.23万元,同比上升327.85%。

图表 1.盈利指标分析

(人民币, 百万)	2013	2014	同比(%)	2014Q4	2014Q3	2013Q4	环比(%)	同比(%)
营业收入	12,308.48	17,704.22	43.84	7,083.70	6,149.61	5,189.45	15.19	36.50
营业利润	475.60	2,052.32	331.52	730.78	993.38	293.21	(26.44)	149.23
净利润	433.64	1,853.51	327.44	647.22	861.65	238.63	(24.89)	171.23
归属于上市公司股东的净利润	427.65	1,829.68	327.85	574.18	864.24	239.70	(33.56)	139.54
扣非后净利润	323.68	1,733.55	435.57	591.05	1,108.63	289.43	(46.69)	104.21
销售成本	9,702.32	12,918.46	33.15	5,390.56	4,427.46	4,074.19	21.75	32.31
毛利润(%)	2,606.16	4,785.76	83.63	1,693.14	1,722.15	1,115.26	(1.68)	51.82
经营活动净收益	93.16	1,491.05	1,500.56	1,491.05	852.85	93.16	74.83	1,500.56
销售费用	1,134.52	1,371.37	20.88	382.72	577.58	443.78	(33.74)	(13.76)
管理费用	839.15	1,191.19	41.95	409.32	356.38	259.26	14.85	57.88
财务费用	320.76	521.79	62.67	126.45	176.11	116.41	(28.20)	8.63
资产减值损失	133.63	123.14	(7.85)	79.64	28.84	(14.02)	176.11	(668.11)
销售费用率(%)	9.22	7.75	(1.47)	5.40	9.39	8.55	(3.99)	(3.15)
管理费用率(%)	6.82	6.73	(0.09)	5.78	5.80	5.00	(0.02)	0.78
财务费用率(%)	2.61	2.95	0.34	1.79	2.86	2.24	(1.08)	(0.46)
毛利率(%)	21.17	27.03	5.86	23.90	28.00	21.49	(4.10)	2.41
净利率(%)	3.52	10.47	6.95	8.11	14.05	4.62	(5.95)	3.49
研发费用	274.25	417.40						
研发费用率(%)	2.2	2.4						

资料来源:公司公告,中银国际研究

2、2014年风电新增装机创新高,而在限电改善预期以及补贴电价下调的强装压力下,以及配额压力下,2015年有望再创新高,公司作为风机的龙头企业,受益行业增长。2014年全国新增并网容量为1,981万千瓦,同比增长36.7%,累计并网容量9,637万千瓦,同比增长26%。2014年国内风电新增吊装容量同比增长44.2%,达到23.20GW,刷新2010年18.93GW的历史纪录;我国累计风电装机容量突破100GW,达到114.61GW。2014年公司风机对外销售容量4,189.75MW;截止2014年底,公司累计装机容量超过24GW,在全球的总装机数超过17,600台,其中1.5MW机组装机超过12,300台,2.5MW机组装机超过900台。2015年政策加强风电项目规划及核准管理,下发《关于改善电力运行调节促进清洁能源多发满发的指导意见》(简称“意见”),改善并网环境;规划12条特高压输电通道侧重风电等清洁能源的外送,其中7条输电线路已经列入国家电网特高压最新规划中,首批工程将于2016年投运。前三类风区上网电价下调0.02元,2016年1月1日开始实行。后续配额制出台,进一步落实风电的发、输、用,2015年新增装机有望再创新高,可能超过25GW。

图表 2.风机销售量

项目	单位	2014年	2013年	同比增减(%)
销售量	MW	4,189.8	2,923.3	43.3
生产量	MW	4,802.8	3,644.0	31.8
库存量	MW	502.0	36.0	1,294.4
市场占有率(%)	--	19.1	23.3	(18.5)

