



买入

25% ↑

目标价格:人民币 14.88

目标价格:人民币 13.74

600621.CH

价格:人民币 11.93

目标价格基础: 16年重估净资产溢价 30%

板块评级:中立

我们的观点有何不同?

- 仪电系下一地产平台、唯一未重组上市平台, 资源整合空间较大。
- 上海国企改革加速、大股东承诺限期临近, 整合或已不远。
- 公司土储优质, 成本较低, RNAV 估值 55-66 亿元, 拿地增加推动今年业绩反转。

主要催化剂/事件

- 上海国企改革加速。
- 公司重组方案推出。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(20.5)	7.4	7.8	(18.6)
相对上证综指	(2.7)	6.7	(1.0)	(23.5)

发行股数(百万)	524
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	6,252
3个月日均交易额(人民币 百万)	432
16年末净负债率(%)	45
16年末每股重估净资产值(人民币)	11.45
主要股东(%)	
华鑫置业	26.62

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2016 年 8 月 26 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

地产: 开发商

袁豪

(8621) 2032 8529

hao.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090001

卢晓峰

(8621) 20328284

xiaofeng.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516050001

华鑫股份

重组大幕开启, 业绩进入释放期

华鑫股份上半年营业收入和净利润分别同比增长 36% 和下降 9%, 其中净利润实现 1.4 亿元, 已较去年全年的 1.3 亿元增长 9%, 奠定全年业绩高速增长, 并且毛利率较上年进一步提升 1.9 个百分点至 73.8%, 低土地成本推动毛利率进一步高位上涨, 同时也再次彰显公司土储的高含金量; 目前为仪电系旗下唯一不动产平台, 承担智慧城市物业承载者的角色, 预计后续逐步重要角色, 并且大股东华鑫置业也多次承诺 17 年底完成同业竞争问题解决, 目前公司也已于 8 月 25 日停牌进入重组流程, 根据华鑫股份和飞乐音响停牌公告预测华鑫股份将是重组重点对象, 预计整合空间较大; 目前公司持有权益 102 万平商务地产, 拿地成本较低, 未开发物业毛利率超 60%, 我们分别通过净利润折现、现金流折现和租金回报率等方法得公司 RNAV 为 55-66 亿元, 提供一定安全边际; 此外, 公司 14-16 年拿地策略调整将推动 16 年后销售和业绩的反转, 预计 16-18 年业绩复合增速可达 41%, 而后续大股东资产注入将更强化业绩反转的判断。我们维持公司 2016-17 年每股收益分别为 0.34 和 0.50 元, 上调目标价至 14.88 元, 重申买入评级。

支撑评级的要点

- 上半年净利润已超去年全年 9%, 低土地成本促毛利率继续高位上涨。上半年营业收入 4.1 亿元, 同比增长 36%; 净利润 1.4 亿元, 同比下降 9%, 但已较去年全年 1.3 亿元增长 9%; 每股收益 0.27 元; 毛利率和净利率为 73.8% 和 35%, 分别提升 1.9 和下降 17.6 个百分点, 低土地成本推动毛利率进一步高位上涨; 高毛率推动土增税大幅上涨, 推动营业税及附加同比增长 324%, 占比营业收入由上年 6.8% 上涨至 21.3%; 三项费用率由上年 12.8% 提升至 18.7%, 源于奥伦并表和部分项目停止利息资本化分别致管理费用和财务费用提升。报告期末, 负债率和净资产负债率分别降至 47% 和 48%, 远低于行业平均水平。
- 仪电系唯一地产、唯一未重组平台, 进入停牌重组、整合空间较大。根据仪电战略调整, 公司自 09 年转型商务不动产, 目前为仪电系下唯一不动产平台, 承担智慧城市物业承载者的角色, 预计后续逐步承接重要角色, 并且大股东华鑫置业也多次承诺 17 年底完成同业竞争问题解决, 目前公司也已于 8 月 25 日停牌进入重组流程, 根据华鑫股份和飞乐音响停牌公告预测华鑫股份将是重组重点对象; 另一方面, 仪电系过去几年中, 从仪电电子 (注入云赛资产, 改为云赛智联)、飞乐音响 (引入民营二股东, 转型 LED 业务)、飞乐股份 (引入民营大股东, 改名中安消) 等三个平台重组方案来看, 仪电的重组方案较为灵活、超前, 而公司作为仪电系唯一未重组平台, 不排除后续方案或有超预期表现。
- 公司土储优质、估值 55-66 亿元, 近三年拿地增加推动今年业绩反转。公司持有权益 102 万平商务地产 (开发 89 万平、持有 13 万平), 大多位于上海, 公司通过承接仪电系产业用地兼以股权收购等方式拿地, 拿地成本较低, 又遇上海地价上涨, 开发毛利率超 60%, 我们分别通过净利润折现法对开业物业估值、现金流折现法和租金回报率法对持有物业估值, 得 RNAV 为 55-66 亿元, 提供一定安全边际; 另一方面, 公司 10-13 年拿地较少导致可售减少, 从而致使 14-15 年业绩下滑, 14-16 年调整拿地节奏, 年均拿地量提升 3-5 倍, 推动 16 年后销售和业绩的反转, 预计 16-18 年业绩复合增速可达 41%, 此外, 后续大股东资产注入将更强化业绩反转的判断。

