



买入

39% ↑
目标价格:人民币 25.69

000928.CH

价格:人民币 18.50

目标价格基础:33倍 16年市盈率

板块评级:未有评级

中钢国际

主营业务回暖，海量订单带来收入爆发

公司作为我国冶金建筑龙头企业，过去几年由于钢铁行业不景气，收入有所下滑，但海外拓展弥补了国内萎缩，净利润有所增长。预计公司17年业绩将出现拐点，未来2-3年收入增速可能在25%以上，净利润增速35%以上。我们对该股给予买入的首次评级，目标价25.69元。

支撑评级的要点

- **400亿存量订单保证未来2-3年快速增长。**过去三年公司在手订单年均复合增速19%，且有加速迹象，目前在手订单收入比高达4倍，在手合同基本为有效合同。结构上看，海外收入占比将从目前50%提高至70%-80%，由于海外毛利率更高，因此净利润增速将高于收入增速。
- **国内外基本面好转将使公司新签订单继续快速增长。**国内方面：根据“十三五”规划，河北的钢铁厂区退出置换和防城港的钢铁搬迁至少带来3,000亿元增量市场，而钢铁行业盈利改善将会使规划尽快实施。海外方面：首先16年一带一路国家战略推动海外工程订单增速从过去的10%提高至25%，其次预计海外冶金及矿山领域的资本开支会有一定复苏。
- **环保和3D打印给公司添砖加瓦。**公司环保业务为除尘与废气处理，目前收入约4亿元，净利润约1,200万元。3D打印为15年与华中科技大学在金属增材制造领域开展技术合作，并已和空中客车达成战略合作协议。
- **三大拖累公司业绩的历史包袱将在17年改善。**一是重钢应收账款，过去每年计提1个多亿资产减值，随着重钢重组推进将会得到妥善解决；二是首矿大昌应收账款，过去每年计提1个多亿资产减值，目前业主方和地方政府积极推动项目17年复工，应收账款将有效运转起来；三是持有Cudeco股票目前市值5,000万元，过去计提了3个多亿资产减值损失。
- **融资能力将会改善。**一是刚完成定增，且大股东和管理层认购8亿元中的4.5亿元，二是中钢集团债转股完成，将改善公司的债务融资环境。

评级面临的主要风险

- 海外合同风险、中国经济复苏不及预期。

估值

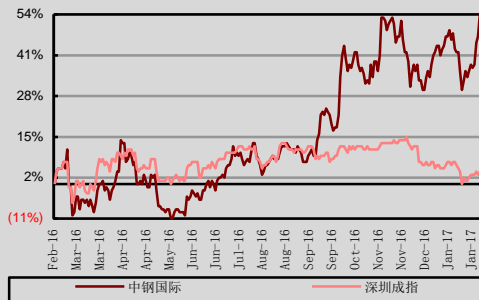
- 由于公司预期增长要优于行业平均水平，公司估值也应当高于行业平均水平。基于2016-2018预期每股收益为0.78、1.03和1.40元，给予25倍17年动态市盈率，目标价25.69元，给予买入评级。

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)	1,106,133	975,128.20	923,676.63	1,158,287	1,456,133
变动(%)		(11.84)	(5.28)	25.40	25.71
净利润(人民币 百万)	18,247.55	47,018.42	54,542.37	71,806.96	98,001.34
全面摊薄每股收益(人民币)	0.28	0.73	0.78	1.03	1.40
变动(%)		157.67	6.69	31.65	36.48
全面摊薄市盈率(倍)	65.15	25.28	97.75	69.00	50.60
价格/每股现金流量(倍)	0.84	0.75	(4.98)	8.76	(2.48)
每股现金流量(人民币)	22.07	24.55	(3.72)	2.11	(7.45)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.55	15.03	19.88	8.76	7.69
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	2.9	4.0	9.5	48.7
相对深证成指	5.0	6.3	15.5	44.7

发行股数(百万)	699
流通股(%)	59
流通股市值(人民币 百万)	7,638
3个月日均交易额(人民币 百万)	202
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
中国中钢股份有限公司	32

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2017年2月7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

建筑装饰: 专业工程

王钦

(8621)20328348

qin.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515100003

目录

公司简介.....	3
行业分析.....	6
公司分析.....	11
财务分析.....	19
研究报告中所提及的有关上市公司	26

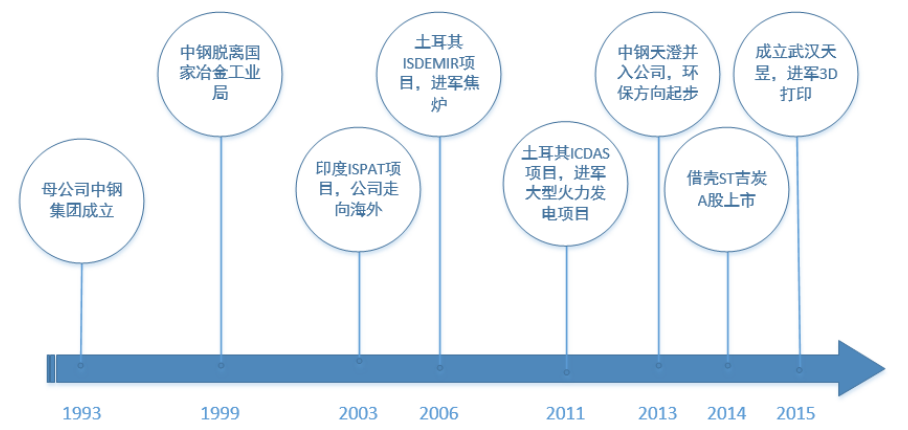
公司简介

公司发展历程

公司发展历程：冶金起家，走向海外，业务范围不断扩张。

公司正式开始独立运作于上世纪 90 年代，并且在世纪之初就走向海外，是中国企业海外工程承包的领先者。业务上，围绕核心的冶金工程建设业务，不断拓展自我，密切关注新技术。

图表 1. 中钢国际发展历程



资料来源：公司官网，中银证券整理

公司借壳上市&募集资金

2014 年公司实现借壳上市，置入中钢设备 100% 股权，置出中钢吉炭 100% 股权：

图表 2. 2014 年公司重组上市置出注入财务数据

	置出资产 中钢吉炭	注入资产 中钢设备
评估价值 (亿元)	14.94	34.81
资产 (亿元)	21.13	104.42
负债 (亿元)	17.40	89.27
所有者权益 (亿元)	3.73	15.14
营业收入 (亿元)	14.36	94.66
净利润 (亿元)	(3.98)	3.64

资料来源：公司公告，中银证券整理

对于评估价值差异部分，公司通过发行股份的方式进行补足，同时，为了确保投资者权益，公司在本次重大重组事项中对 2014 年-2016 年承诺了利润。

图表 3. 对于中钢设备股东发行股份数量价格

	发行股份 (万股)	发行价格 (元)
中钢股份	22,570.12	8.80
中钢资产	399.51	8.80

资料来源: 公司公告, 中银证券整理

图表 4. 公司 2014-2016 年利润承诺及完成情况

	利润承诺 (亿元)		
	2014 年	2015 年	2016 年
	4.37	4.70	5.14
	4.54	4.75	5.20-5.70

资料来源: 公司公告, 中银证券整理

此次借壳上市的同时, 公司同时向社会投资者募集资金 11.7 亿元, 最后发行价为 9.01 元。具体募集参与方如下:

图表 5. 公司 2014 年募集资金参与名册

认购对象	配售股数 (万股)	募集金额 (亿元)
鹏华资产管理 (深圳) 有限公司	1,135.27	1.02
信达证券股份有限公司	1,150.00	1.04
西藏瑞华投资发展有限公司	1,184.60	1.07
广发证券资产管理 (广东) 有限公司	1,300.00	1.17
安信基金管理有限责任公司	1,300.00	1.17
深圳市创新投资集团有限公司	1,500.00	1.35
华宝信托有限责任公司	2,600.00	2.34
财通基金管理有限公司	1,300.00	1.17
金圆资本管理 (厦门) 有限公司	1,321.59	1.19
东海基金管理有限责任公司	205.22	0.18
合计	12,996.67	11.71

资料来源: 公司公告, 中银证券整理

2016 年定增, 大股东增资, 管理层持股, 坚定公司信心

公司在 2016 年 12 月完成定向增发, 此次增发发行价 14.31 元, 发行股数 5,609 万股, 募集资金 8.03 亿元, 用途为补充流动资金。

图表 6. 定向增发明细

发行对象	认购数量 (万股)	认购金额 (亿元)
中钢资产管理有限责任公司	2,096.44	3.00
中航祥瑞集合资产管理计划	1,066.74	1.53
红土创新红人 1 号资产管理计划	1,537.39	2.20
杭州新城欣源投资合伙企业 (有限合伙)	698.81	1.00
江阴市长江钢管有限公司	209.64	0.30
合计	5,609.01	8.03

