



买入

34% ↑

目标价格:人民币 27.00

300068.CH

价格:人民币 20.14

目标价格基础:40倍 17年市盈率

板块评级:未有评级

南都电源

收购华铂剩余股权，储能业务加快布局

公司拟以非公开发行股份(发行 8,199 万股,发行价格 17.93 元/股,对价 14.7 亿元)和支付现金(4.9 亿元)相结合的方式,向自然人朱保义收购其持有安徽华铂科技 49%的股权(总对价 19.6 亿元)。公司 2016 年年报显示,全年实现营业收入 71.41 亿元,同比增长 38.58%;实现归属于上市公司股东的净利润 3.29 亿元,同比增长 62.00%,对应每股收益为 0.48 元;公司年报业绩与此前业绩预增公告一致。维持买入评级,维持目标价 27.00 元。

支撑评级的要点

- **启动后续收购顺理成章,资源再生领域表现抢眼:**安徽华铂科技 2016 年实现营收 32.98 亿元,实现净利润 3.79 亿元,同比分别增长 141.24%和 175.16%,为上市公司贡献利润达 1.93 亿。本次收购华铂科技剩余的 49%股权评估值 19.66 亿元,交易价格为 19.60 亿元;其中,公司拟向朱保义发行股份 8,198.55 万股,发行价格 17.93 元/股,其余对价 4.9 亿元以现金方式支付。同时公司拟向不超过 5 名符合条件的特定对象发行股份募集配套资金,募集资金总额不超过 5 亿元。华铂科技承诺 2017-2019 年净利润分别不低于 4.0、5.5 和 7.0 亿元,将有效增厚公司业绩。
- **公司储能商业化推广提速,龙头地位日益稳固:**公司“投资+运营”的储能系统商用化模式迅速发展,目前累计完成签约容量近 1,000MWh,其中在建项目容量 150MWh,待建项目容量 150MWh,投运项目容量近 30MWh,预计 2017 年公司将迎来商用储能电站的大规模集中运营,并开始为公司贡献业绩。
- **新能源汽车业务蓄势待发,布局动力总成值得期待:**受制新能源汽车政策调整,2016 年公司动力锂电池业务低于预期,实现营收 2.22 亿元。此外,公司参股孔辉汽车并成为北京智行鸿远第一大股东,布局整车动力集成,预计 2017 年公司动力锂电将受益新能源汽车景气迎来放量。

评级面临的主要风险

- 铅回收业务盈利不达预期;储能推广不达预期;动力电池业务不达预期。

估值

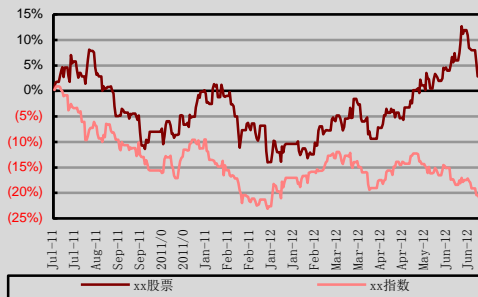
- 在不考虑增发收购的情况下,预计公司 2017-2019 年归属上市公司股东净利润为 5.28 亿元、6.41 亿元、7.30 亿元,每股收益分别为 0.67 元、0.82 元、0.93 元,对应市盈率分别为 30.0 倍、24.7 倍、21.7 倍;维持公司买入的投资评级,目标价 27.00 元,对应于 2017 年 40 倍市盈率。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	5,153	7,141	9,490	11,977	15,184
变动(%)	36	39	33	26	27
净利润(人民币 百万)	203	329	528	641	730
全面摊薄每股收益(人民币)	0.336	0.419	0.671	0.815	0.928
变动(%)	92.5	24.6	60.4	21.3	14.0
市场预期每股收益(人民币)			0.667	0.871	1.017
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.610	n.a.	n.a.
调整幅度(%)			10.0	n.a.	n.a.
全面摊薄市盈率(倍)	59.9	48.1	30.0	24.7	21.7
价格/每股现金流量(倍)	291.3	3,055.7	36.7	7.2	(40.0)
每股现金流量(人民币)	0.07	0.01	0.55	2.80	(0.50)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	50.4	28.0	17.0	13.1	12.5
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.255	0.103	0.157
股息率(%)	n.a.	n.a.	1.3	0.5	0.8

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	1.4	0.0	(0.8)	16.7
相对深证成指	(2.4)	(2.0)	(5.1)	16.3

发行股数(百万)	787
流通股(%)	74
流通股市值(人民币 百万)	11,762
3个月日均交易额(人民币 百万)	95
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
杭州南都电源有限公司	15