评级面临的主要风险

- 销售低于预期; 公司与大股东的资产整合低于预期。

估值

- 我们维持公司 2016-17 年每股收益分别为 0.34 和 0.50 元, 目标价由 13.74 元上调至 14.88 元, 重申买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	597	365	589	841	1,218
变动(%)	(47)	(39)	61	43	45
净利润(人民币 百万)	155	130	178	264	362
全面摊薄每股收益(人民币)	0.295	0.249	0.339	0.503	0.691
变动(%)	(48)	(16)	36	48	37
市盈率(倍)	40.4	48.0	35.2	23.7	17.3
每股现金流量(人民币)	(0.0)	(0.0)	(1.3)	(0.6)	(0.6)
价格/每股现金流量(倍)	(366.98)	(381.47)	(9.34)	(18.98)	(18.90)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.6	69.9	46.5	31.2	24.2
每股股息(人民币)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
股息率(%)	0.8	0.6	0.9	1.3	1.7

资料来源: 公司数据及中银证券预测

图表 1. 华鑫股份 2016 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2015 年上半年	2016 年上半年	同比变动(%)
营业收入	299	407	36.2
营业成本	(84)	(107)	27.1
营业税	(20)	(87)	324.0
毛利润	194	213	9.9
其他收入	0	0	(100.0)
销售费用	(4)	(6)	76.5
管理费用	(21)	(45)	109.7
营业利润	169	163	(4.0)
投资收益	36	22	(40.0)
财务费用	(14)	(25)	87.1
营业外收支	1	2	89.3
税前利润	193	161	(16.5)
所得税	(44)	(30)	(30.3)
少数股东权益	7	11	53.7
归属上市公司股东净利润	157	142	(9.4)
主要比率(%)			百分点增减
毛利率	71.9	73.8	1.9
含税毛利率	65.0	52.5	(12.6)
经营利润率	56.8	40.0	(16.8)
净利率	52.6	35.0	(17.6)

资料来源: 公司数据, 中银证券

图表 2. 华鑫股份 2016 年上半年分业务营业收入情况

分业务	营业收入	同比增长(%)	毛利率(%)	毛利率比上年增减(百分点)
房地产业务	3.7	41.1	79.0	0.4
出租车业务	0.2	(4.6)	31.5	(1.8)
合计	4.1	36.2	73.8	1.9

资料来源: 公司数据, 中银证券

图表 3. 华鑫股份营业税金及其附加变动情况

项目	2015 年上半年(亿元)	2016 年上半年(亿元)	同比增长(%)
营业税	0.12	0.18	44.6
城市维护建设税	0.01	0.01	53.3
教育费附加	0.01	0.01	52.6
增值税	0.01	0.01	(6.9)
河道管理费	0.00	0.00	56.0
土地增值税	0.06	0.66	1016.6
营业税金及其附加合计	0.20	0.87	324.0
占比情况			百分点增减
营业税金及其附加	6.8	21.3	14.4
占比营业收入			
土地增值税	2.0	16.2	14.2
占比营业收入			

资料来源: 公司数据, 中银证券

图表 4. 华鑫股份三项费用率变动情况

项目	2015 年上半年(%)	2016 年上半年(%)	百分点增减	备注
销售费用率	1.2	1.6	0.4	
管理费用率	7.1	11.0	3.8	增加原因主要为公司管理业务量增加，人员同比增加及本期并表单位奥仑实业费用增加所致
财务费用率	4.5	6.2	1.7	增加原因主要系本期借款增加及部分建设项目完工，利息资本化停止，同时公司项目投入增加，资金余量减少，利息收入相应减少所致
三项费用率合计	12.8	18.7	5.9	

