



买入

50% ↑

目标价格:人民币 25.00

002202.CH

价格:人民币 16.72

目标价格基础:24倍 15年市盈率

板块评级:未有评级

金风科技

业绩符合预期, 持续推荐

2015年上半年公司实现营业收入人民币94.3亿元, 同比增长110.90%; 实现营业利润人民币13.43亿元, 同比增加309.29%; 实现净利润人民币12.64亿元, 同比增加266.80%; 实现归属母公司净利润人民币12.45亿元, 较上同比增加276.62%。2015年前三季度归属于母公司净利润预测为17.9-23.9亿元, 同比增加50%-100%。3季度单季度归属于母公司净利润为5.4-11.4亿元, 同比增加。去年3季度有海外风场转让收益, 扣除这部分业绩影响, 业绩符合预期, 持续推荐。

支撑评级的要点

- 风机销售持续保持龙头地位, 新产品逐步放量。精益管理和规模效益显现, 风机销售毛利率稳重有升。风力发电机组及零部件销售收入为人民币80.27亿元, 较去年同期增加117.33%, 售出机组装机容量2095MW, 同比增加122.34%。在手订单充足, 12.2GW订单总量, 7.9GW待执行订单和4.3GW的已中标未签合同订单, 保证风机销售持续稳步推进。
- 风电场投资与开发快速发展, 逐步成为公司又一大支柱业务, 当前在手权益运营风场1.65GW, 年底有望达到2.5-3GW权益风场。公司风电场利润率处于行业内领先水平, 且随着国内进入降息通道(当前5年期以上贷款利率已经由6.55%降到5.40%), 将增加风电场运营的净利润率。
- 风场服务的理念不断发展, 模式不断完善, 向全生命周期发展, 未来有望创新新的商业模式, 前景良好。
- 积极推进国际化战略的实施, 以国家能源体制改革为契机, 成功践行国家“一带一路”发展战略。
- 重视微网发展带来的机会和挑战, 推动公司互联网能源领域的发展。
- 参与中材科技定增, 与风机上游企业建立深度合作, 保证原材料供应。

评级面临的主要风险

- 风电装机不达预期; 风速状况低于预期。

估值

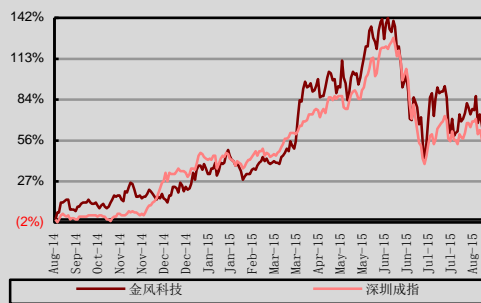
- 持续推荐金风科技, 2015-2017年每股收益分别预测为1.05、1.35和1.65元。

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
全面摊薄市盈率(倍)	105.4	24.6	15.9	12.4	10.1
价格/每股现金流量(倍)	23.3	15.9	(4.7)	2.3	(7.6)
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)	71.7	18.1	14.8	8.4	7.7
每股股息(人民币)	0.080	0.000	0.515	0.447	0.452
股息率(%)	0.5	n.a.	3.1	2.7	2.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	16.0	(15.5)	(27.9)	77.7
相对深证成指	12.7	(4.9)	(2.9)	29.8

发行股数(百万)	2,736
流通股(%)	79
流通股市值(人民币百万)	35,914
3个月日均交易额(人民币百万)	1,826
净负债比率(%) (2015E)	94
主要股东(%)	18
香港中央结算(代理人)有限公司	

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以2015年8月21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

张戡, 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

1、业绩符合预期，持续推荐

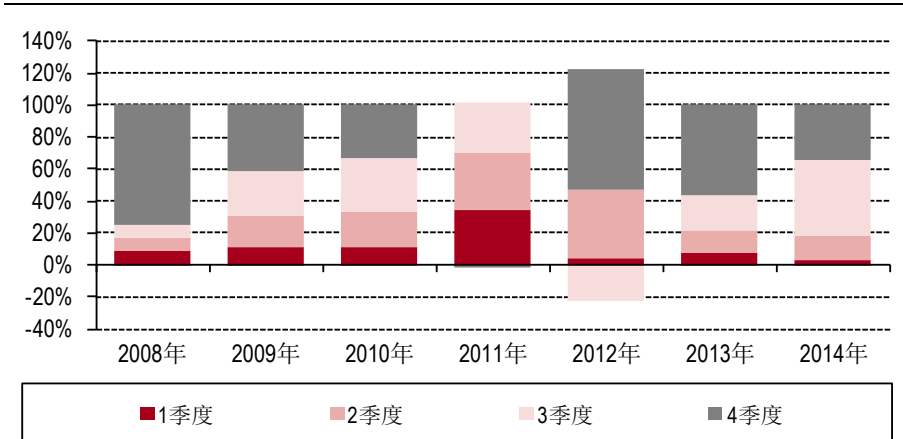
2015年上半年公司实现营业收入人民币94.3亿元，同比增长110.90%；实现营业利润人民币13.43亿元，同比增加309.29%；实现净利润人民币12.64亿元，同比增加266.80%；实现归属母公司净利润人民币12.45亿元，较上同比增加276.62%。2015年前三季度归属于母公司净利润预测为17.9-23.9亿元，同比增加50%-100%。三季度单季度归属于母公司净利润为5.4-11.4亿元，同比增加。去年3季度有海外风场转让收益，扣除这部分业绩影响，业绩符合预期，持续推荐。

