



股票代码	600548.CH	0548.HK
评级	持有	买入
收盘价	人民币 9.67	港币 7.23
目标价	人民币 9.20	港币 9.00
上/下浮比例	-5%	+24%
目标价格基础	市盈率	分类加总
板块评级	未有评级	未有评级

股价表现 — A 股



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	13.8	8.8	12.6	13.1
相对上证指数	(3.0)	(1.6)	1.6	(5.0)

发行股数(百万)	2,181
流通股(%)	15
流通股市值(人民币 百万)	13,860
3 个月日均交易额(人民币 百万)	44
净负债比率(%) (2017E)	63
主要股东(%)	
深圳国际控股	51

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2017 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

交通运输：收费公路

刘志成, CFA

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120019

本研究报告是《Shenzhen Expressway -- 1H17 net profit up 20.6% YoY, in line》节选的中文译本，英文原稿已于 2017 年 8 月 22 日出版

深高速

17 年上半年净利润同比增长 20.6%，符合预期

主要受收费公路表现强劲以及新增投资收入的推动，深高速 17 年上半年净利润同比增长 20.6% 至 7.42 亿人民币，符合我们的预测。收费公路业务营收同比增长 10.8% 至 19.57 亿人民币，占到公司总营收的 92.8%。维护成本的下降带动收费公路业务利润率同比提升 1.6 个百分点至 52.6%。管理层确认梅林关项目将于 17 年 4 季度开建，预售将于 18 年底启动。我们维持对 H 股的买入评级，主要是考虑到收费公路业务的回报可观且稳定以及梅林关地产项目的潜在回报。

支撑评级的主要因素

- 17 年上半年净利润同比增长 20.6%，符合预期。17 年上半年公司营收同比增长 2.2% 至 21.08 亿人民币。除去从财务报表中剔除一家咨询公司的影响，营收同比增长 9.4%。
- 收费公路业务前景依然稳定。由于大部分收费公路项目录得双位数的增长，17 年上半年该业务收入同比增长 10.8%。展望未来，随着中国经济的企稳，我们预测公司收费公路业务将维持温和增长。
- 坚持进军环保产业的计划。公司长期目标是让环保产业贡献公司营收的 20%。近期以 44.09 亿人民币收购德润环保 20% 股权表明了管理层进军环保产业的决心。

评级面临的主要风险

- 收费公路业务的政策风险；与环保投资相关的政策和市场风险。

估值

- 我们略微调整了分部加总模型，以反映盈利预测的更新。基于分部加总模型，H 股目标价 9.00 港币对我们的净资产预测折让 5%。港股目标价相当于 12.2 倍的 2017 年预期市盈率。我们的 A 股目标价维持在 9.20 人民币，对应 14.5 倍 2017 年预期市盈率。

投资摘要—A 股

年结日: 12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	3,421	4,532	4,608	5,072	5,468
变动(%)	(6)	32	2	10	8
净利润(人民币 百万)	1,553	1,170	1,385	1,505	1,664
全面摊薄每股收益(人民币)	0.712	0.537	0.635	0.690	0.763
变动(%)	(29.0)	(24.6)	18.4	8.7	10.5
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.618	0.679	0.794
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.599	0.651	0.725
调整幅度(%)	-	-	6.0	6.1	5.2
核心每股收益(人民币)	0.579	0.473	0.624	0.680	0.758
变动(%)	22.6	(18.4)	32.0	9.0	11.4
全面摊薄市盈率(倍)	13.6	18.0	15.2	14.0	12.7
核心市盈率(倍)	16.7	20.5	15.5	14.2	12.8
每股现金流量(人民币)	0.88	1.09	1.12	1.53	1.61
价格/每股现金流量(倍)	10.9	8.9	8.6	6.3	6.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.4	7.1	7.3	6.8	6.4
每股股息(人民币)	0.340	0.220	0.261	0.283	0.313
股息率(%)	3.5	2.3	2.7	2.9	3.2