资料来源: 公司公告

此次值得注意的是, 仍处在债转股过程中的母公司中钢集团依然在资金紧张的情况下, 通过子公司中钢资产认购 3 亿元, 昭示着集团对于公司的信心与殷切期望。

公司管理层也借助此次非公开发行, 购入 1,067 万股, 主要高管全员参与且参与金额较大, 昭示着管理层对于企业未来发展的看好。

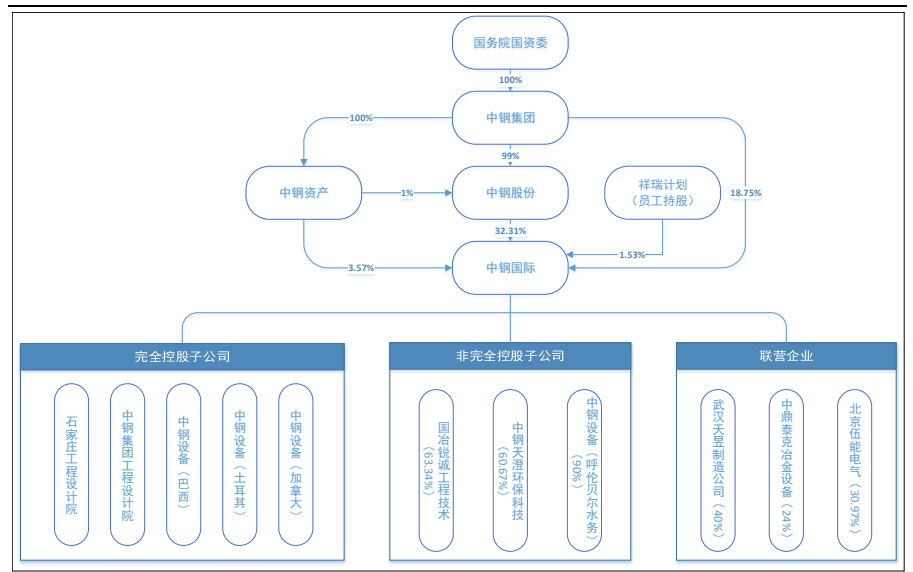
图表 7. 中钢国际员工持股重要员工及计划一览

持股员工	公司职务	认购股数 (万股)	认购金额 (万元)
陆鹏程	董事长	30.40	435
王建	董事、总经理	30.05	430
董达	董事、副总经理	12.23	175
周建宏	副总经理	8.04	115
袁喆	副总经理	10.13	145
刘德慧	副总经理	8.04	115
姜永民	副总经理、总工程师	15.02	215
袁陆生	副总经理、财务总监	7.69	110
刘质岩	董事会秘书	10.48	150
王红宇	风控总监	13.98	200
周耘	职工监事	6.99	100
其他中高层管理人员及下属企业的高层管理人员	100 人	906.71	12,975
合计	112 人	1,066.74	15,265

资料来源：公司公告，中银证券整理

公司最新股权结构

在完成 2016 年定增后，公司总股本 6.99 亿股，其中非限售流通股 4.13 亿股，限售流通股 2.86 亿股。具体股权结构如图：

图表 8. 中钢国际股权结构


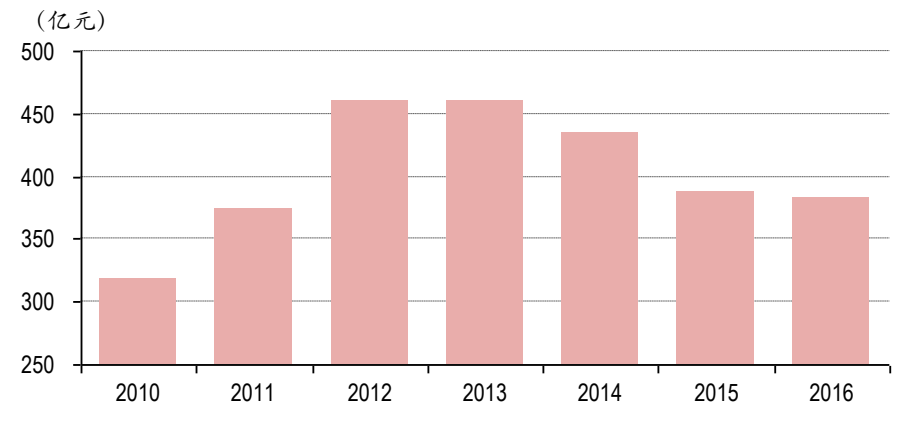
资料来源：公司公告，中银证券整理

行业分析

“十三五”期间国内钢铁行业资本开支有望回暖

过去2年钢铁行业总体资本开支呈下降趋势,主要原因是国家去产能调控下对于钢铁行业的产能审批冻结以及钢铁供过于求带来的钢铁企业盈利能力下降。而根据目前出台的钢铁行业“十三五”规划以及“去产能”对于市场环境的整体改善,认为钢铁行业资本开支有望回暖。

图表 9. 2010-2016 钢铁行业固定资产年度月平均投资额



资料来源: 万得, 中银证券整理

“十三五”规划下的钢铁产业搬迁需求上升

基于发布的“十三五”钢铁产业规划,目前国家对于各大区域的钢铁行业做了以下要求:

图表 10. 钢铁“十三五”规划要求

区域	要求
京津冀, 长三角	在已有沿海沿江布局基础上,着眼减轻区域环境压力,依托优势企业,通过减量重组,优化调整内陆企业,大幅化解过剩钢铁产能
河北钢铁区	要立足现有沿海钢铁基地, 研究城市钢厂整体退出置换 ,实现区域内减量发展
中西部、东北老工业基地	依托区域内相对优势企业,实施区域整合,减少企业家数,压减过剩钢铁产能
东南沿海地区	以调整全国“北重南轻”钢铁布局为着力点,建好一流水平的湛江、防城港等沿海钢铁精品基地

资料来源: 国家发改委

基于上述要求,可以看见河北省作为我国钢铁工业,存在着较大的钢铁产业退出需求,河北省省长张庆伟在省第十二届人大五次会议上所作的政府工作报告指出,2017年将压减钢铁产能3,186万吨,同时将加快环北京的廊坊、保定、张家口钢铁产能全部退出。预期河北的石钢、唐钢都将在近几年内完成搬迁。

结合规划与政府工作报告,河北的钢铁产能搬迁有望达到4,000万吨,基于钢铁产能搬迁和钢铁产能新建的差异性较小,预期总投资有望达到2,400亿元。

而在东南沿海地区，防城港被着重提出，认为柳钢存在搬迁 1,000 万吨产能至防城港的可能，预期总投资有望达到 600 亿元。

从规划来看，全国钢铁搬迁产能有望突破 5,000 万吨，涉及相关投资 3,000 亿元。

去产能背景下，钢铁形势回暖，钢企有更多空间运作技改与搬迁

经过一年多的去产能，目前钢铁供求关系已经得到初步改善，钢铁价格逐渐回稳。

图表 11. 2016 年中国钢铁工业价格指数



资料来源：万得

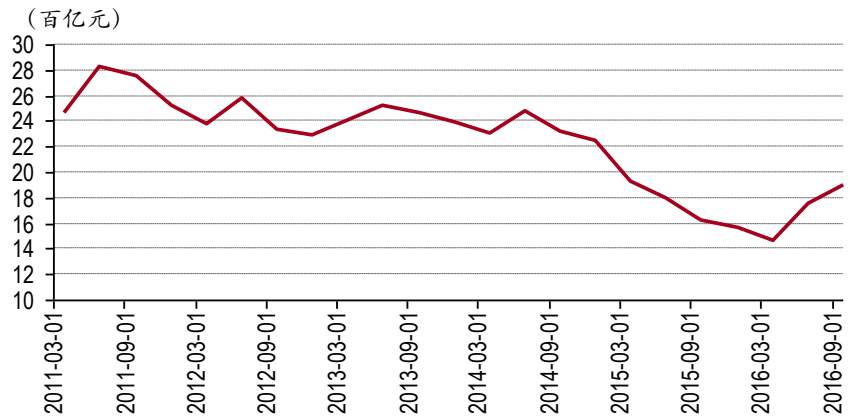
而随着国家通过利用电价等行为加速淘汰落后产能（根据新出台的阶梯电价标准，中频炉每吨钢铁成本上升 120 人民币，将完全失去市场竞争优势。）

图表 12. 关于可能置换产能用电阶梯电价加价标准

烧结	在电力折标准煤系数当量值条件下的工序能耗不超过 55kgce/t 的，其用电不加价；工序能耗 > 55kgce/t 但 ≤ 60kgce/t 的，电价每千瓦时加价 0.05 元；工序能耗 > 60kgce/t 的，电价每千瓦时加价 0.1 元
球团	在电力折标准煤系数当量值条件下的工序能耗不超过 36kgce/t 的，其用电不加价；工序能耗 > 36kgce/t 但 ≤ 40kgce/t 的，电价每千瓦时加价 0.05 元；工序能耗 > 40kgce/t 的，电价每千瓦时加价 0.1 元
高炉	在电力折标准煤系数当量值条件下的工序能耗不超过 435kgce/t 的，其用电不加价；工序能耗 > 435kgce/t 但 ≤ 450kgce/t 的，电价每千瓦时加价 0.05 元；工序能耗 > 450kgce/t 的，电价每千瓦时加价 0.1 元
转炉	在电力折标准煤系数当量值条件下的工序能耗不超过 -10kgce/t 的，其用电不加价；工序能耗 > -10kgce/t 但 ≤ -5kgce/t 的，电价每千瓦时加价 0.05 元；工序能耗 > -5kgce/t 的，电价每千瓦时加价 0.1 元

资料来源：国家工信部，中银证券整理

在过去一年的大型钢铁企业盈利能力已经有所回升，而随着落后产能逐渐告别市场，大型钢铁企业的技术优势将进一步得到展示，有望使得其整体收入加速上升，从而带动其利润的上升。

