



指数表现

	收盘	一日 %	今年 以来%
恒生指数	27,614	(0.5)	25.5
恒生中国企业指数	11,129	(0.6)	18.5
恒生香港中资企业指数	4,282	(0.6)	19.3
摩根士丹利资本国际香港指数	15,050	(0.3)	25.9
摩根士丹利资本国际中国指数	82	(0.2)	39.2
沪深300指数	3,849	(0.2)	16.3
台湾证交所指数	10,548	(0.7)	14.0
孟买 SENSEX 指数	31,810	0.3	19.5
日经 225 指数	19,358	(0.1)	1.3
韩国综合股价指数	2,320	(0.3)	14.5
澳大利亚 ASX 200 指数	5,687	0.2	2.2
道琼斯工业平均指数	21,808	0.2	10.3
标普 500 指数	2,466	0.3	10.1
金融时报 100 指数	7,354	(0.3)	3.0

商品价格表现

	收盘	一日 %	今年 以来%
布兰特原油(美元/桶)	54	1.5	(7.8)
黄金(美元/盎司)	1,334	(0.0)	15.8
铜(美元/吨)	6,900	(0.2)	24.6
铝(美元/吨)	2,072	(1.2)	21.6
镍(美元/吨)	12,020	(1.4)	20.6
铁矿石指数(美元)	78.4	0.7	(0.6)
中国国内钢筋 25	4,380	(0.3)	31.1
中国国内高速线材	4,481	(0.2)	31.5
中国国内热轧钢	4,293	(0.8)	14.9
中国国内冷轧钢	4,787	(0.7)	0.8
波罗的海干散货运价指数	1,187	0.0	23.5

# 璞玉共精金

## (A/H 股)

### 精金

兖州煤业—持有(A)/买入(H).....2

(600188.CH/人民币 13.80; 目标价格:人民币 14.21▲)

刘志成, CFA

(1171.HK/港币 7.80; 目标价格:港币 9.48▲)

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120019

**调整目标价格**—兖州煤业上周终于完成了对 Coal & Allied 的收购。我们将 H 股 2017-19 年盈利预测上调 10-20%，将 A 股上调 12-23%，以反映该笔交易的影响。由于本周大部分煤价上涨，我们的预测可能存在进一步上升空间。我们将目标价上调，鉴于目前股价估值较低，维持对 H 股的**买入**评级。



股票代码	600188.CH	1171.HK
评级	<b>持有</b>	<b>买入</b>
收盘价	人民币 13.80	港币 7.80
目标价	人民币 14.21	港币 9.48
原目标价	人民币 10.93	港币 8.14
上/下浮比例	+3%	+22%
目标价格基础	1.8倍17年市净率	0.9倍17年市净率
板块评级	中立	中立

# 兖州煤业

## 收购完成，煤价走强

兖州煤业上周终于完成了对 Coal & Allied 的收购。我们将 H 股 2017-19 年盈利预测上调 10-20%，将 A 股上调 12-23%，以反映该笔交易的影响。由于本周大部分煤价上涨，我们的预测可能存在进一步上升空间。我们将目标价上调，鉴于目前股价估值较低，维持对 H 股的买入评级。

### 支撑评级的主要因素

- 根据公司指引，收购 Coal & Allied 可帮助兖州煤业 2018 年权益可售煤炭产量提升 19%。我们对该交易提升盈利的最新预测并未包含任何商誉摊销，因为这可能不是必需的。假如商誉必须被摊销，那么 H 股盈利增幅将缩窄至 7-11%。筹划中的 A 股增发可能会推迟至明年，但公司已获得过桥贷款来完成认购兖煤澳洲(YAL AU, 未有评级) 10 亿美元新股的承诺。
- 近期山西省滑坡伤亡事故促使山西省煤矿安监总局勒令 14 座类似煤矿停产，总产能 1410 万吨/年。相关单位也可能会加强安全监控以避免在 2017 年 10 月 18 日召开十九大之前发生事故。本周，山东省半软焦炭现货价格上涨 10% (每吨涨幅 100 人民币)，秦皇岛山西优质煤现货价出乎意料的反弹 10 人民币/吨。煤价的意外走强为我们的盈利预测提供了进一步的上升空间。
- H 股估值极具吸引力，对应 4.7 倍 2017 年预期市盈率和 6.3% 的股息收益率。