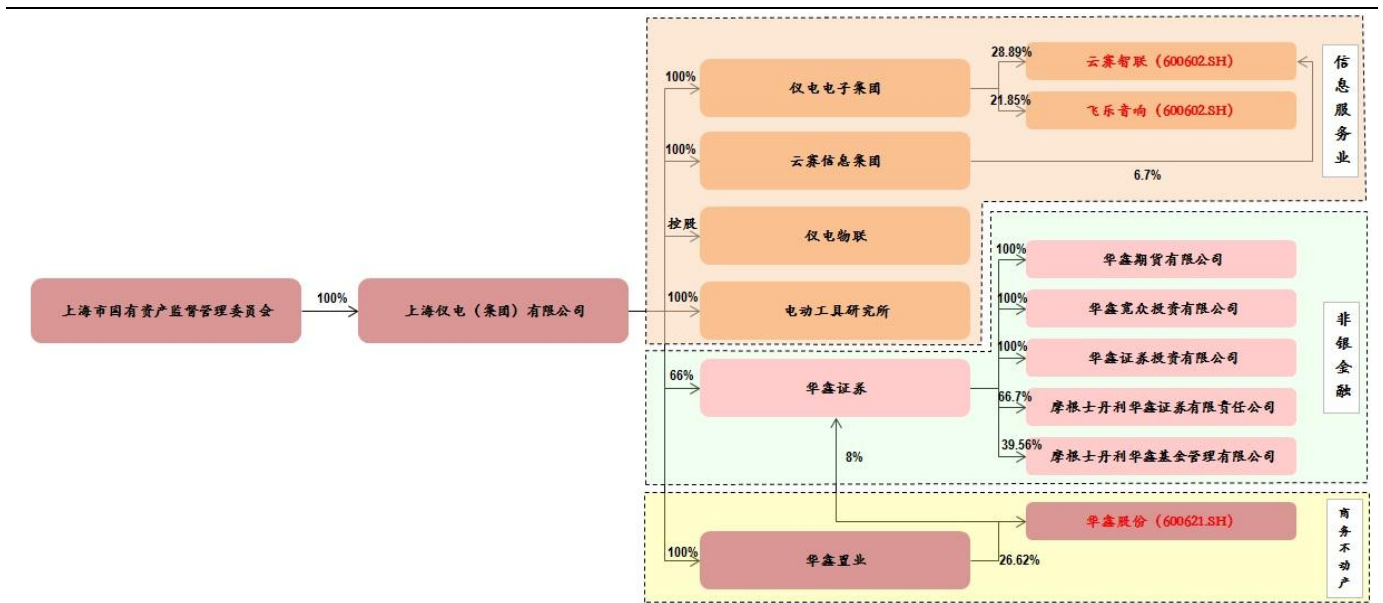
资料来源：公司数据，中银证券

图表 5. 16 年 8 月 25 日华鑫股份与飞乐音响同时停牌情况

项目	华鑫股份停牌公告	飞乐影响停牌公告	差异
公告内容	<p>接持有上海华鑫股份有限公司（以下简称“公司”）控股股东华鑫置业（集团）有限公司 100% 股权的上海仪电（集团）有限公司通知，上海仪电（集团）有限公司正在筹划与公司相关的重大事项，该事项可能涉及重大资产重组或非公开发行股份。鉴于该事项存在重大不确定性，为保证公平信息披露，维护投资者利益，避免造成公司股价异常波动，经公司申请，公司股票自 2016 年 8 月 25 日起连续停牌。</p> <p>公司承诺：将尽快确定是否进行上述重大事项，并于股票停牌之日起的 5 个工作日内公告该重大事项的进展情况。</p>	<p>上海飞乐音响股份有限公司（以下简称：公司）接到公司第一大股东上海仪电电子（集团）有限公司通知，上海仪电电子（集团）有限公司之股东上海仪电（集团）有限公司正在筹划与公司资产相关的重大事项，可能涉及重大资产重组。鉴于该事项存在重大不确定性，为保证公平信息披露，维护投资者利益，避免造成公司股价异常波动，经公司申请，公司股票自 2016 年 8 月 25 日起停牌。</p> <p>公司承诺：将尽快确定上述重大事项是否进行，并于股票停牌之日起的 5 个工作日内（含停牌当日）及时履行信息披露义务并申请复牌。</p>	<p>1) 涉及事项的表述差异：华鑫股份（重大资产重组或非公开发行股份），飞乐音响（重大资产重组）；</p> <p>2) 复牌时间的表述差异：华鑫股份（股票停牌之日起的 5 个工作日内公告该重大事项的进展情况），飞乐音响（股票停牌之日起的 5 个工作日内（含停牌当日）及时履行信息披露义务并申请复牌）。</p> <p>3) 观点：本次仪电系重组重点预计在华鑫股份，预计其重组方案更为复杂，停牌时间也将更久。</p>