图表 13. 大中型企业销售收入


资料来源：中银证券

钢铁市场的整体情况将进一步改善，企业盈利能力也将进一步上升。使得企业具备更充裕的资金进行设备升级以及城市钢厂搬迁。

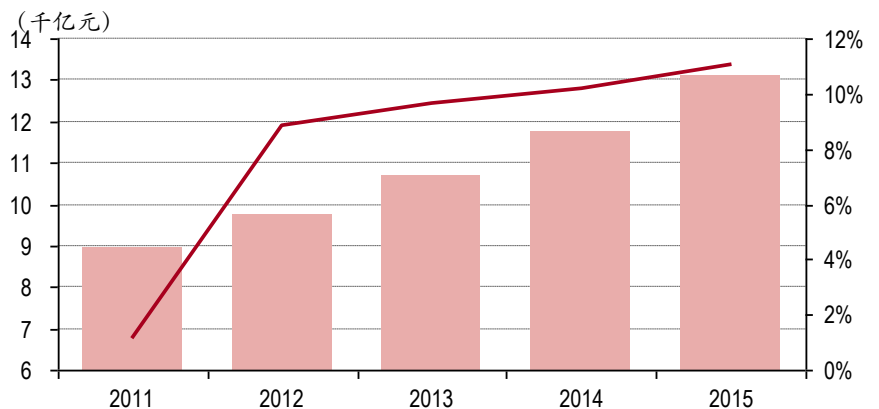
海外工程维持高速增长

过去 20 年中国进行了世界最大规模的建设行为，使得中国建筑企业在技术与人员储备上完成了巨大的积累，而随着中国走出去的步伐，中国建筑企业利用在国内完成的积累与国家对于海外工程的支持，迎来更高速的发展。

海外工程增长加速，带来更多中国订单机遇

中国在过去 5 年中海外新签订单维持高速增长，增速呈上升趋势。

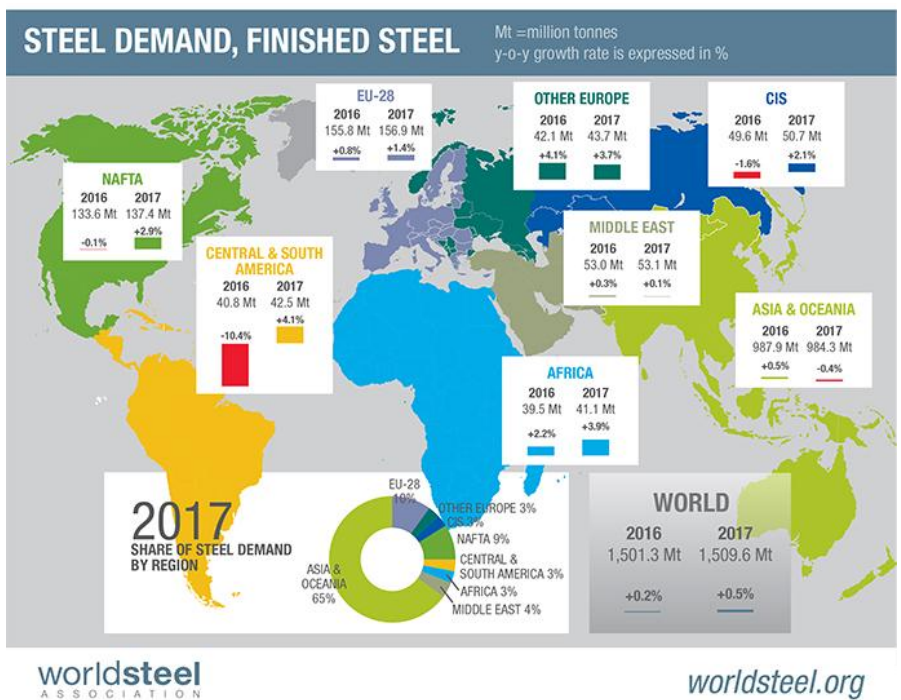
进入 2016 年以来，更是由于国家的一带一路战略，增速达到历史新高，随着国家地位的提高与一带一路政策的推广，海外工程有望得到进一步飞跃式的发展。

图表 14. 中国工程海外新签订单额与增速


资料来源：国家商务部

细分到冶金建设领域，基于世界钢铁协会预计，2016、2017 将是达成世界钢铁需求反转的 2 年，独联体、非洲、中东、北美钢铁需求都将有所上升。其中非洲、中东，本土基础工业体系不完备，具有较大的新建钢厂需求，而独联体、北美存在部分设备老化。存在设备更新以满足成本与环保的可能。

图表 15. 世界钢铁需求预期

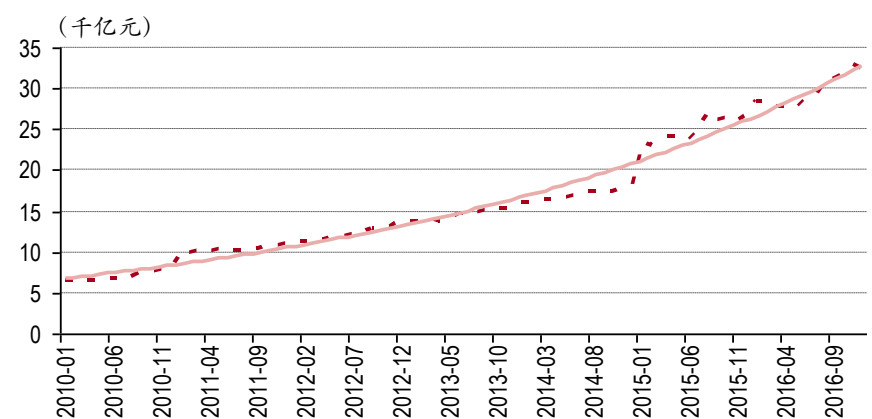


资料来源：世界钢铁协会

一带一路解决海外工程资金困难问题

此前海外工程面对的主要问题是由于部分欠发达地区虽然存在客观建设需求，但是缺乏资金完成工程。基于此，中国由于一带一路战略的提出，使得沿线国家可以通过向中国寻求贷款，来完成本国工程，在强化中国工程企业的国际竞争力的同时也提振了国际工程需求。

图表 16. 金融机构境外月度贷款



资料来源：中国人民银行

目前我国一带一路的主要贷款投资通过 2 大政策性银行：国开行、进出口银行，以及亚投行和丝路基金完成。目前一带一路投资与贷款进度如下：

图表 17. 一带一路相关贷款投资整理

一带一路相关投资与贷款	
国开行	截止到 2016 年 7 月，“一带一路”沿线 64 个国家累计发放贷款 1,621 亿美元，余额 1,122 亿美元，占全行国际业务的 35%。
进出口银行	2014 年至 2016 年 11 月，在“一带一路”沿线国家累计签约项目逾 900 个，签约金额超 6,000 亿元，发放贷款 4,500 多亿元，累计支持商务合同金额超过 3,600 亿美元
丝路基金	2015,2016 两年累计合同投资额料达到 60 亿美元
亚投行	2016 年批准 9 个项目，发放贷款总额约 17 亿美元

资料来源：国开行，进出口银行，丝路基金，亚投行官网，中银证券整理

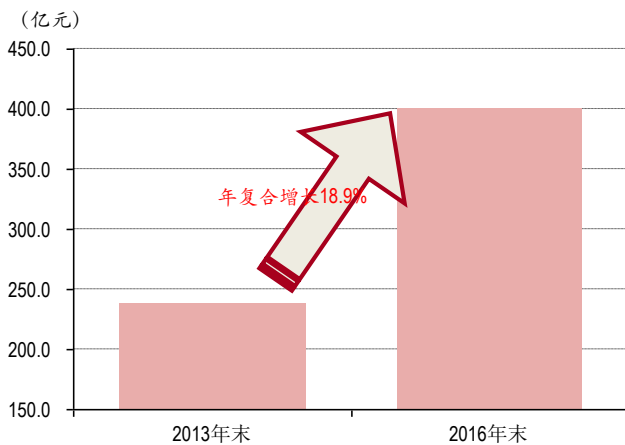
公司分析

在手订单充足，毛利率上升，利润突破有望

公司在手订单增长迅猛，大量订单开工在即，有望迎来收入爆发式增长

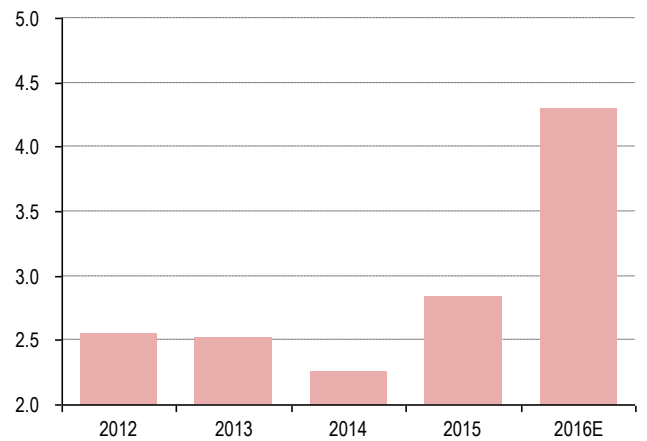
公司 2013 年以来新在手订单维持高速增长，目前已达 400 亿元，在手订单收入比已经突破 4 倍，收入厚积薄发状态已经形成。