图表 1. 金风科技盈利数据分析

(人民币, 百万)	2015 年上半年	2014 年上半年	同比变动(%)	2015 年 2 季度	2015 年 1 季度	2014 年 2 季度	环比变动(%)	同比变动(%)
营业收入	9,429.12	4,470.91	110.90	6,877.52	2,551.60	3,036.77	169.54	126.47
营业利润	1,343.12	328.16	309.29	1,074.32	268.80	270.05	299.67	297.82
净利润	1,264.16	344.65	266.80	1,011.72	252.44	287.54	300.78	251.85
归属于上市公司股东的净利润	1,245.46	330.69	276.62	996.69	248.77	279.89	300.64	256.10
扣非后净利润	1,079.69	293.18	268.26	924.11	155.58	259.32	493.96	256.36
销售成本	6,669.77	3,100.43	115.12	4,905.40	1,764.37	2,127.52	178.03	130.57
毛利润	2,759.35	1,370.47	101.34	1,972.13	787.23	909.25	150.51	116.90
经营活动净收益	1,084.59	287.82	276.83	1,084.59	126.72	287.82	755.86	276.83
销售费用	719.38	411.07	75.00	482.81	236.57	267.35	104.09	80.59
管理费用	586.85	425.49	37.92	330.96	255.89	230.86	29.34	43.36
财务费用	242.91	219.23	10.80	112.08	130.82	142.87	(14.32)	(21.55)
资产减值损失	104.08	14.66	609.81	74.75	29.33	(1.18)	154.82	(6,446.31)
销售费用率(%)	7.63	9.19	(1.56)	7.02	9.27	8.80	(2.25)	(1.78)
管理费用率(%)	6.22	9.52	(3.29)	4.81	10.03	7.60	(5.22)	(2.79)
财务费用率(%)	2.58	4.90	(2.33)	1.63	5.13	4.70	(3.50)	(3.08)
毛利率(%)	29.26	30.65	(1.39)	28.67	30.85	29.94	(2.18)	(1.27)
净利率(%)	13.41	7.71	5.70	14.49	9.75	9.22	4.74	5.28
研发费用	735.97	239.30						
研发费用率(%)	7.80	5.40						

资料来源：万得，中银国际研究

图表 2. 金风科技分季度归属于母公司净利润占比情况



资料来源：万得，中银国际研究

2、风机销售持续保持龙头地位，新产品逐步放量

风力发电机组及零部件销售收入为人民币 80.27 亿元，较去年同期增加 117.33%，售出机组装机容量 2,095MW，同比增加 122.34%。上半年业绩增加主要是由于 2015 年上半年中国风电行业稳步发展，风电开发商投资意愿明显提升，同时受上网电价调整的预期影响，2015 年上半年延续了去年下半年的抢装现象，市场需求旺盛。

1) 在手订单充足，保证风机销售持续稳步推进

在风电行业整体企稳回升的机遇期，公司各项经营活动开展稳步推进，市场拓展顺利，在手订单持续增长，上半年公司待执行订单总量为 7,894.00MW，包括 750kW 机组 6.00MW，1.5MW 机组 5,137.50MW，2.0MW 机组 1,024.00MW，2.5MW 机组 1,522.50MW 及 3.0MW 机组 204.00MW。除此之外，公司中标未签订单总量为 4,323.00MW，公司持有的待执行订单和中标未签订单合计为 12,217.00MW。