资料来源:公司数据,聚源及中银证券
以 2017 年 4 月 11 日收市价为标准

相关研究报告

《南都电源——政策掣肘锂电放量,资源回收表现惊艳》 2016.10.28

《南都电源——车用动力电池、储能、铅回收,一个都不能少》 2016.8.8

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

沈成*

(8621)20328319

cheng.shen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517030001

*王秋明为本报告重要贡献者

华铂科技业绩亮眼，后续收购启动顺理成章

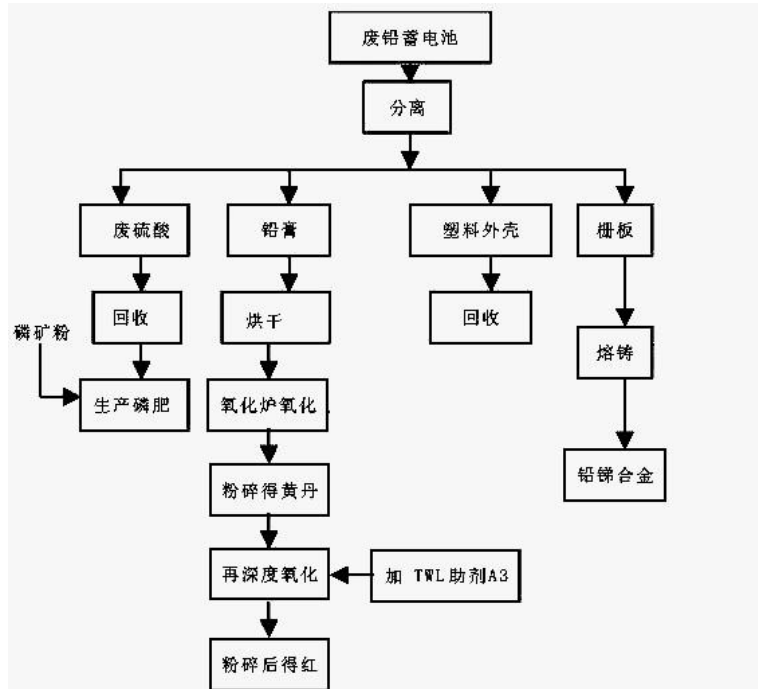
华铂科技有效增厚公司业绩

安徽华铂科技成立于 2014 年 4 月，主要从事废电池的拆解、分拣，铅金属的还原、电解提纯及合金冶炼业务。2015 年南都电源以 3.16 亿现金收购南都伟峰持有的安徽华铂 51% 股权，彼时华铂科技承诺 2015、2016 年净利润分别不低于 1.2 和 2.3 亿元。2016 年华铂科技实现营收 32.98 亿，实现利润 3.79 亿，同比分别增长 141.24% 和 175.16%，为公司贡献利润达 1.93 亿，2015、2016 年分别实现净利润 1.38 和 3.79 亿元，业已超额完成业绩承诺。

循环经济效益初显，后续收购顺理成章

目前废旧电池的回收问题日益突出，特别是公司主营的铅酸电池业务，废旧电池中硫酸铅溶液和铅板对于环境破坏性巨大。在资源和环保的双重压力下，大力发展再生铅，使铅金属进入生产——消费——再生的良性循环，是循环经济建设的重要领域。

图表 1. 经典废旧铅酸电池回收流程



资料来源：环卫科技网，中银证券

公司 2015 年收购华铂科技 51% 股权时，其再生铅业务尚处于起步期。经过一年多的发展，华铂科技依托上市公司的优质平台，凭借自身先进的技术优势与区域资源优势，业已成长为国内铅回收龙头企业之一，2016 年华铂科技再生铅产量已达 27.11 万吨。随着《再生铅行业规范条件》的实施及环保督查的日趋严厉，未来再生铅行业资源将进一步向资质齐全、环保措施完善的大型再生铅企业集中，行业集中度将进一步提升，此项优势将更为明显。目前，华铂科技具备废旧电池处理能力 42.9 万吨，再生铅产能 30 万吨。此外，华铂科技拟自筹资金 10.6 亿元实施“废旧铅蓄电池高效绿色处理暨综合回收再利用示范项目”，预计 2018 年 3 月底前全部完成，该项目完成后华铂科技总产能将达到年处理废铅蓄电池 96 万吨。

此外，华铂科技已与下游铅酸蓄电池行业的三大龙头企业天能电池集团有限公司、超威动力有限公司及南都电源均建立并维持良好的业务关系，2017年上述三家企业或其子公司均与华铂科技签署了年度供货框架性协议。与下游行业龙头企业的良好关系及长单协议是华铂科技未来业绩增长的重要保障。

