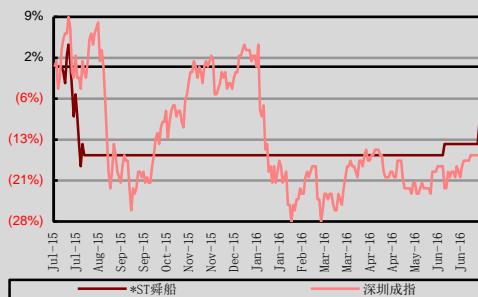




买入 74% ↑
目标价格:人民币 16.80
002608.CH
价格:人民币 9.65
目标价格基础:分部估值法

股价表现



(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	12.7	12.7	12.7	(5.6)
相对深证成指	31.0	8.4	10.6	5.0
发行股数(百万)		375		
流通股(%)		86		
流通市值(人民币 百万)		3,115		
3个月日均交易额(人民币 百万)		219		
净负债比率%(2016E)			净现金	
主要股东(%)				26
江苏舜天国际集团有限公司				

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以2016年7月12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

国防军工：船舶制造

魏涛
(8610)66229364
tao.wei@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514080004

罗惠洲
(8610)66229014
huizhou.luo@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516030001

*孙艺农为本报告重要贡献者

*ST舜船

增发重组，旧貌换新颜

舜天船舶此次资产重组方案包括两部分：通过发行股份的方式向国信集团购买其持有的优质金融信托及火力发电资产（交易对价约 210.13 亿元），以及募集配套资金（46.5 亿元），发行价 8.91 元/股。综合其金融、火电两大业务板块估值，考虑到此次交易包括配套融资 16.5 亿元（不重复计算增资江苏信托部分），*ST 舜船在此次交易完成后的合理市值约 634.20 亿元。给予 *ST 舜船 12 个月目标价 16.80 元/股，给予买入评级。

支撑评级的要点

- 国信集团上市平台，破产重整亟待救赎。舜天船舶不仅是江苏国信集团旗下的专业化、现代化船舶公司，也是江苏国信集团旗下重要的上市平台。江苏舜天船舶在 2014、2015 年净利润分别为 -18.08 亿元和 -54.50 亿元，且 2015 年末净资产为 -52.34 亿元，公司船舶业务已不具备持续经营能力。国信集团此番注入旗下优质的金融和能源资产，有望将上市公司打造成国内前茅的金融和能源控股平台，实现可持续发展。
- 舜船重组，“金控+火电”双主业雏形初现。间接控股股东国信集团从“幕后”来到“台前”，成为直接控股的大股东。国信集团作为江苏省国资委旗下重要国有独资集团，此次资产注入将从根本上改善上市公司经营情况。国信集团金融业务丰富、盈利突出、人才团队成熟，江苏信托注入上市平台之后，我们预计后续金融资产仍有注入的可能。国信集团旗下还有众多优质的火电资产。国信集团的优质资产上市，有望实施更趋市场化的激励机制和经营管理架构。

评级面临的主要风险

- 一旦 2016 年净利润或净资产为负值，公司股票将面临被暂停上市风险；2016 年 4 月，舜天船舶涉嫌信息披露违法一案已由中国证监会调查完毕，如公司存在重大信息披露违法行为，公司股票将面临暂停上市风险；资产重组进程不达预期；股市波动风险；重整失败被终止上市的风险。

估值

- 分部估值法。2015 年，江苏信托的净资产 87.52 亿元，规模净利润 13.40 亿元。此次交易完成后净资产将达到 117.52 亿元。火电板块的归母净利润为 18.48 亿元。按照各自板块估值和交易完成后舜船的持股比例，计算其金融板块 296.53 亿元估值和火电板块 277.20 亿元估值。综合其金融、火电两大业务板块估值，考虑到此次交易的配套融资情况及公司未来良好的发展前景，给予一定估值溢价。*ST 舜船在此次交易完成后的合理市值约 634.20 亿元。对应增发完成后 37.75 亿股的总股本，给予公司 12 个月目标价 16.80 元/股，给予买入评级。

投资摘要

年结日：12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(人民币 百万)	3,008	1,005	14,433	15,299	16,217
变动(%)	(8)	(67)	1,336	6	6
归母净利润(人民币 百万)	(1,808)	(5450)	3154	3612	4099
变动(%)	(1,558)	201	(158)	15	13
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.048)	(0.145)	0.790	0.904	1.026
全面摊薄市盈率(倍)	(200.2)	(66.4)	12.2	10.7	9.4
市净率(倍)	16.93	(0.69)	2.47	2.26	2.08

资料来源：公司数据及中银证券预测

目錄

*ST 舜船概况：国信集团上市平台，破产重整亟待救赎 ..	3
启动增发，剥离原主业，注入信托、火电资产	6
“金控+火电” 双主业雏形初现，内生、外延双扩张持续可期	11
盈利预测及估值	17
投资建议：小市值+大空间	19

*ST舜船概况：国信集团旗下上市平台，破产重整亟待救赎

ST舜船：国信集团旗下上市平台

江苏舜天船舶股份有限公司位于江苏省南京市，主营船舶建造和国际船舶贸易。公司成立于2003年6月，2011年8月在深交所挂牌上市。公司拥有设计公司、船厂、贸易公司等多家子公司，主要从事各类型船舶的建造和出口贸易、船舶融资以及承揽大宗货物远洋运输。

舜天船舶的前两大股东为江苏舜天国际集团有限公司、江苏舜天国际集团机械进出口股份有限公司，合计持有总股本的46.15%。这两家公司的控股股东为江苏省国信资产管理集团有限公司，为当地国有资产经营的平台企业。舜天船舶不仅是江苏国信集团旗下的专业化、现代化船舶公司，也是江苏国信集团旗下重要的上市平台。