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现—H股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	9.1	2.4	(2.7)	(11.6)
相对上证指数	(5.4)	2.7	(7.4)	(23.5)
发行股数(百万)				2,181
流通股(%)				42
流通股市值(人民币 百万)				5,404
3个月日均交易额(人民币 百万)				14
净负债比率(2017E)				63
主要股东(%)				
深圳国际控股				51

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2017年8月21日收市价为标准

投资摘要—H股

年结日:12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	3,421	4,532	4,608	5,072	5,468
变动(%)	(6)	32	2	10	8
净利润(人民币 百万)	1,553	1,170	1,385	1,505	1,664
全面摊薄每股收益(人民币)	0.712	0.537	0.635	0.690	0.763
变动(%)	(29.0)	(24.6)	18.4	8.7	10.5
市场预期每股收益(人民币)			0.567	0.617	0.640
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.599	0.651	0.725
调整幅度(%)	-	-	6.0	6.1	5.2
核心每股收益(人民币)	0.579	0.473	0.624	0.680	0.758
变动(%)	22.6	(18.4)	32.0	9.0	11.4
全面摊薄市盈率(倍)	8.7	11.5	9.7	8.9	8.1
核心市盈率(倍)	10.6	13.0	9.9	9.1	8.1
每股现金流量(人民币)	0.88	1.09	1.12	1.53	1.61
价格/每股现金流量(倍)	7.0	5.7	5.5	4.0	3.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.2	4.5	4.9	4.6	4.4
每股股息(人民币)	0.340	0.220	0.261	0.283	0.313
股息率(%)	5.5	3.6	4.2	4.6	5.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

图表 1.17 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	1H16	1H17	同比 (%)	中银国际 17 年上半年预测
营业收入	2,063.0	2,108.4	2.2	2,221.9
-收费公路	1,765.7	1,956.7	10.8	1,935.0
-其他业务	297.4	151.5	(49.1)	286.9
服务成本	(1,067.0)	(1,021.3)	(4.3)	(1,098.0)
毛利润	996.0	1,087.1	9.1	1,123.9
费用及附加	(89.0)	(64.5)	(27.6)	
财务费用	(271.0)	(234.2)	(13.6)	
总成本	(1,427.0)	(1,320.0)	(7.5)	
投资收入	227.0	246.6	8.6	
非营业收入/费用	2.0	(33.1)	(1757.0)	
税前利润	864.0	999.0	15.6	942.9
所得税费用	(171.0)	(202.0)	18.1	(179.5)
股东净利润	615.0	741.7	20.6	713.8
每股收益	0.282	0.340	20.6	0.327
每股股息	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
毛利率 (%)	48.3	51.6	3.28	50.6
净利率 (%)	29.8	35.2	5.37	32.1

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

图表 2. 投资收入构成

(人民币, 百万)	1H16	1H17	同比(%)
归属共同控制实体投资收入			
阳茂高速	44.6	41.7	(6.4)
南京三桥	20.0	25.3	26.6
广州西二环高速	14.4	19.7	36.9
广梧项目	22.9	18.7	(18.3)
江中项目	5.9	11.4	93.8
长沙环路	12.5	7.1	(43.2)
水官延长段	2.2	3.9	75.6
贵州银行	0.0	62.9	n.a.
德润环保	0.0	18.0	n.a.
其他	(1.8)	2.7	n.a.
其他非经常性投资收入	106.7	35.1	(67.1)
总计	227.0	246.6	8.6