### 评级面临的主要风险

- 煤价暴跌。
- 煤炭生产成本高于预期。

### 估值

- 我们将 H 股目标价由 7.80 港币上调至 9.48 港币，因为我们将目标估值由 0.8 倍 2017 年预期市净率上调至 0.9 倍。上调后的估值处于近期交易区间的上端，鉴于净资产收益率较高，我们认为该估值水平是合理的。
- A 股方面，我们将目标价由 10.93 人民币上调至 14.21 人民币，因为我们将目标估值由 1.4 倍 2017 年预期市净率上调至 1.8 倍。上调后的估值也处于近期交易区间的上端。

### 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)	69,007	101,982	153,342	180,158	186,322
变动(%)	6	48	50	17	3
净利润(人民币百万)	860	2,065	6,133	5,879	7,121
全面摊薄每股收益(人民币)	0.175	0.420	1.249	1.197	1.450
变动(%)	(51.3)	140.5	197.1	(4.1)	21.7
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.938	0.899	0.980
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.119	0.976	1.250
调整幅度(%)	-	-	11.6	22.7	16.0
全面摊薄市盈率(倍)	79.0	32.8	11.1	11.5	9.5
每股现金流量(人民币)	0.53	2.30	2.94	2.92	3.61
价格/每股现金流量(倍)	25.9	6.0	4.7	4.7	3.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.4	11.9	7.1	5.5	4.9
每股股息(人民币)	0.010	0.120	0.413	0.391	0.467
股息率(%)	0.1	0.9	3.0	2.8	3.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

### 本报告亮点

- 我们将 H 股 2017-19 年盈利预测上调 10-20%，以反映收购 Coal & Allied 对盈利的拉升。
- 十九大召开前安全监管可能会收紧。这对短期煤价有利。
- 鉴于 4.7 倍 2017 年预期市盈率的低估值和 6.3% 的股息收益率，我们维持对 H 股的买入评级。

### 股价表现 — A 股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	27.1	0.2	26.5	11.7
相对新华富时 A50 指数	4.0	(3.6)	13.5	(10.0)

发行股数(百万)	4,912
流通股(%)	7
流通股市值(人民币百万)	67,786
3个月日均交易额(人民币百万)	286
净负债比率(%) (2017E)	66
主要股东(%)	
兖矿集团	57

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究以 2017 年 9 月 5 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

能源：煤炭

刘志成, CFA

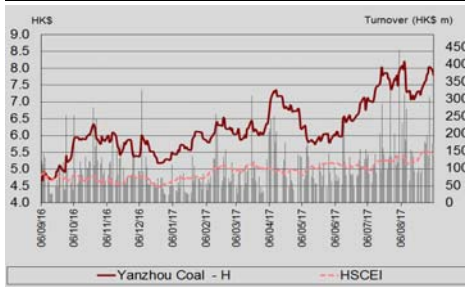
(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120019

本研究报告是《Yanzhou Coal — Acquisition completed and coal price strength》的中文译本，英文原稿已于 2017 年 9 月 5 日出版

## 股价表现—H股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	47.5	(1.0)	29.4	71.8
相对恒生中国企业指数	28.3	(2.7)	23.7	58.0

发行股数(百万)	4,912
流通股(%)	36
流通股市值(港币 百万)	38,314
3个月日均交易额 港币 百万	143
净负债比率(%) (2017E)	66
主要股东(%)	
兖矿集团	57

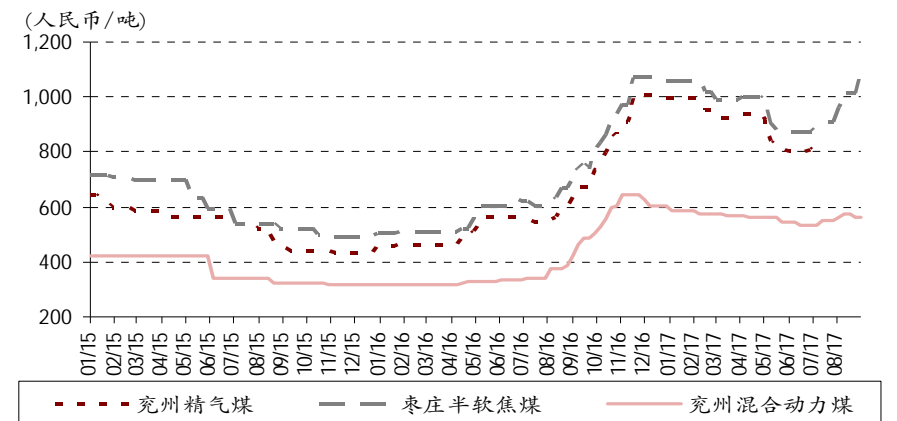
资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2017年9月5日收市价为标准