图表 18. 公司 2013-2016 在手订单



资料来源：公司公告，中银证券整理

图表 19. 中钢国际在手订单收入比



资料来源：公司公告，中银证券整理

同时，通过对于公司公告的重大合同进展进行分析，预期 2017 确认收入的合同有望较 2016 年大幅上升。

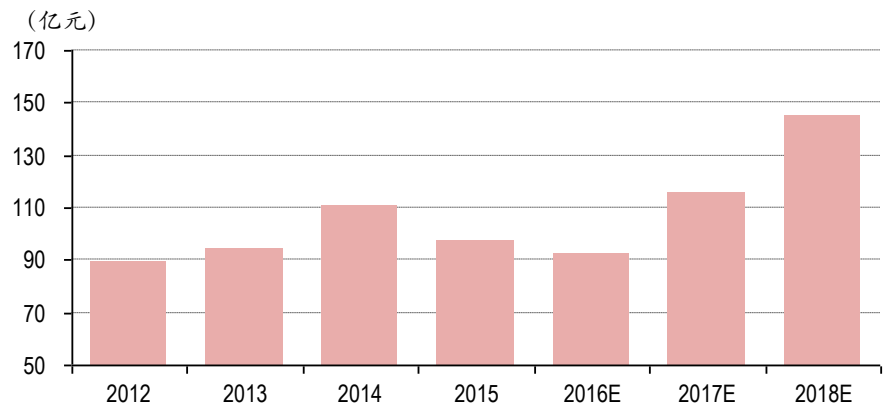
图表 20. 预计中钢国际 2017 年收入主要来自以下合同

项目名称	合同金额 (亿元)
伊朗钢铁公司 ZISCO 煤气发电总承包合同	11.47
Tosyali 阿尔及利亚 230 万吨综合钢厂	31.08
Tosyali 阿尔及利亚 250 万吨直接还原铁项目	15.10
阳泉煤业集团西上庄低热值煤热电有限公司 2×660MW 超临界低热值煤热电项目	40.72
Tosyali 阿尔及利亚年产 400 万吨球团项目	17.34
阿尔及利亚卡塔尔公司 250 万吨直接还原铁 (DRI) 项目	10.82
新加坡石榴石澳大利亚巴莱 (Balline) 石榴石选矿厂项目	7.35
俄罗斯马格尼托哥尔斯克钢铁公司 (MMK) 新建 2×300 m ² 烧结项目	5.31

资料来源：公司公告，中银证券预测

对比 2016 年已公告的重大合同确认收入，认为公司在 2017、2018 营业收入将有超过 20% 的增长。

图表 21. 中钢国际 2012-2018 年预期收入

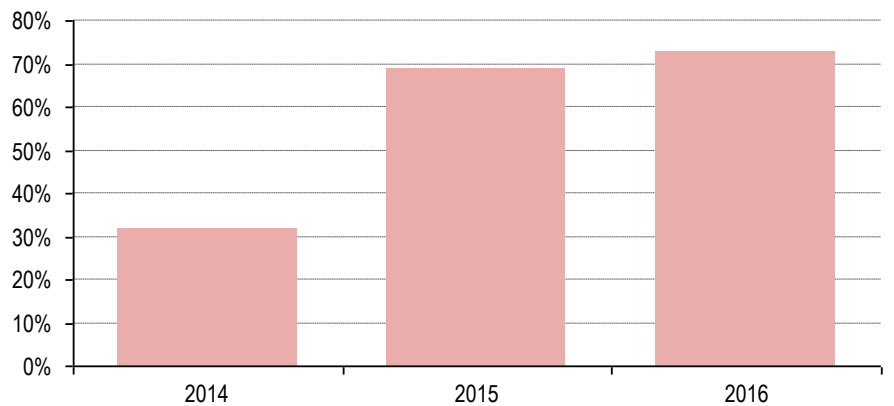


资料来源：公司公告，中银证券预测

公司海外合同占比上升，提升整体毛利率，盈利能力提升

公司在 2014 年后业务结构发生重大变化，由于国内钢铁市场整体不景气，以及钢铁行业整体资本开支的下滑，使得公司将业务重心转向海外，造成的直接结果就是在手订单中海外合同占比呈现高速上升趋势。

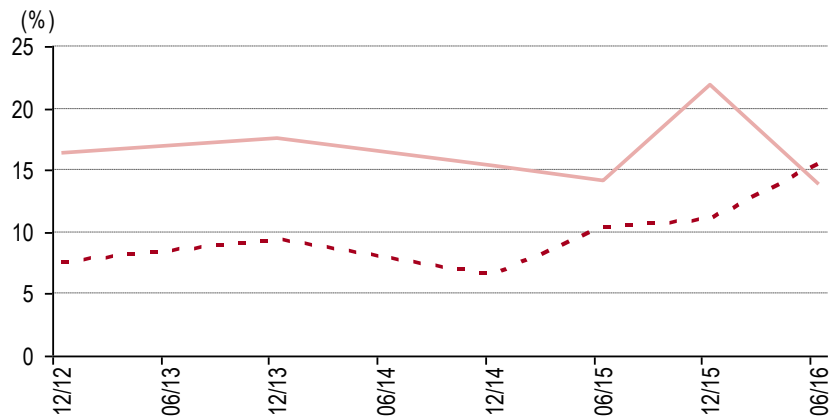
图表 22. 中钢国际在手合同中海外订单占比



资料来源：公司公告，中银国际研究预测

同时根据公司公布的历史数据，海外订单毛利整体高于国内市场毛利率（16 年的海外毛利率下滑主要由于 Tosyali 阿尔及利亚 230 万吨综合钢厂为新开工项目，前期成本测算较高所致）。

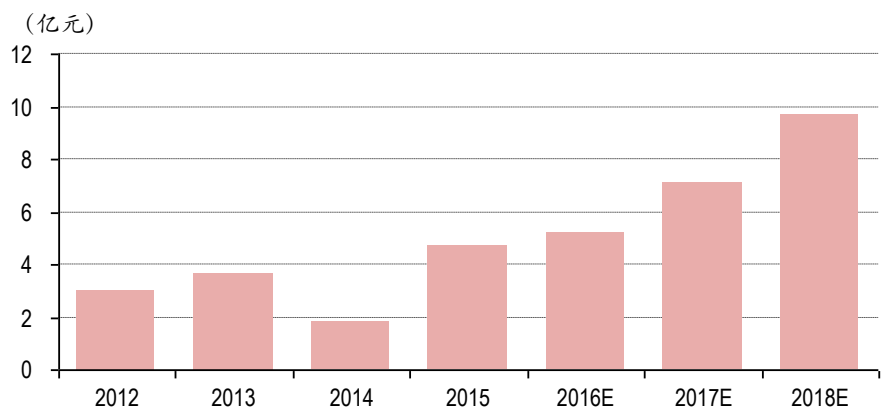
图表 23. 中钢国际（含前身中钢设备）国内外毛利率对比



资料来源：公司公告，中银证券整理

海外业务占比的上升将致使公司整体毛利率得到进一步提升。预期公司 2017、2018 年毛利率将提至 16.0% 和 16.3%。结合重大合同开始确认收入引起的收入上升，认为 2017 年、2018 年，公司利润将会有飞跃式上升。

图表 24. 中钢国际 2012-2018 利润预期



资料来源：公司公告，中银证券预测

新签工程订单有望持续高速增长

公司 2016 年全年新签订单预期超过 200 亿人民币，通过重大合同对比，较 2015 年有所增长。认为未来公司新签订单有望进一步继续增长，主要原因在于国内的拐点即将到来以及海外业务非冶金业务的进一步扩张。

国内新签工程订单有望迎来拐点

由于国内钢铁市场维持去产能情况，公司 2014-2016 未公告国内的重大冶金项目合同，国内新签冶金订单已处于历史低谷。

从增量来看，由于公司过往的钢厂搬迁经验丰富，大概率参与前文行业分析中提及的唐山，石家庄，柳州钢铁等钢铁产能搬迁计划，在上述钢厂不采取自行搬迁的情况下，公司面临的的是一个 5,000 万吨级产能，3,000 亿元投资的巨大市场，这部分市场有望为公司在国内冶金合同上提供增量。

从存量来看，公司的安徽霍邱 300 万吨钢铁项目合同金额 52.66 亿元，自 2013 年 8 月起停工至今，经过以下分析，认为存在复工可能。

首先，基于钢铁产业“十三五”规划，目前已经不会再批新产能，霍邱项目作为国家“十二五”期间核准的最后一个钢厂项目，在供给侧改革后全国钢铁行业供过于求得到改善的背景下，项目重要性与盈利能力上升，业主存在复工动力。

其次，该项目已被列入霍邱县“十三五”规划，根据霍邱县披露的文件显示，霍邱县希望项目能在2017年复工，预期投资额为30亿元，在政府与业主双向激励下，存在复工可能。

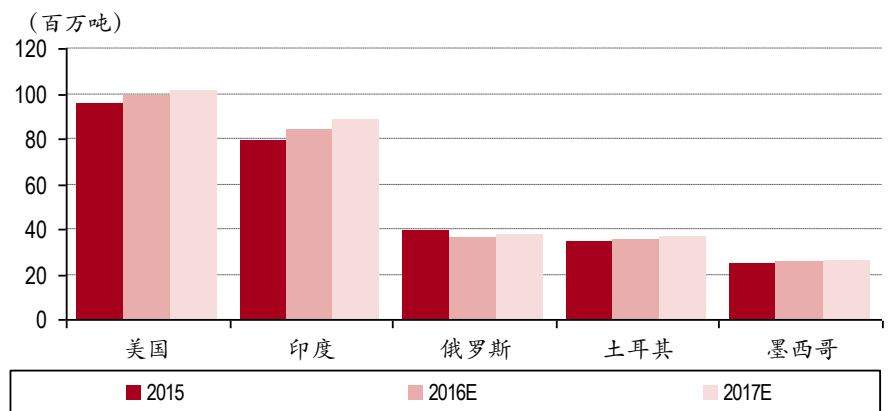
最后，项目自2013年至今已经停工超过3年，虽然在停工过程中经过处理，但是工程本身存在寿命问题，长时间停工会使得复工成本不断上升，从而迫使各方加速复工进程。