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 3. 17 年上半年收费公路表现

收费公路项目	持股比例 (%)	日均混合交通流量(千车 次)			日均收费收入(人民币 千)		
		1H17	1H16	同比(%)	1H17	1H16	同比(%)
梅关高速	100	87	77	12.9	324	283	14.5
机荷东	100	257	237	8.6	1,882	1,653	13.8
机荷西	100	207	189	9.6	1,657	1,561	6.2
武黄高速	100	50	44	15.1	1,028	923	11.3
清连高速	76	41	36	13.9	2,056	1,888	8.9
长沙环路	51	29	24	21.1	336	275	22.1
水官高速	50	219	221	(0.9)	1,696	1,612	5.2
水官延长断	40	99	91	8.7	296	285	3.9
广梧项目	30	36	39	(7.0)	818	1,001	(18.3)
阳茂高速	25	48	45	8.4	1,791	1,794	(0.2)
江中项目	25	137	112	22.5	1,192	1,086	9.7
广州西二环高速	25	65	54	19.5	1,133	1,010	12.2
南京三桥	25	33	28	18.0	1,280	1,092	17.2

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 4. 营收预测构成

(人民币, 百万)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收费公路	3,014	3,680	4,189	4,606	4,996
委托管理服务	95	121	92	107	99
工程咨询	191	334	0	0	0
房地产开发	0	254	178	183	190
广告及其他	121	143	149	176	182
总营业收入	3,421	4,532	4,607	5,072	5,467

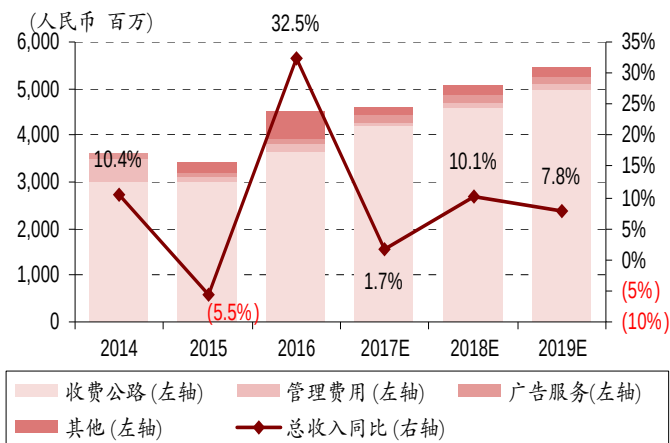
资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

图表 5. 总利润预测

(人民币, 百万)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收费公路	1,594.6	1,817.0	2,108.6	2,318.5	2,534.5
委托管理服务	55.1	28.8	35.5	41.3	38.4
工程咨询	48.1	55.8	0.0	0.0	0.0
房地产开发	0.0	40.7	37.4	40.3	43.8
管理及其他	44.0	57.1	59.3	70.2	72.7
总毛利	1,741.8	1,999.3	2,240.8	2,470.3	2,689.4

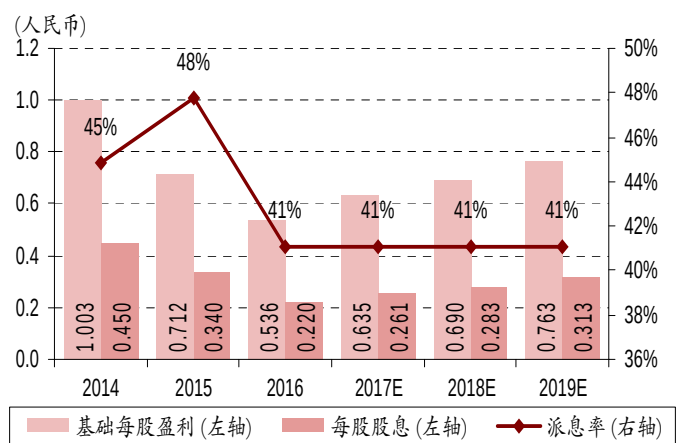
资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

图表 6. 营收预测构成



资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

图表 7. 每股收益及每股股息



资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

图表 8. 分部加总估值

项目	持股比例 (%)	估值方法	2017 年预期价	
			值 (港币, 百万)	每股 (港币)
梅关高速	100	DCF	854	0.39
机荷东高速	100	DCF	5,599	2.57
机荷西高速	100	DCF	5,111	2.34
水官高速	50	DCF	2,615	1.20
清连高速	76.37	DCF	8,082	3.71
武黄高速	100	DCF	1,775	0.81
深圳外环	100	DCF	263	0.12
共同控制实体	各异	DDM	3,022	1.39
梅林关项目	49	DCF	4,552	2.09
合计			31,874	
净负债			11,206	
总计			20,668	
已发行股份			2,181	
每股(港币)			9.48	