2017年3月27日，南都电源发布公告，拟通过发行股份（发行8,199万股，发行价格17.93元/股，对价14.7亿元）和支付现金（4.9亿元）的方式购买朱保义持有的华铂科技49%的股权（总对价19.6亿元）。此外，公司拟向不超过5名（含5名）符合条件的特定对象非公开发行股份募集配套资金。本次交易完成后，华铂科技将成为南都电源全资子公司。华铂科技业绩承诺为2017-2019年实现扣非净利润分别为4.4、5.0和7.0亿。未来，公司将以华铂科技为基础进一步打造锂电回收、铅蓄电池回收、其他有色金属回收的综合利用平台，打通动力、储能、通信及资源回收产业链，形成循环经济发展模式，创造新的业绩增长点。

图表 2. 本次交易详情

姓名	交易对价合计 (亿元)	现金支付对价金额 (亿元)	股份支付对价金额 (亿元)	发行股份 数量 (股)
朱保义	19.6	4.9	14.7	81,985,499

资料来源：公司公告，中银证券

储能与新能源动力总成业务蓄势待发

公司 2016 年年报符合预期

公司 2016 年年报显示，2016 年公司实现营业收入 71.41 亿元，同比增长 38.58%；实现归属于上市公司股东净利润 3.29 亿元，同比增长 62.00%，对应每股收益为 0.48 元。公司 4 季度单季实现营业收入 22.19 亿元，同比增长 32.10%，环比增长 12.30%；实现归属于上市公司股东净利润 8,301 万元，同比增长 32.53%，环比减少 10.22%，对应每股收益为 0.11 元。公司在 2016 年度业绩预告中预计 2016 度盈利区间为 3.25-3.86 亿元，同比增长 60%-90%，2016 年年报业绩与其一致，符合我们和市场的预期。

公司 2016 年度期间费用率为 10.28%，同比下降 1.17 个百分点；其中销售费用率下降 0.39 个百分点至 5.17%，管理费用率下降 0.46 个百分点至 4.02%，财务费用率下降 0.32 个百分点至 1.09%。公司 2016 年度存货周转天数同比增加 18 天至 101 天左右，应收账款周转天数同比减少 5 天至 102 天左右。2016 年度末资产负债率为 30.90%，资产负债表整体保持健康。公司 2016 年度末经营活动现金流为净流入 518 万元，同比 2015 年季度的净流入 4,182 万元有所减少。

图表 3. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2015 年度	2016 年度	同比(%)
营业收入	5,153.13	7,141.42	38.58
营业成本	4,375.33	5,882.35	34.44
毛利润	777.79	1,259.07	61.88
营业税金及附加	39.11	208.28	432.55
管理费用	230.86	286.77	24.22
销售费用	285.65	369.05	29.20
营业利润	112.65	284.40	152.46
资产减值	34.57	25.96	(24.90)
财务费用	72.49	78.02	7.04
投资收益	(4.21)	(6.58)	(56.29)
营业外收入	206.53	235.89	14.21
营业外支出	10.93	10.42	(4.67)
利润总额	308.25	509.87	65.41
所得税	28.95	32.62	12.68
少数股东损益	76.00	147.91	94.62
归属于母公司的净利润	203.30	329.34	62.00
基本每股收益(元)	0.26	0.42	61.54
毛利率(%)	15.09	17.63	
净利率(%)	3.94	4.61	

资料来源：公司数据，中银证券

储能商业化推广提速，龙头地位稳固

公司“投资+运营”商用储能系统业务迅速发展和落地，累计完成签约容量近 1,000MWh，其中在建项目容量 150MWh，待建项目容量 150MWh，投运项目容量近 30MWh，公司在该领域已实现全球领先。公司积极进行运营平台与投资架构设计，成立浙江南都能源互联网运营有限公司，与建设银行成立储能电站基金，支撑该领域未来更大发展。

公司与无锡星洲科苑公用设施开发有限公司签署了总容量为 160MWh 的电力储能电站项目。该项目是目前为止国内规模最大的商用储能电站项目。在通信运营商领域，储能业务亦实现重大突破。公司在“中国移动政企分公司信息港四号地 A2-1、A2-2 数据中心项目储能及备电服务采购”招标中成功中标，中标总容量为 121.7MWh。该项目经过中国移动通信集团有限公司多轮充分的技术论证，公司成功中标，标志着中国移动对南都电源铅炭储能系统的高度认可，突破了传统通信产品的营销模式，开创了国内外数据中心后备电源由传统单一备电服务模式向“储能+备电”运营模式转变的先河，实现了技术与模式的创新和变革，具有里程碑意义。