资料来源:公司公告,中银国际研究

注:库存增长快,待发货产品较多,与公司订单情况以及1季度业绩预告吻合。

3、风机龙头地位稳固，毛利率提升明显。风机和配件收入 157.85 亿元，同比增长 39.69%，风机对外销售容量 4,189.75MW，同比上升 43.33%，其中 1.5MW 风机销售容量增加 56.90%；通过多种措施有效降低成本，全年机组毛利率为 24.53%，同比提升了 4.28 百分。**不断开发新机型，创新发展。**GW93/1500 高海拔型机组、GW121/2500 低风速机组均实现批量装机，高效开发完成了 GW115/2000 机组并已成功并网，首款系列机型叶轮直径达到 115 米，GW121/3000 首台样机已完成吊装，可适用于潮间带、近海及陆地。其中新产品 2.0MW 机组公司待执行订单 478MW，中标未签订单 858MW，合计 1336MW。2015 年将批量销售，贡献业绩。**风机标准提高，利好风机龙头厂商。**

图表 3.分机组风机销售情况

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>1.5MW</b>					
1.5MW 容量 (万千瓦)	385.05	288.15	221.58	226.20	354.90
1.5MW 台数 (台)	2,567.00	1,921.00	1,478.00	1,508.00	2,366.00
营业收入 (亿元)	162.60	108.50	79.52	79.38	121.91
营业成本 (亿元)	125.30	92.70	68.50	63.40	68.90
单位售价 (元每千瓦)	4,223.00	3,765.00	3,589.00	3,509.00	3,435.00
售价提升幅度(%)		(10.80)	(4.70)	(0.40)	(2.10)
单位成本 (元每千瓦)	3,255.00	3,215.70	3,089.20	2,800.70	2,572.10
成本下降幅度(%)		(1.20)	(3.90)	(7.20)	(8.20)
毛利率(%)	22.92	14.60	13.92	20.19	25.12
<b>2.5MW 容量</b>					
2.5MW 容量	0.30	21.80	36.80	65.00	63.30
2.5MW 台数 (台)	1.00	87.00	147.00	260.00	253.00
营业收入 (亿元)	0.10	8.50	16.40	26.70	31.60
容量增长率(%)			69.00	76.90	(2.70)
营业成本 (亿元)	0.00	8.00	14.00	21.00	35.00
单位售价 (元每千瓦)	4,000.00	3,908.00	4,473.50	4,112.30	4,995.40
售价提升幅度		(2.30)	14.50	7.60	21.50
单位成本 (元每千瓦)	3,661.20	3,792.80	3,909.80	3,270.50	3,883.40
成本下降幅度(%)		3.60	3.10	5.70	18.70
毛利率(%)	8.50	3.00	12.60	20.50	22.30
<b>其他容量</b>					
台数 (台)				15.00	11.00
营业收入 (亿元)				0.42	0.26
营业成本 (亿元)				0.35	0.20
单位售价 (元每千瓦)				3,700.40	3,185.50
售价提升幅度(%)					(13.90)
单位成本 (元每千瓦)				3,095.10	2,387.50
成本下降幅度					(22.90)
毛利率(%)				16.36	25.05

资料来源：公司公告，中银国际研究

4、在手订单量创新高，保证风机业务持续发展，龙头地位进一步巩固。公司待执行订单总量为 5,828.25MW，分别为：750kW 机组 17.25MW，1.5MW 机组 4,036.5MW，2.0MW 机组 478MW，2.5MW 机组 1077.5MW，3.0MW 机组 219MW。除此之外，公司中标未签订单 6,119MW，包括 1.5MW 机组 3,993MW，2.0MW 机组 858MW，2.5MW 机组 1,220MW，3.0MW 机组 48MW；在手订单共计 11,947.25MW，包括海外订单 488MW。2013 年底待执行订单于报告期内完成率约为 51%，2014 年内新增订单于报告期内完成率约为 40%。

**图表 4.分机组风机订单情况**

待执行订单	2012		2013		2014	
	容量	台数	容量	台数	容量	台数
合计	4,085.75	2,446	3,363.75	2,096	5,828.25	3,218
750KW	0.75	1	6.75	9	17.25	23
1.5MW	3,049.5	2,033	2,796	1,864	4,036.5	2,691
2.5MW	1,002.5	401	540	216	1,077.5	431
3.0MW	33	11	21	7	219	73
2.0MW					478	239
公司中标未签订订单	容量	台数	容量	台数	容量	台数
合计	2,514.5		4,156.5		6,119	3,595
750KW	6	8				
1.5MW	2,058	1,372	3,171	2,114	3,993	2,662
2.5MW	447.5	179	637.5	255	1,220	488
3.0MW	3	1	198	66	48	16
2.0MW					858	429
<b>在手订单合计</b>	<b>6,600.25</b>		<b>7,520.25</b>		<b>11,947.25</b>	
其中海外订单	424.25		393		488	
国内订单	6,176		7,127.25		11,459.25	
新增订单报告期内完成率(%)	50		42		40	
待执行订单完成率(%)	40		58		51	