图表1. ST舜船的股权结构（2016年1季度末）

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
江苏舜天国际集团有限公司	96,127,716	25.64
江苏舜天国际集团机械进出口股份有限公司	76,869,900	20.51
王军民	25,500,000	6.80
李玖	22,950,000	6.12
中央汇金投资有限责任公司	5,581,600	1.49
翁俊	3,585,949	0.96
海南地恒实业投资有限公司	3,424,461	0.91
中欧基金-农业银行-中欧中证金融资产管理计划	1,665,700	0.44
银华基金-农业银行-银华中证金融资产管理计划	1,665,700	0.44
易方达基金-农业银行-易方达中证金融资产管理计划	1,665,700	0.44

资料来源：万得数据，中银证券

财务状况：主业大幅亏损，已进入破产重整程序

由于航运市场持续萧条、国际船市低位震荡、全球造船产能严重过剩、原材料价格波动等原因，国际市场竞争加剧、国内船舶行业整体景气度下滑。叠加国际金融危机深层次影响，接单难、交船难、盈利难、融资难等问题导致全行业经济效益出现下滑。

2015年，全国造船完工量4184万载重吨，同比增长7.1%；承接新船订单量3126万载重吨，同比下降47.9%。截至12月底，手持船舶订单量1.2304亿载重吨，同比下降12.3%。出口船舶分别占全国造船完工量、新接订单量、手持订单量的88.6%、88.6%、95.7%。伴随着这三大指标“两降一升”，规模以上船舶工业企业实现利润总额179亿元，同比下降32.3%。

图表 2. 中国造船业三大指标情况



资料来源：中国船舶业协会，中银证券

江苏舜天船舶在2014年度、2015年度的净利润分别为-18.08亿元和-54.50亿元，且2015年经审计的期末净资产为-52.34亿元，公司处于严重债务危机的状况，且船舶业务已不具备持续经营能力，仅依靠自身力量较难摆脱现状。2016年2月，在东方重工、明德重工以及正和造船等民营船厂相继在2015年申请破产重整，舟山五洲船舶成为首家破产清算的国有船厂后，江苏舜天船舶成为首家进入破产重整程序的国内上市船企。

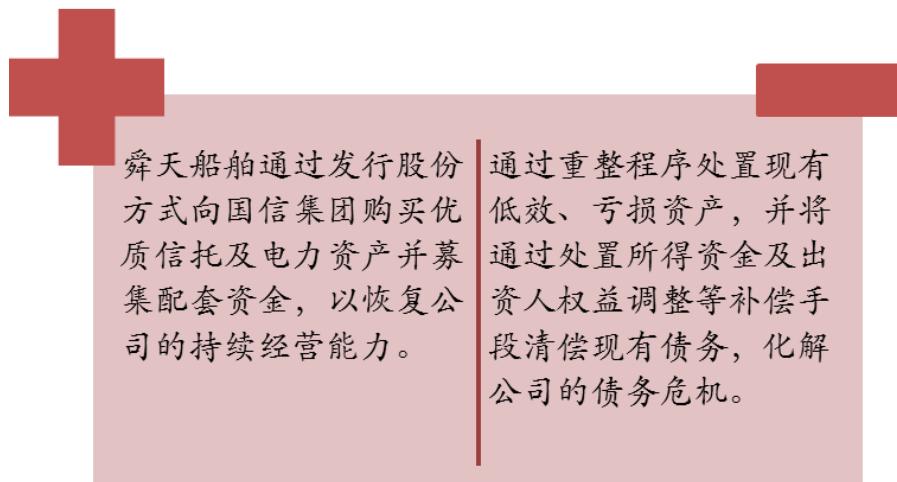
图表 3. 舜天船舶重整时间节点

时间	事件
2015年	2014年度财报被会计师事务所出具“无法表示意见”的审计报告
2015年4月	实行“退市风险警示”特别处理，股票简称由“舜天船舶”变更为“ST舜船”
2015年8月	公司股票和债券停牌，着手研究融资款逾期等危机的处置方案
2015年12月22日	中国银行南通崇川支行以不能清偿到期债务、且资产不足为由，向法院提出对舜天船舶进行重整
2016年2月17日	江苏省南京市中级人民法院已裁定受理债权人对其进行重整的申请
2016年2月18日	舜天船舶启动债权申报工作
2016年3月25日	舜天船舶重整案第一次债权人会议召开
2016年3月31日	管理人（北京市金杜律师事务所）启动了公司除货币资金以外的全部资产拍卖工作
2016年4月29日	公司公告发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）

资料来源：公司公告，中银证券

为妥善化解舜天船舶面临的危机，最大限度维护广大债权人、股民及公司职工的利益，国信集团充分履行大股东的责任，拟对舜天船舶进行破产重整和资产重组。国信集团将充分利用舜天船舶的资本运作平台，一方面，国信集团通过注入旗下优质的金融和能源资产，将上市公司打造成国内前茅的金融和能源控股平台；另一方面，上市公司也可通过外延式并购，整合行业上下游的优质资产，实现可持续发展。

图表 4. 舜天船舶拟进行资产重组和破产重整



资料来源：公司公告，中银证券

启动增发，剥离原主业，注入信托、火电资产

交易方案要点

公司于2016年4月29日公告发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案），并于7月11日公告调减募集资金后的交易报告书（草案）。此次交易包括两部分：舜天船舶通过发行股份的方式向国信集团购买其持有的优质信托及火力发电资产，以及募集配套资金。此次交易以恢复公司的持续经营能力为目标，并将成为ST舜船未来经营方案的核心内容。

图表 5. ST 舜船资产重组方案简图



资料来源：公司公告，中银证券

发行股份购买资产

ST舜船将通过发行股份方式购买国信集团持有的江苏信托81.49%的股权、新海发电89.81%的股权、国信扬电90%的股权、射阳港发电100%的股权、扬州二电45%的股权、国信靖电55%的股权、淮阴发电95%的股权、协联燃气51%的股权。本次交易标的资产的交易价格以评估值为基础，经交易双方协商确定，标的资产的交易价格为2,101,302.46万元，舜天船舶拟全部以8.91元/股发行股份的方式向交易对方支付对价，发行的股票数量合计235,836.42万股。