一旦安徽霍邱300万吨钢铁项目能够复工，一方面将大大减少公司在应收账款的压力，另一方面意味着40亿元的存量订单能够逐渐确认收入。将致使国内的工程收入得到较大改善。

海外订单维持高速增长

从冶金来看，行业分析中已经提及2017年将是世界钢铁需求复苏的一年，根据世界钢铁协会预测，钢铁需求增长最多的5个国家为美国、俄罗斯、印度、墨西哥、土耳其。考虑到一带一路影响，认为中国工程企业最有可能的订单获取在俄罗斯与土耳其。

图表 25. 2016-2017 世界钢铁需求预期



资料来源：世界钢铁协会

基于公司在土耳其扎根已久（2003年就有业务往来），公司最早的焦炉与钢厂配套项目就在土耳其完成。在俄罗斯也有较为浓厚的客户基础，认为公司在冶金建设及相关的钢厂发电订单上保持持续增长预期浓厚。

图表 26. 土耳其 ICDAS Bekirli 超临界燃煤机组



资料来源：公司官网

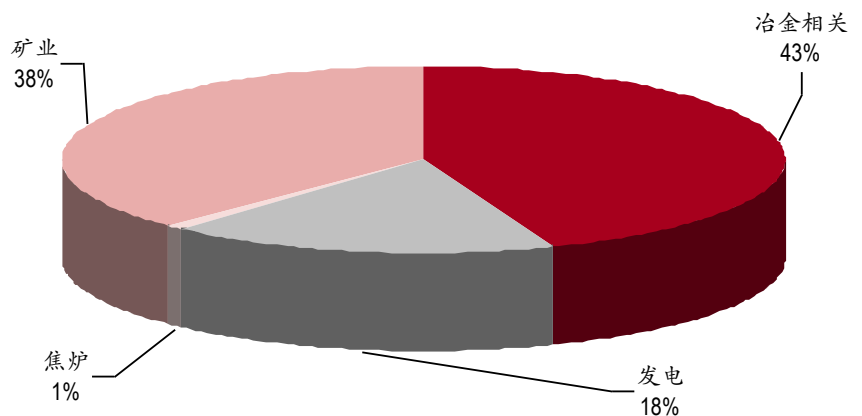
图表 27. 土耳其 ISDEMIR1 焦炉项目



资料来源：公司官网

从非冶金业务来看，公司的非冶金建设主要包含了矿山、焦炉，其中在海外主要以矿山为主。

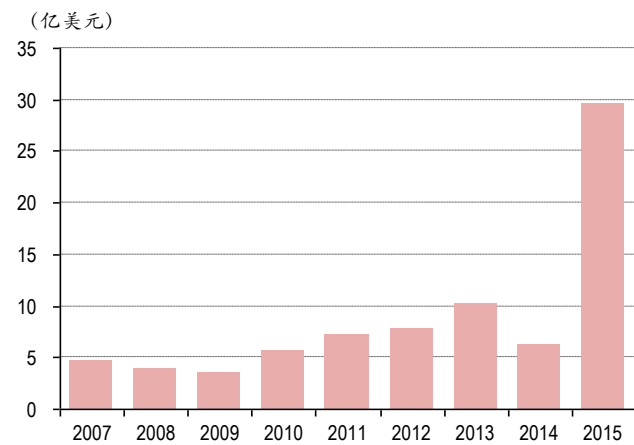
图表 28. 中钢国际海外在手订单个业务占比



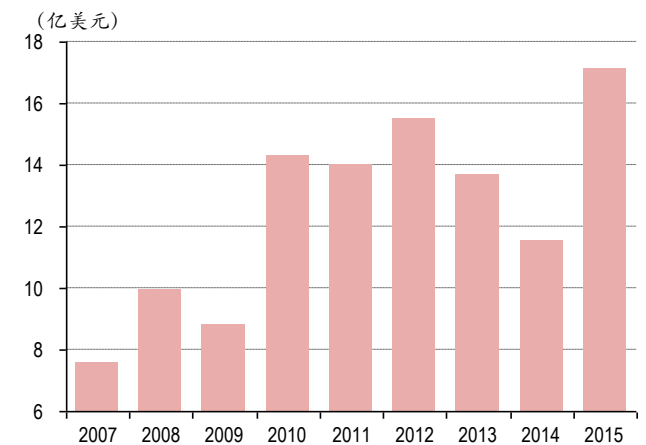
资料来源：公司公告，中银证券整理

目前公司在矿山乃至矿山相关上，年新签合同约为 50 亿人民币，主要涉及区域为泛俄罗斯区域、南美与澳大利亚。

俄罗斯方面，在遭受西方经济制裁的情况下，逐渐向中国靠拢，受中国直接投资金额大幅提高。使得中国工程公司在俄罗斯获取合同能力提振，公司近年来连续签下俄罗斯奇克苏公司电解锰项目与俄罗斯 TKG 公司铂金矿选矿工程也印证着这一趋势。

图表 29. 中国对俄罗斯投资额


资料来源：商务部，中银证券整理

图表 30. 中国在俄罗斯工程承包营业额


资料来源：商务部，中银证券整理

南美方面，区域矿产较多，且竞争者较少，公司在这区域投入的努力获得回报概率较高，认为存在进一步增长空间，目前公司已经和玻利维亚穆通钢铁公司（ESM）签署年产 65 万吨的选矿厂以及配套钢厂，未来市场拓展可期。

澳大利亚部分，公司为澳大利亚铜矿公司 Cudenco 主要股东之一，在 Cudenco 2016 年年报中已经提及 Cudenco 存在 2 期工程，不排除公司进一步拓展的可能。此外，中资背景的矿业项目公司也有涉及，预期增长存在。

结合冶金相关与非冶金业务来看，公司在海外新签订单领域基本面扎实，非冶金业务增长空间广阔，认为会从现在每年 120 亿级别新签订单逐渐扩张至 200 亿以上，也会是未来公司的主要订单来源。

中钢天澄增长迅速，环保业务有望迎来突破

公司在 2013 年 11 月成为中钢天澄控股股东，在经过 2015、2016 年连续两次增持后，公司共占有中钢天澄 60.67% 的股份。该公司是由中钢集团武汉安全环保研究院，将所属的大气污染治理研究所、通风与环境评价研究所、机电安全研究所在烟、气、尘方面的人才和技术优势进行整合重组，同时联合 6 家国有法人单位发起设立的股份有限公司。

目前该公司主业为环保类工程，具备多项环保类甲级资质，专长于除尘与废气处理环保工程，在环保领域经过多年的耕耘，拥有一流的研发团队与研究

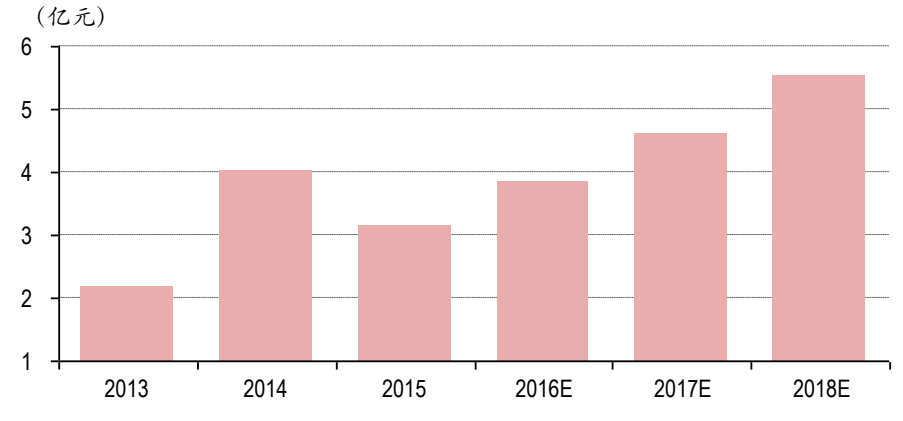
图表 31. 中钢天澄技术团队，专利储备与企业资质明细

科研团队		技术储备		研发中心	
国务院政府津贴专家	5	专利技术	14	国家级研究中心	2
教授级高级工程师	9	实用新型	22	省级研究中心	1
高级工程师	38			市级研究中心	1
注册执业资格人员	41	参与制定规范	30		
具备资质：					
生态建设和环境工程咨询甲级					
环境工程（废气、固废）专项甲级工程设计资质					
污染治理设施运营（除尘、脱硫、工业废水、生活污水）甲级资质					
环保工程专业承包一级资质					