资料来源：公司公告，中银国际研究

**5. 风场运营发展迅速，支持公司业务持续发展。**公司经营的风电项目实现发电收入人民币 11.69 亿元，比上年同期上升 217.66%。风电场销售的投资收益为人民币 3.33 亿元，较上年同期增长 148.89%。2014 年已完工风电场装机容量 2,000MW，权益装机容量 1,522.42MW；在建风电场项目容量 1,473.50MW，权益容量 1,453.70MW。在内蒙古、新疆、宁夏、甘肃、河北、山西、东北、华东等省份及地区获得诸多核准项目。海外风场项目已完工风电场装机容量 246MW，权益装机容量 121.74MW。其中于报告期内转让 1 个澳洲风电项目公司部分资产，转让权益装机容量 124.13MW。

**6、成功践行国家“一带一路”发展战略，积极拓展全球风电市场。**2014 年初，金风科技位于澳洲（公司澳洲第二个风电场）新南威尔士地区的 Gullen Range 风电场项目入网（总容量 165.5MW，包含 56 台 2.5MW 机组和 17 台 1.5MW 机组）。巴基斯坦、罗马尼亚等合作顺利，有持续发展空间；2014 年 4 月，公司全资子公司金风美国（Goldwind USA）与 InterEnergy 公司（InterEnergy Holdings）签订了 215MW 的风力发电机组供货协议 86 台 2.5MW 机组；塞尔维亚新增框架协议，后续逐步贡献利润。

**7、运营管理不断增强，资产质量优。**公司 2014 年期间费用率 17.42 同比降低 1.22 个百分点，销售费用率下降幅度最大，同比下降 1.47 个百分点。加强存货管理，存货周转率得到提高，较上年同期提高了 30.39%。资产负债率 66.74%，主要是因为风电场运营业务增加，仍处于合理水平。

**8、持续推荐金风科技，2015-2017 年每股收益（未摊薄）分别为 1.05 和 1.35 和 1.65 元，目标价由 15.00 元提高到 25.00 元。**

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	12,308	17,704	22,654	25,577	28,370
销售成本	(9,787)	(13,006)	(16,542)	(18,261)	(19,854)
经营费用	(1,879)	(2,254)	(2,084)	(1,637)	(460)
息税折旧前利润	642	2,444	4,028	5,680	8,057
折旧及摊销	(228)	(431)	(1,027)	(1,789)	(3,182)
经营利润(息税前利润)	414	2,013	3,001	3,891	4,875
净利息收入/(费用)	(321)	(522)	(812)	(971)	(1,105)
其他收益/(损失)	412	618	484	537	523
税前利润	506	2,109	2,672	3,457	4,293
所得税	(72)	(255)	(485)	(661)	(811)
少数股东权益	6	24	134	89	125
净利润	440	1,877	2,321	2,886	3,607
核心净利润	444	1,884	2,330	2,895	3,617
每股收益(人民币)	0.159	0.679	1.050	1.349	1.650
核心每股收益(人民币)	0.165	0.699	0.860	1.068	1.335
每股股息(人民币)	0.080	0.000	0.515	0.447	0.452
收入增长(%)	9	44	28	13	11
息税前利润增长(%)	706	386	49	30	25
息税折旧前利润增长(%)	127	280	65	41	42
每股收益增长(%)	179	328	55	28	22
核心每股收益增长(%)	131	324	23	24	25