募集配套资金

同时，上市公司以不低于发行价格8.91元/股向其他不超过10名特定投资者非公开发行股份进行配套融资，本次募集配套资金不超过465,000万元(52,188.55万股)拟用于支付本次交易的中介费用、增加标的公司江苏信托资本金、部分标的电厂超低排放改造项目、新建热电联产燃气机组项目、偿还部分标的电厂银行借款及补充上市公司流动资金，10名投资者锁定期皆为12个月。最终发行价格尚需经公司破产重整第二次债权人会议出资人组会议暨股东大会审议和中国证监会核准。

图表 6. ST 舜天拟募集资金用途

项目类型	序号	项目名称	募集资金 (亿元)	金额占比 (%)
扩充信托资本	1	增加江苏信托资本金项目	30	64.52
	2	新海发电 1,000MW 机组超低排放改造项目	1.4612	3.14
	3	射阳港发电 660MW 机组超低排放改造项目	1.4109	3.03
	4	淮阴发电 2*330MW 机组超低排放改造项目	1.7007	3.66
新建热电项目	5	国信高邮 2*100MW 热电联产项目	2.1705	4.67
	6	国信仪征 2*100MW 热电联产项目	3.0291	6.51
	7	淮安二燃 2*400MW 热电联产项目	5.8753	12.64
中介机构费用	8	支付中介机构费用	0.8523	1.83
		合计	46.5	100.00

资料来源：公司公告，中银证券

注入资产基本情况

本次注入的资产为国信集团旗下的1家信托公司股权及7家电力公司股权，均为国信集团旗下的优质资产。根据经江苏省国资委核准的立信评估出具的以2015年12月31日为评估基准日的评估报告，江苏信托81.49%的股权、新海发电89.81%的股权、国信扬电90%的股权、射阳港发电100%的股权、扬州二电45%的股权、国信靖电55%的股权、淮阴发电95%的股权、协联燃气51%的股权评估值合计为2,101,302.46万元，总体评估增值率为53.90%。经交易双方公平协商后确定本次交易的交易价格合计为2,101,302.46万元，具体情况如下：

图表 7. 本次交易标的情况汇总

交易标的	账面价值 (亿元)	评估价值 (亿元)	增值率 (%)	交易价格 (亿元)
江苏信托 81.49% 股权	71.32	83.48	17.04	83.48
新海发电 89.81% 股权	11.39	30.23	165.36	30.23
国信扬电 90% 股权	11.89	29.23	145.80	29.23
射阳港发电 100% 股权	9.88	25.95	162.74	25.95
扬州二电 45% 股权	9.64	17.59	82.49	17.59
国信靖电 55% 股权	9.23	9.07	(1.70)	9.07
淮阴发电 95% 股权	11.05	8.40	(23.99)	8.40
协联燃气 51% 股权	2.14	6.18	188.69	6.18
合计	136.54	210.13	53.90	210.13

资料来源：公司公告，中银证券

信托资产

江苏省国际信托有限责任公司（简称“江苏信托”），是经江苏省人民政府和中国银行业监督管理委员会批准设立的非银行金融机构，是江苏省国信集团的主要成员企业之一，专业从事金融信托业务。公司注册资本金为人民币26.8亿元，现为中国信托业协会理事单位。

截至2015年末，江苏信托净资产规模87.52亿元。全年实现营业收入16.40亿元，利润总额13.40亿元。近年来，江苏信托在中国银监会组织的行业监管评级中名列最高等级。

图表 8. 江苏信托 2015 年财务摘要 (万元)

指标	2012 年度	2013 年度	2014 年度	2015 年度
营业收入	127,117.43	135,618.74	141,028.51	163,966.62
营业成本	9,435.92	12,580.99	13,883.45	14,603.50
营业利润	117,681.51	123,037.76	127,145.06	149,363.12
净利润	107,581.20	112,480.81	115,357.12	134,001.78
总资产	645,770.70	728,806.74	803,939.58	910,175.39
总负债	26,480.02	19,340.68	15,184.26	34,949.06
所有者权益	619,290.68	709,466.06	788,755.32	875,226.33
资产负债率(%)	4.10	2.65	1.60	3.84
净资产收益率(%)	0.19	0.17	0.15	0.16
总资产回报率(%)	0.20	0.18	0.16	0.17
净利润增长率(%)	0.24	0.05	0.02	0.16

资料来源：江苏信托审计报告，中银证券

从信托行业竞争力来看，江苏信托的长期投资规模排名靠前，2015 年的投资收益约 10.96 亿元，行业排名第 9。江苏信托的信托资产规模为 3479.91 亿元，排名第 14。其中，集合信托有约 252.86 亿规模（大部分由政信业务贡献）；单一信托资产规模约为 3,227.05 亿元。

江苏信托拥有较高的净资本，资产质量好，可开展业务空间富裕。公司股东都是江苏省属国有企业集团，实力雄厚，经营各具特色，为公司业务拓展提供了有力支持和合作机会。江苏信托地处经济发达的长三角地区，区域经济活跃度高，市场需求旺盛，民间资本富裕，特别是江苏经济的快速发展，江苏沿海开发战略以及苏南苏中苏北共同发展战略的实施为江苏信托的业务发展提供了良好机遇。

江苏信托的信托报酬率为 0.26%，排名 47。报酬率低于行业平均水平的主要原因在于，公司大部分业务属于报酬率较低的单一信托业务，拉低了综合报酬率水平。因此，江苏信托需要通过做大集合信托业务规模，以提高整体信托报酬率水平。

在实体经济不振、部分行业风险积聚的时期，传统信托业务资源受到挤压，众多信托公司在积极地优化信托业务结构：一方面，通过市场化的激励机制吸引人才，通过扩大主动管理规模来提升信托报酬率；另一方面，在传统信托业务以外，开拓新的业务空间，如资产证券化、直投业务等。借助国信集团的强大资源优势，江苏信托在业务规模扩张、业务结构转型上都有得天独厚的优势，且此次交易完成后公司的资本实力将得到显著提升，未来成长空间较大。