资料来源：公司数据，中银证券

图表 6. 上海仪电集团三大业务板块的旗下公司构成情况



资料来源：《2014、2015 年上海仪电社会责任报告》、公司公告、上海仪电集团网站，中银证券

图表 7. 上海仪电集团旗下主要 4 个上市公司的资本运作情况

公司简称	公司代码	实际控制人	第一大股东	占比 (%)	第二大股东	占比 (%)	备注 (国企改革落实情况)
云赛智联 (原仪电电子)	600602.CH	上海市国有资产监督管理委员会	上海仪电电子(集团)有限公司	28.89	云赛信息(集团)有限公司	6.7	资产整合 (基本完成) : 2015 年进行了业务重组, 将控股股东旗下的云赛信息等信息技术 (云计算、大数据、智慧城市) 置入上市公司, 置出制造业; 将仪电电子打造成为仪电控股旗下的仪电集团智慧城市战略实施的主要平台, 将打造成为国内一流的智慧城市综合解决方案提供商; 2016 年仪电电子改名为云赛智联。
飞乐音响	600651.CH	上海市国有资产监督管理委员会	上海仪电电子(集团)有限公司	21.85	北京申安联合有限公司	17.1	资产整合 (基本完成) : 2014 年进行发行股份收购申安联合持有的申安集团资产, 并向大股东配套募集资金, 充实公司 LED 业务, 2015 年 1 月完成; 2015 年 12 月又发布重大资产重组预案, 收购海外的照明公司, 仍在进行中。
中安消 (原飞乐股份)	600654.CH	涂国身	深圳市中恒汇志投资有限公司	41.15	上海仪电电子(集团)有限公司	5.7	卖壳 (基本完成) : 2014 年完成发行股份购买资产 (中安消), 同时进行电子资产剥离; 仪电电子集团退居第二大股东, 后续并逐渐减持, 由此上海仪电持股比例由 2014 年的 17.82% 下降至目前的 5.7%, 卖壳基本完成。
华鑫股份	600621.CH	上海市国有资产监督管理委员会	华鑫置业(集团)有限公司	26.62	国华人寿保险股份有限公司	10.0	资产整合 (未完成) : 根据仪电集团要求, 2009 年开始退出制造业, 进军商务不动产, 2010 年 11 月转让 SMT 板块四家公司给仪电集团, 2011 年 11 月仪电集团持有公司 26.62% 股权无偿划拨与仪电集团全资子公司华鑫置业, 2014 年转让上海金陵智能电表有限公司 41% 股权给仪电集团, 全面退出制造业, 2014 年, 华鑫置业承诺 2017 年底前解决同业竞争问题, 2015 年 8 月公司受托经营华鑫置业的相关业务。虽然公司已经进行部分资产重组措施, 进军了商务地产行业, 但目前集团体系下仍存在着较多的商务地产资源还未整合进公司, 公司与仪电集团后续在商务地产方面整合空间仍然较大。

资料来源: 《2014、2015 年上海仪电社会责任报告》、公司公告、上海仪电集团网站, 中银证券

附录:

如阁下您需要进一步了解华鑫股份的相关信息, 请参见中银证券地产团队关于华鑫股份的主要研究报告:

- 1、华鑫股份首次覆盖深度报告《仪电系唯一地产平台, 沪国改风加速整合临近》, 出版于 2017 年 7 月 25 日;
- 2、华鑫股份 16 年中报业绩点评报告《重组大幕开启, 业绩进入释放期》, 出版于 2016 年 8 月 29 日。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	597	365	589	841	1,218
销售成本	(359)	(227)	(378)	(538)	(778)
经营费用	(62)	(63)	(71)	(59)	(85)
息税折旧前利润	208	105	173	277	390
折旧及摊销	(31)	(30)	(33)	(34)	(34)
经营利润(息税前利润)	177	75	140	244	355
净利息收入/(费用)	(25)	(28)	(17)	(24)	(25)
其他收益/(损失)	31	76	76	76	76
税前利润	183	124	199	295	406
所得税	(31)	(11)	(30)	(44)	(61)
少数股东权益	3	18	8	13	17
净利润	155	130	178	264	362
核心净利润	160	122	170	256	355
每股收益(人民币)	0.295	0.249	0.339	0.503	0.691
核心每股收益(人民币)	0.305	0.234	0.325	0.489	0.677
每股股息(人民币)	0.090	0.075	0.102	0.151	0.207
收入增长(%)	(47)	(39)	61	43	45
息税前利润增长(%)	(53)	(57)	86	74	46
息税折旧前利润增长(%)	(50)	(49)	64	60	40
每股收益增长(%)	(48)	(16)	36	48	37
核心每股收益增长(%)	(47)	(23)	39	51	38