## 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)	36,404	33,272	50,029	58,778	60,789
变动(%)	(40)	(9)	50	17	3
净利润(人民币 百万)	164	1,649	6,756	6,397	7,639
全面摊薄每股收益(人民币)	0.033	0.336	1.375	1.302	1.555
变动(%)	(78.5)	903.6	309.9	(5.3)	19.4
市场所预期每股收益(人民币)	-	-	0.963	0.751	0.815
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.246	1.084	1.357
调整幅度(%)	-	-	10.4	20.2	14.6
全面摊薄市盈率(倍)	194.6	19.4	4.7	5.0	4.2
每股现金流量(人民币)	0.46	2.64	2.78	3.34	3.92
价格/每股现金流量(倍)	14.3	2.5	2.3	1.9	1.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.3	15.2	6.0	4.7	4.0
每股股息(人民币)	0.010	0.120	0.413	0.391	0.467
股息率(%)	0.2	1.8	6.3	6.0	7.2

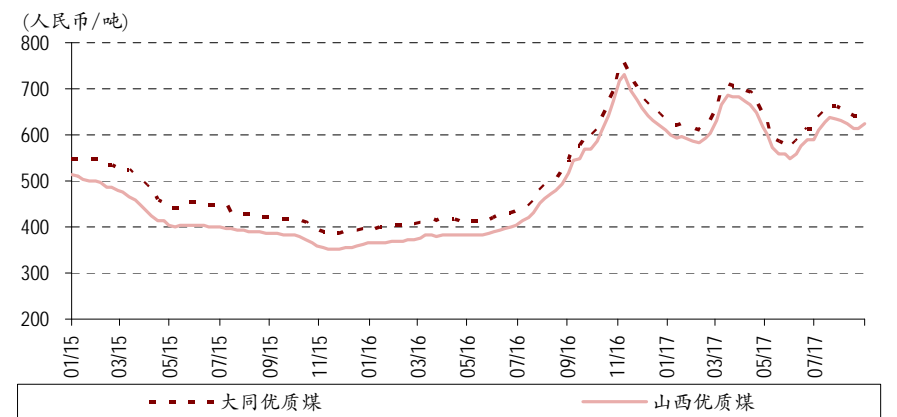
资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 图表 1. 山东省相关煤价



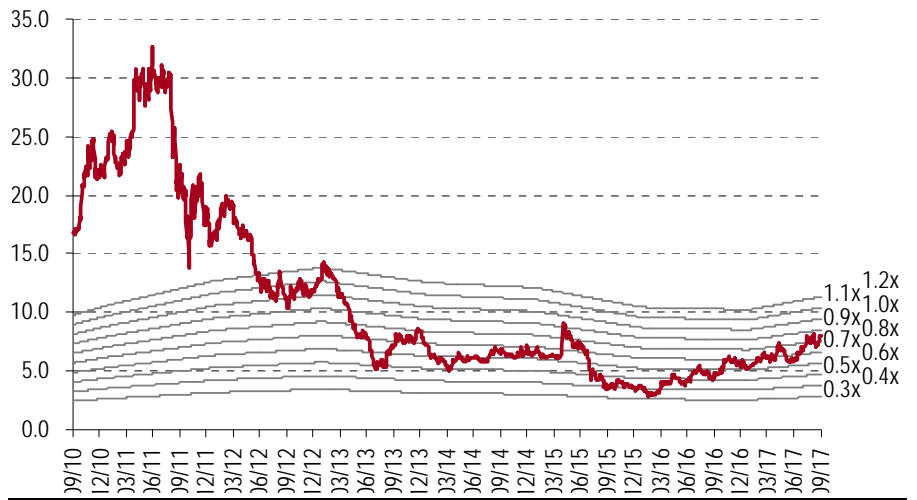
资料来源: 中国煤炭资源网, 万得数据

### 图表 2. 秦皇岛基准动力煤价



资料来源: 中国煤炭资源网, 万得数据

图表 3. 市净率曲线 (H 股)



资料来源：中银国际研究

图表 4. 市净率曲线(A 股)