图表 9. 江苏信托各项指标排名 (2015 年)

业务指标	江苏信托数据 (亿元)	行业排名
营业收入	16.40	27
投资收益	10.96	9
净利润	13.40	13
总资产	91.02	16
长期投资	80.22	6
负债合计	3.49	51
所有者权益	87.52	9
信托资产运用合计	3,479.91	14
信托收入合计	150.85	31
信托费用合计	10.77	48
信托损益	140.08	30
资本收益率(%)	16.11	30
信托报酬率(%)	0.26	47
员工人数(万人)	76	66
人均利润(万元)	1,685.56	2

资料来源：万得数据，中银证券

图表 10. 江苏信托资产类型及规模 (2015 年底)

信托资产 (万元)	2012	2013	2014	2015
集合	805,968.33	1,383,721.41	2,553,145.59	2,528,581.78
单一	6,790,366.12	8,930,994.73	14,881,522.39	32,270,523.34
财产权	19,895.50	19,895.62	0	0
合计	7,616,229.95	10,334,611.76	17,434,667.98	34,799,105.12

资料来源：江苏信托审计报告，中银证券

固有业务方面，截至 2015 年底，江苏信托固有业务资产规模合计 910,175.39 万元，固有业务体现在参股各金融机构，包括江苏银行、丹阳保得村镇银行、利安人寿保险等 15 家银行、创投、担保和保险等。江苏信托持有金融机构股权的资产规模体现在“可供出售金融资产”，约为 94,101.62 万元，占江苏信托固有业务资产规模的 10.34%；持有的信托计划的资产规模体现在“持有至到期投资”，127,570.00 万元，占比 14.02%；持有的江苏银行股权的资产规模体现在“长期股权投资”，为 580,572.94 万元，占比 63.79%。可见，江苏信托目前盈利的亮点主要在固有业务金融股权投资收益方面。公司目前净资产实力排名行业前列，本次增发募资后，公司资本金实力将进一步加强，在固有业务拓展方面大有可为。

火电板块

公司本次注入舜船的都是盈利能力较强的火电资产，发电机组均为 60 万千瓦以上级，其中还有一些是 100 万千瓦以上级的，本次募投项目还包括 3 个新建热电项目（即国信高邮 2×100MW 燃机热电联产项目、国信仪征 2×100MW 级燃机热电联产项目、淮安二燃 2×400MW 级燃机热电联产项目），均属于行业领先水平，盈利能力较强，有望形成规模效益。核电资产中，在浙江秦山核电 1、2、3 期三个项目各持股 10% 左右，每年利润贡献 2 亿左右。

增发重组带动盈利反转及长期竞争力重塑

本次交易对上市公司股权结构的影响

本次发行股份购买资产和出资人权益调整后，公司总股本将从 3.74 亿股增至 32.53 亿股；若募集配套资金按照 8.91 元/股的底价发行并以上限募集，则本次发行股份购买资产、出资人权益调整且募集配套资金后，公司总股本将从 3.74 亿股增至 37.75 亿股。

本次交易前，舜天国际为公司的控股股东，国信集团通过舜天国际和舜天机械控股公司 25.64% 和 20.51% 的股份，为上市公司间接控股股东，江苏省国资委为舜天船舶实际控制人。本次交易完成后，国信集团为舜天船舶的直接控股股东，实际控制人仍为江苏省国资委，实际控制人未发生变更。

主业变为“信托+火电”，盈利反转在即

本次资产重组，国信集团将盈利能力最强的信托和火电资产注入 *ST 舜船，一是为了化解债权人的风险，承担社会责任；二是希望通过彻底的资产重组，改善上市公司经营状况，为股东负责；三是将公司原有的落后的体制机制做根本性的改革，增长企业活力，提升长期竞争力。

火电板块资产现金流稳定、盈利能力强，即是上市公司的利润稳定器，也为产业链上下游金融服务提供稳定资金，江苏信托则在相关产业链金融服务上大有可为。

不仅如此，双主业模式还将形成利润的平衡机制：信托行业和电力行业的景气度存在一定的互补性。信托行业在经济好时能较快发展（资金需求量大），发电行业在经济处于低谷时盈利空间扩大（资源成本低，上网电价调整相对滞后）。两者结合发展，可以平抑经济周期波动对公司盈利能力的影响。

此次交易的标的资产优良，盈利能力和发展前景良好，根据舜船与国信集团签署的《盈利预测补偿协议》，国信集团承诺：采用收益法评估的标的资产和业务 2016 年度、2017 年度和 2018 年度经审计的合并报表范围扣非后归母净利润分别不低于人民币 165,571.76 万元、173,636.34 万元和 174,835.02 万元。从拟注入资产历史业绩情况，此业绩承诺顺利实现难度不大。届时，上市公司盈利状况将出现大幅反转。

图表 11. 本次交易方案对上市公司 2015 年盈利能力的影响

项目	2015 年度(万元)	
	交易前	交易后
营业收入	100,486.65	1,442,170.95
营业总成本	643,651.80	1,065,734.27
营业利润	(543,133.15)	486,449.75
利润总额	(544,794.75)	484,156.93
净利润	(547,385.13)	383,512.50
归母净利润	(545,040.33)	294,013.16

资料来源：公司公告，中银证券

“金控+火电” 双主业雏形初现，内生、外延双扩张持续可期

国信集团——以金融为基础的国有独资集团

江苏省国信资产管理集团有限公司是于 2001 年 8 月经省政府批准，在江苏省国际信托投资公司和江苏省投资管理有限责任公司基础上组建的大型国有独资企业集团，从事授权范围内的国有资产经营、管理、转让、投资、企业托管、资产重组以及经批准的其他业务，注册资本金为人民币 200 亿元。

2006 年底，国信集团与江苏省国有资产经营控股公司合并重组，在证券、银行、酒店旅游、房地产和社会文化事业等领域注入了新资源。2010 年 4 月，与江苏舜天国际集团合并重组，在对外贸易以及制造业等领域又有了新的拓展。截至 2015 年底，集团总资产 1,402 亿元、净资产 652 亿元；全年实现营业收入 492 亿元、利润总额 61 亿元，拥有全资、控股企业两百余 家。