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	183	124	199	295	406
折旧与摊销	31	30	33	34	34
净利息费用	25	28	17	24	25
运营资本变动	(238)	(142)	(821)	(571)	(668)
税金	(31)	(11)	(30)	(44)	(61)
其他经营现金流	12	(44)	(67)	(67)	(67)
经营活动产生的现金流	(17)	(16)	(669)	(329)	(331)
购买固定资产净值	2	(9)	(0)	(0)	(1)
投资减少/增加	44	88	37	53	77
其他投资现金流	(76)	(245)	142	52	69
投资活动产生的现金流	(30)	(166)	179	105	144
净增权益	19	0	0	0	0
净增债务	60	(222)	754	646	819
支付股息	(158)	(108)	(53)	(79)	(109)
其他融资现金流	(15)	7	142	52	69
融资活动产生的现金流	(94)	(323)	842	619	779
现金变动	(141)	(506)	352	395	592
期初现金	1,222	1,080	575	927	1,322
公司自由现金流	(47)	(183)	(490)	(225)	(187)
权益自由现金流	13	(405)	263	422	632

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
现金及现金等价物	1,080	575	927	1,322	1,916
应收帐款	82	28	45	65	93
库存	1,349	1,364	2,179	2,942	3,898
其他流动资产	62	20	5	7	10
流动资产总计	2,574	1,987	3,156	4,336	5,918
固定资产	145	145	113	88	64
无形资产	92	92	88	83	79
其他长期资产	846	1,376	1,407	1,442	1,494
长期资产总计	1,084	1,613	1,608	1,614	1,637
总资产	3,658	3,600	4,764	5,950	7,554
应付帐款	371	291	458	646	928
短期债务	750	389	1,143	1,789	2,608
其他流动负债	209	291	186	265	384
流动负债总计	1,330	972	1,787	2,700	3,919
长期借款	480	698	698	698	698
其他长期负债	4	7	235	329	469
股本	524	524	524	524	524
储备	1,229	1,326	1,454	1,642	1,899
股东权益	1,753	1,850	1,978	2,166	2,423
少数股东权益	90	72	66	57	45
总负债及权益	3,658	3,600	4,764	5,950	7,554
每股帐面价值(人民币)	3.35	3.53	3.77	4.13	4.62
每股有形资产(人民币)	0.28	0.28	0.22	0.17	0.12
每股净负债/(现金)(人民币)	0.29	0.98	1.74	2.22	2.65

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	34.8	28.8	29.4	33.0	32.0
息税前利润率(%)	29.6	20.7	23.8	29.0	29.2
税前利润率(%)	30.6	33.9	33.8	35.1	33.3
净利率(%)	25.9	35.7	30.2	31.4	29.7
流动性					
流动比率(倍)	1.9	2.0	1.8	1.6	1.5
利息覆盖率(倍)	7.0	2.7	8.2	10.0	14.0
净权益负债率(%)	8.1	26.6	44.7	52.4	56.3
速动比率(倍)	0.9	0.6	0.5	0.5	0.5
估值					
市盈率(倍)	40.4	48.0	35.2	23.7	17.3
核心业务市盈率(倍)	39.2	51.1	36.7	24.4	17.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	48.8	63.7	45.8	30.4	22.0
盈率(倍)					
市净率(倍)	3.6	3.4	3.2	2.9	2.6
价格/现金流(倍)	(367.0)	(381.5)	(9.3)	(19.0)	(18.9)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.6	69.9	46.5	31.2	24.2
周转率					
存货周转天数	1058.8	2177.8	1709.5	1737.3	1605.2
应收帐款周转天数	132.4	54.8	22.7	23.8	23.7
应付帐款周转天数	222.4	330.9	232.3	239.7	235.8
回报率					
股息支付率(%)	31.5	30.1	30.5	30.1	30.0
净资产收益率(%)	12.8	17.7	8.8	7.0	9.0
资产收益率(%)	4.2	1.9	2.8	3.9	4.5
已运用资本收益率(%)	7.5	3.3	5.1	6.9	8.2

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。

本报告期内含保密信息，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 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