资料来源：中银国际研究

**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	69,007	101,982	153,342	180,158	186,322
销售成本	(58,990)	(88,944)	(130,546)	(153,679)	(157,911)
经营费用	(2,954)	(3,907)	(4,612)	(2,693)	(2,610)
息税折旧前利润	2,669	5,183	12,490	17,002	18,702
折旧及摊销	(4,394)	(3,947)	(5,695)	(6,785)	(7,099)
经营利润(息税前利润)	7,063	9,130	18,185	23,787	25,801
净利息收入/(费用)	(2,052)	(2,219)	(1,677)	(1,726)	(1,482)
其他收益/(损失)	893	172	1,500	1,500	1,500
税前利润	1,511	3,136	12,313	16,776	18,721
所得税	(680)	(843)	(3,509)	(4,781)	(5,335)
少数股东权益	28	(228)	(2,671)	(6,116)	(6,264)
净利润	860	2,065	6,133	5,879	7,121
核心净利润	860	2,065	6,133	5,879	7,121
每股收益(人民币)	0.175	0.420	1.249	1.197	1.450
核心每股收益(人民币)	0.175	0.420	1.249	1.197	1.450
每股股息(人民币)	0.010	0.120	0.413	0.391	0.467
收入增长(%)	6	48	50	17	3
息税前利润增长(%)	(35)	94	141	36	10
息税折旧前利润增长(%)	(13)	29	99	31	8
每股收益增长(%)	(60)	141	197	(4)	21
核心每股收益增长(%)	(51)	141	197	(4)	21

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	1,511	3,136	12,313	16,776	18,721
折旧与摊销	4,394	3,947	5,695	6,785	7,099
净利息费用	2,052	2,219	1,677	1,726	1,482
运营资本变动	(6,181)	(2,813)	(4,847)	(2,631)	(1,303)
税金	(680)	(843)	(817)	(2,972)	(3,829)
其他经营现金流	1,521	5,656	418	(5,325)	(4,454)
经营活动产生的现金流	2,617	11,302	14,439	14,359	17,715
购买固定资产净值	(6,582)	(7,226)	(24,023)	(6,703)	(4,028)
投资减少/增加	(1,554)	(3,936)	0	0	0
其他投资现金流	1,445	341	0	0	0
投资活动产生的现金流	(6,691)	(10,821)	(24,023)	(6,703)	(4,028)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	4,844	(8,571)	1,807	(5,976)	(12,825)
支付股息	(98)	(49)	(589)	(2,028)	(1,923)
其他融资现金流	1,972	4,207	8,854	0	0
融资活动产生的现金流	6,717	(4,413)	10,072	(8,005)	(14,748)
现金变动	2,644	(3,932)	488	(349)	(1,061)
期初现金	20,701	23,578	20,013	20,501	20,151
公司自由现金流	(2,777)	1,225	(8,671)	8,571	14,570
权益自由现金流	(1,282)	(10,309)	(9,454)	(47)	(621)

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	23,578	20,013	20,501	20,151	19,090
应收帐款	2,417	2,850	4,285	5,034	5,207
库存	2,000	2,654	2,932	2,961	2,939
其他流动资产	20,058	16,704	30,518	35,830	37,893
流动资产总计	48,053	42,220	58,236	63,977	65,128
固定资产	59,060	55,385	62,772	63,835	61,909
无形资产	18,610	26,429	26,409	26,389	26,370
其他长期资产	13,340	21,588	21,050	20,512	20,512
长期资产总计	91,009	103,402	110,232	110,736	108,791
总资产	139,062	145,622	168,467	174,713	173,919
应付帐款	3,550	4,678	6,527	7,684	7,896
短期债务	14,398	17,845	20,976	21,825	18,964
其他流动负债	23,208	29,025	26,324	26,324	26,324
流动负债总计	41,156	51,548	53,828	55,833	53,184
长期借款	43,648	32,980	45,488	38,926	28,962
其他长期负债	11,257	10,044	9,814	9,814	9,814
股本	4,918	4,912	4,912	4,912	4,912
储备	28,228	30,449	33,873	38,560	44,115
股东权益	33,146	35,361	38,785	43,472	49,027
少数股东权益	9,855	15,690	20,552	26,668	32,933
总负债及权益	139,062	145,622	168,467	174,713	173,919
每股帐面价值(人民币)	6.74	7.20	7.90	8.85	9.98
每股有形资产(人民币)	2.96	1.82	2.52	3.48	4.61
每股净负债(现金)(人民币)	7.01	6.27	9.36	8.27	5.87