资料来源：公司官网，中银证券整理

由于“十三五”规划对于环保的重视，预期该公司在未来5年发展迅速，预期年化收入增长20%。

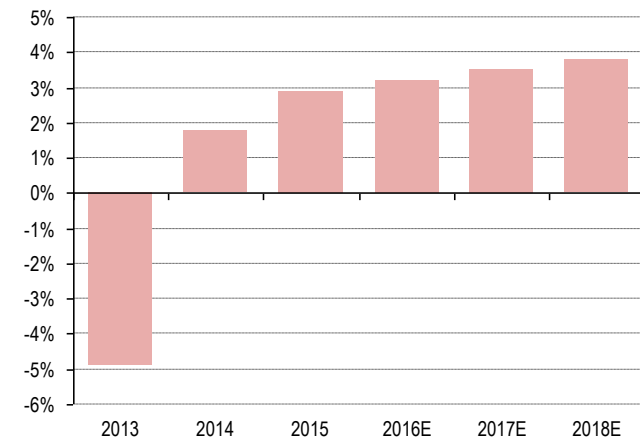
图表 32. 中钢天澄 2013-2018 预期营业收入



资料来源：公司公告，中银证券预测

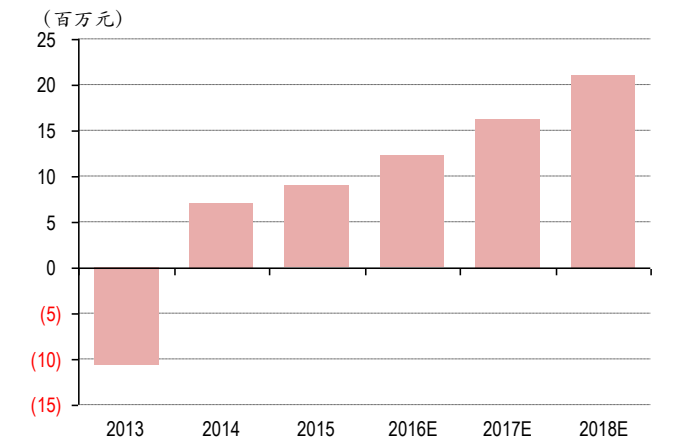
同时中钢天澄净利率呈不断上升趋势，有理由认为中钢天澄技术产业化开展顺利，并且未来净利率有望进一步提升。假设 2016-2018 年中钢天澄净利率为 3.2%，3.5%，3.8%，得到中钢天澄 2016-2018 年净利润如下：

图表 33. 中钢天澄净利率趋势图



资料来源：公司公告，中银证券整理

图表 34. 中钢天澄 2013-2018 预期净利润



资料来源：公司公告，中银证券整理

投资武汉天昱，3D 打印技术产业化前景广阔

2015 年公司与华中科技大学技术团队展开在金属增材制造领域的技术合作，合资成立武汉天昱智能制造有限公司，公司持股 40%，为第一大股东。

目前武汉天昱智能制造有限公司仍处于研发投入阶段，尚未产生利润，但是公司自主研发的“智能微铸锻铣复合制造”技术已经收到了广泛的关注。该技术在西航动力公司、西安飞机制造公司等新产品开发中应用中试制了高温合金双扭叶轮、铝硅合金热压泵体、发动机过渡段等零件，以及大型飞机蒙皮热压成形双曲面模具、轿车翼子板冲压成形 FGM 模具等，具有广阔的发展前景。

公司已经就此项技术和空中客车达成战略合作协议。基于合作方背景，认为该技术将有助于解决传统锻造工艺不便完成的高复杂度航空零部件的制造问题。

图表 35. 武汉天昱和空中客车签约仪式



资料来源：公司官网

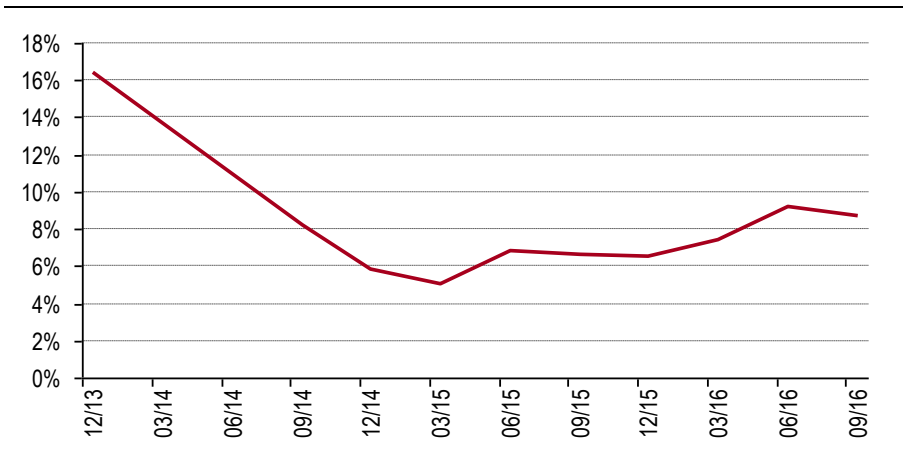
虽然技术研发的过程依旧漫长，但是大型飞机公司的合作以及项目经费有望让武汉天昱在 2017 实现盈亏平衡，如果产业化顺利，预期该投资在 2020 年前后将成为公司的新生增长点。

财务分析

母公司债转股有望解决公司资金问题

公司母公司中钢集团于 2016 年完成 28 家主要银行合同签署，宣告着债转股流程的基本结束。在此次债转股前，公司受母公司拖累，无法从这 28 家主要银行获得授信与保函，业务开展基本依赖自有资金。

图表 36. 中钢国际有息负债比



资料来源：公司公告，中银证券整理

此次债转股完成后，公司在授信与保函上得以与这 28 家银行开展业务，使得公司在垫资等方面具备更大空间，争取项目方面具备更大竞争力。

历史包袱褪去有助于改善公司应收账款与资产减值

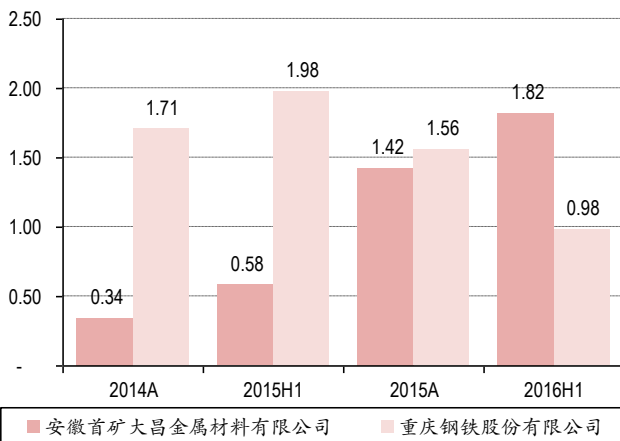
对于公司历史应收账款前 5 进行分析可以发现当期未确认收入却依然在应收账款前 5 的只有重庆钢铁搬迁项目与霍邱 300 万吨钢厂项目：

图表 37. 中钢国际上市以来应收款前五公司

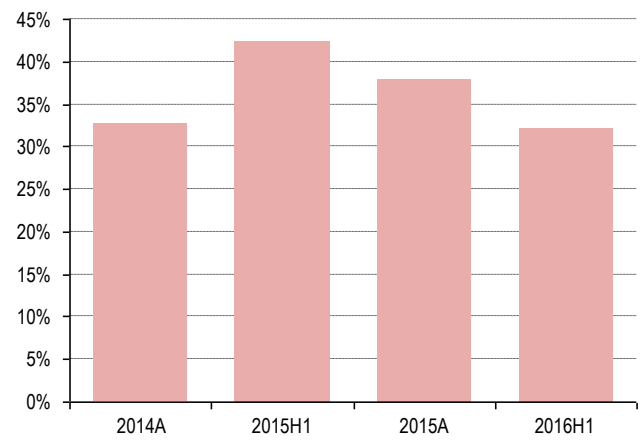
2014/12/31	2015/6/30	2015/12/31	2016/6/30
重庆钢铁股份有限公司	安徽首矿大昌金属材料有限公司	安徽首矿大昌金属材料有限公司	安徽首矿大昌金属材料有限公司
安徽首矿大昌金属材料有限公司	重庆钢铁股份有限公司	重庆钢铁股份有限公司	河北渤海煤焦化有限公司
唐山东华钢铁企业集团有限公司	定州天鹭新能源有限公司	河北渤海煤焦化有限公司	重庆钢铁股份有限公司
Zarand Iranian Steel Company	唐山东华钢铁企业集团有限公司	定州天鹭新能源有限公司	定州天鹭新能源有限公司
广西盛隆冶金有限公司	安宁市永昌钢铁有限公司	湖北金盛兰冶金科技有限公司	Tosyali Iron Steel Industry Algeria Spa

资料来源：公司公告，中银证券整理

而这 2 家公司也是中钢国际资产减值不断的主要原因，自 2013 年以来每年造成 3 亿的减值。

图表 38. 应收账款历年坏账准备


资料来源：公司公告，中银证券整理

图表 39. 占历年坏账准备比例


资料来源：公司公告，中银证券整理

重庆钢铁重组减少应收账款

预期 2017 年重庆钢铁重组有望解决重钢搬迁工程导致的应收账款问题。

一方面，国家出台专题文件《关于钢铁煤炭行业化解过剩产能金融债权债务问题的若干意见》，使得重钢在重组时得到银行业金融机构资金援助的概率上升。

另一方面，重庆钢铁作为上市公司，可能将壳转让给同属重庆国资委的渝富集团，此次行为将迫使重庆钢铁对于债务问题进行一次彻底的清理。

最后，钢铁行业在 2016 年出现反转势头，钢铁企业盈利能力有所提升，根据重庆钢铁发布的 2017 年规划，公司有望在 2017 年扭亏为盈，偿债能力得到较大提升。