集团自成立以来，始终依托资源和功能优势，精心打造以电力为主的能源产业平台，以信托为主的金融服务业平台和以房地产开发、酒店业为主的不动产平台，并不断拓展投资领域、完善业务功能，先后介入天然气管网建设、新能源开发、江苏软件园建设等实业投资领域，拓展了担保、保险经纪、金融租赁等业务功能。

图表 12. 近年来集团各板块营业收入情况（单位：亿元）

板块	2012	2013	2014	2015.3
能源基础	183.01	227.84	207.86	58.58
贸易	153.67	155.62	181.41	32.24
房地产	39.52	40.28	22.98	3.63
医药	24.39	29.55	41.13	12.59
金融业	5.92	6.92	5.52	2.12
酒店业	5.86	5.54	4.98	1.14
其他	43.41	60.66	34.98	5.18
营业收入	455.78	526.41	498.86	115.48

资料来源：国信集团相关债项 2015 年度跟踪评级报告，中银证券

江苏国信旗下优质资产丰富

金融服务板块资源

金融服务产业是国信集团第一大支柱性投资领域。2001 年，国信集团正是在江苏信托和江苏省投资管理公司的基础上组建成立的。在金融领域，国信集团优质资产丰富，人才济济。目前集团旗下金融业务主要包括信托、证券、担保、融资租赁和保险经纪。核心企业包括紫金保险（国信集团持股比例 25%），华泰证券第一大股东（17.46%）和江苏银行第一大股东（8.76%）。

江苏信托凭借现有的资源优势，未来将继续优化私募股权业务、资产管理业务和财富管理业务，实现信托业务和固有业务的均衡发展。特别是本次募投项目 30 亿元用于补充江苏信托资本金，江苏信托资本结构得到优化，抗风险能力进一步提升。

紫金保险是国信集团、江苏省国资委等于2009年发起成立的全国性财险公司。目前，公司注册资本25亿元。截至2015年末，在成立6年的时间里，紫金保险已经连续四年取得盈利。2015年，公司实现保费收入约42亿元，取得净利润1.02亿元。国信集团目前持有紫金保险约25%的股权，对公司重大事项有一定决策权。

江苏银行是在2007年由江苏省内十家合并重组成立。成立至今，江苏银行业绩一直保持稳步增长的态势。2015年，公司实现营业收入280.47亿元，实现归母净利润94.97亿元。按照资产规模统计，江苏银行已成为全国第三大城商行，仅次于北京银行和上海银行。在2015年英国《银行家》杂志按照一级资本评选出的全球前1,000家银行中，江苏银行排名第136位。

江苏省是全国经济最发达的省份之一，凭借其区位优势和省内资源优势，江苏银行正在迅速崛起。目前，江苏省国际信托有限公司持有江苏银行9.1亿股，占总股本8.76%，是其第一大股东。江苏银行的IPO已历经多年筹划，上市在即，江苏信托是其第一大股东，分享丰厚的投资收益的同时，对其经营决策也起到举足轻重的作用。

图表 13. 江苏银行主要财务指标预测表

年结日：12月31日	2013	2014	2015A	2016E	2017E
总资产(人民币, 百万)	763,652.00	1,038,309.00	1,290,333.00	1,443,789.00	1,553,056.00
增长率 (%)	17.43	35.97	24.27	11.89	7.57
净资产(人民币, 百万)	47,895.00	56,065.00	65,535.00	75,298.00	78,408.00
增长率 (%)	39.76	17.06	16.89	14.90	4.13
营业收入(人民币, 百万)	22,326.00	25,326.00	28,047.00	32,702.00	35,908.00
增长率 (%)	12.52	13.44	10.74	16.59	9.80
归母净利润(人民币, 百万)	8,186.00	8,685.00	9,497.00	10,813.00	11,708.00
增长率 (%)	16.28	6.10	9.35	13.85	8.28
每股收益(人民币, 元)	0.86	0.84	0.91	0.91	0.98
每股净资产(人民币, 元)	4.60	5.40	6.27	6.30	6.57
平均总资产收益率(%)	1.16	0.97	0.82	0.79	0.78
平均净资产收益率(%)	21.69	16.76	15.72	15.41	15.25

资料来源:公司公告及招股说明书, 中银证券

华泰证券，前身为江苏省证券公司，成立于1990年12月，是中国证监会首批批准的综合类券商，也是全国最早获得创新试点资格的券商之一。历经数次增资扩股，公司注册资本增至70亿元。华泰证券2010年在A股上市，2015年6月在H股上市。2015年底的净资产达到807.85亿元，资本金实力晋升至行业第四名，总市值超过1,000亿。在20多年的发展历程中，华泰证券抓住了中国资本市场及证券业变革创新的历史机遇，实现了快速增长，主要财务指标和业务指标均位居国内证券行业前列。

图表 14. 华泰证券各项业务的竞争实力

业务类型	指标	行业排名
经纪业务	股基交易额	2015 年行业第一名，市占率 8.363%；第二名中信证券（含浙江、山东）市占率为 6.429%
融资融券	两融余额规模	截至 2016 年 5 月底，行业排名第一，两融余额 217.07 亿元，市占率 6.12%。
投行业务	IPO 募集金额	2015 年，行业第五名，首发募集资金 116.51 亿元；前四名分别为瑞银、光大、中信和平安证券。
投行业务	并购业务	2015 年并购财务顾问交易金额 2,669.64 亿元，市占率 12.17%，排名第一；交易数量 41 项，排名第二，紧随中信建投证券。
资管业务	资管规模	截至 2015 年末，资管规模 6,144 亿元，位列第 3 名；前两名为中信和申万宏源。
研究所实力	公募基金交易佣金	2014 年排名第 18 名，2015 年上升至第 14 名；佣金席位占比 3.43%。