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
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	10.2	9.0	11.9	13.2	13.8
息税前利润率(%)	3.9	5.1	8.1	9.4	10.0
税前利润率(%)	2.2	3.1	8.0	9.3	10.0
净利率(%)	1.2	2.0	4.0	3.3	3.8
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.2	0.8	1.1	1.1	1.2
利息覆盖率(倍)	0.8	1.7	4.8	6.4	7.9
净权益负债率(%)	80.2	60.4	77.5	57.9	35.2
速动比率(倍)	1.1	0.8	1.0	1.1	1.2
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	79.0	32.8	11.1	11.5	9.5
核心业务市盈率(倍)	79.0	32.8	11.1	11.5	9.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	81.3	33.8	11.4	11.9	9.8
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.0	1.9	1.7	1.6	1.4
价格/现金流(倍)	25.9	6.0	4.7	4.7	3.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.4	11.9	7.1	5.5	4.9
<b>周转率</b>					
存货周转天数	12.4	9.5	7.8	7.0	6.8
应收帐款周转天数	13.7	9.4	8.5	9.4	10.0
应付帐款周转天数	16.9	14.7	13.3	14.4	15.3
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	5.7	28.6	33.1	32.7	32.2
净资产收益率(%)	2.5	6.0	16.5	14.3	15.4
资产收益率(%)	1.1	2.7	5.7	7.1	7.7
已运用资本收益率(%)	4.0	5.8	11.8	14.0	15.0

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	36,404	33,272	50,029	58,778	60,789
销售成本	(30,250)	(23,808)	(33,146)	(39,195)	(39,684)
经营费用	(1,213)	(3,594)	(483)	607	920
<b>息税折旧前利润</b>	<b>457</b>	<b>1,675</b>	<b>10,705</b>	<b>13,404</b>	<b>14,926</b>
折旧及摊销	(4,483)	(4,195)	(5,695)	(6,785)	(7,099)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>4,940</b>	<b>5,870</b>	<b>16,400</b>	<b>20,189</b>	<b>22,025</b>
净利息收入/(费用)	(1,188)	(1,758)	(1,677)	(1,726)	(1,482)
其他收益/(损失)	1,353	2,778	2,370	2,370	2,370
<b>税前利润</b>	<b>622</b>	<b>2,695</b>	<b>11,397</b>	<b>14,048</b>	<b>15,814</b>
所得税	(490)	(817)	(2,972)	(3,829)	(4,260)
少数股东权益	32	(229)	(1,669)	(3,822)	(3,915)
<b>净利润</b>	<b>164</b>	<b>1,649</b>	<b>6,756</b>	<b>6,397</b>	<b>7,639</b>
<b>核心净利润</b>	<b>164</b>	<b>1,649</b>	<b>6,756</b>	<b>6,397</b>	<b>7,639</b>
每股收益(人民币)	0.033	0.336	1.375	1.302	1.555
核心每股收益(人民币)	0.033	0.336	1.375	1.302	1.555
每股股息(人民币)	0.010	0.120	0.413	0.391	0.467
收入增长(%)	(40)	(9)	50	17	3
息税前利润增长(%)	(68)	267	539	25	11
息税折旧前利润增长(%)	(12)	19	179	23	9
每股收益增长(%)	(79)	904	310	(5)	19
核心每股收益增长(%)	(55)	904	310	(5)	19

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	622	2,695	11,397	14,048	15,814
折旧与摊销	4,483	4,195	5,695	6,785	7,099
净利息费用	1,188	1,758	1,677	1,726	1,482
运营资本变动	116	5,331	(3,591)	(2,511)	(625)
税金	(1,556)	(1,251)	(817)	(2,972)	(3,829)
其他经营现金流	(2,611)	250	(684)	(684)	(684)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>2,242</b>	<b>12,978</b>	<b>13,678</b>	<b>16,393</b>	<b>19,258</b>
购买固定资产净值	(12,465)	(8,026)	(24,023)	(6,703)	(4,028)
投资减少/增加	3,134	(2,077)	2,814	0	0
其他投资现金流	74	(4,665)	(379)	(320)	(73)
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(9,257)</b>	<b>(14,768)</b>	<b>(21,588)</b>	<b>(7,024)</b>	<b>(4,101)</b>
净增权益	(19)	0	0	0	0
净增债务	11,340	(5,374)	1,807	(5,976)	(12,825)
支付股息	(98)	(49)	(589)	(2,028)	(1,923)
其他融资现金流	(1,336)	3,704	7,176	(1,726)	(1,482)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>9,886</b>	<b>(1,719)</b>	<b>8,394</b>	<b>(9,731)</b>	<b>(16,230)</b>
现金变动	2,871	(3,509)	484	(361)	(1,074)
期初现金	20,472	23,578	20,013	20,501	20,151
公司自由现金流	(5,718)	(1,047)	(6,998)	10,285	16,040
权益自由现金流	3,137	(8,922)	(7,780)	1,667	849