在等待重组的同时，公司通过谈判、资产抵债等模式，从重庆钢铁获取资产以避免重组失败的风险。

结合重组以及获取资产，认为重庆钢铁债务（公司应收款项）有望在 2017 年解决。从而减少由于重庆钢铁引起的减值。

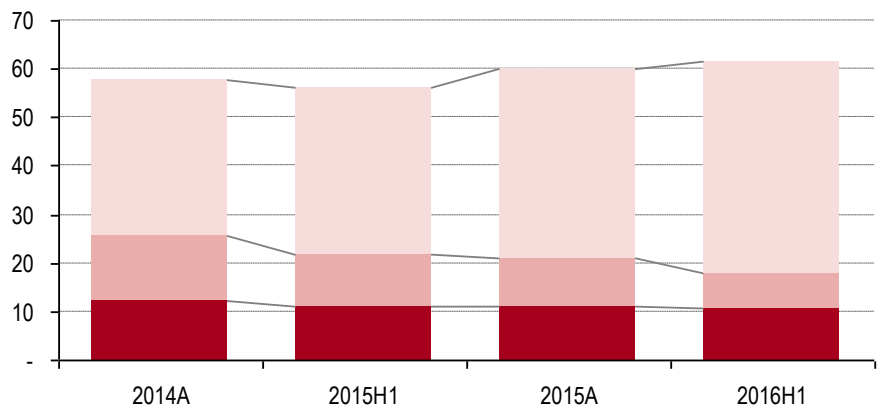
霍邱复工带来的应收账款与减值减免

和重庆钢铁不同，霍邱 300 万吨项目的停工并不是业主资金出现问题，停工主要原因是受安徽省国土厅原副厅长杨先静贪污案件的审理过程中对于业主大昌矿业老板吉立昌牵涉其中造成的影响。

如同前文所述，霍邱项目的复工预期较为强烈，涉及各主体都存在强烈的复工诉求。一旦，公司在收回拖欠工程款后应该有望获取一笔额外的复工费。考虑到公司在霍邱项目上已经进行多次资产减值，不排除这部分资产减值回溯的可能性。

综上，认为重庆钢铁的重组与霍邱项目的复工将有助于公司应收账款的减少，从而降低公司的帐期，提升公司的应收账款周转率。

图表 40. 中钢国际重钢与霍邱项目应收账款余额

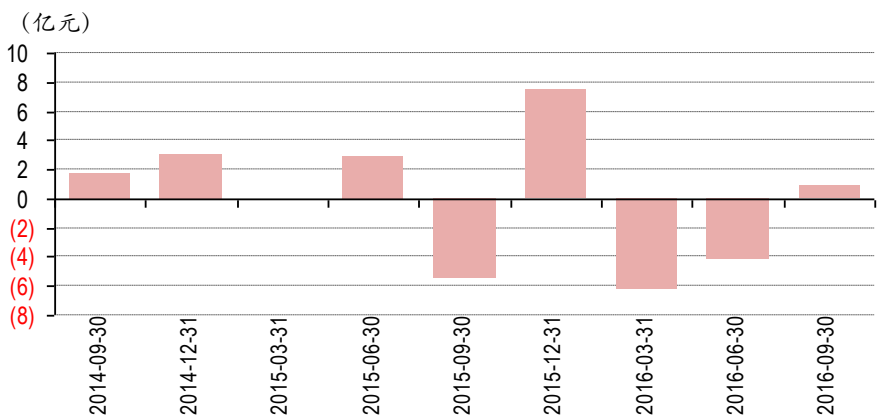


资料来源：公司公告，中银证券整理

公司经营性现金流净额减少为偶然事件，未来会回复正常

公司 2015 年 3 季度，2016 年 1、2 季度连续经营性现金流为负，主要原因为海外重大工程项目开工。

图表 41. 中钢国际季度经营性现金流

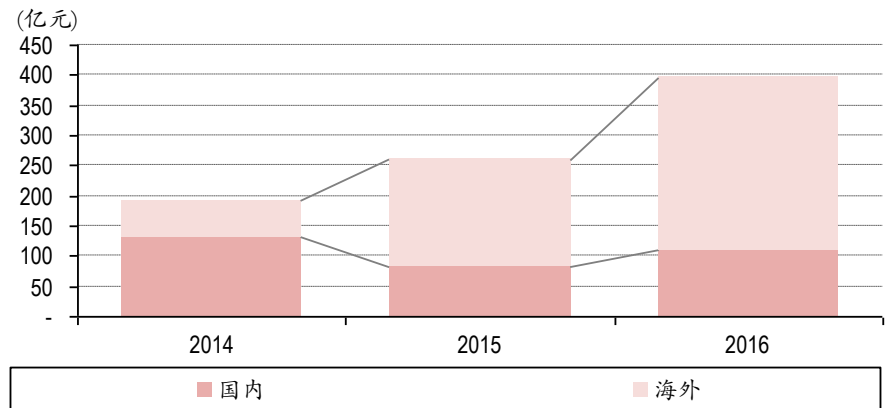


资料来源：万得，中银证券整理

经营性现金流恶化的主要原因为公司新签合同时间与结构发生变化所致。现金流恶化时间为 2015 年 3 季度-2016 年 2 季度，此段期间由于大型海外工程伊朗 ZARAND 钢厂以及阿尔及利亚 Tosyali 钢厂开工所致。

由于海外工程收款一般采用发货后信用证交单议付，在发货前需支付大部分货款，导致经营性现金流减少。

认为这一情况不会再发生的主要原因是，公司在这段期间正处于重心从国内工程转向海外工程阶段，国内受经济不景气形势影响，海外合同尚未确认收入阶段，结合海外收款方式不同，导致经营性现金流紧张。

图表 42. 中钢国际 2014-2016 在手合同


资料来源：公司公告，中银证券测算

由于合同空白期将从 2017 年起结束，公司收入进入正常增长轨道，经营性现金流恶化会得到改善。

Cudeco 股价存在反转可能，过去亏损被高估

公司在 2013 年，2016 年先后购入澳大利亚铜矿公司 Cudeco 股票，由于铜价格下跌与公司未达产，使得公司持有的 Cudeco 股价一路下跌。

图表 43. 公司购入 Cudeco 时间与份额

购买时间	2013H1	2013H1	2013H1	2016H1
股数(万)	333.30	760.00	638.70	432.76
价格(澳元)	3.90	4.50	3.45	0.80
总价(万澳元)	1,299.87	3,420.00	2,203.52	346.21
合计持股(万股)		2,164.76		
平均价格(澳元)		3.36		
2013 年减值损失(万元)		25,461.06		
2014 年减值损失(万元)		0		
2015 年减值损失(万元)		7,876.43		
2016 年 Q3 余额(万元)		4,975.62		

资料来源：公司公告，中银证券整理

母公司补助未体现在利润表，损失被高估

公司母公司中钢集团做专项承诺，中钢集团将以 1.8 澳元/股为首期基准价格，自 2014 年起，每年对中钢设备持有的 CuDeco Ltd. 股票进行价值测试：如果中钢设备持有的 CuDeco Ltd. 股票本年度末收盘价低于基准价格，则中钢集团按中钢设备届时持有的 CuDeco Ltd. 股票数量以现金向中钢设备补足差价，并在确定差价后 10 日内一次性支付给中钢设备；同时，基准价格调整为 CuDeco Ltd. 股票本年度末收盘价。

图表 44. 中钢集团对于 Cudeco 的补助

	2015	2016
基准价格 (澳元)	1.80	1.10
年初价格 (澳元)	1.95	1.105
年末价格 (澳元)	1.105	0.52
持有股数 (万股)	1,732	2,164.76
母公司补助 (万元)	5,687.56	6,348.88

资料来源: 中银证券

补足部分不体现在当期损益, 也不体现在利润表, 而是直接作为资本公积进入资产负债表, 但是这部分损失却在利润表体现, Cudeco 股价下跌的影响被高估。

Cudeco 2017 年有望达产, 股价存在反弹可能

Cudeco 在 2016 年更换了运营总监, 新总监此前成功将澳洲另一矿脉扭亏为盈。

同时公司自 2017 年开始有望达产, 在产生现金流后, 存在比未产生现金流时受到市场关注可能, 同时价格较低, 存在上升可能。

根据最新价格, 2016 年由于股价上升以及澳元升值, 公司可交易金融资产将升值 834 万元人民币。

即使不反弹, 目前价格 0.49 澳元已经为超低价格, 公司余额已不足 5,000 万元人民币, 进一步下跌可能不大。

综上, 由于 Cudeco 股价下跌引起的可交易性金融资产减值有望减少。

美元合同占比较高, 人民币汇率波动利好公司营收

公司由于海外工程业务占比不断上升, 汇率波动对公司产生的影响扩大, 以 2016 年中报数据为基准, 对汇率进行敏感性分析如下:

图表 45. 中钢国际受人民币汇率波动敏感性分析

项目	汇率变动					
	3%	2%	1%	-1%	-2%	-3%
营业收入(万元)	1,143,323.92	1,148,311.86	1,153,299.79	1,163,275.66	1,168,263.59	1,173,251.53
人民币收入(万元)	659,494.37	659,494.37	659,494.37	659,494.37	659,494.37	659,494.37
外币收入(万元)	483,829.55	488,817.49	493,805.42	503,781.29	508,769.22	513,757.16
收入差异(万元)	(14,963.80)	(9,975.87)	(4,987.93)	4,987.93	9,975.87	14,963.80
外币成本(万元)	284,553.46	287,487.00	290,420.55	296,287.63	299,221.17	302,154.71
外币成本差(万元)	(8,800.62)	(5,867.08)	(2,933.54)	2,933.54	5,867.08	8,800.62
毛利差异(万元)	(6,163.18)	(4,108.79)	(2,054.39)	2,054.39	4,108.79	6,163.18
利润差异(万元)	(4,622.38)	(3,081.59)	(1,540.79)	1,540.79	3,081.59	4,622.38
利润变动(%)	(6.53)	(4.35)	(2.18)	2.18	4.35	6.53