图表 3.金风科技风机订单情况

(MW, 台)	2012-12-31		2013-12-31		2014-12-31		2015-03-31		2015-03-31	
待执行订单	容量	台数	容量	台数	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	3,457	6,837.75	4,011	7,894	4,622
750KW	0.75	1	6.75	9	17.25	23	6.75	9	6	8
1.5MW	3,049.5	2,033	2,796	1,864	4,036.5	2,691	4,560	3,040	5,137.5	3,425
2.0MW					478	239	700	350	1,024	512
2.5MW	1,002.5	401	540	216	1,077.5	431	1,325	530	1,522.5	609
3.0MW	33	11	21	7	219	73	246	82	204	68
公司中标未签订单										
	容量	台数	容量	台数	容量	台数	容量	台数	容量	台数
合计	2,514.5		4,156.5		6,119	3,595	5,796	3,425	4,323	0
750KW	6	8								
1.5MW	2,058	1,372	3,171	2,114	3,993	2,662	3,724.5	2,483		0
2.0MW					858	429	1,134	567		0
2.5MW	447.5	179	637.5	255	1,220	488	937.5	375		0
3.0MW	3	1	198	66	48	16		0		0
在手订单合计	6,600.25		7,520.25		11,947.25		12,633.75		12,217	
其中海外订单	424.25		393		488		465.5			

资料来源：公司公告，中银国际研究

2) 精益管理和规模效益显现，风机销售毛利率稳重有升

2015 年上半年风机毛利率稳重有升，其中成熟机型 1.5MW 风机的毛利率比较稳定与去年同期持平，为 25.27%；精益管理和规模效应，2.5MW 风机毛利率比去年同期有所上升，由 24.56% 上升至 25.86%；而新产品 2.0MW 风机逐步放量，目前毛利率为 22.67%；该产品尚未实现大批量生产，规模化效益尚未完全显现，但该产品订单增速快，后续逐步释放规模，毛利率将进一步提升，前景良好，发展可期。

图表 4.金风科技风机毛利率分析

(%)	2012 年度	2013 上半年	2013 年度	2014 上半年	2014 年度	2015 上半年
风力发电机组综合	13.69	15.17	20.25	25.03	24.53	25.31
1.5MW	13.92	14.35	20.19	25.27	25.12	25.27
2.5MW	12.60	19.07	20.47	24.56	22.26	25.86
2.0MW						22.67
750kW			16.36		25.06	29.65

资料来源：万得，中银国际研究

3、风电场投资与开发快速发展，逐步成为公司又一大支柱业务

风电项目实现收入人民币 8.35 亿元，比上年同期增长 60.43%。截至 2015 年 6 月 30 日，公司风电场项目累计发电装机容量 204.95 万千瓦，其中权益装机 164.9 万千瓦，在建风电场项目装机容量 139.9 万千瓦，权益装机容量 129.6 万千瓦。公司重视对优质风电场的开发持有，上半年在国家能源局第五批风电项目核准计划中，获得 133 万千瓦核准，为公司巩固、扩大国内市场份额及公司的可持续发展提供有力支撑。全年有望新增 1GW 或以上的风电装机，有望达到 2.5-3GW 的权益装机规模。

风电场利润率处于行业内领先水平，且随着国内进入降息通道（当前 5 年期以上贷款利率已经由 6.55% 降到 5.40%），对风电场运营的净利润有所增加。

图表 5. 金风科技风电场数据分析

	2013/12/31	2014/6/30	2014/12/31	2015/6/30
累计装机容量(MW)	1,348	1,845	2,000	2,050
权益装机容量(MW)		1423	1522	1649
权益比(%)		77	76	80
在建装机容量(MW)		451	1,474	1,399
在建权益装机容量(MW)		446	1,454	1,296
权益比(%)		99	99	93
风电场开发(亿元)	3.85	5.20	11.69	8.35
风电场开发毛利率(%)	63.92	69.14	65.09	65.70
天润销售收入(亿元)		4.28	10.20	6.93
天润净利润(亿元)		1.19	2.72	2.28
天润净利率(%)		28	27	33

资料来源：万得，中银国际研究

图表 6. 金风科技分产品销售收入和毛利率占比

(%)	2012 年度	2013 上半年	2013 年度	2014 上半年	2014 年度	2015 上半年
销 售 收 入	风力发电机组收入	84.7	72.9	86.6	78.6	86.9
	风电场开发	2.2	5.7	3.1	11.6	6.6
	风电服务	3.5	6.5	4.8	5.4	3.7
	风机零部件	9.1	14.6	5.3	4.0	2.3
	其他					0.3
毛 利 润	风力发电机组	75.5	58.5	82.8	64.2	78.8
	风电场开发	7.6	20.0	9.4	26.3	15.9
	风电服务	4.9	4.2	1.8	2.0	1.7
	风机零部件	10.0	16.2	5.2	6.9	2.1
	其他					1.0