新能源汽车业务蓄势待发，布局动力总成值得期待

受国内新能源汽车产业政策调整影响，公司动力锂电池的业绩低于预期，但全年销售量同比仍实现大幅增长。2016 年，公司新能源车用动力锂电池实现营业收入 2.22 亿元，同比增长 80.68%。

2016 年，公司与保定长安签署了合计金额约 3 亿元的销售合同，和东风神宇车辆有限公司签订了《关于新能源汽车产业的战略合作协议》，在现有新能源物流车业务、未来乘用车业务、动力总成系统（电池、电机、电控）及新能源汽车领域开展深度合作，共建动力总成研发平台，提升集成能力。上述两个合同仍处于执行期内，对公司动力锂电业务的后续增长将产生积极影响。

此外，公司还以自有资金人民币 3,000.03 万元投资参股长春孔辉汽车科技股份有限公司，希望整合双方优势资源，共同为客户提供从底盘开发设计（含空气悬架系统）到三电（电池、电机、电控）系统集成的全方位整体解决方案，提升公司新能源汽车系统集成能力。此外，公司通过增资参股及股权转让方式持有北京智行鸿远汽车有限公司 35% 的股权，进一步在新能源汽车动力系统集成领域进行产业延伸。

新能源汽车用动力电池是公司战略发展的重点，通过上述布局，公司成为行业内少数几家具备从底盘设计制造到动力电池研发生产，再到动力系统总成等系统集成能力的企业之一，为公司未来在新能源汽车产业的快速发展奠定了坚实基础。

通讯后备电源业务稳步发展，提供良好业绩支撑

2016 年，公司通信及后备电源业务实现营业收入 26.78 亿元，同比增长 15.30%。4G 网络建设加快带动中国铁塔订单快速增长，2016 年公司对铁塔营收 7.62 亿元，同比增长 89.55%，绑定大客户战略卓有成效。

公司海外市场已覆盖全球 150 多个国家和地区，区域发展均衡，其中印度地区连续实现快速增长，但受不利的国际政治经济形势影响，公司对海外业务拓展采取了较稳健的经营策略，有效控制经营风险。预计通讯后备电源业务未来仍能保持稳定增长，为公司提供良好业绩支撑。

投资建议

公司作为国内铅炭电池龙头企业，积极布局储能和新能源汽车动力总成领域。储能“投资+运营”商业模式推广迅速，相关项目陆续落地；新能源汽车领域已经基本实现从底盘设计制造到动力电池研发生产，再到动力系统总成等系统集成能力的统一，发展前景可期。在不考虑增发收购的情况下，预计公司 2017-2019 年归属上市公司股东净利润为 5.28 亿元、6.41 亿元、7.30 亿元，每股收益分别为 0.67 元、0.82 元、0.93 元，对应市盈率分别为 30.0 倍、24.7 倍、21.7 倍；假设 2017 年华铂科技完成收购且完成募集配套资金（假设以当前价格 20.14 元/股发行），预计公司 2017-2019 年归属上市公司股东净利润为 6.75 亿元、8.32 亿元、9.39 亿元，每股收益分别为 0.75 元、0.93 元、1.05 元，对应市盈率分别为 26.8 倍、21.6 倍、19.2 倍；维持公司**买入**的投资评级，目标价 27.00 元，对应于 2017 年 40 倍市盈率（不考虑收购）。

风险提示

铅回收业务盈利不达预期

铅属于期货交易品种之一，金融资本的博弈可能导致铅价波动幅度加大，有可能对公司再生铅业务产生不利影响。

储能推广不达预期

公司的“投资+运营”储能商业化运营模式推广进度可能受国家政策影响。

动力电池业务不达预期

2016 年新能源汽车政策进行了重大调整，未来也可能出现调整风险，影响公司新能源动力电池业务。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	5,153	7,141	9,490	11,977	15,184
销售成本	(4,414)	(6,091)	(8,032)	(10,282)	(13,107)
经营费用	(404)	(506)	(641)	(724)	(942)
息税折旧前利润	334	545	817	971	1,134
折旧及摊销	(148)	(176)	(225)	(306)	(409)
经营利润(息税前利润)	187	369	592	665	725
净利息收入/(费用)	(72)	(78)	(80)	(62)	(52)
其他收益/(损失)	194	219	306	400	462
税前利润	308	510	818	1,003	1,135
所得税	(29)	(33)	(52)	(74)	(76)
少数股东权益	76	148	237	288	328
净利润	203	329	528	641	730
核心净利润	374	640	1,020	1,238	1,407
每股收益(人民币)	0.336	0.419	0.671	0.815	0.928
核心每股收益(人民币)	0.618	0.813	1.297	1.574	1.789
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.255	0.103	0.157
收入增长(%)	36	39	33	26	27
息税前利润增长(%)	3	98	60	12	9
息税折旧前利润增长(%)	12	63	50	19	17
每股收益增长(%)	93	25	60	21	14
核心每股收益增长(%)	259	32	60	21	14