资料来源：万得数据，中银证券

国信永泰资产处置公司：受我国宏观经济转型及实体经济增速放缓影响，各类工商企业的资产质量问题及商业银行体系内的坏账问题逐渐受到越来越多的关注。1999 年以来，我国商业银行的不良资产一直由信达、华融、长城、东方等四大资产管理公司承接处置。2013 年 5 月，江苏省资产管理公司获批成立，公司大股东为无锡市国联发展集团，其主要从事省内金融机构及非金融企业不良资产的批量处置业务。成立至今的几年时间里，江苏资产管理公司的业务重心正逐渐向无锡市转移。而江苏省国信永泰资产处置公司于 90 年代成立，在对全省各级企业不良资产处置业务方面，有较大的资源优势，人才团队成熟。虽然其不良资产处置业务目前还没有形成规模，但依托于国信集团的省内资源优势，国信永泰 AMC 将有可能在未来做大做强，成为江苏省重要的省级不良资产管理公司。

图表 15. 江苏国信集团金融板块

序号	企业名称	注册资本（万元）	持股比例（%）	总资产	营业收入	净利润
一、金融服务板块						
1	江苏省国际信托有限责任公司	268,389.90	81.49	910,175.39	163,966.62	134,001.78
2	华泰证券股份有限公司	716,276.88	17.46	45,261,461.53	2,626,193.99	1,079,790.82
3	恒泰保险经纪有限公司	5,900.00	42.37	10,935.97	5,322.34	52.51
4	江苏省国信永泰资产处置有限公司	1,500.00	100			
5	江苏省国信创业投资公司	16,000.00	100			
6	江苏省国信集团财务有限公司	150,000.00	100			
7	江苏省国信信用担保有限公司	74,000.00	74.68	94,000.00		1,962.88
8	江苏银行	1,039,000.00	江苏信托持有 8.76	129,033,300.00	2,804,700.00	947,505.00
9	紫金保险	250,000.00	25	615,000.00		

资料来源：公司公告，公司网站，中银证券

能源基础产业

能源基础产业是国信集团重要的产业板块，其包括火力发电、清洁能源项目和天然气产业等。国信集团的火力发电板块主要由下属子公司国信扬电、扬州二电、新海发电、射阳港发电、淮阴发电、国信扬电、协联燃气等公司经营；江苏省新能源开发有限公司及江苏国信溧阳抽水蓄能发电有限公司主要负责集团清洁能源项目；天然气板块业务主要由江苏省天然气有限公司运营。

江苏省是我国经济总量较大、经济及用电增长率较快的省份之一。截至2015年末，按装机规模核算，江苏省电力企业前三名分别是中国国电集团公司（1,165.238万千瓦）、国信集团（1,048.68万千瓦）、华润电力控股有限公司（1,015.95万千瓦）。基础能源是国信集团的传统优势项目，行业竞争优势地位明显，盈利能力较强。

图表 16. 国信集团能源基础产业板

序号	企业名称	注册资本（万元）	持股比例（%）	总资产	营业收入	净利润
二、能源基础产业						
1	江苏新海发电有限公司	23,900.00	89.81	834,279.98	289,082.17	43,160.60
2	江苏国信扬州发电有限责任公司	100,000.00	90	428,522.90	307,417.32	51,168.58
3	江苏射阳港发电有限责任公司	88,302.00	100	427,268.35	232,558.55	48,367.63
4	扬州第二发电有限责任公司	169,200.00	45	300,239.93	206,656.56	88,132.07
5	江苏国信靖江发电有限公司	150,000.00	55	567,007.49	182,119.06	27,443.07
6	江苏淮阴发电有限责任公司	105,786.80	95	427,605.73	243,294.65	15,753.50
7	江苏国信协联燃气热电有限公司	40,000.00	51	241,638.49	122,977.27	18,875.65
8	盐城发电有限公司	33,700.00	100			
9	江苏国信协联能源有限公司	58,383.58	50			
10	江苏国信连云港发电有限公司	1,000.00	89.81			
11	江苏国信瀛洲发电有限公司	24,750.00	96.97			
12	江苏沙河抽水蓄能发电有限公司	15,100.00	42.5	26,200.00		1,559.36
13	江苏国信溧阳抽水蓄能发电有限公司	150,000.00	85	440,300.00		
14	江苏省新能源开发股份有限公司	50,000.00	65	564,337.67	87,070.40	14,269.82
15	江苏国信大丰港发电有限公司	1,000.00	100			
16	江苏省天然气有限公司	100,000.00	51	170,200.00		26,200.00
17	国信淮安新能源投资有限公司	26,400.00	50			
18	鄂尔多斯市苏国信鑫南能源发展有限公司	40,400.00	56.81			

资料来源：公司公告，中银证券

公司将启动智慧电厂建设，借助移动互联网、云计算、大数据、物联网等互联网技术与现代制造业结合，以“智慧电厂”为基础，优化管理流程，提升工作效率。通过“智慧电厂”建设，依据大数据分析平台对整个电厂进行诊断与管理，提升响应速度，简化管理流程，提高电厂服务水平与技术能力，同时优化组织分工，减少成本。

不动产业

国信集团不动产业务以房地产业务为主，酒店业务为辅，其中房地产业务由江苏省房地产投资有限责任公司运营。项目主要分布在江苏省内各主要城市，分别在南京、无锡、苏州、镇江、徐州等地开发建设民用住宅、酒店物业、工业地产项目等。

图表 17. 国信集团不动产业经营情况

序号	企业名称	注册资本（万元）	持股比例（%）	总资产	营业收入	净利润
三、不动产业						
1	江苏省房地产投资有限责任公司	300,000.00	100	2,049,600.00		11,100.00
2	江苏软件源置业发展有限公司	1,000.00	76.48			
3	江苏国信酒店集团有限公司	10,000.00	100			