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	506	2,109	2,672	3,457	4,293
折旧与摊销	228	431	1,027	1,789	3,182
净利息费用	321	522	812	971	1,105
运营资本变动	927	1,275	(8,869)	9,725	(9,846)
税金	(66)	(232)	306	287	302
其他经营现金流	14	(1,277)	(5,675)	3,767	(5,004)
经营活动产生的现金流	1,930	2,829	(9,726)	19,996	(5,969)
购买固定资产净值	(44)	(50)	6,008	6,010	6,010
投资减少/增加	726	569	415	469	481
其他投资现金流	(6,759)	(2,193)	(11,778)	(12,220)	(11,980)
投资活动产生的现金流	(6,077)	(1,675)	(5,355)	(5,741)	(5,488)
净增权益	(216)	0	(1,396)	(1,212)	(1,225)
净增债务	1,851	3,907	9,652	(11,304)	14,819
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	204	201	1,196	(1,258)	(1,799)
融资活动产生的现金流	1,839	4,135	9,505	(13,670)	12,015
现金变动	(2,308)	5,290	(5,577)	585	559
期初现金	6,962	4,455	10,108	4,531	5,115
公司自由现金流	(4,147)	1,155	(15,081)	14,255	(11,457)
权益自由现金流	(1,976)	5,583	(4,617)	3,922	4,467

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	5,365	11,443	5,702	6,254	6,889
应收帐款	10,321	11,996	24,558	14,429	27,166
库存	3,002	3,650	7,786	3,582	8,495
其他流动资产	605	1,006	1,329	1,151	1,502
流动资产总计	19,293	28,095	39,375	25,417	44,052
固定资产	10,349	10,482	15,511	19,781	22,658
无形资产	493	443	394	346	296
其他长期资产	3,048	5,631	3,618	4,118	4,456
长期资产总计	13,890	16,556	19,523	24,245	27,411
总资产	34,370	45,777	59,812	50,710	72,468
应付帐款	9,067	10,839	16,686	13,675	18,462
短期债务	361	2,548	7,551	6,638	9,430
其他流动负债	2,110	8,933	4,269	6,990	6,194
流动负债总计	11,538	22,320	28,506	27,303	34,086
长期借款	7,394	6,023	12,764	2,009	13,582
其他长期负债	1,645	2,208	1,660	1,838	1,902
股本	2,695	2,695	2,710	2,710	2,710
储备	10,925	12,204	13,578	16,167	19,381
股东权益	13,620	14,899	16,288	18,877	22,090
少数股东权益	425	459	593	683	808
总负债及权益	34,370	45,777	59,812	50,710	72,468
每股帐面价值(人民币)	5.05	5.53	6.01	6.97	8.15
每股有形资产(人民币)	4.87	5.36	5.87	6.84	8.04
每股净负债/(现金)(人民币)	0.12	(0.57)	5.09	0.69	5.95

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	5.2	13.8	17.8	22.2	28.4
息税前利润率(%)	3.4	11.4	13.2	15.2	17.2
税前利润率(%)	4.1	11.9	11.8	13.5	15.1
净利率(%)	3.6	10.6	10.2	11.3	12.7
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.7	1.3	1.4	0.9	1.3
利息覆盖率(倍)	1.3	3.9	3.7	4.0	4.4
净权益负债率(%)	23.5	净现金	93.5	18.1	75.7
速动比率(倍)	1.4	1.1	1.1	0.8	1.0
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	112.2	26.2	17.0	13.2	10.8
核心业务市盈率(倍)	108.1	25.5	20.7	16.7	13.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	151.8	35.8	29.1	23.4	18.7
市净率(倍)	3.5	3.2	3.0	2.6	2.2
价格/现金流(倍)	24.9	17.0	(5.0)	2.4	(8.1)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	75.2	19.0	15.3	8.8	8.0
<b>周转率</b>					
存货周转天数	121.5	93.3	126.2	113.6	111.0
应收帐款周转天数	310.0	230.0	294.5	278.2	267.6
应付帐款周转天数	260.5	205.2	221.7	216.6	206.7
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	49.0	0.0	60.1	42.0	34.0
净资产收益率(%)	3.3	13.2	14.9	16.4	17.6
资产收益率(%)	1.1	4.4	4.7	5.7	6.4
已运用资本收益率(%)	0.5	2.0	2.3	2.8	3.0

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，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  
西单北大街 110 号 7 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