资料来源：万得，中银国际研究

4、风电服务向全生命周期发展，未来发展前景良好。

2015 年上半年，服务业务收入为 45,317.00 万元，较上年同期增长 86.76%。风电服务的理念不断发展，模式不断完善，向全生命周期发展，未来有望创新新的商业模式，前景良好。公司积极拓展风电服务业务在物联网、大数据挖掘、云计算技术等高新技术的应用，关注风电场全生命周期度电成本的优化。陆续筹备、建立了全球监控预警中心、全生命周期资产管理系统、备件物流化信息系统以及快速响应平台。将逐步实现数字化风电运维、状态检修、风机的预测性维护，并凭借金风科技的研发技术能力，提供多样化的风机性能优化及提升方案。同时，通过风机运行数据的分析和挖掘，搭建风机零部件失效预测模型，以向客户提供全生命周期的备件保障服务。通过新信息技术的应用，不断提升服务效率和服务标准，持续拓宽、拓深服务市场。

5、积极推进国际化战略的实施，以国家能源体制改革为契机，成功践行国家“一带一路”发展战略

公司国际风电项目已完工风电场装机容量 246MW，权益装机容量 121.74MW。实现国际销售收入 11.43 亿元（人民币），较上年同期增长 82.31%。不断开拓发展海外市场，亚洲市场方面，分别与泰国开发商及巴基斯坦项目开发商签订了机组供货合同，项目容量为 10MW 及 30MW，巴基斯坦项目是公司在巴基斯坦市场斩获的第二个风电项目，标志着金风科技的机组已经获得当地客户、金融机构认可，为公司在该市场业务拓展打下坚实基础。

非洲市场方面，公司全资子公司金风非洲公司获得南非市场 120MW 机组销售订单，选用金风科技 GW121/2.5MW 机组并将为其提供 EPC 整体解决方案，公司成为南非地区首家供应直驱永磁风电机组的设备商。该机型现已获得国际权威认证机构 DNV 的设计评估认证，适用于 III 类风区。此外，在南非能源部公布第四轮第二批风电项目中，金风科技再次斩获 BioTherm Energy 公司 32.5MW 风电项目，选用金风科技 GW109/2.5MW 机组，公司亦将为该项目提供 EPC 整体解决方案，进一步巩固了金风在南非的市场地位。

6、“十三五”规划有望上调风电 2020 年装机目标，再加上配额制的预期，风电装机仍有发展空间

从装机量上分析，2015 年在风电行业回暖向好以及风电上网电价下调的刺激下，风电年新增装机有望达到 25GW 或以上。而据有关报道，“十三五”规划新能源目标上调基本确定，市场普遍预期，相关行业的发展目标将比“十二五”规划中展望的（到 2020 年风电 2 亿千瓦，太阳能 1 亿千瓦）数值大幅提升，风力发电有望达到 2.5 亿-2.8 亿千瓦。尽管上述目标在能源局尚未最终确定，但在政策导向以及市场预测方面均给予了积极的预期，再加上配额制的预期，后续风电装机仍有发展可能。

7、重视微网发展带来的机会和挑战，推动公司互联网能源领域的发展。

微电网配合分布式能源，紧密结合可再生能源与区域用能之间的运行和调度。是互联网能源的重要组成部分，金风科技微网领域发展较早，已经拥有北京，江苏大丰两个并网发电的微网项目。结合发电（风光）、微网控制、储能、保护系统、监控系统以及调度和用户侧管理，项目经验领先，拓展能力强。智能微电网的发展对多种能源形式、负荷匹配、网内网外调度、储能等多种技术要求较高，实际经验对后续的发展意义重大。公司综合近两万台风机大数据、在手运营 2GW 以上风电项目以及信息化平台和实际微网项目，后续微电网发展中将有一定先发优势，推动公司互联网能源领域的发展。

8、参与中材科技定增，与风机上游企业建立深度合作，保证原材料供应

中材科技拟通过发行股票购买资产的方式收购大股东中材股份持有的泰山玻纤 100% 的股权，并向特定投资人发行股票配套融资约 38 亿元。公司全资子公司金风投资，拟以自有资金出资不超过 2 亿元参与中材科技定向增发，增发单价不高于 18.58 元/股，股份锁定期为增发股份后 36 个月，与风机上游企业建立深度合作，保证原材料供应。

9、看好公司的发展，持续推荐买入金风科技，2015-2017 年每股收益分别预测为 1.05、1.35 和 1.65 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
盈利能力					
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
流动性					
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
估值					
市盈率(倍)	105.4	24.6	15.9	12.4	10.1
核心业务市盈率(倍)	101.5	23.9	19.4	15.7	12.5
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)	3.3	3.0	2.8	2.4	2.1
价格/现金流(倍)	23.3	15.9	(4.7)	2.3	(7.6)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	71.7	18.1	14.8	8.4	7.7
周转率					
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
回报率					
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、季度 FII、季度 DII 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 Lot 上半年 bur 年度
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
N 年度 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