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

损益表-A股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	3,421	4,532	4,608	5,072	5,468
销售成本	(1,679)	(2,533)	(2,367)	(2,602)	(2,778)
经营费用	625	1,001	989	1,005	1,035
息税折旧前利润	1,471	1,776	2,005	2,217	2,420
折旧及摊销	(896)	(1,225)	(1,225)	(1,259)	(1,304)
经营利润(息税前利润)	2,367	3,001	3,230	3,476	3,724
净利息收入/(费用)	(371)	(639)	(671)	(792)	(792)
其他收益/(损失)	572	486	504	542	564
税前利润	1,672	1,622	1,838	1,968	2,193
所得税	(177)	(306)	(356)	(368)	(424)
少数股东权益	58	(146)	(96)	(94)	(104)
净利润	1,553	1,170	1,385	1,505	1,664
核心净利润	1,263	1,031	1,360	1,482	1,652
每股收益(人民币)	0.712	0.537	0.635	0.690	0.763
核心每股收益(人民币)	0.579	0.473	0.624	0.680	0.758
每股股息(人民币)	0.340	0.220	0.261	0.283	0.313
收入增长(%)	(6)	32	2	10	8
息税前利润增长(%)	(13)	21	13	11	9
息税折旧前利润增长(%)	(11)	27	8	8	7
每股收益增长(%)	(29)	(25)	18	9	11
核心每股收益增长(%)	23	(18)	32	9	11

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表-A股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	1,672	1,622	1,838	1,968	2,193
折旧与摊销	896	1,225	1,225	1,259	1,304
净利息费用	371	639	671	792	792
运营资本变动	(431)	(578)	(682)	(17)	(49)
税金	(177)	(306)	(356)	(368)	(424)
其他经营现金流	(405)	(228)	(254)	(304)	(309)
经营活动产生的现金流	1,926	2,374	2,441	3,329	3,505
购买固定资产净值	(128)	(382)	(2,606)	(1,700)	(1,972)
投资减少/增加	303	(1,917)	(4,442)	(109)	(114)
其他投资现金流	254	(478)	(1,459)	(896)	(930)
投资活动产生的现金流	429	(2,777)	(8,507)	(2,705)	(3,016)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(2,467)	(101)	4,567	448	590
支付股息	(1,549)	(1,303)	(902)	(1,140)	(1,214)
其他融资现金流	6,586	(125)	0	0	0
融资活动产生的现金流	2,571	(1,529)	3,665	(692)	(624)
现金变动	4,926	(1,932)	(2,401)	(68)	(135)
期初现金	1,255	6,181	4,244	1,843	1,775
公司自由现金流	2,355	(403)	(6,065)	624	489
权益自由现金流	(112)	(504)	(1,498)	1,072	1,079

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表-A股(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	6,422	5,664	3,263	3,195	3,061
应收帐款	1,675	1,572	1,220	1,292	1,353
库存	0	0	0	0	0
其他流动资产	327	763	639	639	639
流动资产总计	8,424	8,000	5,123	5,127	5,053
固定资产	1,156	1,028	884	763	675
无形资产	19,272	18,324	19,362	18,277	17,148
其他长期资产	2,818	5,034	10,762	12,753	15,047
长期资产总计	23,246	24,385	31,008	31,793	32,870
总资产	31,671	32,385	36,130	36,919	37,924
应付帐款	415	447	276	277	287
短期债务	1,836	1,582	2,599	2,698	2,829
其他流动负债	1,859	2,755	1,925	2,010	2,069
流动负债总计	4,111	4,784	4,800	4,985	5,185
长期借款	4,892	5,526	9,077	9,425	9,883
其他长期负债	7,707	7,363	6,715	6,117	5,519
股本	2,181	2,181	2,181	2,181	2,181
储备	10,188	10,494	11,387	12,352	13,410
股东权益	12,369	12,674	13,568	14,533	15,591
少数股东权益	2,592	2,037	1,971	1,860	1,745
总负债及权益	31,671	32,385	36,130	36,919	37,924
每股帐面价值(人民币)	5.67	5.81	6.22	6.66	7.15
每股有形资产(人民币)	(3.17)	(2.59)	(2.66)	(1.72)	(0.71)
每股净负债/(现金)(人民币)	0.25	1.31	4.51	4.74	5.08