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	23,578	20,013	20,501	20,151	19,090
应收帐款	5,977	9,736	14,639	17,199	17,787
库存	1,852	2,162	2,932	2,961	2,939
其他流动资产	17,404	9,601	10,101	10,101	10,101
<b>流动资产总计</b>	<b>48,811</b>	<b>41,511</b>	<b>48,172</b>	<b>50,412</b>	<b>49,918</b>
固定资产	45,616	41,953	49,340	50,403	48,477
无形资产	34,539	42,254	66,538	65,924	65,310
其他长期资产	13,505	21,738	24,040	24,528	25,016
<b>长期资产总计</b>	<b>93,661</b>	<b>105,944</b>	<b>139,919</b>	<b>140,855</b>	<b>138,803</b>
<b>总资产</b>	<b>142,472</b>	<b>147,455</b>	<b>188,091</b>	<b>191,267</b>	<b>188,721</b>
应付帐款	4,207	5,849	7,931	8,009	7,951
短期债务	24,302	31,138	20,976	21,825	18,964
其他流动负债	13,547	14,397	24,754	25,361	26,054
<b>流动负债总计</b>	<b>42,056</b>	<b>51,384</b>	<b>53,661</b>	<b>55,196</b>	<b>52,970</b>
长期借款	45,577	34,836	45,488	38,926	28,962
其他长期负债	9,037	7,832	19,065	19,065	19,065
股本	4,918	4,912	4,912	4,912	4,912
储备	30,452	32,227	38,397	42,779	48,507
<b>股东权益</b>	<b>35,370</b>	<b>37,139</b>	<b>43,310</b>	<b>47,691</b>	<b>53,419</b>
少数股东权益	10,432	16,265	26,567	30,390	34,305
<b>总负债及权益</b>	<b>142,472</b>	<b>147,455</b>	<b>188,091</b>	<b>191,267</b>	<b>188,721</b>
每股帐面价值(人民币)	7.19	7.56	8.82	9.71	10.88
每股有形资产(人民币)	0.17	(1.04)	(4.73)	(3.71)	(2.42)
每股净负债/(现金)(人民币)	9.41	9.36	9.36	8.27	5.87

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
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	13.6	17.6	32.8	34.3	36.2
息税前利润率(%)	1.3	5.0	21.4	22.8	24.6
税前利润率(%)	1.7	8.1	22.8	23.9	26.0
净利率(%)	0.5	5.0	13.5	10.9	12.6
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.2	0.8	0.9	0.9	0.9
利息覆盖率(倍)	0.2	0.7	4.1	5.1	6.3
净权益负债率(%)	101.1	86.1	65.8	52.0	32.9
速动比率(倍)	1.1	0.8	0.8	0.9	0.9
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	194.6	19.4	4.7	5.0	4.2
核心业务市盈率(倍)	194.6	19.4	4.7	5.0	4.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	236.5	23.6	5.8	6.1	5.1
盈率(倍)					
市净率(倍)	0.9	0.9	0.7	0.7	0.6
价格/现金流(倍)	14.3	2.5	2.3	1.9	1.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.3	15.2	6.0	4.7	4.0
<b>周转率</b>					
存货周转天数	20.0	30.8	28.0	27.4	27.1
应收帐款周转天数	65.5	86.2	88.9	98.9	105.0
应付帐款周转天数	41.3	55.2	50.3	49.5	47.9
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	29.9	35.7	30.0	30.1	30.0
净资产收益率(%)	0.4	4.5	16.8	14.1	15.1
资产收益率(%)	0.1	0.8	4.7	5.1	5.7
已运用资本收益率(%)	1.6	2.1	9.1	10.4	11.5

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士，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