资料来源：公司公告，中银证券

对外贸易及其他

国信集团进出口贸易产业主要由下属全资子公司江苏舜天国际集团有限公司运作。内贸主要包括服装纺织品、机械设备、有色金属等，由于国内贸易竞争极为激烈，且舜天国际有效资源分散在较多的国内贸易经营范围内，内贸销售收入虽增长迅速，但盈利能力一般。国信集团进口产品以生产设备和原材料为主，产品结构比较稳定，进口化工原料和机械设备进口额占进口总额的 56%左右。国信集团出口商品以服装纺织类产品、有色金属、船舶和机电产品为主。

图表 18. 国信集团对外贸易及其他板块经营情况

序号	企业名称	注册资本（万元）	持股比例 (%)	总资产	营业收入	净利润
四、对外贸易						
1	江苏舜天国际集团有限公司	44,241.06	100	1,350,900.00		6,489.23
五、其他						
1	江苏省投资管理有限责任公司	100,000.00	100	485,200.00		9,718.43
2	江苏国信滨海港开发有限公司	1,000.00	80			
3	江苏省医药公司	20,000.00	100			
4	江苏省电影发行放映公司	9,860.00	100			
5	江苏省软件产业股份有限公司	19,800.00	52.5	163,000.00		280.28
6	江苏省软件园天目湖开发有限公司	15,000.00	66.67			
7	江苏省外事旅游汽车公司	15,680.00	100			
8	南京奥体中心经营管理有限公司	30,000.00	100			

资料来源：公司公告，中银证券

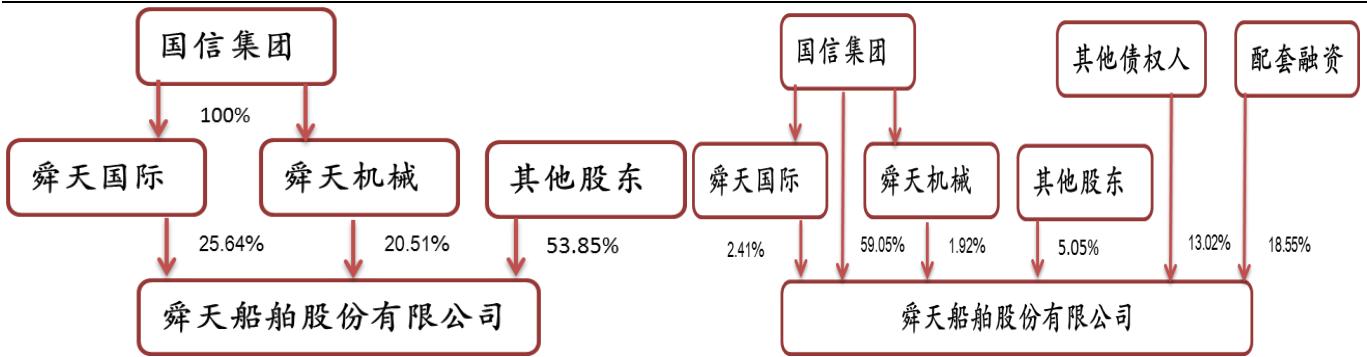
集团优质资产为外延发展打开想象空间

通过此次资产重组，国信集团将为上市公司平台注入优质的信托及火力发电资产，舜天船舶藉此由原来的船舶制造企业转型为金融（暂时以信托为主）加火电的双主业经营模式。根据二级市场同类公司，尤其是金控平台类公司的资本运作经验，我们预计江苏国信集团对 ST 舜船还将有进一步的转型规划，打开了公司外延发展的想象空间。

国信集团将对上市公司战略发展产生正面影响

公司的间接控股股东国信集团将从“幕后”来到“台前”，成为直接控股的大股东。国信集团作为江苏省国资委旗下重要国有独资集团，此次资产注入将从根本上改善上市公司经营情况。参考其他金控平台和集团的资源整合经验，我们可以推断 ST 舜船在江苏国信集团层面的规划中处在重要位置，上市公司的发展空间极大。

图表 19. 重组前后国信集团与舜船的股权关系



资料来源：公司公告，中银证券

国信集团金融业务丰富、盈利突出、人才团队成熟，江苏信托注入上市平台之后，后续金融资产仍有注入预期，上市公司有望成为全牌照的金控平台。

不仅如此，国信集团旗下还有众多优质的火电资产，与金融服务业在经济周期和现金流特征方面有较大协同空间。

激励机制改变，提升企业经营活力

国信集团的优质资产上市，也带来了更趋市场化的激励机制和经营管理架构。根据江苏信托披露的2015年审计报告，公司在2015年的成本收入比约为7%，显著低于信托行业平均水平（30-50%）；而公司的人均创利行业排名第二，仅次于重庆信托。员工收入与业绩水平的不匹配，在一定程度上限制了江苏信托的发展。此次交易完成后，江苏信托有望借鉴其他信托公司的市场化机制，如成本收入比等激励政策，以期提升公司的凝聚力和经营活力。

盈利预测及估值

重组后的舜天船舶，原有低效率资产将逐步剥离，保留金融+火电两大业务板块，可以采取分部估值法对其公司投资价值进行评估

金融资产：

截至 2015 年末，江苏信托资产管理规模 3,479.91 亿元，净资产 87.52 亿元，归属于母公司所有者的净利润为 12.67 亿元。增发完成后，公司拟对江苏信托增资 30 亿元，合计持有其 81.49% 的股权。我们将分别使用 P/B 估值法和 P/E 估值法对其进行估值。

图表 20. 用市净率给江苏信托估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元, 净资产 (亿元, 7-12) 2016Q1)	PB
600643.CH	爱建集团	145.01	58.53
000563.CH	陕国投 A	172.76	75.09
600816.CH	安信信托	321.59	62.98
江苏信托	净资产 (亿元, 交易完成后)	PB 117.52 2.5 3.0 3.5	81.49% 估值 239.42 287.30 335.18