资料来源: 公司公告, 中银证券测算

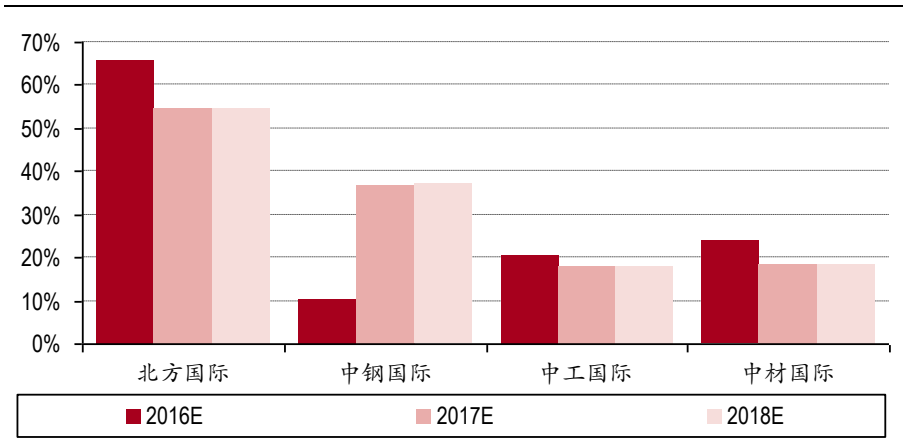
若 2017 年和 2016 年一样, 出现人民币汇率下降, 则公司有望获取正向收益。

企业估值

基于企业分析中的预期收入与假设，推算获得公司 2016、2017、2018 年归母净利润依次为 5.45 亿、7.08 亿以及 9.70 亿，对应每股收益分别 0.78、1.03、1.39 元/股。利润年化增长率超过 35%。

在同为国际承包公司中，预期增长仅次于北方国际，而且为行业内唯一预期增速上升的企业。

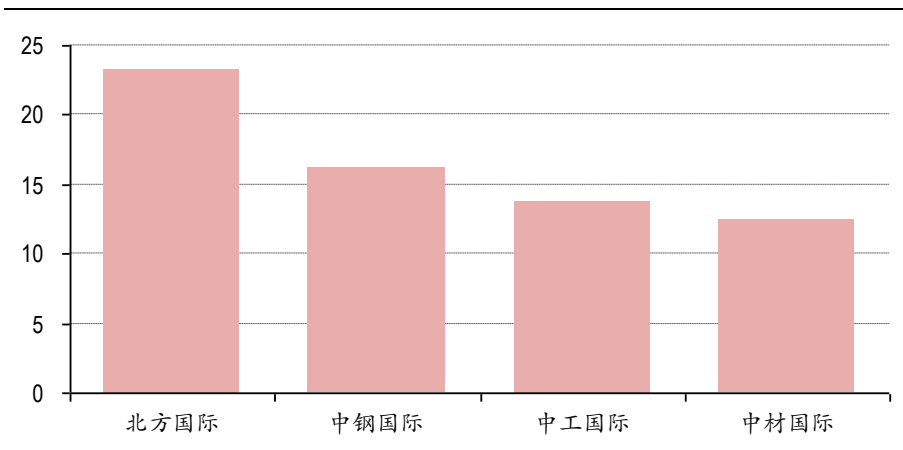
图表 46. 国际工程承包企业预期净利润增速



资料来源：万得，中银证券测算

基于公司 2017 年由于霍邱复工，以及 2017 年签 2017 年开始建设并确认收入的合同存在，认为存在超预期可能，可以给予高于行业平均的动态市盈率。

图表 47. 国际工程预期 2017 年市盈率



资料来源：万得，中银证券测算

认为中钢国际 6 个月合理市盈率为 25 倍，对应目标价格 25.69 元，较 2017 年 2 月 3 日收盘价格高出 35% 以上，给予买入评级。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	1,106,133	975,128	923,677	1,158,288	1,456,133
销售成本	(979,183)	(841,661)	(781,048)	(978,273)	(1,225,461)
经营费用	(75,591)	(74,592)	(74,223)	(88,614)	(104,050)
息税折旧前利润	51,359	58,875	68,406	91,400	126,622
折旧及摊销	(4,920)	(1,533)	(1,657)	(1,660)	(1,665)
经营利润(息税前利润)	46,439	57,342	66,750	89,740	124,957
净利息收入/(费用)	(17,088)	(569)	(592)	(817)	(1,130)
其他收益/(损失)	4,343	7,122	6,759	7,247	7,633
税前利润	33,694	63,895	72,916	96,169	131,459
所得税	(15,066)	(16,438)	(17,835)	(23,522)	(32,154)
少数股东权益	381	439	539	840	1,305
净利润	19,010	47,896	55,621	73,487	100,610
核心净利润	19,498	48,258	55,961	73,827	100,950
每股收益(人民币)	0.284	0.732	0.781	1.028	1.403
核心每股收益(人民币)	0.303	0.751	0.801	1.057	1.445
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	670	(12)	(5)	25	26
息税前利润增长(%)	(236)	23	16	34	39
息税折旧前利润增长(%)	(285)	15	16	34	39
每股收益增长(%)	(120)	158	7	32	36
核心每股收益增长(%)	(122)	148	7	32	37

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	33,694	63,895	72,916	96,169	131,459
折旧与摊销	4,920	1,533	1,657	1,660	1,665
净利息费用	17,088	569	592	817	1,130
运营资本变动	(144,447)	44,364	(279,703)	394,316	(119,393)
税金	(14,684)	(15,999)	(17,835)	(23,522)	(32,154)
其他经营现金流	157,300	(45,933)	(125,484)	142,859	(156,144)
经营活动产生的现金流	53,870	48,428	(347,857)	612,300	(173,437)
购买固定资产净值	(4,671)	(88)	60	80	100
投资减少/增加	(4,309)	659	5,371	5,859	6,245
其他投资现金流	(53,061)	(27,552)	3,442	(160)	(200)
投资活动产生的现金流	(62,040)	(26,981)	8,873	5,779	6,145
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(86,230)	20,080	604,302	(499,956)	317,345
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	88,036	(4,425)	1,284	(817)	(1,130)
融资活动产生的现金流	1,806	15,656	605,586	(500,773)	316,215
现金变动	(6,364)	37,103	266,603	117,306	148,923
期初现金	1,684	95,677	195,236	461,838	579,144
公司自由现金流	(8,170)	21,447	(338,983)	618,079	(167,292)
权益自由现金流	(77,312)	42,096	265,911	118,940	151,183

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	103,569	230,180	469,870	587,677	736,677
应收帐款	614,214	751,909	698,069	682,751	723,784
库存	108,756	178,638	324,153	176,084	326,507
其他流动资产	182,933	116,145	265,350	164,650	243,886
流动资产总计	1,009,473	1,276,872	1,757,443	1,611,161	2,030,853
固定资产	6,216	5,210	3,684	2,158	633
无形资产	2,849	2,761	2,690	2,636	2,597
其他长期资产	34,830	48,096	49,314	48,164	47,564
长期资产总计	43,894	56,067	55,688	52,958	50,793
总资产	1,070,884	1,344,501	1,821,131	1,672,119	2,089,646
应付帐款	570,041	760,543	624,335	767,057	806,000
短期债务	48,672	68,752	370,262	173,099	174,229
其他流动负债	210,066	226,818	178,395	313,970	275,903
流动负债总计	828,778	1,056,113	1,172,992	1,254,126	1,256,132
长期借款	0	0	302,793	0	316,215
其他长期负债	374	0	0	0	0
股本	64,256	64,256	69,865	69,865	69,865
储备	171,875	218,817	269,797	341,604	439,605
股东权益	236,131	283,073	339,662	411,469	509,470
少数股东权益	4,990	5,144	5,684	6,524	7,829
总负债及权益	1,070,884	1,344,501	1,821,131	1,672,119	2,089,646
每股帐面价值(人民币)	3.67	4.41	4.86	5.89	7.29
每股有形资产(人民币)	3.63	4.36	4.82	5.85	7.26
每股净负债(现金)(人民币)	(0.73)	(1.97)	3.02	(5.81)	(3.40)

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(%)	4.6	6.0	7.4	7.9	8.7
息税前利润率(%)	4.2	5.9	7.2	7.7	8.6
税前利润率(%)	3.0	6.6	7.9	8.3	9.0
净利率(%)	1.7	4.9	6.0	6.3	6.9
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.5	1.3	1.6
利息覆盖率(倍)	2.7	100.9	112.7	109.8	110.6
净权益负债率(%)	净现金	净现金	61.2	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	1.0	1.2	1.1	1.4
估值					
市盈率(倍)	65.1	25.3	23.7	18.0	13.2
核心业务市盈率(倍)	61.0	24.6	23.1	17.5	12.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	84.7	34.2	32.1	24.3	17.8
市净率(倍)	5.0	4.2	3.8	3.1	2.5
价格/现金流(倍)	22.1	24.5	(3.7)	2.1	(7.5)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.5	15.0	19.9	8.8	7.7
周转率					
存货周转天数	39.9	62.3	117.5	93.3	74.8
应收帐款周转天数	107.4	255.7	286.5	217.6	176.3
应付帐款周转天数	96.7	249.0	273.6	219.2	197.2
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	13.9	18.4	17.9	19.6	21.8
资产收益率(%)	4.0	3.5	3.2	3.9	5.0
已运用资本收益率(%)	2.0	3.6	2.0	2.2	3.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

北方国际(000065.CH/人民币 27.24,未评级)

中工国际(002051.CH/人民币 23.33,未评级)

中材国际(600970.CH/人民币 7.08,未评级)

以2017年2月06日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

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 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

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
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