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	308	510	818	1,003	1,135
折旧与摊销	148	176	225	306	409
净利息费用	72	78	80	62	52
运营资本变动	(349)	130	(847)	2,237	(1,750)
税金	47	115	(52)	(74)	(76)
其他经营现金流	(185)	(1,003)	209	(1,334)	(166)
经营活动产生的现金流	42	5	432	2,200	(396)
购买固定资产净值	44	(13)	1,016	1,001	1,009
投资减少/增加	(226)	(44)	30	110	150
其他投资现金流	(692)	(409)	(2,039)	(2,001)	(2,016)
投资活动产生的现金流	(873)	(466)	(993)	(890)	(857)
净增权益	0	0	(201)	(81)	(123)
净增债务	1,104	(1,360)	1,528	(1,157)	482
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(160)	2,416	1,828	(133)	(230)
融资活动产生的现金流	943	1,083	3,209	(1,267)	350
现金变动	112	622	2,648	43	(903)
期初现金	844	971	1,587	4,235	4,278
公司自由现金流	(831)	(461)	(561)	1,310	(1,253)
权益自由现金流	345	(1,742)	1,048	215	(719)

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1,153	1,717	4,356	4,279	3,376
应收帐款	1,980	2,430	3,586	2,112	4,252
库存	1,199	2,102	1,843	3,208	3,232
其他流动资产	49	110	141	159	221
流动资产总计	4,381	6,359	9,927	9,758	11,081
固定资产	1,801	2,043	2,833	3,543	4,150
无形资产	236	223	223	209	201
其他长期资产	94	141	129	134	135
长期资产总计	2,130	2,407	3,186	3,886	4,486
总资产	6,932	9,189	13,533	14,058	15,974
应付帐款	905	1,415	1,505	2,302	2,598
短期债务	1,877	650	1,061	500	636
其他流动负债	615	389	652	630	786
流动负债总计	3,396	2,454	3,217	3,432	4,020
长期借款	100	313	1,169	632	1,027
其他长期负债	76	73	75	75	74
股本	605	787	787	787	787
储备	2,439	5,109	7,593	8,154	8,759
股东权益	3,044	5,895	8,380	8,941	9,546
少数股东权益	317	454	691	979	1,307
总负债及权益	6,932	9,189	13,533	14,058	15,974
每股帐面价值(人民币)	5.03	7.49	10.65	11.37	12.13
每股有形资产(人民币)	4.64	7.21	10.37	11.10	11.88
每股净负债/(现金)(人民币)	1.66	(0.79)	(2.55)	(4.00)	(2.18)

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.5	7.6	8.6	8.1	7.5
息税前利润率(%)	3.6	5.2	6.2	5.6	4.8
税前利润率(%)	6.0	7.1	8.6	8.4	7.5
净利率(%)	3.9	4.6	5.6	5.4	4.8
流动性					
流动比率(倍)	1.3	2.6	3.1	2.8	2.8
利息覆盖率(倍)	2.6	4.7	7.4	10.8	14.0
净权益负债率(%)	29.9	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.9	1.7	2.5	1.9	2.0
估值					
市盈率(倍)	59.9	48.1	30.0	24.7	21.7
核心业务市盈率(倍)	32.6	24.8	15.5	12.8	11.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	43.7	33.2	20.8	17.2	15.1
市净率(倍)	4.0	2.7	1.9	1.8	1.7
价格/现金流(倍)	291.3	3,055.7	36.7	7.2	(40.0)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	50.4	28.0	17.0	13.1	12.5
周转率					
存货周转天数	83.8	98.9	89.6	89.7	89.7
应收帐款周转天数	117.6	112.7	115.7	86.8	76.5
应付帐款周转天数	56.7	59.3	56.2	58.0	58.9
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	38.0	12.7	16.9
净资产收益率(%)	6.9	7.4	7.4	7.4	7.9
资产收益率(%)	2.9	4.3	4.9	4.5	4.5
已运用资本收益率(%)	1.1	1.3	1.4	1.4	1.5

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