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率-A股

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	69.2	66.2	70.1	68.5	68.1
息税前利润率(%)	43	39.2	43.5	43.7	44.3
税前利润率(%)	48.9	35.8	39.9	38.8	40.1
净利率(%)	45.4	25.8	30.1	29.7	30.4
流动性					
流动比率(倍)	2	1.7	1.1	1	1
利息覆盖率(倍)	3	2.5	2.8	2.7	2.9
净权益负债率(%)	3.7	19.5	63.3	63.1	63.9
速动比率(倍)	2	1.7	1.1	1	1
估值					
市盈率(倍)	13.6	18	15.2	14	12.7
核心业务市盈率(倍)	16.7	20.5	15.5	14.2	12.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	15.9	19.5	14.7	13.5	12.1
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4
价格/现金流(倍)	10.9	8.9	8.6	6.3	6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.4	7.1	7.3	6.8	6.4
周转率					
存货周转天数	0	0	0	0	0
应收帐款周转天数	174.3	130.8	110.6	90.4	88.3
应付帐款周转天数	31.9	34.7	28.6	19.9	18.8
回报率					
股息支付率(%)	47.8	41	41	41	41
净资产收益率(%)	12.8	9.3	10.6	10.7	11
资产收益率(%)	4.7	4.5	4.7	4.9	5.2
已运用资本收益率(%)	7.4	8.5	8.4	8.1	8.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表-H股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	3,421	4,532	4,608	5,072	5,468
销售成本	(1,679)	(2,533)	(2,367)	(2,602)	(2,778)
经营费用	625	1,001	989	1,005	1,035
息税折旧前利润	1,471	1,776	2,005	2,217	2,420
折旧及摊销	(896)	(1,225)	(1,225)	(1,259)	(1,304)
经营利润(息税前利润)	2,367	3,001	3,230	3,476	3,724
净利息收入/(费用)	(371)	(639)	(671)	(792)	(792)
其他收益/(损失)	572	486	504	542	564
税前利润	1,672	1,622	1,838	1,968	2,193
所得税	(177)	(306)	(356)	(368)	(424)
少数股东权益	58	(146)	(96)	(94)	(104)
净利润	1,553	1,170	1,385	1,505	1,664
核心净利润	1,263	1,031	1,360	1,482	1,652
每股收益(人民币)	0.712	0.537	0.635	0.690	0.763
核心每股收益(人民币)	0.579	0.473	0.624	0.680	0.758
每股股息(人民币)	0.340	0.220	0.261	0.283	0.313
收入增长(%)	(6)	32	2	10	8
息税前利润增长(%)	(13)	21	13	11	9
息税折旧前利润增长(%)	(11)	27	8	8	7
每股收益增长(%)	(29)	(25)	18	9	11
核心每股收益增长(%)	23	(18)	32	9	11