资料来源：万得数据，中银证券

图表 21. 用市盈率给江苏信托估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元, 7-12)	净利润 (亿元, 2015)	PE
600643.CH	爱建集团	145.01	5.55	26.14
000563.CH	陕国投 A	172.76	4.54	38.06
600816.CH	安信信托	321.59	17.22	18.67
江苏信托	净利润 (亿元, 2015)	PE 13.4 24 28 32	81.49% 估值 321.60 375.20 428.80	262.07 305.75 349.43

资料来源：中银证券

按照 3 倍 P/B 和 28 倍 P/E 的估值水平，考虑到公司 81.49% 的持股比例，给予其金融板块 296.53 亿元估值。

火电资产：

参考 A 股火电板块平均估值水平，给予舜天船舶火电板块 15 倍 P/E 估值。2015 年末，火电板块合计归属于母公司所有者净利润为 18.48 亿元，考虑到火电板块中各公司的经营情况和舜船持有的股权比例，给予其火电板块 277.20 亿元估值。

图表 22. A 股上市电力公司估值情况

序号	证券代码	证券简称	P/Ettm
1	000027	深圳能源	15.9
2	000539	粤电力A	10.7
3	000543	皖能电力	10.8
4	000600	建投能源	7.6
5	000601	韶能股份	24.7
6	000690	宝新能源	22.6
7	001896	豫能控股	13
8	600011	华能国际	9
9	600021	上海电力	16.2
10	600023	浙能电力	10.1
11	600098	广州发展	18
12	600483	福能股份	15.6
13	601991	大唐发电	19.4
平均 PE			14.89

*公司股价取自 2016 年 6 月 8 日收盘价

资料来源：中银证券

结合此次非公开发行配套募集资金情况及各板块子公司未来良好的发展前景，稍稍给予其一定的估值溢价。我们认为公司增发后合理市值应为 634.20 亿元，对应增发完成后 37.75 亿股的总股本。给予*ST 桑船 12 个月目标价 16.80 元/股。

投资建议：小市值+大空间

江苏舜天船舶是江苏国信集团旗下重要的上市平台，在2014、2015年净利润分别为-18.08亿元和-54.50亿元，且2015年末净资产为-52.34亿元，公司船舶业务已不具备持续经营能力。此次资产重组注入优质信托及火力发电资产，将上市公司打造成国内前茅的金融和能源控股平台，盈利将实现大幅反转，同时重塑公司长期竞争力。

国信集团作为江苏省国资委旗下重要国有独资集团，此番资产注入将从根本上改善上市公司经营情况。国信集团金融业务丰富、盈利突出、人才团队成熟，江苏信托注入上市平台之后，预计后续金融资产仍有注入的可能。国信集团旗下还有众多优质的火电资产，与金融服务业在经济周期和现金流特征方面有较大协同空间，也不排除进一步注入的可能。

此外，国信集团的优质资产上市，也带来了更趋市场化的激励机制和经营管理架构。今年国信集团将借重组之机，进行深度改革，充分激发经营活力。

结合上文对公司估值的分析，我们认为，公司基本面及股价均有较大提升空间。复牌前，公司市值仅32.80亿元，属于小市值标的，股价弹性较好。因此，首次覆盖给予公司买入评级。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,008	1,005	16,512	17,999	19,612
营业收入	3,008	1,005	14,433	15,299	16,217
其他业务收入	0	0	2,078	2,700	3,395
营业总成本	4,684	6,437	11,132	11,888	12,691
营业成本	3,082	1,319	9,846	10,499	11,215
其他业务成本	0	0	0	0	0
营业税金及附加	1	1	1,259	1,360	1,477
营业费用	37	13	12	12	13
管理费用	97	101	257	268	287
财务费用	251	415	722	765	811
资产减值损失	1,215	4,587	26	28	29
公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
投资净收益	0	0	1,201	1,322	1,454
营业利润	(1,676)	(5,431)	6,581	7,433	8,374
营业外收入	9	170	23	24	26
营业外支出	150	187	43	46	49
利润总额	(1,817)	(5,448)	5,487	6,256	7,074
所得税	(7)	26	1,372	1,564	1,768
净利润	(1,810)	(5,474)	4,115	4,692	5,305
少数股东损益	(2)	(23)	961	1,080	1,206
归属于母公司所有者的净	(1,808)	(5,450)	3,154	3,612	4,099

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
资产总计	9,401	3,126	45,702	49,821	54,283
货币资金	1,295	284	4,087	4,456	4,855
现金及存放中央银行款项	0	0	0	0	0
发放贷款及垫款	0	0	0	0	0
交易性金融资产	0	0	0	0	0
衍生金融资产	0	0	0	0	0
买入返售金融资产	0	0	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	1,077	1,174	1,279
长期股权投资	0	0	6,654	7,253	7,903
固定资产	2,535	1,504	23,583	25,708	28,011
负债总计	9,401	3,126	45,702	49,821	54,283
短期借款	1,302	1,320	5,405	5,892	6,420
交易性金融负债	0	0	0	0	0
卖出回购金融资产款	0	0	0	0	0
代理买卖证券款	0	0	0	0	0
长期借款	1,166	641	8,216	8,956	9,759
所有者权益	214	(5,255)	20,344	22,177	24,164
股本	375	375	3,994	3,994	3,994
归属于母公司所有者权益	213	(5,234)	15,629	17,038	18,564
少数股东权益	1	(21)	4,715	5,140	5,600
负债及所有者权益合计	9,401	3,126	45,702	49,821	54,283

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要财务指标

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力 (%)					
营业收入	(8)	(67)	1,336	6	6
营业利润	(1,285)	224	(221)	13	13
归属于母公司净利润	(1,563)	201	(158)	15	13
偿债能力及营运能力 (%)					
资产负债率	0.98	2.68	0.55	0.55	0.55

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要财务指标

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力 (%)					
净资产收益率	(848)	104	20	21	22
净利率	(60)	(545)	29	31	33
总资产净利率	(0.19)	(1.74)	0.07	0.07	0.08
每股指标及估值比率					
每股收益(元)	(4.82)	(14.54)	0.79	0.90	1.03
每股净资产(元)	0.57	(13.96)	3.91	4.27	4.65

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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 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 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371