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表-H股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	1,672	1,622	1,838	1,968	2,193
折旧与摊销	896	1,225	1,225	1,259	1,304
净利息费用	371	639	671	792	792
运营资本变动	(431)	(578)	(682)	(17)	(49)
税金	(177)	(306)	(356)	(368)	(424)
其他经营现金流	(405)	(228)	(254)	(304)	(309)
经营活动产生的现金流	1,926	2,374	2,441	3,329	3,505
购买固定资产净值	(128)	(382)	(2,606)	(1,700)	(1,972)
投资减少/增加	303	(1,917)	(4,442)	(109)	(114)
其他投资现金流	254	(478)	(1,459)	(896)	(930)
投资活动产生的现金流	429	(2,777)	(8,507)	(2,705)	(3,016)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(2,467)	(101)	4,567	448	590
支付股息	(1,549)	(1,303)	(902)	(1,140)	(1,214)
其他融资现金流	6,586	(125)	0	0	0
融资活动产生的现金流	2,571	(1,529)	3,665	(692)	(624)
现金变动	4,926	(1,932)	(2,401)	(68)	(135)
期初现金	1,255	6,181	4,244	1,843	1,775
公司自由现金流	2,355	(403)	(6,065)	624	489
权益自由现金流	(112)	(504)	(1,498)	1,072	1,079

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表-H股(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	6,422	5,664	3,263	3,195	3,061
应收帐款	1,675	1,572	1,220	1,292	1,353
库存	0	0	0	0	0
其他流动资产	327	763	639	639	639
流动资产总计	8,424	8,000	5,123	5,127	5,053
固定资产	1,156	1,028	884	763	675
无形资产	19,272	18,324	19,362	18,277	17,148
其他长期资产	2,818	5,034	10,762	12,753	15,047
长期资产总计	23,246	24,385	31,008	31,793	32,870
总资产	31,671	32,385	36,130	36,919	37,924
应付帐款	415	447	276	277	287
短期债务	1,836	1,582	2,599	2,698	2,829
其他流动负债	1,859	2,755	1,925	2,010	2,069
流动负债总计	4,111	4,784	4,800	4,985	5,185
长期借款	4,892	5,526	9,077	9,425	9,883
其他长期负债	7,707	7,363	6,715	6,117	5,519
股本	2,181	2,181	2,181	2,181	2,181
储备	10,188	10,494	11,387	12,352	13,410
股东权益	12,369	12,674	13,568	14,533	15,591
少数股东权益	2,592	2,037	1,971	1,860	1,745
总负债及权益	31,671	32,385	36,130	36,919	37,924
每股帐面价值(人民币)	5.67	5.81	6.22	6.66	7.15
每股有形资产(人民币)	(3.17)	(2.59)	(2.66)	(1.72)	(0.71)
每股净负债/(现金)(人民币)	0.25	1.31	4.51	4.74	5.08

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率-H股

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	69.2	66.2	70.1	68.5	68.1
息税前利润率(%)	43	39.2	43.5	43.7	44.3
税前利润率(%)	48.9	35.8	39.9	38.8	40.1
净利率(%)	45.4	25.8	30.1	29.7	30.4
流动性					
流动比率(倍)	2	1.7	1.1	1	1
利息覆盖率(倍)	3	2.5	2.8	2.7	2.9
净权益负债率(%)	3.7	19.5	63.3	63.1	63.9
速动比率(倍)	2	1.7	1.1	1	1
估值					
市盈率(倍)	8.7	11.5	9.7	8.9	8.1
核心业务市盈率(倍)	10.6	13	9.9	9.1	8.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	13.3	16.2	12.3	11.3	10.1
市净率(倍)	1.1	1.1	1	0.9	0.9
价格/现金流(倍)	7	5.7	5.5	4	3.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.2	4.5	4.9	4.6	4.4
周转率					
存货周转天数	0	0	0	0	0
应收帐款周转天数	174.3	130.8	110.6	90.4	88.3
应付帐款周转天数	31.9	34.7	28.6	19.9	18.8
回报率					
股息支付率(%)	47.8	41	41	41	41
净资产收益率(%)	12.8	9.3	10.6	10.7	11
资产收益率(%)	4.7	4.5	4.7	4.9	5.2
已运用资本收益率(%)	7.4	8.5	8.4	8.1	8.4

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。

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